

宏观动态跟踪报告

瑞信事件后，欧洲银行业何去何从？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年3月以来，美国硅谷银行倒闭拉开本轮银行危机序幕。而随着瑞信被收购、德银资产遭遇抛售，市场焦点似乎从美国中小银行转向欧洲大型银行。本报告详细梳理欧元区银行业的资本充足率、资产质量、盈利能力等关键指标，并结合德银的案例，评估当前欧洲银行业的现状。
- **资本充足率高位回落。**截至2022年三季度，欧元区银行业核心一级资本充足率（CET1）为14.74%，较2021年末下降0.86个百分点，但仍高于2019年三季度0.37个百分点。分规模看，欧元区大型银行的资本充足率反而低于中小型银行；分地区看，德国、法国等欧元区“中心国家”的CET1仅高于意大利、希腊等国一个百分点左右。
- **不良贷款率仍处低位。**欧元区银行业不良贷款率大幅降至2022年三季度的1.79%，不良贷款总额也降至3450亿欧元。较低的风险成本比率（cost of risk）与不良贷款率的走低相一致。不过，不良贷款的结构变化（stage2+stage3占比上升）可能暗示欧元区银行资产质量改善空间不足。
- **盈利能力及流动性压力略升。**欧元区银行业资本回报率（ROE）仍保持历史高位。不过，货币紧缩与信贷放缓、资产价格下跌、以及美国经济走弱等，可能使未来欧元区银行业的盈利面临压力。欧元区银行业的流动性状况边际恶化，近三个季度流动性覆盖率（LCR）下滑近10个百分点，但绝对水平仍好于2019年水平。
- **风暴眼中的德银：“短板未必那么短”。**德银作为市场印象里“短板”，事实上近年来的业务表现可圈可点。德银近年来的业务重组较为成功，2022年财报呈现较强韧性，几乎所有经营指标“逆势”向好。我们认为，德银不会成为下一个“瑞信”，未来市场恐慌情绪有望平复。
- **结论：欧洲银行业非“将倾之大厦”，但亦需持重前行。**1）2022年欧元区银行业承受一定压力，但主要指标仍好于2019年水平，更好于2016年以前的水平；2）欧元区“中心国家”与“边缘国家”银行业均存在潜在风险，“五十步笑百步”殊不可取。这也符合我们对欧元区经济“碎片化”问题的理解；3）相比于中小银行，欧元区大型银行的风险可能更需要关注。4）德银的逆势“蜕变”或暗示近期市场抛售行为并非那么理性；5）展望未来，欧元区银行业可能继续承压，但此刻押注“系统性银行危机”爆发的交易为时尚早。
- **风险提示：**美欧银行业资产波动超预期，欧元区银行业基本面恶化超预期，欧元区经济下行超预期，欧央行紧缩政策超预期等。

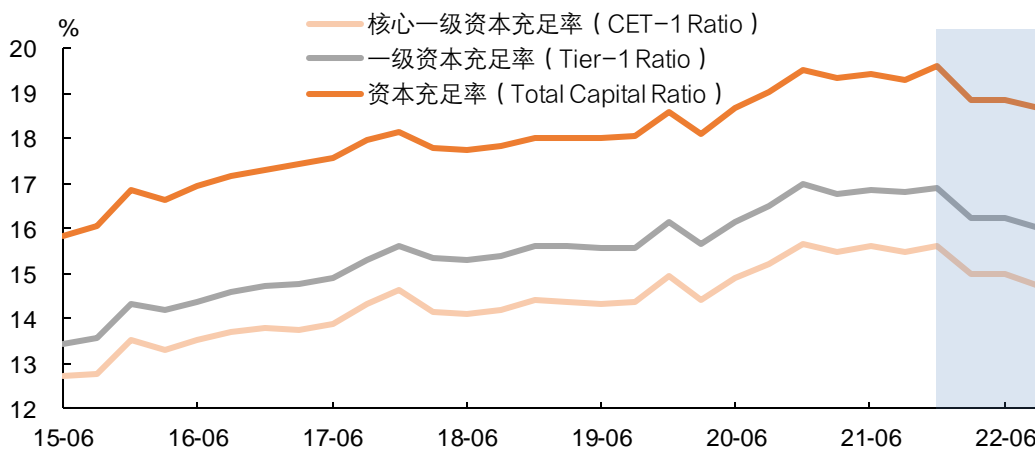
2023 年 3 月以来，美国硅谷银行倒闭拉开本轮银行危机序幕。而随着瑞信被收购、德银资产遭遇抛售，市场焦点似乎从美国中小银行转向欧洲大型银行。截至目前，欧洲银行股在经历大幅调整后并未回暖，STOXX600 银行指数依然处于近一年来最低水平，足见市场对于欧洲银行业的担忧尚未消散。那么，欧元区银行业经营状况如何？银行业危机爆发的风险有多大？

