

行业深度报告

从区域性银行基本面看地方债务化解

强于大市（维持）

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*上市银行
2024年三季报综述：营收降幅趋缓，关注稳增长政策发力*强于大市 20241104

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

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

李灵琇 一般证券从业资格编号
S1060124070021
LILINGXIU785@pingan.com.cn



平安观点：

- **化债组合拳落地，关注重点地区债务化解。**11月8日，第十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，进一步推动地方债务化解。我们认为新一轮强力化债政策落地持续缓释地方政府债务压力，本文从区域性银行的经营角度出发，重点观察债务率较高省市区域性银行过去几年的经营情况，从侧面反映地区的经济基本面。展望未来，随着化债力度持续加码，对于上述地区推动经济增长带来的积极变化值得关注。
- **化债重点地区银行经营基本面分化，盈利能力整体弱于行业平均。**我们将债务率偏高省市的区域行与其他地区的区域行在过去几年的经营表现进行对比分析。**1) 静态盈利能力：**化债重点省市银行以及债务率较高省份银行盈利水平距离上市区域性银行平均水平仍有一定差距，但个体之间也存在分化，如长沙银行和渝农商行 ROE 优于同业平均，具体来看，拖累盈利水平的最主要因素来自于拨备的影响，7家重点关注地区的银行中有5家的减值高于行业平均，这也从侧面反映区域的经济发展情况对资产质量的影响。**2) 动态盈利趋势：**从过去三年的盈利增长表现看，重点化债省市和债务压力相对较高省份的银行个体间同样存在较大分化，例如贵阳、郑州银行过去两年盈利持续负增，而长沙、西安银行的营收和净利润均保持稳健增长。
- **部分地区风险指标偏高，但风险抵补能力相对稳定。**大多数重点化债省市银行以及债务压力相对较高省份银行不良率都低于央行公布的24半年末城商行（1.77%）和农商行（3.14%）不良率，但较上市银行平均水平仍整体偏高，尤其从广义的不良+关注口径来看，兰州、西安银行24半年末关注率在5%以上水平，反映潜在的资产质量压力仍然存在。此外，银行资产结构或将进一步影响潜在资产质量压力，化债大背景下基建贷款占比更高的银行或将更受益于潜在风险的缓释，以24H1数据为例，两类银行中渝农商行和重庆银行基建类贷款占比较高，占比均为63%。**风险抵补能力方面，**上市区域性银行资本充足率皆超过最低监管水平，债务置换背景下资本节约程度有望进一步提高。拨备方面，重点化债省市银行以及债务压力相对较高省份拨备水平距离上市区域行平均水平仍有一定差距，但同时也能看到部分银行拨备水平持续夯实，以24Q3数据为例，渝农商行和长沙银行拨备覆盖率分别达到359%/315%，处于上市区域性银行中上水平。

- **投资建议：预期改善推动估值修复，继续关注银行股息配置价值。**若以 23 年分红额以及 11 月 20 日市值计算来看的话，板块平均股息率达到 4.53%，相对以 10 年期国债收益率衡量的无风险利率的溢价水平仍处于历史高位，且仍在继续走阔，股息吸引力持续提升。结合板块目前静态 PB 估值仅为 0.61 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际较为充分，板块配置价值突出。个股维度，关注稳增长和地产政策发力效果对区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波）和股份行（兴业、招行）的催化，高股息银行的配置价值依然突出（工行、建行、上海）。
- **风险提示：**1) 宏观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) 金融政策风险。

正文目录

一、	化债组合拳落地，关注重点地区债务化解.....	5
二、	化债重点地区银行经营分析.....	7
2.1	政策托底提升区域经济发展动能，个体间经营分化持续.....	7
2.2	风险端关注资产质量变化，资产结构影响潜在资产质量压力.....	9
2.3	资本节约程度有望提高，关注风险抵补能力变化.....	13
三、	投资建议：预期改善推动估值修复，继续关注银行股息配置价值.....	16
四、	风险提示.....	16

图表目录

图表 1	人大常委会办公厅新闻发布会相关内容	5
图表 2	各省市宽口径下债务率情况	6
图表 3	各省市财政自给率情况	6
图表 4	23 年 9 月以来各省市特殊再融资债发行情况	6
图表 5	各省市非标融资占城投负债情况	6
图表 6	24Q1-3 区域行 ROE 拆分	7
图表 7	上市区域性银行营收和盈利增速变化	8
图表 8	上市区域性银行 24 年半年末净息差情况	9
图表 9	静态视角下区域性银行资产质量变化	10
图表 10	动态视角下的上市区域性银行资产质量变化（不良率）	11
图表 11	区域性银行资产摆布情况	12
图表 12	区域性对公贷款结构	13
图表 13	24Q3 上市区域性银行资本水平情况	14
图表 14	24 年至今上市银行金融债发行规模	14
图表 15	24 年三季度末上市区域性银行拨备情况	15

一、化债组合拳落地，关注重点地区债务化解

11月8日，第十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议。本次人大常委会批准的化债组合拳包括12万亿元资金：1) 一次性增加6万亿元地方政府专项债务限额，2024-2026年每年2万亿元，用于置换各类隐性债务；2) 从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；3) 2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

从本次化债政策未来落地的效果上来看，根据财政部长蓝佛安在新闻发布会上所述，上述三项政策落地后，2028年之前，地方需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元。特别是本次隐性债务的置换，五年累计节约地方政府利息支出约6000亿元左右。

