

浙商银行(601916.SH)

净表提速风险出清，看好改革红利释放

推荐（首次）

股价：2.88元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.czbank.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /21.41%
实际控制人	
总股本(百万股)	21,269
流通A股(百万股)	16,715
流通B/H股(百万股)	4,554
总市值(亿元)	591
流通A股市值(亿元)	481
每股净资产(元)	6.72
资产负债率(%)	93.8

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业动态跟踪报告*银行*先抑后扬，看好修复*强于大市20230503

【平安证券】行业深度报告*银行与金融科技*支付行业系列（一）总起篇：律回春渐，变革提速*强于大市20230525

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn



平安观点：

- **区域环境得天独厚，深耕本地引导差异化发展。**浙商银行是我国唯一一家总部位于浙江省的国有股份行，受益于良好的区域经济环境和自身灵活的经营机制，浙商银行在对公业务领域积累了一定优势。22年公司通过对公收入贡献达到53%，居于对标同业前列，供应链金融、普惠小微等特色业务保持良好发展势头，得益于多元化客群布局，浙商银行22年末对公贷款平均收益率（4.7%）领先对标同业，推动公司净息差（2.24%）保持在对标同业第三位。展望未来，我们认为浙商在区域内市场仍有较大提升空间，在公司深耕浙江大本营战略持续推进的背景下，其对公业务竞争力有望保持。
- **净表提速，资产质量进入改善通道。**自21年完成董事会换届后，浙商银行改变以非标业务促发展的粗放式经营理念，“重塑理念、重建制度、再造流程”进展明显，23年2月明确将“化风险”作为全行第一大战役，深入推进风险处置专项行动。公司加大对风险资产的处置，表内非标资产较18年高峰压降1200亿至841亿，表内信贷自18年以来核销处置规模超400亿元，同时从严确认不良，逾期90天与不良偏离度为79%，处于可比同业中游水平，随着风险化解力度加大，浙商23年1季度不良率回落至1.44%，连续两个季度下行，虽然绝对水平仍高于同业，但就自身而言，我们认为公司不良高峰已过，资产质量整体进入改善通道。
- **新班子引领新战略，转型红利有望逐步释放。**自21年新任管理层到任以来，重新厘清了战略框架，业内首提“经济周期弱敏感资产”概念，聚焦零售、普惠等小额分散资产，聚焦新能源、医药等弱周期行业，聚焦客户服务总量（CSA）。我们认为新战略落地将推动浙商银行业务更为均衡地发展，尤其是提升零售和中间业务方面的业务能力，公司22年零售板块收入占比仅为21.5%，中收占比为7.85%，均处于对标同业低位。考虑到传统对公业务受经济周期的影响更大，从而会导致银行整体的经营更容易受到经济周期波动的冲击。我们认为浙商银行以经营周期弱敏感资产的新战略是公司探索业务模式转型的重要一步，尤其是对零售和中间业务两大板块的能力提升将成为其未来盈利能力提升的关键，值得后续重点关注。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业净收入(百万元)	54,400	60,959	63,371	70,473	78,567
YOY(%)	14.2	12.1	4.0	11.2	11.5
归母净利润(百万元)	12,648	13,618	15,393	17,647	20,359
YOY(%)	2.8	7.7	13.0	14.6	15.4
ROE(%)	10.6	10.4	10.8	11.6	12.4
EPS(摊薄/元)	0.59	0.64	0.72	0.83	0.96
P/E(倍)	4.8	4.5	4.0	3.5	3.0
P/B(倍)	0.49	0.44	0.42	0.39	0.36

- **投资建议：资产质量进入改善周期，新战略提升盈利质量。**浙商银行作为唯一一家总部在浙江的股份行，在跨区域布局、股权结构属性、政银关系构建、供应链金融业务拓展等方面都具有差异化的竞争优势。公司目前提出了“垒好经济周期弱敏感”战略，进一步强化了风控意识和抗周期穿越周期的能力，“深耕浙江”的发展战略进一步支撑公司对公、零售业务的稳健发展。2022年，公司资产质量出现了边际改善的趋势，非标业务规模持续压降，不良核销处置力度逐渐加大，不良认定逐渐趋于严格，随着历史包袱的不断出清，叠加公司战略落地的持续深化，预计公司未来盈利质量会逐步改善，我们预计公司23-25年EPS分别为0.72/0.83/0.96元，对应同比增速13.3%/14.6%/15.4%，目前公司A股股价对应公司23-25年PB分别为0.42x/0.39x/0.36x，低于行业平均（23年股份行PB加权平均为0.60x），首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

正文目录

一、 区域环境得天独厚，深耕浙江引导差异化发展	6
1.1 股权结构优化，资产规模稳健增长.....	6
1.2 区位优势培育成长潜力，客户基础引导量价双优.....	7
1.3 深耕实体客群，对公业务特色鲜明.....	9
1.4 区域竞争程度激烈，关注大本营建设推进.....	11
二、 净表提速，资产质量进入改善通道	13
2.1 资产结构调优，非标资产持续压降.....	13
2.2 风险化解力度加大，不良认定标准趋严.....	14
2.3 拨备进入修复通道，配股增厚资本实力.....	16
三、 新班子引领新战略，转型红利有望逐步释放	17
3.1 管理层换血，新战略带来新变化.....	17
3.2 新战略聚焦“经济周期弱敏感资产”，夯实基础补短板.....	17
3.3 零售资负占比低于同业，关注零售转型推进.....	18
3.4 非息收入占比较低，CSA 有助于中收提升.....	19
四、 投资建议：资产质量进入改善周期，新战略提升盈利质量	21
五、 风险提示	24

图表目录

图表 1	浙商银行历史沿革	6
图表 2	浙商银行股权结构较均衡	7
图表 3	资产规模位居上市股份行末尾	7
图表 4	浙商银行规模增速维持较快水平	7
图表 5	浙江省 GDP 增速高于全国平均水平	8
图表 6	浙江省居民人均可支配收入远高全国水平	8
图表 7	全国主要省份上市公司市值及数量	8
图表 8	浙江省贷款量价双优	8
图表 9	浙商银行分支机构分布	9
图表 10	对公业务持续保持强贡献地位	10
图表 11	22 年末可比同业制造业贷款占比	10
图表 12	浙商银行普惠小微贷款额	10
图表 13	普惠小微贷款占比同业第一	10
图表 14	供应链金融业务结构	11
图表 15	浙商银行对公贷款收益率同业第一	11
图表 16	主要上市银行净息差及贷款收益	11
图表 17	截至 22 年末主要区域性银行贷款市占率情况	12
图表 18	非标资产持续压降	13
图表 19	22 年末上市股份行非标资产占比情况	13
图表 20	非信贷类减值损失压力有所下降	14
图表 21	22 年末股份行非信贷减值准备占比	14
图表 22	不良核销力度逐渐加大	14
图表 23	不良生成同比微升	14
图表 25	不良率呈现回落趋势	15
图表 26	主要上市银行资产质量指标	15
图表 27	拨备覆盖率环比微升	16
图表 28	拨备覆盖率绝对水平处于同业低位	16
图表 29	资本充足率保持稳定	16
图表 30	截至 23Q1 资本绝对水平处于同业低位	16
图表 31	浙商银行高管人员履历	17
图表 32	经济周期弱敏感资产战略框架	18
图表 33	22 年可比同业营业收入结构	18
图表 34	22 年中收和非息收入占比处于同业末尾	18
图表 35	浙商银行 22 年末零售贷款占比较低	19
图表 36	浙商银行个人客户数量低于可比同业	19
图表 37	对公存款仍是浙商银行主要存款来源	19

图表 38	浙商银行计息成本率处于同业高位	19
图表 39	浙商银行投行业务规模快速上升	20
图表 40	浙商银行国际结算业务快速增长	20
图表 41	浙商银行盈利预测关键假设	22
图表 42	浙商银行估值低于行业平均	23

一、区域环境得天独厚，深耕浙江引导差异化发展

浙商银行是我国唯一一家总部位于浙江省的国有股份行，自 2004 年重组建立以来，发达的经济土壤提供了广阔的业务资源，坚持深耕浙江战略，在成为浙江省最可靠的银行路上寸积铢累，始终朝着“建设一流商业银行”的目标前进。截至 23 年一季度末公司国有股东控股比例达到 24.5%，第一大股东浙江省金融控股有限公司持有公司 12.5% 股份，且国有股东皆向浙商银行派驻董事，保证了战略经营的稳定性。

受益于良好的区域经济环境和自身灵活的经营机制，浙商银行在对公业务领域积累了一定优势。22 年公司对公收入贡献达到 53%，居于对标同业前列，供应链金融、普惠小微等特色业务保持良好发展势头，得益于多元化客群布局，浙商银行 22 年末对公贷款平均收益率（4.7%）领先对标同业，推动公司净息差（2.24%）保持在同业第三位。展望未来，我们认为浙商在区域内市场仍有较大提升空间，在公司深耕浙江大本营战略持续推进的背景下，其对公业务竞争力有望保持。