本报告详细梳理了欧元区银行业的资本充足率、资产质量、盈利能力等关键指标，并结合德银案例评估当前欧洲银行业的现状。我们发现，截至 2022 年三季度，欧元区银行业虽然开始承受压力，但其主要经营指标仍好于 2019 年、更好于 2016 年以前。而被市场视为“短板”的德银，几乎所有财务指标都“逆势”向好，暗示近期市场抛售行为并非那么理性。展望未来一段时间，欧元区银行业可能继续承压，但现在判断将发生“系统性银行危机”为时过早。

一、资本充足率高位回落

2022 年欧元区银行业资本充足率出现下滑，但仍高于 2019 年同期水平。在宽松货币政策和延期还本付息等措施支持下，2020 年新冠疫情爆发后，欧元区银行业资本充足率出现明显改善。2020 年一季度至 2021 年一季度，欧元区银行业的核心一级资本充足率（CET-1 Ratio）、一级资本充足率（Tier-1 Ratio）、资本充足率（Total Capital Ratio）均提升了一个百分点以上，并在此后一段时间内保持在相对较高的水平。2022 年开始，随着欧洲经济基本面的转弱以及欧央行宽松货币政策的转向，欧元区银行业的资本充足水平有所下降。截至 2022 年三季度，上述衡量资本充足水平的指标已连续三个季度下滑，但仍高于 2019 年同期水平，核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别高出 0.37、0.45 和 0.64 个百分点。截至 2022 年三季度，欧元区银行业 CET1 比率为 14.74%。

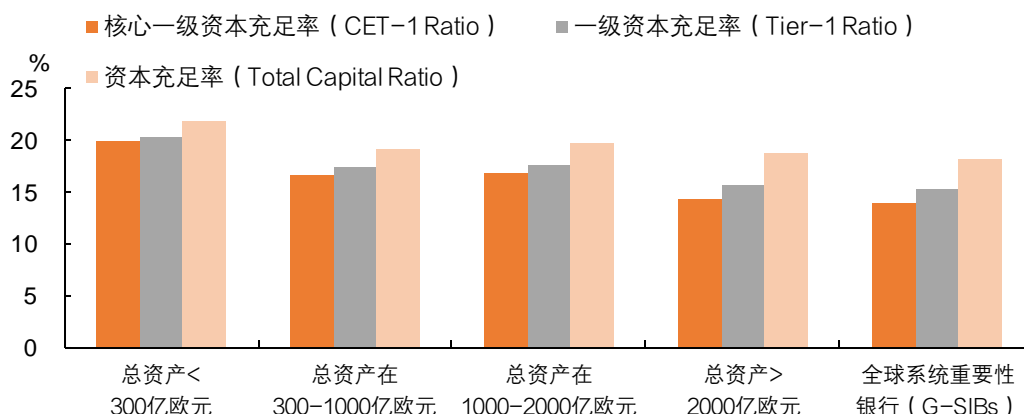
图表1 2022 年开始欧元区银行业资本充足率出现下滑



资料来源：ECB, 平安证券研究所

分规模来看，欧元区大型银行的资本充足率反而低于中小型银行。与美国及中国不同的是，欧元区中小银行的资本充足状况明显好于大型银行。从核心一级资本充足率来看，截至 2022 年三季度，欧元区总资产小于 300 亿欧元银行的核心一级资本充足率达到 20.0%，而总资产大于 2000 亿欧元的大型银行该指标仅为 14.3%，其中全球系统重要性银行（G-SIBs）仅有 13.9%。之所以出现这一差异，可能是因为欧洲大型银行业务类型更广、覆盖地区更多，尤其大型跨国银行在美国等海外业务上因市场准入、信息不对称等原因面临更激烈的竞争，在当地相当于扮演着“中小银行”的角色，继而资产质量相较聚焦于欧洲本地业务的中小银行更逊一筹。此外，欧元区 70% 的企业融资来自银行，美国的这一占比不到 30%（企业更依赖直接融资），也侧面反映出欧洲银行在本地业务和美国业务的“门槛”有别。

