

银行

2024年10月21日

化存控新，后而弥坚：2024H1上市银行资产质量观察

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

丁黄石（分析师）

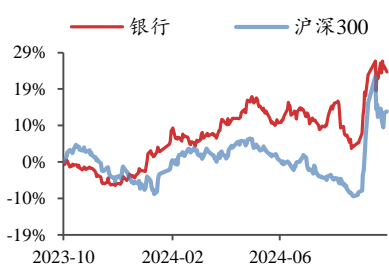
liuchengxiang@kysec.cn

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524040004

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《政策组合加快落地，看好信用修复与息差拐点——行业点评报告》

-2024.10.19

《补息整改余波渐平，贷款结构仍待改善——9月央行信贷收支表要点解读》

-2024.10.16

《存款扰动偏短期，看好增量政策提振需求——9月金融数据点评》

-2024.10.14

● 当期不良指标平稳，动态指标或反映一定不良生成压力

不良指标与实际资产质量关系弱化，前瞻指标反映压力尚存。2024H1上市银行不良率保持平稳，不良额增速略缓，但银行可通过做大规模、加速处置、放松不良认定标准等方式减少不良率的扰动，故当前通过不良指标判断银行资产质量的方式或失效。我们认为当前上市银行资产质量压力尚存：**第一、不良额增长仍处正区间，同时测算城、农商行不良生成率边际上升**，反映当前部分银行风险资产仍处暴露阶段；**第二、逾期率、关注率前瞻指标边际上行**，关注类贷款作为不良贷款的蓄水池，在经济复苏放缓的环境下未来流向不良池概率加大。此外90天以内逾期贷款增速上升或体现年内小微及个体工商户经营压力仍大故形成违约；**第三、90天以上逾期贷款偏离度上升**，城、农商行已减值贷款比例较不良贷款扩大，均表明银行对不良贷款的认定有所放松，或为当前资产质量承压下银行的阶段性安排。未来若基本面长期呈弱复苏趋势，随着不良认定从松至紧的纠偏，部分银行将面临已减值贷款及90天以上逾期重新纳入不良的回归冲击。随着政策发力及银行风控能力不断提升，积极因素持续积累，未来资产质量改善可期。

● 对公资产质量稳步改善，零售风险有所波动

偏弱经营环境下，对公资产质量改善，零售风险上行。尽管高频数据反映企业经营尚待复苏，部分企业现金流仍承压，但对公贷款资产质量仍呈改善趋势，我们该现象主要源于：**第一、银行逆周期收紧了对公信贷风险政策**，逆向选择的过程提升了客户质量；**第二、央、国企等大型企业抗击系统性风险能力较强**，现金流虽边际承压，但其雄厚体量仍可满足其生产经营及还本付息；**第三、受前期对房地产及城投冲击的担忧**，银行前瞻性的多计提了对公信贷拨备，故即使本期形成损失，盈利所受影响仍有限。零售端由于偏弱的宏观环境及预期逐步向居民传导，个人还款能力及意愿均下行，各类零售贷款不良率边际均上升。若居民收入预期无法扭转，则部分银行个人经营贷、信用卡资产质量年内压力或延续。

● 外部环境及监管要求抬升拨备计提压力

农商行信贷拨备承压，股份行金融投资拨备计提不足。2024H1上市银行拨备指标平稳，减值损失同比下降反哺盈利，但农商行信贷拨备同比大幅多计提，信用成本上升，或源于个体工商户及小微企业较大经营压力下催生违约风险。对于非贷拨备新资本管理办法中，将损失准备的口径由贷款拓展至承担信用风险的全部资产，**两年过渡期后非贷拨备需100%覆盖不良资产**，股份行金融投资补计提拨备压力较大。部分股份行需于年内补提金融投资拨备至**第一年过渡期50%下限**，若保持当前计提比例，2026年末个别银行核心一级资本充足率降幅超0.50%。

● 投资建议

1、零售业务风险可控、营收、盈利正增长的国有行，受益标的**农业银行**；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份银行，受益标的**招商银行、中信银行**；3、对公业务具有优势的城、农银行，受益标的**江苏银行、苏州银行、成都银行、江阴银行**。

● **风险提示**：宏观经济下行、房价下降超预期、海外经济不确定性外溢

目 录

1、 纵观全貌：上市银行信贷资产质量 2024 年中期概览.....	4
1.1、 前瞻指标或反映银行不良新生成压力仍存.....	4
1.2、 资产质量承压下，部分银行不良贷款认定有所放松.....	7
1.3、 已减值贷款与不良贷款认定标准仍待统一.....	9
2、 追本溯源：上市银行各类贷款资产质量压力观测.....	11
2.1、 对公、零售贷款资产质量走势分化.....	11
2.2、 上市银行对公资产质量整体改善.....	12
2.2.1、 偏弱的高频数据下，上市银行对公资产质量修复.....	12
2.2.2、 国股行房地产业务规模、占比提升，风险整体修复.....	14
2.3、 居民还款能力及意愿下降，零售信贷风险反弹.....	16
2.3.1、 宏观环境边际影响居民消费、投资、还贷等行为.....	16
2.3.2、 部分国股行信用卡不良率或持续上升.....	19
2.3.3、 个人经营贷置换按揭行为放缓，不良差异源于客群基础.....	20
2.3.4、 存量按揭调降减少客户违约概率，按揭风险仍可控.....	22
3、 见微知著：信贷与非贷减值损失计提压力浅析.....	24
3.1、 江苏区域农商行信贷拨备同比大幅多计提.....	24
3.2、 第三阶段拨贷比计提比例高的银行安全边际亦高.....	27
3.3、 资本新规对非贷拨备计提要求可能影响部分银行盈利水平.....	29
4、 投资建议.....	33
5、 风险提示.....	34

图表目录

图 1： 上市银行不良贷款率整体保持平稳.....	4
图 2： 2024H1 上市银行不良额增速放缓.....	4
图 3： 除农商行，其余银行 90 天以内逾期贷款增速上升.....	5
图 4： 2024H1 上市银行逾期率整体上升.....	5
图 5： 2024H1 各类行 90 天以上逾期/不良上升，反映不良认定标准放松.....	7
图 6： 2021 年起样本银行零售贷款不良率上升幅度明显，资产质量压力明显大于对公贷款.....	11
图 7： 工业企业营收累计同比低位缓慢回升.....	12
图 8： 房地产开发投资及销售增速均获恢复.....	12
图 9： 经济现象至居民行为的传递影响银行零售资产质量.....	16
图 10： 2022-2023 年期间失业率较高.....	17
图 11： 2020 年以后居民人均收入-支出增速差长期为负.....	17
图 12： 2020 年后居民加杠杆意愿明显放缓.....	17
图 13： 股份行信用卡贷款规模下降，国有行持续上升.....	19
图 14： 信用卡逾期半年未偿占比上升.....	19
图 15： 年内短期经营贷同比增速下降较快（亿元）.....	20
图 16： 中长期经营贷同比增速亦下降（亿元）.....	20
图 17： 城、农商行拨贷比环比略有下降.....	24
图 18： 城、农商行拨备覆盖率环比略有下降.....	24
图 19： 资产减值损失降幅扩大贡献盈利.....	24

