

地方化债路径推演 与对银行影响

行业评级：看好

2023年9月5日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

分析师 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

分析师 陈建宇
证书编号 S1230522080005

研究助理 赵洋

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

研究背景：随着房地产市场承压和土地出让金下滑，市场开始担忧城投企业还本付息的能力。2022年12月遵义道桥降息展期，引发市场对于地方政府债务压力的广泛关注，和银行“买单”的深度担忧。

研究内容：针对市场关切，我们对地方政府债务风险化解的路径进行推演，并分析对银行的影响。

研究价值：

- **研究内容的独特性：**市场首个系统性梳理地方化债路径、银行城投业务区域层级结构、潜在降息幅度。基于对路径的整理和数据的分析，我们就地方债务化解对上市银行息差水平、营收增速的潜在影响进行了定量测算。
- **研究结论的差异化：**不同于市场过度悲观的预期，我们认为城投化债有希望成功，且化债方式以市场化为主，对银行息差的直接影响有限，且银行有望充分受益于减损逻辑。

1、银行涉政敞口情况

(1) **敞口规模**：广义地方债务总规模约为105万亿元。①**政府债券**：余额约为37万亿元。②**城投债务**：考虑到数据可及性，我们使用公开发债的城投平台数据，城投贷款余额约为46万亿元，城投债余额约为16万亿元，城投非标余额约为5万亿元，**合计约为67万亿元**。

(2) **上市银行**：①**规模**，上市银行23H1末表内地方债务相关敞口规模约为98万亿元，占总资产的36%。**重点关注平台敞口合计为29万亿，占总资产11%**。②**分类**，城商行城投敞口占比最高，国有行占比最低。③**层级**，国有行高层级、低风险敞口占比高于股份行；城农商行区县级占比高。

2、一揽子方案可能性

(1) **核心压力**：本金到期导致的流动性压力，而非付息压力。①**还本付息**：经测算，需要降息的城投资产占比并不大，大部分城投资产付息压力可控。还本方面，地方债务可以通过与金融机构协商无还本续贷，或发行新债承接到期债务等方式，缓解还本压力。②**流动性**：2022年以来，受土地出让收入下行、减税降费、经济增长承压等因素影响，部分地方政府收入减少，不排除部分债务因集中到期等因素，面临短期流动性压力。

(2) **主要思路**：围绕缓解流动性压力、开源、节流三大维度。①**流动性**：过渡性资金支持。针对短期流动性压力，通过创设过桥资金、与金融机构协商展期等方式应对。②**开源**：增加偿债资金来源。如通过处置存量资产、发行基建REITs、借力碳汇交易等方式，盘活存量资产，增加非税收入。③**节流**：减轻地方支出压力。通过减少财政开支、降低债务利率、推进隐债置换等方式，减轻压力。重点关注**存量隐债置换、调降利率**。

(3) **重点关注**：重点关注降低债务利率、存量隐债置换影响。①**置换**：预计发行特殊再融资债券置换隐债，将作为化债路径之一。考虑到债务置换主要针对偿债压力较大的省份，如只统计债务率最高的21个省份，则可置换额度约为1.45万亿元。②**降息**：分为市场化续作后降息、贷款重组降息两类。市场化续作对地方信用环境、融资环境最为友好，如天津城投利差快速走低。重组式降息因涉及债务违约，对地方信用环境、融资环境可能造成伤害，参考贵州遵义道桥债务展期后，遵义地区城投债利差中枢由450bp提升至500bp。

3、对银行的影响几何

(1) **流动性**：基本面影响较有限。如使用过桥/化险资金解决流动性困难，则银行敞口正常还本；如协商展期，相关敞口可能因贷款重组下调评级，阶段性影响减值，但如重组贷款正常还本付息两个还款期（不低于1年），可调整为正常评级，减值拖累消退，**中长期对银行盈利能力影响非常有限**。

(2) **开源**：对银行经营没有影响。无需调整债权条款，银行相关债权敞口正常还本付息，对银行没有影响。

(3) **节流**：银行受益于敞口减损。①**隐债置换**：隐债置换为特殊再融资债券后，影响利息收入617亿元（占营收0.8%），保住潜在本金损失1.5万亿元。②**降低利率**：影响利息收入1196亿元（占营收1.6%），保住潜在本金损失4.6万亿元。

4、投资建议

政府债务风险化解，银行充分受益于减损，盈利影响好于预期，有望驱动估值修复，重点推荐高股息大行+成长性小行：①**大行**：重点推荐五大行+邮储。②**小行**：重点推荐浙商银行、成都银行、杭州银行、常熟银行。

5、风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露，数据测算偏差

目录

CONTENTS

01

银行涉政敞口情况

涉政敞口定义 | 涉政敞口规模 | 上市银行情况

02

一揽子方案可能性

流动性 | 开源 | 节流

03

对银行的影响几何

整体影响 | 个股情况

04

风险提示

01

银行涉政 敞口情况

为探究地方政府债务影响，我们需首先定义地方政府债务范围及规模。

(1) 如何定义：地方政府相关债务包括**地方政府债券、地方国企债务、其他政府支出责任**。地方政府债券即为地方显性债务，地方承担偿还责任。地方国企债务，又根据地方政府是否承担偿还责任，分为隐性债务、其他债务。其他支出责任由于难以衡量，本篇报告不做探讨。**①狭义口径：**地方负有偿还责任的债务=地方政府债券+隐性债务。**②广义口径：**地方国企（含城投）的信用表现会影响市场对当地金融环境认知。因此非隐债地方国企债务违约，也可能导致地方金融环境恶化。考虑到非平台类的国企一般具有自主商业运营能力，因此我们定义**广义地方政府债务=地方政府债券+城投平台债务**，并围绕此口径进行探讨。

(2) 具体规模：广义地方债务余额约105万亿元。其中：**①政府债券：**余额合计37万亿元，其中一般债15万亿元，专项债23万亿元。**②城投平台：**根据公开发债的城投平台数据测算，**城投相关债务合计约67万亿元**，其中贷款46万亿元、城投债16万亿元、非标5万亿元。从风险特征来看，信用风险主要集中在城投贷款和城投非标，利率风险主要集中在城投的各类债务形式中。

类型	风险	对银行利润的影响	2023年6月末规模 (亿元)	数据口径或测算思路
地方政府一般债	几乎无利率风险、信用风险	收入：利息收入、其他收入	146,310	地方政府存续中的一般债余额
地方政府专项债	几乎无利率风险、信用风险	收入：利息收入、其他收入	228,325	地方政府存续中的专项债余额
城投贷款	面临利率风险和信用风险	收入：利息收入 成本：减值损失	463,416	根据城投公司最新财报披露的借款余额统计
城投债	面临利率风险	收入：利息收入、其他收入 成本：减值损失	159,148	根据城投公司存续债券余额统计
城投非标	面临利率和信用风险	收入：利息收入、其他收入 成本：减值损失	48,484	根据城投公司最新财报披露的非标余额统计

数据来源：wind，企业预警通，公司财报，浙商证券研究所。备注：1.关于城投公司认定标准，《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19号定义，“由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。”中国结算公司在认定城投债时，地方政府投融资平台公司发行的公益性和准公益性项目债券认定为城投债，其中从事准公益性项目，但不从事任何公益性项目的发行人，若其经营性指标满足以下2个条件任意一个，则其发行的债券可被认为城投债：“自身现金流近三年中任意一年无法完全覆盖债务本息；近三年中任意一年的当年补贴收入占1年内到期的长期负债的比率大于30%。”本文所述城投公司主要参考wind和企业预警通给出的城投公司名单。2.其他... 6
浮盈亏所带来的其他非息收入。3.基于地方

分省情况看，各省债务分布不平衡的特征突出，东部沿海区域债务总量相对集中，但债务负担相对可控。

- **债务总量大但债务率不高的：**江苏（债务余额12万亿，窄口径债务率73%）、浙江（10万亿，85%）、四川（8万亿，97%）、山东（7万亿，116%），广东（5万亿，95%）。
- **债务总量一般但债务负担重的：**黑龙江（0.9万亿，493%）、新疆（1.6万亿，321%）、内蒙古（1.1万亿，285%）。