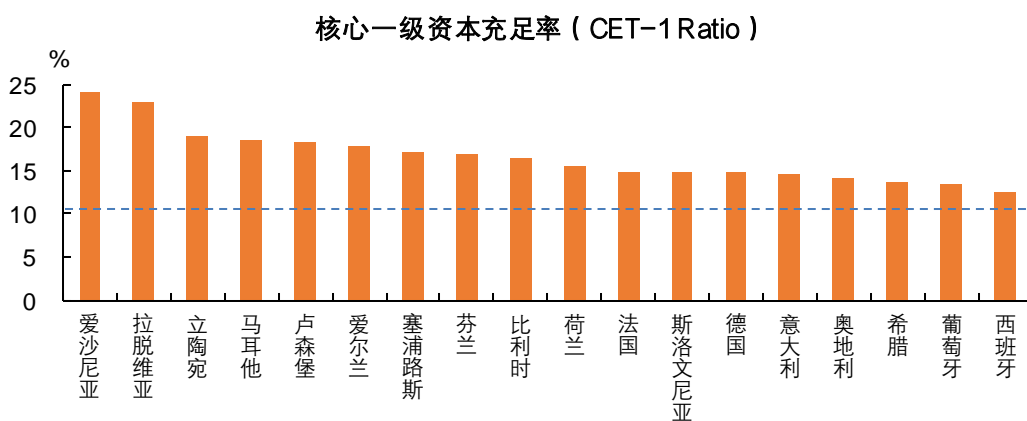
图表2 截至 2022 年三季度，欧元区大型银行的资本充足率反而低于中小型银行



资料来源：ECB, 平安证券研究所

分地区看，西班牙、葡萄牙、希腊等国银行核心资本充足率较低，但仍远高于监管要求。除了关注欧元区银行业的整体情况，也需关注中心-边缘国家差异，以及边缘国家是否会成为银行危机爆发的薄弱环节。横向对比来看，位于西班牙、葡萄牙、希腊、奥地利、意大利等国银行的核心一级资本充足率相对较低，而这些国家多数也是在欧债危机中经济金融受冲击最重的国家。此外，德国、法国等欧元区“中心国家”资本充足率同样偏低，其核心一级资本充足率仅高于意大利、希腊等国一个百分点左右。不过，欧央行对于 2022 和 2023 年成员国银行的最低 CET1 指引水平分别为 10.4% 和 10.7%，可见包括西班牙等国在内的所有成员国银行业核心资本充足水平平均明显高于监管要求。

图表3 截至 2022 年三季度，西班牙、葡萄牙、希腊等国银行核心一级资本充足率较低



资料来源：ECB, 平安证券研究所。注：蓝色虚线为 2022 年欧央行指引水平。

二、不良贷款率仍处低位

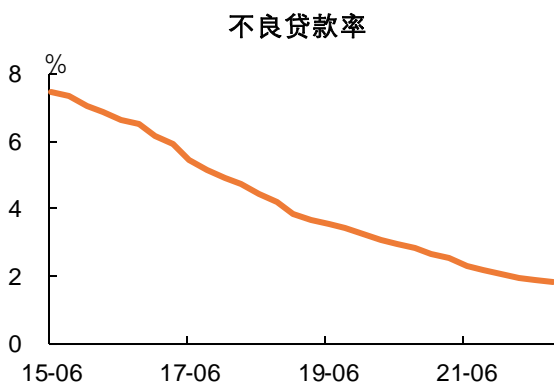
欧元区银行业不良贷款率降至低位。近年来，欧元区银行业不良贷款率持续下滑，由 2015 年第三季度的 7.31% 大幅降至 2022 年第三季度的 1.79%，不良贷款总额也降至 3450 亿欧元。欧元区不良贷款率的持续下滑，一方面是由于银行信贷的持续扩张，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

做大了不良贷款率的“分母”。另一方面，不良贷款证券化等方式也对欧元区银行业不良贷款率的下降起到了积极作用。如近年来意大利等国陆续出台了政府支持的不良贷款处置计划，并完善了相关的证券化法律法规，希腊、爱尔兰等国亦出台了类似的政策。事实上，与 2021 年末相比，绝大多数欧元区国家银行的不良贷款率均已明显回落。

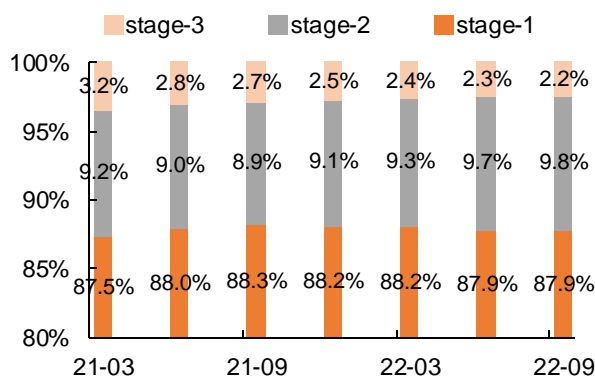
不过，不良贷款的结构变化可能暗示着欧元区银行业资产质量继续改善的空间不足。根据《国际财务报告准则第 9 号》(IFRS 9) 对金融资产减值阶段的划分，随着信用风险恶化，不良资产会从 Stage 1 (次级类) 转移到第二 (可疑类) 和第三阶段 (损失类)。截至 2022 年 9 月，欧元区银行 Stage 2 的不良资产占比开始反弹，而 Stage 2+Stage 3 的不良资产占比则较 2021 年 9 月上升了 0.4 个百分点。这或表明，欧元区银行业的资产质量继续改善的空间有限，边际恶化的压力有所上升。

