



证券研究报告

城商行 II

2026年07月22日

杭州银行(600926.SH)深度报告：区位优势，政信科 创双轮驱动

评级：买入(维持)

林加力(证券分析师)

S0350524100005

linjl01@ghzq.com.cn

徐凝碧(证券分析师)

S0350524110001

xunb@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
杭州银行	-1.0%	-9.4%	-4.2%
沪深300	-4.1%	-0.6%	16.0%

市场数据

2026/07/21

当前价格（元）	15.49
52周价格区间（元）	14.34-17.59
总市值（百万）	112,287.05
流通市值（百万）	112,287.05
总股本（万股）	724,900.25
流通股本（万股）	724,900.25
日均成交额（百万）	876.72
近一月换手（%）	0.62

相关报告

《杭州银行（600926）2025年年报及2026年一季报点评：负债成本同比降幅接近去年同期，关注类贷款占比边际下降（买入）*城商行Ⅱ*林加力，徐凝碧》——2026-04-24

《杭州银行（600926）2025年业绩快报点评：中收占比提升，逾期贷款占比压降显著（买入）*城商行Ⅱ*林加力，徐凝碧》——2026-01-27

《杭州银行（600926）2025年三季报点评：零售不良率仍在0.5%以下，理财规模同比增长30%+（买入）*城商行Ⅱ*林加力，徐凝碧》——2025-11-02

预测指标	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	38799	42548	46965	51723
增长率(%)	1.09	9.66	10.38	10.13
归母净利润（百万元）	19029	21608	24034	26490
增长率(%)	12.05	13.55	11.23	10.22
摊薄每股收益（元）	2.50	2.85	3.19	3.53
ROE(%)	15.03	14.65	14.62	14.45
P/E	6.20	6.04	5.41	4.89
P/B	0.84	0.84	0.75	0.67
P/S	—	—	—	—
EV/EBITDA	—	—	—	—

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

本篇报告解决了以下核心问题：1、杭州银行的核心护城河是什么？2、杭州银行的业务增长驱动是什么？

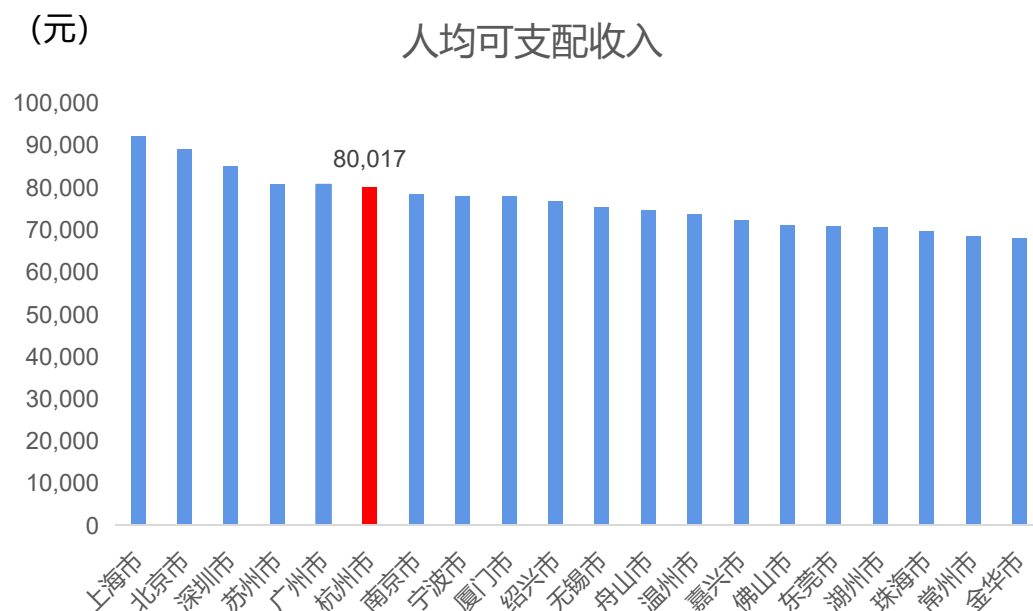
- ◆ **1.区位与治理护城河：**浙江省经济基础雄厚，居民收入、财政实力领跑全国，区域不良率长期低于行业平均，天然提供优质信贷土壤；股权结构国资控股、治理稳定，管理层深耕本地多年，战略延续性强，异地扩张稳步推进，长期经营稳定性突出。
- ◆ **2.业务双轮驱动，增长韧性充足：**政信业务根基稳固，杭州及浙江省内财政偿债能力强，基建信贷投放风险可控，稳定贡献利息收入基本盘；科创金融打造第二增长曲线，省内最早搭建科创专营体系，投贷联动模式成熟，科技贷款增速持续高于全行贷款平均增速，打开中长期增量空间。
- ◆ **3.资产质量领先，盈利与估值具备弹性：**不良确认标准审慎，2025年末（逾期+重组贷款）与不良比值处于上市城商行最低梯队，截至2026Q1末拨备覆盖率稳居行业第一，风险缓冲垫较厚；可转债转股有效补充核心一级资本，支撑信贷持续扩张。
- ◆ **盈利预测和投资评级：**杭州银行具备区位禀赋优势，政信科创双轮驱动业务增长，我们维持公司“买入”评级，预测2026-2028年营收为425亿元、470亿元、517亿元，同比增速为9.66%、10.38%、10.13%；归母净利润为216亿元、240亿元、265亿元，同比增速为13.55%、11.23%、10.22%；EPS为2.85、3.19、3.53元；P/E为6.04倍、5.41倍、4.89倍，P/B为0.84倍、0.75倍、0.67倍。
- ◆ **风险提示：**金融监管政策发生重大变化；房地产领域风险集中暴露；经济回暖过程中发生黑天鹅事件；债券市场发生异常波动；企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化；公司不良贷款集中暴露。

禀赋条件好：区位优势凸显+企业治理良好

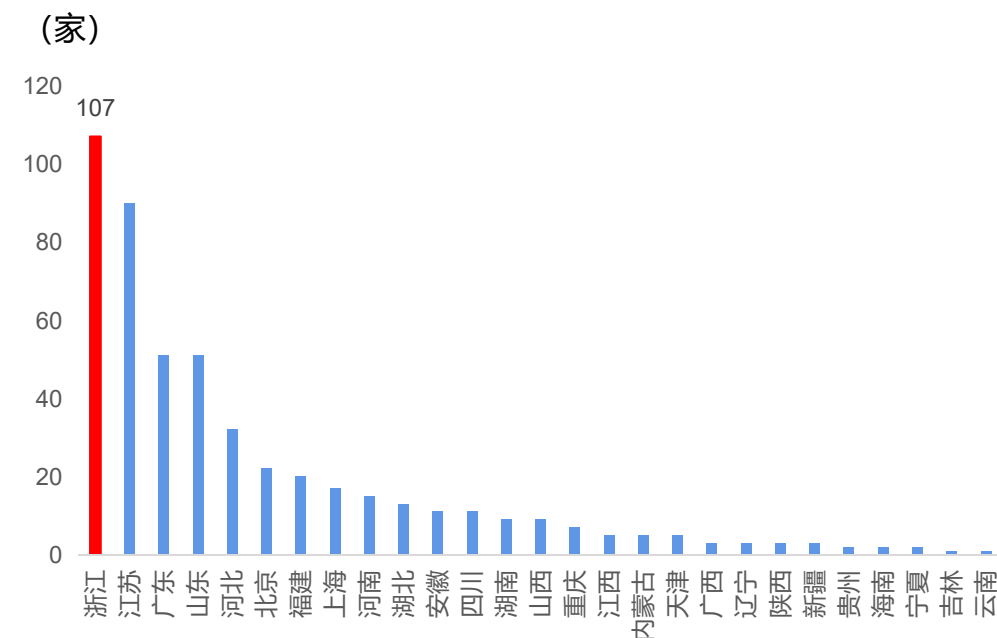
本地区位优势：经济富庶、民营经济发达

- ◆ **经济发展水平高，居民富庶：**杭州市2025年人均GDP为18.17万元，据聚汇数据，居民人均可支配收入为8.00万元，在全国所有各城市中位列第六。
- ◆ **民营经济发达，市场化水平高：**按照《中国分省份市场化指数报告（2024）》给出的各省数据，浙江省市场化进程总分位列第一。杭州银行有布局的“上海+广东+江苏”市场化程度也较好。在较为市场化的环境下，浙江省民营经济发达。在2025年全国民营企业500强中，浙江有107家，数量位列第一。