单位： 万亿元	债务 总额	政府债务		城投债务			债务率 (%)			债务 总额	政府债务		城投债务			债务率 (%)	
		一般债	专项债	贷款	债券	非标	窄口径	宽口径			一般债	专项债	贷款	债券	非标	窄口径	宽口径
上海	1.98	0.35	0.50	0.77	0.31	0.05	56	89	青海	0.36	0.23	0.07	0.05	0.01	0.00	155	189
江苏	12.03	0.74	1.33	6.36	2.88	0.73	73	225	辽宁	1.44	0.69	0.40	0.30	0.03	0.02	158	161
浙江	9.77	0.74	1.27	5.32	1.91	0.51	85	189	贵州	3.09	0.65	0.59	1.40	0.27	0.19	161	212
山西	1.13	0.30	0.33	0.33	0.13	0.04	91	87	甘肃	1.55	0.23	0.37	0.84	0.07	0.03	166	145
广东	5.36	0.72	1.77	2.04	0.68	0.16	95	116	河北	2.82	0.63	0.94	1.00	0.20	0.05	167	209
四川	7.77	0.71	1.05	4.53	1.01	0.47	97	170	陕西	3.23	0.45	0.52	1.76	0.31	0.20	179	290
湖南	4.40	0.72	0.82	1.88	0.82	0.16	110	194	江西	3.47	0.40	0.68	1.64	0.62	0.13	204	256
山东	6.83	0.74	1.61	2.82	1.25	0.40	116	173	湖北	4.35	0.53	0.85	2.08	0.68	0.20	222	271
北京	2.98	0.23	0.82	1.38	0.41	0.13	116	156	河南	4.40	0.57	0.94	2.13	0.56	0.20	230	305
广西	2.36	0.46	0.50	1.04	0.25	0.11	117	185	重庆	3.41	0.31	0.69	1.53	0.66	0.22	255	399
海南	0.35	0.17	0.17	0.01	0.00	0.00	121	143	西藏	0.14	0.04	0.02	0.05	0.02	0.00	265	365
安徽	3.64	0.41	0.91	1.58	0.55	0.20	121	200	天津	2.75	0.20	0.66	1.28	0.37	0.24	279	394
吉林	1.46	0.36	0.35	0.58	0.11	0.07	134	193	内蒙古	1.14	0.66	0.28	0.20	0.01	0.00	285	321
宁夏	0.31	0.15	0.05	0.09	0.02	0.01	134	177	新疆	1.64	0.44	0.45	0.57	0.14	0.03	321	302
福建	2.77	0.35	0.83	1.10	0.38	0.10	145	186	黑龙江	0.91	0.47	0.25	0.15	0.03	0.01	493	202
云南	3.11	0.57	0.63	1.53	0.19	0.18	149	171									

数据来源：wind，企业预警通，公司财报，浙商证券研究所。备注：1. 窄口径债务率=地方债务余额（一般债 + 专项债）/ 地方政府综合财力；宽口径债务率=（地方债务余额 + 城投有息负债余额）/（地方政府综合财力 + 城投公司营业收入）。2. 颜色越红代表债务规模越高，债务率越高；颜色越蓝代表债务规模越少，债务率越低。3. 宽口径债务率中涉及的城投有息债务和城投公司营业收入均依赖于发债城投公告，不

截至2023H1末，测算上市银行表内地方债务相关敞口规模约97.6万亿元，占总资产35.7%。考虑到地方政府债券的风险极低，表外净值化基本完成，对银行营收利润影响非常有限，我们重点关注银行表内城投类业务情况。

上市银行城投类业务的表内总敞口规模约57万亿元，占总资产20.8%。根据贷款投向统计，上市银行基建贷款余额28万亿，建筑行业贷款4万亿，平台（租赁和商务服务业）贷款16万亿；根据资产投向测算，上市银行持有城投债6万亿，城投非标3万亿。**重点关注敞口（平台贷款+建筑贷款+城投债+城投非标）合计29万亿，占总资产10.6%。**主要考虑基建企业一般具有商业盈利性。

类型	风险	对银行利润的影响	23H1末规模 占总资产比例		数据口径或测算思路
平台贷款	面临利率和信用风险	收入：利息收入 成本：减值损失	160,673	5.87%	平台贷款=上市银行租赁和商贸服务业贷款
建筑贷款	面临利率和信用风险	收入：利息收入 成本：减值损失	41,959	1.53%	建筑贷款=上市银行建筑业贷款
基建贷款	面临利率风险	收入：利息收入	279,156	10.20%	基建贷款=上市银行电力、热力、燃气及水的生产和供应业+交通运输、仓储和邮政业+水利、环境和公共设施管理业贷款
政府债	几乎无利率风险、信用风险	当前利率水平已经较低，对银行盈利影响有限	405,948	14.84%	政府债=银行表内金融投资中划分为政府债的债券余额
城投债	面临利率风险	收入：利息收入、投资收益	57,578	2.10%	信用债=银行表内金融投资中划分为信用债的债券余额，假设全部投向城投
城投非标	面临利率和信用风险	收入：利息收入、其他收入 成本：减值损失	30,677	1.12%	城投非标=银行表内投资的信托、资管计划等非标×投向城投比例（非标主要投向城投和地产，假设城投80%）

数据来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。备注：1.基建贷款=水利、环境和公共设施和管理业贷款余额+交通运输、仓储和邮政业贷款余额+电力、热力、燃气及水生产和供应业贷款余额；2.平台贷款余额=商务及租赁服务业贷款余额；3.建筑贷款=建筑业贷款余额；4.城投债=企业债投资余额；4.城投非标=(信托计划+资管计划)×80%。

截至2023H1末，上市银行城投敞口占总资产比例从高到低排序。**按银行类型**：城商行19.5%、农商行12.7%、股份行12.6%、国有行8.7%。**按个股情况**：最高三家为重庆29%、南京27.2%、贵阳26.8%；最低三家为平安3.8%、招行5.2%、邮储5.8%。