图表4 近年来欧元区不良贷款率持续下滑



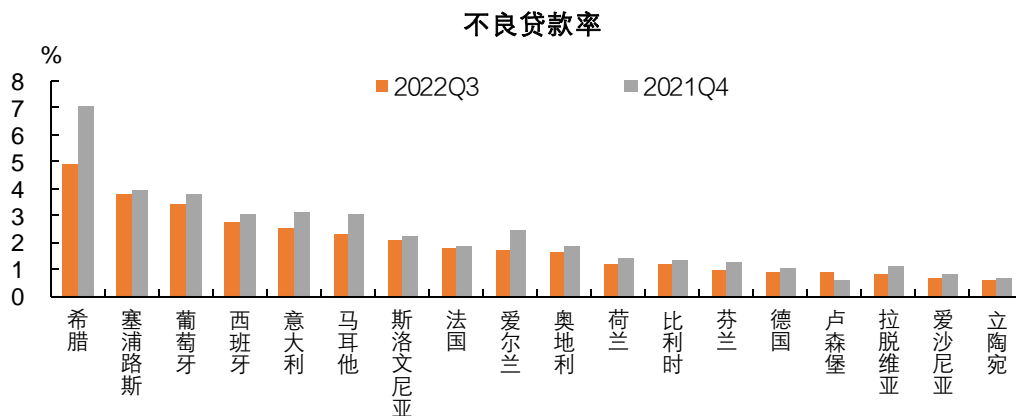
资料来源: ECB, 平安证券研究所

图表5 但 Stage2 级别不良贷款占比开始反弹



资料来源: ECB, 平安证券研究所

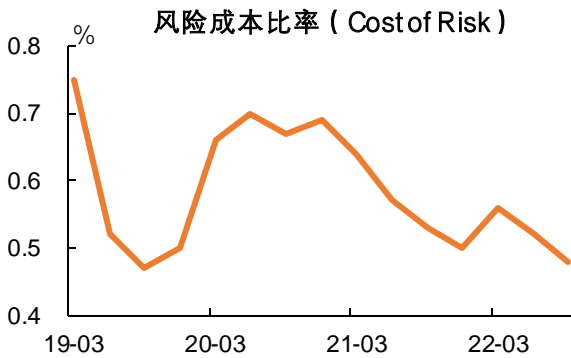
图表6 与 2021 年末相比，绝大多数欧元区国家银行不良贷款率均回落



资料来源: ECB, 平安证券研究所

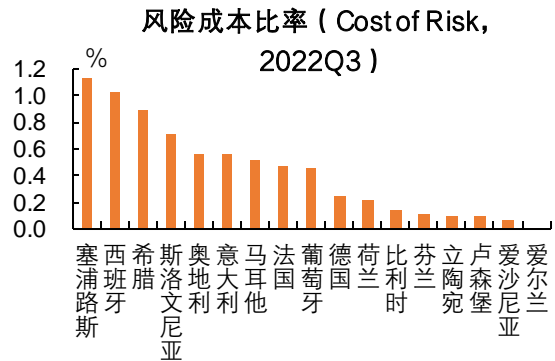
欧元区银行风险成本比率保持低位。风险成本比率 (Cost of Risk) 是指银行贷款损失准备金与按摊销成本计算的净贷款总额的比值。一般而言，风险水平较高的银行有较高的贷款损失准备金，其风险成本比率也相对较高。当前，欧元区银行业风险成本比率仍处低位：截至 2022 年三季度，该指标仅为 0.48%，仅高于 2019 年三季度的低点 1BP。较低的风险成本比与不良贷款率的走低相一致。不过从国别来看，欧元区各国银行业的风险成本比率存在较大差异。截至 2022 年三季度，塞浦路斯、西班牙、希腊、斯洛文尼亚等国银行业风险成本比率仍处于 0.7% 以上的高位，明显高于欧元区其他国家银行。

图表7 当前欧元区银行业风险成本比率处于低位



资料来源: ECB, 平安证券研究所

图表8 塞浦路斯、西班牙、希腊等国银行风险成本比率较高



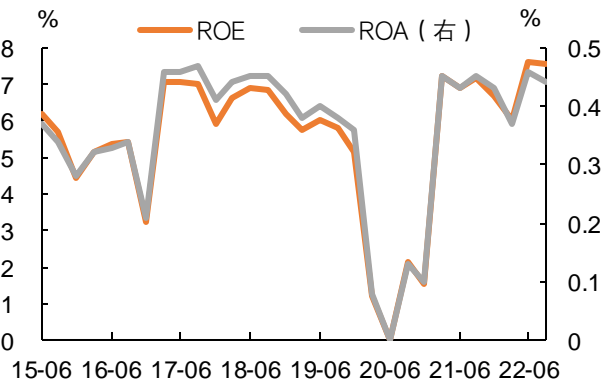
资料来源: ECB, 平安证券研究所

三、盈利和流动性压力略升

欧元区银行业盈利能力保持历史高位。资本回报率 (ROE) 是衡量银行盈利能力的重要指标。2020 年新冠疫情爆发后, 欧元区银行业 ROE 迅速下滑, 2020 年二季度一度降至 0 以下。但此后随着经济的复苏, 欧元区银行盈利能力也回到疫情前水平。此外, 欧央行的货币政策也是影响银行盈利能力的重要因素: 通常而言, 银行的贷款利率调整速度快于存款等融资利率, 继而央行加息周期中, 银行可以阶段性扩大净息差, 增厚净利息收入和银行利润。2022 年二季度开始, 随着欧央行货币政策的逐步收紧, 欧元区银行业的盈利能力再度加强, 其 ROE 已连续两个季度处于 7% 以上的历史高位。