图 20: 农商行信贷拨备计提承压	24
图 21: 低利率环境下上市银行信用卡成本整体呈下降趋势	26
表 1: 国股行不良生成率保持平稳, 城、农商行边际上行	6
表 2: 不良指标虽平稳, 但前瞻指标及逾期 90 天以上贷款偏离度均反映上市银行资产质量压力仍存 (%)	8
表 3: 股份行不良率与已减值贷款率收敛, 城、农商行受个别银行影响扩大	10
表 4: 2024H1 上市银行对公贷款不良率改善幅度较大 (%)	13
表 5: 大部分国股行呈房地产贷款规模增长, 不良率下降的特点	15
表 6: 上市银行零售贷款不良率整体上升 (%)	18
表 7: 国有行个人经营贷不良率边际上升, 但绝对水平仍低于城、农商行	21
表 8: 主要城市房地产信贷政策变化情况	22
表 9: 零售按揭不良率整体较低, 仍属优质资产	23
表 10: 2024H1 江苏区域农商行贷款减值损失同比整体大幅多计提 (%)	25
表 11: 部分银行第三阶段 (已减值) 贷款拨备计提比例持续处于高位, 拨备计提较充分	28
表 12: 部分城、农商行无已划分至已减值的金融投资, 或已减值金融投资占比显著低于可比城、农商行 (%)	29
表 13: 资本新规下不同信用风险加权资产计量方法对超额损失准备要求	30
表 14: 新、旧资本管理办法中, 权重法下损失准备最低要求对比	30
表 15: 金融投资损失准备未计提达 100% 的银行, 补计提拨备对其核心一级资本充足率影响 (%)	31
表 16: 部分城、农商行无已划分至已减值的金融投资, 或已减值金融投资占比显著低于可比城、农商行 (%)	32
表 17: 受益标的盈利预测与估值	33

1、纵观全貌：上市银行信贷资产质量 2024 年中期概览

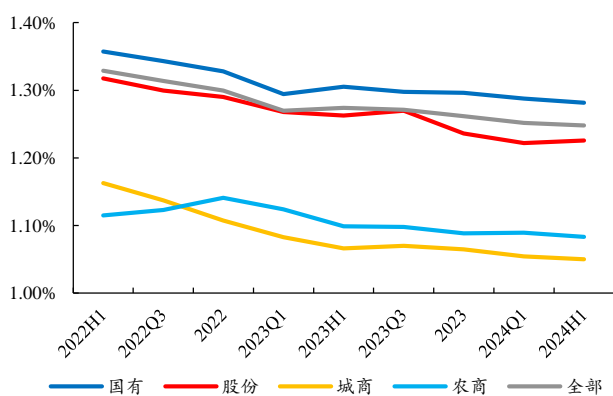
1.1、前瞻指标或反映银行不良新生成压力仍存

上市银行不良率保持平稳。2024H1 上市银行不良率为 1.25%，环比 Q1 持平；不良额环比增长 1.07%，增速较 Q1 放缓 2.53pct。不良指标平稳，一方面贷款规模增长稀释不良率；但同时也需关注不良额仍在增加，或反映当下上市银行不良生成仍存压力。分类型看，城商行不良率环比 Q1 持平，国有行、股份行、农商行环比分别下降/上升/下降 1bp。此外，江浙区域农商行资产质量持续优异，不良率整体低于 1%。

逾期率、关注率前瞻指标边际上行。2024H1 上市银行逾期率为 1.40%，较 2023 年末上升 11bp 至 1.29%，国有、股份、城商、农商行分别上行 9bp、15bp、12bp 和 3bp。结合农商行 90 天以内逾期贷款增速较 2023 年大幅下降 10.66pct 至 8.87% 来看，我们认为农商行 2024H1 逾期指标异常，主要源于 2023 年末数据受小微企业延期还本付息政策到期而形成高基数，故逾期指标变动对农商行资产质量前瞻判断或失真。关注率方面，国有行外其余类型银行关注率仍有不同幅度上升。

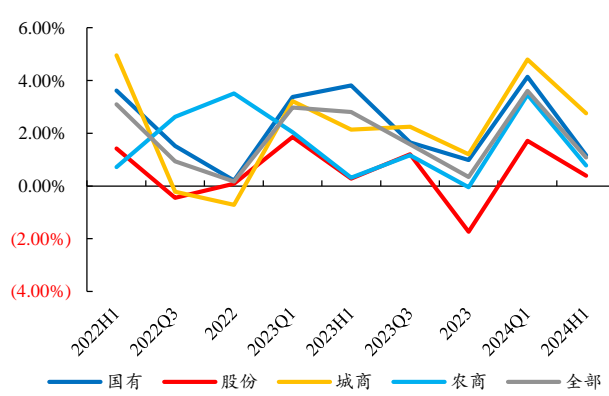
不良贷款新生压力未来或仍存。一方面，逾期及关注指标上升反映年内银行风险仍处于持续暴露阶段，90 天以内逾期贷款增速上升或体现年内小微及个体工商户经营压力仍大而形成违约；另一方面，银行在风险分类过程中，若发生减值迹象一般计入关注类贷款，随后若确认发生减值再归入不良，故关注类贷款可看作不良贷款蓄水池，随着蓄水池水量上涨，经济复苏放缓或导致未来流入不良池中的规模增加。结合不良生成测算值来看，国股行不良生成率保持稳定，小微客群居多的部分城、农商行边际上升，这与我们前述年内小微及个体工商户违约概率上升相互印证。

图1：上市银行不良贷款率整体保持平稳

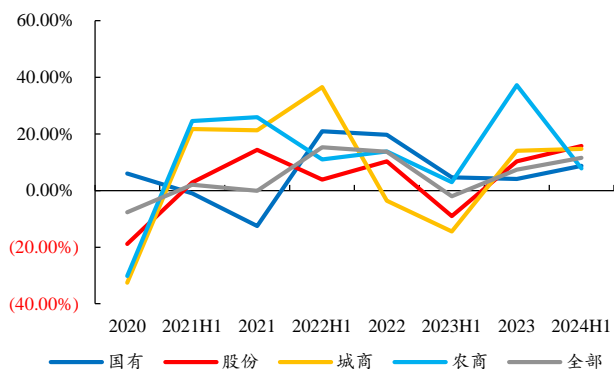


数据来源：Wind、开源证券研究所

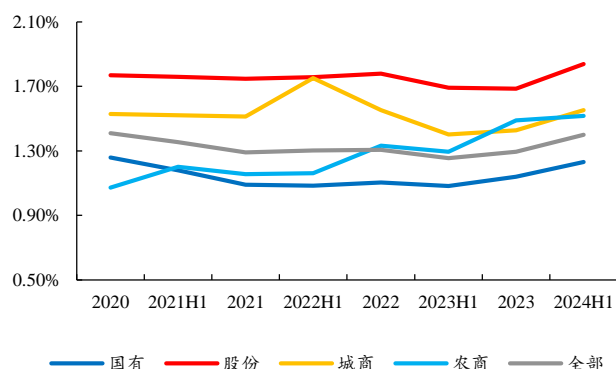
图2：2024H1 上市银行不良额增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：除农商行，其余银行 90 天以内逾期贷款增速上升