亿元	平台贷款	建筑贷款	城投债	城投非标	城投总额	总资产比重	基建贷款	含基建总额	含基建占比		平台贷款	建筑贷款	城投债	城投非标	城投总额	总资产比重	基建贷款	含基建总额	含基建占比
中行	29,519	4,538	3,253	149	37,459	12.1%	35,827	73,286	23.6%	青岛	278	407	415	102	1,202	21.2%	352	1,554	27.3%
交行	7,935	2,046	2,227	548	12,756	9.2%	17,111	29,867	21.6%	西安	168	215	349	131	862	20.4%	262	1,124	26.6%
建行	23,985	6,412	4,014	182	34,594	9.0%	40,997	75,590	19.8%	郑州	594	212	77	365	1,248	20.2%	504	1,752	28.4%
工行	22,078	4,582	7,016	791	34,467	7.9%	64,873	99,340	22.7%	杭州	1,066	268	1,559	569	3,462	19.8%	2,147	5,609	32.2%
农行	20,620	5,133	2,047	606	28,406	7.5%	49,641	78,047	20.5%	上海	2,373	598	2,641	321	5,933	19.6%	1,180	7,113	23.5%
邮储	1,856	1,954	2,379	2,573	8,762	5.8%	12,604	21,365	14.1%	长沙	428	390	606	373	1,796	18.0%	706	2,502	25.1%
国有行	105,993	24,664	20,936	4,849	156,442	8.7%	221,053	377,496	21.0%	北京	2,100	750	1,151	1,910	5,911	16.3%	3,048	8,959	24.7%
华夏	4,539	1,054	2,252	3,160	11,006	26.9%	2,812	13,817	33.7%	宁波	1,618	410	1,370	763	4,161	16.0%	908	5,069	19.5%
浙商	2,362	586	1,549	810	5,307	18.2%	959	6,265	21.5%	江苏	2,464	517	1,654	521	5,157	15.7%	1,659	6,816	20.7%
兴业	5,741	1,675	5,018	5,056	17,490	17.7%	6,323	23,813	24.1%	兰州	189	243	116	80	628	13.6%	260	888	19.2%
民生	5,233	1,097	4,187	512	11,029	14.4%	4,256	15,285	20.0%	厦门	154	132	154	6	446	12.6%	98	545	15.4%
浦发	5,079	1,767	1,539	3,257	11,642	13.0%	5,401	17,043	19.1%	城商行	18,378	5,825	13,011	8,572	45,786	19.5%	14,860	60,646	25.8%
光大	3,183	1,571	3,509	452	8,715	12.9%	5,406	14,121	20.9%	无锡	268	49	110	0	426	18.7%	88	514	22.6%
中信	5,366	1,175	1,181	2,008	9,729	11.0%	6,829	16,558	18.7%	紫金	178	169	83	12	443	17.9%	202	645	26.0%
招行	1,869	1,178	1,573	916	5,536	5.2%	8,205	13,740	12.8%	青农	296	242	25	128	691	14.9%	171	863	18.6%
平安	0	448	827	789	2,064	3.8%	868	2,932	5.3%	苏农	92	93	91	2	277	13.9%	34	311	15.6%
股份行	33,373	10,550	21,503	16,959	82,385	12.6%	41,057	123,442	18.9%	沪农	928	122	797	7	1,854	13.6%	152	2,006	14.8%
重庆	684	262	749	414	2,108	29.0%	676	2,784	38.3%	瑞丰	54	53	105	17	229	12.1%	40	268	14.1%
南京	3,465	95	972	1,519	6,051	27.2%	884	6,936	31.2%	港行	81	42	96	15	234	11.7%	49	283	14.1%
贵阳	243	682	166	708	1,799	26.8%	494	2,293	34.2%	渝农	828	98	551	60	1,536	10.7%	1,302	2,838	19.7%
成都	1,639	227	400	287	2,554	24.8%	1,077	3,631	35.3%	常熟	121	0	138	55	314	9.9%	76	390	12.3%
齐鲁	566	250	205	201	1,223	22.2%	340	1,564	28.4%	江阴	84	53	0	0	137	7.8%	73	209	11.9%
苏州	349	165	427	303	1,244	21.4%	265	1,509	26.0%	农商行	2,928	921	1,995	298	6,141	12.7%	2,186	8,327	17.3%
										上市行	160,673	41,959	57,578	30,677	290,887	10.6%	279,156	570,043	20.8%

数据来源：wind，浙商证券研究所。备注：城投总额=平台贷款+建筑贷款+城投债+城投非标；总资产比重=城投总额/总资产；含基建总额=基建贷款+城投总额；含基建占比=含基建总额/总资产。

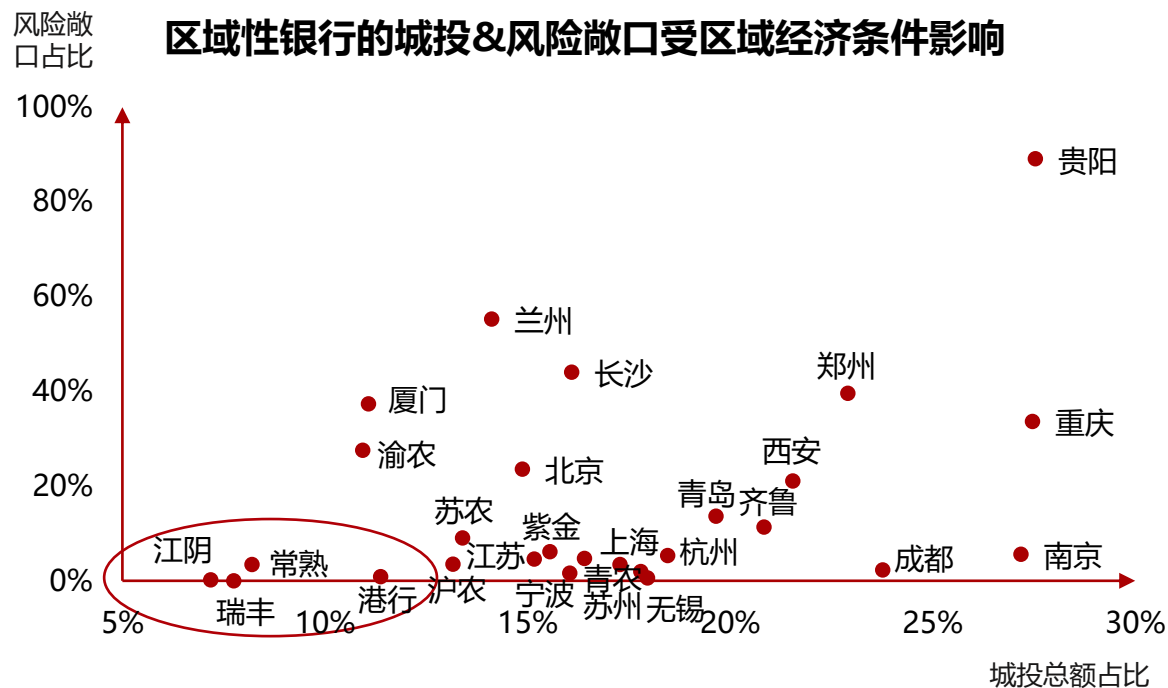
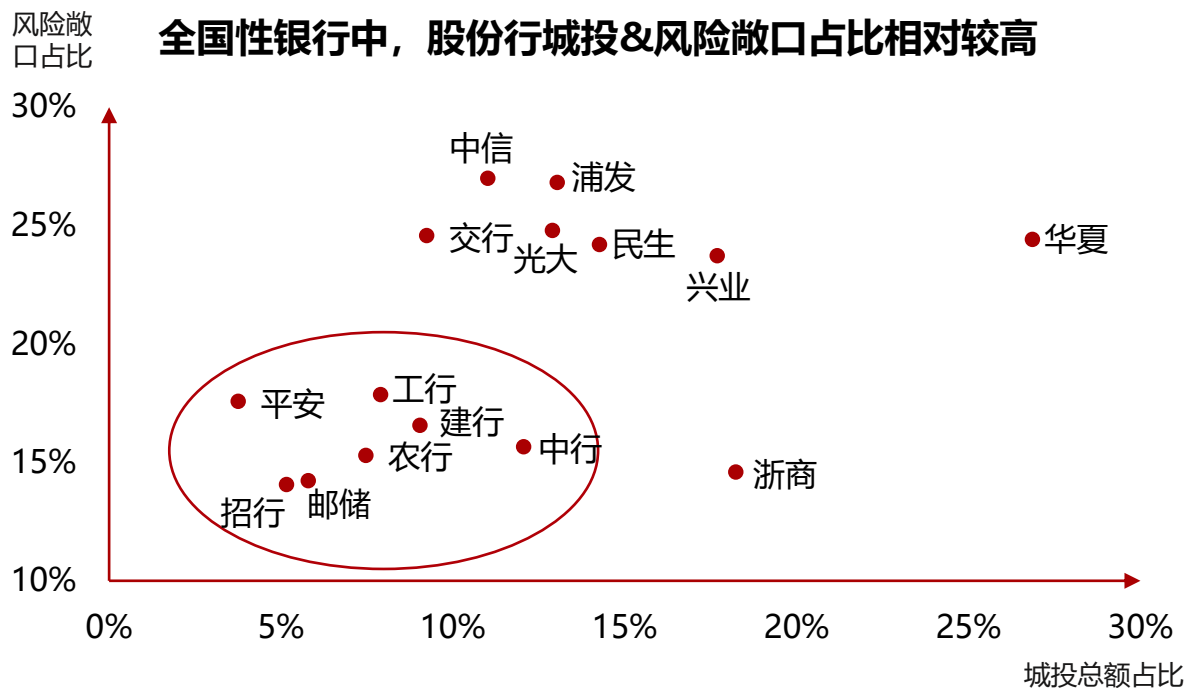
我们统计了发行城投债的样本城投企业授信情况，以此分析上市银行地方债务敞口的层级、区域结构。根据样本数据，城农商行区县级占比高，具体敞口结构与经营区位相关，分化严重；全国性银行当中，国有行的高层级、低风险敞口占比高于股份行。

