

杭州银行（600926.SH）

资产质量优异，发力科创金融

核心观点：

- **ROE 拆分：**杭州银行整体呈现资产质量优异、低负债成本、高中收的特点。（1）资产质量处在同业最优水平，主要得益于公司“不以风险换发展”的长期主义经营视角。疫情后经济复苏弱于预期，稳经济政策下基建领域信贷需求提升，公司降低风险偏好，提升广义基建类贷款占比，小微贷款增速放缓。目前行业资产质量普遍承压的环境下，公司实际资产质量水平和信用成本保持较大“安全边际”，风险抵补能力充足。（2）净息差与行业差距收窄，对公压舱石优势延续，24H1 对公贷款息差高出江浙地区其他城商行平均 97bp，并为其其他业务提供大量低成本负债。零售贷款重质量，受经济复苏弱于预期、地产价格波动等影响，公司谨慎选择零售客群，看好经济复苏后，信用小微带来的收益提升机会。（3）科创金融带动托管中收，巩固综合金融服务优势。
- **短期看公司存量资产质量优异，流量拨备较厚，足以在未来应对经济周期和利率周期冲击。**存量角度，据《银行超额拨备还原与估值分析》中构建的超额拨备指标看，24Q2 末超额拨备 2/归母净利润达 270%，多年保持 A 股上市银行首位。流量角度，银行风险偏好决定未来的资产质量，进而决定其盈利能力。公司风险偏好非常低，生息资产收益率-信用成本长期低于江浙城商行平均，表明偏好中低风险资产的同时计提了充足的拨备，质量有望保持优秀。测算若超额拨备在未来 5 年均衡释放，当前隐含 ROE 约 21%，足以应对未来经济及利率周期冲击。
- **中期看管理层稳定，科创金融提供增长潜能。**管理层年富力强，现任董事长、副行长均为内部提拔，为行内战略的长期推进与贯彻执行奠定基础。同时，公司抓住浙江深入实施创新强省机遇，将科技文创金融作为差异化战略方向，目前正在向数据与行业专业化驱动转型的“科创 3.0”转型。一方面打造科创企业线上融资平台，以科创企业评估模型为核心，推动小额标准信用贷款；另一方面通过行业研究数据筛选细分行业中最具成长潜力的企业，提前布局触达客户，以中长期流贷或项目贷款为核心，并附加期权选择权。24Q2 末累计服务科技型企业 2.2 万户，融资敞口余额 779 亿元，创业股权投资基金托管规模达 1,730 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 24/25 年归母净利润增速分别为 17.49%/14.20%，EPS 分别为 2.73/3.14 元/股，当前股价对应 24/25 年 PE 分别为 5.03X/4.38X，对应 24/25 年 PB 分别为 0.76X/0.67X。考虑到公司基本面优质，资产质量夯实，给予公司 24 年 PB 估值 1X，对应合理价值 17.96 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**（1）宏观经济下行；（2）杭州基建投资进度慢于预期，对公需求下滑；（3）利率大幅波动；（4）区域存款竞争加剧等。

公司评级

买入

当前价格

13.74 元

合理价值

17.96 元

前次评级

买入

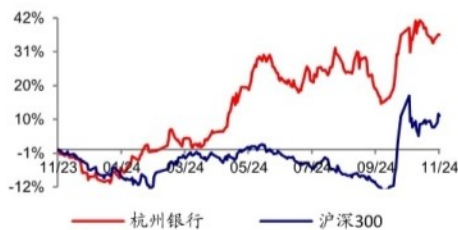
报告日期

2024-11-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	5999/5495
总市值/流通市值（百万元）	82428/75501
一年内最高/最低（元）	14.59/9.59
30 日日均成交量/成交额（百万）	41.94/597.91
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	8.53/14.08

相对市场表现



分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-38003646



nijun@gf.com.cn

分析师：

许洁



SAC 执证号：S0260518080004



SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

请注意，倪军并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

李文洁 021-38003644

gflwenjie@gf.com.cn

目录索引

一、ROE 拆分：基本面优于同业	5
（一）资产质量：同业一流，长期保持优异	7
（二）净息差：对公压舱石优势延续，零售重质量收益改善	12
（三）中收：科创金融带动托管中收，巩固综合金融服务优势	15
二、短期：资产质量优异，业绩释放空间大	16
（一）存量质量优：超额拨备同业最高	16
（二）流量拨备厚：风险偏好较低，拨备计提谨慎	17
（三）利润高增可持续	19
三、中期：管理层稳定，发力科创金融	23
（一）管理层年富力强，经营稳定	23
（二）发力科创金融	24
四、盈利预测与投资建议	29
五、风险提示	31

图表索引

图 1: 客户特征: 小微/民营客户为主 (10-15) 转向零售和大型企业为主 (16-24, 大型企业以基建为代表)	6
图 2: 对公贷款增速超过零售	7
图 3: 22 年后对公投放占比 65% 以上 (亿元)	7
图 4: 杭州银行对公活期存款/对公存款高于同业	7
图 5: 杭州银行存款付息率明显改善	7
图 6: 资产质量持续改善, 当前各项指标上看已经是历年最佳	8
图 7: 2019 年中开始拨贷比提升超出行业水平	9
图 8: 较低不良新生成水平下仍保持较高的信贷成本	9
图 9: 信用成本以公司业务为主, 20 年资金业务上升	9
图 10: 各业务条线信用成本	9
图 11: 净息差回归长三角城商行平均	12
图 12: 杭州银行息差在长三角位于中游水平	12
图 13: 分部息差与资产占比	13
图 14: 杭州、江苏、南京、宁波银行分部负债贡献	15
图 15: 2020-2022 年员工人数同比增速较高	15
图 16: 杭州银行与可比银行中收占营收比重	15
图 17: 杭州银行净利息、中收、非息收入同比增速	15
图 18: 托管类中收占比领先 (2024H1)	16
图 19: 杭州银行财富管理类中收结构	16
图 20: 杭州银行超额拨备 2/归母净利润连续保持上市银行首位	16
图 21: 银行风险偏好决定资产质量	18
图 22: 银行资产质量决定盈利能力	18
图 23: 生息资产收益率-信用成本长期保持较低水平	18
图 24: 22 年以来信用成本下行, 支撑实际收益率上升	18
图 25: 名义净资产 PB VS 超额拨备还原净资产 PB 估算	21
图 26: 若超额拨备通过 3 年释放, 上市银行回拨前后 PB-ROE 变化情况	21
图 27: 若超额拨备通过 5 年释放, 上市银行回拨前后 PB-ROE 变化情况	22
图 28: 若超额拨备通过 10 年释放, 上市银行回拨前后 PB-ROE 变化情况	22
图 29: 杭州银行科创客户保持较高增速	24
图 30: 杭州银行科创融资敞口余额	24
图 31: 杭州银行创业股权投资基金托管规模	24
图 32: 杭州银行科创户均融资	24
图 33: 杭州银行科创不良贷款率	28
图 34: 科学研究和技术服务业不良率	28
图 35: 杭州银行 PB-Bands (截至 2024 年 11 月 6 日, 元/股)	31

表 1: 杭州银行资产负债结构	5
表 2: 杭州银行 ROE 拆分	5
表 3: 2015 年不良贷款以个人为主（其中 95%为个人经营贷款），2023 年不良率 整体下降，主要为公司贷款	9
表 4: 上市银行全口径不良率（2024H1）	10
表 5: 上市银行资产质量指标及广义拨备覆盖率测算（2024H1，不含表外承诺）	11
表 6: 资产端收益率	14
表 7: 负债端成本率	14
表 8: 超额拨备情况	17
表 9: 不同超额拨备释放节奏下，银行回拨后隐含 ROE 测算	20
表 10: 杭州银行董事长、行长与副行长履历（截至 2024 年中报）	23
表 11: 杭州银行科创金融业务模式发展	25
表 12: 杭州银行科创类业务	26
表 13: 杭州银行选择权贷款盈利模式分析案例	27
表 14: 杭州银行关键指标假设	30
表 15: 杭州银行可比同业估值（截至 2024 年 11 月 6 日）	30

一、ROE 拆分：基本面优于同业

表 1：杭州银行资产负债结构

资产负债结构	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31	2024/6/30	城商行平均	杭州-城商行	长三角平均	杭州-长三角
生息资产结构									
贷款/生息资产	42.31%	43.11%	44.27%	44.69%	46.35%	52.38%	-6.03%	49.45%	-3.10%
对公贷款/贷款	60.00%	60.73%	62.99%	65.30%	67.05%	67.16%	-0.11%	63.60%	3.46%
传统基建/贷款	20.90%	23.11%	25.31%	28.22%	29.42%	13.30%	16.12%	12.19%	17.23%
租赁和商务服务业/贷款	11.91%	11.66%	11.86%	14.13%	14.59%	17.20%	-2.61%	18.30%	-3.71%
个人贷款/贷款	38.88%	38.08%	37.01%	34.70%	32.95%	27.45%	5.50%	30.53%	2.42%
经营性贷款/贷款	14.52%	14.50%	14.84%	15.15%	14.19%	6.27%	7.92%	6.37%	7.82%
金融投资/生息资产	45.78%	47.89%	46.97%	48.23%	48.54%	37.93%	10.61%	42.51%	6.03%
同业资产/生息资产	5.86%	4.78%	4.18%	2.62%	1.89%	6.08%	-4.19%	4.99%	-3.10%
生息资产平均收益率									
贷款	5.37%	5.11%	4.96%	4.60%	4.35%	4.55%	-0.20%	4.49%	-0.14%
金融投资	4.24%	4.02%	3.69%	3.58%	3.37%	3.31%	0.06%	3.24%	0.13%
同业资产	1.97%	2.35%	1.95%	1.82%	1.90%	2.52%	-0.62%	2.56%	-0.66%
生息资产（披露值）	4.39%	4.25%	4.06%	3.87%	3.72%	3.90%	-0.18%	3.86%	-0.14%
生息资产（测算值）	4.24%	4.23%	4.07%	3.89%	3.70%	3.91%	-0.22%	3.86%	-0.16%
计息负债结构									
存款/计息负债	65.86%	63.57%	62.56%	61.79%	63.79%	67.65%	-3.86%	64.62%	-0.83%
对公存款/存款	79.93%	80.31%	76.90%	74.95%	72.69%	52.38%	20.31%	63.06%	9.63%
对公活期存款/对公存款	63.14%	60.01%	55.21%	57.37%	52.45%	45.47%	6.97%	40.22%	12.23%
对公定期存款/对公存款	36.86%	39.99%	44.79%	42.63%	47.55%	54.53%	-6.97%	59.78%	-12.23%
个人存款/存款	17.17%	16.70%	19.54%	21.84%	22.85%	44.17%	-21.32%	34.08%	-11.23%
个人活期存款/个人存款	33.45%	31.91%	30.45%	23.24%	23.47%	16.93%	6.53%	17.16%	-6.30%
个人定期存款/个人存款	66.55%	68.09%	69.55%	76.76%	76.53%	83.07%	-6.53%	82.84%	-6.30%
活期存款/存款	56.21%	53.53%	48.41%	48.08%	43.48%	30.09%	13.40%	31.01%	-12.47%
同业负债/计息负债	12.31%	11.25%	15.50%	15.74%	15.44%	11.63%	3.81%	15.21%	0.23%
发行债券/计息负债	12.78%	20.96%	17.93%	16.26%	16.11%	15.62%	0.49%	15.10%	1.02%
计息负债平均成本率									
存款	2.33%	2.21%	2.26%	2.19%	2.08%	2.23%	-0.15%	2.12%	-0.04%
同业负债	1.82%	2.06%	1.84%	2.27%	2.25%	2.36%	-0.11%	2.31%	-0.06%
计息负债（披露值）	2.63%	2.39%	2.32%	2.28%	2.21%	2.32%	-0.11%	2.23%	-0.02%
计息负债（测算值）	2.33%	2.36%	2.32%	2.31%	2.19%	2.30%	-0.11%	2.23%	-0.04%
利差/息差									
净息差（披露值）	1.98%	1.83%	1.69%	1.50%	1.42%	1.61%	-0.19%	1.64%	-0.22%
净息差（测算值）	1.91%	1.83%	1.69%	1.51%	1.41%	1.56%	-0.15%	1.51%	-0.09%
净利差	1.96%	1.86%	1.74%	1.59%	1.51%	1.58%	-0.07%	1.63%	-0.12%
存贷利差	3.04%	2.90%	2.70%	2.41%	2.27%	2.32%	-0.05%	2.38%	-0.11%
同业往来利差	0.15%	0.29%	0.11%	-0.45%	-0.35%	0.16%	-0.51%	0.25%	-0.60%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：长三角为长三角 6 家城商行（上海银行、杭州银行、宁波银行、南京银行、江苏银行、苏州银行）平均，下文均为此口径

表 2：杭州银行ROE拆分

ROE拆分	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12	2024/09	城商行平均	杭州-城商行	长三角平均	杭州-长三角
营业收入	1.94%	2.20%	2.26%	2.29%	2.19%	2.03%	1.97%	1.95%	0.02%	2.06%	-0.09%
利息净收入	1.60%	1.62%	1.76%	1.64%	1.52%	1.36%	1.26%	1.38%	-0.12%	1.30%	-0.04%
利息收入	4.17%	4.01%	3.89%	3.81%	3.66%	3.49%	3.26%	3.45%	-0.19%	3.31%	-0.05%
利息支出	2.57%	2.38%	2.14%	2.16%	2.14%	2.13%	2.00%	2.07%	0.07%	2.01%	0.01%
非利息收入	0.35%	0.58%	0.50%	0.65%	0.67%	0.67%	0.71%	0.58%	0.13%	0.75%	-0.05%
手续费及佣金净收入	0.13%	0.15%	0.27%	0.28%	0.31%	0.23%	0.20%	0.14%	0.07%	0.17%	0.03%
净其他非息收入	0.21%	0.42%	0.23%	0.37%	0.36%	0.44%	0.50%	0.44%	0.06%	0.58%	-0.08%
营业支出	0.60%	0.65%	0.62%	0.65%	0.67%	0.62%	0.56%	0.56%	0.00%	0.59%	0.03%
税金及附加	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.00%	0.02%	0.00%
管理费用	0.58%	0.63%	0.60%	0.63%	0.65%	0.60%	0.54%	0.53%	-0.01%	0.56%	0.03%
营业外支出（负为收入）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%
PPOP	1.35%	1.55%	1.64%	1.65%	1.52%	1.41%	1.41%	1.39%	-0.02%	1.46%	0.05%
资产减值损失	0.69%	0.80%	0.91%	0.82%	0.66%	0.47%	0.32%	0.51%	0.19%	0.36%	0.04%
利润总额	0.66%	0.75%	0.73%	0.83%	0.86%	0.94%	1.09%	0.89%	0.21%	1.10%	-0.01%
所得税	0.04%	0.07%	0.08%	0.10%	0.09%	0.11%	0.14%	0.10%	-0.03%	0.17%	0.04%
ROAA（净利润）	0.62%	0.68%	0.65%	0.72%	0.78%	0.83%	0.96%	0.78%	0.18%	0.93%	0.03%
权益乘数	16.10	16.25	15.29	14.98	15.94	16.48	15.82	13.71	2.11	13.85	1.96
ROAE	9.93%	11.03%	9.95%	10.84%	12.38%	13.71%	15.16%	10.79%	4.37%	12.86%	2.30%