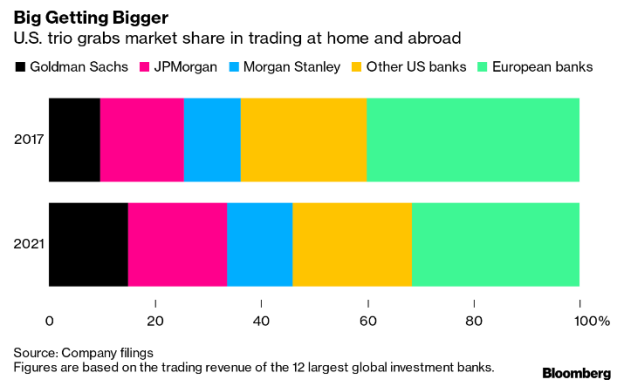
不过, 未来欧元区银行业的盈利状况或将面临压力。首先, 货币政策收紧提升了银行净利息收入, 但也抑制了信贷扩张。截至 2023 年 2 月, 欧元区银行部门信贷同比增速已降至 1.2%, 较 2020 年末 9.4% 的同比增速明显回落, 且保持下行趋势。其次, 无风险利率上升将打压风险资产价格, 以投资银行和资产管理业务为主要收入来源的银行更可能受到冲击。2021 年中概股持续调整导致 Archegos Capital 爆仓, 而瑞信在此事件中损失近 55 亿美元, 便是一例。再次, 考虑到欧洲大型银行对美国的业务敞口, 未来美国经济走弱也可能进一步威胁欧元区银行的海外业务盈利能力。据彭博数据, 截至 2021 年, 美欧 12 家大型银行中, 欧洲银行在美国的业务规模占比仍高达 30% 以上。

图表9 欧元区银行业盈利能力仍处高位



资料来源: ECB, 平安证券研究所

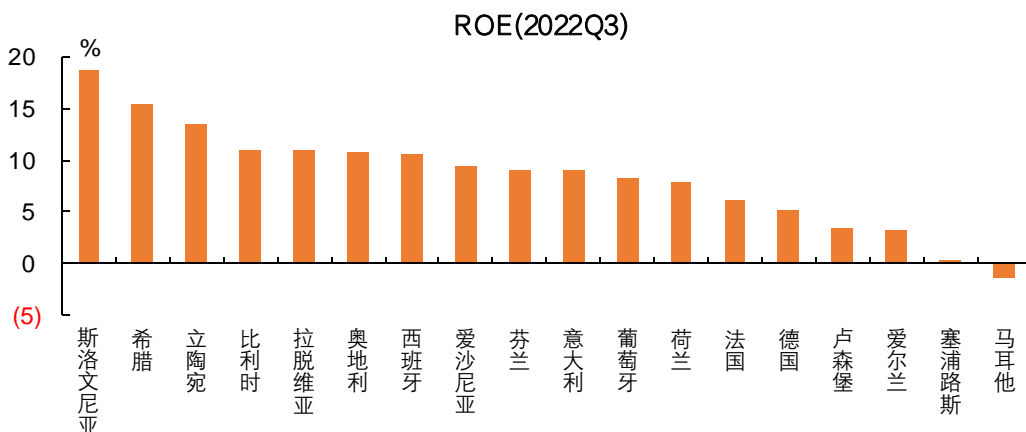
图表10 欧洲银行在美国的业务规模占比仍高



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

从地区看，欧元区各国银行业的盈利能力明显分化。斯洛文尼亚、希腊、立陶宛、比利时、拉脱维亚等国银行业净资产收益率（ROE）水平较高，均在10%以上，而法国、德国等国银行业ROE水平均在7%以下，部分经济体银行业ROE甚至低于0。这一现象再度说明，欧元区各国银行业经营状况存在明显分化，尤其是德国、法国等“中心国家”银行业的抗风险能力可能并不如市场预想得那般乐观。