机构	绿色地区			黄色地区			橙色地区			红色地区		风险敞口占比	机构	绿色地区			黄色地区			橙色地区			红色地区		风险敞口占比
	省级	地市级	区县级	省级	地市级	区县级	省级	地市级	区县级	地市级	区县级			省级	地市级	区县级	省级	地市级	区县级	省级	地市级	区县级	地市级	区县级	
工行	11.3%	15.2%	25.3%	7.7%	9.8%	7.0%	5.9%	7.3%	3.4%	5.5%	1.7%	17.9%	成都	5.7%	21.6%	47.0%	9.8%	12.9%	0.6%	1.0%	1.3%				2.3%
农行	12.4%	16.1%	26.1%	8.9%	7.7%	6.6%	7.0%	5.8%	2.5%	5.1%	1.8%	15.3%	重庆		13.1%	5.3%	0.8%	32.8%	9.4%	5.0%	21.6%	4.5%	5.9%	1.7%	33.7%
建行	15.2%	17.5%	18.8%	7.8%	9.4%	5.6%	9.1%	7.1%	1.8%	6.1%	1.6%	16.6%	贵阳		0.3%	4.6%	1.9%	0.2%	3.9%		29.6%	25.0%	18.5%	16.0%	89.1%
中行	14.0%	14.2%	24.5%	7.8%	9.4%	6.3%	8.1%	8.1%	1.7%	4.4%	1.4%	15.7%	郑州			2.9%		28.1%	16.9%	12.6%	25.3%	8.0%	2.3%	4.0%	39.6%
交行	8.8%	17.2%	15.1%	7.2%	15.5%	5.2%	6.5%	12.6%	1.7%	8.4%	1.9%	24.6%	青岛	2.2%	18.0%	23.1%	9.4%	22.9%	10.6%		9.5%	4.2%			13.7%
邮储	14.2%	14.3%	7.0%	10.1%	9.8%	2.7%	27.6%	7.6%	0.6%	4.9%	1.2%	14.2%	苏州		13.1%	73.6%		4.8%	6.5%				2.0%		2.0%
国有行	12.5%	15.8%	22.0%	8.0%	9.9%	6.1%	8.3%	7.7%	2.3%	5.7%	1.7%	17.3%	齐鲁	2.9%	23.7%	25.2%	3.2%	20.9%	12.2%	0.5%	5.1%	0.6%	5.6%		11.4%
兴业	4.3%	19.0%	26.7%	6.4%	8.3%	8.4%	3.0%	9.3%	3.2%	9.0%	2.3%	23.7%	兰州		0.2%	1.4%	43.1%						55.3%		55.3%
浦发	5.1%	17.4%	20.6%	5.8%	11.4%	6.6%	6.3%	8.9%	3.1%	12.7%	2.1%	26.8%	西安		3.6%	5.4%	13.2%	17.3%	39.4%		4.4%	10.2%	5.4%	1.2%	21.1%
招行	13.1%	25.6%	15.4%	11.1%	10.1%	3.3%	7.3%	7.0%	0.3%	5.6%	1.2%	14.1%	厦门	7.1%	12.5%	5.4%	2.6%	26.5%	7.6%	0.9%	18.2%	4.2%	9.0%	6.0%	37.4%
华夏	2.8%	16.0%	27.8%	3.0%	11.6%	10.2%	4.2%	10.5%	3.2%	8.7%	2.0%	24.4%	城商行	1.8%	17.0%	45.5%	1.3%	8.0%	11.3%	0.9%	5.0%	2.6%	4.6%	1.9%	14.1%
中信	2.2%	16.8%	27.4%	2.9%	10.0%	9.2%	4.6%	12.3%	3.4%	9.5%	1.8%	27.0%	沪农	21.2%	63.3%	1.8%	1.2%	4.3%	4.6%		3.0%		0.6%		3.5%
光大	3.0%	14.0%	28.7%	3.3%	11.4%	11.2%	3.7%	11.4%	3.0%	8.7%	1.7%	24.8%	青农		30.7%	8.4%	23.1%	29.2%	3.8%		4.8%				4.8%
浙商	0.8%	16.8%	41.0%	1.8%	11.8%	12.0%	1.3%	7.4%	1.6%	4.9%	0.7%	14.6%	常熟		5.7%	71.9%		1.7%	17.2%				0.8%	2.6%	3.5%
平安	5.2%	23.6%	19.2%	3.5%	9.3%	7.5%	14.1%	7.4%	3.4%	6.0%	0.8%	17.6%	紫金	0.1%	16.3%	71.6%	0.4%		5.4%			0.3%	4.2%	1.6%	6.1%
民生	5.0%	18.7%	26.6%	2.9%	9.8%	6.9%	5.8%	11.0%	2.0%	10.0%	1.2%	24.2%	无锡		10.4%	85.1%			3.9%			0.6%			0.6%
股份行	4.2%	17.9%	26.3%	4.4%	10.2%	8.6%	4.9%	10.1%	2.8%	8.9%	1.7%	23.5%	港行		6.1%	75.6%		2.3%	15.1%			0.9%			0.9%
北京	3.6%	22.6%	22.1%	2.3%	13.4%	11.3%	1.2%	9.4%	2.4%	7.7%	4.0%	23.6%	苏农		7.9%	76.5%		0.9%	5.7%			9.1%			9.1%
上海	7.1%	27.0%	55.5%		1.5%	4.8%	0.6%	1.6%		1.9%		3.5%	江阴		0.8%	97.8%			1.2%			0.2%			0.2%
江苏		18.2%	60.1%	0.1%	2.1%	14.7%	0.2%		1.3%	2.7%	0.7%	4.6%	瑞丰		4.3%	79.1%			16.6%						0.0%
宁波	1.7%	18.4%	68.8%		1.6%	7.8%		0.1%	0.9%	0.7%		1.7%	渝农		13.1%	2.0%		39.1%	0.1%	18.3%	26.7%	0.3%	0.4%	0.2%	27.5%
南京		15.5%	60.0%	0.1%	3.2%	15.5%		0.3%	1.4%	3.4%	0.6%	5.6%	农商行	1.4%	17.3%	32.8%	3.1%	20.3%	4.1%	7.5%	11.8%	0.6%	0.8%	0.3%	13.4%
杭州	0.3%	18.0%	63.7%	0.1%	3.2%	9.2%		1.0%	0.5%	3.8%	0.2%	5.4%	上市行	8.1%	16.7%	27.2%	5.8%	9.8%	7.7%	6.0%	8.1%	2.5%	6.4%	1.7%	18.7%
长沙	1.3%	6.0%	27.6%		8.3%	12.8%		7.9%	4.4%	18.3%	13.4%	44.0%	样本	7.5%	15.2%	23.0%	6.0%	10.6%	8.2%	6.4%	9.4%	3.1%	8.5%	2.1%	23.2%

数据来源：企业预警通，浙商证券研究所。备注：1.绿色地区为窄口径债务率低于120%，黄色地区为窄口径债务率在120%和200%之间，橙色地区为窄口径债务率在200%和300%之间，红色地区为窄口径债务率在300%以上。2.省级、地市级、区县级按城投的实际控制人层级确定，绿黄橙红分级时，省级城投对应所在省份债务率，地市级城投对应所在地市债务率，区县级城投对应所在区县债务率。3.绿色地区的省级+橙色地市级+橙色区县级。4.风险敞口=红色全

综合考虑上市银行城投资产占比和风险层级结构，考察城投风险资产在总资产中的占比（城投总额占比×风险敞口占比）：

- **全国性银行：**股份行城投风险资产在总资产中的占比高于股份行，占比最高的三家行分别为华夏6.6%、兴业4.2%、浦发3.5%；最低的三家行分别为平安、招行和邮储，均低于1%。
- **区域性银行：**主要受区域经济条件影响，中西部城商行城投风险资产在总资产中的占比较高，最高的三家行分别为贵阳23.9%、重庆9.8%、郑州8.0%；长三角区域的城农商行具有明显优势，占比最低的三家行为瑞丰、江阴、港行，均在0.1%或以下。