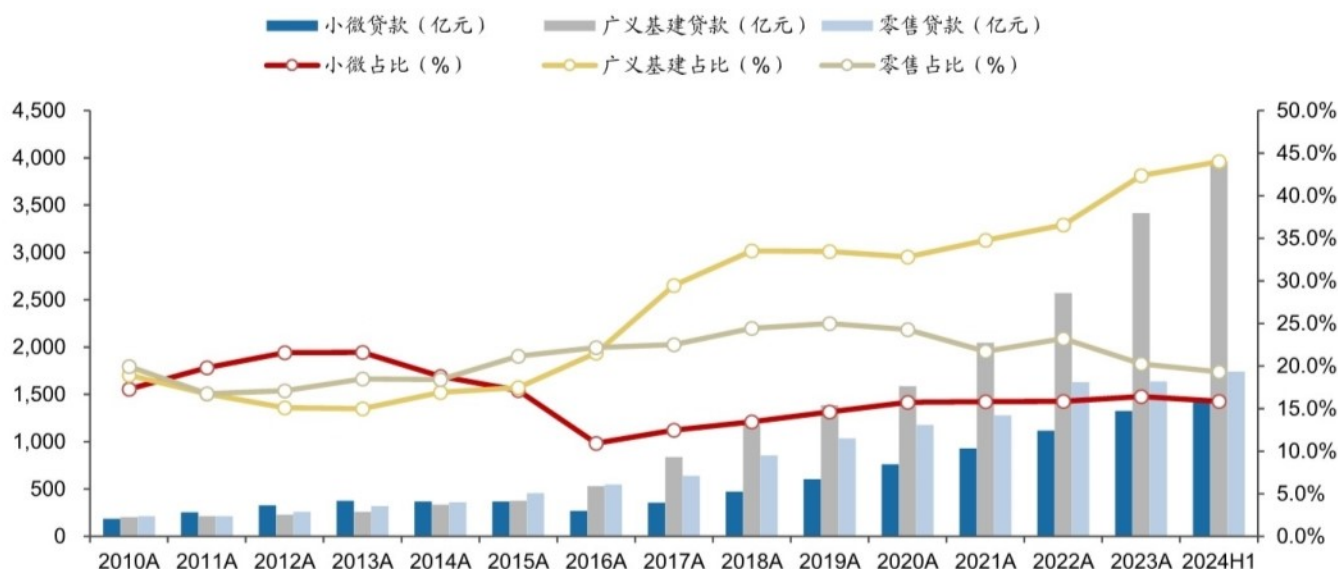
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，注：利润表为相应科目占平均总资产的比重

ROE拆分：资产质量优异，低负债成本，高中收。杭州银行ROE拆分后横向与长三角城商行平均和城商行平均对比，纵向上以6年为维度对比，我们可总结出如下特征：

（1）横向来看，虽然杭州银行净利息收入（净息差）对业绩贡献低于同业，但负债和经营效率更具优势，优质的资产质量逐渐反映到信用成本的缓释上，盈利能力显著优于同业。2024Q3对比结果显示，杭州银行ROE水平高于城商行板块4pct，ROA水平高于城商行平均18bp。核心支撑是低减值损失、低负债成本和高非息，我们后续会详细分析。

（2）纵向来看，2018A-2024Q3公司核心盈利能力逐渐修复，ROA、ROE均显著提升。主要正贡献来自负债成本的压降、非息收入贡献的提升、信用成本的下行，这一变化本质反映的是“不以风险换发展”的长期主义经营视角。2014-2016年小微风险暴露后，管理层开始主动退出部分高风险小微客户，战略核心由“重点发展小微企业”向“做专大公司”+“做强大零售”转变。资产端，相较于高风险、高收益的小微贷款，转型后零售业务风险偏好较低，以强抵押为主，收益也相对较低；对公业务以政府基建相关企业为主。负债端，2023年以来存款付息率持续下降，24H1存款付息率为2.08%，较23A下降11bp，改善幅度大于城商行平均水平（9bp）。同时，存款结构优于同业，2024年6月末活期：定期约为4:6，较城商行平均3:7有较大优势。疫情后经济复苏弱于预期，低风险偏好下，小微贷款增长放缓，同时，稳经济政策下基建领域信贷需求提升，公司广义基建类贷款占贷款比重持续上升，从2020年末的33%提升至2024年6月末的44%，而小微贷款占总贷款比重自2020年以来基本维持稳定。

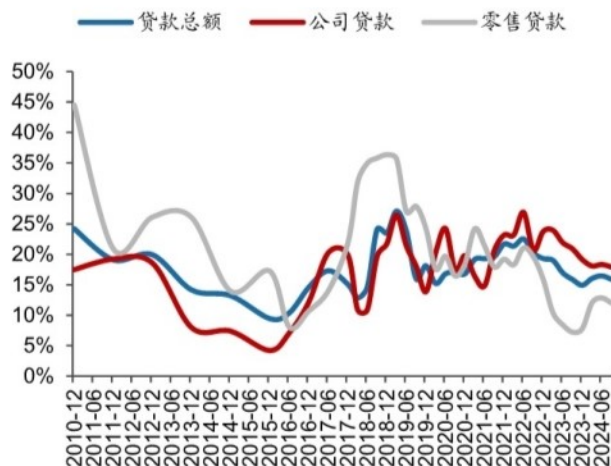
图 1：客户特征：小微/民营客户为主（10-15）转向零售和大型企业为主（16-24，大型企业以基建为代表）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；

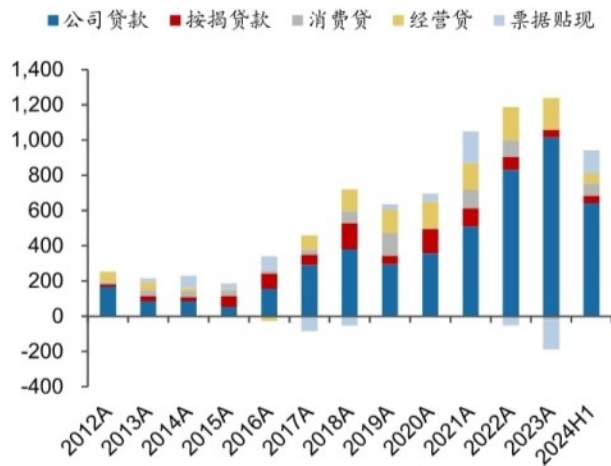
注：1.基建贷款包含电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，租赁和商务服务业；2.零售贷款仅含按揭和消费；3.小微贷款包含小微企业贷款（杭州银行口径）和经营贷

图 2：对公贷款增速超过零售



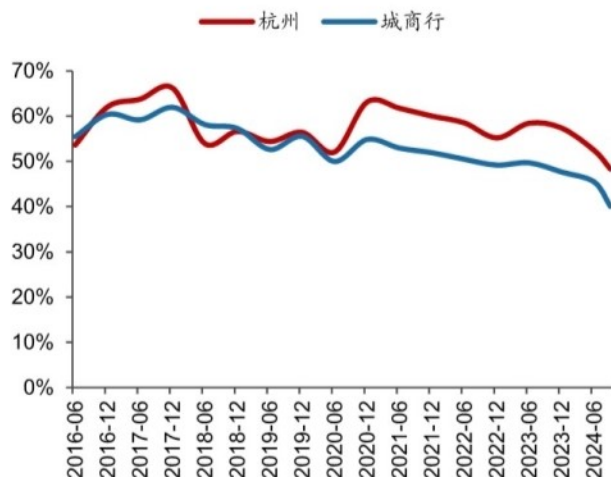
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：22年后对公投放占比65%以上（亿元）



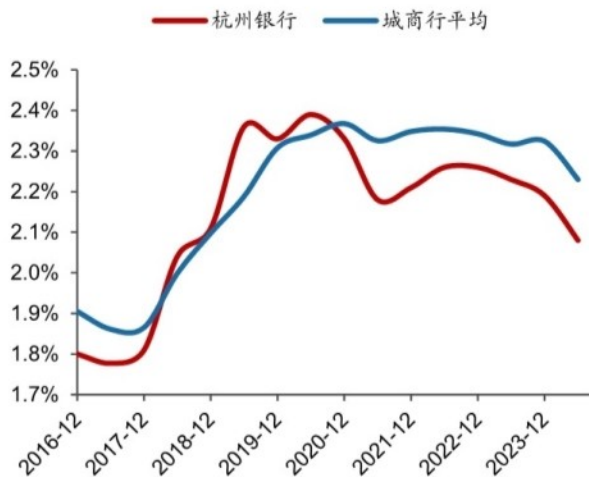
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：杭州银行对公活期存款/对公存款高于同业



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：杭州银行存款付息率明显改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（一）资产质量：同业一流，长期保持优异

杭州银行资产质量长期保持优异，处于可比同业最优水平。2024年9月末不良贷款率为0.76%，是上市以来最优水平，在城商行中仅次于成都银行和厦门银行；考虑潜在风险，24Q3末不良+关注为1.35%，逾期贷款率为0.69%，同业最低。不良认定水平较严，24Q3末逾期90以上贷款偏离度为70.26%，逾期贷款偏离度90.92%，由于大部分城商行未披露24Q3逾期情况，24Q2末数据显示，长三角城商行平均逾期90以上贷款偏离度、逾期贷款偏离度分别为80%、124%。风险抵补能力同样处于第一梯队，2024年7月末拨贷比为4.13%，城商行中最高，拨备覆盖率543.25%，A股上市银行中最高。

公司资产质量优异经过周期的考验，是从上至下贯彻“不以风险换发展”，并始终保持政策定立的结果。2011年浙江地区担保风险爆发，2014年公司小微企业资产质

量明显恶化，在这个背景下管理层开始坚持“从严治行、质量立行”的理念，从上至下贯彻风控文化，主动调整客户结构。以2015A与2024H1对比：（1）总体不良贷款水平显著降低，从1.36%降至0.76%。结构上，（2）零售贷款不良率显著下降，从3.13%降至0.76%，主要是经营贷业务模式经过根本性调整，主要为抵押贷款，将不良率从8.61%压降至0.91%；（3）公司贷款不良率有所上升，0.59%上升至0.80%，主要是受地产市场波动的影响，房地产业不良率显著提升，0.09%上升至7.07%，房地产业不良贷款在总不良中的占比为38%，公司战略重心（国企/平台）相关的基建贷款不良率在接近0%水平没有显著变化。

公司风控有三大法宝：（1）大额授信排查，开展城建类国企专项评估、大零售业务风险排查，通过集中排查和日常滚动排查，对风险隐患进行清单管理，一户一策决定处置计划（减额/增加担保/逐步退出）。（2）存量业务结构调整，大额授信排查下的风险隐患清单有刚性退出比例要求，有效防范大额新增风险和大零售集群性风险。（3）员工行为管理，进行常态化的员工行为排查，针对大零售业务、小微业务，梳理不规范行为的早期信号，进行数字化监测。疫情“压力测试”下表现优异，24H1测算不良新生成率仅为0.62%，显著好于城商行和长三角同业平均（0.87%/0.96%）。

实际资产质量水平和信用成本保持较大“安全边际”，风险抵补能力充足。公司拨备政策非常审慎，从拨贷比的角度看，拨贷比大幅超越行业（2024Q3末，杭州银行：4.13% vs. 长三角：3.51%），其背后反映的是不良生成率和信用成本大幅分化，公司近年来不良新生成率长期保持低位，但广义拨备覆盖率远高于同业，最终呈现的是行业最优的资产质量，以及行业较高的风险抵补水平。截至2024年6月末，杭州银行全口径不良率²¹仅0.39%，广义拨备覆盖率¹²高达713.79%%，为上市银行最优。

图 6：资产质量持续改善，当前各项指标上看已经是历年最佳



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹ 全口径不良率 2=（不良贷款+第三阶段债权投资+第三阶段其他债权投资+第三阶段同业及其他信用资产）/（贷款总额+债权投资总额+其他债权投资总额+同业及其他信用资产总额）

² 广义不良资产拨备覆盖率 1=金融资产减值准备/第三阶段金融资产

识别风险，发现价值

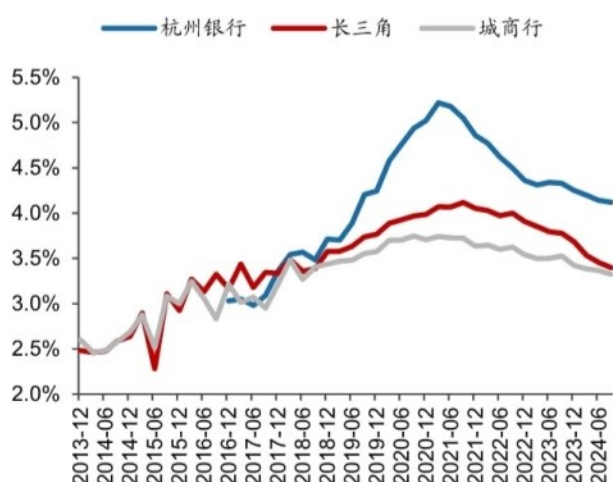
请务必阅读末页的免责声明

表 3: 2015年不良贷款以个人为主（其中95%为个人经营贷款），2023年不良率整体下降，主要为公司贷款

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1	2015结构	2024H1结构	24H1-15A
公司贷款	0.59%	1.07%	1.62%	1.93%	1.93%	1.56%	1.29%	0.93%	0.87%	0.80%	26.00%	67.07%	41.06%
基建贷款	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	0.01%	0.05%	0.09%	0.01%	0.08%	0.01%	0.00%	0.28%	0.28%
租赁与商务服务	0.01%	0.18%	0.54%	0.38%	2.66%	0.65%	0.75%	0.22%	0.49%	0.52%	0.03%	9.98%	9.95%
房地产业	0.09%	0.10%	1.73%	0.97%	0.27%	2.79%	3.78%	3.45%	6.36%	7.07%	0.65%	38.18%	37.52%
制造业	0.83%	2.51%	2.41%	6.06%	3.28%	3.17%	2.24%	1.40%	1.14%	0.90%	8.21%	11.24%	3.03%
批发业	1.89%	3.03%	5.35%	6.05%	4.92%	3.56%	2.58%	2.00%	0.81%	0.64%	14.51%	2.44%	-12.07%
零售贷款	3.13%	3.16%	1.79%	0.77%	0.54%	0.45%	0.35%	0.61%	0.59%	0.76%	74.00%	32.93%	-41.06%
按揭贷款	0.11%			0.04%	0.04%	0.07%	0.05%	0.11%	0.13%	0.16%	0.94%	2.34%	1.40%
消费贷	0.33%			2.74%	0.46%	0.61%	0.48%	1.07%	1.10%	1.32%	2.33%	13.64%	11.31%
经营贷	8.61%			0.17%	1.13%	0.73%	0.55%	0.76%	0.69%	0.91%	70.73%	16.96%	-53.78%
票据贴现		0.09%	0.11%	0.27%	0.16%						0.00%	0.00%	0.00%
不良贷款率	1.36%	1.62%	1.59%	1.45%	1.34%	1.07%	0.86%	0.77%	0.76%	0.76%	100.00%	100.00%	0.00%

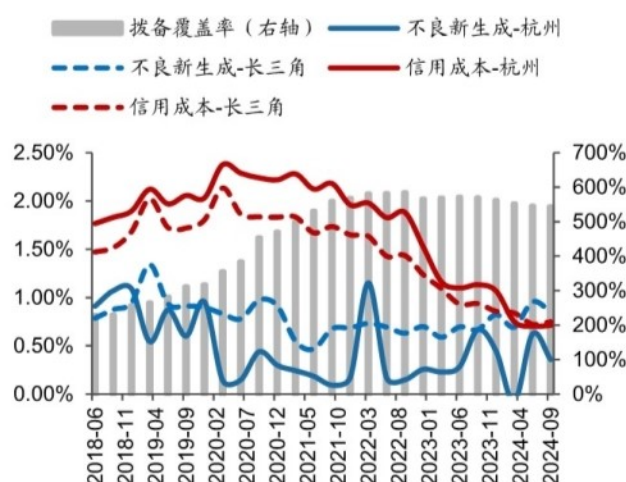
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 2019年中开始拨贷比提升超出行业水平



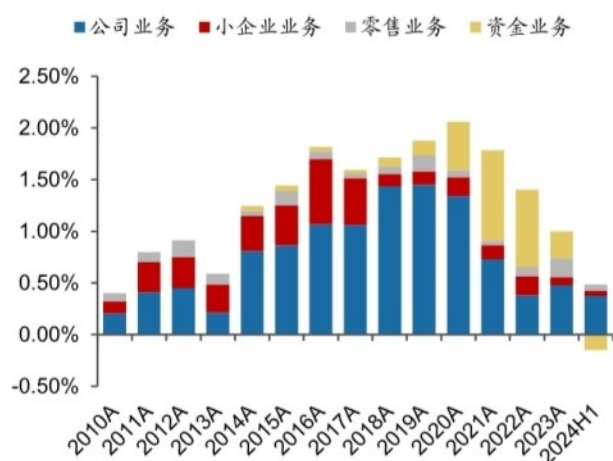
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 较低不良新生成水平下仍保持较高的信贷成本