图表1 人大常委会办公厅新闻发布会相关内容

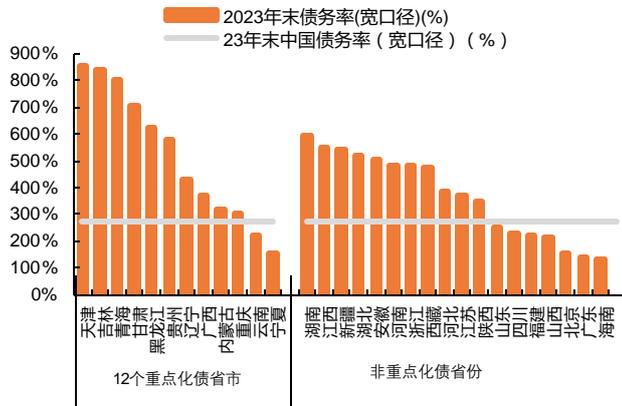
方向		具体内容
总方向	我们化债工作思路作了根本转变	一是从过去的应急处置向现在的主动化解转变，二是从点状排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。从政策效应看，能够发挥“一石二鸟”作用。
目前现状	14.3万亿元隐性债务	G7国家平均政府负债率123.4%。同期我国政府全口径债务总额为85万亿元，其中，国债30万亿元，地方政府法定债务40.7万亿元，隐性债务14.3万亿元，政府负债率为67.5%。
	外部环境变化	今年以来，受外部环境变化和内需不足等因素影响，经济运行出现一些新的情况和问题，税收收入不及预期，土地出让收入大幅下降，各地隐性债务化解的难度加大。
措施		全国人大常委会批准的6万亿元债务限额。
		从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。
		2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
预计效果	解决地方“燃眉之急”	置换后将大幅节约地方利息支出。我们估算，五年累计可节约6000亿元左右。
	畅通资金链条	一是将原本用来化债的资源腾出来，用于促进发展、改善民生。二是将原本受制于化债压力的政策空间腾出来，更大力度支持投资和消费、科技创新等。三是将原本用于化债化险的时间精力腾出来，更多投入到谋划和推动高质量发展中去。同时，还可以改善金融资产质量，增强信贷投放能力，利好实体经济。
下一步做法	监测口径更全	全口径监测地方政府承担偿还责任的债务情况，动态分析、及时预警、防范风险。关于融资平台经营性债务，按照有关要求，金融管理部门已经研究制定了金融支持地方债务化解的政策举措，我们将积极配合抓好现有金融支持政策落实。
	预算约束更强	将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，持续加强预算管理，督促地方依法合规建设政府投资项目；对未纳入预算安排的政府支出事项和投资项目，一律不得实施，坚决堵住地方违法违规举债的途径。
	监管问责更严	强化收集新增隐性债务线索，及时掌握违规举债新手段、新变种，推动监管从事后“救火补漏”向事前“防患于未然”延伸。严格落实地方政府违规举债问责制。

资料来源：中国人大网，平安证券研究所

我国历史上大约经历三轮地方政府债务置换，第一轮是15-19年通过发行地方置换债进行存量债务置换，第二轮是2020年末地方通过发行特殊再融资债进行隐性债务置换，部分强区域开始实行隐债“清零”政策，例如2021年10月后广东、上海、北京等开始推行全域无隐债试点工作。2023年9月以来，特殊再融资债重启发行推进地方政府债务化解工作。根据财新等媒体披露，23年底国务院明确天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏12个重点化债省市¹，结合最近一次新闻发布会提出的新的化债政策，高负债率省份以及原有重点化债省市偿债压力有望持续缓释。

¹ 财新网，《最新化债方案对国内经济影响几何》，<https://opinion.caixin.com/2024-02-22/102167603.html>

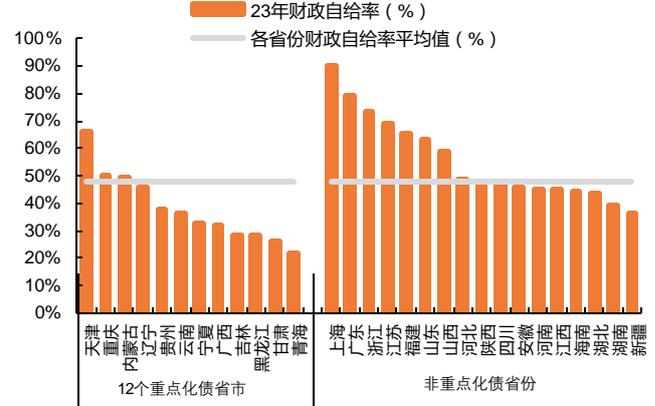
图表2 各省市宽口径下债务率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 债务率(宽口径) = [地方政府债余额(一般债+专项债) + 城投有息负债(全辖)] / [(一般公共预算收入 + 转移性收入 + 政府性基金收入 + 国有资本经营收入)]

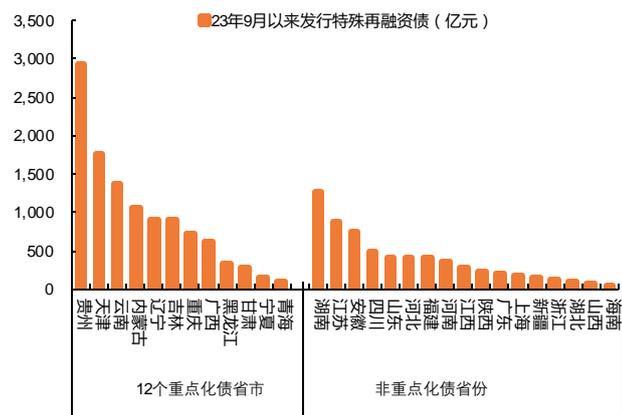
图表3 各省市财政自给率情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 财政自给率 = 一般公共预算收入 / 一般公共预算支出

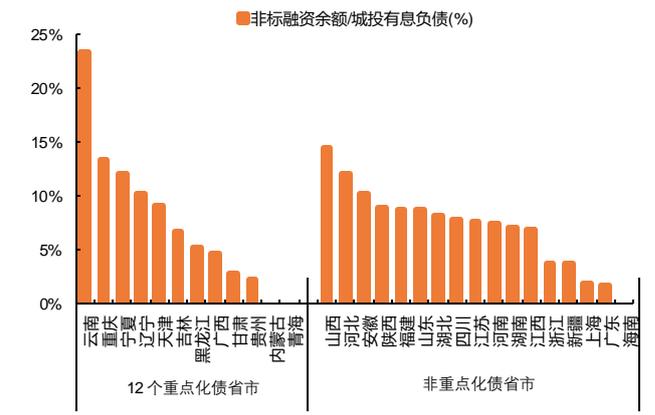
图表4 23年9月以来各省市特殊再融资债发行情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 以上数据截至 2024 年 11 月 13 日

图表5 各省市非标融资占城投负债情况



资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 以上数据截至 2023 年末

二、化债重点地区银行经营分析

一方面我们基于财新等媒体报道的 12 家重点化债省市筛选出 4 家区域性银行，另一方面我们以债务率高于全国水平以及财政自给率低于全国水平为标准筛选出 3 家银行处在债务压力相对较高省份，将以上 2 类区域性银行跟其余区域行以及整体水平进行对比。