1.1 股权结构优化，资产规模稳健增长

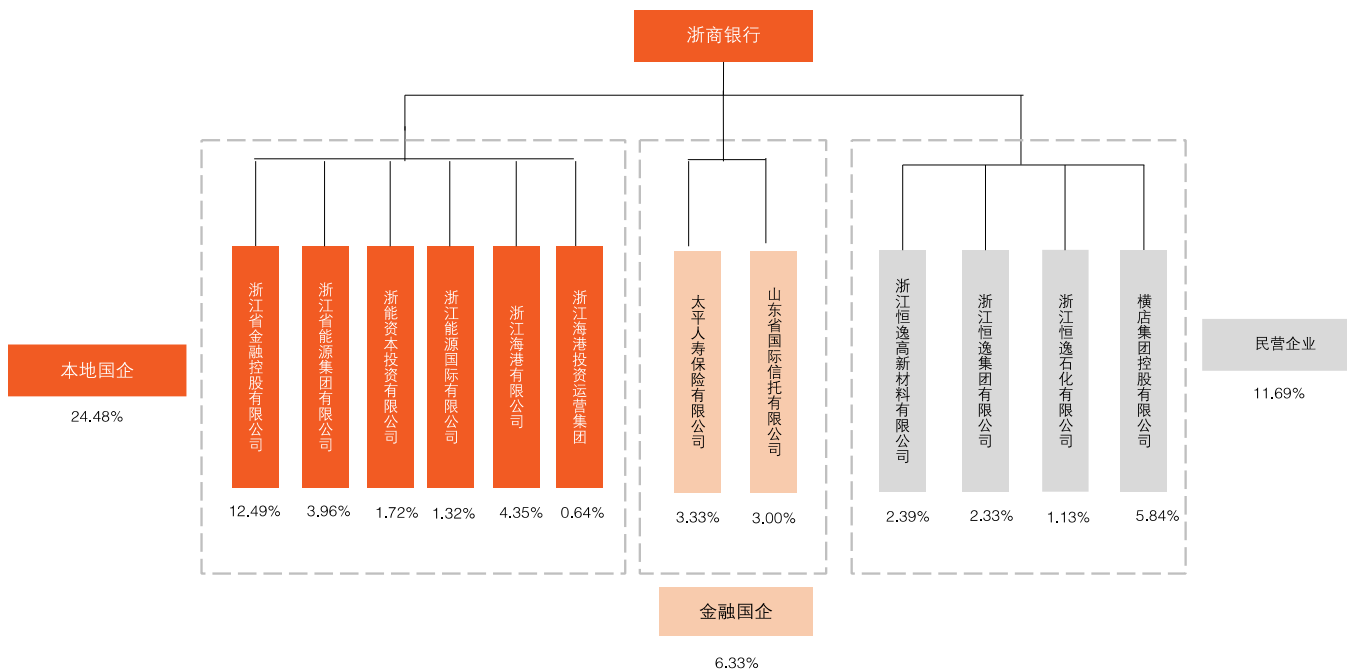
浙商银行的前身是 1993 年成立的中外合资的浙江商业银行，自 2004 年重组建立以来，扎根浙江，辐射全国，历经多次股改重组成为我国第 13 家 A+H 两地上市的银行。截至 23 年一季度末，浙商银行普通股总股份 213 亿股，其中 A 股占比为 78.6%，H 股占比为 21.4%，从股东结构来看，浙商银行股权结构相对分散，国有股东占据主导地位，其中第一大股东为浙江省金融控股有限公司，持有公司 12.5% 的股份，叠加其他本地国企的持股，地方国企对浙商银行持股比例超过 20%，为浙商银行深耕浙江战略的落地保驾护航。此外，公司近期披露股权变更，太平人寿保险有限公司和山东省国际信托股份有限公司竞得了此前旅行者汽车持有的公司 6.33% 的股份，分别持有 3.33% 和 3.00% 的股份，我们认为太平人寿和山东国际信托的入股一方面进一步提升了浙商银行的国有属性，缓解了市场对于其存量问题民企的担忧，另一方面太平人寿作为国内头部险企，双方的未来的业务协同也为浙商银行提供了广阔的业务空间。

图表1 浙商银行历史沿革



资料来源：Wind，招股说明书，平安证券研究所

图表2 浙商银行股权结构较均衡

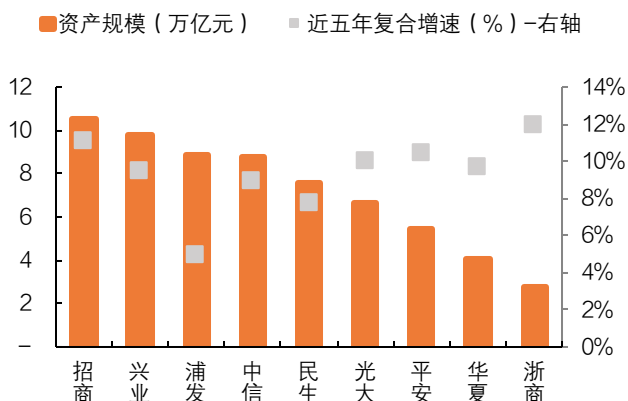


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：太平人寿和山东国际信托联合于23年5月17日联合拍得原旅行者汽车集团冻结的6.33%的股份，股份过户环节尚未完成，存在一定的不确定性

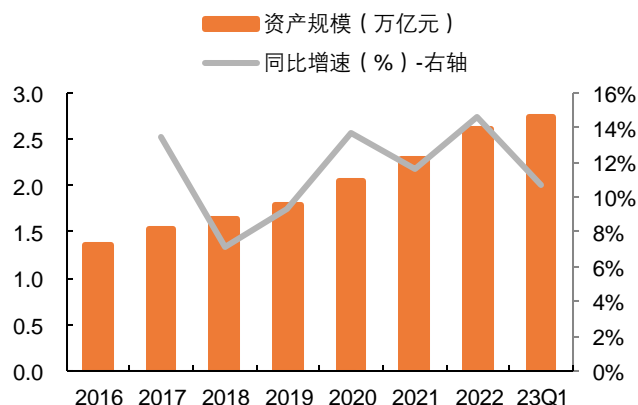
截至2023年一季度末，浙商银行资产规模达到2.75万亿，是规模最小的上市股份行。但从动态维度来看，自2018年以来，浙商银行展现出了良好的发展势头，近五年资产规模复合增速达到11.9%，23年1季度的总资产同比增速也达到10.7%，增速水平优于对标同业。

图表3 资产规模位居上市股份行末尾



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 浙商银行规模增速维持较快水平



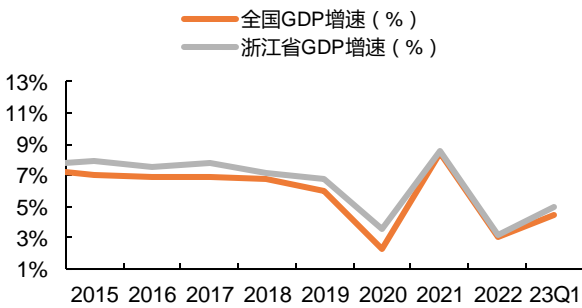
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.2 区位优势培育成长潜力，客户基础引导量价双优

区域优势提供银行成长的沃土。从经济总量上看，浙江坐实经济强省地位，全省 GDP 增速高于全国平均水平，2023 年一季度浙江省 GDP 同比增长 4.9%，较全国增速快 0.4 个百分点，省内 GDP 占全国总量位于可比省份前列。居民收入水平远超全国，浙江人均可支配收入基本为全国平均水平 1.5 倍，2022 年省内居民人均可支配收入为 6.03 万元。

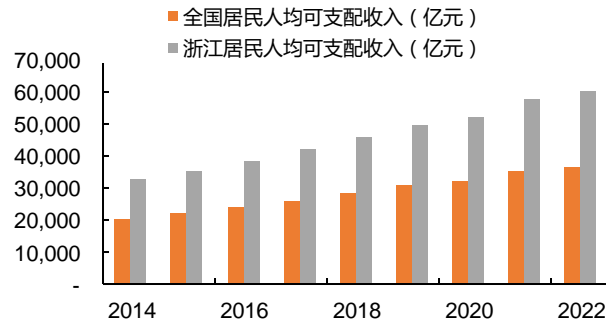
经营沃土支撑贷款放量。浙江省作为国内经济发展前列的省份，社会融资需求高，企业更为优质，小微企业活力更高，地区的经济基础决定了是浙江省是银行业展业的一方沃土，截至 2023 年 3 月 31 日，浙江省内累计上市企业 670 家，上市企业市值达到 7.66 万亿元，上市企业市值排名位于全国省份第四位，仅次于北京、广东和上海，企业发展环境较为优异。高增长匹配高需求，浙江省内贷款余额增速高于全国水平，2022 年贷款余额同比增速达到 14.5%，高于全国水平 3.41 个百分点。

图表5 浙江省 GDP 增速高于全国平均水平



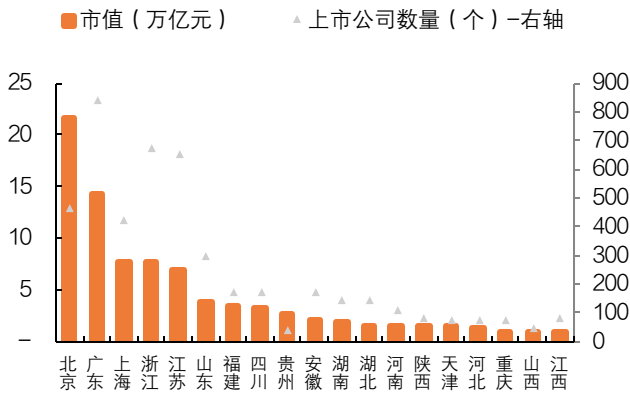
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 浙江省居民人均可支配收入远高全国水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