数据来源：Wind、开源证券研究所（时间序列数据不含齐鲁、沪农和瑞丰银行；计算 90 天以内逾期贷款增速时以半年为环比）

图4：2024H1 上市银行逾期率整体上升


数据来源：Wind、开源证券研究所（时间序列数据不含齐鲁、沪农和瑞丰银行）

表1: 国股行不良生成率保持平稳, 城、农商行边际上行

	测算不良生成额					测算不良生成率(%)					测算不良生成率趋势
	2020	2021	2022	2023	2024H	2020	2021	2022	2023	2024H	
工商银行	174,115	100,449	112,898	105,323	59,699	1.04	0.54	0.55	0.45	0.46	
建设银行	69,479	84,115	97,698	104,249	65,101	0.46	0.50	0.52	0.49	0.55	
农业银行	127,115	84,463	94,747	95,581	58,991	0.95	0.56	0.55	0.48	0.52	
中国银行	93,359	87,115	84,715	94,082	46,640	0.72	0.61	0.54	0.54	0.47	
邮储银行	17,015	19,941	36,115	38,028	19,857	0.34	0.35	0.56	0.53	0.49	
交通银行	72,797	46,617	48,043	38,261	19,666	1.37	0.80	0.73	0.52	0.49	
招商银行	45,074	32,352	46,229	51,497	26,421	1.00	0.64	0.83	0.85	0.81	
浦发银行	67,152	79,470	62,942	56,362	27,813	1.69	1.75	1.32	1.15	1.11	
兴业银行	48,701	31,853	52,519	67,386	32,100	1.42	0.80	1.19	1.35	1.18	
中信银行	76,464	58,168	55,545	59,641	34,597	1.91	1.30	1.14	1.16	1.26	
民生银行	82,725	57,129	50,968	44,516	22,231	2.37	1.48	1.26	1.07	1.01	
光大银行	55,777	53,953	51,136	54,375	27,925	2.06	1.79	1.55	1.52	1.47	
平安银行	55,755	47,969	68,722	82,347	37,778	2.40	1.80	2.24	2.47	2.22	
华夏银行	33,678	25,511	25,031	28,595	13,251	1.80	1.21	1.13	1.26	1.15	
浙商银行	12,032	12,862	16,074	14,412	15,555	1.17	1.08	1.20	0.95	1.82	
北京银行	16,562	15,977	12,497	14,133	9,907	1.15	1.02	0.75	0.79	0.98	
上海银行	14,667	9,648	11,908	14,956	4,901	1.51	0.88	0.97	1.15	0.71	
江苏银行	10,205	9,608	12,312	17,675	12,705	0.98	0.80	0.88	1.10	1.41	
南京银行	6,661	5,559	8,094	9,216	7,204	1.17	0.82	1.02	0.97	1.31	
宁波银行	4,170	4,890	8,642	9,993	8,014	0.79	0.71	1.00	0.96	1.28	
杭州银行	1,234	827	1,511	3,136	2,512	0.30	0.17	0.26	0.45	0.62	
长沙银行	3,736	4,473	4,681	5,587	2,797	1.43	1.42	1.27	1.31	1.15	
成都银行	1,197	207	222	880	959	0.52	0.07	0.06	0.18	0.31	
重庆银行	2,589	5,393	5,763	1,960	1,361	1.05	1.92	1.82	0.56	0.70	
贵阳银行	4,329	3,239	2,830	3,743	1,118	2.12	1.40	1.11	1.31	0.69	
青岛银行	2,647	2,632	2,032	1,536	804	1.53	1.27	0.83	0.57	0.54	
齐鲁银行	1,368	1,626	2,195	2,093	1,147	0.98	0.95	1.01	0.81	0.76	
郑州银行	5,655	4,071	5,985	5,302	234	2.89	1.71	2.07	1.60	0.13	
苏州银行	1,143	435	108	792	687	0.71	0.23	0.05	0.32	0.47	
西安银行	1,207	2,184	2,656	1,576	1,373	0.79	1.27	1.46	0.83	1.35	
厦门银行	407	568	922	1,018	806	0.38	0.40	0.53	0.51	0.77	
沪农商行	2,652	1,573	1,960	3,789	2,625	0.57	0.30	0.32	0.56	0.74	
渝农商行	11,237	8,588	7,481	4,552	2,837	2.57	1.69	1.29	0.72	0.84	
青农商行	3,265	4,422	5,161	4,927	3,855	1.83	2.03	2.22	2.05	3.01	
紫金银行	1,235	691	320	602	432	1.21	0.57	0.23	0.38	0.49	
无锡银行	498	93	420	454	419	0.59	0.09	0.36	0.35	0.59	
苏农银行	837	328	526	736	593	1.23	0.42	0.55	0.67	0.97	
江阴银行	1,902	261	395	1,445	603	2.71	0.33	0.43	1.40	1.05	
瑞丰银行	146	505	474	491	341	0.23	0.66	0.56	0.48	0.60	
常熟银行	931	470	954	1,775	1,406	0.85	0.36	0.59	0.92	1.26	
张家港行	1,374	374	1,011	1,720	662	1.92	0.44	1.01	1.50	1.04	
国有	553,880	422,700	474,216	475,524	269,954	0.81	0.55	0.56	0.49	0.50	
股份	477,358	399,267	429,166	459,131	237,671	1.75	1.29	1.28	1.28	1.25	
城商	77,776	71,338	82,357	93,594	56,528	1.14	0.90	0.90	0.90	0.95	
农商	24,077	17,304	18,703	20,491	13,773	1.46	0.90	0.84	0.83	1.03	
全部	1,133,090	910,609	1,004,443	1,048,740	577,926	1.09	0.78	0.77	0.72	0.72	

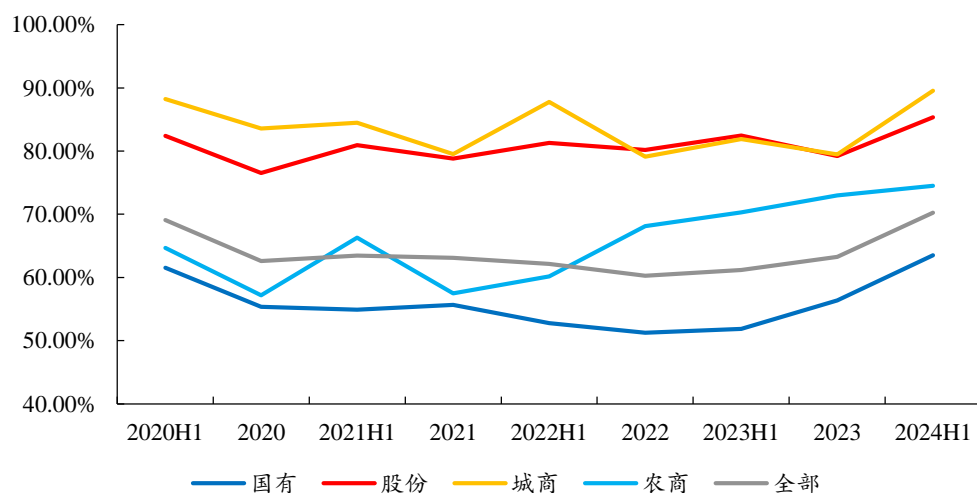
数据来源: Wind、各银行财报、开源证券研究所(不良生成额为还原核销和转出贷款减值)