图：2025年杭州市居民人均可支配收入高



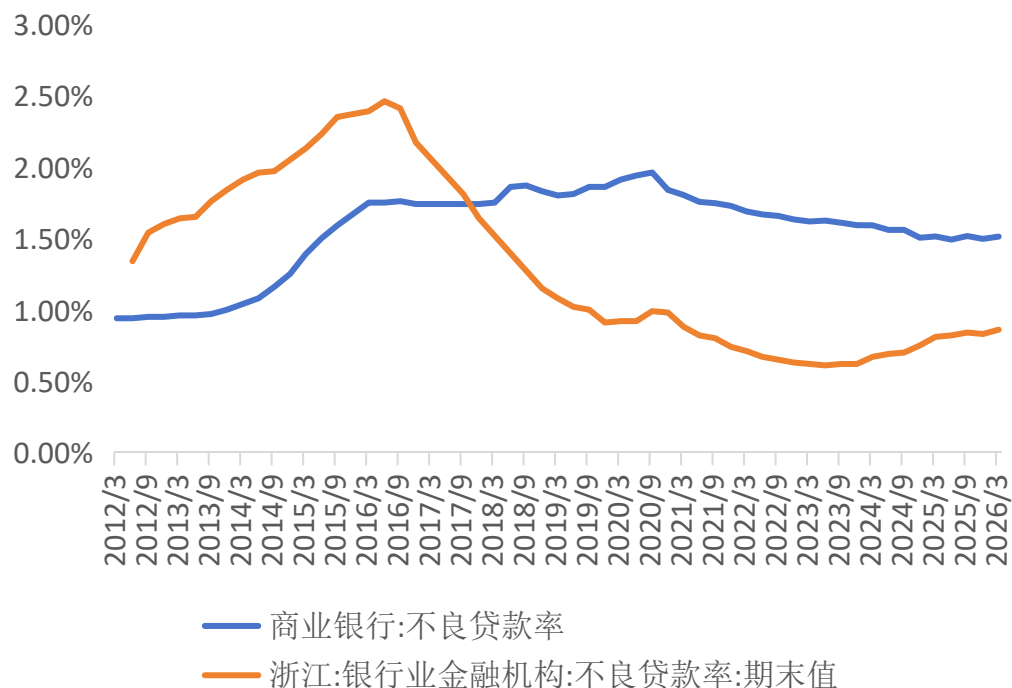
图：2025年浙江省的全国500强民企数量最多



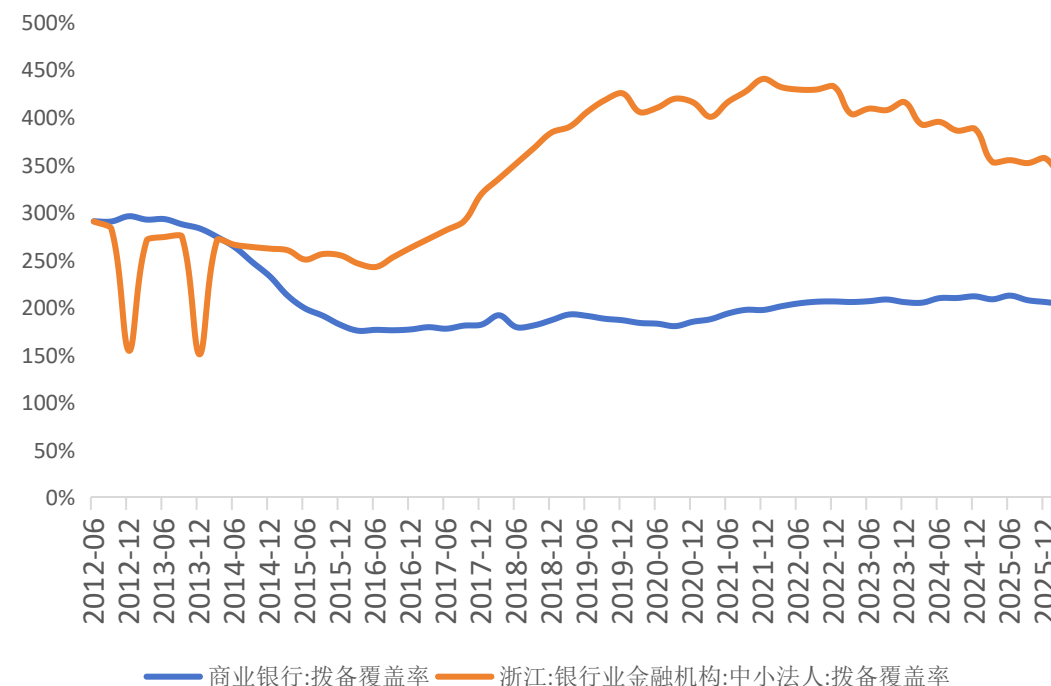
本地区区位优势：区域信用风险较低

- ◆ 在民营经济发达的同时，浙江省也有较好的信用风险表现。在2012年信用风险开始暴露时，浙江作为民营经济活跃、市场化程度高的地方，风险先开始暴露。但恢复的也更早，不良率从2016年Q2的2.46%的高点持续回落到2023年Q2的0.61%。2019Q4至2026Q1，连续26个季度不良率保持在1%以下。
- ◆ 2026Q1末，浙江省中小法人银行业金融机构拨备覆盖率330%，远高于商业银行拨备覆盖率。高拨备覆盖率是广大浙江省中小银行业金融机构的普遍现象。

图：2019Q4–2026Q1，浙江省银行业不良贷款率持续低于 1%



图：近年来浙江省中小法人拨备覆盖率远高于全国

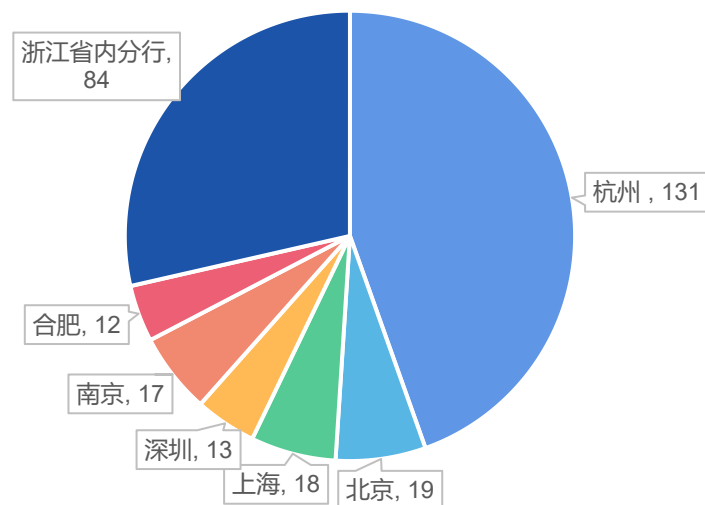


本地区区位优势：以杭州为根基，活跃于长三角地区

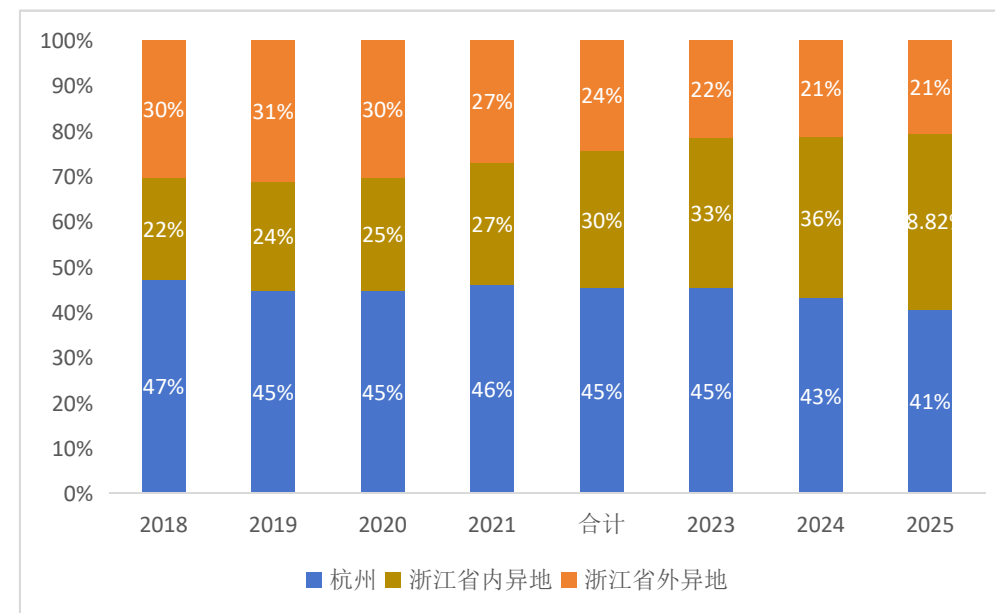
- ◆ 以杭州为根基，物理网点延伸至长三角及北上深。截至2025年末，杭州银行在杭州地区分支机构数量、贷款投放余额占比均在40%以上，本地业务集中度较高。此外，杭州银行在北京、上海、深圳、南京和合肥亦有布局，覆盖了国内经济较为发达的区域。
- ◆ 2018-2025年浙江省内异地贷款贡献度逐年提升。2021-2025年杭州银行浙江省内异地分支机构贷款复合增速为27.2%，远超杭州本土（12.6%）及省外分支行（8.5%）。2021年以来杭州银行浙江省内异地贷款增量贡献持续提升，2025年贡献比例达39%，较2021年提升11.8pct，支撑全行贷款增速维持高位。