数据来源：wind，企业预警通，浙商证券研究所。备注：1. 风险敞口=红色全部+橙色地市级+橙色区县级，风险敞口占比=风险敞口/城投贷款总额。2. 城投总额=平台贷款+建筑贷款+城投债+城投非标，城投总额占比=城投总额/总资产。

02

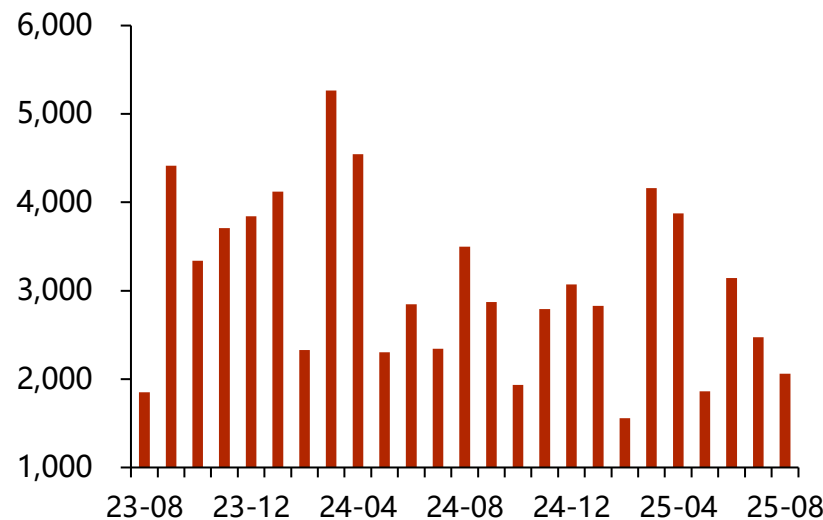
一揽子方案可能性

7月政治局会议明确提出要出台一揽子化债方案，引发市场高度关注。为探讨一揽子方案的潜在路径，我们需先识别当前地方债务核心压力点。我们认为，**地方债务当前面临的主要压力点，来自本金到期导致的流动性压力，而非付息压力。**

- **付息：**前期遵义道桥重组等部分降息案例，引发市场担心城投资产面临系统性的降息压力。但我们认为，**需要降息的城投资产占比并不大，大部分城投资产付息压力可控。**我们测算地方政府底线可用财力，结合各地债务规模，测算各地政府合意债务利率水平。测算发现，假设土地出让收入下降19%，大部分省份付息压力仍可控。
- **还本：**（1）短期来看，2022年以来，受土地出让收入下行、减税降费、经济增长承压等因素影响，部分地方政府收入减少，不排除部分地方债务，因债务集中到期等因素，**面临短期流动性压力**，导致还款困难。（2）中期来看，地方债务可以通过与金融机构协商无还本续贷，或发行新债券承接到期债务等方式，对债务本金的偿还进行覆盖，实际还本压力可控。

	当前城投综合 融资利率	乐观		基准			当前城投综合 融资利率	乐观		基准	
		合意利率 (窄)	合意利率 (宽)	合意利率 (窄)	合意利率 (宽)			合意利率 (窄)	合意利率 (宽)	合意利率 (窄)	合意利率 (宽)
云南	5.5%	4.3%	4.0%	4.0%	3.7%	陕西	6.0%	11.8%	9.6%	10.6%	8.7%
天津	6.3%	4.5%	3.7%	4.2%	3.4%	河北	4.6%	11.9%	11.0%	10.7%	9.8%
吉林	5.0%	6.4%	5.4%	5.9%	5.0%	浙江	5.1%	12.3%	9.1%	10.3%	7.6%
甘肃	4.3%	7.8%	6.5%	7.2%	6.0%	安徽	5.5%	13.3%	11.9%	11.7%	10.4%
广西	5.3%	9.1%	8.2%	7.8%	7.0%	河南	4.7%	13.5%	11.1%	12.0%	9.9%
山东	5.8%	11.0%	9.9%	9.4%	8.5%	广东	5.1%	13.8%	13.2%	12.1%	11.6%
湖南	5.6%	11.0%	9.6%	9.5%	8.3%	辽宁	7.1%	14.2%	13.7%	13.0%	12.5%
重庆	6.0%	10.9%	9.0%	9.9%	8.2%	青海	4.9%	14.4%	14.4%	13.6%	13.6%
四川	5.9%	11.1%	8.0%	9.7%	6.9%	北京	5.8%	17.2%	15.7%	15.7%	14.4%
黑龙江	4.4%	11.2%	11.1%	10.6%	10.5%	福建	4.9%	18.3%	15.8%	15.7%	13.6%
江西	5.2%	11.3%	9.1%	9.9%	7.9%	新疆	4.7%	18.4%	18.0%	17.8%	17.3%
江苏	5.8%	11.4%	9.5%	9.4%	7.8%	内蒙古	4.3%	20.9%	20.6%	20.2%	20.0%
贵州	4.8%	11.5%	10.2%	10.2%	9.0%	海南	4.2%	22.4%	21.8%	20.4%	19.8%
湖北	5.8%	11.7%	11.7%	9.8%	9.8%	宁夏	4.2%	23.3%	21.8%	22.4%	21.0%
						上海	5.1%	36.7%	32.7%	33.0%	29.4%

23Q4-24Q1城投债迎阶段性偿债高峰



数据来源：wind，企业预警通，浙商证券研究所。注：①测算合意利率=可用财力/（地方债+城投有息债务）；②可用财力=地方一般公共预算的税收及非税收入+中央转移支付+土地出让收入+国有资本经营收入-一般公共服务、农林水事务、住房保障支出、社保和就业、教育、医疗卫生、交通运输、公共安全、粮油物资相关财政支出；③城投有息债务数据来自企业预警通，13窄口径取披露了2022年财务数据的城投公司作为样本；④假设土地出让收入下降19%，主要根据2023年1-7月土地出让金同比下降19%。⑤乐观情形假设土地出让收入下降19%。

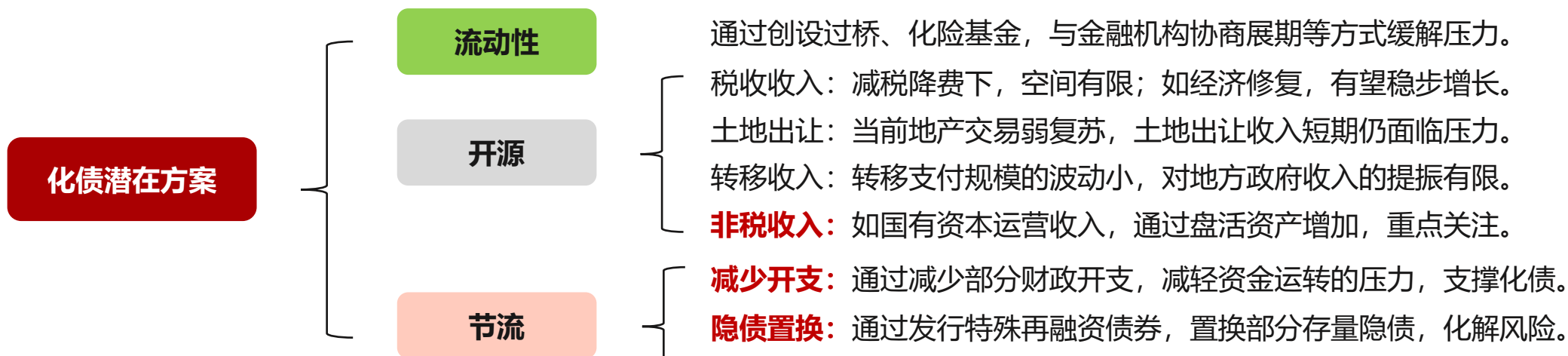
在当前中央不救助的原则下，预计最终将由各地根据自身的实际资源禀赋，一地一策制定一揽子化债方案。但考虑到当前政府债务面临的压力是共性因素，因此我们认为潜在化债方案的制定，仍将聚焦：**流动性、开源、节流三大维度**。