我们将债务率偏高省市的区域行与其他地区的区域行在过去几年的经营表现进行对比分析。1) 静态盈利能力：化债重点省市银行以及债务率较高省份银行盈利水平距离上市区域性银行平均水平仍有一定差距，但个体之间也存在分化，如长沙银行和渝农商行 ROE 优于同业平均，具体来看，拖累盈利水平的最主要因素来自于拨备的影响，7 家重点关注地区的银行中有 5 家的减值高于行业平均，这也从侧面反映区域的经济情况对资产质量的影响。2) 动态盈利趋势：从过去三年的盈利增长表现看，重点化债省市和债务压力相对较高省份的银行个体间同样存在较大分化，例如贵阳、郑州银行过去两年盈利持续负增，而长沙、西安银行的营收和净利润均保持稳健增长。

部分地区风险指标偏高，但风险抵补能力相对稳定。大多数重点化债省市银行以及债务压力相对较高省份银行不良率都低于央行公布的 24 半年末城商行 (1.77%) 和农商行 (3.14%) 不良率，但较上市银行平均水平仍整体偏高，尤其从广义的不良+关注口径来看，兰州、西安银行 24 半年末关注率在 5% 以上水平，反映潜在的资产质量压力仍然存在。此外，银行资产结构或将进一步影响潜在资产质量压力，化债大背景下基建贷款占比更高的银行或将更受益于潜在风险的缓释，以 24H1 数据为例，两类银行中渝农商行和重庆银行基建类贷款占比较高，占比均为 63%。风险抵补能力方面，上市区域性银行资本充足率皆超过最低监管水平，债务置换背景下资本节约程度有望进一步提高。拨备方面，重点化债省市银行以及债务压力相对较高省份拨备水平距离上市区域性银行平均水平仍有一定差距，但同时也能看到部分银行拨备水平持续夯实，以 24Q3 数据为例，渝农商行和长沙银行拨备覆盖率分别达到 359%/315%，处于上市区域性银行中上水平。

2.1 政策托底提升区域经济发展动能，个体间经营分化持续

从静态角度盈利水平来看，大多数重点化债省市银行以及债务压力较高省份银行盈利能力处于行业平均中下值，最主要的拖累因素仍来自于拨备方面，7 家银行中有 5 家银行信用减值损失计提力度高于上市区域性银行均值水平，区域经济环境对于资产质量的影响不容忽视，考虑到当下稳增长政策持续出台对于区域经济环境的修复，相关区域性银行的盈利弹性有望在未来逐步释放。

图表6 24Q1-3 区域行 ROE 拆分

	上市银行 杜邦分解	利息净 收入/A	利息收 入/A	利息支 出/A	手续费 及佣金 收入/A	其他非 息收入 /A	业务及 管理费 /A	信用减 值损失 /A	其他营 业成本 /A	营业外 支出/A	所得税 /A	ROA (未年化)	权益 乘数	ROE (未年化)
重点化债 省市	渝农商	1.1%	2.4%	1.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0	0.0%	0.1%	0.7%	11.7	8.2%
	重庆	1.0%	2.7%	1.7%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	13.5	7.5%
	贵阳	1.2%	2.9%	1.7%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.1	6.3%
	兰州	1.0%	2.8%	1.8%	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.9	4.4%
债务压力 相对较高 省份	长沙	1.4%	2.8%	1.4%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	15.1	8.7%
	郑州	1.1%	2.6%	1.5%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.1	4.2%
	西安	0.9%	2.6%	1.8%	0.1%	0.3%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	13.9	6.1%
其余区域 性银行	成都	1.2%	2.8%	1.6%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	15.6	12.2%
	北京	1.0%	2.4%	1.4%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	11.4	6.1%
	上海	0.8%	2.2%	1.4%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	13.0	7.2%
	江苏	1.1%	2.7%	1.6%	0.1%	0.5%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.8%	13.1	10.2%
	宁波	1.2%	2.6%	1.4%	0.1%	0.4%	0.6%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	13.7	9.8%
	南京	0.8%	2.4%	1.6%	0.1%	0.6%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	13.9	9.6%
	杭州	0.9%	2.4%	1.5%	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	15.8	11.4%
	苏州	0.9%	2.4%	1.5%	0.1%	0.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	13.6	8.9%
	厦门	0.8%	2.3%	1.6%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.0	6.3%
	青岛	1.1%	2.6%	1.5%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	15.6	8.5%
	齐鲁	1.0%	2.4%	1.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.7	7.9%
青农商	1.1%	2.6%	1.4%	0.1%	0.5%	0.5%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	12.0	8.1%	
沪农商	1.1%	2.4%	1.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.7%	12.4	9.0%	

	常熟	2.0%	3.6%	1.6%	0.0%	0.4%	0.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	13.2	11.2%
	紫金	1.1%	2.6%	1.5%	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.5%	13.6	7.1%
	无锡	1.1%	2.5%	1.5%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	11.2	8.1%
	张家港	1.2%	2.7%	1.5%	0.0%	0.5%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	12.0	8.5%
	苏农	1.0%	2.4%	1.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	12.5	9.9%
	江阴	1.1%	2.4%	1.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.2	6.7%
	瑞丰	1.1%	2.6%	1.5%	0.0%	0.5%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	11.8	8.4%
城商行平均		1.0%	2.6%	1.6%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	13.7	8.0%
农商行平均		1.2%	2.6%	1.4%	0.1%	0.4%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.7%	12.2	8.5%
上市区域性银行平均		1.1%	2.6%	1.5%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	13.1	8.2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：红色底色表现该项指标位于重点化债省市和债务压力相对较高省份银行前列，A 指代 24Q3 和 23A 资产总额算术平均值；

从动态角度来看，我们更关注不同银行增速水平以及改善幅度。以增速水平为例，24Q1-3 营收增速仅长沙银行和重庆银行高于上市区域行平均值，盈利增速仅长沙银行一家，大多数重点化债省市和债务压力相对较高省份银行增速水平位于行业中下游水平。从改善幅度来看，重庆银行 24Q1-3 营收和盈利增速较 23A 改善幅度较为明显，同时需要注意今年以来营收或盈利增速下滑幅度较大，或持续负增的银行，例如郑州银行，24Q1-3 营收和归母净利润同比增速分别为-13.7%/-18.4%，营收和盈利水平持续承压，我们认为区域经济环境的波动对于银行的经营影响不可忽视。