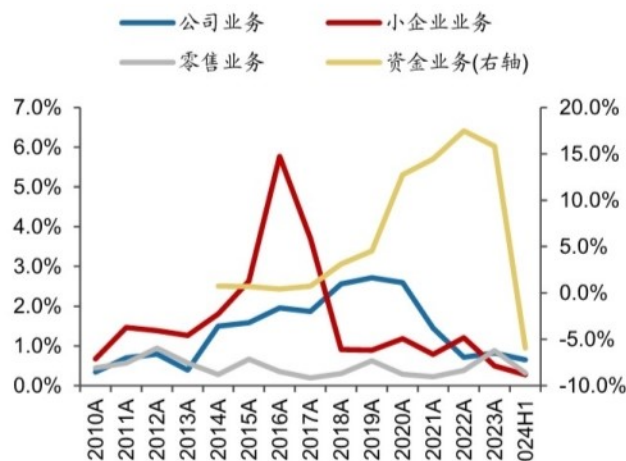
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 信用成本以公司业务为主, 20年资金业务上升



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10: 各业务条线信用成本



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

表 4：上市银行全口径不良率（2024H1）

银行代称	贷款不良率	金融投资不良率 1	金融投资不良率 2	同业及其他不良率	表外不良率	全口径不良率 1	全口径不良率 2	全口径不良率 3	全口径不良率 4
国有行 1	1.35%	0.03%	0.13%	0.01%	0.00%	0.82%	0.88%	1.16%	0.88%
国有行 2	1.35%	0.14%	0.97%	0.00%	0.00%	0.87%	0.96%	1.25%	0.96%
国有行 3	1.32%	0.01%	0.06%	0.00%	0.00%	0.78%	0.83%	1.12%	0.82%
国有行 4	1.24%	0.05%	0.27%	0.00%			0.86%	1.07%	0.86%
国有行 5	0.84%	0.33%	0.47%	0.00%	0.00%	0.57%	0.60%	0.68%	0.60%
国有行 6	1.32%	0.04%	0.13%	0.00%			0.84%	1.07%	0.84%
股份行 1	0.94%	0.81%	3.01%	0.02%	0.04%	0.66%	0.83%	1.07%	0.83%
股份行 2	1.08%	1.42%	2.29%	0.00%	0.05%	0.92%	1.09%	1.24%	1.16%
股份行 3	1.41%	2.90%	5.60%	0.00%			1.75%	2.06%	1.98%
股份行 4	1.19%	1.45%	2.57%	0.00%	0.00%	0.95%	1.22%	1.44%	1.26%
股份行 5	1.47%	1.52%	4.29%	0.62%	0.00%	1.23%	1.45%	1.84%	1.77%
股份行 6	1.25%	1.06%	1.70%	0.00%			1.14%	1.32%	1.19%
股份行 7	1.07%	0.82%	2.01%	0.00%			0.92%	1.11%	0.95%
股份行 8	1.65%	1.37%	2.51%	0.26%	0.05%	1.22%	1.50%	1.82%	1.58%
股份行 9	1.43%	5.44%	7.55%	0.00%			2.76%	3.06%	2.81%
城商行 1	1.31%	2.03%	3.75%	0.00%			1.47%	1.75%	1.47%
城商行 2	0.89%	0.42%	0.77%	0.00%	0.01%	0.59%	0.67%	0.81%	0.67%
城商行 3	1.21%	1.09%	2.12%	0.48%	0.00%	0.95%	1.09%	1.40%	1.26%
城商行 4	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.31%	0.38%	0.53%	0.38%
城商行 5	0.83%	0.30%	0.43%	0.00%			0.56%	0.64%	0.56%
杭州银行	0.76%	0.05%	0.09%	0.00%			0.39%	0.51%	0.39%
城商行 7	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	0.41%	0.49%	0.41%
城商行 8	1.16%	0.99%	2.11%	0.07%			1.02%	1.33%	1.26%
城商行 9	1.25%	0.56%	1.14%	0.21%			0.89%	1.08%	1.38%
城商行 10	1.62%	1.76%	4.70%	0.00%			1.61%	2.20%	1.82%
城商行 11	1.87%	9.57%	18.33%	0.00%			4.39%	5.22%	6.26%
城商行 12	1.17%	1.92%	2.84%	0.00%	0.00%	1.23%	1.40%	1.60%	1.40%
城商行 13	0.84%	0.00%	0.01%	0.00%			0.45%	0.53%	0.45%
城商行 14	1.24%	0.73%	2.25%	0.00%	0.00%	0.83%	0.99%	1.42%	0.80%
城商行 15	1.82%	0.00%	0.00%	0.00%			1.05%	1.16%	0.78%
城商行 16	1.72%	1.99%	5.27%	0.91%	0.00%	1.66%	1.79%	2.46%	2.23%
城商行 17	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%			0.44%	0.57%	0.61%
农商行 1	1.19%	0.41%	0.93%	0.00%	0.30%	0.73%	0.75%	0.98%	0.76%
农商行 2	0.97%	0.04%	0.06%	0.00%	0.01%	0.51%	0.54%	0.63%	0.55%
农商行 3	1.80%	0.05%	0.11%	0.00%	0.02%	0.98%	1.05%	1.34%	1.66%
农商行 4	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.47%	0.52%	0.61%	0.56%
农商行 5	1.15%	3.02%	5.25%	0.00%			1.42%	1.55%	1.53%
农商行 6	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.45%	0.50%	0.61%	0.50%
农商行 7	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.53%	0.62%	0.64%	0.75%
农商行 8	0.91%	0.00%	0.00%	0.00%			0.58%	0.68%	0.58%
农商行 9	0.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.61%	0.67%	0.90%	0.66%
农商行 10	0.97%	0.89%	3.31%	0.00%	0.00%	0.86%	0.90%	1.22%	0.92%
国有行	1.24%	0.10%	0.34%	0.00%	0.00%	0.76%	0.83%	1.06%	0.83%
股份行	1.28%	1.87%	3.50%	0.10%	0.03%	1.00%	1.41%	1.66%	1.50%
城商行	1.17%	1.26%	2.58%	0.10%	0.00%	0.85%	1.12%	1.39%	1.30%
农商行	1.05%	0.44%	0.97%	0.00%	0.04%	0.64%	0.76%	0.91%	0.85%
上市银行	1.17%	1.03%	2.07%	0.06%	0.02%	0.80%	1.05%	1.29%	1.17%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：金融投资中已剔除交易性金融资产和其他权益工具投资

金融投资不良率 1=金融投资第三阶段/金融投资总额；金融投资不良率 2 为金融投资不良率 1 基础上，分母剔除利率债；

全口径不良率 1=（不良贷款+第三阶段债权投资+第三阶段其他债权投资+第三阶段同业及其他信用资产+第三阶段表外承诺）/（贷款总额+债权投资总额+其他债权投资总额+同业及其他信用资产总额+表外承诺）；全口径不良率 2 为全口径不良率 1 基础上剔除表外承诺；全口径不良率 3 为全口径不良率 2 基础上，分母剔除债权投资及其他债权投资中的利率债；

全口径不良率 4=第三阶段资产总额/生息资产总额

表 5: 上市银行资产质量指标及广义拨备覆盖率测算 (2024H1, 不含表外承诺)

银行代称	不良率	逾期率	关注率	重组贷款率	贷款拨备覆盖率	广义不良资产 拨备覆盖率 1		广义不良资产 拨备覆盖率 2		广义不良资产 拨备覆盖率 3		广义不良资产 拨备覆盖率 4	
	24H1	24H1	24H1	24H1	24H1	24H1	排名	24H1	排名	24H1	排名	24H1	排名
国有行 1	1.35%	1.34%	1.92%	0.43%	218%	231.28%	22	176.86%	17	95.98%	28	232.49%	17
国有行 2	1.35%	1.27%	2.07%	0.37%	239%	235.86%	21	195.57%	16	95.34%	29	249.23%	15
农业银行	1.32%	1.06%	1.42%	0.32%	304%	313.81%	12	298.89%	8	151.33%	16	386.82%	6
国有行 4	1.24%	1.21%	1.43%	0.38%	202%	206.18%	25	161.28%	19	96.36%	27	211.11%	21
国有行 5	0.84%	1.06%	0.81%	0.18%	326%	289.49%	18	210.35%	14	164.19%	11	240.46%	16
国有行 6	1.32%	1.45%	1.66%	0.73%	205%	209.60%	24	127.40%	28	93.38%	30	191.31%	22
招商银行	0.94%	1.42%	1.24%	0.21%	434%	355.10%	11	235.20%	10	185.22%	9	262.29%	12
股份行 2	1.08%	1.45%	1.73%	0.49%	238%	174.60%	27	127.51%	27	97.05%	26	155.16%	28
股份行 3	1.41%	2.12%	2.30%	0.02%	175%	97.12%	38	87.27%	36	60.62%	38	87.69%	38
股份行 4	1.19%	1.86%	1.62%	0.40%	207%	141.17%	35	95.73%	35	81.30%	32	109.72%	36
股份行 5	1.47%	2.18%	2.78%	0.59%	149%	90.73%	40	70.61%	40	49.99%	40	84.47%	39
股份行 6	1.25%	2.20%	1.99%	0.46%	172%	140.05%	36	82.64%	38	70.25%	34	96.26%	37
股份行 7	1.07%	1.39%	1.85%	0.63%	264%	225.31%	23	139.92%	24	101.92%	22	189.82%	23
股份行 8	1.65%	1.97%	2.66%	0.37%	162%	117.12%	37	97.92%	34	61.20%	37	110.50%	35
股份行 9	1.43%	2.17%	2.21%	0.55%	178%	90.06%	41	71.48%	39	61.82%	36	78.90%	40
城商行 1	1.31%	1.82%	1.87%	0.72%	208%	168.60%	29	113.43%	33	97.08%	25	140.12%	33
城商行 2	0.89%	1.12%	1.40%	0.14%	357%	307.91%	13	234.53%	11	140.87%	17	257.93%	13
城商行 3	1.21%	1.72%	2.14%	0.33%	269%	165.70%	30	141.22%	23	100.23%	24	157.56%	25
城商行 4	0.76%	0.92%	1.02%	0.12%	421%	453.63%	7	331.90%	5	194.60%	6	374.16%	7
城商行 5	0.83%	1.25%	1.07%	0.53%	345%	298.45%	17	160.59%	20	151.70%	14	217.07%	19
杭州银行	0.76%	0.70%	0.53%	0.32%	545%	713.79%	1	541.00%	1	432.61%	1	768.70%	1
成都银行	0.66%	0.90%	0.45%	0.26%	496%	531.70%	5	302.69%	7	317.85%	3	391.00%	5
城商行 8	1.16%	1.98%	2.26%	0.78%	313%	181.25%	26	123.96%	30	104.87%	21	158.18%	24
城商行 9	1.25%	1.90%	3.10%	0.56%	250%	141.74%	34	126.32%	29	76.00%	33	157.21%	26
城商行 10	1.62%	2.97%	3.45%	0.07%	258%	155.48%	32	120.99%	31	83.54%	31	122.95%	34
城商行 11	1.87%	4.65%	2.24%	0.00%	191%	53.25%	42	54.09%	41	57.25%	39	54.09%	42
城商行 12	1.17%	1.54%	0.58%	0.03%	234%	169.80%	28	146.59%	22	138.26%	18	148.10%	31
苏州银行	0.84%	0.93%	0.88%	0.40%	487%	557.37%	4	363.28%	3	273.57%	4	506.18%	3
城商行 14	1.24%	0.99%	1.14%	0.20%	309%	301.05%	15	251.83%	9	151.68%	15	283.38%	11
城商行 15	1.82%	2.61%	6.15%	0.00%	199%	282.69%	19	147.09%	21	48.19%	41	147.09%	32
城商行 16	1.72%	5.03%	5.69%	3.84%	170%	95.09%	39	39.09%	42	45.27%	42	61.04%	41
城商行 17	0.76%	1.50%	2.26%	1.29%	396%	306.40%	14	116.09%	32	107.15%	20	215.53%	20
农商行 1	1.19%	1.52%	1.41%	0.45%	360%	300.26%	16	204.64%	15	161.15%	13	253.18%	14
农商行 2	0.97%	1.31%	1.23%	0.46%	372%	397.06%	9	222.54%	12	179.31%	10	298.77%	10
农商行 3	1.80%	2.86%	4.71%	0.46%	227%	149.38%	33	128.13%	26	65.67%	35	148.35%	30
常熟银行	0.76%	1.54%	1.36%	1.10%	539%	568.79%	3	174.59%	18	217.65%	5	299.33%	9
农商行 5	1.15%	1.41%	1.33%	1.79%	249%	157.60%	31	83.22%	37	101.13%	23	150.23%	29
无锡银行	0.79%	0.78%	0.50%	0.18%	502%	571.03%	2	469.54%	2	349.15%	2	576.43%	2
农商行 7	0.94%	1.90%	1.67%	0.11%	424%	373.03%	10	212.49%	13	163.39%	12	225.33%	18
农商行 8	0.91%	1.03%	1.19%	0.30%	443%	446.57%	8	305.24%	6	193.07%	7	393.17%	4
农商行 9	0.98%	1.27%	1.37%	0.03%	435%	455.76%	6	335.01%	4	185.86%	8	342.94%	8
农商行 10	0.97%	1.77%	1.56%	0.33%	324%	235.98%	20	136.24%	25	116.71%	19	155.61%	27
国有行	1.24%	1.23%	1.55%	0.40%	248.87%	247.70%	4	195.06%	2	116.10%	4	251.91%	2
股份行	1.28%	1.86%	2.04%	0.41%	220.10%	159.03%	5	112.03%	5	85.49%	5	130.53%	5
城商行	1.17%	1.91%	2.13%	0.56%	320.48%	287.29%	2	194.98%	3	148.28%	2	244.72%	3
农商行	1.05%	1.54%	1.63%	0.52%	387.51%	365.55%	1	227.16%	1	173.31%	1	284.33%	1
上市银行	1.17%	1.72%	1.91%	0.50%	304.70%	272.78%	3	184.88%	4	136.19%	3	230.71%	4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 注: “金融资产拨备”指贷款、金融投资、同业资产以及融资租赁的减值准备, 下同

广义拨备覆盖率 1=金融资产减值准备/第三阶段金融资产

广义拨备覆盖率 2=金融资产减值准备/(逾期贷款+重组贷款+第三阶段非信贷金融资产)

广义拨备覆盖率 3=金融资产减值准备/(不良贷款+关注贷款+第三阶段非信贷金融资产)

广义拨备覆盖率 4=金融资产减值准备/(逾期贷款+第三阶段非信贷金融资产)

(二) 净息差：对公压舱石优势延续，零售重质量收益改善

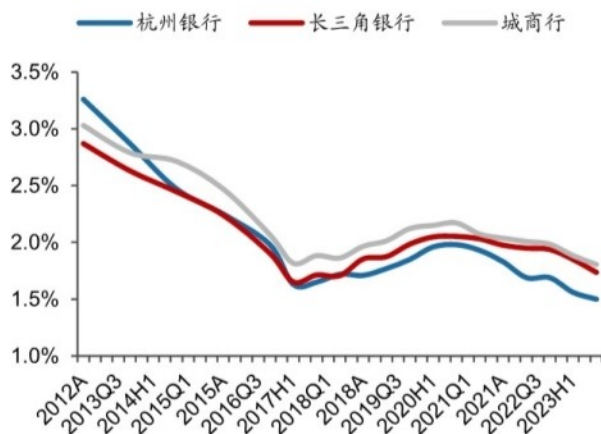
净息差显著低于行业平均，横向来看，由于零售端重质量，净息差较低。24H1杭州银行净息差为1.42%，低于长三角城商行（1.64%）与城商行平均（1.67%），根据分部业务数据测算³，对公业务净息差水平非常高，2024H1达3.26%，远高于江浙地区城商行平均（平均2.48%，江苏银行：2.69%，宁波银行：2.31%，南京银行：2.11%，苏州银行：2.02%）；净息差整体表现偏弱主要由于零售业务净息差较低，测算2024H1仅2.39%，大幅低于江浙地区城商行平均（平均3.27%，南京银行：3.89%，江苏银行：3.78%，宁波银行：3.62%，苏州银行：2.65%）。