图：杭州银行各地区分支机构（截至2025末）（家）

（家）



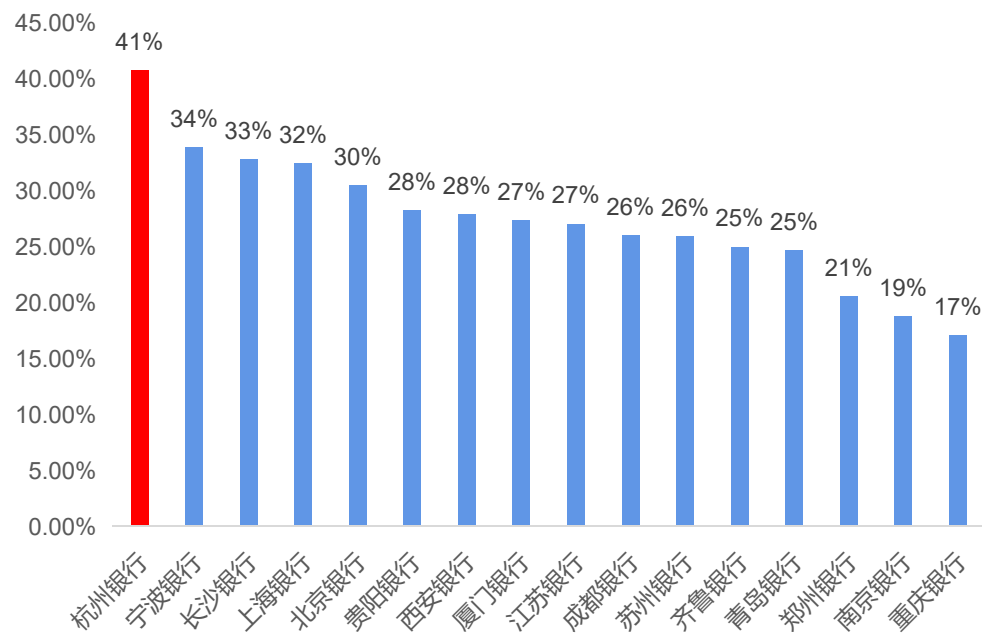
图：2018-2025年浙江省内异地贷款贡献度持续提升



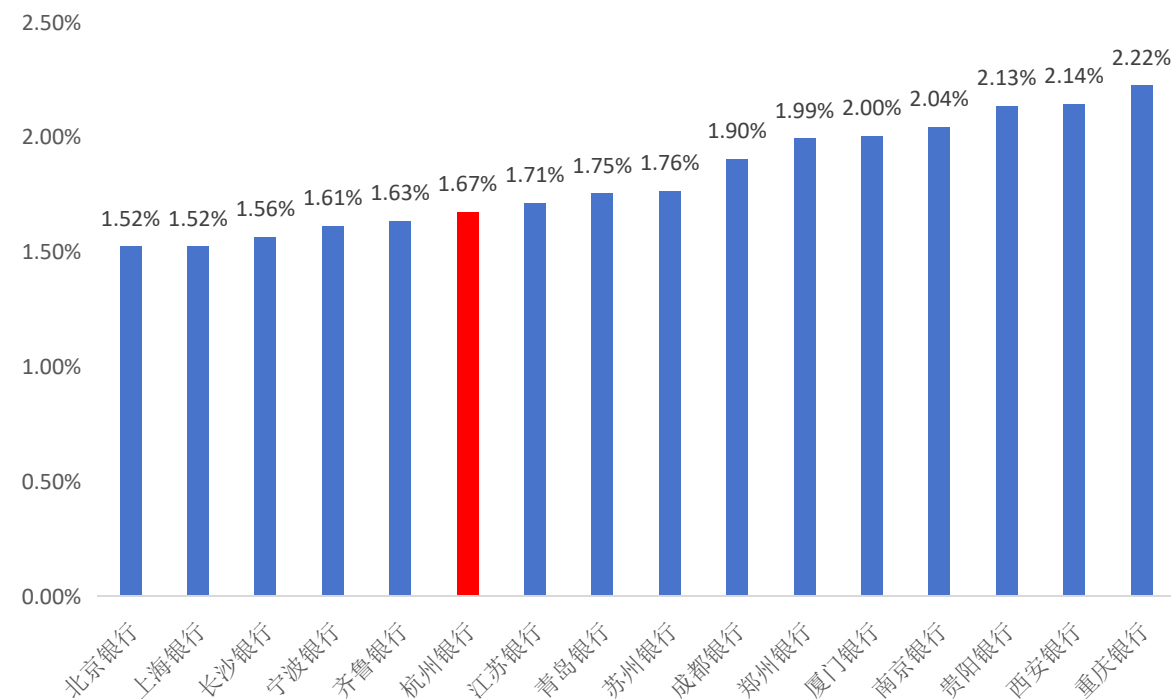
本地区位优势：存款付息率优于同业平均

- ◆ 2025年末杭州银行活期存款占比达40.72%，同比提升1.21个百分点，显著高于上市城商行平均水平；2026Q1进一步升至41.53%。其中2025年对公存款占总存款超70%，且半数存款是活期存款，是低成本资金的核心压舱石。
- ◆ 2025年杭州银行存款付息率1.67%，计息负债付息率1.75%，低于城商行1.86%的平均水平。2023年为居民定期存款新增额的顶点（16万亿元），若按三年到期计算，2026年为存款到期重定价的最集中时间段。2026年存量高息定存到期有望带动存款付息率继续下行，负债成本改善将有力托底净息差企稳修复。

图：2025年城商行活期存款占比



图：2025年城商行存款付息率



- ◆ 前十大股东包含国资、民企、险资，持股比例均衡。根据2026一季报，杭州市财开投资集团有限公司等国资共计持股32.85%；红狮控股集团等民企共计持股11.77%；新华人寿保险等险资共计持股7.44%。2026Q1中国人寿保险新进入前十大股东，或彰显长期资本对公司经营的信心。
- ◆ 杭州银行高管多由内部提拔，专业精深，管理经验丰富。杭州银行董事长宋剑斌于2002年便加入杭州银行，行内履职经历丰富，深谙公司业务，行内高管亦多由内部培养，保障了经营策略的稳定性与连续性。

表：公司管理层履历（2025年报）

姓名	职务	出生年份	个人履历
宋剑斌	董事长	1971	曾任杭州银行股份有限公司副行长、首席风险官、首席信息官、财务负责人等职。
张精科	行长	1978	曾任杭州银行科技文创金融事业部总经理，人力资源部总经理，杭州银行副行长等职。
陈岚	副行长	1974	曾任杭州银行科技支行行长，科技文创金融事业部总经理等职。
王立雄	副行长,首席合规官	1972	曾任杭州银行国际业务部总经理，上海分行行长，杭州银行监事长等职。
章建夫	副行长	1977	曾任杭州银行零售金融部总经理，财务管理部总经理，财务总监，办公室主任等职。
李炯	副行长,首席信息官	1973	曾任杭州银行科技部副总经理、信息技术部总经理等职。

表：杭州银行前十大股东（2026年一季报）

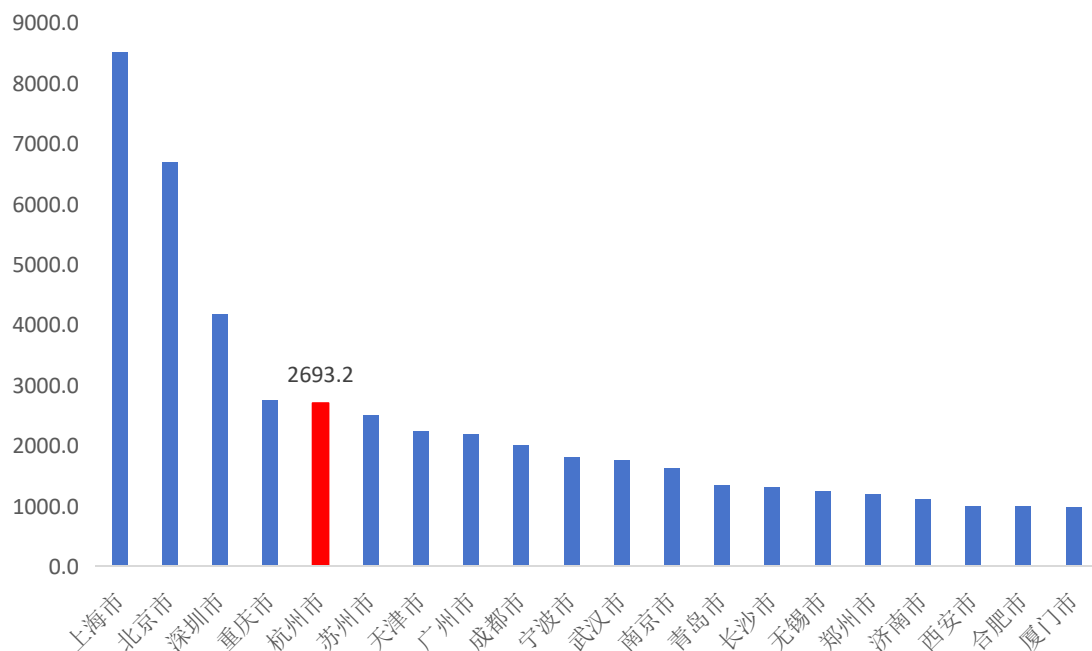
序号	股东名称	占总股本比例	股东性质
1	杭州市财开投资集团有限公司	16.59%	地方国资
2	红狮控股集团有限公司	9.66%	民营
3	杭州市城市建设投资集团有限公司	5.97%	地方国资
4	新华人寿保险股份有限公司	4.55%	险资
5	杭州市交通投资集团有限公司	4.09%	地方国资
6	杭州汽轮动力集团股份有限公司	3.75%	地方国资
7	中国人寿保险股份有限公司	2.89%	险资
8	香港中央结算有限公司	2.64%	其他
9	苏州苏高新科技产业发展有限公司	2.45%	地方国资
10	杭州河合电器股份有限公司	2.11%	民营
合计		54.70%	