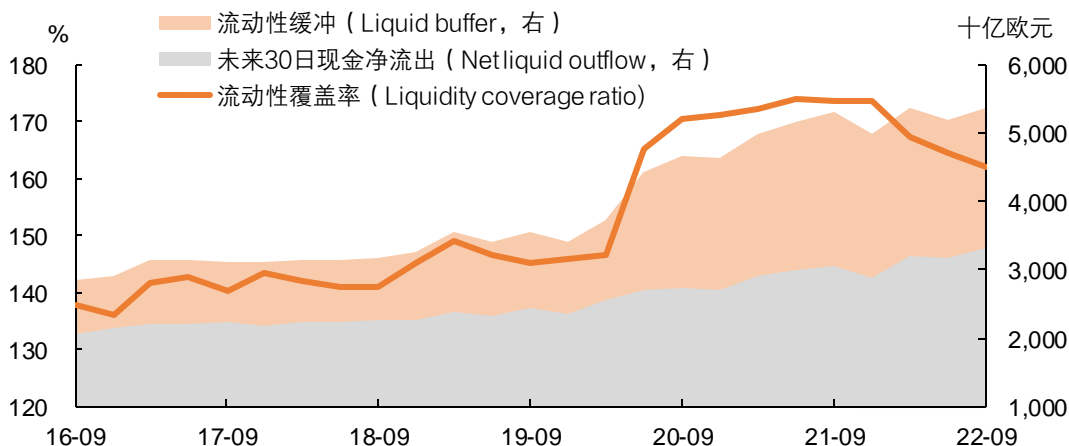
图表11 欧元区各国银行业的盈利能力明显分化



资料来源：ECB, 平安证券研究所

欧元区银行业流动性状况边际弱化，但仍好于2019年水平。流动性覆盖率（Liquidity Coverage Ratio, LCR）旨在确保商业银行在设定的严重流动性压力情景下，能够保持充足的、无变现障碍的优质流动性资产，并通过变现这些资产来满足未来30日的流动性需求，其定义为优质流动性资产储备与未来30日的资金净流出量的比值。2022年以来，欧元区银行业的流动性覆盖率持续下滑，由2021年四季度的173.5%一路降至2022年第三季度的162.0%，但仍高于疫情前140%-150%的平均水平。欧元区银行业LCR指标之所以下滑，一方面源于流动性缓冲不再增长，2021年下半年开始，欧元区银行业持有的流动性缓冲基本在5-5.3万亿欧元之间；另一方面源于未来30日的现金净流出规模增长，截至2022年三季度，这一规模已达到创纪录的3.3万亿欧元。整体看，尽管欧元区银行流动性压力边际上升，但仍处于绝对充足的水平。

图表12 2022年以来，欧元区银行业的流动性覆盖率持续下滑

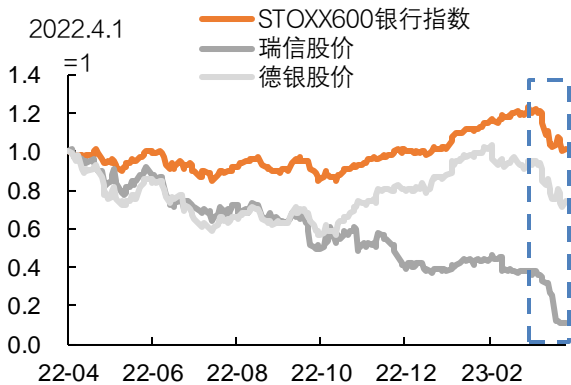


资料来源：ECB, 平安证券研究所

四、 风暴眼中的德银：“短板未必那么短”

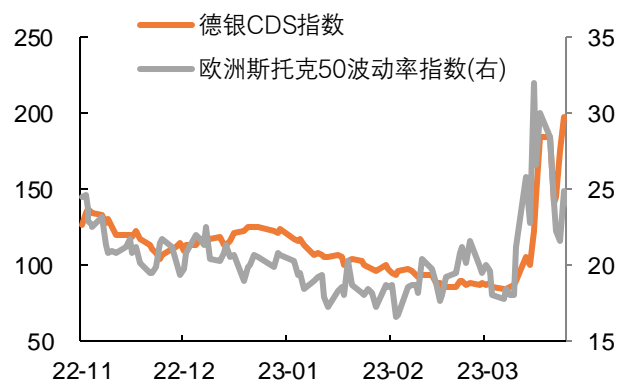
硅谷银行事件后，欧洲银行股开始调整。继 3 月 19 日瑞银宣布收购瑞信，面值约 160 亿瑞郎的瑞信 AT1 债券完全减记后，3 月 24 日德意志银行（德银）的 AT1 债券和股票均遭遇较为严重的抛售、信用违约互换（CDS）成本创下新高，凸显了市场对于“德银是欧洲银行业下一个薄弱环节”的担忧。

图表13 欧洲银行股大幅跳水



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表14 德银 CDS 和欧股波动率指数飙升



资料来源：Investing, MacroVar, 平安证券研究所

具体来看，市场对于德银的担忧可能体现在三个方面：

一是，2016 年以前德银与瑞信同样都存在管理和战略失败、丑闻缠身，并在此后都经历了复杂的业务重组。2016 年以前，德银在全球多地面临诉讼和监管机构的处罚，如 2016 年 12 月，因涉嫌误导投资者出售抵押贷款支持债券，德银与美国司法部达成了 72 亿美元的巨额和解协议，而同时期的瑞信也是丑闻不断，二者近年来均因内控不足持续受到市场关注。

二是，德银在美国商业地产上的风险敞口和大量衍生品业务引发担忧。德意志银行年报显示，2022 年末德银衍生品合计本金高达 42.5 万亿欧元，远高于其总资产规模（1.34 万亿欧元），且其中利率合约本金占比超 77%，在加息环境下德银衍生品业务的违约风险和利率风险引发担忧。此外，德银在美国商业地产上的风险敞口也有 168 亿欧元，远高于其净利润水平。

三是，围绕美欧银行业前景的恐慌情绪仍在蔓延。3 月初硅谷银行事件爆发后，全球资本市场恐慌情绪明显升温，标普 500VIX 指数由 3 月初的不到 20 一度蹿升至 30 以上，美欧银行股均受到了一定的“非理性”冲击，法国兴业银行、意大利裕信银行等机构股价同样大幅收跌。