1.2、资产质量承压下，部分银行不良贷款认定有所放松

结合 90 天以上逾期/不良指标，商业银行过往不良认定已充分。90 天以上逾期/不良（亦称作 90 天以上逾期贷款偏离度）越小，意味着非 90 天以上逾期纳入不良的比率越多，即风险分类更加严格，不良的认定标准更高。原银保监会在 2020 年工作会议中提到“2019 商业银行逾期 90 天以上贷款已全部纳入不良资产管理”，上市银行 90 天以上逾期/不良亦均小于 100%，故 2019 年起上市银行已将 90 天以上逾期贷款全部纳入不良贷款管理。

2024H1 部分银行 90 天以上逾期贷款偏离度超 100%，不良认定有所放松。绝对水平看，国有行逾期贷款偏离度处于较低水平，股份和城商行持续处高位，未来加强不良认定仍有较大空间；边际看，2024H1 各类行 90 天以上逾期/不良普遍上升，部分银行 2024H1 读数超 100%，亦反映在不良暴露承压的情况下，银行为了应对不良率上升的压力，或对不良贷款的认定有所放松，部分逾期 90 天以上贷款未纳入不良贷款管理。

图5：2024H1 各类行 90 天以上逾期/不良上升，反映不良认定标准放松



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：时间序列数据不含齐鲁、沪农和瑞丰银行）

表2：不良指标虽平稳，但前瞻指标及逾期 90 天以上贷款偏离度均反映上市银行资产质量压力仍存（%）

	不良率			关注率			逾期率			90 天以内逾期增速			90 天以上逾期/不良		
	2023	1Q24	1H24	2023	1Q24	1H24	2023	1Q24	1H24	2023	1H24	变化	2023	1H24	变化
工商银行	1.36	1.36	1.35	1.85		1.92	1.27		1.34	-0.5	15.0	15.4	63.1	66.6	3.5
建设银行	1.37	1.36	1.35	2.44		2.07	1.12		1.27	-17.9	15.7	33.6	56.0	66.2	10.2
农业银行	1.33	1.32	1.32	1.42		1.42	1.08		1.07	26.5	-17.1	(43.7)	44.4	52.3	7.9
中国银行	1.27	1.24	1.24	1.46		1.43	1.06		1.21	9.1	23.4	14.3	54.1	62.8	8.7
邮储银行	0.83	0.84	0.84	0.68	0.71	0.81	0.91	0.99	1.06	-2.7	33.4	36.1	71.5	78.9	7.5
交通银行	1.33	1.32	1.32	1.51	1.53	1.66	1.38	1.39	1.45	22.0	6.1	(15.9)	64.7	69.0	4.3
招商银行	0.95	0.92	0.94	1.10	1.14	1.24	1.26	1.31	1.42	10.6	26.7	16.1	74.4	78.4	4.0
浦发银行	1.48	1.45	1.41	2.33	2.35	2.30	2.02		2.12	9.6	19.6	10.0	84.3	88.7	4.4
兴业银行	1.07	1.07	1.08	1.55	1.70	1.73	1.36		1.45	25.9	1.6	(24.4)	68.3	77.9	9.6
中信银行	1.18	1.18	1.19	1.58	1.60	1.62	1.63		1.86	22.4	26.0	3.6	75.1	79.3	4.2
民生银行	1.48	1.44	1.47	2.70	2.63	2.78	2.00		2.18	23.3	0.2	(23.1)	92.2	105.3	13.1
光大银行	1.25	1.25	1.25	1.84		1.99	1.95		2.20	19.0	31.2	12.2	88.2	90.3	2.1
平安银行	1.06	1.07	1.07	1.75	1.77	1.85	1.76		1.72	9.6	-8.8	(18.4)	59.2	64.8	5.6
华夏银行	1.67	1.66	1.65	2.74	2.74	2.66	1.96		1.97	-37.0	-7.0	29.9	86.5	90.4	4.0
浙商银行	1.44	1.44	1.43	2.06		2.21	1.63		2.17	-27.1	99.4	126.5	79.3	87.8	8.5
北京银行	1.32	1.31	1.31	1.78		1.87	1.72		1.82	10.7	14.2	3.5	80.9	86.4	5.5
上海银行	1.21	1.21	1.21	2.07	2.19	2.14	1.71		1.72	20.2	-33.7	(54.0)	94.6	112.3	17.6
江苏银行	0.91	0.91	0.89	1.34	1.37	1.40	1.07	1.10	1.12	34.0	21.5	(12.4)	63.3	67.0	3.8
南京银行	0.90	0.83	0.83	1.17	1.04	1.07	1.31		1.25	23.3	24.5	1.1	89.1	81.2	(7.9)
宁波银行	0.76	0.76	0.76	0.65	0.74	1.02	0.93		0.92	48.7	2.5	(46.2)	73.5	76.5	3.0
杭州银行	0.76	0.76	0.76	0.40	0.52	0.53	0.62	0.67	0.70	25.2	5.1	(20.1)	58.2	69.6	11.4
长沙银行	1.15	1.15	1.16	1.82	1.99	2.26	1.53		1.98	-20.5	70.0	90.5	83.5	93.7	10.2
成都银行	0.68	0.66	0.66	0.41	0.41	0.45	0.80		0.90	-12.5	85.8	98.3	83.4	78.3	(5.2)
重庆银行	1.34	1.33	1.25	3.36		3.10	1.95		1.90	-42.2	3.9	46.1	84.0	87.0	2.9
贵阳银行	1.59	1.63	1.62	2.86	3.82	3.45	2.52		2.97	6.5	-1.0	(7.5)	62.9	95.2	32.3
青岛银行	1.18	1.18	1.17	0.54	0.49	0.58	1.42		1.54	11.6	8.6	(3.0)	74.1	85.2	11.1
齐鲁银行	1.26	1.25	1.24	1.38	1.32	1.14	1.00		0.99	-28.9	117.1	146.0	65.4	50.9	(14.5)
郑州银行	1.87	1.87	1.87	2.05	2.26	2.24	4.11		4.65	85.3	-16.4	(101.7)	93.5	146.1	52.6
苏州银行	0.84	0.84	0.84	0.81	0.77	0.88	0.72		0.93	33.7	65.1	31.5	62.4	74.9	12.5
西安银行	1.35	1.43	1.72	4.37	4.19	5.69	2.29		5.03	15.1	189.2	174.1	91.6	125.2	33.6
厦门银行	0.76	0.74	0.76	1.43	1.57	2.26	1.10		1.50	-53.6	98.9	152.5	93.1	98.0	4.9
沪农商行	0.97	0.99	0.97	1.23	1.27	1.23	1.25		1.31	-41.0	20.2	61.1	94.4	94.9	0.6
渝农商行	1.19	1.19	1.19	1.14		1.41	1.42		1.52	-6.2	33.0	39.1	78.1	75.5	(2.5)
青农商行	1.81	1.80	1.80	5.79	4.68	4.71	3.55		2.86	155.6	-27.0	(182.6)	69.3	67.9	(1.3)
紫金银行	1.16	1.16	1.15	0.96	1.19	1.33	1.29		1.41	19.5	13.4	(6.1)	77.5	84.6	7.2
无锡银行	0.79	0.79	0.79	0.42	0.51	0.50	0.66		0.78	-4.8	33.9	38.7	55.8	63.7	7.9
苏农银行	0.91	0.91	0.91	1.21	1.06	1.19	0.73		1.03	15.3	89.6	74.3	48.1	55.8	7.7
江阴银行	0.98	0.97	0.98	1.06	0.95	1.37	1.19		1.27	-46.0	30.2	76.2	80.0	78.6	(1.4)
瑞丰银行	0.97	0.97	0.97	1.30	1.37	1.56	1.84		1.77	145.9	-1.2	(147.1)	73.5	76.0	2.5
常熟银行	0.75	0.76	0.76	1.17	1.24	1.36	1.23		1.54	39.5	56.0	16.6	79.4	82.4	3.0
张家港行	0.94	0.93	0.94	1.59	1.56	1.67	1.70		1.90	22.1	8.7	(13.3)	69.3	87.6	18.3
国有	1.30	1.29	1.28	1.71		1.66	1.14		1.23	4.1	8.7	4.6	56.4	63.5	7.2
股份	1.24	1.22	1.23	1.85		1.94	1.68		1.84	10.3	15.8	5.5	79.2	85.4	6.1
城商	1.07	1.05	1.05	1.47		1.59	1.42		1.54	13.4	15.5	2.1	79.0	88.4	9.4
农商	1.09	1.09	1.08	1.59		1.62	1.50		1.54	19.5	8.9	(10.7)	78.1	79.4	1.3
全部	1.26	1.25	1.25	1.72		1.72	1.29		1.40	7.2	11.7	4.5	63.4	70.3	6.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：计算 90 天以内逾期贷款增速时，基期为最近一期披露相关数据报告期，即以半年为环比）