(1) 流动性：过渡性资金支持。针对短期流动性压力，通过**创设过桥资金、化险基金、与金融机构协商展期等方式**应对。

(2) 开源：增加偿债资金来源。偿债资金主要来自地方政府的收入，而地方政府收入取决于综合财力，主要可分为：税收收入、非税收入、转移支付，以及政府性基金预算收入中的土地出让收入。①**税收收入**：与区域经济、产业发展密切相关，减税降费趋势下，短期波动较小；长期随着经济向好，税源培育壮大，有望稳步增长；②**非税收入**：包含国有资本运营收入，**可通过盘活存量资产（如通过出售资产、基础设施REITs、碳交易、新设资产等方式），增加非税收入，提高地方政府还款能力，重点关注。**

③**转移性收入**：中央对地方的转移支付，波动较小；④**土地出让收入**：地产交易弱复苏，土地出让收入仍面临压力。

(3) 节流：减轻地方支出压力。针对财力较弱区域，通过减少财政开支、降低债务利率、推进债务重组等方式，减轻压力。①**减少财政开支**：多地已开始控制人员开支，根据澎湃新闻报道，哈尔滨、湖北、湖南、内蒙古等多地，已开始编外人员清理规范工作。②**减轻偿债压力**：通过调整债务条款，减轻还款压力。重点关注**存量隐债置换、调降利率**。



针对短期流动性压力，通过**创设过桥资金、与金融机构协商展期等方式**应对。以下为我们梳理的部分典型案例：

- **过桥资金**：通过创设过桥资金、化险基金等形式，为城投提供过桥融资，平滑还款节奏。以贵州省为例。贵州提出，设立省级化债应急周转金，帮助全省8个市(州)和贵安新区缓释到期偿付风险。据21世纪经济报道，化债应急周转金主要由省级政府协调国企、金融机构、社会资本共同设立，采取“过桥方式”提供贷款，重点用于辖区内融资平台偿还到期债务资金的周转。
- **协商展期**：与金融机构协商，延长债务还款期限，缓解短期偿债压力。多地已有政策出台：①**辽宁**：提出要推进“银政企”协作，帮助市县将非标高息或到期隐性债务进行展期或重组，缓释到期债务风险。②**贵州**：提出允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转。2022年12月遵义道桥贷款期限延长至20年。

路径	案例
过桥资金	贵州：设立省级化债应急周转金，由省级政府协调国企、金融机构、社会资本共同设立，采取“过桥方式”提供贷款，重点用于辖区内融资平台偿还到期债务资金的周转。 山东：目前山东省政府已派出专项督导组摸清底数，指导潍坊制定了一揽子化债方案，并将通过两只省级稳定化险基金、专项债倾斜、省市国有企业合作等举措，实现“以长换短、以新换旧、以低换高”，利用2-3年时间根本扭转潍坊市的债务问题。
协商展期	辽宁：提出要推进“银政企”协作，帮助市县将非标高息或到期隐性债务进行展期或重组，缓释到期债务风险。 贵州：提出允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转。2022年12月遵义道桥贷款展期至20年。

数据来源：21世纪经济报道，财联社，国务院，财政部，浙商证券研究所。

预计各地政府将根据自身的资源禀赋，多措并举拓宽偿债资金来源，缓解偿债压力，我们梳理出三条可能路径：

(1) 处置存量资产：通过处置各类资产，如出售公司股权及闲置资产等，回收现金流用以偿还债务。典型案例为贵州省出售茅台股权化债。2019-2020年茅台集团分两次向贵州省国有资本运营公司无偿转让累计8%的贵州茅台股权，而截至最新，贵州省国有资本运营公司持有贵州茅台4.54%的股权，相当于减持3.46%的贵州茅台股权。

(2) 发行基建REITs：通过基建REITs发行，帮助地方政府回收基建投资流动性，缓解资金流压力。2022年05月19日国务院发布《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，明确提出要推动基础设施领域REITs健康发展，鼓励更多符合条件的基础设施REITs项目发行上市。截至最新，已发行公募REITs规模达到925亿元。上交所蔡建春总经理曾表示，适合作为REITs投资标的的资产规模超过30万亿元，基建REITs未来空间巨大。

(3) 借力碳汇交易：碳交易市场的建设持续推进，后续如CCER（中国核证减排量）审批、交易逐步重启，则地方国企可通过绿色产业参与到碳交易市场中，拓宽绿色产业资源变现。如通过林业资源产生CCER，并利用碳交易市场将CCER出售给排放单位变现。根据财政部，2021年我国林地、草地、湿地面积有11246万、19757万、2178万公顷，碳汇变现的空间巨大。

化债路径		化债案例
处置资产	处置存量资产--回收现金流--利用现金流偿债	2019-2020年茅台集团分两次向贵州省国有资本运营公司无偿转让累计8%的贵州茅台股权，而贵州省减持3.46%的贵州茅台股权。
基建REITs	发行基建REITs--基建项目变现偿债	华夏中国交建建高速公路封闭式基础设施证券投资基金募集94亿元，偿还银行贷款53亿元后，相当于返还净投资额41亿元。
碳汇交易	绿色资源创设CCER--通过碳交易市场出售CCER--变现偿还债务	陕西省计划将省属的宁东、宁西、汉西、太白、长青五大森工局2013—2022年实施的200万亩森林抚育项目全部包装成中国自愿减排CCER项目，预计年均减排量80万吨，碳汇年收益超过3500万元。

数据来源：wind，财政部，国家林草局，浙商证券研究所。

预计未来可能通过**发行特殊再融资债券置换存量隐债、降低利率**两大方式，减轻政府债务偿债压力。

• **债务置换**：通过发行特殊再融资债券，置换部分化解压力较大的隐债敞口。

(1) 回顾历史：根据央广网报道，2019年以来，相关部门已进行“建制县区隐债化解试点”和“全域无隐债试点（京沪粤入选）”，核心措施均是发行特殊再融资债券，将存量隐性债务“显性化”，以时间换空间降低利息成本和偿债压力。而根据21世纪报道，财政部披露，用于建制县区隐性债务风险化解试点的债券额度为6128亿元。

(2) 潜在方案：结合前期试点情况，本轮一揽子化债方案中，**预计发行特殊再融资债券置换隐债，将作为化债路径之一。**
① 范围：主要以财政压力较大的地区为主，预计将由建制县扩大至部分建制市。根据柳州市7月21日披露，将组织开展化债试点材料筹备工作。
② 额度：当前地方政府债务余额较上限约2.3万亿元。考虑到债务置换主要针对偿债压力较大的省份，如只统计债务率最高的21个省份（考虑到北京已隐债清零，不纳入考虑），则可置换额度约为1.45万亿元。

债务率前21高的省份，地方债剩余额度约为1.45万亿元

隐债置换试点梳理

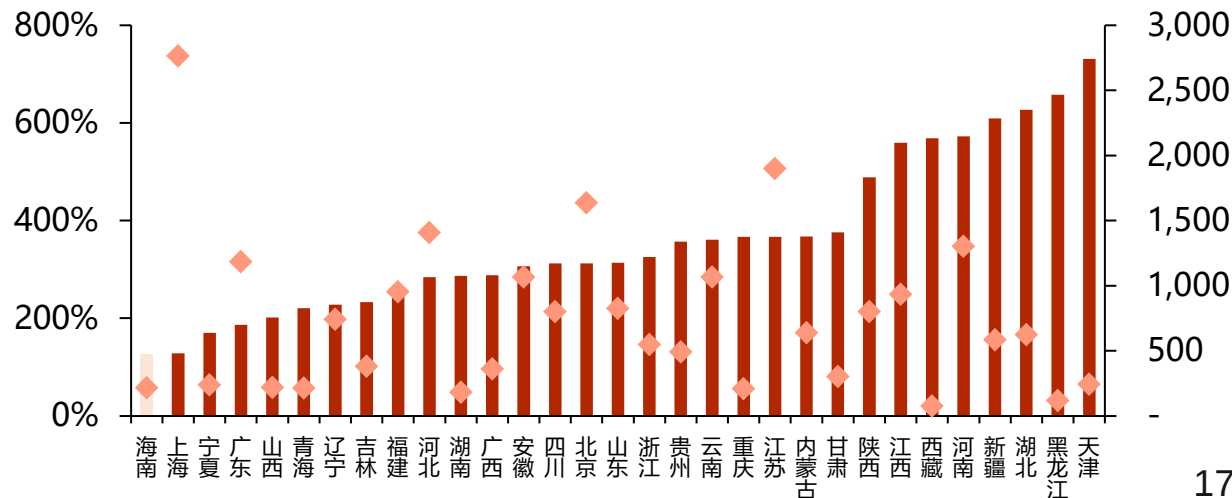
建制县区隐债化解试点

2019年起，通过发行特殊再融资债券，将存量隐性债务“显性化”，以时间换空间降低利息成本和偿债压力。而根据财政部披露，用于建制县区隐性债务风险化解试点的债券额度为6128亿元。