纵向来看：2017-2020年净息差回升，与行业差距逐渐收窄。2017年杭州银行与城商行平均差距为23bps，2021H1已收窄至14bps。从分部的角度来看2017A-2021H1净息差逐步改善，除了口径调整因素⁴外，其主要原因是：（1）2017-2020年受益于终端贷款利率上行，对公业务测算净息差扩张，3.51%升至3.92%，公司也主动增加对公/零售/小微资产的配置；（2）2020年公司主要受益于资金业务息差扩张，市场逐渐认可杭州银行资产质量改善，同时受益于金融市场利率下行，同业负债成本大幅下行。

2021-2023净息差回落，与行业差距逐渐加大。2023年杭州银行与城商行平均差距为31bps，主要是：（1）小微业务受减费让利影响息差大幅下降（2020A：3.48%降至2023A：2.42%）；（2）对公业务受到终端贷款利率下行的影响，测算净息差收窄（2020A：3.92%降至2022A：2.97%）；（3）2023年资金业务息差收窄，主要受到同业负债成本上升的影响。

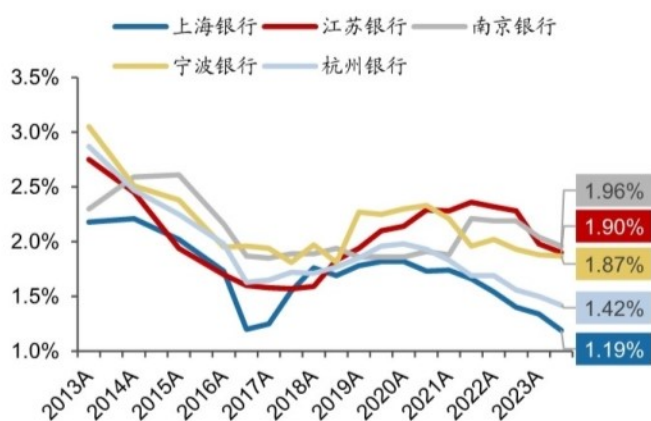
2023-24H1净息差与行业差距收窄。24H1杭州银行与城商行平均差距较23H1收窄8bp，主要是：（1）对公业务息差企稳回升，测算净息差扩张（2022A：2.97%上升至2024H1：3.26%）；（2）零售业务息差回升（2022A：1.69%上升至2023A：2.39%）。

图 11：净息差回归长三角城商行平均



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：杭州银行息差在长三角位于中游水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

³ 息差根据（内部利息净收入+外部利息净收入）/分部资产计算

⁴ 注：2020 年银行统一将分期收入由手续费及佣金收入调为利息收入
识别风险，发现价值

图 13: 分部息差与资产占比



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心；注：以上息差根据（内部利息净收入+外部利息净收入）/分部资产计算

对公压舱石优势延续，息差较高，并为其他业务提供大量低成本负债。对公是杭州银行最重要的板块，2024H1净利息收入中占52.03%，总资产中占比30.4%。对公净息差长期维持较高水平，2024H1测算净息差3.26%，高出江浙地区其他城商行平均97bps。更重要的对公业务负债优势凸显，24H1负债净贡献⁵占总资产20.07%，和宁波银行接近，江浙其他城商行对公业务负债净贡献均为负（宁波银行：21.10%，南京银行：-0.55%，江苏银行：-1.54%），24Q2末对公“广义贷存比⁶”为65.45%，大幅低于江苏银行和南京银行，与宁波银行相近；结构优良，2024Q2末对公存款中活期存款占比52%，远高于长三角其他城商行平均40%。考虑到杭州银行核心客户为政府相关大中型客户，竞争相对激烈，负债拓展能取得如此成绩殊为不易；活期占比较高部分由于公司科创金融业务带来的投资款流入，后续会详细分析科创金融业务。

零售贷款重质量，看好经济复苏后的收益提升机会。2014年以后，杭州银行风险偏好降低，零售贷款始终将资产质量放在第一位；资产摆布上以按揭贷款和个人经营贷为主，消费贷配置较少而且以客群选择上以高端客群（公务员、事业单位员工、垄断优质的国企央企以及白名单群体）为主；经营贷重抵押，风险极低。2021年开始，杭州银行按照“二二五五”战略，做大零售增长极（重点发力消费信贷），做优小微增长极（个人+抵押为主，向企业+信用延伸），员工人数保持较高增速，已满足规划要求。2023年由于经济复苏弱于预期、地产价格波动等影响，零售需求偏弱，公司放慢零售发展步伐，谨慎选择零售客群，蛰伏静待经济复苏后，发力零售小微。

⁵ 注：以（对公负债-对公资产）/资产总额计算分部负债贡献度

⁶ 注：由于分部资产中不仅含有贷款，也有部分债券，这里将分部资产/分部负债定义为“广义贷存比”

表 6：资产端收益率

	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
贷款收益率												
杭州银行	5.13%	5.48%	5.54%	5.43%	5.37%	5.19%	5.11%	5.05%	4.96%	4.70%	4.60%	4.35%
苏州银行	5.46%	5.70%	5.87%	5.57%	5.38%	4.93%	4.89%	4.76%	4.70%	4.37%	4.29%	3.98%
江苏银行	5.08%	5.32%	5.32%	5.35%	5.43%	5.40%	5.36%	5.41%	5.36%	5.32%	5.18%	4.98%
南京银行	5.55%	5.81%	5.75%	5.65%	5.75%	5.43%	5.42%	5.27%	5.24%	5.20%	5.07%	4.84%
宁波银行	5.78%	5.96%	6.12%	6.13%	6.00%	5.86%	5.75%	5.38%	5.34%	5.18%	5.13%	4.92%
江浙平均	5.40%	5.65%	5.72%	5.63%	5.59%	5.36%	5.31%	5.17%	5.12%	4.95%	4.85%	4.61%
城商行平均	5.49%	5.54%	5.69%	5.58%	5.57%	5.34%	5.31%	5.16%	5.09%	4.89%	4.81%	4.55%
投资类资产收益率												
杭州银行	4.66%	4.61%	4.50%	4.32%	4.24%	4.11%	4.02%	3.76%	3.69%	3.63%	3.58%	3.37%
苏州银行	4.69%	4.62%	4.60%	4.36%	4.19%	4.07%	4.02%	3.73%	3.77%	3.74%	3.67%	3.28%
江苏银行	4.50%	4.32%	4.28%	4.20%	4.15%	4.12%	3.97%	3.82%	3.66%	3.37%	3.32%	3.23%
南京银行	4.80%	4.80%	4.71%	4.44%	4.35%	4.04%	4.00%	3.86%	3.82%	3.80%	3.49%	3.25%
宁波银行	4.64%	4.47%	4.44%	4.08%	4.03%	3.94%	3.83%	3.49%	3.46%	3.36%	3.36%	3.22%
江浙平均	4.66%	4.56%	4.51%	4.28%	4.19%	4.06%	3.97%	3.73%	3.68%	3.58%	3.48%	3.27%
城商行平均	4.57%	4.54%	4.49%	4.34%	4.26%	4.15%	4.08%	3.86%	3.72%	3.61%	3.53%	3.31%
生息资产收益率												
杭州银行	4.46%	4.59%	4.56%	4.41%	4.39%	4.31%	4.25%	4.11%	4.06%	3.93%	3.87%	3.72%
苏州银行	4.75%	4.94%	5.04%	4.83%	4.68%	4.40%	4.37%	4.23%	4.23%	4.07%	4.01%	3.73%
江苏银行	4.50%	4.57%	4.57%	4.57%	4.61%	4.57%	4.53%	4.59%	4.53%	4.45%	4.35%	4.21%
南京银行	4.70%	4.85%	4.79%	4.61%	4.60%	4.43%	4.45%	4.34%	4.32%	4.35%	4.22%	4.06%
宁波银行	4.67%	4.64%	4.88%	4.72%	4.68%	4.69%	4.59%	4.26%	4.25%	4.17%	4.16%	4.05%
江浙平均	4.62%	4.72%	4.77%	4.63%	4.59%	4.48%	4.44%	4.31%	4.28%	4.19%	4.12%	3.95%
城商行平均	4.64%	4.69%	4.76%	4.63%	4.63%	4.51%	4.48%	4.34%	4.29%	4.15%	4.09%	3.90%

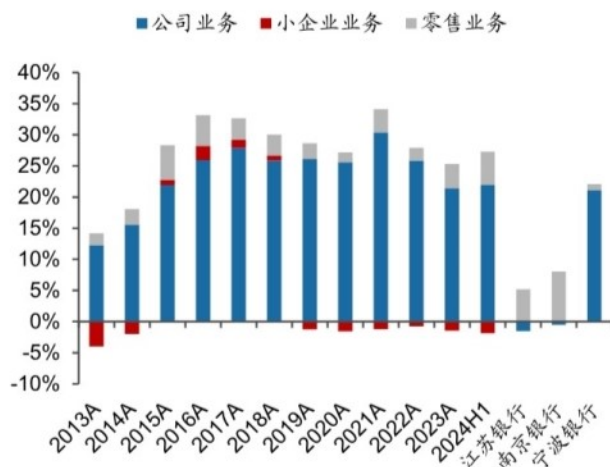
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：负债端成本率

	2018A	2019H1	2019A	2020H1	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
存款付息率												
杭州银行	2.11%	2.36%	2.33%	2.39%	2.33%	2.18%	2.21%	2.26%	2.26%	2.23%	2.19%	2.08%
苏州银行	2.25%	2.25%	2.33%	2.31%	2.34%	2.21%	2.25%	2.22%	2.22%	2.18%	2.21%	2.11%
江苏银行	2.47%	2.57%	2.55%	2.56%	2.47%	2.31%	2.32%	2.34%	2.34%	2.26%	2.33%	2.18%
南京银行	2.38%	2.50%	2.81%	2.52%	2.51%	2.32%	2.35%	2.32%	2.37%	2.43%	2.45%	2.37%
宁波银行	1.80%	1.82%	1.88%	1.95%	1.86%	1.82%	1.83%	1.80%	1.77%	1.94%	2.01%	1.96%
江浙平均	2.20%	2.30%	2.38%	2.35%	2.30%	2.17%	2.19%	2.19%	2.19%	2.21%	2.24%	2.14%
城商行平均	2.10%	2.19%	2.31%	2.34%	2.37%	2.33%	2.35%	2.35%	2.34%	2.32%	2.32%	2.23%
计息负债付息率												
杭州银行	2.80%	2.69%	2.63%	2.47%	2.63%	2.37%	2.39%	2.37%	2.32%	2.31%	2.28%	2.21%
苏州银行	2.89%	2.62%	2.62%	2.39%	2.40%	2.34%	2.39%	2.34%	2.30%	2.25%	2.28%	2.20%
江苏银行	3.15%	2.93%	2.88%	2.71%	2.63%	2.52%	2.53%	2.46%	2.42%	2.36%	2.40%	2.29%
南京银行	2.86%	2.78%	2.81%	2.64%	2.61%	2.42%	2.43%	2.37%	2.39%	2.46%	2.49%	2.42%
宁波银行	2.47%	2.28%	2.31%	2.22%	2.14%	2.10%	2.13%	2.10%	2.05%	2.09%	2.15%	2.12%
江浙平均	2.83%	2.66%	2.65%	2.49%	2.48%	2.35%	2.37%	2.33%	2.30%	2.29%	2.32%	2.25%
城商行平均	2.74%	2.61%	2.63%	2.51%	2.52%	2.48%	2.50%	2.45%	2.41%	2.37%	2.39%	2.32%

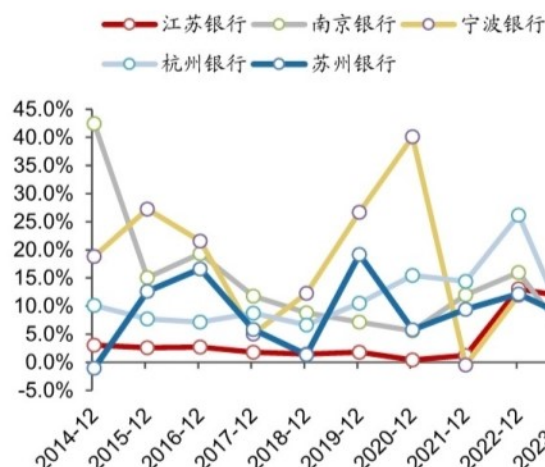
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 14: 杭州、江苏、南京、宁波银行分部负债贡献



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2020-2022年员工人数同比增速较高

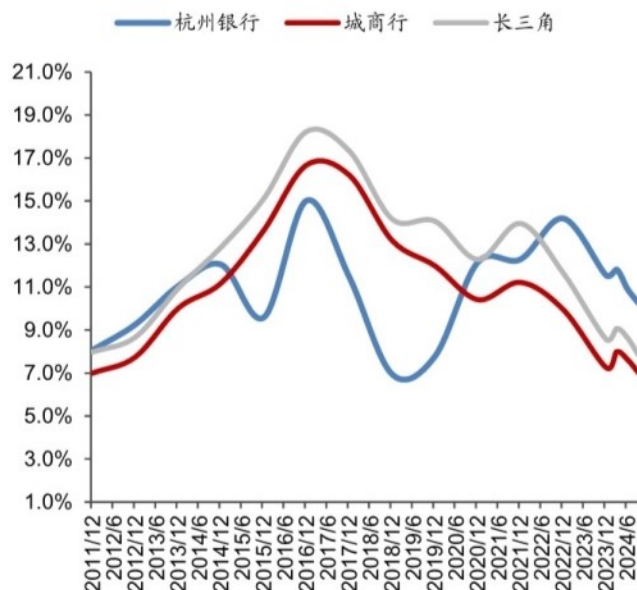


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）中收：科创金融带动托管中收，巩固综合金融服务优势

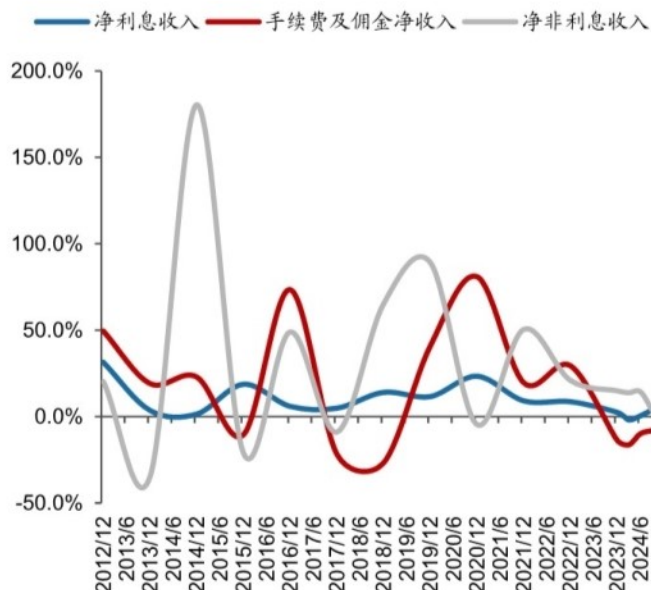
杭州银行存在明显的中收优势。2024年3季度末杭州银行中收/营收为10.3%，高于长三角城商行（7.9%）与城商行平均（7.0%）。公司目前中收以托管业务为主，近年来随着科创金融业务的不断发展，带来私募股权基金的托管，2018-2022年托管业务中收占比不断上升，25.6%升至66.6%。预计未来随着科创金融业务持续推进以及综合金融服务能力巩固，中收依然能保持领先优势。