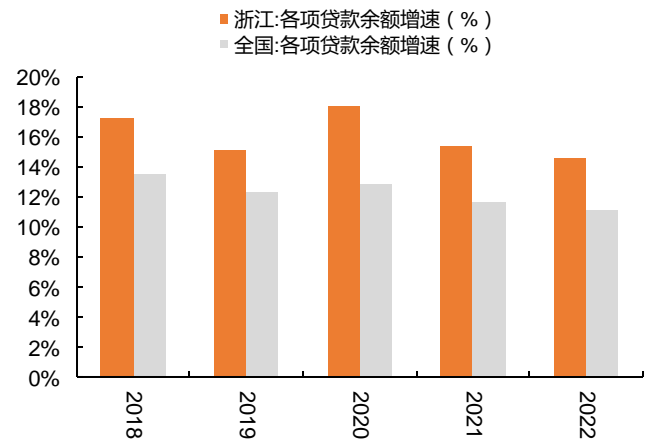
图表7 全国主要省份上市公司市值及数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 市值按照 23 年 3 月 31 日收盘价计算

图表8 浙江省贷款量价双优



资料来源: Wind, 平安证券研究所

深耕浙江为基础，全国展业广覆盖。浙商银行 2021 年提出打造浙江大本营计划，以点带面，进而辐射全国经济发展重点区域，截至 2022 年末，浙商银行省内分支机构数量为 106 家，省内分支机构数量占比达到 34.2%，省内分支机构资产规模为 1.06 万亿元，资产占比达到 40.5%。

图表9 浙商银行分支机构分布



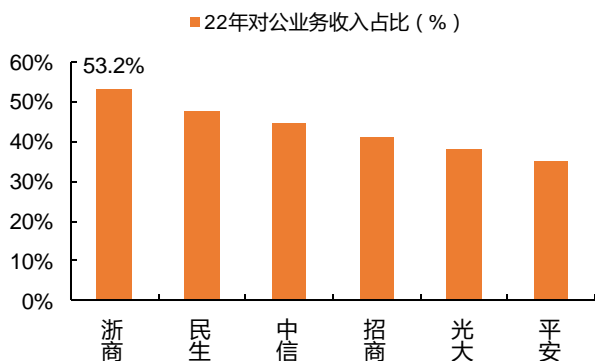
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 深耕实体客群，对公业务特色鲜明

依托区域优势，构建政银合作平台。作为唯一总部在浙江的全国性股份制银行，浙商银行在充分享受强区域经济带来的便利的同时，积极构建了良好的政银关系网络，与省商务厅、宁波市政府、衢州政府等各级政府单位签订了战略合作协议，协助省经信厅搭建了数字化平台，为医保局机械采购平台提供了资金结算服务等，省市县多层次政府关系网络的构建丰富了其对公业务的获客路径和场景。公司业务一直是浙商银行传统名片之一，对公业务收入贡献常年超过 50%，2022 年对公业务收入占比为 53.2%，位于可比同业第一位。

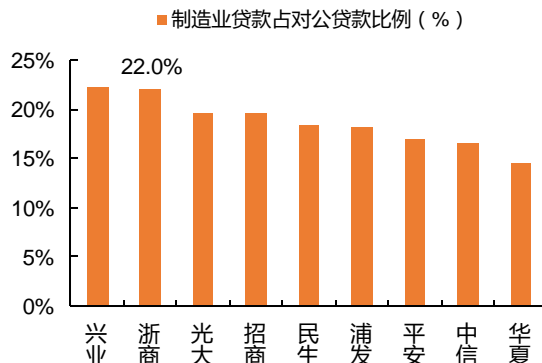
积极服务省内战略，专项行动推动浙江制造业转型。浙商银行深度参与省内制造业企业的数字转型过程，2021 年作为浙江省经信厅的重要合作伙伴，联合开展“浙江智造融通工程”，锚准省内“千亿技改”“百项万亿”“四个百项”等产业链重点技术改造项目，三年累计与 2075 户智能制造企业建立合作，发放融资 7068 亿元，服务省级重点名单内客户制造业企业超 1730 户，制造业贷款余额占对公贷款比达到 22.0%，处于上市股份行前列，制造业融资业务重点化程度较高。

图表10 对公业务持续保持强贡献地位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

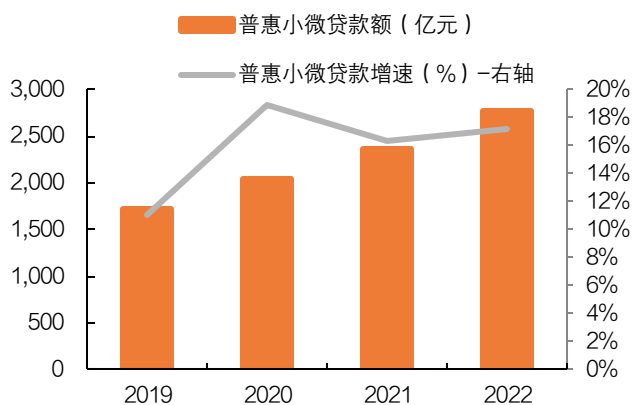
图表11 22年末可比同业制造业贷款占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

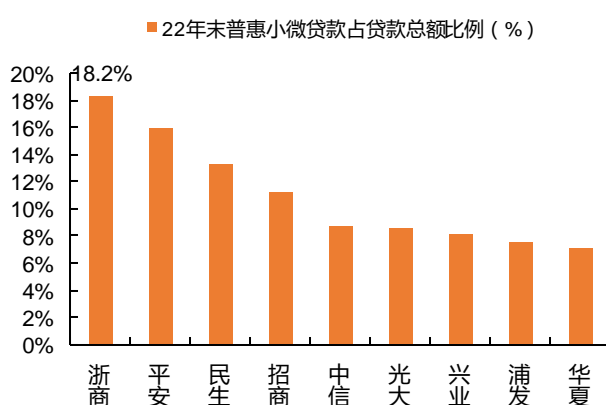
普惠小微特色突出，区域活力支撑业务拓展。浙江本地的民营经济活力是普惠金融业务发展的沃土，浙商银行通过“抵押+信用”联合贷款授信模式，提升差异化竞争能力。2022年普惠小微贷款达到2773亿元，同比增速达到17.2%，普惠小微贷款占比达到18.2%，位居可比同业首位。特色打法突出：1) **做小微园区的综合化金融服务提供商。**“自上而下”服务小微用户，同园区开发商+管理单位签订战略协议，打开小微园区服务通道。并且在重点园区设立专营机构，做好本地化服务。截至2022年末，累计投放小微园区贷款671亿元，特别是在地方政府的支持下推出了“国担担保贷”，国担体系担保公司业务余额达到161亿元，同比增幅达到了151%；2) **科技赋能小微企业**，深化非触式服务能力，小微服务线上化趋势明显，截至2022年，小微客户线上申贷率超过80%，小微业务网签率和网提率均达到了90%；3) **风控不松懈，不良率远低于全行水平。**2022年普惠型小微贷款业务不良率仅为0.98%，受去年疫情的扰动不良率同比上升了6BP，但仍远低于全行平均水平。

图表12 浙商银行普惠小微贷款额



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表13 普惠小微贷款占比同业第一

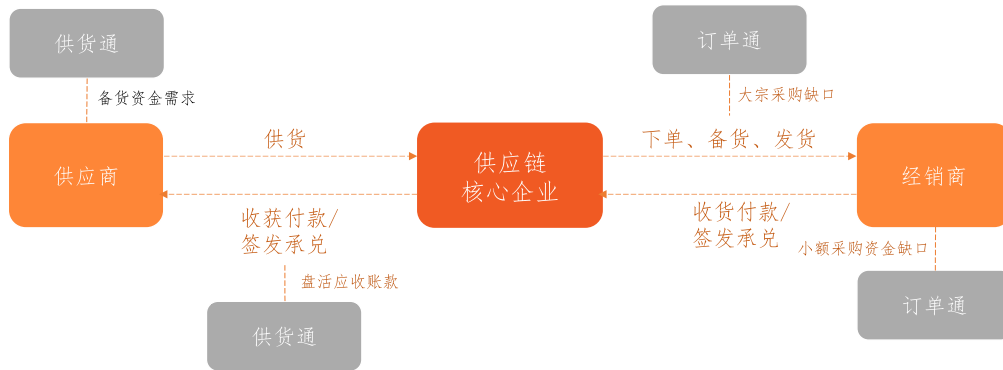


资料来源：公司公告，平安证券研究所

供应链金融深度融合区域产业链，行业广覆盖提供新优势。浙江省作为长三角地区核心区域，省内企业链条丰富，省内外产业间融合程度较好，为供应链金融的发展提供了广泛的空间。浙商银行目前在近30个行业形成特色化供应链金融服务方案，提供各种表内外融资业务。此外，**授信创新模式继续深化，深化供应链核心企业网络，提出激活上下游企业的交易信用、盘活物信用以及交易物信用**，获客场景得到了极大拓展，为其在长三角地区的展业提供了良好的客群基础。截至2022年末，

浙商银行服务超过 1200 个数字供应链项目，提供融资余额超过 1000 亿元，服务上下游客户超过 18200 家，其中普惠小微企业占比超过 75%。**关注重点行业，布局重点领域。**能源金融和科创金融领域也是浙商银行重点聚焦领域，启动“星火计划”科创企业金融服务专项行动，已服务公司类科创企业 5,204 户，融资余额 771 亿元。