图表7 上市区域性银行营收和盈利增速变化

上市银行		营收增速			净利润增速		
		2022	2023	2024Q3	2022	2023	2024Q3
重点化债省市	渝农商行	-6.0%	-3.6%	-1.8%	7.5%	6.1%	3.5%
	重庆银行	-7.2%	-1.9%	3.8%	4.4%	1.3%	3.7%
	贵阳银行	4.3%	-3.5%	-4.4%	1.0%	-8.9%	-6.8%
	兰州银行	-4.9%	7.6%	-3.0%	10.7%	7.6%	1.0%
债务压力相对较高省份	长沙银行	9.6%	8.5%	3.8%	8.0%	9.6%	5.9%
	郑州银行	2.0%	-9.5%	-13.7%	-24.9%	-23.6%	-18.4%
	西安银行	-8.8%	9.7%	9.7%	-13.5%	1.6%	1.1%
其余区域性银行	北京银行	0.0%	0.7%	4.1%	11.4%	3.5%	1.9%
	南京银行	9.0%	1.2%	8.0%	16.1%	0.5%	9.0%
	宁波银行	9.7%	6.4%	7.4%	18.1%	10.7%	7.0%
	上海银行	-5.5%	-4.8%	0.7%	1.1%	1.2%	1.4%
	江苏银行	10.7%	5.3%	6.2%	28.9%	13.3%	10.1%
	杭州银行	12.2%	6.3%	3.9%	26.1%	23.2%	18.6%
	成都银行	13.1%	7.2%	3.2%	28.2%	16.2%	10.8%
	苏州银行	8.6%	0.9%	1.1%	26.1%	17.4%	11.1%
	厦门银行	10.9%	-5.0%	-3.1%	15.6%	6.3%	-6.3%
	青岛银行	4.6%	7.1%	8.1%	5.5%	15.1%	15.6%
	齐鲁银行	8.8%	8.0%	4.3%	18.2%	18.0%	17.2%
	青农商行	-3.4%	3.8%	2.6%	-24.4%	10.8%	5.2%
	沪农商行	6.1%	3.1%	0.3%	13.2%	10.6%	0.8%
	紫金银行	0.1%	-1.9%	2.1%	5.6%	1.2%	0.2%
	常熟银行	15.1%	12.1%	11.3%	25.4%	19.6%	18.2%
	无锡银行	3.0%	1.3%	3.8%	26.7%	10.0%	5.4%
	江阴银行	12.3%	2.3%	1.3%	26.9%	16.8%	6.8%
苏农银行	5.3%	0.2%	4.8%	29.4%	16.0%	12.2%	
张家港行	4.6%	-5.9%	2.9%	29.0%	6.2%	6.3%	
瑞丰银行	6.5%	7.9%	14.7%	20.2%	13.0%	14.6%	
城商行算术平均值		4.5%	2.6%	2.4%	10.6%	6.6%	4.9%
农商行算术平均值		4.3%	1.9%	4.2%	15.9%	11.0%	7.3%
区域性银行算术平均值		4.5%	2.3%	3.0%	12.6%	8.3%	5.8%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：红绿色分别表示优于/劣于 23 年同比增速；橙色加粗表示该水平处于可比同业前列

重点化债省市和债务压力相对较高省份银行息差水平基本持平行业均值，我们认为这些省市相对较低的金融竞争强度一定程度支撑了银行的息差表现。以 24H1 数据来看，7 家银行中有 3 家银行净息差水平低于央行公布的半年末城商行（1.45%）和农商行（1.72%）净息差水平，分别是重庆银行（1.42%）、西安银行（1.21%）和渝农商行（1.63%），除西安银行外，其余银行基本位于行业中游水平附近。

图表8 上市区域性银行 24 年半年末净息差情况

上市银行		净息差 (公布值)	生息资产收益率 (公布值)	付息负债成本率 (公布值)	存贷利差 (公布值)	贷款收益率 (公布值)	存款成本率 (公布值)
重点化债省市	渝农商行	1.63%	3.49%	1.95%	2.28%	4.07%	1.79%
	重庆银行	1.42%	3.92%	2.65%	1.90%	4.54%	2.64%
	贵阳银行	1.81%	4.30%	2.55%	2.56%	5.07%	2.51%
	兰州银行	1.59%	4.08%	2.50%	2.43%	4.96%	2.53%
债务压力相对 较高省份	长沙银行	2.12%	4.34%	2.07%	3.43%	5.31%	1.88%
	郑州银行	1.80%	4.00%	2.30%	2.09%	4.26%	2.17%
	西安银行	1.21%	3.80%	2.68%	1.87%	4.62%	2.75%
其余区域性银 行	北京银行	1.47%	3.58%	2.09%	2.15%	4.03%	1.88%
	南京银行	1.96%	4.06%	2.42%	2.47%	4.84%	2.37%
	宁波银行	1.87%	4.05%	2.12%	2.96%	4.92%	1.96%
	上海银行	1.19%	3.41%	2.16%	1.89%	3.89%	2.00%
	江苏银行	1.90%	4.21%	2.29%	2.80%	4.98%	2.18%
	杭州银行	1.42%	3.72%	2.21%	2.27%	4.35%	2.08%
	成都银行	1.66%	3.88%	2.28%	2.20%	4.41%	2.21%
	苏州银行	1.48%	3.73%	2.20%	1.87%	3.98%	2.11%
	厦门银行	1.14%	3.54%	2.48%	1.66%	4.10%	2.44%
	青岛银行	1.77%	4.07%	2.25%	2.59%	4.72%	2.13%
	齐鲁银行	1.54%	3.62%	2.15%	2.28%	4.35%	2.07%
	青农商行	1.70%	3.83%	2.14%	2.44%	4.43%	1.99%
	沪农商行	1.56%	3.48%	1.98%	2.10%	3.93%	1.83%
	紫金银行	1.52%	3.76%	2.19%	2.10%	4.24%	2.14%
	常熟银行	2.79%	4.89%	2.26%	3.55%	5.77%	2.22%
	无锡银行	1.51%	3.54%	2.24%	1.95%	4.15%	2.20%
	江阴银行	1.76%	3.48%	1.94%	2.12%	4.00%	1.88%
苏农银行	1.53%	3.53%	2.03%	2.01%	3.97%	1.96%	
张家港行	1.67%	3.71%	2.24%	2.49%	4.62%	2.13%	
瑞丰银行	1.54%	3.65%	2.20%	2.10%	4.34%	2.24%	
城商行算术平均值		1.61%	3.90%	2.32%	2.32%	4.55%	2.23%
农商行算术平均值		1.72%	3.74%	2.12%	2.31%	4.35%	2.04%
区域行算术平均值		1.65%	3.84%	2.24%	2.32%	4.48%	2.16%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：红色底色表现该项指标位于重点化债省市和债务压力相对较高省份银行前列