业务发展好：政信+科技双轮驱动

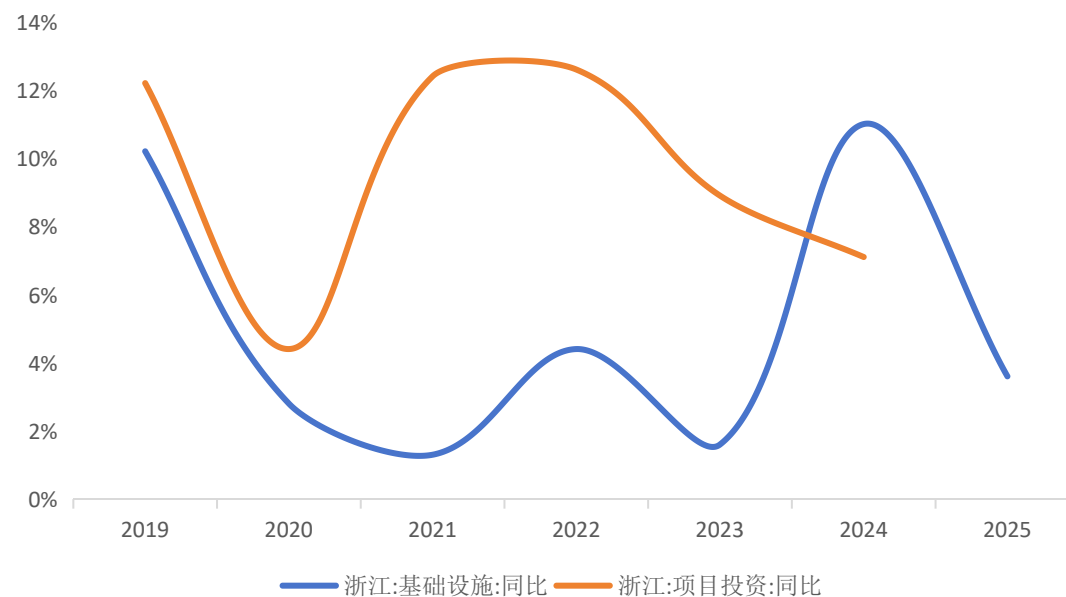
政信类贷款：基建及产业项目活跃度高

- ◆ **地方财政实力雄厚，基建及产业项目活跃度高。**2025全年浙江省一般公共预算收入8865亿元，列全国各省级行政区第3位，而杭州作为省会城市，财政表现尤为突出，据聚汇数据，2025年一般公共预算收入2693亿元，居全国各城市第5位。
- ◆ **雄厚财力为地方项目建设打开空间，**2019-2024年浙江省各类项目投资总额年复合增速为 9.03%，其中基建项目复合增速4.16%。据杭州网，2025年度杭州计划实施第一批省“千项万亿”项目145个，年度投资总额896亿元，计划实施市重点项目907个，年度投资总额2271亿元。

图：2025年各城市一般公共预算收入top20(亿元)



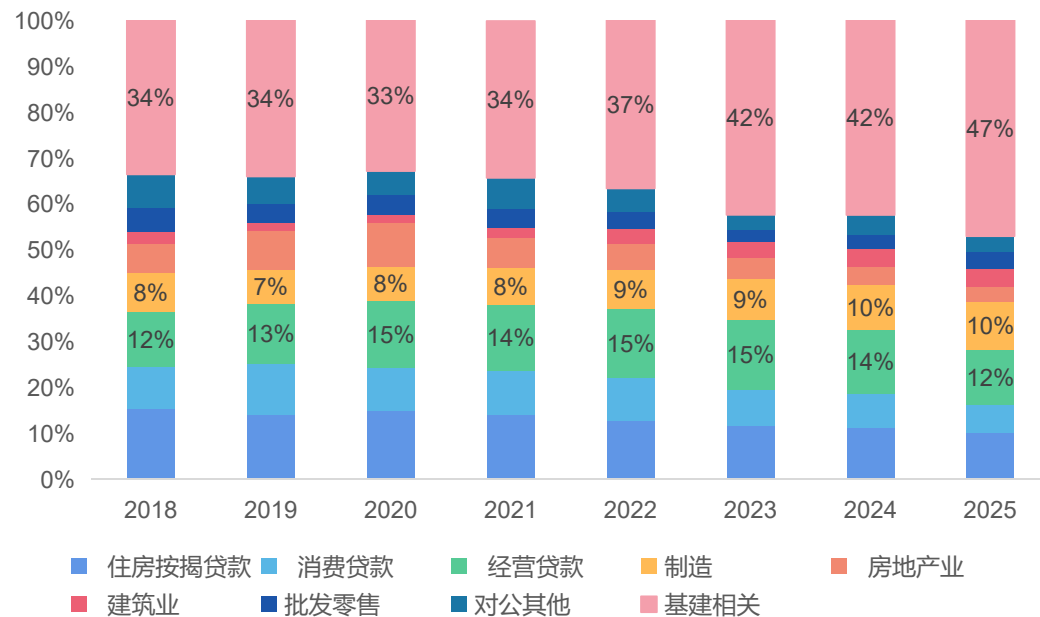
图：浙江省各类项目投资同比增速



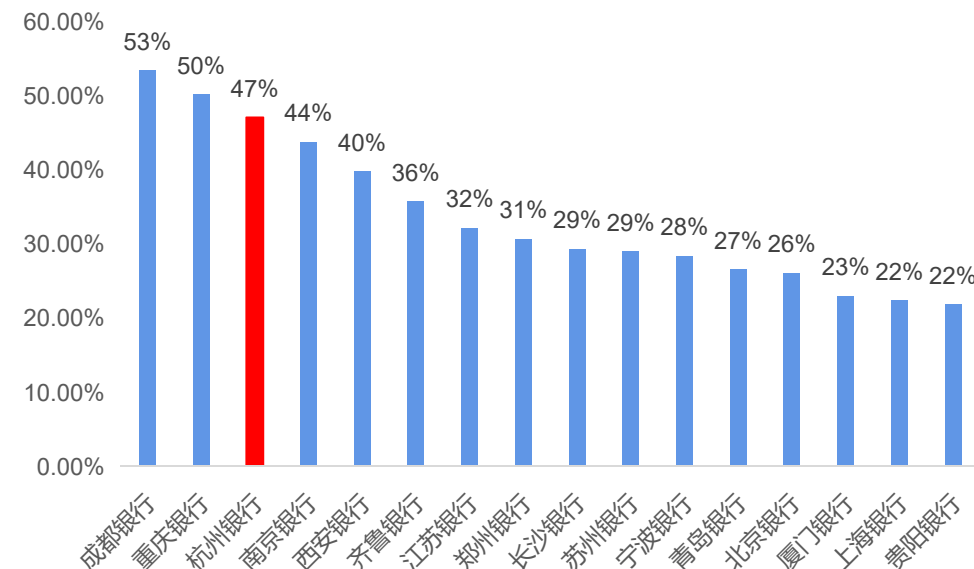
政信类贷款：占比高+区域绑定

- ◆ 发挥区域政信资源优势，城建类业务贡献较大。立足区域政信资源，杭州银行积极参与地方城建开发项目。2025年杭州银行参与浙江的“千项万亿”工程以及各地市的重点建设项目，较大程度上支撑全行贷款增长。
- ◆ 从存量结构来看，杭州银行贷款主要投向对公领域，2025末占总贷款比例69.6%，其中基建相关贷款占比较高，占总贷款比例47%（上市城商行平均为33.7%），在城商行中仅次于成都、重庆银行。从增量贡献来看，2025年，基建相关行业（租赁商务服务业、水利环境公共设施业等）贡献贷款主要增量，占贷款增量的79%。
- ◆ 基建设施等政信业务包括以下行业贷款：交通运输仓储邮政、租赁商务服务业（地方融资平台计入该行业）、电力热力燃气水、水利环境公共设施。