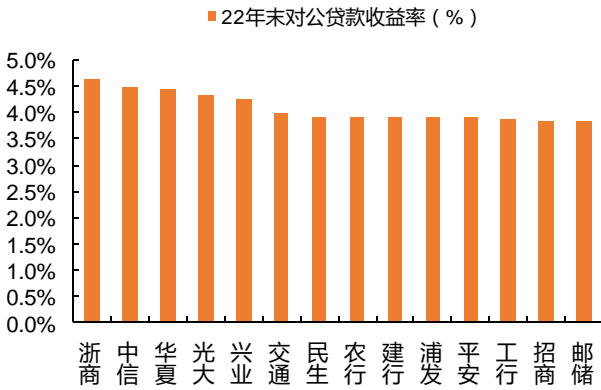
图表 14 供应链金融业务结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

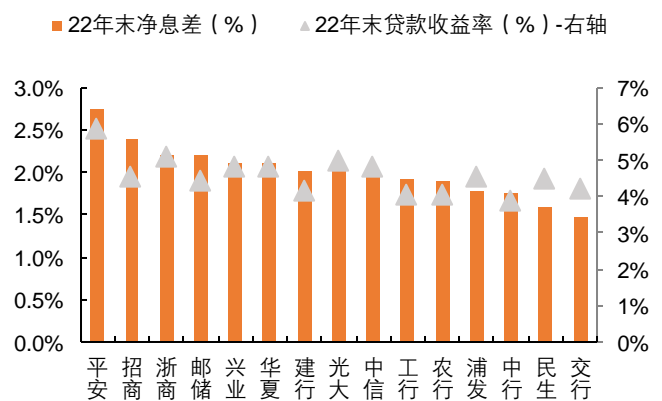
对公特色产品推动定价差异化，息差水平同业靠前。2022 年浙商银行贷款收益率达到 5.1%，位于可比同业第二位。其中对公贷款收益率 4.65%，仍处于同业领先地位，广泛的对公客户基础给浙商银行提供了广阔的展业空间。得益于其优良的贷款收益率水平，公司净息差水平位居可比同业第三位，2022 年净息差 2.21%，同比下滑 6BP，在资产端定价持续下行的背景下，公司息差绝对水平与降幅均保持在同业较优水平。

图表 15 浙商银行对公贷款收益率同业第一



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 16 主要上市银行净息差及贷款收益



资料来源：wind，平安证券研究所

1.4 区域竞争程度激烈，关注大本营建设推进

区域竞争强度大，省内客群开发程度仍需持续深化。区域良好的经济环境使得银行业的竞争保持激烈，对标优秀城商行来看，我们认为浙商银行在浙江本地的市场份额未来仍有较大提升空间。截至 22 年末，浙商银行省内机构资产规模为 1.51 万亿元，从省内市场占看，与区域内如杭州、宁波等城商行比较，其份额仍有较大提升空间。

值得关注的是，浙商银行新任管理层 21 年上任后，提出打造浙江大本营计划，本土客群规模逐步扩大，政府资源趋厚，省内拓展速度处于稳步推进的状态之中，其多元化的股权结构提供更强大资本能力，长三角地区供应链上下游业务联动能够带来差异化竞争优势，未来重点关注浙商在“深耕浙江”战略下的省内业务拓展。

图表 17 截至 22 年末主要区域性银行贷款市占率情况

银行	省内分支机构数量（家）	省内机构资产规模（万亿元）	省内贷款规模（亿元）	省内贷款市占率
浙商银行	106	1.51	4997	2.63%
宁波银行	315	1.30	6729	3.55%
杭州银行	185	1.42	5308	2.80%
长沙银行	373	0.89	4165	6.68%
南京银行	197	1.70	8142	3.94%
江苏银行	460	2.07	13667	6.61%
上海银行	234	2.23	5956	5.77%
北京银行	238	2.28	8032	8.21%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、净表提速，资产质量进入改善通道

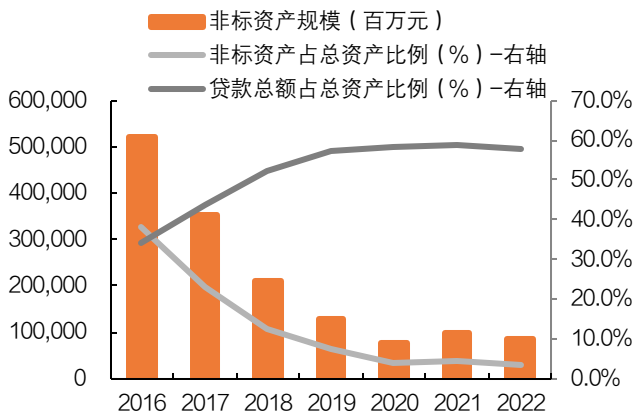
自 21 年完成董事会换届后，浙商银行改变以非标业务促发展的粗放式经营理念，“重塑理念、重建制度、再造流程”进展明显，23 年 2 月明确将“化风险”作为全行第一大战役，深入推进风险处置专项行动。一方面，加大对风险资产的处置，表内非标资产较 18 年高峰压降 1200 亿至 841 亿，表内信贷自 18 年以来核销处置规模超 400 亿元，同时从严确认不良，逾期 90 天与不良偏离度降至 79%，处于可比同业中游水平，随着风险化解力度加大，浙商 23 年 1 季度不良率回落至 1.44%，连续两个季度下行，虽然绝对水平仍高于同业，但就自身而言，我们认为公司不良高峰已过，资产质量整体进入改善通道。与此同时，公司也在不断提升风险抵御能力，加大信贷和非信贷资产拨备计提力度，同时积极推进再融资工作夯实资本，目前公司 180 亿配股方案正平稳推进，发行完成后，我们净态测算配股对各级资本充足率的增厚在 1.02 个百分点，资本水平的提升一方面为公司风险抵御提供保障，另一方面也为公司下一阶段的扩张起到支撑。

2.1 资产结构调优，非标资产持续压降

从资产投向结构看，浙商银行在过去 5 年中积极调优资产结构，一方面加大信贷类资产投放力度，信贷占总资产比重从 18 年 52.4% 提升至 22 年末 58.0%，另一方面，浙商银行自资管新规颁布后不断压降非标资产，22 年末表内非标（信托计划和资产管理计划）较 18 年压降超 1200 亿至 841 亿，占总资产比重从 12.6% 下降至 3.21%，与同业之间的差距不断缩小，整体风险敞口明显降低。

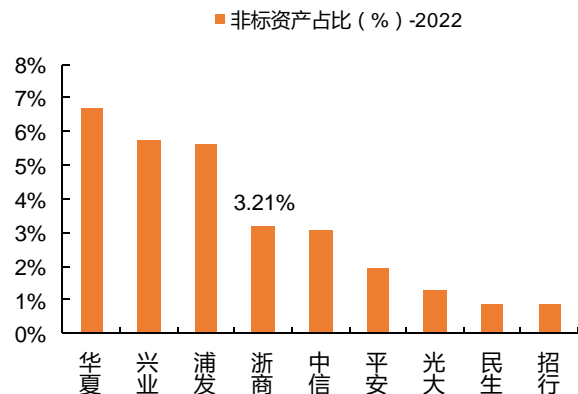
在压降非标资产规模的同时，公司对于非信贷资产拨备的计提力度在不断上升，截至 2022 年末，非信贷减值准备达到 254 亿元，占总资产比例为 0.97%，位于可比同也第一位。展望未来，我们认为浙商历史遗留的非标资产风险已经基本得到化解，未来的潜在压力将逐步缓释。

图表 18 非标资产持续压降



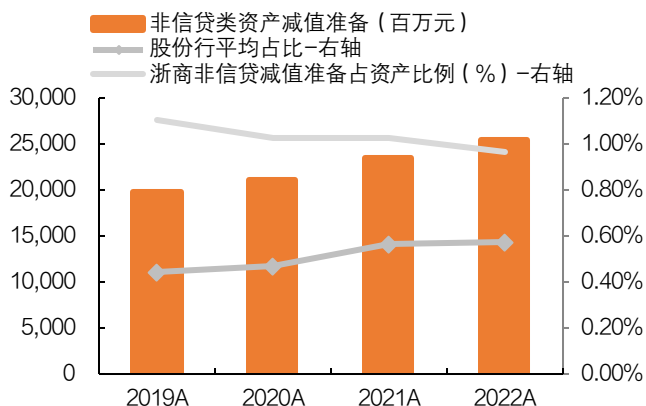
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 19 22 年末上市股份行非标资产占比情况



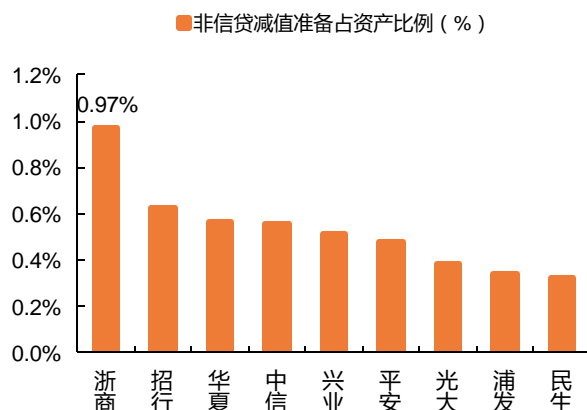
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表20 非信贷类减值损失压力有所下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 22年末股份行非信贷减值准备占比