全域无隐债试点

广东、北京、上海进行隐债清零试点。2021年10月-2022年6月，广东、上海、北京发行超5000亿元再融资债券，广东、北京宣布已完成隐债清零，上海多区已完成隐债清零。

■ 债务率(宽口径) ◆ 地方政府债务剩余额度(亿元, 右轴)



数据来源：wind，财政部，央广网，21世纪经济报道，浙商证券研究所

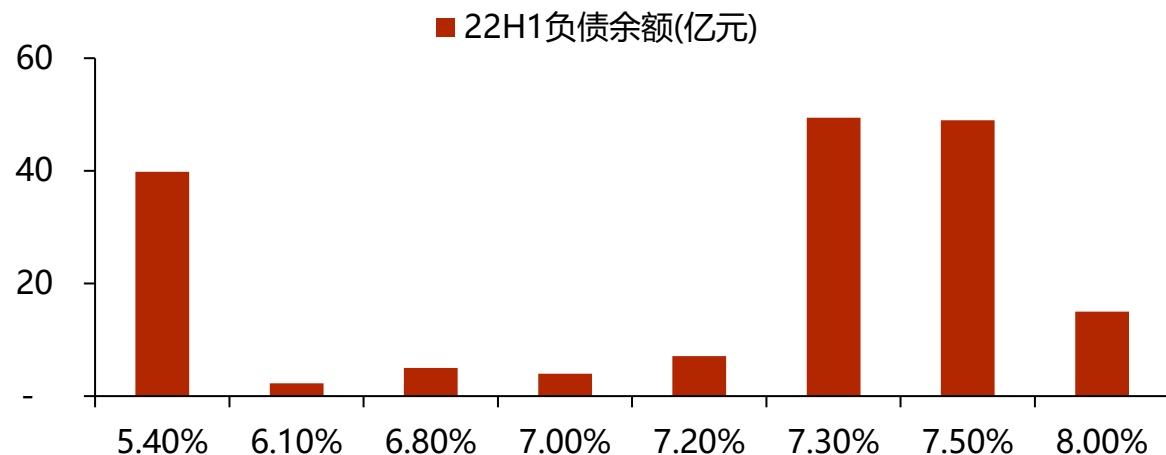
预计未来可能通过**发行特殊再融资债券置换存量隐债、降低利率**两大方式，减轻政府债务偿债压力。

• **降低利率**：针对财力较弱区域，通过降低利率的方式，减轻中长期偿债压力。主要有两大路径：

(1) 市场化续作：即地方债务正常还款后，新债务融资成本较旧债务降低，缓解地方偿债压力，**市场化续作对地方信用环境、融资环境最为友好**。负债成本下行驱动因素可分为两类：①**市场利率走低**。即基准利率LPR降息、整体市场利率下行，驱动新发放贷款利率整体走低。2018年以来，全社会新发放贷款利率持续走低。②**风险评价改善**。即地方债务主体通过持续正常还款，改善市场对其的风险评价，降低债务新发成本。以天津为例，天津持续发力城投化债，取得市场认可。8月以来，天津城投债利差由400bp左右快速下降至230bp左右水平。

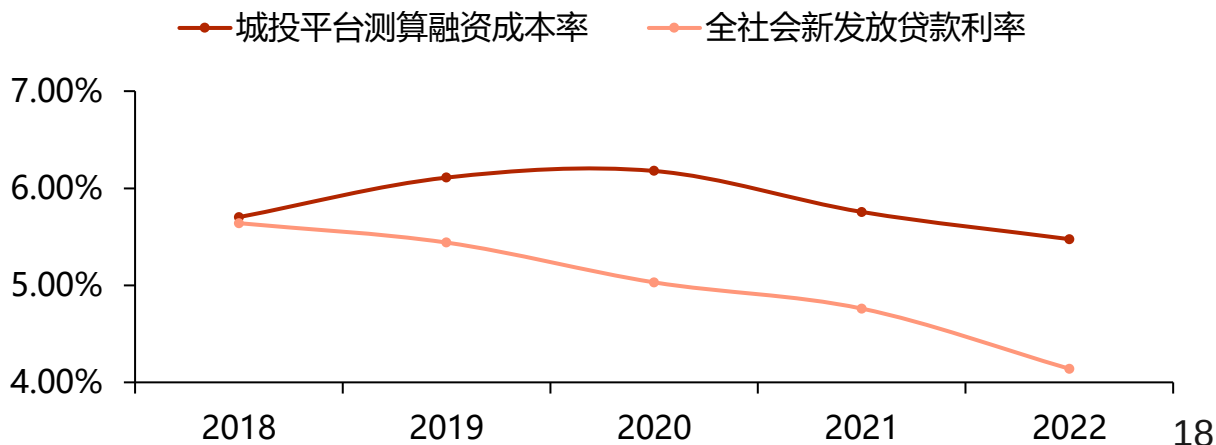
(2) 重组式重组：通过债务重组，延长还款期限、降低利率，减轻还款压力，提升企业还款意愿、能力，**但重组式降息因涉及债务违约，对地方信用环境、融资环境可能造成伤害**。以贵州省遵义道桥重组为例，2022年12月30日，贵州遵义道桥公告，156亿元银行贷款重组，重组后贷款期限调整为20年，利率调整为3.0%-4.5%，前十年仅付息不还本、后十年分期还本。参考贵州道桥存量非公开发行业务利率约6.9%，测算的降息幅度约2.4-3.9pc。展期后，遵义地区城投利差水平由450bp左右上行至500bp。

贵州遵义道桥22H1末存量债券利率分布



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。

2020年以来，城投融资成本已逐步下行



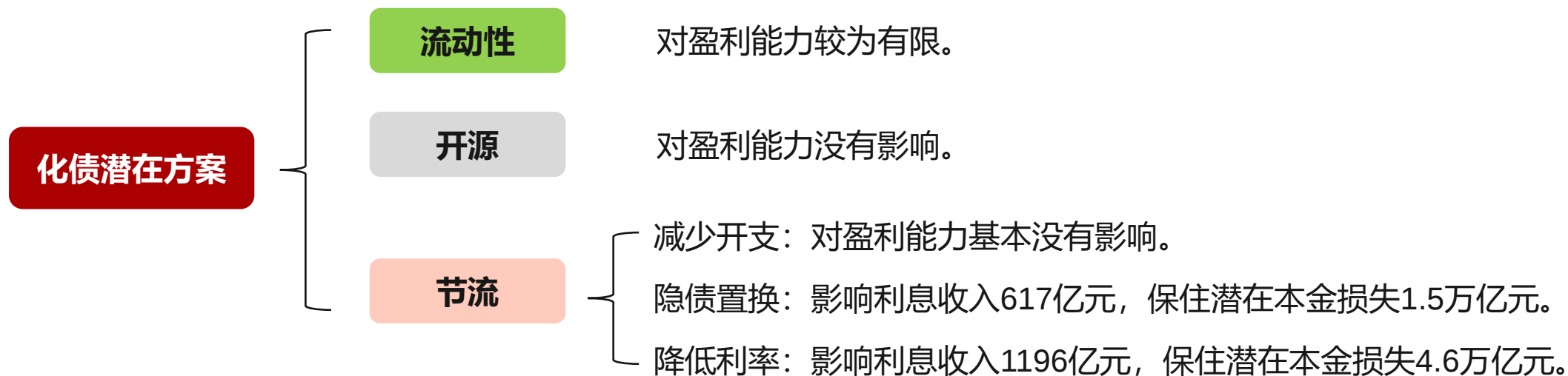
03

对银行的影响几何

市场担心：政府债务风险化解，将主要通过银行业让利实现，伤害银行盈利、压制银行股估值。

我们认为：政府债务风险化解，银行充分受益于减损，盈利影响好于预期，有望驱动估值修复。

- **流动性：基本面影响较有限。**如使用过桥/化险资金解决流动性困难，则银行敞口正常还本；如协商展期，不涉及利率调整，则**银行息差不受影响**。相关敞口可能因贷款重组下调评级，阶段性影响减值，但根据金融资产分类新规，如重组贷款正常还本付息连续两个还款期（不得低于1年），则可调整为正常评级，减值拖累消退，**中长期对银行盈利能力影响非常有限。**
- **开源：对银行经营没有影响。**无需调整债权条款，银行相关债权敞口正常还本付息，对银行没有影响。
- **节流：银行受益于敞口减损。**①**隐债置换：**隐债置换为特殊再融资债券后，影响利息收入617亿元，保住潜在本金损失1.5万亿元。②**降低利率：**影响利息收入1196亿元，保住潜在本金损失4.6万亿元。