2.2 风险端关注资产质量变化，资产结构影响潜在资产质量压力

银行资产质量既取决于区域内经济发展程度，又与公司自身的客群定位息息相关。首先以全行业数据来看，根据央行数据，截至 24 年半年末，城商行和农商行不良率分别为 1.77%/3.14%，以最新公布的三季度数据为例，上市区域性银行中仅郑州银行（1.88%）和兰州银行（1.83%）不良率高于行业整体数据。若从广义的不良+关注口径来看，兰州、西安银行 24 年半年末关注率在 5% 以上水平，潜在资产质量压力值的关注。

若进一步聚焦上市区域性银行来看，以不良率为例，重点化债省市和债务压力相对较大省份 24 年 3 季度末平均不良率分别高于上市区域性银行平均水平 34BP/43BP，资产质量仍有一定压力。聚焦个股来看，债务率较高省份中长沙银行和渝农商行整体资产质量压力相对较小，3 季度末不良率分别为 1.16% 和 1.17%，且两家银行近几年内资产质量持续处于改善通道中，区域经济发展动能有望在政策的持续拖底下逐步恢复，化债政策落地同样有望缓释银行资产质量压力。

图表9 静态视角下区域性银行资产质量变化

上市银行		不良率 (24Q3)	关注率 (24H1)	逾期率 (24H1)	不良/逾期 (24H1)	不良/逾期 90+ (24H1)
重点化债省市	渝农商行	1.17%	1.41%	1.52%	78%	132%
	重庆银行	1.26%	3.10%	1.90%	66%	115%
	贵阳银行	1.57%	3.45%	2.97%	54%	105%
	兰州银行	1.83%	6.15%	2.61%	70%	182%
债务压力相对较高省份	长沙银行	1.16%	2.26%	1.98%	59%	107%
	郑州银行	1.86%	2.24%	4.65%	40%	68%
	西安银行	1.64%	5.69%	5.03%	34%	80%
其余区域性银行	北京银行	1.31%	1.87%	1.82%	72%	116%
	南京银行	0.83%	1.07%	1.25%	67%	123%
	宁波银行	0.76%	1.02%	0.92%	82%	131%
	上海银行	1.20%	2.14%	1.72%	70%	89%
	江苏银行	0.89%	1.40%	1.12%	80%	149%
	杭州银行	0.76%	0.53%	0.70%	108%	144%
	成都银行	0.66%	0.45%	0.90%	74%	128%
	苏州银行	0.84%	0.88%	0.93%	91%	134%
	厦门银行	0.75%	2.26%	1.50%	50%	102%
	青岛银行	1.17%	0.58%	1.54%	76%	117%
	齐鲁银行	1.23%	1.14%	0.99%	125%	196%
	青农商行	1.80%	4.71%	2.86%	63%	147%
	沪农商行	0.97%	1.23%	1.31%	74%	105%
	紫金银行	1.30%	1.33%	1.41%	82%	118%
	常熟银行	0.77%	1.36%	1.54%	49%	121%
	无锡银行	0.78%	0.50%	0.78%	101%	157%
	江阴银行	0.90%	1.37%	1.27%	77%	127%
苏农银行	0.91%	1.19%	1.03%	88%	179%	
张家港行	0.93%	1.67%	1.90%	50%	114%	
瑞丰银行	0.97%	1.56%	1.77%	55%	132%	
城商行算术平均值		1.16%	2.13%	1.91%	72%	123%
农商行算术平均值		1.05%	1.63%	1.54%	72%	133%
区域行算术平均值		1.12%	1.95%	1.78%	72%	127%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

动态视角下，我们更关注存量风险压力大幅减轻、资产结构优化、资产质量明显改善的个股。同理，大多数上市区域性银行过去3年内不良率水平持续压降，例如成都银行（-32BP）和江阴银行（-42BP）不良率水平都出现了较大程度的改善。但部分重点化债省市和部分债务压力较高省份银行不良率水平过去3年内有所上升，例如西安银行（+32BP）、贵阳银行（+12BP）、兰州银行（+10BP）不良率水平皆出现了一定程度上升，我们认为经济环境的变化或将是影响区域内银行资产质量的重要因素，未来政策落地效果更值得期待。

图表10 动态视角下的上市区域性银行资产质量变化（不良率）

上市区域性银行		2021	2022	2023	24Q3	过去3年
重点化债省市	渝农商行	1.25%	1.22%	1.19%	1.17%	-0.08%
	重庆银行	1.30%	1.38%	1.34%	1.26%	-0.04%
	贵阳银行	1.45%	1.45%	1.59%	1.57%	0.12%
	兰州银行	1.73%	1.71%	1.73%	1.83%	0.10%
债务压力相对较高省份	长沙银行	1.20%	1.16%	1.15%	1.16%	-0.04%
	郑州银行	1.85%	1.88%	1.87%	1.86%	0.01%
	西安银行	1.32%	1.25%	1.35%	1.64%	0.32%
其余区域性银行	北京银行	1.44%	1.43%	1.32%	1.31%	-0.13%
	南京银行	0.91%	0.90%	0.90%	0.83%	-0.08%
	宁波银行	0.77%	0.75%	0.76%	0.76%	-0.01%
	上海银行	1.25%	1.25%	1.21%	1.20%	-0.05%
	江苏银行	1.08%	0.94%	0.91%	0.89%	-0.19%
	杭州银行	0.86%	0.77%	0.76%	0.76%	-0.10%
	成都银行	0.98%	0.78%	0.68%	0.66%	-0.32%
	苏州银行	1.11%	0.88%	0.84%	0.84%	-0.27%
	厦门银行	0.91%	0.86%	0.76%	0.75%	-0.16%
	青岛银行	1.34%	1.21%	1.18%	1.17%	-0.17%
	齐鲁银行	1.35%	1.29%	1.26%	1.23%	-0.12%
	青农商行	1.74%	2.19%	1.81%	1.80%	0.06%
	沪农商行	0.95%	0.94%	0.97%	0.97%	0.02%
	紫金银行	1.45%	1.20%	1.16%	1.30%	-0.15%
	常熟银行	0.81%	0.81%	0.75%	0.77%	-0.04%
	无锡银行	0.93%	0.81%	0.79%	0.78%	-0.15%
	江阴银行	1.32%	0.98%	0.98%	0.90%	-0.42%
	苏农银行	1.00%	0.95%	0.91%	0.91%	-0.09%
	张家港行	0.95%	0.89%	0.94%	0.93%	-0.02%
瑞丰银行	1.25%	1.08%	0.97%	0.97%	-0.28%	
城商行算术平均值		1.23%	1.17%	1.15%	1.16%	-0.07%
农商行算术平均值		1.17%	1.11%	1.05%	1.05%	-0.12%
上市区域行算术平均值		1.20%	1.15%	1.11%	1.12%	-0.08%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：尾差系四舍五入造成