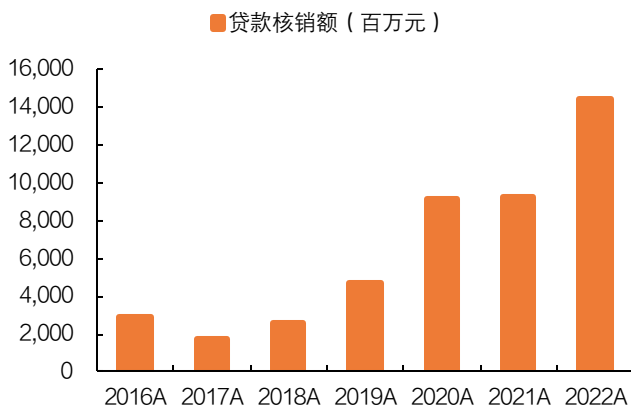


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 风险化解力度加大，不良认定标准趋严

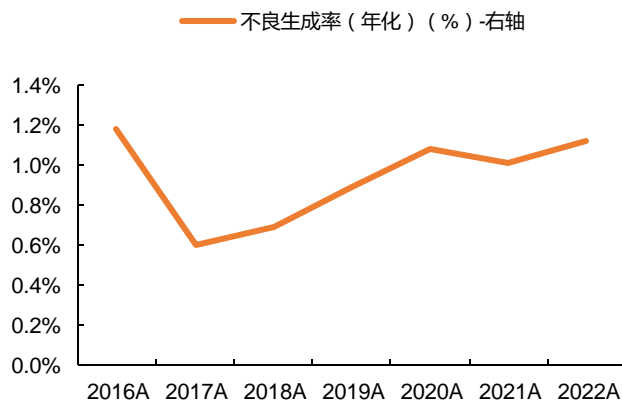
2022年，浙商银行实施了以授权、制约、监督三大体系重构为核心的系统性重塑，公司层面加大了对于风险处置力度的关注。一方面加大核销处置力度，自2018年以来核销规模逐年攀升，过去5年累计核销处置规模达到401亿元，22年全年核销处置规模同比抬升了55.7%，我们测算22年的不良生成率同比抬升了11bp至1.12%，虽仍处高位但潜在压力正逐步缓释。

图表22 不良核销力度逐渐加大



资料来源：公司公告，平安证券研究所

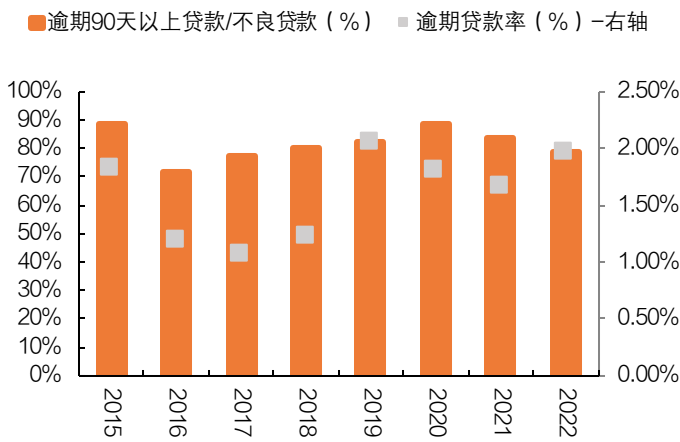
图表23 不良生成同比微升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

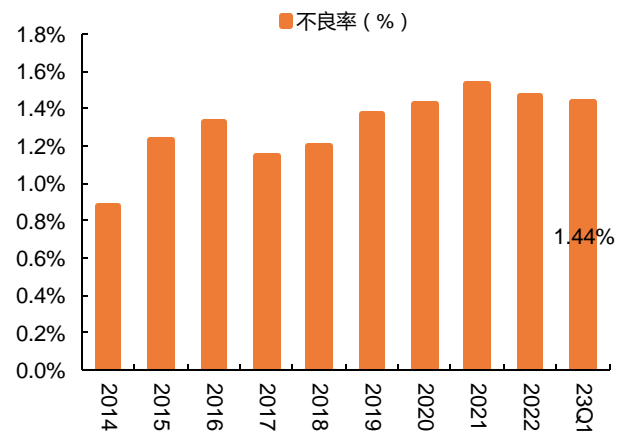
另一方面公司不良认定标准不断趋严，五级分类趋于精准。自2017年后，逾期90天以上贷款/不良贷款维持80%左右，处于同业较优水平，截至2022年末，浙商银行逾期90天以上贷款/不良贷款比率为78.9%，绝对水平处于可比银行中游。通过上述手段的持续努力，我们积极的看到公司资产质量呈现出改善趋势，22年和23年1季度不良率分别为1.47%和1.44%，连续两个季度出现下行。

图表24 逾期90天以上贷款/不良贷款维持同业中游水平



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表25 不良率呈现回落趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

当然与同业比较来看，目前浙商银行资产质量核心指标尚存一段距离，但我们相信浙商资产质量压力高峰已过，截至22年末，浙商银行不良率、关注率、逾期率和逾期90天以上/不良贷款比率分别为1.44%/2.40%/1.97%/78.9%，皆处于上市银行中游水平。

图表26 主要上市银行资产质量指标

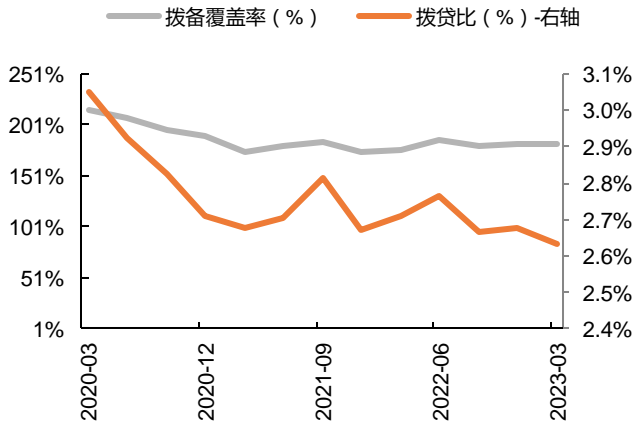
银行名称	不良率 (23Q1)	关注率 (22A)	逾期率 (22A)	逾期90天以上/不良 (22A)
工行	1.38%	1.95%	1.22%	59.2%
建行	1.38%	2.52%	1.03%	44.7%
农行	1.37%	1.46%	1.08%	40.4%
中行	1.18%	1.35%	1.10%	53.3%
邮储	0.82%	0.56%	0.95%	70.7%
交行	1.34%	1.44%	1.16%	57.9%
招行	0.95%	1.21%	1.29%	70.8%
兴业	1.09%	1.49%	1.67%	85.1%
浦发	1.52%	2.19%	2.20%	87.4%
中信	1.21%	1.63%	1.60%	74.0%
民生	1.60%	2.89%	1.99%	86.3%
光大	1.25%	1.84%	1.96%	84.4%
平安	1.05%	1.82%	1.90%	69.2%
华夏	1.73%	2.78%	1.87%	79.1%
浙商	1.44%	2.40%	1.97%	78.9%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 拨备进入修复通道，配股增厚资本实力

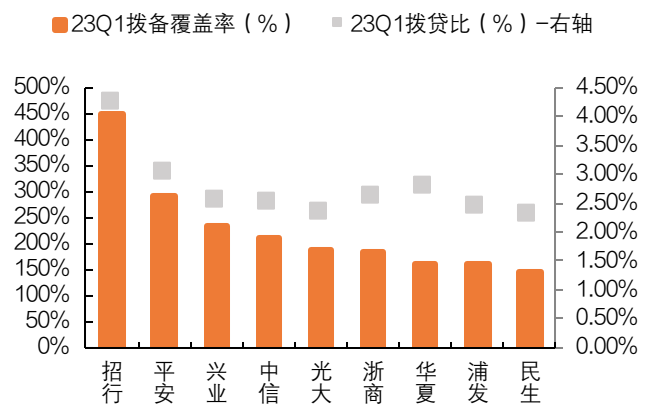
伴随资产质量的出清加快，公司的拨备水平也在持续夯实，截至 23 年 1 季度，浙商银行拨备覆盖率和拨贷比分别为 183%/2.63%，环比 22 年 4 季度提升+67BP/-4.5BP。虽然从目前来看，拨备水平较之同业仍有一定差距，但我们认为随着公司资产质量的持续修复，后续与同业间的差距也将逐步缩小。

图表27 拨备覆盖率环比微升



资料来源: wind, 平安证券研究所

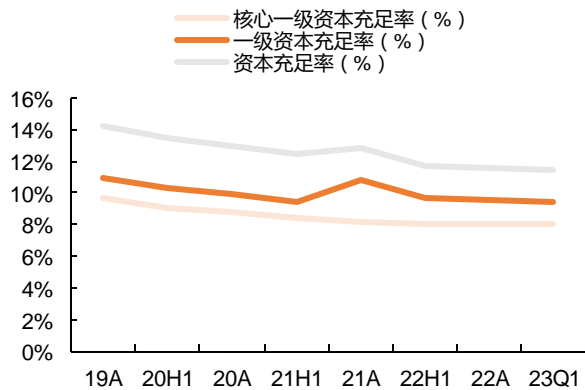
图表28 拨备覆盖率绝对水平处于同业低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