1.3、已减值贷款与不良贷款认定标准仍待统一

股份行已减值贷款率向不良率收敛，城、农商行扩大。《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称办法）明确了已减值金融资产应纳入不良，2024H1 上市银行已减值贷款率为 1.31%，高于不良率 5bp，边际保持平稳，但结构看各类行呈现不同趋势：**第一、国有行对不良与减值贷款的认定标准始终一致，二者相差始终为零；第二、股份行已减值贷款率向不良率收敛，2023 年末股份行已减值贷款率偏离不良水平最高，当时将减值纳入不良的压力最大，而 2024H1 股份行已减值贷款率下降 3bp，与不良率偏离幅度下降 1bp，已呈边际收敛趋势，但若要在过渡期内完成口径统一，今明两年偏离幅度需大幅收敛；第三、城、农商行已减值贷款率进一步偏离不良率，2024H1 城、农商行已减值贷款率较不良率偏离幅度较 2023 年末分别扩大 6bp 和 3bp，但形成偏离的主要原因来自个别银行已减值贷款率的大幅上升，剔除个别银行影响，城、农商行整体水平仍保持稳定。**

个别城、农商行对不良与减值的二者认定标准仍待统一。会计准则对已减值贷款的定义与监管对不良贷款的认定有内在的一致性，但认定逻辑上存在区别，主要差异在于：**风险五级分类中不良贷款的认定基于已发生损失模型，而已发生信用减值贷款的认定基于预期信用损失模型。**但 2023 年《办法》的实施明确了已减值金融资产应纳入不良资产管理，因此 2024H1 个别城、农商行已减值贷款率大幅提高而不良率保持平稳，或为当前资产质量承压下未将减值调入不良的阶段性考虑，但未来随着认定标准的统一，这些银行或面临减值贷款归入不良的冲击。