图 16: 杭州银行与可比银行中收占营收比重



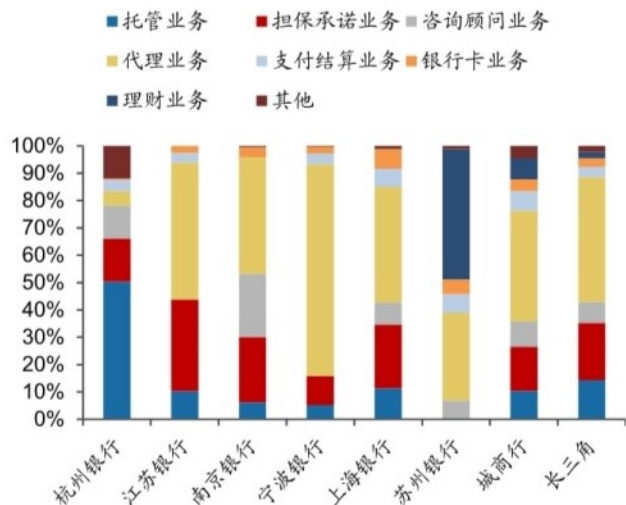
数据来源: 同花顺 iFinD, 广发证券发展研究中心

图 17: 杭州银行净利息、中收、非息收入同比增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 广发证券发展研究中心

图 18: 托管类中收占比领先 (2024H1)



数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

图 19: 杭州银行财富管理类中收结构



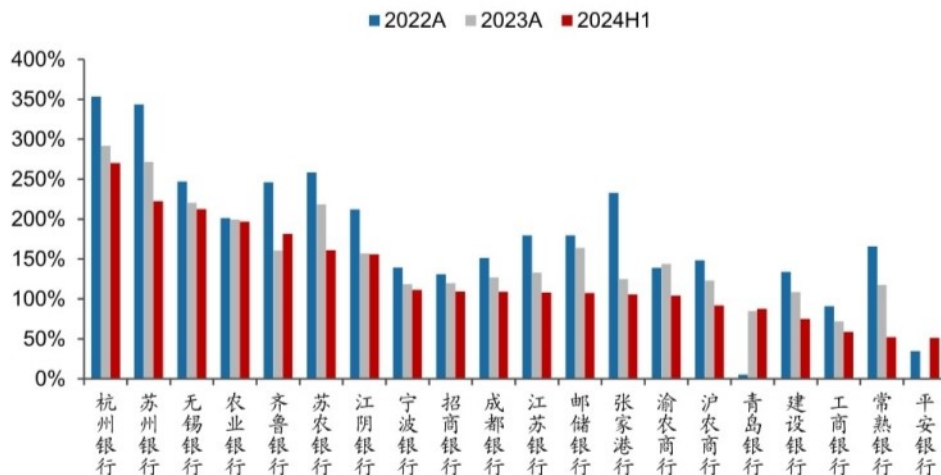
数据来源：各家银行财报，广发证券发展研究中心

二、短期：资产质量优异，业绩释放空间大

（一）存量质量优：超额拨备同业最高

从存量角度看，杭州银行资产质量长期处于可比同业最优水平。我们在《银行超额拨备还原与估值分析》报告中，以各类资产预期信用损失模型下“第三阶段”余额指代不良额，将银行各类表内外金融工具的拨备计提一同纳入考量，构建“超额拨备”指标，试图还原银行真实拨备水平。2024Q2末杭州银行超额拨备2/归母净利润为270%，A股上市银行中最高。

图 20: 杭州银行超额拨备2/归母净利润连续保持上市银行首位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：超额拨备2=贷款超额拨备2+非信贷资产超额拨备=【贷款拨备-（逾期贷款+重组贷款）*150%】+（非信贷资产拨备-第三阶段规模*100%）

表 8: 超额拨备情况

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1		2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024H1
超额拨备1/归母净利润							超额拨备2/归母净利润						
杭州银行	184.68%	317.80%	374.11%	353.74%	326.37%	298.28%	杭州银行	183.26%	316.00%	373.96%	353.60%	291.52%	270.25%
苏州银行		175.17%	361.21%	349.80%	296.06%	259.97%	苏州银行		164.07%	346.81%	343.42%	271.78%	222.40%
江苏银行	137.83%	224.63%	223.63%	195.75%	143.91%	122.69%	江苏银行	106.81%	192.45%	208.02%	179.28%	132.84%	108.07%
南京银行	120.11%	143.54%	133.96%	118.58%	95.32%	82.06%	南京银行	108.31%	135.00%	109.81%	101.86%	48.40%	30.64%
宁波银行	153.79%	175.28%	175.56%	148.54%	125.64%	120.93%	宁波银行	152.74%	172.98%	170.62%	139.47%	118.52%	111.36%
江浙平均		207.29%	253.69%	233.28%	197.46%	176.79%	江浙平均		196.10%	241.84%	223.53%	172.61%	148.55%
城商行平均	107.40%	146.88%	131.70%	113.56%	111.67%	90.95%	城商行平均	79.99%	108.54%	101.57%	86.68%	53.69%	46.13%
超额拨备1/归母净资产							超额拨备2/归母净资产						
杭州银行	18.62%	27.01%	35.70%	41.27%	41.34%	35.35%	杭州银行	18.48%	26.86%	35.69%	41.25%	36.92%	32.03%
苏州银行		14.83%	32.44%	34.00%	29.82%	26.19%	苏州银行		13.89%	31.15%	33.38%	27.37%	22.40%
江苏银行	15.24%	18.54%	21.77%	23.06%	17.56%	12.83%	江苏银行	11.81%	15.88%	20.25%	21.12%	16.21%	11.30%
南京银行	17.13%	16.99%	16.95%	14.03%	10.52%	8.70%	南京银行	15.44%	15.98%	13.90%	12.05%	5.34%	3.25%
宁波银行	19.89%	21.12%	21.25%	19.88%	15.76%	14.34%	宁波银行	19.76%	20.84%	20.65%	18.66%	14.86%	13.21%
江浙平均		19.70%	25.62%	26.45%	23.00%	19.48%	江浙平均		18.69%	24.33%	25.29%	20.14%	16.44%
城商行平均	12.25%	14.53%	13.17%	11.83%	11.46%	8.89%	城商行平均	9.12%	10.74%	10.16%	9.03%	5.51%	4.51%
超额拨备1/回拨后ROE(10年)							超额拨备2/回拨后ROE(10年)						
杭州银行	11.48%	10.53%	12.22%	14.76%	15.77%	14.50%	杭州银行	11.47%	10.51%	12.22%	14.76%	15.43%	14.25%
苏州银行		9.58%	11.41%	12.27%	12.31%	12.04%	苏州银行		9.51%	11.32%	12.22%	12.12%	11.75%
江苏银行	12.20%	9.64%	11.37%	13.51%	13.52%	11.42%	江苏银行	11.95%	9.44%	11.25%	13.37%	13.42%	11.30%
南京银行	15.54%	13.11%	13.93%	12.88%	11.83%	11.26%	南京银行	15.42%	13.04%	13.70%	12.73%	11.44%	10.85%
宁波银行	14.43%	13.63%	13.70%	14.87%	13.72%	12.94%	宁波银行	14.42%	13.61%	13.65%	14.78%	13.66%	12.85%
江浙平均		11.30%	12.52%	13.66%	13.43%	12.43%	江浙平均		11.22%	12.43%	13.57%	13.21%	12.20%
城商行平均	12.32%	10.98%	10.99%	11.31%	11.12%	10.45%	城商行平均	12.09%	10.70%	10.77%	11.10%	10.67%	10.12%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 1. 贷款超额拨备 1=贷款拨备-逾期贷款*150%; 贷款超额拨备 2=贷款拨备-(逾期贷款+重组贷款)*150%;

2. 非信贷信用资产超额拨备=非信贷资产拨备-第三阶段规模*100%。

3. 超额拨备 1=贷款超额拨备 1+非信贷资产超额拨备; 超额拨备 2=贷款超额拨备 2+非信贷资产超额拨备。

(二) 流量拨备厚: 风险偏好较低, 拨备计提谨慎

从流量角度来看, 商业银行的风险偏好决定了其未来的资产质量, 而资产质量又决定了盈利能力。从图20中可以看到, 上市银行2021-2023年平均贷款收益率和2023年末的不良生成率呈正相关性, 即银行风险偏好更低(贷款收益率越低), 资产质量越优(不良生成越低)。从图21可以看到, 上市银行2021-2023年平均不良生成率和2023年末净利润同比增速呈负相关性, 即银行资产质量越优(不良生成越低), 净利润增速越高。

杭州银行风险偏好非常低, 长期保持优质资产质量可期。2018至2022年期间, 杭州银行生息资产收益率-信用成本长期低于行业平均, 说明企业在偏好中低风险资产(收益率不高)的同时计提了充足的拨备(信用成本较高)。22Q3末杭州银行生息资产收益率-信用成本为2.24%, 低于江浙地区城商行平均(3.06%)和上市城商行平均(2.75%)。由于存量资产质量较好、不良生成保持低位, 信用成本下行, 2024年前三季度杭州银行生息资产收益率-信用成本提升至2.98%, 但仍低于江浙地区城商行平均(3.28%)。

图 21: 银行风险偏好决定资产质量



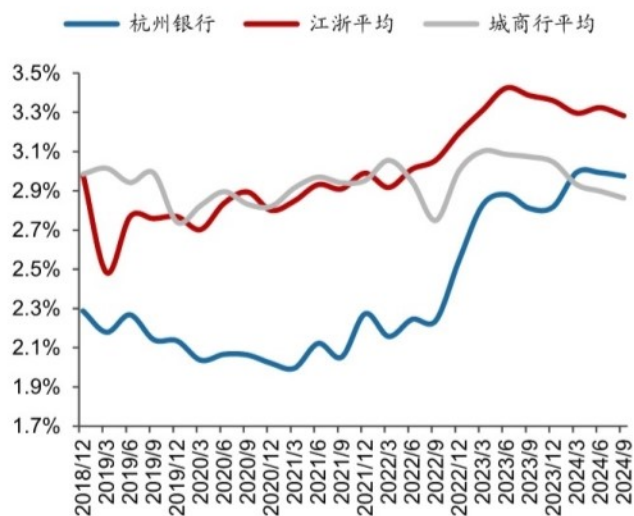
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 银行资产质量决定盈利能力



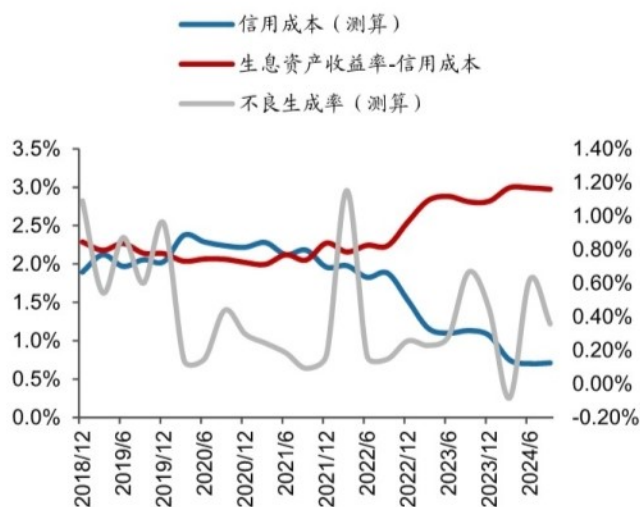
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 生息资产收益率-信用成本长期保持较低水平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 22年以来信用成本下行, 支撑实际收益率上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）利润高增可持续

资产质量的优异表现下，公司具备维持较高利润增速的能力。在报告《2023年上市银行超额拨备情况如何？》中，我们曾做了各家上市银行超额拨备还原至净资产和净利润测算。

超额拨备还原净资产后PB测算：假设税率为25%，分红率采用23年数据，以2024年11月5日收盘价为基准，可计算出超额拨备还原后PB如图25所示，杭州银行最新PB为0.70，超额拨备回拨后实际PB为0.53，远低于名义PB，估值提升空间较大。

超额拨备还原利润后ROE测算：我们假设当前超额拨备分别在未来3年、5年、10年均衡释放，可测算出目前回拨后隐含ROE水平，结果如表9所示。

若超额拨备在未来3年均衡释放，则预计当前杭州银行隐含ROE水平约为24.72%，城商行平均隐含ROE水平为12.08%；

若超额拨备在未来5年均衡释放，则预计当前杭州银行隐含ROE水平约为21.14%，城商行平均隐含ROE水平为11.77%；

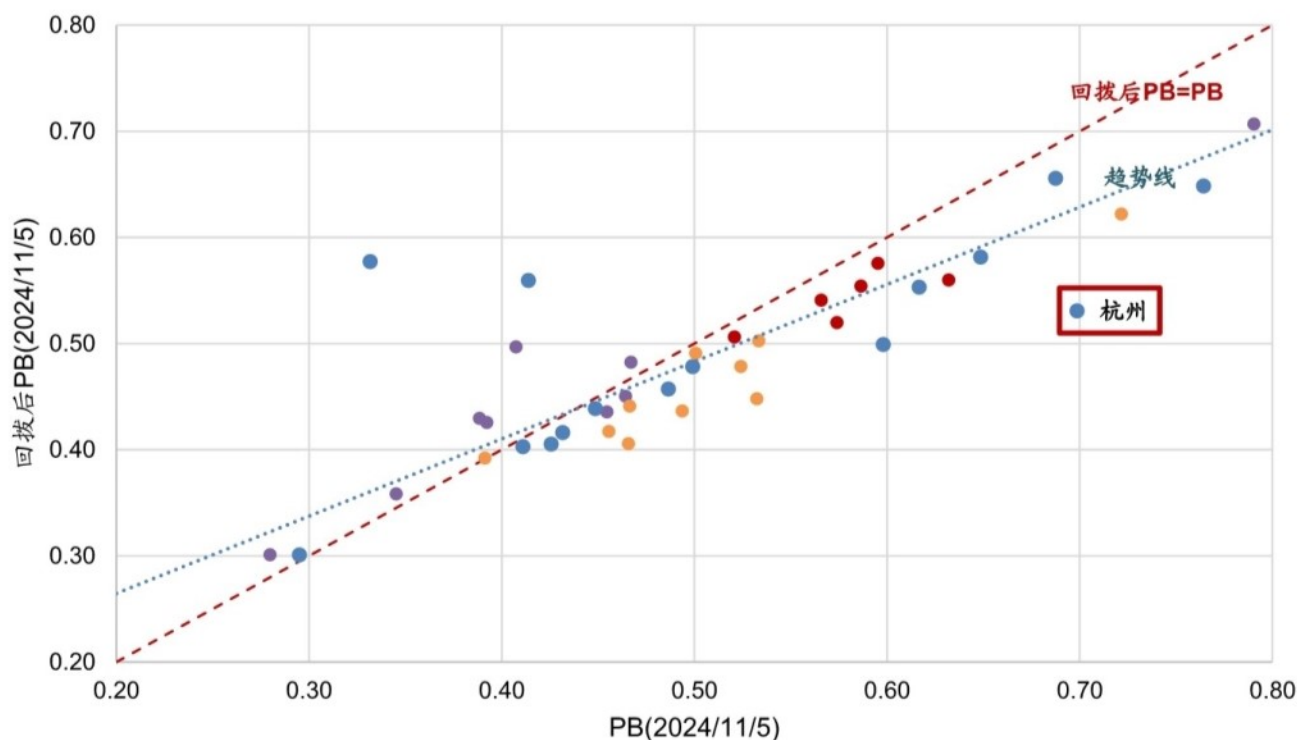
若超额拨备在未来10年均衡释放，则预计当前杭州银行隐含ROE水平约为18.26%，城商行平均隐含ROE水平为11.47%。