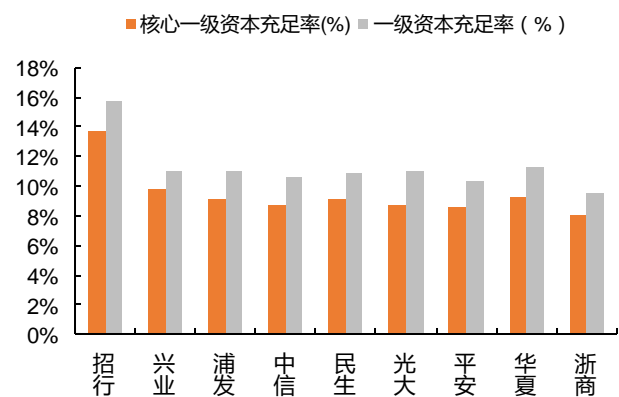
资本水平方面，公司 2023 年一季度核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别较年初变化-1BP/-6BP/-11BP 至 8.04%/9.48%/11.5%，绝对水平位于可比同业末尾。但需注意的是，浙商银行 180 亿配股募资方案已通过银保监会审批，大概率年内将完成发行。发行完成后，我们净态测算配股对各级资本充足率的增厚在 1.02 个百分点，资本水平的提升一方面为公司风险抵御提供保障，另一方面也为公司下一阶段的扩张起到支撑。

图表29 资本充足率保持稳定



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表30 截至 23Q1 资本绝对水平处于同业低位



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、新班子引领新战略，转型红利有望逐步释放

自 21 年新任管理层到任以来，重新厘清了战略框架，业内首提“经济周期弱敏感资产”概念，聚焦零售、普惠等小额分散资产，聚焦新能源、医药等弱周期行业，聚焦**客户服务总量（CSA）**。我们认为新战略落地将推动浙商银行业务更为均衡地发展，尤其是提升零售和中间业务方面的业务能力，公司 22 年零售板块收入占比仅为 21.5%，中收占比为 7.85%，均处于对标同业低位。考虑到传统对公业务受经济周期的影响更大，从而会导致银行整体的经营更容易受到经济周期波动的冲击。我们认为浙商银行以经营周期弱敏感资产的新战略是公司探索业务模式转型的重要一步，尤其是对零售和中间业务两大板块的能力提升将成为其未来盈利能力提升的关键，值得后续重点关注。

3.1 管理层换血，新战略带来新变化

从治理结构上看，**核心成员优势互补，团队管理赋能发展空间**。浙商银行的管理团队多为 2021 年新聘任，专业素质高，平均年龄小，团队素养优秀。党委书记陆建强先生曾任职浙江省政府副秘书长、办公厅党组成员，在政府核心部门担任要职多年，政府资源雄厚。行长张荣森先生浸淫银行业多年，曾任广发银行北京分行行长助理、江苏银行副行长和浙商银行副行长等银行核心岗位，年富力强，专业知识丰富，展业经验充足。

在新核心管理层的带领下，浙商银行重新厘清了下一阶段的方向，业内首提“经济周期弱敏感资产”概念，推动五大板块协同发展战略，加大对于实体经济，尤其是零售业务的倾斜，展望未来 3-5 年，随着新战略在业务层面逐步落地，我们看好公司转型红利释放。

图表 31 浙商银行高管人员履历

姓名	职位	年龄	任职时间	履历
陆建强	董事长、党委书记	58	2022.01-2024.07	哲学硕士，高级经济师。曾任浙江省政协办公厅副主任、机关党组成员，浙江省政府副秘书长、办公厅党组成员，财通证券党委书记、董事长。现兼任浙江省并购联合会第一届理事会会长、浙江省金融顾问服务联合会第一届理事会会长、浙商总会金融服务委员会主任。
张荣森	行长	54	2021.08-2024.07	博士研究生、正高级经济师。曾任广发银行北京分行党委委员、行长助理，江苏银行北京分行筹建负责人、党委书记、行长，江苏银行党委委员、副行长、执行董事，浙商银行党委委员、副行长兼北京分行党委书记、行长。
陈海强	副行长、首席风险官	48	2021.11-2024.07	硕士学位、高级经济师。曾任国家开发银行浙江省分行副主任科员，宁波分行党委委员、副行长，浙商银行行长助理兼杭州分行党委书记、行长。
景峰	副行长、首席财务官	43	2018.12-2024.07	硕士学位、美国注册会计师。曾任中国民生银行苏州分行计划财务部总经理、浙商银行财务会计部总经理，财务会计部总经理兼资产负债管理部总经理，浙商银行首席财务官兼计划财务部(资产负债管理部)总经理。
骆峰	副行长	44	2021.12-2024.07	博士研究生。曾任浙商银行资金部风险监控官兼总经理助理、风险管理中心主管经理、浙商银行行长助理兼金融市场部总经理。
姜戎	首席审计官	53	2021.08-2024.07	大学、会计师。曾任审计署上海特派办金融审计一处处长、资源环保审计处处长，大众保险股份有限公司审计责任人兼审计部总经理，浙商银行审计部总经理。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 新战略聚焦“经济周期弱敏感资产”，夯实基础补短板

2022 年，浙商银行正式提出“垒好经济周期弱敏感资产压舱石”的全新发展理念，平滑经济周期对银行经营业绩的影响，新战略聚焦三大维度：**1）聚焦小额分散资产**。以零售、小微和供应链金融为抓手，截至 22 年末，浙商银行小微分散资产余额达到 4776 亿元，营收占比达到 16.8%；**2）聚焦弱周期行业资产**。明确划分出新能源、食品、医药、农林牧渔等 22 个弱周期行业，持续加大支持力度，努力提升经济周期相关性较弱的行业资产占比，2022 年经济周期弱敏感资产营收占比为 28.5%，较半年末显著提升 4.19%，省内分行的经济周期弱敏感资产的收入占比达到 33%，22 年业绩发布会上，浙商银行管理层表

示预计到 2027 年，经济周期弱敏感资产营收占比要突破 50%；3) 聚焦 CSA (Customer Service Aggregate) 客户服务总量，统一管理 AUM 财富管理规模、FPA 对公服务量、FICC 代客服务量、国际业务服务量、全产品销售服务量以及托管业务服务量，将客户规模指标统一管理，便于更好的进行业务拓展。

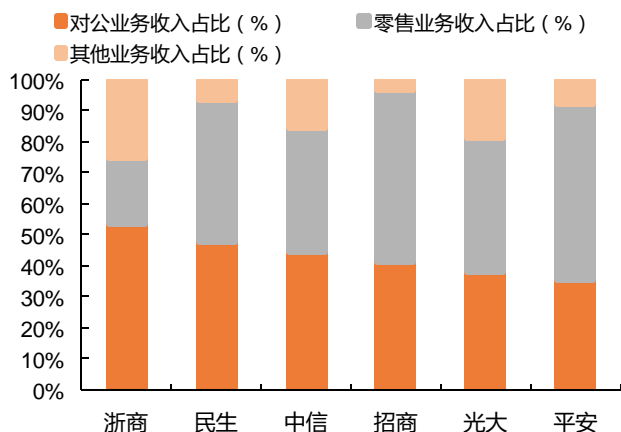
图表 32 经济周期弱敏感资产战略框架



资料来源：公司公告，平安证券研究所

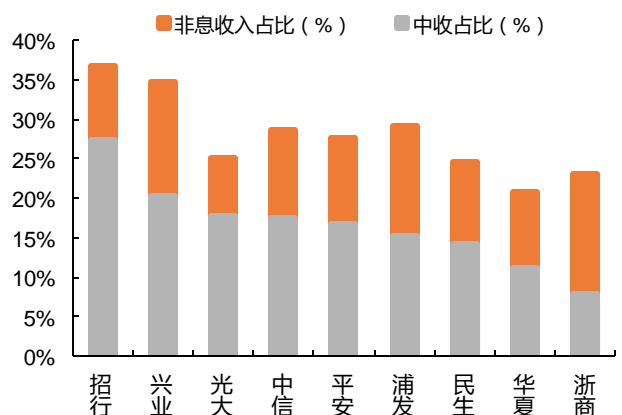
浙商银行一直以来是一家经营特色十分鲜明的股份制银行，在对公业务方面积累了丰富的经验同时也具备较强的市场竞争力，但与此同时我们也能够看到，相较同业而言，浙商银行的盈利增长对公司业务依赖度过高，而在零售板块和中间业务方面较之同业有一定差距，22年零售板块收入占比仅为21.5%，中收占比仅为7.85%。考虑到传统对公业务受经济周期的影响更大，从而会导致银行整体的经营更容易受到经济周期波动的冲击。我们认为浙商银行以经营周期弱敏感资产的新战略是公司探索业务模式转型的重要一步，尤其是对零售和中间业务两大板块的能力提升将成为其未来盈利能力提升的关键。

图表 33 22 年可比同业营业收入结构



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 34 22 年中收和非息收入占比处于同业末尾



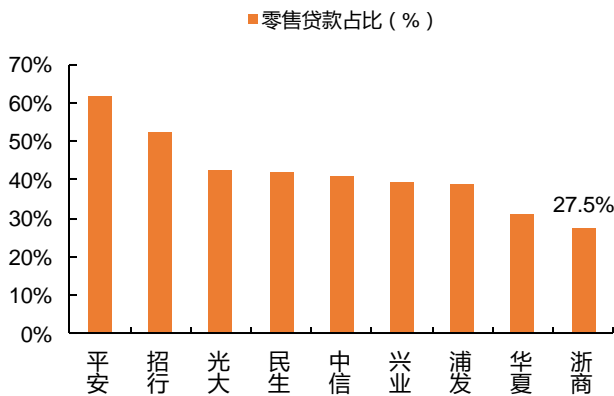
资料来源：wind，平安证券研究所

3.3 零售资产负债占比低于同业，关注零售转型推进

资负两端依赖对公业务，基础客群培育有望引导零售业务新发展。公司资产端结构对公依赖程度较高，“失衡”的结构配置一定程度上拖累了公司的持续发展，22年末零售贷款占比仅达到27.5%，处于行业较低位置。特别是个人客户数距离同业差距较大，22年个人客户数仅为873万户，我们按照过去两年户均AUM均值测算出来的浙商银行22年个人AUM规模皆远低于同业平均水平，零售业务短板较为明显。从负债端表现来看，对公业务仍处于绝对优势地位，依赖程度更为突出，22年末对公存款规模占比达到87.1%，特别是其对公定期存款占比达到57.5%，一定程度上影响了整体的存款成本。