图：杭州银行贷款结构（2025年末）



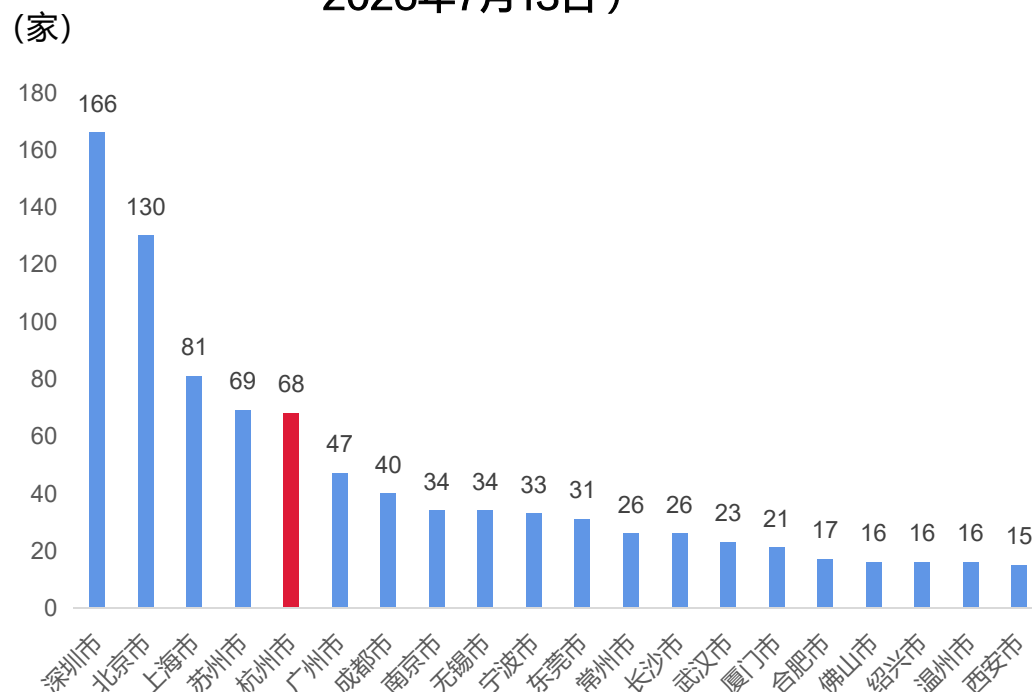
图：城商行政信类贷款占比（截至2025年末）



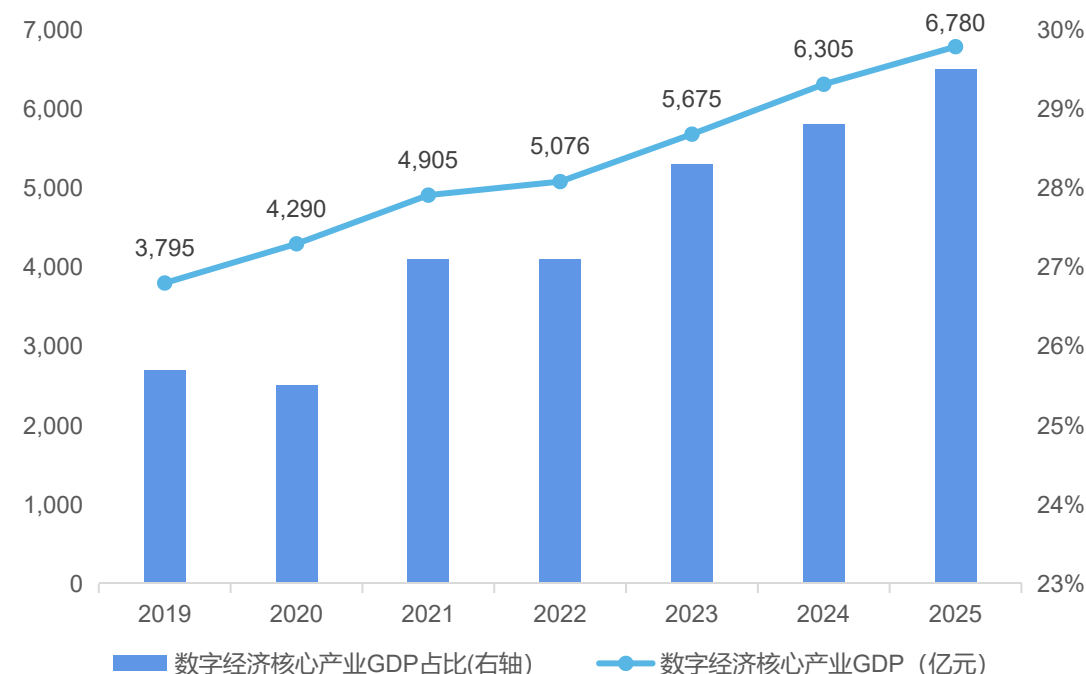
科技金融：创新型企业集聚，区域创新能力不断提升

- ◆ 杭州市内创新型企业集聚，区域创新能力不断提升。杭州市较早布局高新产业发展，加以开放、灵活的营商环境及政策引导，培育了众多科创、高新技术企业，区域创新能力不断提升。
- ◆ 截至2026年7月13日，杭州市内创业板、科创板上市企业数分别为68家、32家，上市家数分列全国各城市第5位、第5位。创新型企业集聚效应下，杭州市数字经济等新业态对经济总量贡献快速提升，2025年全市数字经济核心产业增加值为6780亿元/按不变价格计算，同比+9.3%，占GDP比重为29.5%。