整体来看，政府债务风险化解，商业银行将充分受益于减损。具体来看：

- **隐债置换：影响利息收入617亿元，保住潜在本金损失1.5万亿元。**（1）影响路径：隐债置换本质上相当于将弱资质城投的授信转为现金，银行再进行二次投资获取收益。（2）测算规模：根据地方政府债务上限情况，假设本轮隐债置换涉及债务率（宽口径）后21省份，则对应置换额度约为1.45万亿元。（3）影响对比：考虑到地方债ROA高于银行生息资产，假设置换后的资金全部投入特殊再融资债券中。参考遵义道桥的融资成本情况，假设弱资质城投资产利率约7%，如进行隐债置换，相当于降息至2.74%，影响利息收入规模约617亿元，占2022年测算银行业营收的0.8%，但可保住近1.5万亿元本金的潜在损失。
- **降息影响：影响利息收入1196亿元，保住潜在本金损失4.6万亿元。**（1）测算规模：考虑到除三保等底线要求外，为履行投资等职能，地方政府仍存部分资金需求，中性情形下，各地城投中长期利率水平，在测算中性宽口径的合意利率基础上，再保留1pc的缓冲空间。结合当前各地城投的测算综合融资利率水平，对应约4.6万亿元城投有息债务面临潜在降息。（2）影响对比：假设有降息需求的区域，城投融资利率降至合意利率水平，测算影响利息收入规模约1196亿元，占2022年测算银行业营收的1.6%，但可保住近4.6万亿元本金的潜在损失。值得注意的是，地方政府债务的债权人除了商业银行还包括如政策性银行、保险、信托等金融机构，因此利息收入损失并非由商业银行完全承担，对银行营收实际影响将好于测算结论，测算仅供参考。

地方债综合收益率高于存量资产

	地方债	核心假设	存量资产	核心假设
利息收入	0.82%		1.86%	
资产收益率	2.74%	7月新发地方债利率	3.78%	22A上市行资产收益率
负债成本率	1.92%	22A上市行负债成本率	1.92%	
信用成本	0.00%		0.98%	22A上市行三阶段资产/总资产
税前利润	0.82%		0.88%	
税率	0%		12.6%	
ROA	0.82%		0.77%	
资本成本	0.26%	ROE×风险加权系数×核充率	0.64%	
综合收益率	0.54%		0.13%	

化债影响测算

隐债置换对银行盈利能力影响测算		存量降息对银行盈利能力影响测算	
弱资质城投资产利率	7.0%	降息前利率	5.7%
- 政府债利率	2.7%	降息后利率	3.1%
= 降息幅度	426bp	= 降息幅度	262bp
× 隐债置换额度（亿元）	14,509	× 影响城投资产规模（亿元）	45,644
= 影响利息收入水平（亿元）	617	= 影响利息收入（亿元）	1,196
÷ 2022年测算与银行营收	75,383	÷ 2022年测算银行营收	75,383
= 占银行营收比例	0.8%	= 影响银行营收比例	1.6%

从对不同银行的潜在盈利影响来看，部分全国性银行、城商行受影响幅度相对较大，而上市农商行则基本未受影响。

		隐债置换影响		利率下降影响		影响合计				隐债置换影响		利率下降影响		影响合计	
		红+橙区县级敞口占总资产	影响息差	需降息城投占总资产	影响息差	合计影响	影响23H1营收			红+橙区县级敞口占总资产	影响息差	需降息城投占总资产	降息对息差潜在影响	合计息差影响	影响23H1营收
国有行	邮储银行	0.1%	0bp	0.2%	1bp	1bp	0%	城商行	兰州银行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
	农业银行	0.3%	0bp	0.3%	1bp	1bp	1%		苏州银行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
	交通银行	0.4%	0bp	0.4%	1bp	2bp	1%		杭州银行	0.2%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
	工商银行	0.4%	0bp	0.4%	1bp	2bp	1%		宁波银行	0.1%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
	建设银行	0.2%	0bp	0.6%	2bp	2bp	1%		成都银行	0.4%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
股份行	中国银行	0.2%	0bp	0.7%	3bp	3bp	1%		江苏银行	0.3%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
	平安银行	0.3%	0bp	0.1%	0bp	1bp	0%		青岛银行	1.0%	1bp	0.0%	0bp	1bp	0%
	招商银行	0.1%	0bp	0.1%	0bp	1bp	0%		厦门银行	0.7%	1bp	0.1%	0bp	1bp	1%
	浙商银行	0.3%	0bp	0.3%	1bp	1bp	0%		重庆银行	1.5%	2bp	0.0%	0bp	2bp	1%
	兴业银行	0.8%	1bp	0.4%	1bp	2bp	1%		上海银行	0.0%	0bp	0.4%	2bp	2bp	1%
	民生银行	0.4%	0bp	0.5%	2bp	2bp	1%		南京银行	0.5%	0bp	0.4%	1bp	2bp	0%
	光大银行	0.8%	1bp	0.6%	2bp	3bp	1%		西安银行	1.3%	1bp	0.0%	0bp	1bp	1%
	中信银行	0.8%	1bp	0.7%	2bp	3bp	1%		长沙银行	2.5%	3bp	0.0%	0bp	3bp	1%
	浦发银行	0.4%	0bp	0.8%	3bp	3bp	1%		郑州银行	2.3%	2bp	0.0%	0bp	2bp	1%
	华夏银行	1.0%	1bp	1.7%	6bp	7bp	3%		北京银行	0.7%	1bp	0.6%	2bp	3bp	1%
									齐鲁银行	0.1%	0bp	1.2%	5bp	5bp	2%
									贵阳银行	7.2%	7bp	0.0%	0bp	7bp	3%
								农商行	青农商行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									瑞丰银行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									沪农商行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									江阴银行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									常熟银行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									张家港行	0.0%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									无锡银行	0.1%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									紫金银行	0.3%	0bp	0.0%	0bp	0bp	0%
									渝农商行	0.1%	0bp	0.1%	0bp	0bp	0%
									苏农银行	0.5%	1bp	0.0%	0bp	1bp	0%

数据来源：企业预警通，浙商证券研究所。注1：①隐债置换影响=红+橙评级的区县级敞口占总资产比例×隐债置换比例×利率测算降幅。②红+橙评级的区县级敞口占总资产比例=样本城投公司授信中，各家银行的红+橙区县级敞口占规模。注2：利率下降影响=需降息城投敞口占规模×利率下降幅度×各家银行城投敞口占总资产比例。

宏观经济失速，不良大幅暴露，数据测算偏差。

(1) 宏观经济失速，不良大幅暴露

商业银行作为顺周期行业，如宏观经济超预期失速，则可能导致银行经营显著承压、不良资产大幅暴露，基本面显著恶化。

(2) 数据测算偏差

本文测算方法均基于可及数据，并存在一定假设，不排除因假设与实际情况存在偏差、最新数据与可及数据存在偏差等原因，导致最终测算结论与实际发生情况出现偏差。本文的测算仅供参考。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>