表3：股份行不良率与已减值贷款率收敛，城、农商行受个别银行影响扩大

	已减值贷款/不良贷款				不良贷款率				已减值贷款率				已减值贷款率-不良贷款率			
	2022	2023H	2023	2024H1	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H
工商银行	100%	100%	100%	100%	1.38%	1.36%	1.36%	1.35%	1.38%	1.36%	1.36%	1.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
建设银行	100%	100%	100%	100%	1.38%	1.37%	1.37%	1.35%	1.38%	1.37%	1.37%	1.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
农业银行	100%	100%	100%	100%	1.37%	1.35%	1.33%	1.32%	1.37%	1.35%	1.33%	1.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
中国银行	100%	100%	100%	100%	1.32%	1.28%	1.27%	1.24%	1.32%	1.28%	1.27%	1.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
邮储银行	100%	100%	100%	101%	0.84%	0.81%	0.83%	0.84%	0.85%	0.81%	0.83%	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
交通银行	100%	100%	100%	100%	1.35%	1.35%	1.33%	1.32%	1.35%	1.35%	1.33%	1.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
招商银行	100%	100%	100%	100%	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.96%	0.95%	0.95%	0.94%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
浦发银行	117%	132%	137%	126%	1.52%	1.49%	1.48%	1.41%	1.79%	1.98%	2.02%	1.78%	0.26%	0.48%	0.54%	0.37%
兴业银行	124%	127%	111%	112%	1.09%	1.08%	1.07%	1.08%	1.36%	1.37%	1.19%	1.20%	0.27%	0.29%	0.12%	0.13%
中信银行	115%	116%	104%	104%	1.27%	1.21%	1.18%	1.19%	1.46%	1.40%	1.22%	1.24%	0.19%	0.19%	0.04%	0.05%
民生银行	114%	125%	132%	134%	1.68%	1.57%	1.48%	1.47%	1.91%	1.97%	1.96%	1.97%	0.24%	0.40%	0.48%	0.50%
光大银行	107%	106%	104%	106%	1.25%	1.30%	1.25%	1.25%	1.33%	1.38%	1.30%	1.33%	0.08%	0.08%	0.04%	0.07%
平安银行	111%	106%	106%	106%	1.05%	1.03%	1.06%	1.07%	1.16%	1.12%	1.12%	1.12%	0.12%	0.06%	0.06%	0.06%
华夏银行	103%	105%	110%	109%	1.75%	1.72%	1.67%	1.65%	1.80%	1.80%	1.83%	1.80%	0.05%	0.08%	0.16%	0.15%
浙商银行	118%	111%	107%	106%	1.47%	1.45%	1.44%	1.43%	1.73%	1.61%	1.54%	1.51%	0.26%	0.16%	0.10%	0.08%
北京银行	100%	100%	100%	100%	1.43%	1.34%	1.32%	1.31%	1.43%	1.34%	1.32%	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
上海银行	136%	147%	131%	131%	1.25%	1.22%	1.21%	1.21%	1.70%	1.80%	1.58%	1.58%	0.45%	0.58%	0.37%	0.37%
江苏银行	114%	106%	100%	100%	0.94%	0.91%	0.91%	0.89%	1.07%	0.97%	0.91%	0.89%	0.13%	0.06%	0.00%	0.00%
南京银行	98%	98%	103%	101%	0.90%	0.90%	0.90%	0.83%	0.88%	0.88%	0.92%	0.84%	-0.02%	-0.02%	0.02%	0.01%
宁波银行	111%	101%	100%	100%	0.75%	0.76%	0.76%	0.76%	0.83%	0.76%	0.76%	0.76%	0.08%	0.01%	0.00%	0.00%
杭州银行	104%	104%	100%	100%	0.77%	0.76%	0.76%	0.76%	0.80%	0.79%	0.76%	0.76%	0.03%	0.03%	0.00%	0.00%
长沙银行	121%	122%	109%	140%	1.16%	1.16%	1.15%	1.16%	1.40%	1.41%	1.25%	1.62%	0.24%	0.25%	0.10%	0.46%
成都银行	100%	100%	100%	100%	0.78%	0.72%	0.68%	0.66%	0.78%	0.72%	0.68%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
重庆银行	170%	184%	173%	172%	1.38%	1.21%	1.34%	1.25%	2.35%	2.23%	2.31%	2.15%	0.97%	1.01%	0.97%	0.90%
贵阳银行	100%	100%	100%	126%	1.45%	1.47%	1.59%	1.62%	1.45%	1.47%	1.59%	2.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.42%
青岛银行	101%	100%	100%	100%	1.21%	1.14%	1.18%	1.17%	1.21%	1.14%	1.18%	1.17%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
齐鲁银行	100%	100%	101%	100%	1.29%	1.27%	1.26%	1.24%	1.29%	1.27%	1.27%	1.25%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
郑州银行	142%	183%	174%	254%	1.88%	1.87%	1.87%	1.87%	2.67%	3.41%	3.25%	4.75%	0.79%	1.55%	1.38%	2.88%
苏州银行	100%	101%	100%	100%	0.88%	0.86%	0.84%	0.84%	0.88%	0.87%	0.84%	0.84%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
西安银行	174%	184%	158%	150%	1.25%	1.25%	1.35%	1.72%	2.18%	2.29%	2.12%	2.58%	0.92%	1.04%	0.78%	0.86%
厦门银行	134%	100%	151%	140%	0.86%	0.80%	0.76%	0.76%	1.15%	0.80%	1.15%	1.06%	0.29%	0.00%	0.39%	0.30%
沪农商行	120%	131%	100%	101%	0.94%	0.95%	0.97%	0.97%	1.13%	1.25%	0.98%	0.98%	0.19%	0.30%	0.00%	0.01%
渝农商行	121%	107%	104%	103%	1.22%	1.21%	1.19%	1.19%	1.48%	1.30%	1.24%	1.23%	0.26%	0.09%	0.05%	0.04%
青农商行	137%	135%	143%	158%	2.19%	1.93%	1.81%	1.80%	3.01%	2.62%	2.60%	2.84%	0.82%	0.68%	0.78%	1.04%
紫金银行	100%	97%	100%	113%	1.20%	1.19%	1.16%	1.15%	1.20%	1.15%	1.16%	1.30%	0.00%	-0.04%	0.00%	0.15%
无锡银行	106%	105%	107%	100%	0.81%	0.77%	0.79%	0.79%	0.86%	0.82%	0.84%	0.79%	0.05%	0.04%	0.05%	0.00%
苏农商行	100%	100%	100%	100%	0.95%	0.92%	0.91%	0.91%	0.96%	0.92%	0.91%	0.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
江阴银行	100%	100%	100%	98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.98%	0.96%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%
瑞丰银行	105%	104%	100%	102%	1.08%	0.98%	0.97%	0.97%	1.13%	1.02%	0.98%	0.99%	0.06%	0.04%	0.00%	0.02%
常熟银行	101%	103%	105%	106%	0.81%	0.75%	0.75%	0.76%	0.82%	0.77%	0.79%	0.81%	0.01%	0.02%	0.04%	0.05%
张家港行	126%	118%	108%	122%	0.89%	0.88%	0.94%	0.94%	1.12%	1.04%	1.01%	1.15%	0.23%	0.16%	0.08%	0.20%
国有	100%	100%	100%	100%	1.33%	1.31%	1.30%	1.28%	1.33%	1.30%	1.30%	1.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股份	113%	117%	115%	113%	1.32%	1.29%	1.25%	1.24%	1.48%	1.50%	1.44%	1.41%	0.17%	0.22%	0.18%	0.17%
城商	116%	118%	114%	119%	1.11%	1.07%	1.07%	1.05%	1.28%	1.25%	1.21%	1.25%	0.17%	0.19%	0.14%	0.20%
农商	119%	116%	109%	112%	1.14%	1.10%	1.09%	1.08%	1.36%	1.28%	1.19%	1.22%	0.21%	0.18%	0.10%	0.13%
全部	104%	105%	104%	104%	1.31%	1.28%	1.27%	1.25%	1.36%	1.34%	1.32%	1.31%	0.05%	0.07%	0.05%	0.05%