银行资产结构的摆布会影响银行未来的潜在的资产质量压力变化，我们首先从零售和对公业务来看，零售业务近年来的普遍承压使得上市区域性银行信贷资源普遍投向对公业务领域，以 24 年半年末数据为例，上市区域性银行对公贷款占比较 23 年末提升 2.3 个百分点至 63.1%。

具体到不同个股来看，重点化债省市银行和债务率较高银行对公资源倾斜度进一步提升，例如重庆银行和西安银行 24H1 对公贷款占比环比 23A 提升幅度超过 5 个百分点，占比提升速度超过行业均值。同时需要关注区域信贷有效需求不足情况下，票据业务占比提升的情况，例如贵阳银行和兰州银行 24 年半年末零售贷款和对公贷款占比环比 23A 均有下降。

图表11 区域性银行资产摆布情况

上市银行		23 年末对公贷款 占比	23 年末零售贷款 占比	24 年半年末对公贷 款占比	24 年半年末零售贷 款占比	对公占比变 化	零售占比变 化
重点化债省市	渝农商行	48.4%	43.0%	49.9%	41.4%	1.45%	-1.62%
	重庆银行	64.2%	24.3%	70.1%	22.9%	5.94%	-1.43%
	贵阳银行	83.8%	15.1%	83.5%	14.3%	-0.31%	-0.73%
	兰州银行	66.0%	23.9%	65.7%	21.9%	-0.36%	-2.02%
债务压力相对 较高省份	长沙银行	59.5%	37.8%	63.7%	35.3%	4.24%	-2.55%
	郑州银行	70.3%	23.3%	72.0%	23.2%	1.71%	-0.16%
	西安银行	61.5%	32.5%	67.1%	29.5%	5.56%	-3.05%
其余区域性银 行	北京银行	58.0%	34.9%	59.9%	33.0%	1.89%	-1.88%
	南京银行	68.8%	25.8%	70.4%	23.9%	1.60%	-1.96%
	宁波银行	52.7%	40.5%	54.9%	37.1%	2.16%	-3.37%
	上海银行	60.4%	31.0%	61.2%	29.2%	0.83%	-1.79%
	江苏银行	56.9%	35.8%	63.6%	30.9%	6.75%	-4.93%
	杭州银行	63.6%	34.7%	64.1%	32.9%	0.47%	-1.75%
	成都银行	80.2%	19.8%	81.7%	18.0%	1.54%	-1.72%
	苏州银行	59.6%	33.2%	64.2%	29.2%	4.51%	-4.04%
	厦门银行	53.3%	36.0%	56.1%	34.8%	2.84%	-1.20%
	青岛银行	67.2%	26.4%	69.7%	24.0%	2.56%	-2.31%
	齐鲁银行	69.3%	27.9%	70.6%	26.5%	1.28%	-1.37%
	青农商行	64.1%	29.2%	63.0%	30.1%	-1.11%	0.88%
	沪农商行	58.3%	29.6%	58.1%	28.1%	-0.24%	-1.60%
	紫金银行	65.7%	24.0%	66.7%	22.8%	1.03%	-1.19%
	常熟银行	34.8%	59.4%	37.1%	57.0%	2.32%	-2.40%
	无锡银行	68.4%	18.3%	68.5%	16.5%	0.10%	-1.81%
	江阴银行	66.1%	19.4%	66.4%	17.6%	0.26%	-1.73%
苏农银行	61.5%	23.6%	65.4%	22.3%	3.86%	-1.34%	
张家港行	49.1%	40.3%	49.8%	34.8%	0.62%	-5.47%	
瑞丰银行	47.9%	45.7%	50.4%	43.4%	2.47%	-2.35%	
城商行贷款占比		62.1%	31.8%	64.7%	29.4%	2.6%	-2.4%
农商行贷款占比		55.0%	35.0%	55.8%	33.4%	0.7%	-1.6%
区域行贷款占比		60.8%	32.4%	63.1%	30.1%	2.3%	-2.3%

资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

注：尾差系四舍五入造成；红/绿色背景分别代表占比上升/下降；橙色加粗表示占比位于7家银行首位

由于化债政策更关注地方政府债务，银行对公贷款结构亦能成为另一个观察方向。我们按照交通运输、仓储和邮政业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业测算上市区域性银行基建贷款情况，以24H1数据为例，基建类贷款基本为对公贷款主要的投向，城商行24H1基建类贷款占比较23A上升1.19个百分点至47.2%，农商行24H1基建类贷款占比则环比23A下降0.58个百分点至34.9%，整体保持稳定。

聚焦到个股来看，我们预计基建类贷款占比相对较高的银行更受益于化债政策落地带来的潜在资产质量压力缓释，以24H1数据为例，债务压力较高省市中渝农商行和重庆银行基建类贷款占比较高，分别达到63.3%/63.3%，两家银行的地产业务敞口基本处于上市区域性银行较低分位。