表 9：不同超额拨备释放节奏下，银行回拨后隐含ROE测算

银行代称	超额拨备率 1	ROE(TTM)	如果超额拨备通过 3-10 年释放，回拨后隐含 ROE			回拨后隐含 ROE-ROE(TTM)		
	2024H1	2024H1	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y
国有行 1	82.54%	10.36%	11.89%	11.29%	10.83%	1.53PCT	0.93PCT	0.47PCT
国有行 2	94.90%	10.90%	12.82%	12.06%	11.48%	1.92PCT	1.16PCT	0.58PCT
国有行 3	192.39%	10.86%	14.98%	13.37%	12.13%	4.12PCT	2.52PCT	1.27PCT
国有行 4	60.48%	10.06%	11.21%	10.75%	10.40%	1.15PCT	0.69PCT	0.35PCT
国有行 5	119.05%	11.03%	14.40%	13.08%	12.06%	3.37PCT	2.05PCT	1.04PCT
国有行 6	48.41%	9.98%	10.94%	10.56%	10.27%	0.96PCT	0.58PCT	0.29PCT
招商银行	167.12%	15.20%	19.00%	17.51%	16.37%	3.80PCT	2.32PCT	1.17PCT
股份行 2	25.83%	10.80%	11.83%	11.42%	11.11%	1.03PCT	0.62PCT	0.31PCT
股份行 3	-46.73%	6.14%	2.85%	4.19%	5.18%	-3.30PCT	-1.95PCT	-0.97PCT
股份行 4	-31.76%	10.28%	9.24%	9.66%	9.97%	-1.04PCT	-0.62PCT	-0.31PCT
股份行 5	-55.65%	6.84%	4.44%	5.42%	6.14%	-2.40PCT	-1.43PCT	-0.71PCT
股份行 6	-62.49%	9.01%	6.35%	7.43%	8.23%	-2.66PCT	-1.58PCT	-0.78PCT
股份行 7	59.67%	11.36%	12.80%	12.23%	11.80%	1.45PCT	0.87PCT	0.44PCT
股份行 8	-24.67%	9.24%	8.03%	8.52%	8.88%	-1.20PCT	-0.72PCT	-0.36PCT
股份行 9	-47.40%	9.25%	2.88%	5.52%	7.42%	-6.37PCT	-3.73PCT	-1.83PCT
城商行 1	12.28%	10.27%	10.93%	10.67%	10.47%	0.66PCT	0.40PCT	0.20PCT
城商行 2	141.02%	13.27%	16.95%	15.51%	14.40%	3.68PCT	2.24PCT	1.13PCT
城商行 3	28.86%	10.05%	11.27%	10.79%	10.42%	1.22PCT	0.74PCT	0.37PCT
城商行 4	271.77%	13.66%	17.35%	15.91%	14.80%	3.69PCT	2.25PCT	1.14PCT
城商行 5	104.18%	12.91%	14.50%	13.87%	13.39%	1.59PCT	0.96PCT	0.48PCT
杭州银行	578.71%	15.20%	24.72%	21.14%	18.26%	9.52PCT	5.94PCT	3.06PCT
成都银行	327.75%	18.66%	24.29%	22.12%	20.42%	5.62PCT	3.45PCT	1.76PCT
城商行 8	31.83%	12.04%	13.68%	13.03%	12.54%	1.64PCT	0.99PCT	0.50PCT
城商行 9	14.32%	9.73%	10.46%	10.17%	9.95%	0.73PCT	0.44PCT	0.22PCT
城商行 10	-13.21%	9.39%	8.71%	8.98%	9.18%	-0.68PCT	-0.40PCT	-0.20PCT
城商行 11	-68.87%	3.67%	-12.86%	-5.63%	-0.77%	-16.53PCT	-9.30PCT	-4.44PCT
城商行 12	24.90%	10.46%	11.88%	11.32%	10.89%	1.43PCT	0.86PCT	0.43PCT
苏州银行	392.41%	11.64%	17.83%	15.45%	13.58%	6.19PCT	3.81PCT	1.94PCT
城商行 14	162.08%	12.63%	18.07%	15.97%	14.33%	5.44PCT	3.33PCT	1.70PCT
城商行 15	-5.60%	6.45%	6.28%	6.35%	6.40%	-0.17PCT	-0.10PCT	-0.05PCT
城商行 16	-117.95%	7.77%	-1.74%	2.27%	5.10%	-9.51PCT	-5.50PCT	-2.68PCT
城商行 17	93.16%	10.97%	13.06%	12.23%	11.61%	2.09PCT	1.27PCT	0.64PCT
农商行 1	133.69%	8.63%	11.62%	10.45%	9.55%	2.99PCT	1.82PCT	0.92PCT
农商行 2	199.10%	10.30%	12.33%	11.53%	10.92%	2.03PCT	1.23PCT	0.62PCT
农商行 3	-1.11%	7.93%	7.87%	7.89%	7.91%	-0.06PCT	-0.04PCT	-0.02PCT
常熟银行	283.76%	13.39%	18.47%	16.50%	14.97%	5.09PCT	3.11PCT	1.58PCT
农商行 5	37.09%	8.71%	10.61%	9.86%	9.28%	1.90PCT	1.15PCT	0.58PCT
农商行 6	422.44%	11.10%	17.03%	14.74%	12.96%	5.92PCT	3.64PCT	1.85PCT
农商行 7	124.03%	12.07%	15.16%	13.95%	13.02%	3.09PCT	1.88PCT	0.95PCT
农商行 8	276.19%	10.82%	15.52%	13.70%	12.28%	4.70PCT	2.87PCT	1.46PCT
农商行 9	257.00%	11.17%	15.37%	13.74%	12.47%	4.20PCT	2.56PCT	1.30PCT
农商行 10	25.64%	10.22%	10.89%	10.62%	10.42%	0.67PCT	0.40PCT	0.20PCT
国有行	99.63%	10.53%	12.71%	11.85%	11.20%	2.18PCT	1.32PCT	0.67PCT
股份行	-1.79%	9.79%	8.60%	9.10%	9.45%	-1.19PCT	-0.69PCT	-0.34PCT
城商行	116.33%	11.10%	12.08%	11.77%	11.47%	0.98PCT	0.67PCT	0.36PCT
农商行	175.78%	10.43%	13.49%	12.30%	11.38%	3.05PCT	1.86PCT	0.94PCT
上市银行	102.79%	10.58%	11.76%	11.34%	10.98%	1.18PCT	0.76PCT	0.40PCT

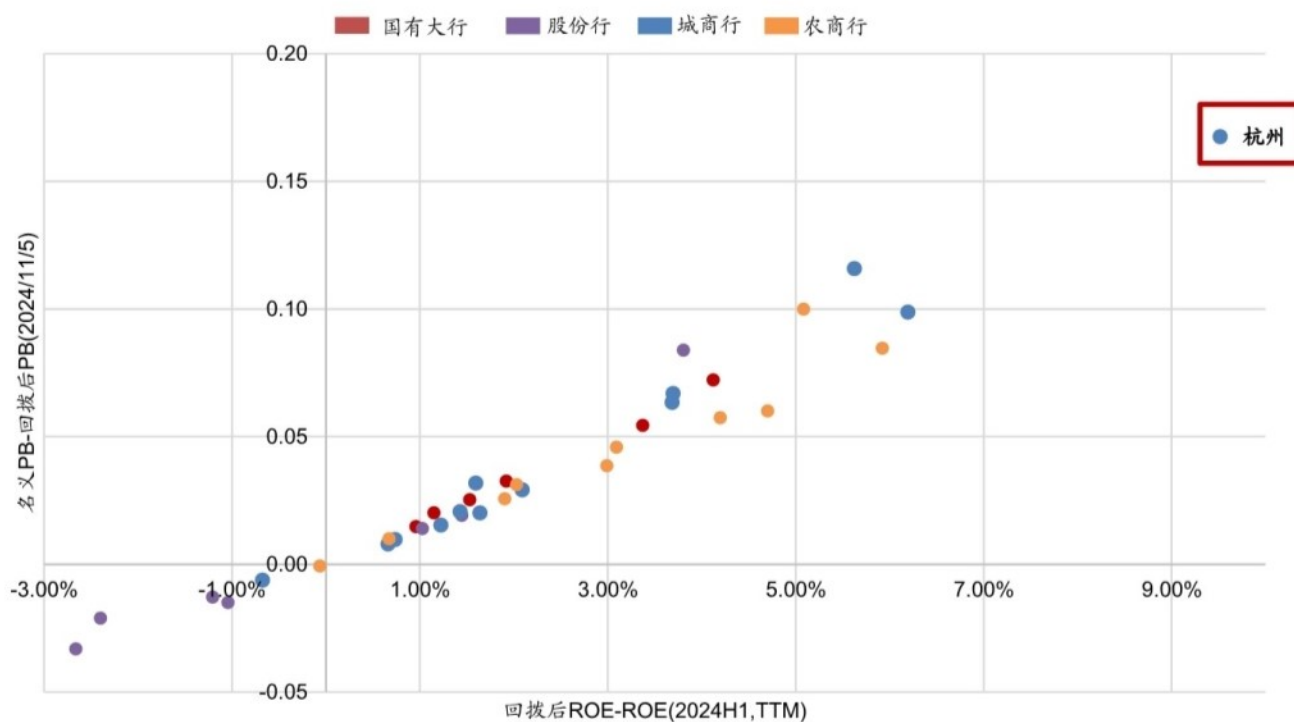
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25: 名义净资产PB VS 超额拨备还原净资产PB估算



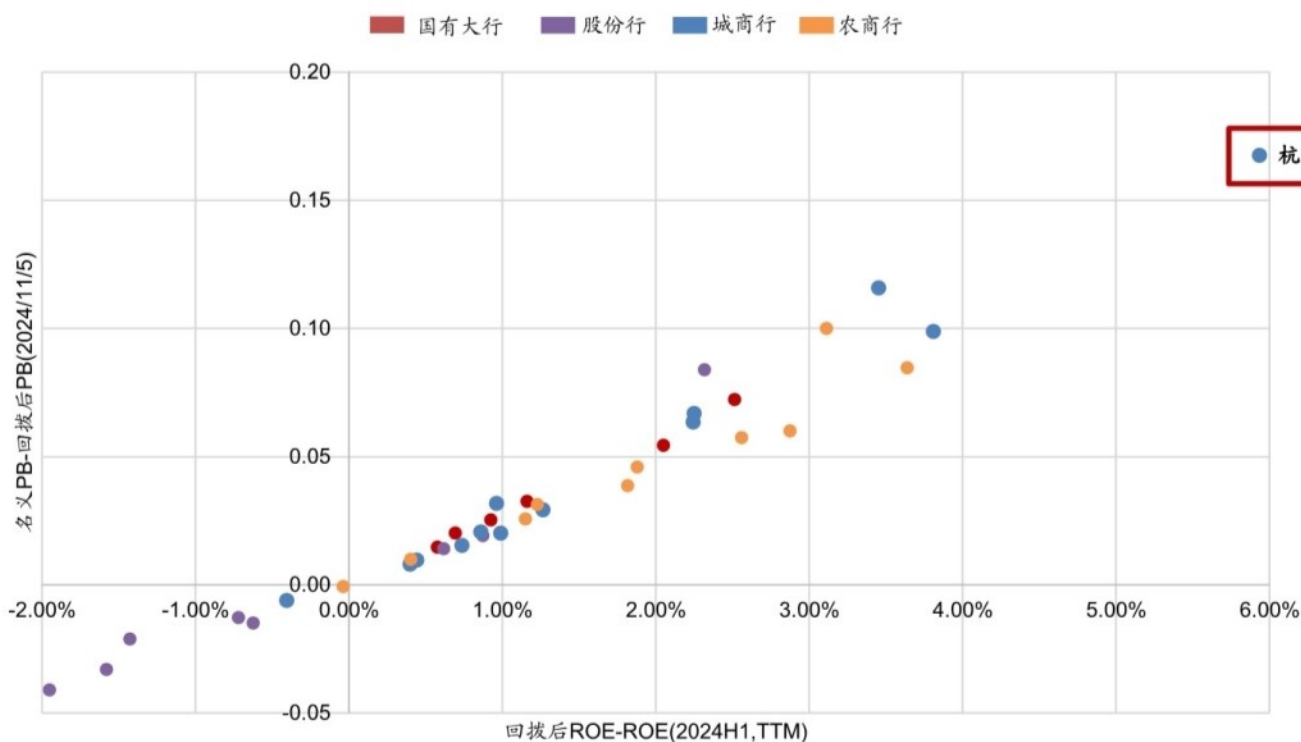
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 若超额拨备通过3年释放, 上市银行回拨前后PB-ROE变化情况



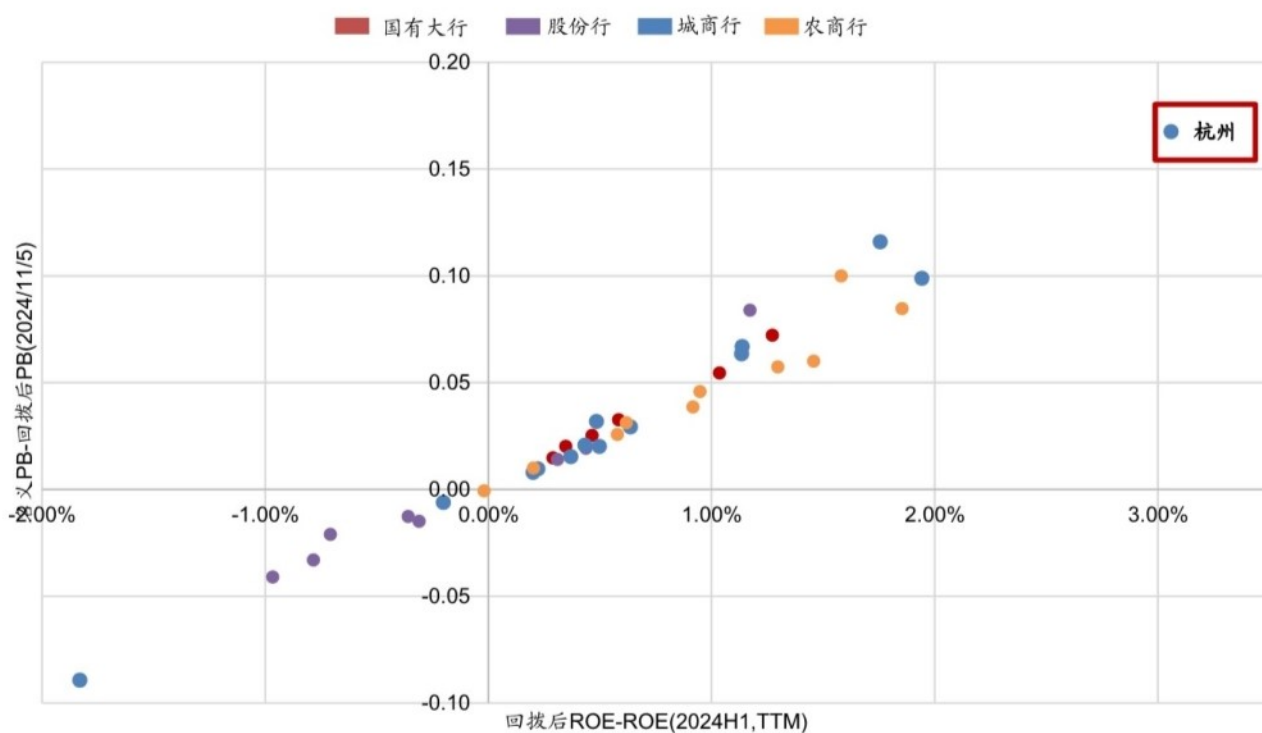
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 若超额拨备通过5年释放, 上市银行回拨前后PB-ROE变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 若超额拨备通过10年释放, 上市银行回拨前后PB-ROE变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、中期：管理层稳定，发力科创金融

（一）管理层年富力强，经营稳定

管理层年富力强，管理经营稳定。现任董事长、副行长均为内部提拔，熟悉本土经济环境，有效保障了管理风格和经营策略的一以贯之，为行内战略的长期推进与贯彻执行奠定基础。副董事长、行长虞利明先生，曾在交通银行杭州分行工作超二十余年，曾任交通银行杭州分行党委委员、副行长，之后又在杭州市投资控股有限公司、杭州工商信托股份有限公司、杭州市金融投资集团有限公司任职，积累了良好的客户基础和政商资源。