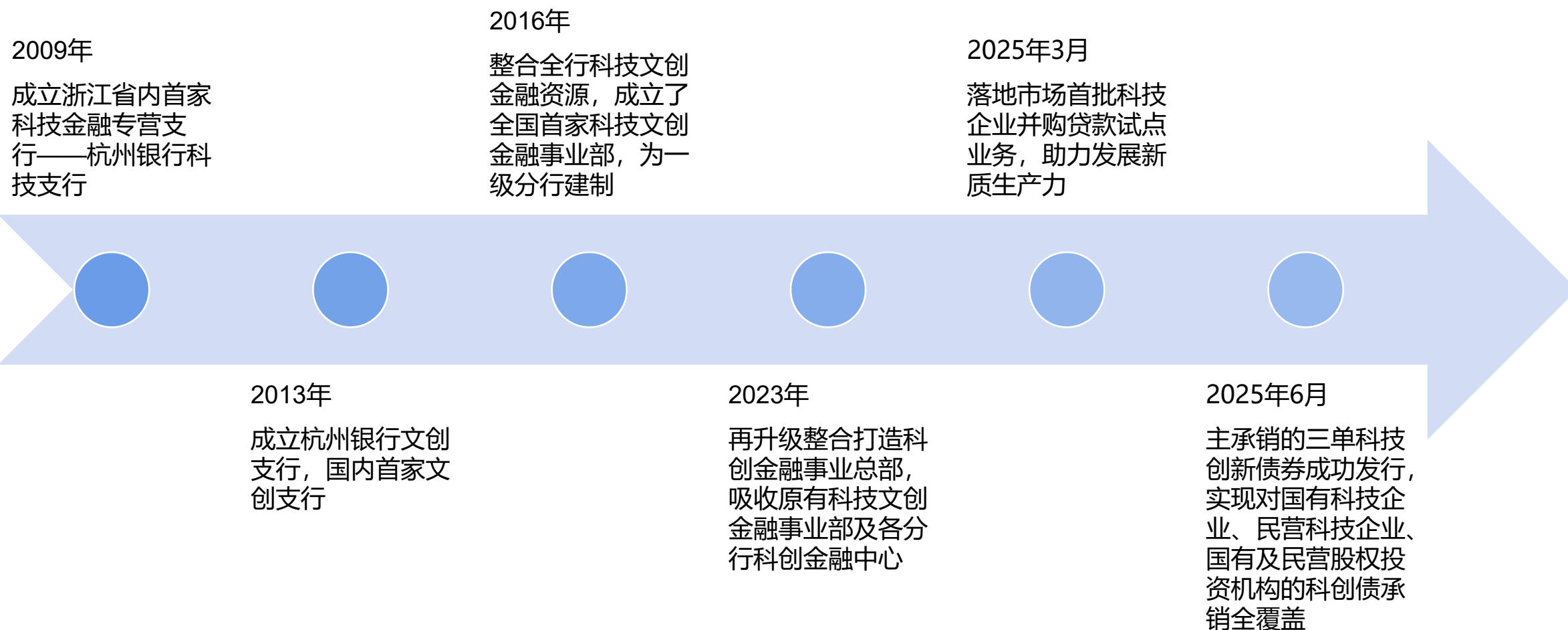
图：杭州市内创业板上市企业数全国领先（截至2026年7月13日）



图：数字经济对全市GDP贡献持续提升



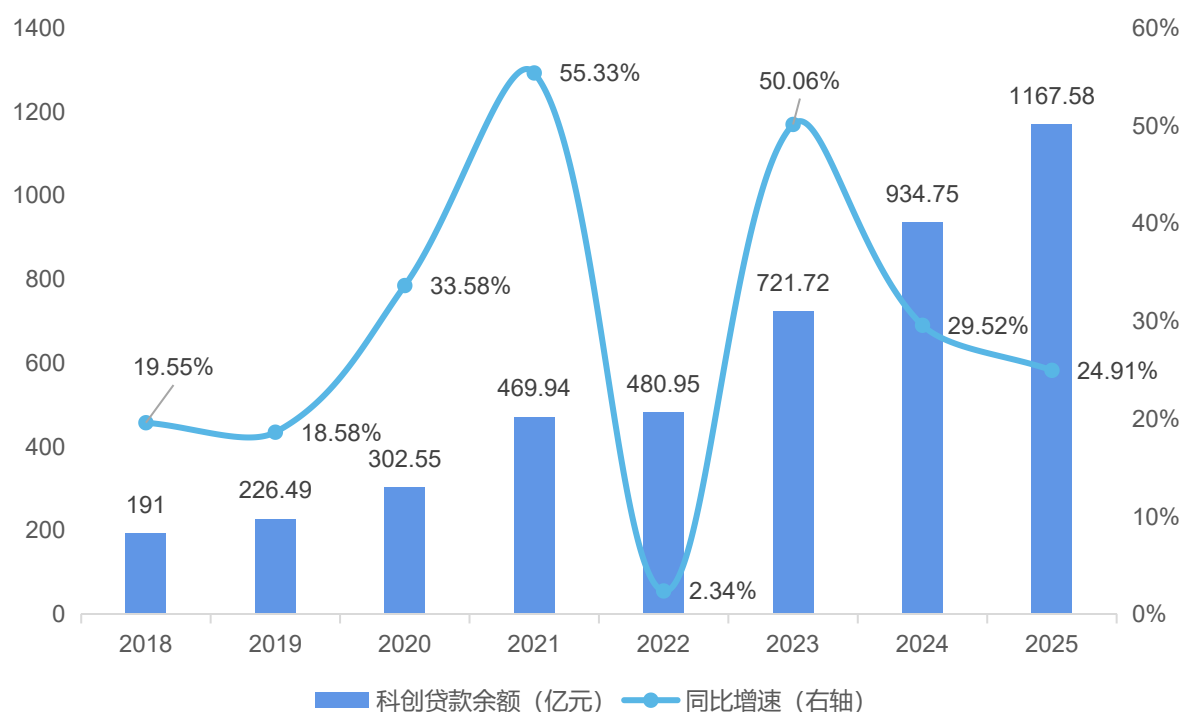
科技金融：最早探索并构建科技金融服务体系的商业银行之一



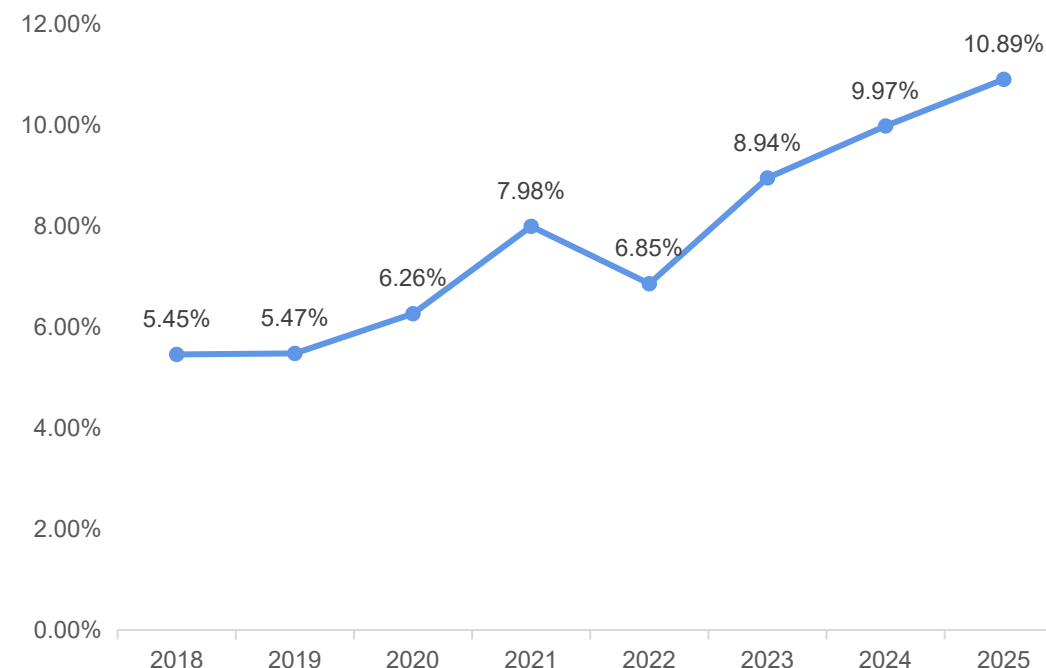
科技金融：科创领域贷款快速增长

- ◆ **杭州银行科创金融业务成果凸显。**据中国基金报及中国经营网，截至2025年末，杭州银行服务科技型企业超过3万家，其中服务科技企业中民营企业占比超95%、小微企业占比超75%。2025年4月，《杭州独角兽与准独角兽企业榜单》发布，上榜的441家企业中，杭州银行与其中398家建立了合作关系，合计覆盖率90%，持续保持市场领先地位。
- ◆ **信贷投放方面，2025年末杭州银行科技贷款余额达1,167.58亿元，较年初增长24.91%，占全行贷款比例10.89%。**

图：杭州银行科创领域贷款快速增长



图：科技贷款对全行贷款贡献持续提升



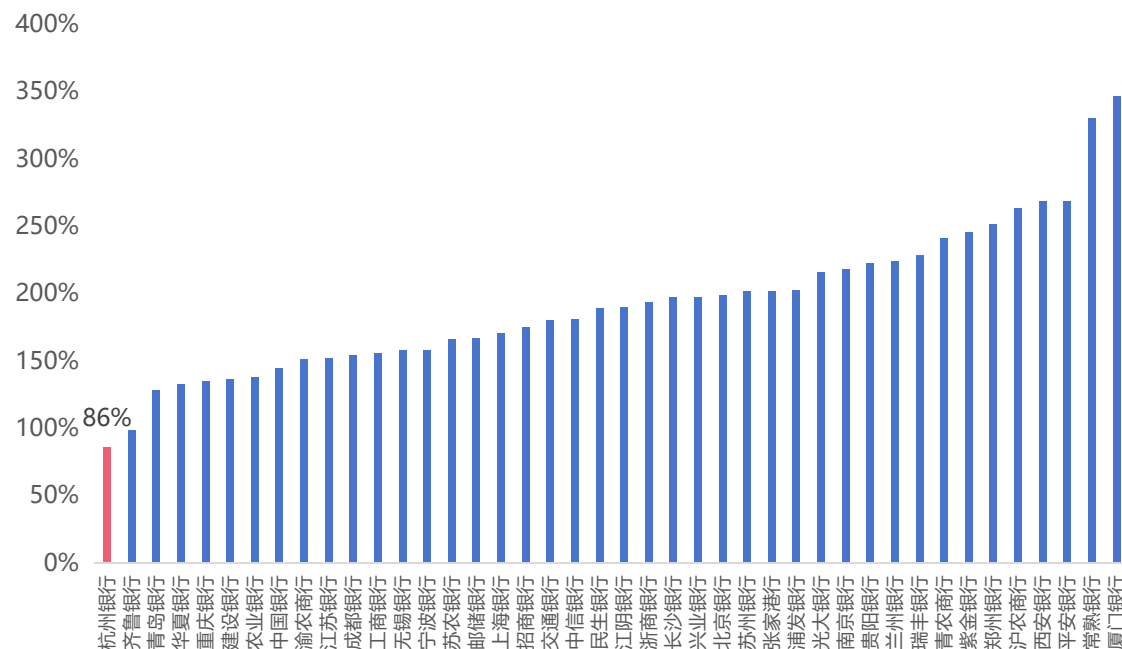
风险控制好：不良确认充分，拨备储备较多

资产质量：不良贷款确认较为充分

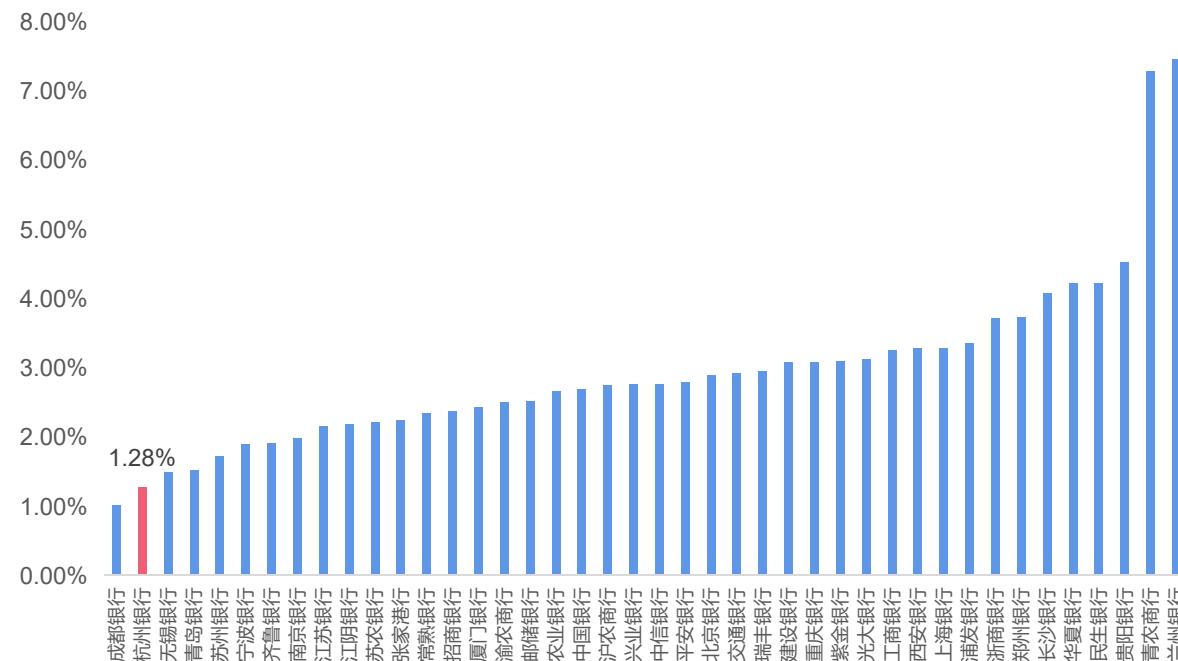
- ◆ **不良贷款确认较为充分。**从上市银行的“(逾期贷款+重组贷款)/不良”比例（该比值越低，不良确认越审慎）来看，2025年底杭州银行以85.6%排名第1。这意味着杭州银行不良贷款确认较为充分。
- ◆ **不良各项指标均优于同业平均。**2025年底，杭州银行不良率0.76%，在上市银行中排名第二，仅次于成都银行；关注类+不良贷款占比1.28%，在上市银行中排名第二。