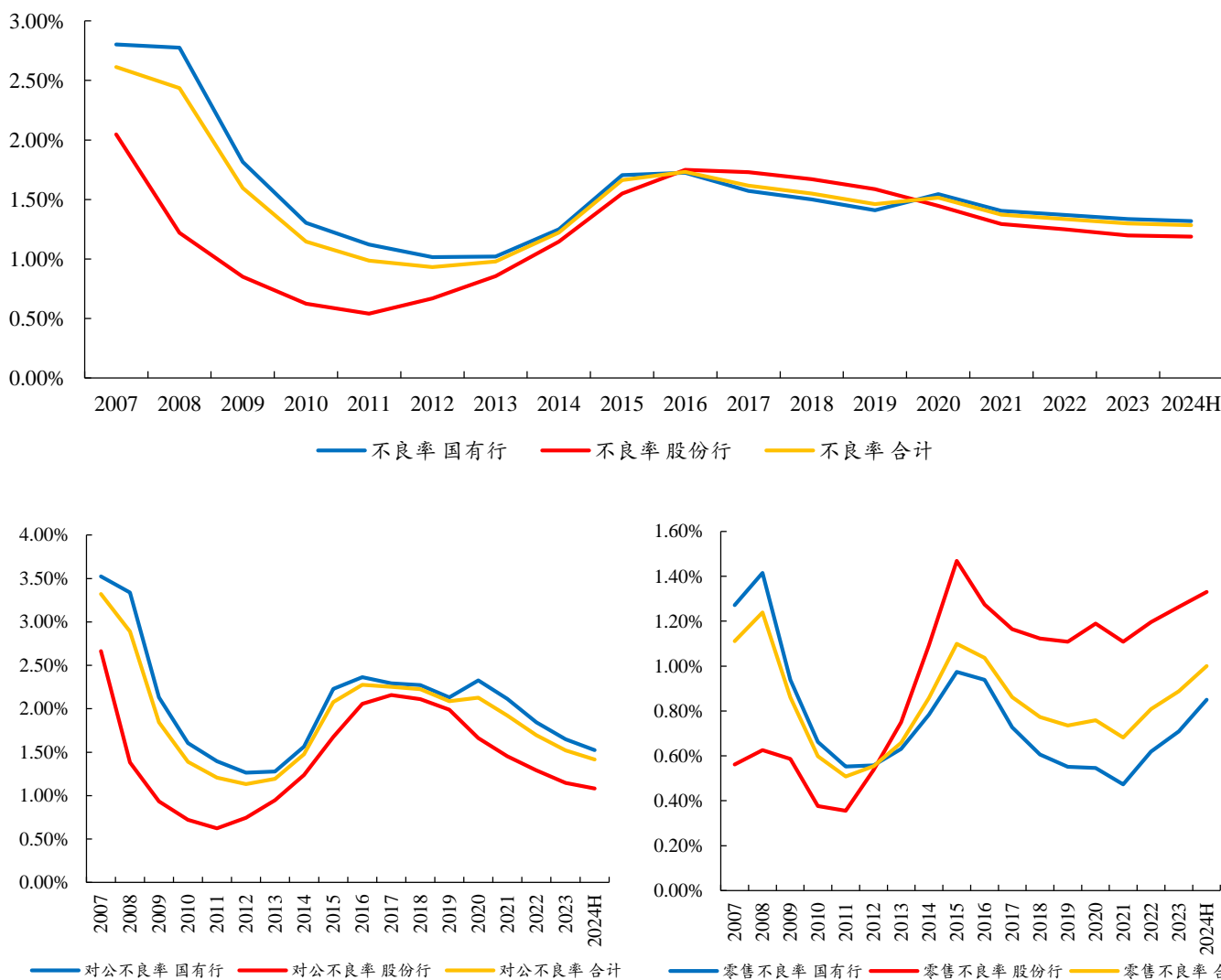
数据来源：Wind、各银行财报、开源证券研究所（平安银行因中期未披露三阶段减值准备无法还原口径，故统计股份行与全部银行时不含平安银行）

2、追本溯源：上市银行各类贷款资产质量压力观测

2.1、对公、零售贷款资产质量走势分化

上市银行对公不良率呈改善趋势，零售不良率持续反弹。2024H1 样本银行对公不良率为 1.42%，绝对水平高于全部贷款不良率，但不良水平呈下行趋势，较 2023 年末下降 10bp，其中国有行对公不良水平持续高于股份行。2024H1 样本银行零售不良率为 1.00%，不良水平自 2021 年已持续上升 32bp，股份行零售不良水平持续高于国有行。

图6：2021 年起样本银行零售贷款不良率上升幅度明显，资产质量压力明显大于对公贷款



数据来源：Wind、开源证券研究所（样本银行为 2007-2023 持续披露零售及对公的 4 家国有行及 7 家股份行；2007 年农业银行不良资产暂未剥离，民生银行缺少数据，故当年不包含上述两家银行）

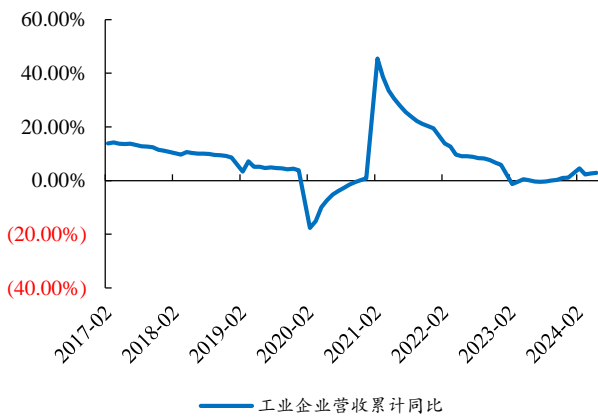
2.2、上市银行对公资产质量整体改善

2.2.1、偏弱的高频数据下，上市银行对公资产质量修复

高频数据反映工业营收缓慢恢复，压力主要来自房地产。工业企业营收增速从2021年起呈下行趋势，自2023年防疫政策转变后缓慢恢复，2024年内仍呈慢修复态势。但企业所得税增速仍处负区间，或主要源于服务业经营压力。服务业中，房地产行业在央行于5月集中发布房地产新政策后，6-8月份开发投资及商品房销售增速仍处低位，尚未看到房地产行业整体回暖迹象。故我们认为当前大型对公企业经营并未呈现复苏态势，现金流尤其是房企销售回款压力仍持续。

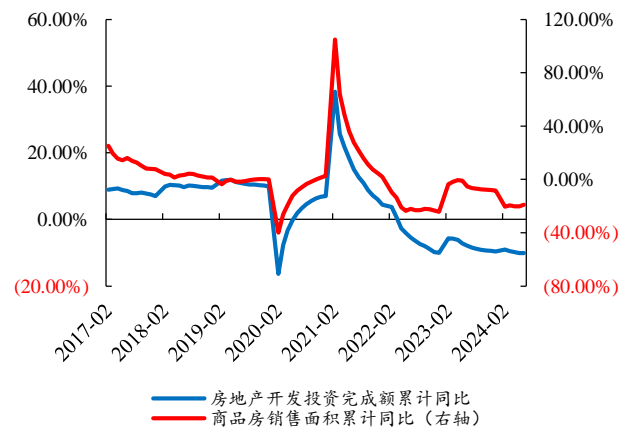
弱复苏环境下，对公贷款资产质量整体改善。尽管当前对公企业经营状况仍承压，但2024H1仅个别银行对公贷款不良率较2023年末略有上升，其余银行均有较大幅度改善。国有行中，邮储银行对公不良率环比略降1bp，其余国有行改善幅度均超10bp；股份行中，浦发、民生和华夏银行不良率降幅较明显；城、农商行中改善显著的为重庆、厦门、瑞丰及常熟银行。**我们认为企业经营偏弱与对公信贷风险修复二者同时存在的原因在于：**一方面，受房地产、城投冲击影响，银行前期对公信贷风险政策趋紧，压降了许多存量风险客户，同时也限制了潜在风险客户的准入，降低了客户的平均违约率；另一方面，在经济复苏偏弱的过程中，对公企业尤其是央、国企等大型企业，抗击系统性风险能力较强，现金流虽边际承压但其体量仍旧雄厚，故资金仍可满足其正常经营活动及还本付息。

图7：工业企业营收累计同比低位缓慢回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：房地产开发投资及销售增速均待恢复



数据来源：Wind、开源证券研究所

对公不良压力处于可控区间。2024H，上市银行主要对公行业中，制造业、租赁及商务服务业不良率较2023年末整体改善，城、农商行批发零售业和建筑业风险边际上升，个别股份行及城商行房地产业仍承压。我们认为各家银行对于房地产风险暴露的节奏存在差异，部分银行前期暴露较充分，另一部分银行仍存处于风险暴露期的项目。随着时间推移，个别银行前期风险项目持续暴露或形成不良率上升压力，但由于各家行风险准入边际收紧，新项目生成不良较少，叠加对存量风险的持续处置，未来对公业务风险仍处于可控区间。