在德银相关资产遭遇抛售后，德国政府、欧洲央行和德银自身都第一时间采取措施安抚市场。3 月 24 日德国总理朔尔茨称，德银没有值得担心的理由。他表示，德银已经从根本上对其业务模式进行了现代化和重组，并且“利润可观”。此外，欧洲央行行长拉加德也对欧盟领导人表示，欧元区银行业依然强劲，如有需要将随时注入流动性。德银 3 月 24 日宣布，将于两个月后提前赎回 15 亿美元 2028 年到期的二级资本次级债券，并获得监管批准。

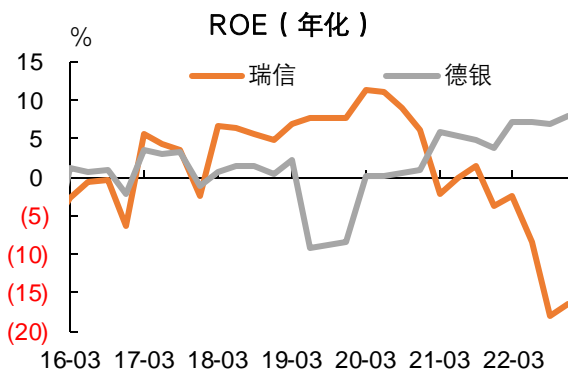
我们梳理后发现，德银作为市场印象里“短板”，事实上近年来的业务表现可圈可点。我们认为，德银不会成为下一个“瑞信”，未来市场恐慌情绪有望逐渐平复：

首先，德银近年来的业务重组较为成功。德银于 2019 年 7 月发布为期三年的“竞争取胜”（compete to win）战略转型和重组计划，该计划将对公司业务板块、成本削减、优化资本和杠杆、科技投入等多方面进行改革。自 2019 年末以来，德银已连续多个季度实现盈利，ROE 稳步提升，2022 年三季度其 ROE（年化）水平达到 7.04%，基本持平于欧元区银行业平均水平，与严重亏损的瑞信形成鲜明对比。

其次，德银 2022 年财报显现极强韧性。尽管 2022 年欧元区经济以及银行业基本面整体下行，但德银几乎所有财务指标都“逆势”向好：2022 年其归母净利润达到 50.3 亿欧元、大幅增长 159%，流动性覆盖率提高 9 个百分点至 142%，核心

一级资本充足率提升 0.2 个百分点至 13.4% (远超目标的 12.5%)。对比来看, 同期瑞信不仅亏损扩大至 80 亿美元, 其流动性覆盖比率、核心一级资本充足率等指标也出现了显著的下滑。

图表 15 德银与瑞信盈利能力迥异



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 16 2022 年德银主要财务指标“逆势”向好

	2022	2021
CET-1 Ratio (%)	13.4	13.2
LCR (%)	142	133
杠杆率 (%)	4.6	4.9
归母净利润 (十亿欧元)	5.0	1.9
总资产 (十亿欧元)	1337	1324

资料来源: 德银财报(2022), 平安证券研究所

再次, 德银在商业地产及衍生品方面的风险或可控。截至 2022 年末, 德银商业地产 (CRE) 贷款仅占德银整体贷款的 7% 左右 (330 亿欧元), CRE 敞口低于行业平均水平, 且持有的多数是位于大城市、流动性较高的资产。此外, 其持有的 42.5 万亿欧元衍生品中, 约 69% 通过集中清算, 无需承担交易对手信用风险, 衍生品规模也基本持平于其他主要银行、并未明显失衡。

最后, 德银与瑞信直接业务往来有限。虽然德国和瑞士相邻, 且同属于德语系国家, 但德银对瑞士的业务敞口有限。据德银 2022 财报, 从地区业务占比来看, 其业务主要集中在德国 (48%), 美国 (18%) 以及亚太地区 (8%) 等, 与瑞士的业务往来仅占 1.4%。此外, 而为防止风险进一步扩散, 德银已禁止了与瑞信之间的交易和直接业务往来。

五、 结论：欧洲银行业非“将倾之大厦”，但亦需持重前行

我们梳理欧元区银行业的主要经营指标, 以及德银最新财务状况, 得到以下结论:

第一, 2022 年以来欧元区银行业承受一定压力, 但主要指标仍好于 2019 年水平, 更好于 2016 年以前的水平。2021 年下半年欧洲经济基本面已经转弱, 2022 年俄乌冲突爆发更是加快了这一进程。而经济基本面的转弱也开始对欧洲银行业的经营状况造成负面影响, 部分指标出现弱化迹象, 如资本充足率持续下滑, 不良贷款中第二阶段 (可疑类) 占比提升、流动性覆盖率较快回落等。但在宏观环境剧烈恶化的背景下, 主要银行业指标下滑的幅度很有限, 资本充足率、流动性覆盖率等绝对水平仍高于 2019 年, 更好于 2016 年 (《巴塞尔协议 III》监管改革全面完成) 以前水平。