图12 区域性对公贷款结构

	上市银行	24H1 对公贷款结构较年初变化											
		基建类贷款占比			制造业贷款占比			批发及零售行业贷款占比			房地产行业贷款占比		
		23A	24H1	变动比例	23A	24H1	变动比例	23A	24H1	变动比例	23A	24H1	变动比例
重点化债省市	渝农商行	65.2%	63.3%	-1.9%	20.9%	20.6%	-0.4%	10.9%	5.7%	-5.2%	1.1%	1.3%	0.3%
	重庆银行	59.8%	63.3%	3.6%	11.0%	10.0%	-1.0%	8.6%	8.6%	0.0%	3.8%	3.3%	-0.5%
	贵阳银行	27.7%	25.7%	-2.0%	7.8%	7.5%	-0.3%	13.5%	14.2%	0.7%	13.7%	14.7%	1.1%
	兰州银行	27.5%	32.5%	5.0%	11.7%	12.5%	0.7%	12.0%	2.1%	-9.9%	13.5%	13.3%	-0.3%
债务压力相对较高省份	长沙银行	39.0%	43.0%	4.0%	14.6%	13.3%	-1.3%	11.6%	9.7%	-1.9%	4.9%	4.9%	0.0%
	郑州银行	45.3%	45.3%	0.0%	6.0%	5.3%	-0.7%	18.4%	18.5%	0.1%	11.5%	10.8%	-0.7%
	西安银行	43.0%	48.2%	5.3%	7.6%	6.6%	-1.0%	7.1%	6.5%	-0.6%	8.2%	7.4%	-0.8%
其余区域性银行	北京银行	44.5%	42.9%	-1.7%	14.9%	16.1%	1.2%	10.1%	9.7%	-0.4%	10.2%	9.4%	-0.8%
	南京银行	57.7%	58.6%	0.9%	12.2%	12.6%	0.4%	10.2%	9.9%	-0.2%	5.0%	4.4%	-0.6%
	宁波银行	39.0%	39.7%	0.6%	25.0%	24.5%	-0.6%	17.0%	18.3%	1.3%	17.5%	17.7%	0.2%
	上海银行	43.2%	44.5%	1.3%	11.5%	12.0%	0.5%	8.4%	8.6%	0.2%	14.8%	13.7%	-1.1%
	江苏银行	41.6%	43.5%	1.9%	23.4%	23.6%	0.1%	11.7%	10.1%	-1.6%	8.0%	6.3%	-1.8%
	杭州银行	66.6%	68.7%	2.1%	14.2%	14.9%	0.7%	4.1%	4.5%	0.4%	7.2%	6.4%	-0.8%
	成都银行	60.7%	64.6%	3.9%	8.8%	8.0%	-0.8%	8.5%	7.8%	-0.7%	7.7%	6.4%	-1.3%
	苏州银行	36.9%	35.9%	-0.9%	29.9%	28.6%	-1.3%	12.6%	10.7%	-1.9%	9.6%	12.8%	3.2%
	厦门银行	24.6%	26.4%	1.7%	19.5%	19.8%	0.3%	26.0%	25.0%	-0.9%	7.5%	7.0%	-0.4%
	青岛银行	32.9%	34.3%	1.4%	13.8%	15.3%	1.5%	19.9%	21.2%	1.3%	11.2%	10.0%	-1.2%
	齐鲁银行	47.7%	47.9%	0.2%	14.1%	13.2%	-0.9%	14.6%	15.3%	0.7%	2.1%	1.9%	-0.2%
	青农商行	30.3%	33.2%	2.9%	13.4%	14.8%	1.4%	22.7%	21.5%	-1.2%	13.0%	8.9%	-4.1%
	沪农商行	26.6%	24.8%	-1.8%	20.2%	19.2%	-1.0%	8.0%	8.6%	0.5%	25.2%	25.5%	0.3%
	紫金银行	34.0%	34.6%	0.6%	7.7%	7.6%	-0.1%	16.5%	16.1%	-0.4%	6.5%	7.0%	0.5%
	常熟银行	25.3%	25.8%	0.4%	47.7%	45.3%	-2.5%	11.3%	11.8%	0.5%	2.4%	2.0%	-0.3%
	无锡银行	37.6%	37.6%	0.0%	29.2%	28.4%	-0.8%	17.2%	16.7%	-0.5%	1.3%	1.4%	0.1%
江阴银行	20.3%	19.6%	-0.7%	42.8%	41.8%	-1.0%	18.5%	18.4%	0.0%	1.6%	1.3%	-0.2%	
苏农银行	15.9%	16.7%	0.8%	46.3%	44.1%	-2.2%	13.6%	14.1%	0.5%	3.6%	3.2%	-0.4%	
张家港行	23.7%	21.1%	-2.5%	34.1%	33.2%	-0.9%	21.0%	24.2%	3.2%	2.5%	2.1%	-0.4%	
瑞丰银行	15.1%	16.4%	1.3%	42.4%	40.0%	-2.4%	22.2%	24.0%	1.9%	3.6%	3.8%	0.2%	
城商行贷款占比		46.0%	47.2%	1.2%	15.3%	15.7%	0.4%	11.3%	10.8%	-0.5%	9.7%	9.0%	-0.7%
农商行贷款占比		35.5%	34.9%	-0.6%	24.6%	24.2%	-0.4%	13.7%	12.7%	-1.0%	10.1%	9.5%	-0.6%

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

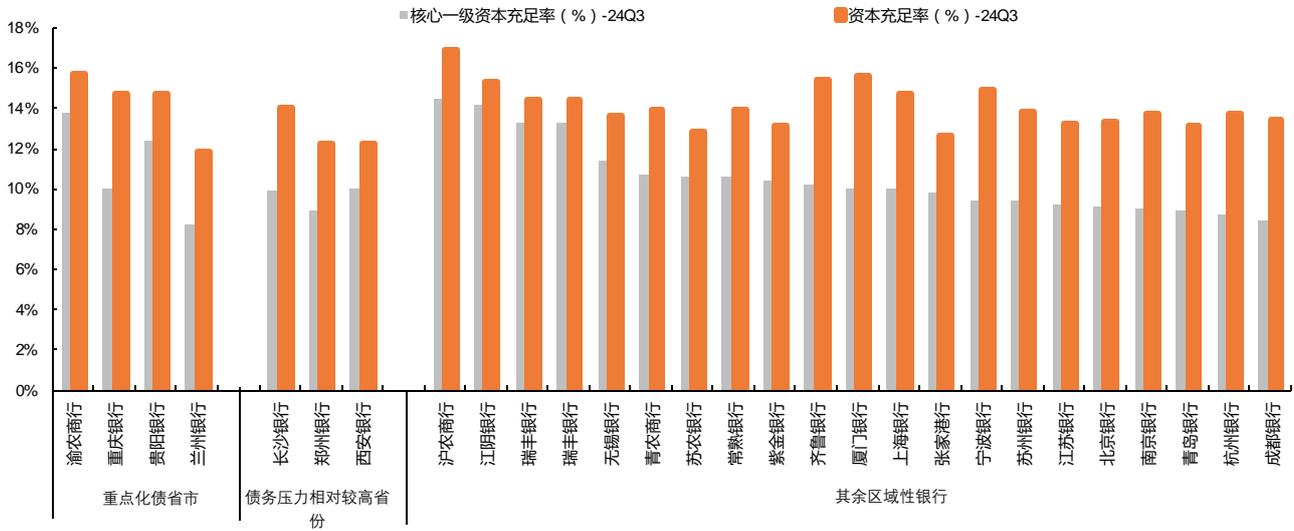
注: 尾差系四舍五入造成; 红/绿色背景分别代表占比上升/下降

2.3 资本节约程度有望提高, 关注风险抵补能力变化

风险抵补能力同样是筛选优质区域性银行的重要指标之一。一方面我们关注各家区域性银行的资本水平变化。特别是地方专项债券的风险权重(25%)明显低于贷款风险权重(75%-100%), 债务置换未来有望一定程度节省银行的资本消耗。以24Q3数据为例, 全部上市区域性银行核心一级资本充足率和资本充足率皆高于监管要求。