图：杭州银行“(逾期+重组)/不良”的比例低（2025年末）

(逾期贷款+重组贷款)/不良



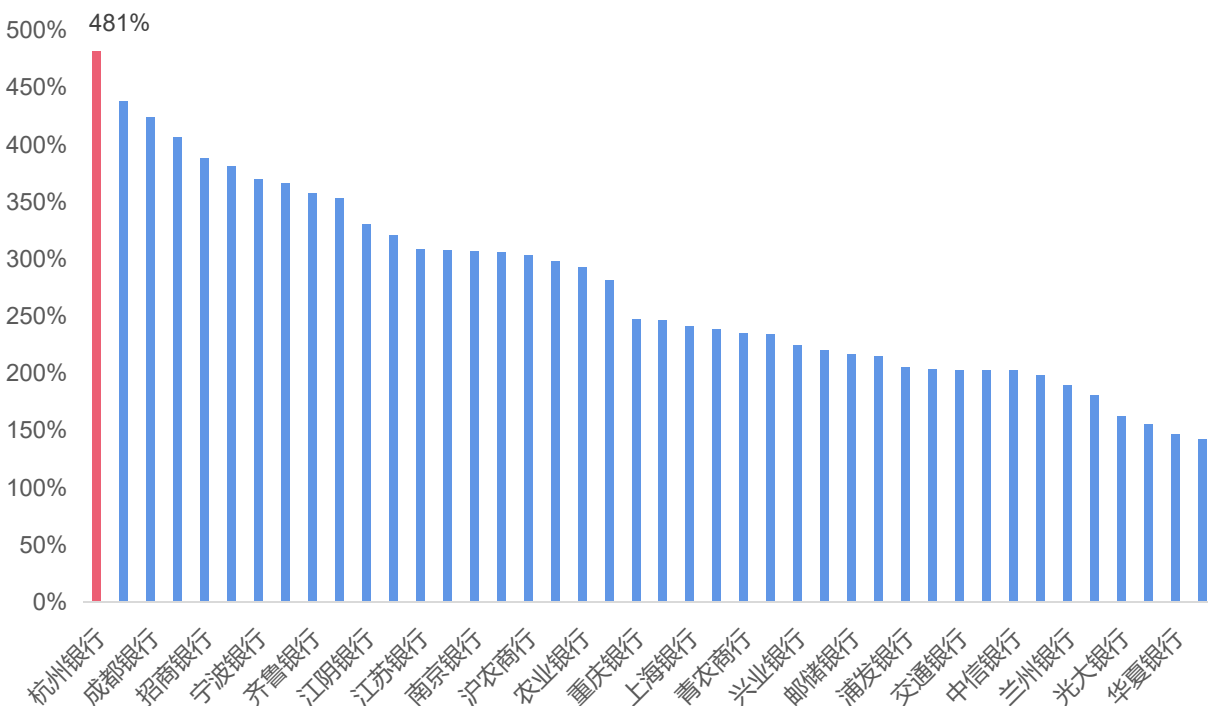
图：杭州银行“不良+关注”类贷款占比在上市银行中较低（2025年末）



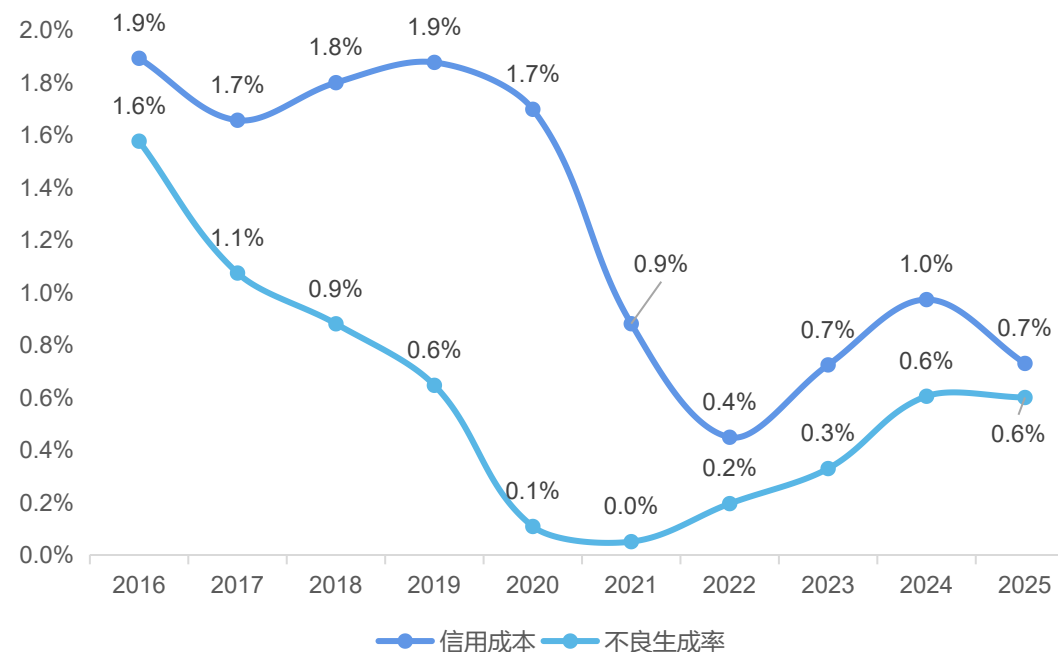
资产质量：拨备覆盖率先位于全市场第一

- ◆ **拨备储备稳居行业首位：**截至2026年一季度末，杭州银行拨备覆盖率达481%，在全部上市银行中排名第一。杭州银行拨备覆盖率长期保持450%以上的领先水平，大幅领先同业平均，构筑了较强的风险抵御安全垫。
- ◆ **杭州银行拨备计提审慎，**信用成本显著高于不良生成情况，2025年信用成本为0.7%，显著高于自身的不良生成水平。低不良生成和较强的拨备计提力度带来了杭州银行充足的拨备。

图：拨备覆盖率全市场第一（2026Q1末）



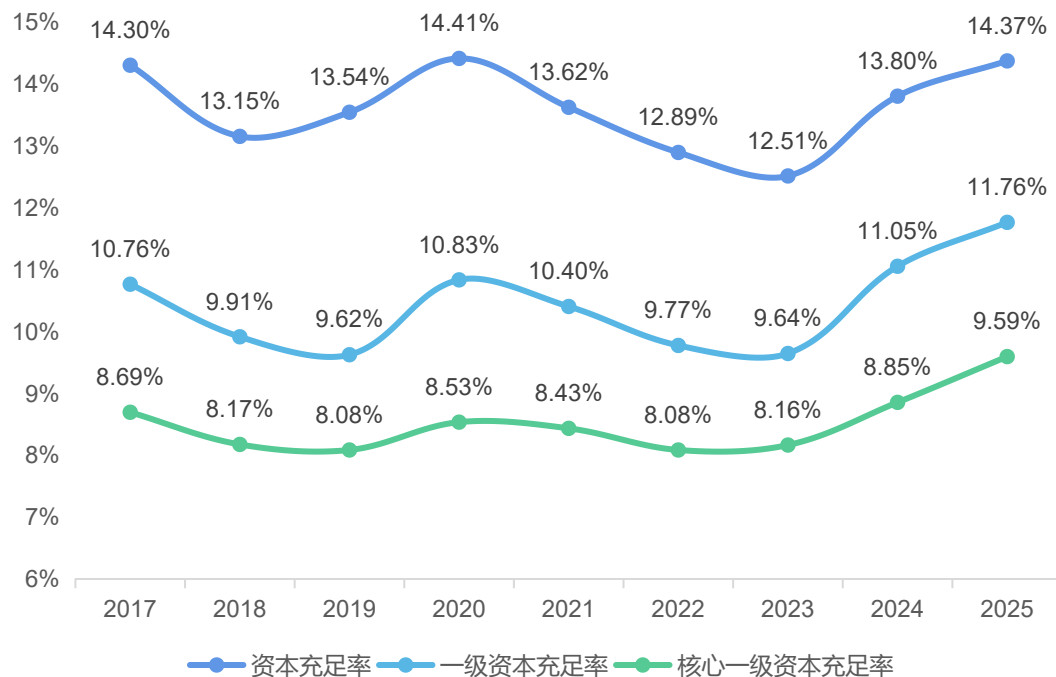
图：杭州银行信用成本和不良生成率



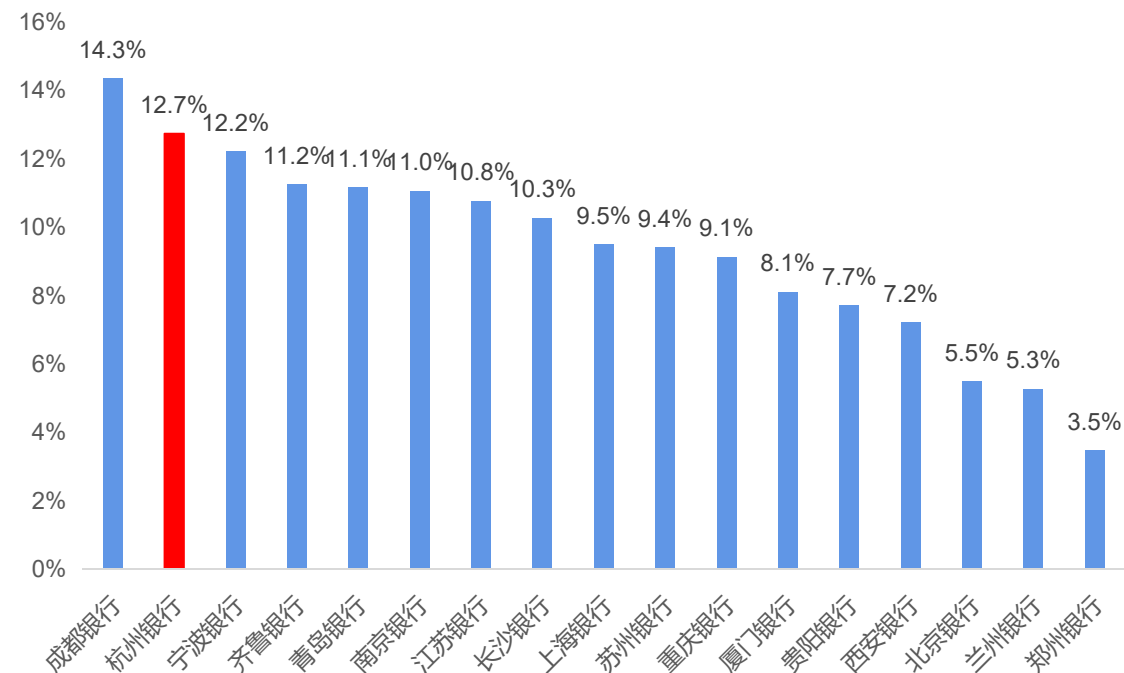
资本充足率：可转债转股补充核心资本

- ◆ 2025年7月，杭州银行完成150亿元可转债转股，有效夯实了核心一级资本基础，2025年资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别较2024年提升0.57pct、0.71pct、0.74pct，为进一步扩表打开空间。
- ◆ 2025年末杭州银行净资产收益率虽小幅下行至12.72%，但在全国城商行梯队中依旧稳居次席，仅次于成都银行，盈利韧性凸显。考虑到杭州银行仍维持较高业绩增速（2025年归母净利润利润增速维持12.05%的高位）、浙江经济发达巩固信贷投放空间，我们认为杭州银行ROE有望重拾升势。