第二, 欧元区“中心国家”与“边缘国家”银行业均存在潜在风险, “五十步笑百步”殊不可取。一方面, 意大利、西班牙、希腊等在欧债危机中受到严重冲击的国家, 其银行业资本充足率、不良贷款率、风险成本比率等指标均排名靠后, 表明当前部分欧元区边缘国家银行体系仍存在薄弱环节。另一方面, 德国、法国等欧元区“中心国家”银行业的表现也并非明显占优, 部分国家盈利能力在欧元区中排名靠后, 资本充足率也并未明显高于意大利等国。这一发现也符合我们对欧元区经济“碎片化”问题的理解, 即“好生不好、差生仍差”。

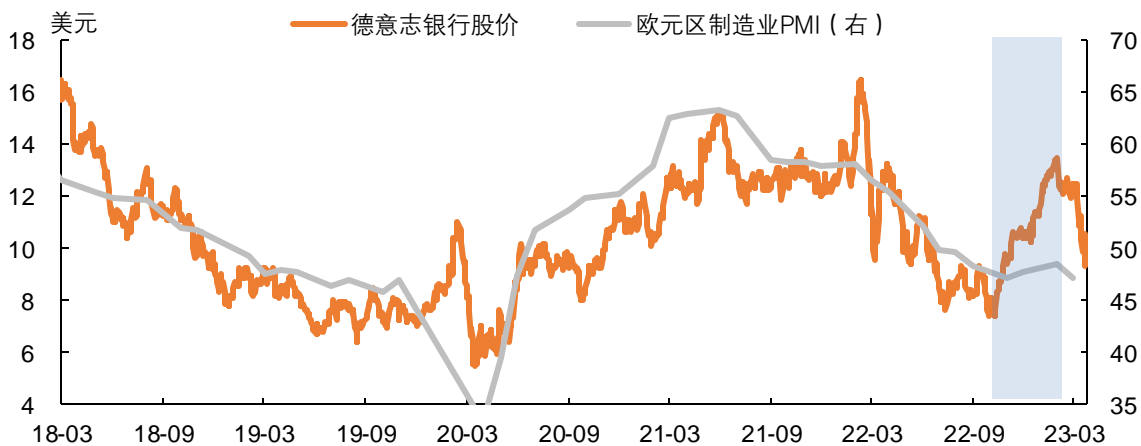
第三, 相比于中小银行, 欧元区大型银行的风险或许更值得关注。与美国和中国不同的是, 欧洲大型银行的资本充足状况反而不如中小型银行。欧债危机后, 欧洲大型银行在遭遇重创后艰难复苏, 部分银行还经历了较复杂的重组和改革。这也意味着, 市场关于欧洲大型银行的担忧、乃至对于银行业整体的担忧, 都更容易传染蔓延。这也解释了, 瑞信事件对于市场情绪

的带动效应，以至于近期部分欧洲大型银行股价、信用违约互换（CDS）等均出现了较大波动。如我们此前报告提示的，短期内与瑞信同等级的欧洲 G-SIBs 大型银行有可能受到投机资金的做空和攻击（参考报告《美欧银行业危机何时了？》）。

第四，德银的逆势“蜕变”或暗示近期市场抛售行为并非那么理性。截至 2022 年，德银主要经营指标的绝对水平仍不及行业平均水平，但趋势向好，在行业整体下行的背景中呈现出惊人的“韧性”。我们认为，德银的基本面是欧洲银行业韧性的一个重要证据。这也意味着，瑞信事件更像一个“特例”，而不是暗示着欧洲银行业存在系统性风险。

第五，展望未来，我们预计欧元区银行业可能继续承压，但现在判断“系统性银行危机将至”为时尚早。鉴于银行业与实体经济的密切联系，欧元区银行业的“逆风”可能更多来自欧元区经济的下行风险。值得一提的是，2019 年以来，欧元区制造业 PMI 与德银股价走势呈现相近形态，恰恰体现出银行与经济“一荣俱荣、一损俱损”的关系。不过，2022 年入冬之后，欧洲经济预期转好、银行股反弹较强，也孕育了当下银行股的回调压力。与美国相比，欧元区核心通胀更高、利率上行阶段性更快，加之其一直未能很好解决的“碎片化”罅隙，其经济下行风险也可能更大。3 月 20 日，欧央行行长拉加德承认，如果最近的市场动荡影响到对欧元区企业和家庭的贷款的话，欧央行可能会暂停加息。可以预见的是，未来欧洲银行业盈利能力可能因信贷扩张放缓而下降，但 2023 年欧元区银行的韧性与 2016 年以前相比已不可同日而语。**对市场而言，尽管欧元区经济前景或需重估，但此刻押注“系统性银行危机”爆发的交易为时尚早。**

图表 17 2022 年入冬以来德银股价反弹较强，或孕育了当下的回调压力



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：美欧银行业资产波动超预期，欧元区银行业基本面恶化超预期，欧元区经济下行超预期，欧央行紧缩政策超预期等。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033