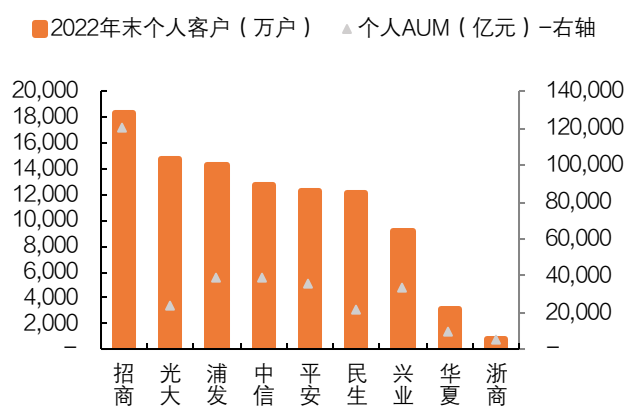
我们认为随着公司“五大板块”协同发展，特别是将零售板块作为未来发展压舱石，体现了管理层对于零售端业务的重视程度和资源倾斜意愿。此外，“公私”业务联动带来的零售客户的拓展有望提升其个人业务的竞争力，例如在代发工资、公共缴费、财税库银等多场景深入推进有望带来的新的业务增量。

图表35 浙商银行22年末零售贷款占比较低



资料来源: wind, 平安证券研究所

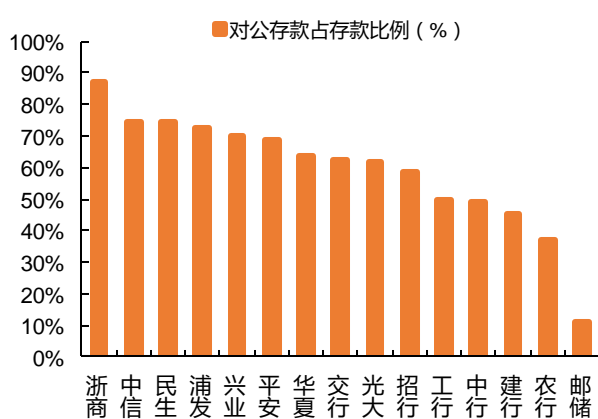
图表36 浙商银行个人客户数量低于可比同业



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

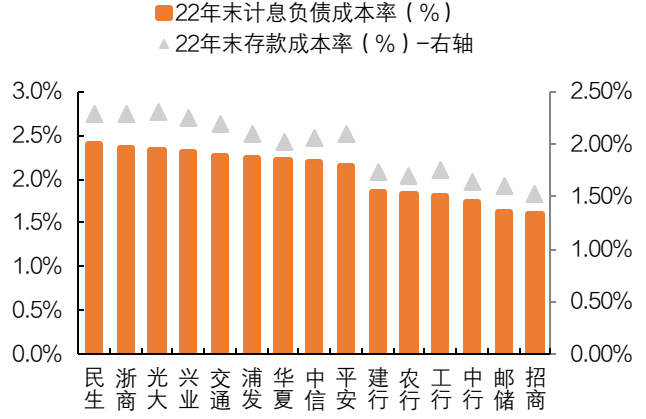
注: 22年浙商银行个人AUM按照过去两年户均AUM均值初步测算

图表37 对公存款仍是浙商银行主要存款来源



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表38 浙商银行计息成本率处于同业高位



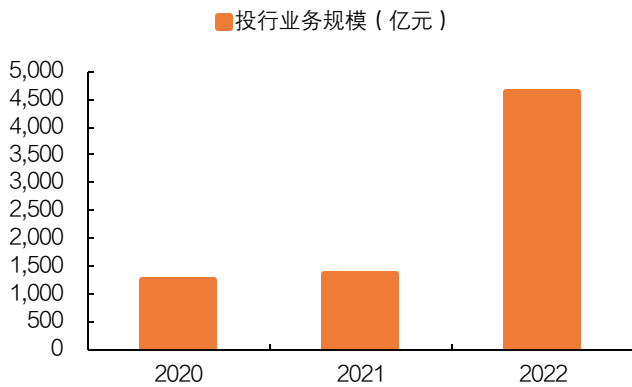
资料来源: wind, 平安证券研究所

3.4 非息收入占比较低, CSA 有助于中收提升

中收业务发展滞后, CSA 引领发展新方向。通过之前的分析可以看到, 浙商银行收入结构中非息收入占比较低, 距离同业差距较大, 特别是中收业务的发展相对滞后。针对于此, 浙商银行在新战略中提出了“CSA 客户服务总量”概念, 统一管理

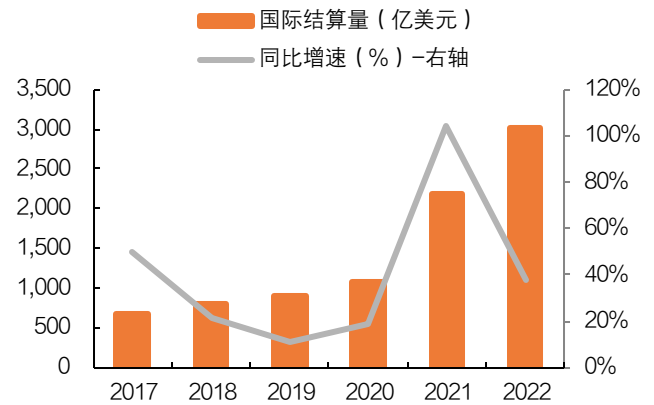
AUM 财富管理规模、FPA 对公服务量、FICC 代客服务量、国际业务服务量、全产品销售服务量以及托管业务服务量，有效做大中间业务。从过去两年来看，公司在结算业务和投行板块均取得了长足的进步。22 年投行业务规模达到 4614 亿元，同比增长 237%，尤其是省内浙江债承销规模同比增长 54.7%，投行业务地位进一步上升。此外，国际结算业务也是公司重点发力的区域，特色交易平台“浙商交易宝”交易量快速上升，“池化”平台和“链式”平台的流程服务链逐渐完善，22 年全年国际结算量达到 3014 亿美元，同比增长 38.1%，我们认为公司在客户规模拓展上的关注程度叠投行业务市场认可度的提升以及结算类业务体系的逐渐完善，中收表现的改善值得期待。

图表 39 浙商银行投行业务规模快速上升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 40 浙商银行国际结算业务快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议：资产质量进入改善周期，新战略提升盈利质量

浙商银行作为唯一一家总部在浙江的股份行，在跨区域布局、股权结构属性、政银关系构建、供应链金融业务拓展等方面都具有差异化的竞争优势。公司目前提出了“垒好经济周期弱敏感”战略，进一步强化了风控意识和抗周期穿越周期的能力，“深耕浙江”的发展战略进一步支撑公司对公、零售业务的稳健发展。2022年，公司资产质量出现了边际改善的趋势，非标业务规模持续压降，不良核销处置力度逐渐加大，不良认定逐渐趋于严格，随着历史包袱的不断出清，叠加公司战略落地的持续深化，预计公司未来盈利质量会逐步改善，我们预计公司23-25年EPS分别为0.72/0.83/0.96元，对应同比增速13.0%/14.6%/15.4%，目前公司A股股价对应公司23-25年PB分别为0.42x/0.39x/0.36x，低于行业平均（23年股份行PB加权平均为0.60x），首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 盈利预测假设

1) 贷款保持稳健扩张态势。浙商银行稀缺的股份制银行牌照保证了其差异化竞争的特点，跨区域布局的特点支撑了规模的稳步扩张。另一方面，公司积极与浙江省各级政府单位签订了战略合作协议，与政府平台间广泛深入的联系有利于其稳固对公客户资源，并且增加零售获客的渠道，综上，预计公司23-25年的信贷增速保持在12%-15%左右。

2) 资产负债结构优化，息差预计在年初重定价后企稳。浙商银行22年末净息差为2.21%，而在23年1季度由于受资产端重定价影响息差进一步收窄，我们按期初期末余额口径测算浙商银行2023年净息差为1.84%，同比下行18BP。展望未来，我们认为负债端随着成本管控力度的加大，付息率有望改善。与此同时，资产端虽然整体定价仍有下行压力，但浙商通过推动贷款占比提升，以及加大对“小额分散”资产投放比例有望部分对冲。综合考虑，我们预计浙商银行23-25年净息差保持在2个百分点左右。

3) 负债端存款保持平稳增长。22年浙商银行存款端保持了较快增长，主要得益于其所在区域的经济优势和其优良的政府资源禀赋，我们认为随着公司浙江大本营战略的推进以及零售转型的深入，揽储能力有望持续提升，预计公司在23-25年存款规模增速有望保持14%左右的水平。

4) CSA指标考核有望推动中收改善。目前浙商银行中收业务的发展落后于同业水平，根据新战略推动，CSA将成为推动中收增长的重要抓手，其中包含的财富管理、托管、国际业务、FICC等方向将为公司未来中收提升的重要发力点，我们预计浙商银行23-25年中收业务发展有望保持在18-20%左右的增速水平。