表10：杭州银行董事长、行长与副行长履历（截至2024年中报）

姓名	职务	任职日期	出生年份	23A 薪酬 (万元)	24Q2 末 持股数 (万股)	个人简历
宋剑斌	董事长 党委书记	2022-09-28	1971	83.37	94.08	曾任 杭州银行 副行长、首席风险官、首席信息官、财务负责人、杭州银行股份有限公司党委副书记、副董事长、行长。
虞利明	副董事长 党委副书记	2023-06-16	1966	82.36	0.00	曾任 交通银行 股份有限公司杭州分行党委委员、副行长， 杭州市投资控股有限公司 副董事长、总经理，杭州市投资控股有限公司党委书记、董事长、总经理， 杭州市金融投资集团有限公司 党委副书记、副董事长、总经理， 杭州工商信托股份有限公司 党委书记、董事长。
	行长	2022-12-21				
张精科	副行长、科创金融 事业总部党委书记	2023-09-14	1978	106.74	11.76	曾任 杭州银行 文创新支行行长、资产管理部总经理，科技文创金融事业部党委书记、总经理。
李晓华	副行长	2020-07-30	1977	245.14	0.00	曾任 杭州银行 总行办公室（党委办公室）主任助理、副主任，杭州银行股份有限公司党委委员、人力资源部总经理。
李炯	副行长 首席信息官	2020-07-30	1973	245.04	12.47	曾任 杭州银行 股份有限公司科技部副总经理、副总经理（主持工作），杭州银行信息技术部总经理。
潘华富	副行长	2023-09-14	1970	223.26	0.00	曾任 杭州银行 计划财务部总经理助理，风险管理部总经理助理、副总经理、总经理，宁波分行党委书记、行长，杭州银行股份有限公司风险总监兼授信审批部总经理。
章建夫	副行长	2024-07-03	1977	208.51	19.05	曾任 杭州银行 股份有限公司计划财务部总经理助理、副总经理，温州分行副行长，零售金融部副总经理（主持工作）、总经理，财务管理部总经理。
	财务总监	2020-07-30				
陈岚	副行长	2020-06-18	1974	251.23	71.74	曾任 杭州银行 江城支行行长助理、副行长，江城公司业务发展部副总经理，杭州银行科技支行行长，杭州银行科技文创金融事业部党委书记、总经理，杭州银行北京分行党委书记、行长。

数据来源：同花顺 iFinD，广发证券发展研究中心

(二) 发力科创金融

杭州银行抓住浙江深入实施创新强省机遇，将科技文创金融作为差异化战略方向。公司是国内最早探索科创金融服务的银行金融机构之一，于2009年7月设立了科技专营支行，目前深耕科创金融15年，从科技支行最初22人，到如今培育出约550人的科创金融队伍，为“投融资生态圈”赋能。

多年深耕下，杭州银行科创融资规模不断提高，对于战略性新兴和未来产业精准服务力度不断提升。2023年科创融资敞口余额⁷突破600亿元，同比增长28.2%。户均方面，2022年末户均融资为462万元，较2020年下降了73万元，2023年考虑到经济复苏弱于预期，下沉放缓，户均融资略有提升。客户方面，截至2024年6月服务近2万家科技企业，科创客户同比增速连续多年保持两位数增速。其中90%以上是民营企业，80%以上是小微企业，70%以上为战略新兴和未来产业，40%以上获得过创投投资，30%以上为纯信用贷款，30%以上为首次获得银行贷款。

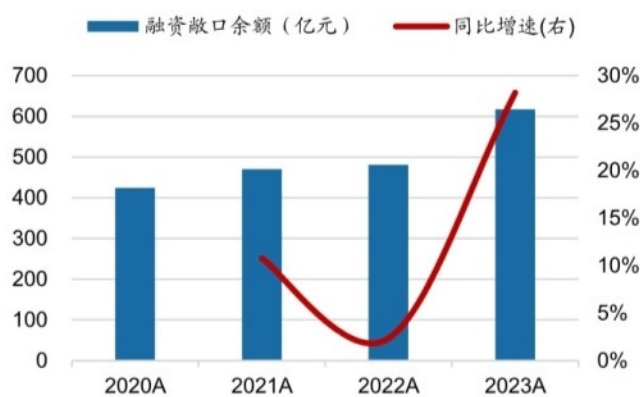
取得如此显著成效，离不开公司在业务模式、组织架构、产品体系、风控策略等方面的持续优化。

图29：杭州银行科创客户保持较高增速



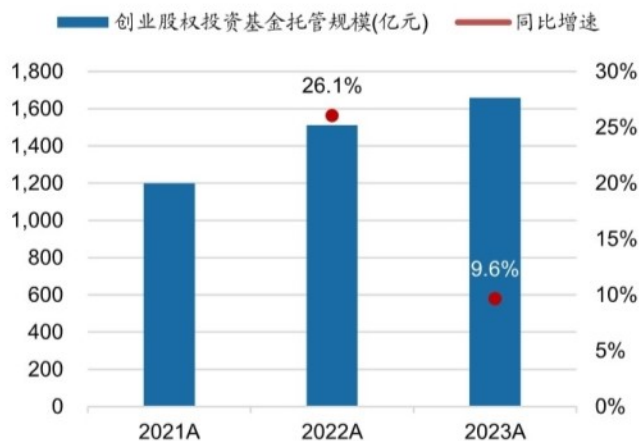
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图30：杭州银行科创融资敞口余额



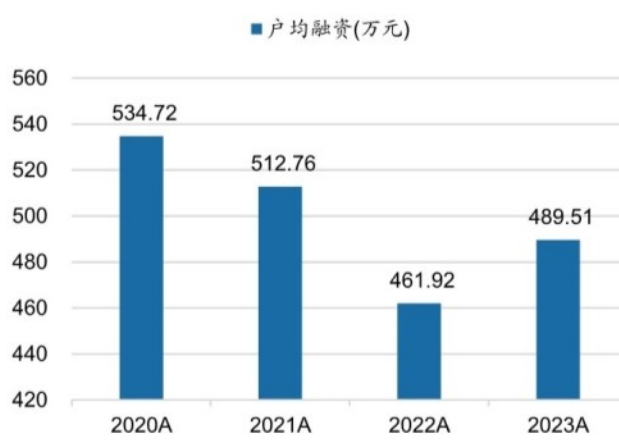
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图31：杭州银行创业股权投资基金托管规模



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图32：杭州银行科创户均融资



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

⁷ 融资敞口余额指为客户提供贷款、票据、国内证等各项综合融资服务的余额。

1. 业务模式持续优化

公司科创金融发展历程分为3个阶段，目前正在向数据与行业专业化驱动转型的“科创3.0”转型。

科创1.0模式：依靠银政合作，搭建“政-银-园-企”合作服务平台。主要产品是风险池基金贷款，由科技局、政策性担保公司、科技支行三方按照约定比例建立风险池基金，科技支行给予纳入风险池的企业优惠利率贷款，风险基金优先偿还风险贷款。

科创2.0模式：投贷联动，着重围绕创投机构，打造创投生态圈。主要产品是银投联贷，通过筛选合作创投，跟踪投资机构近一年新投资企业，给予50%左右投资金额的跟进信用贷款。

科创3.0模式：数据+行业专业化驱动。

（1）数据驱动。打造科创企业线上融资平台，以科创企业评估模型为核心，推动小额标准信用贷款。截止2023年末，公司已形成“行业+被投+团队+技术+政策”共285个数据维度，重点包括行业及产业链研究数据、科技企业认证、科创能力证明、知识产权、行业标准、创业团队背景等更具备科创企业特征的数据信息，并初步形成了科创企业成长性评估模型。

（2）行业专业化驱动。公司在科创金融领域中沉淀了多年的经验，培养出了一批具备丰富的行业经验和专业知识的一线专营服务人员及专业科创产品经理。基于对于行业未来的预判，选择细分赛道，再通过行业研究数据筛选细分行业中最具成长潜力的企业，提前布局触达客户，以中长期流贷或项目贷款为核心，并附加期权选择权。目前杭州银行围绕新一代信息技术、高端装备制造、生命健康、新能源、新材料、大消费（文化）六大行业，结合区域实际，打造行业专业团队，挖掘行业数据价值，深入研究服务方案。2023年末公司已经完成了70个科创标准团队建设，竞争优势逐步加强。

表11：杭州银行科创金融业务模式发展

阶段	模式	产品	产品特色	盈利来源	缺陷
科创 1.0	银政合作	“政-银-园-企”平台； 风险池基金贷款	财政资金杠杆放大、 客户共筛、融资成本低、 多区域推广	贴息、企业结算存款、 政策专项存款（风险池、 担保公司、产业基金等）	政策长期稳定性、客户 质量参差不齐、银行核 心竞争力不突出
科创 2.0	投贷联动	打造创投生态圈； 银投联贷	融资供给精准、扶持成果显著 渠道生态效益显著、风险可控	风险损失可控、低付息存 款（创投基金、被投企业 投资款、IPO 资金等）	监管政策影响较大，难 与创投机构形成更紧密 合作，客群总量较小。
科创 3.0	数据驱动	科创企业线上融资平台； 小额标准信用贷款（科易贷）	以科创企业评估模型为核心 （不基于企业经营数据）；	下沉客户风险偏好， 扩大信贷供给规模	下沉存在风险，现有的 数字化模不能支撑大额 的科创信贷放款
	行业专业 化驱动	中长期流贷/项目贷款 +期权选择权	通过行业研究数据筛选 细分行业中最具成长潜力企业		

数据来源：《间接融资主导下金融如何支持科创企业》，广发证券发展研究中心

2. 成立“科创金融事业总部”，战略地位凸显

2023年，杭州银行以“总行统筹、条线主导、机构主战”为总设计思路，成立“科创金融事业总部”。科创金融事业总部由全国首家事业部制的科技文创金融专营机构——科技文创金融事业部改组而来，旨在通过统筹全行科创金融管理能力，打造扁平化的敏捷组织，重塑创新机制，提升流程效率，加强差异化政策支持与专业队伍培养，最终优化客户体验。事业总部以杭州为大本营，下辖北京、上海、深圳、杭州、南京、合肥、宁波、嘉兴八大科创中心，为具体经营单元。主要业务区域覆盖长三角、珠三角、环渤海湾经济圈等国内创新经济活跃区域，构建完善科技文创金融专营化服务体系。

3. 打造全生命周期产品体系

打造全生命周期产品体系。杭州银行设立了“科创金引擎”服务品牌，创设了包括科易贷、科保贷、成长贷、银投联贷、诚信贷、伯乐融和选择权的“6+1”产品体系，满足不同生命阶段科创企业的融资需求。

全面增强数字化服务能力。除了传统的信贷服务，杭州银行还全面增强数字化服务能力。科技企业有很多非金融服务需求，如采购、数字化、产业链之间交叉销售、上下游产业链整合等需求，杭州银行结合场景提供数字化服务产品，构建适合行业客户实际需求的信贷、结算、数字化、投行、非银服务等多维度的服务体系。

表12：杭州银行科创类业务

产品名称		产品简介
风险池贷款		与政府相关部门和担保公司三方共同发起设立风险池基金，作为科技型中小企业向杭州银行借款的风险补偿保证金，杭州银行依据风险池基金的金额放大一定比例给予三方共同认可的科技型中小企业信贷支持的贷款业务。
顾问类业务		1. 资本市场顾问服务：为企业客户推荐第三方机构，有权收取融资顾问费或财务顾问费； 2. 咨询顾问服务：财务结构调整、金融方案设计、其他类服务。
选择权贷款		为高潜力、高成长的客户提供综合金融服务，并因此额外获得一定的选择权。 该选择权指杭州银行指定的、符合约定要求的第三方行权方享有按约定条款获得客户股权或股权收益权，以及按约定条款以市场公允价值转让、分享客户成长收益的权利。
银投连贷		对于杭州银行合作的投资机构已投资或拟投资的企业，在综合考虑投资机构投资管理能力和企业未来发展前景、后续股权融资能力等因素的基础上，以信用、股权质押、机构保证等担保方式，对企业进行满足其经营资金需求的贷款授信业务。
新三板 起飞贷	股权质押贷款	新三板公司融资以股东所持有的公司股权作为质押担保方式。
	银投联贷	向 VC/PE 投资机构已经完成股权投资（或在 6 个月内即将完成投资）的新三板企业提供贷款。 一般不超过投资机构实际投资金额的 50%。
	股东高管融资服务	面向与杭州银行建立深厚合作关系的优质新三板挂牌企业， 包括：股东、高管零售类贷款和控股股东结构化融资方案。
	资本市场服务方案	1. 挂牌推荐与融资服务； 2. 并购平台； 3. 持续跟进新三板企业定增融资动向，为企业引荐投资者、撮合投资，或设计融资方案；

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表13：杭州银行选择权贷款盈利模式分析案例

时间	事件	盈利
2014 年	贷款 1500 万元，取得选择权： 期权份额 2%、行权价格 180 万（1.8 元/股）、 行权期限 3 年，行权估值 9000 万元。	贷款利息收益
2015 年	挂牌新三板，做市价格 6 元/股， 企业按 4.2 元/股回购期权 25 万股	105 万元（4.2*25） 中间业务收入
2016 年	定增，估值 3 亿。 以 9 元每股增资 600 万股，募资 5400 万元，估值 5.76 亿元。	
2017 年	拟申报 IPO 转板，交易均价 17.41 元/股，按 15.61 元/股回购 75 万股	1171 万元（15.61*75） 中间业务收入
	提交 IPO 材料，估值 12.09 亿。 通过第三方投资机构以 17.41 元每股价格直接投资 50 万股，投资金额 870.5 万元	405.5 万元收入；50 万股股权 （公允价值 870.5 万元，由第三方投资机构持有）

数据来源：《选择权贷款模式在商业银行经营中的实证研究——以杭州银行为例》，广发证券发展研究中心

4. 差异化信贷准入、审批机制，有效把控风险

杭州银行针对科技企业的特点实行单独的信贷准入、授信审批、风险容忍机制，科创贷款资产质量保持较好水平。2019-2021年科创不良贷款率略高于全行不良率，且趋势上逐年下降。公司财报2022年以来未披露科创不良贷款率，我们采用科学研究和技术服务业不良率近似。截止2024年6月末，杭州银行科学研究和技术服务业不良率仅为0.29%，处于同业较低水平。

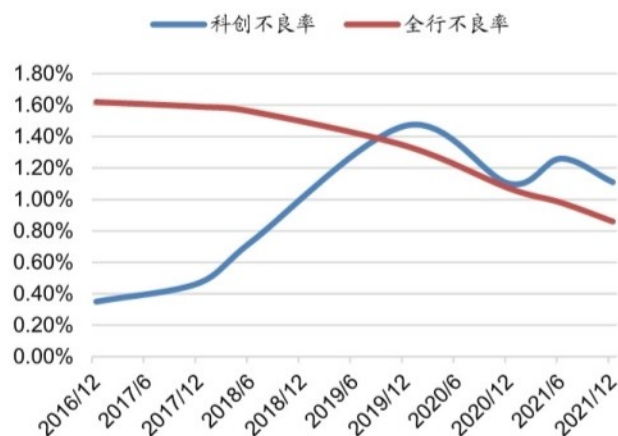
单独的信贷准入：总行公司金融部负责新客户的认定及准入，制订信用授信实施细则，明确适用客群边界及标准；总行风险管理部牵头制定专项风险政策，明确负面行业及客户情形。

单独的授信审批：成立科创金融审批中心，采取“风险管理前移、授信审批内嵌”政策，将人员派驻至专营机构，在专营机构内就可以完成风险审批决策，授信4000万元以内可由有权审批人完成审批，既能确保审批独立性、又可以提高审批效率。