分不同类别银行看, 重点化债省市和债务压力较高省份中, 渝农商行和贵阳银行资本水平相对更为充裕, 截至24Q3, 核心一级资本充足率分别为13.8%/12.4%, 资本充足率分别为15.7%/14.7%。但部分银行资本水平距离上市可比银行仍有一定差距, 例如兰州银行24Q3核心一级资本充足率和资本充足率分别为8.3%/11.9%, 绝对水平位于上市区域性银行中下游。

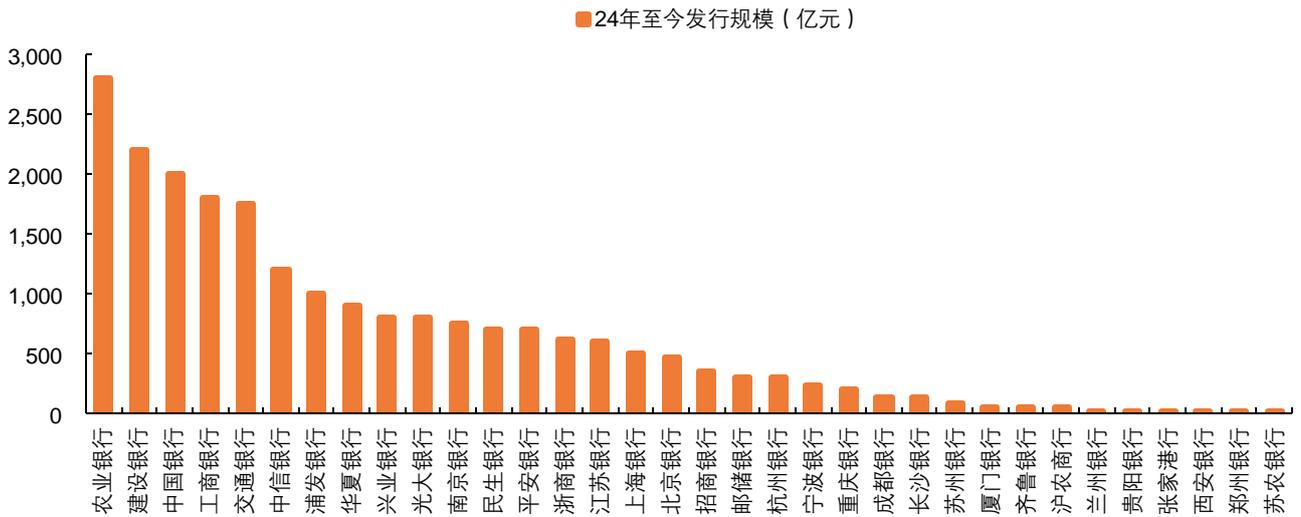
图表13 24Q3 上市区域性银行资本水平情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

银行资本补充一方面来源于公司自身内源性的资本补充，盈利的稳定性以及分红率的变化将极大影响这一块的资本补充能力。此外，公司通过二级资本债、可转债等外源性的资本补充方案进行资本的补充，截至 2024 年 11 月 14 日，今年共有 34 家上市银行发行金融债，发行金额达到 2.17 万亿元，当前债券利率较低的环境下，金融债等工具的发行或将成为资本补充的有力工具。

图表14 24 年至今上市银行金融债发行规模



资料来源：Wind，平安证券研究所

另一方面，我们关注各家银行当前的拨备水平，拨备水平高低同样直接影响到公司的风险抵补能力。根据央行数据，截至2024年半年末，城商行和农商行拨备覆盖率分别为193%/143%，故而目前上市区域性银行拨备覆盖率水平皆超过行业整体水平。

但若进一步聚焦重点化债省市银行和债务压力较高省份银行来看，大多数银行拨备水平仍低于上市区域性银行的平均水平，例如郑州银行和西安银行24年三季度末拨备覆盖率分别为166%/186%，基本处于上市区域行中最低水平。该分类中以渝农商行（359%）、长沙银行（315%）拨备覆盖率处于同分类中领先水平，处于上市区域性银行中上水平。

图表15 24年三季度末上市区域性银行拨备情况

上市银行		拨备覆盖率 (24Q3)	拨贷比 (24Q3)
重点化债省市	渝农商行	359%	4.20%
	重庆银行	250%	3.15%
	贵阳银行	263%	4.13%
	兰州银行	205%	3.76%
债务压力相对较高省份	长沙银行	315%	3.64%
	郑州银行	166%	3.09%
	西安银行	186%	3.06%
其余区域性银行	北京银行	210%	2.74%
	南京银行	340%	2.82%
	宁波银行	405%	3.08%
	上海银行	277%	3.33%
	江苏银行	351%	3.05%
	杭州银行	543%	4.12%
	成都银行	497%	3.29%
	苏州银行	474%	3.99%
	厦门银行	390%	2.94%
	青岛银行	246%	2.87%
	齐鲁银行	313%	3.83%
	青农商行	230%	4.14%
	沪农商行	365%	3.53%
	紫金银行	215%	2.80%
	常熟银行	528%	4.09%
	无锡银行	499%	3.89%
江阴银行	452%	4.05%	
苏农银行	430%	3.89%	
张家港行	411%	3.81%	
瑞丰银行	330%	3.21%	
城商行算术平均值		319%	3.35%
农商行算术平均值		382%	3.76%
区域行算术平均值		343%	3.50%

资料来源：Wind，平安证券研究所

三、投资建议：预期改善推动估值修复，继续关注银行股息配置价值

若以 23 年分红额以及 11 月 20 日市值计算来看的话，板块平均股息率达到 4.53%，相对以 10 年期国债收益率衡量的无风险利率的溢价水平仍处于历史高位，且仍在继续走阔，股息吸引力持续提升。结合板块目前静态 PB 估值仅为 0.61 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际较为充分，板块配置价值突出。个股维度，关注稳增长和地产政策发力效果对区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波）和股份行（兴业、招行）的催化，高股息银行的配置价值依然突出（工行、建行、上海）。

四、风险提示

- 1) **宏观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。
- 2) **利率下行导致行业息差收窄超预期。**降息持续落地、存量按揭贷款利率调整以及减费让利大背景下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) **金融政策风险。**银行业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

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 2024 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
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