图：杭州银行转债转股落地，有效提振资本充足率



图：杭州银行ROE在城商行中排名第二（2025年末）



- ◆ 杭州银行多重利好因素共振：
 1. 浙江区域经济富庶、信用环境优异，为银行经营提供优质底层土壤；
 2. 政信业务根基深厚+科创金融差异化布局，双轮驱动资产规模稳健增长；
 3. 不良确认行业最审慎，拨备覆盖率上市银行第一，资产质量护城河深厚；
 4. 可转债转股补充核心资本，ROE有望重拾升势。
- ◆ 盈利预测和投资评级：杭州银行具备区位优势，政信科创双轮驱动业务增长，我们维持公司“买入”评级，预测2026-2028年营收为425亿元、470亿元、517亿元，同比增速为9.66%、10.38%、10.13%；归母净利润为216亿元、240亿元、265亿元，同比增速为13.55%、11.23%、10.22%；EPS为2.85、3.19、3.53元；P/E为6.04倍、5.41倍、4.89倍，P/B为0.84倍、0.75倍、0.67倍。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	38799	42548	46965	51723
增长率(%)	1.09	9.66	10.38	10.13
归母净利润（百万元）	19029	21608	24034	26490
增长率(%)	12.05	13.55	11.23	10.22
摊薄每股收益（元）	2.50	2.85	3.19	3.53
ROE(%)	15.03	14.65	14.62	14.45
P/E	6.20	6.04	5.41	4.89
P/B	0.84	0.84	0.75	0.67

公司名称	股票代码	市值（亿元）	PE		
			2026E	2027E	2028E
成都银行	601838.SH	783	5.62	5.34	5.06
宁波银行	002142.SZ	2140	6.95	6.34	5.84
江苏银行	600919.SH	2112	5.84	5.26	4.76
可比公司平均			6.14	5.65	5.22
杭州银行	600926.SH	1142	6.04	5.41	4.89

注：统计时间截至2026年7月20日，可比公司盈利预测均来源于国海证券研究所

杭州银行盈利预测表

仅供内部参考，请勿外传



证券代码：600926

股价：15.49

投资评级：买入(维持)

日期：20260721

资产负债表（百万元）					2025A				2026E				2027E				2028E				每股指标与估值				2025A				2026E				2027E				2028E			
贷款总额					1071876	1211220	1368679	1546607	利息收入					63169	63966	70289	78092	PE					6.20	6.04	5.41	4.89														
贷款减值准备					-40719	-42376	-43693	-45383	利息支出					-35578	-33095	-35530	-39173	PB					0.84	0.84	0.75	0.67														
贷款净额					1032540	1168845	1324986	1501224	净利息收入					27592	30871	34759	38919	P/B（扣除商誉）					0.82	0.82	0.68	0.61														
债券投资					1032994	1146921	1239567	1340004	手续费净收入					4207	4677	5206	5804	EPS					2.50	2.85	3.19	3.53														
存放央行					143779	130726	146414	163983	营业收入					38799	42548	46965	51723	BVPS					18.37	20.57	23.04	25.77														
同业资产					114039	119741	125728	132015	业务及管理费					-11650	-12764	-14090	-15517	BVPS（扣除商誉）					18.04	20.23	22.71	25.44														
其他资产					39452	49703	54941	60762	拨备前利润					26702	29385	32444	35732	每股拨备前利润					3.68	4.05	4.48	4.93														
生息资产					2323353	2566233	2836695	3137226	拨备					-7324	-6641	-6943	-7441	财务指标																						
资产总额					2362806	2615936	2891636	3197988	税前利润					21189	24554	27311	30102	盈利能力：																						
存款					驱动性因素：					生息资产增长					12.06%	10.45%	10.54%	10.59%	ROAA					0.81%	0.83%	0.84%	0.84%													
					贷款增长					14.33%	13.00%	13.00%	13.00%	ROAE					15.03%	14.65%	14.62%	14.45%																		
					存款增长					13.14%	12.00%	12.00%	12.00%	净利息收入					1.23%	1.24%	1.26%	1.28%																		
					贷款收益率					3.65%	3.41%	3.34%	3.34%	非净利息收入					0.50%	0.47%	0.44%	0.42%																		
					生息资产收益率					2.87%	2.62%	2.60%	2.61%	营业收入					1.73%	1.71%	1.71%	1.70%																		
					存款付息率					1.65%	1.29%	1.24%	1.24%	营业支出					0.54%	0.53%	0.53%	0.52%																		
					计息负债付息率					1.72%	1.45%	1.41%	1.40%	拨备前利润					1.19%	1.18%	1.18%	1.17%																		
					净息差					1.25%	1.26%	1.29%	1.30%	拨备					0.33%	0.27%	0.25%	0.24%																		
					风险成本					0.73%	0.58%	0.54%	0.51%	税前利润					0.95%	0.99%	0.99%	0.99%																		
					净手续费增速					13.10%	11.17%	11.32%	11.47%	税收					0.10%	0.12%	0.12%	0.12%																		
资本公积					30209	30209	30209	30209	成本收入比					30.03%	30.00%	30.00%	30.00%	业绩年增长率：																						
盈余公积					11990	14150	16554	19203	所得税税率					10.19%	12.00%	12.00%	12.00%	净利息收入					12.82%	11.89%	12.59%	11.97%														
一般风险准备					29440	29440	29440	29440	资产质量：					营业收入					1.09%	9.66%	10.38%	10.13%																		
未分配利润					51371	65105	80637	97774	不良率					0.76%	0.73%	0.72%	0.72%	拨备前利润					0.11%	10.05%	10.41%	10.14%														
股东权益					163189	179084	197020	216805	拨备覆盖率					502.24%	478.56%	440.52%	408.66%	归属母公司利润					12.05%	13.55%	11.23%	10.22%														
负债和股东权益总额					2362806	2615936	2891636	3197988	拨贷比					3.81%	3.50%	3.19%	2.93%																							
									不良净生成率					0.60%	0.57%	0.57%	0.53%																							

- ◆ **金融监管政策发生重大变化；**
- ◆ 金融监管政策变动影响金融市场资金流向和资产价格。

- ◆ **房地产领域风险集中暴露；**
- ◆ 房地产价格波动影响经济增长和金融稳定。

- ◆ **经济回暖过程中发生黑天鹅事件；**
- ◆ 突发的重大自然灾害、地缘政治冲突等意外事件使经济回暖受阻。

- ◆ **债券市场发生异常波动；**
- ◆ 宏观经济数据变化、货币政策调整、资金面紧张等因素可能引起债券市场发生异常波动。

- ◆ **企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化；**
- ◆ 外部环境冲击导致企业偿债能力下降，资产质量大幅恶化。

- ◆ **公司不良贷款集中暴露。**
- ◆ 经济周期波动、银行业竞争加剧等因素可能导致银行不良贷款率异常上升，带来信用风险。

研究小组介绍

银行&资产配置小组介绍

林加力，国海证券研究所副所长、首席资产配置官、金融首席分析师。毕业于浙江大学、复旦大学，曾就职于海通证券、民生证券、浦发银行。2019-2023年连续上榜新财富最佳分析师评选，分别获得银行方向第五名、第四名、第三名、第三名、第四名。在境内其他分析师评选活动中也持续获得佳绩，擅长信用风险、监管政策、银行经营、资产负债管理等方面的研究。

徐凝碧，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于中国人民大学、北京国家会计学院，金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖银行和机构资产配置方向。

袁雨琦，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于新加坡国立大学量化金融和南开大学金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖量化资产配置和金融产品研究方向。

许潇琦，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于伦敦政治经济学院、外交学院，3年证券从业经验，主要覆盖主观资产配置和另类资产研究方向。

刘子路，国海证券研究所银行&资产配置研究助理。本科毕业于中央财经大学统计学专业，辅修北京大学国家发展研究院经济学双学位项目，研究生毕业于威斯康星大学麦迪逊分校计量经济学专业与香港中文大学（深圳）数字经济大数据方向。主要覆盖主观资产配置和另类资产研究方向。

分析师承诺

林加力, 徐凝碧, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

免责声明和风险提示

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，请公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司的证券研究报告。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 银行&资产配置研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597