差异化的授信审批：针对人才创业企业的“科易贷”产品按预先设定的“授信额度测算模型”进行系统审批。针对新兴行业高成长企业的“选择权”贷款方案经总行公司金融部准入后提交“科创投资评审小组”评审，重点关注企业的知识产权、商业模式、成长性等。针对科创企业中的新三板、拟上市公司，开展“主动授信”，通过对公开市场信息及相关数据进行分析，主动核定授信额度，企业无需提供资料。

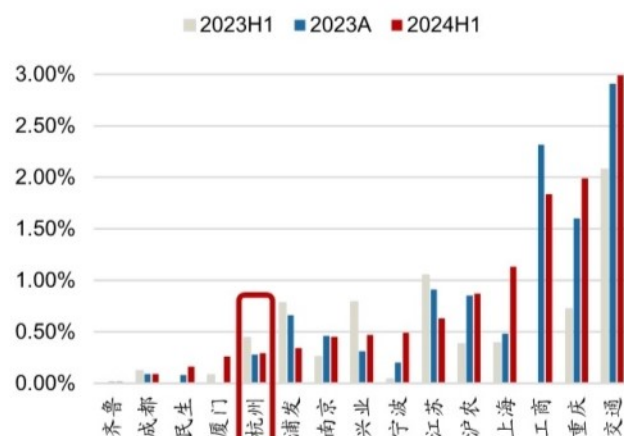
单独的风险容忍政策：对科创金融业务单独下达风险容忍度，根据业务状况和市场环境动态调整，并配套创新产品的尽职免责制度。

图33: 杭州银行科创不良贷款率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 科学研究和技术服务业不良率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

规模增速方面，24Q1-3公司信贷投放保持强劲，目前重视拉动终端消费的政策导向下，预计24年信贷增速保持高位，结构上预计仍以对公基建类贷款为主，零售端需求逐步回暖，整体24E/25E贷款同比增速分别为14%、15%；存款方面，由于杭州银行几乎不涉及手工补息存款，因此二季度手工补息整改预计利好存款增长，叠加财政支出力度加大且外汇占款逐渐回流、科创金融业务带来的企业结算存款，存款增速有望回升，预计24年/25年存款同比增速分别为14%、15%。

净息差方面，资产端，24Q4受到存量按揭利率下调影响，预计贷款收益率继续下行，预计24年/25年贷款收益率分别为4.35%、4.20%，生息资产收益率分别为3.24%/3.16%；负债端，前期存款挂牌利率下调成效预计将持续释放，同时随着资产荒逻辑的终结，存款活化或将带动存款成本下行速度加快，但由于存款波动率较高，金融市场负债成本下行幅度可能弱于一般存款成本下行，预计24年/25年存款成本率分别为2.08%、2.05%，计息负债成本率分别为2.16%/2.12%。综合来看，预计24年/25年息差分别为1.23%、1.19%。

中间业务收入方面，24年前三季度银保渠道“报行合一”政策、资本市场波动、公募费改持续推进等多方面影响，财富管理相关业务收入承压。考虑到基数效应消退，叠加存款搬家趋势的抬头，财富管理手续费收入有望回暖，同时得益于科创金融业务的综合金融服务优势，托管业务手续费及佣金收入有望保持稳健，预计24年/25年净手续费收入同比增速分别为0%/5%。

其他非息收入方面，24年上半年得益于债市利率大幅下行，公司其他非息收入实现高增，三季度以来，市场利率持续震荡，叠加季末宏观调控积极信号较强，债市有所回调，同时高基数下其他非息收入增速可能回落，预计24年/25年其他非息收入同比增速分别为5%/0%。

拨备支出方面，杭州银行资产质量优异，有着相比行业较低的不良生成率和行业最高的广义拨备覆盖率水平，有望持续反哺业绩增长，预计24年/25年拨备支出/平均贷款分别为0.72%/0.53%。

杭州银行坚持“不以风险换发展”的长期主义经营视角，资产质量稳定，风险抵补能力强，短期业绩弹性有保障，科创金融领域持续深耕，提供中长期增长潜能。预计公司24/25年归母净利润增速分别为17.49%/14.20%，EPS分别为2.73/3.14元/股，当前股价对应24/25年PE分别为5.03X/4.38X，对应24/25年PB分别为0.76X/0.67X。优质银行受益于优质存量资产质量、风险偏好较低，不良生成率有望在较长时间内保持低位，足以在未来应对经济周期和利率周期冲击。同时，考虑到公司“二二五五”战略导向下，2021年开始持续做优小微增长极，向企业+信用延伸，以及在科创金融领域的长期深耕，经济复苏后，风险偏好提升将驱动业绩在短期内提升，高收益率业务推动的息差扩张和手续费净收入增长短期内就会体现在财务指标上，给予公司24年PB估值1X，对应合理价值 17.96元/股，维持“买入”评级。

表 14: 杭州银行关键指标假设

关键指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款增长	19.31%	14.94%	14.00%	15.00%	15.00%
存款增长	14.77%	12.84%	14.00%	15.00%	16.00%
生息资产增长	15.99%	13.83%	11.77%	12.35%	12.50%
计息负债增长	16.50%	14.16%	12.02%	12.61%	13.38%
平均贷款收益率	5.00%	4.65%	4.35%	4.20%	4.13%
平均生息资产收益率	3.66%	3.49%	3.24%	3.16%	3.12%
平均存款付息率	2.27%	2.22%	2.08%	2.05%	2.02%
平均计息负债付息率	2.32%	2.31%	2.16%	2.12%	2.09%
净息差(NIM)-测算值	1.52%	1.36%	1.23%	1.19%	1.17%
净手续费收入增速	29.53%	-13.50%	0.00%	5.00%	8.00%
拨备支出/平均贷款	1.53%	1.07%	0.72%	0.53%	0.45%
不良贷款率	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
不良净生成率	0.26%	0.45%	0.60%	0.45%	0.34%
拨备覆盖率	565%	561%	524%	481%	449%
营业收入	12.16%	6.33%	2.81%	5.69%	8.46%
拨备前利润	8.36%	6.53%	3.95%	6.38%	9.16%
归母净利润	26.11%	23.15%	17.49%	14.20%	12.57%
ROAE	14.09%	15.57%	16.26%	16.29%	16.10%

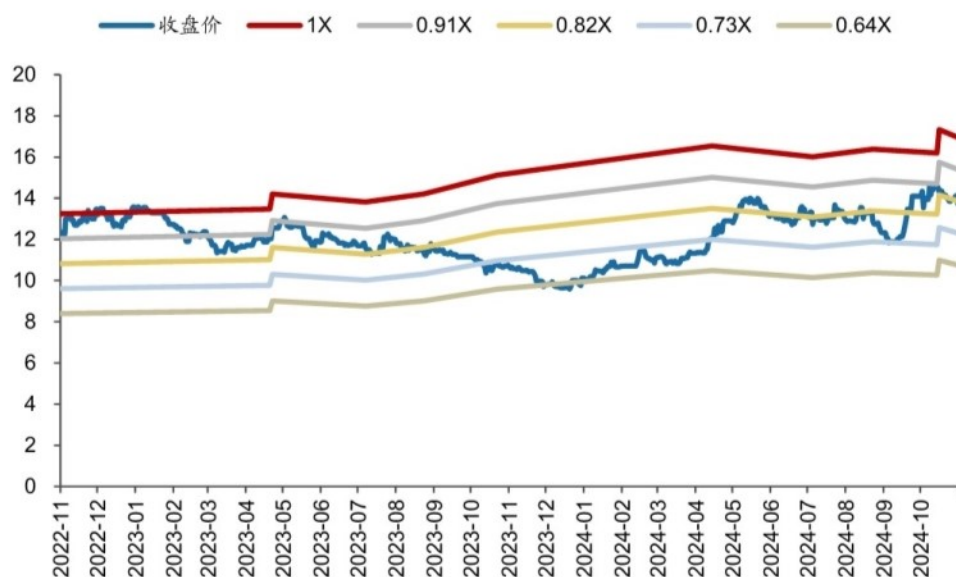
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 15: 杭州银行可比同业估值 (截至2024年11月6日)

代码	银行名称	最新报告期	货币	股价	PB (倍)				归母净利润 (百万元)			
					2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601169.SH	北京银行	2024-09-30	CNY	5.69	0.52	0.04	0.45	0.42	24,760	25,624	25,870	27,004
600919.SH	江苏银行	2024-09-30	CNY	9.15	0.81	0.07	0.70	0.63	25,386	28,750	31,401	34,600
601009.SH	南京银行	2024-09-30	CNY	10.12	0.84	0.06	0.69	0.63	18,408	18,502	19,771	21,746
002142.SZ	宁波银行	2024-09-30	CNY	26.07	1.13	0.04	0.86	0.76	23,075	25,535	27,264	29,513
601665.SH	齐鲁银行	2024-09-30	CNY	5.69	0.90	0.13	0.70	0.62	3,587	4,234	4,887	5,639
601838.SH	成都银行	2024-09-30	CNY	15.72	1.07	0.06	0.81	0.71	10,042	11,671	12,809	14,100
601577.SH	长沙银行	2024-09-30	CNY	8.66	0.64	0.04	0.51	0.46	6,811	7,463	7,789	8,387
002948.SZ	青岛银行	2024-09-30	CNY	3.79	0.75	0.13	0.59	0.54	3,083	3,549	3,979	4,409
002966.SZ	苏州银行	2024-09-30	CNY	7.69	0.80	0.08	0.66	0.60	3,918	4,601	5,110	5,663

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 备注: 归母净利润和PB估值预测均来自Wind一致预测。

图 35: 杭州银行PB-Bands (截至2024年11月6日, 元/股)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

- (1) 宏观经济下行, 资产质量大幅恶化。外部环境存在诸多不确定性, 可能导致经济下行超预期, 银行资产坏账率提升。
- (2) 杭州基建投资进度慢于预期, 对公需求下滑。
- (3) 利率大幅波动, 导致银行交易账簿出现亏损, 拖累营收。
- (4) 区域存款竞争加剧。手工补息以来, 银行体系存款增长压力加剧, 可能进一步导致区域存款竞争加剧, 存款成本上升超预期。

附表：杭州银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	7.5	5.9	5.0	4.4	3.9	净利息收入	22,857	23,433	24,039	25,887	28,608
P/B	1.00	0.86	0.76	0.67	0.58	利息收入	55,025	60,313	63,063	68,979	76,589
P/POP	4.53	3.86	3.56	3.35	3.22	利息支出	32,168	36,880	39,024	43,092	47,982
每股指标						净手续费收入	4,674	4,043	4,043	4,245	4,584
EPS	1.83	2.31	2.73	3.14	3.55	净其他非息收入	5,401	7,540	7,917	7,917	8,075
BVPS	13.52	15.66	17.96	20.58	23.51	营业收入	32,932	35,016	35,999	38,049	41,267
PPOPPS	3.85	4.11	4.27	4.54	4.96	营业支出	19,935	18,724	16,894	16,354	16,983
DPS	0.40	0.52	0.62	0.71	0.80	税金及附加	320	362	416	458	516
股息支付率	21.82%	22.52%	22.52%	22.52%	22.52%	业务及管理费	9,760	10,293	10,260	10,654	11,349
股息收益率	2.91%	3.78%	4.48%	5.14%	5.81%	营业利润	12,997	16,291	19,105	21,695	24,285
驱动性因素						营业外净收入	6	-10	-10	-10	-10
贷款增长	19.3%	14.9%	14.0%	15.0%	15.0%	拨备前利润	22,858	24,351	25,313	26,928	29,394
存款增长	14.8%	12.8%	14.0%	15.0%	16.0%	资产减值损失	9,855	8,069	6,218	5,242	5,119
生息资产增长	16.0%	13.8%	11.8%	12.3%	12.5%	利润总额	13,003	16,282	19,096	21,685	24,275
计息负债增长	16.5%	14.2%	12.0%	12.6%	13.4%	所得税	1,323	1,898	2,196	2,385	2,549
平均贷款收益率	5.00%	4.65%	4.35%	4.20%	4.13%	净利润	11,679	14,383	16,900	19,300	21,726
平均生息资产收益率	3.66%	3.49%	3.24%	3.16%	3.12%	归母净利润	11,679	14,383	16,900	19,300	21,726
平均存款付息率	2.27%	2.22%	2.08%	2.05%	2.02%	资产负债表					
平均计息负债付息率	2.32%	2.31%	2.16%	2.12%	2.09%	贷款总额	702,203	807,096	920,089	1,058,102	1,216,818
净息差(NIM)-测算值	1.52%	1.36%	1.23%	1.19%	1.17%	贷款减值准备	30,630	34,300	36,546	38,717	41,421
净利差(NIS)-测算值	1.34%	1.19%	1.08%	1.04%	1.03%	贷款净额	672,635	773,942	883,543	1,019,385	1,175,397
净手续费收入增速	29.5%	-13.5%	0.0%	5.0%	8.0%	投资类资产	745,046	871,005	949,396	1,044,335	1,148,769
净非息收入/营收	30.6%	33.1%	33.2%	32.0%	30.7%	存放央行	102,145	113,744	138,744	159,556	185,085
成本收入比	29.6%	29.4%	28.5%	28.0%	27.5%	同业资产	66,289	47,278	47,278	47,278	47,278
拨备支出/平均贷款	1.53%	1.07%	0.72%	0.53%	0.45%	其他资产	30,424	35,361	41,673	46,897	53,118
实际所得税率	10.18%	11.66%	11.50%	11.00%	10.50%	生息资产	1,615,683	1,839,123	2,055,507	2,309,272	2,597,950
业绩年增长率						资产合计	1,616,538	1,841,331	2,083,668	2,344,866	2,655,910
净利息收入	8.7%	2.5%	2.6%	7.7%	10.5%	存款	937,898	1,058,308	1,206,471	1,387,442	1,609,432
净手续费收入	29.5%	-13.5%	0.0%	5.0%	8.0%	向央行借款	59,409	105,091	105,091	105,091	105,091
营业收入	12.2%	6.3%	2.8%	5.7%	8.5%	同业负债	229,961	266,342	295,639	325,203	357,723
营业支出	6.1%	-6.1%	-9.8%	-3.2%	3.8%	发行债券	266,017	275,035	302,539	332,793	366,072
拨备前利润	8.4%	6.5%	4.0%	6.4%	9.2%	计息负债	1,493,285	1,704,775	1,909,740	2,150,528	2,438,318
利润总额	22.7%	25.2%	17.3%	13.6%	11.9%	负债合计	1,517,965	1,730,038	1,948,714	2,194,416	2,488,080
净利润	26.1%	23.2%	17.5%	14.2%	12.6%	股东权益合计	98,573	111,293	134,954	150,449	167,830
归母净利润	26.1%	23.2%	17.5%	14.2%	12.6%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	5,420	6,109	6,981	8,050	9,232
ROAA	0.78%	0.83%	0.86%	0.87%	0.87%	不良贷款率	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%	0.76%
ROAE	14.09%	15.57%	16.26%	16.29%	16.10%	不良净生成率	0.26%	0.45%	0.60%	0.45%	0.34%
RORWA	1.25%	1.33%	1.40%	1.45%	1.48%	拨备覆盖率	565%	561%	524%	481%	449%
资本状况						拨贷比	4.36%	4.25%	3.97%	3.66%	3.40%
资本充足率	12.89%	12.51%	13.43%	14.33%	15.20%	流动性					
一级资本充足率	9.77%	9.64%	10.79%	11.90%	12.95%	存贷比	74.87%	76.26%	76.26%	76.26%	75.61%
核心一级资本充足率	8.08%	8.16%	8.50%	8.84%	9.17%	贷款/总资产	43.44%	43.83%	44.16%	45.12%	45.82%
加权风险资产	1,006,444	1,151,801	1,266,981	1,393,679	1,533,047	投资类资产/总资产	46.09%	47.30%	45.56%	44.54%	43.25%
风险加权系数	62.26%	62.55%	60.81%	59.44%	57.72%	同业资产/总资产	4.10%	2.57%	2.27%	2.02%	1.78%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。

李 佳 鸣：资深分析师，美国南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

李 文 洁：研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

王 宇：研究员，中国人民大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。