5) 收入成本比继续保持同业低位水平。浙商银行持续提高其成本管控能力，数字化赋能程度逐步加强，中后台资源匹配建设逐步推进，随着收入增长动能的提升，预计费用支出仍会保持相对匹配，我们认为23-25年浙商银行的成本收入比整体保持稳定。

6) 存量风险出清，信贷成本逐步释放。2022年，浙商银行不良率5年来首次下降，新增业务不良生成率持续下降，资产质量出现了边际向好的趋势，从2023年1季度情况来看，这样的趋势得以延续。我们认为目前浙商银行的存量资产质量暴露高峰已过，新生成不良维持低位，预计未来随着清收处置力度的加大，公司资产质量有望持续向好，回归至可比同业平均水平。

图表41 浙商银行盈利预测关键假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营管理 (%)					
贷款增长率	12.5%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	12.8%	14.4%	12.5%	12.5%	12.6%
总资产增长率	11.6%	14.7%	12.5%	12.5%	12.6%
存款增长率	6.0%	18.8%	14.0%	14.0%	14.0%
付息负债增长率	11.3%	17.0%	13.5%	13.3%	13.3%
净利息收入增长率	13.1%	12.2%	3.1%	12.5%	12.6%
手续费及佣金净收入增长率	-4.7%	18.3%	20.0%	18.0%	18.0%
营业收入增长率	14.2%	12.1%	4.0%	11.2%	11.5%
拨备前利润增长率	15.3%	9.2%	4.0%	11.2%	11.5%
税前利润增长率	4.3%	5.7%	13.0%	14.6%	15.4%
净利润增长率	2.8%	7.7%	13.0%	14.6%	15.4%
非息收入占比	7.4%	7.9%	9.1%	9.6%	10.2%
成本收入比	25.3%	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
信贷成本	1.95%	1.92%	1.68%	1.62%	1.56%
所得税率	13.8%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
盈利能力 (%)					
NIM	2.27%	2.21%	2.01%	2.01%	2.01%
拨备前 ROAA	1.84%	1.77%	1.62%	1.60%	1.59%
拨备前 ROAE	27.0%	26.6%	27.1%	28.4%	29.5%
ROAA	0.58%	0.55%	0.55%	0.56%	0.58%
ROAE	10.6%	10.4%	10.8%	11.6%	12.4%
资本状况					
核心一级资本充足率	8.13%	8.05%	7.70%	7.40%	7.14%
资本充足率	12.89%	11.60%	10.86%	10.20%	9.63%
加权风险资产- (¥, mn)	1,507,438	1,689,148	1,899,662	2,137,969	2,408,054
% RWA/总资产	65.9%	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于以上判断，预计公司 2023-2025 年营收同比增速分别为 4.0%/11.2%/11.5%，净利润增速分别为 13.0%/14.6%/15.4%，对应 EPS 分别为 0.72/0.83/0.96 元。

■ 估值明显低于可比同业，看好估值修复行情

目前股价对应公司 23-25 年 PB 分别为 0.42x/0.39x/0.36x，低于可比同业（23 年股份行 PB 加权平均为 0.60x）。我们认为低估值主要源自市场对其资产质量的担忧以及战略认同度的不足。不过我们认为随着新管理层的到任，公司所展现出的积极变化值得关注，一方面通过加大处置化解力度推动存量包袱出清，资产质量拐点信号已现，另一方面新战略落地为公司未来 3-5 年的发展奠定基础，本土竞争力的提升和业务短板的补齐可期，我们看好公司盈利质量的提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表42 浙商银行估值低于行业平均

公司与股价			市净率			股息率		
公司名称	代码	股价	2021A	2022A	2023E	2021A	2022A	2023E
工商银行	601398.SH	4.80	0.59	0.54	0.50	6.11%	6.32%	6.51%
建设银行	601939.SH	6.35	0.64	0.58	0.54	5.73%	6.14%	6.44%
中国银行	601988.SH	3.89	0.60	0.56	0.51	5.68%	5.97%	6.16%
农业银行	601288.SH	3.50	0.60	0.55	0.51	5.91%	6.35%	6.63%
交通银行	601328.SH	5.81	0.55	0.51	0.47	6.11%	6.43%	6.80%
邮储银行	601658.SH	5.20	0.81	0.75	0.65	4.43%	4.96%	5.50%
招商银行	600036.SH	32.74	1.13	1.00	0.90	4.65%	5.35%	6.01%
中信银行	601998.SH	6.55	0.63	0.59	0.54	4.61%	5.15%	5.32%
民生银行	600016.SH	3.90	0.35	0.34	0.32	5.46%	5.60%	5.46%
兴业银行	601166.SH	16.78	0.59	0.53	0.48	6.17%	6.82%	7.31%
浦发银行	600000.SH	7.32	0.39	0.36	0.34	5.60%	5.41%	5.14%
光大银行	601818.SH	3.15	0.50	0.47	0.41	5.84%	6.02%	6.22%
华夏银行	600015.SH	5.75	0.38	0.36	0.33	5.68%	6.05%	6.43%
平安银行	000001.SZ	12.10	0.72	0.64	0.57	1.88%	2.36%	2.73%
浙商银行	601916.SH	2.88	0.49	0.44	0.42	-	8.45%	9.55%
行业平均-股份行加权平均			0.74	0.67	0.60	4.75%	5.42%	5.80%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：未覆盖银行估值采用wind一致预期

五、 风险提示

- 1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。**银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，如若未来经济修复进程的不确定性带来国内复工复产进程受到影响，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。**目前，监管当局采取了一系列金融支持政策帮扶企业，银行资产端利率显著下行。未来如若政策力度持续加大，利率下行将对银行的息差带来负面冲击。
- 3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。**年初以来，“三道红线”叠加地产融资的严监管，部分房企出现了信用违约事件。未来如若监管保持从严，可能进一步提升部分房企的现金流压力，从而对银行的资产质量带来扰动。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	1,527,016	1,725,528	1,949,847	2,203,327
证券投资	751,849	849,589	960,036	1,084,841
应收金融机构的款项	68,928	68,928	68,928	68,928
生息资产总额	2,492,693	2,803,351	3,155,023	3,553,590
资产合计	2,621,930	2,948,695	3,318,600	3,737,831
客户存款	1,681,443	1,916,845	2,185,203	2,491,132
计息负债总额	2,413,681	2,738,675	3,103,211	3,516,755
负债合计	2,456,000	2,774,461	3,132,288	3,537,585
股本	21,269	21,269	21,269	21,269
归母股东权益	162,933	171,087	182,947	196,629
股东权益合计	165,930	174,234	186,312	200,246
负债和股东权益合计	2,621,930	2,948,695	3,318,600	3,737,831

资产质量

单位: 百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
NPLratio	1.47%	1.42%	1.40%	1.38%
NPLs	22,353	24,502	27,298	30,406
拨备覆盖率	182%	213%	238%	258%
拨贷比	2.68%	3.03%	3.33%	3.56%
一般准备/风险加权资	2.41%	2.75%	3.04%	3.26%
不良贷款生成率	1.72%	1.10%	1.08%	1.06%
不良贷款核销率	-1.60%	-0.97%	-0.93%	-0.91%

利润表

单位: 百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	47,062	48,516	54,583	61,456
净手续费及佣金收入	4,791	5,749	6,784	8,005
营业净收入	60,959	63,371	70,473	78,567
营业税金及附加	-685	-712	-792	-883
拨备前利润	43,484	45,216	50,285	56,062
计提拨备	-27,653	-27,321	-29,771	-32,395
税前利润	15,831	17,895	20,515	23,668
净利润	13,989	15,812	18,128	20,914
归母净利润	13,618	15,393	17,647	20,359

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营管理				
贷款增长率	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	14.4%	12.5%	12.5%	12.6%
总资产增长率	14.7%	12.5%	12.5%	12.6%
存款增长率	18.8%	14.0%	14.0%	14.0%
付息负债增长率	17.0%	13.5%	13.3%	13.3%
净利息收入增长率	12.2%	3.1%	12.5%	12.6%
手续费及佣金净收入增长	18.3%	20.0%	18.0%	18.0%
营业收入增长率	12.1%	4.0%	11.2%	11.5%
拨备前利润增长率	9.2%	4.0%	11.2%	11.5%
税前利润增长率	5.7%	13.0%	14.6%	15.4%
净利润增长率	7.7%	13.0%	14.6%	15.4%
非息收入占比	7.9%	9.1%	9.6%	10.2%
成本收入比	27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
信贷成本	1.92%	1.68%	1.62%	1.56%
所得税率	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
盈利能力				
NIM	2.21%	2.01%	2.01%	2.01%
拨备前 ROAA	1.77%	1.62%	1.60%	1.59%
拨备前 ROAE	26.6%	27.1%	28.4%	29.5%
ROAA	0.55%	0.55%	0.56%	0.58%
ROAE	10.4%	10.8%	11.6%	12.4%
流动性				
分红率	32.79%	32.79%	32.79%	32.79%
贷存比	90.82%	90.02%	89.23%	88.45%
贷款/总资产	58.24%	58.52%	58.76%	58.95%
债券投资/总资产	28.68%	28.81%	28.93%	29.02%
银行同业/总资产	2.63%	2.34%	2.08%	1.84%
资本状况				
核心一级资本充足率	8.05%	7.70%	7.40%	7.13%
资本充足率(权重法)	11.60%	10.86%	10.20%	9.62%
加权风险资产(¥,mn)	1,689,148	1,899,662	2,137,969	2,408,054
RWA/总资产	64.4%	64.4%	64.4%	64.4%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层