表4：2024H1上市银行对公贷款不良率改善幅度较大（%）

银行	交运、仓储和邮政			制造业			租赁和商务服务业			批发和零售业			建筑业			房地产			对公		
	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化
工商银行	0.46	0.44	(3)	2.26	1.87	(38)	1.83	1.78	(5)	3.95	3.72	(23)	3.04	2.89	(15)	5.37	5.35	(2)	1.81	1.69	(12)
建设银行	0.95	0.81	(14)	1.81	1.52	(28)	1.82	1.74	(8)	1.91	2.12	21	2.63	2.21	(42)	5.64	5.20	(44)	1.88	1.69	(19)
农业银行	0.55	0.68	13	2.03	1.71	(32)	1.96	1.92	(4)	2.48	2.39	(9)	2.04	1.98	(5)	5.42	5.42	0	1.83	1.70	(13)
中国银行	0.44	0.41	(3)	1.44	1.25	(19)	1.50	1.36	(14)			0	1.08	1.05	(3)	5.51	4.94	(56)	1.48	1.33	(15)
邮储银行	0.07	0.06	(0)	0.65	0.61	(4)	0.74	0.62	(11)	0.96	1.04	9	0.50	0.63	13	2.45	2.25	(20)	0.55	0.54	(1)
交通银行	0.60	0.47	(13)	1.96	1.65	(32)	0.70	0.69	(1)	2.70	2.62	(8)	1.40	1.19	(21)	4.99	4.97	(2)	1.65	1.54	(11)
招商银行	0.34	0.27	(7)	0.53	0.48	(5)	0.76	0.76	(1)	0.67	0.68	0	0.30	0.67	37	5.26	5.12	(14)	1.19	1.13	(6)
浦发银行	0.39	0.35	(4)	1.39	1.20	(19)	0.98	0.84	(14)	2.62	2.59	(3)	1.61	1.19	(42)	4.11	2.74	(137)	1.67	1.48	(19)
兴业银行	0.24	0.06	(18)	0.57	0.79	22	0.95	0.90	(5)	3.66	3.24	(42)	1.32	1.51	19	0.84	1.08	24	0.96	0.97	1
中信银行	0.19	0.22	3	2.24	2.16	(8)	0.63	0.83	20	1.68	1.76	8	2.86	0.78	(207)	2.59	2.30	(29)	1.37	1.25	(13)
民生银行	0.28	0.31	3	1.29	1.18	(11)	1.15	0.69	(47)	1.36	0.94	(42)	1.03	0.56	(47)	4.92	5.29	37	1.63	1.45	(18)
光大银行	0.78	0.65	(13)	1.06	0.96	(10)	0.55	0.46	(8)	2.25	2.74	48	0.79	0.73	(6)	5.33	4.51	(82)	1.24	1.18	(6)
平安银行	0.08	0.07	(1)	0.32	0.67	35			0	1.17	1.19	2	1.94	2.01	7	0.86	1.26	40	0.74	0.75	1
华夏银行	2.06	1.95	(11)	2.07	1.90	(17)	0.35	0.34	(1)	3.61	3.31	(31)	2.56	3.04	47	4.21	2.56	(165)	1.76	1.51	(25)
浙商银行	6.79	7.15	35	0.82	1.12	30	2.00	1.73	(27)	0.96	1.57	61	1.19	1.17	(2)	2.48	1.26	(122)	1.37	1.38	1
北京银行																			1.58	1.44	(14)
上海银行	1.13	1.11	(3)	0.31	0.51	20	1.41	1.37	(4)	1.80	2.02	22			0	2.11	1.39	(72)	1.45	1.40	(5)
江苏银行	0.08	0.59	51	1.12	0.90	(22)	0.45	0.27	(18)	1.92	2.08	16	1.40	0.87	(53)	2.54	2.83	29	1.05	0.90	(16)
南京银行	0.10	0.11	0	0.83	0.88	4	0.16	0.29	13	1.52	1.32	(21)	5.72	0.64	(508)	0.61	0.32	(29)	0.70	0.58	(12)
宁波银行	0.17	0.11	(5)	0.39	0.40	1	0.07	0.06	(1)	0.47	0.39	(8)	0.20	0.19	(2)	0.10	0.10	(1)	0.26	0.22	(4)
杭州银行	0.15	0.15	(1)	1.14	0.90	(24)	0.49	0.52	3	0.81	0.64	(16)	0.36	0.31	(5)	6.36	7.07	71	0.84	0.76	(8)
成都银行	0.01	0.01	(0)	1.17	1.15	(2)	0.19	0.15	(5)	1.09	1.60	51	2.69	3.98	129	3.04	1.82	(123)	0.71	0.66	(5)
重庆银行	1.33	1.31	(2)	3.11	3.14	4	0.05	0.13	8	5.19	2.57	(262)	0.48	1.29	81	6.48	5.78	(70)	1.33	0.99	(35)
贵阳银行				0.26	0.28	2				4.10	4.65	55	2.18	2.23	5	1.83	0.50	(133)	1.38	1.30	(8)
青岛银行	0.02	0.02	(1)	3.28	2.80	(48)				1.22	1.34	12	0.32	0.31	(1)	2.30	2.17	(13)	1.09	0.92	(17)
齐鲁银行				5.67	5.54	(13)	0.13	0.10	(3)	1.50	1.34	(16)	0.20	0.38	18	1.37	1.39	2	1.35	1.26	(8)
郑州银行	0.47	0.45	(2)	5.19	5.88	69	1.11	1.03	(8)	2.78	2.71	(7)	1.00	1.08	7	6.48	6.86	38	2.09	2.08	(2)
苏州银行	0.12	0.09	(3)	0.89	0.78	(11)	0.01	0.00	(1)	1.20	1.31	11	0.65	0.37	(27)	2.60	1.64	(97)	0.75	0.64	(11)
厦门银行	0.74	0.66	(8)	2.36	2.54	18	0.14	0.02	(12)	0.37	0.48	11	0.76	0.76	0	4.70	0.03	(467)	1.09	0.73	(36)
沪农商行	0.24	0.94	70	0.51	0.68	17	0.57	0.36	(22)	1.39	2.43	105	1.19	2.26	107	2.18	1.73	(46)	1.10	1.03	(7)
渝农商行				0.90	0.82	(8)	0.36	0.56	20	2.89	3.09	19	0.70	1.99	129	9.27	6.88	(239)	1.04	1.07	3
青农商行	1.58	2.72	113	6.86	4.63	(223)	0.03	0.03	(0)	3.08	1.80	(127)	0.89	3.31	242	1.36	4.79	343	2.07	2.07	(0)
瑞丰银行				0.36	0.35	(1)	0.21	0.17	(4)	1.68	0.80	(88)	0.27	0.06	(21)				0.61	0.40	(20)
常熟银行				1.12	0.94	(18)	0.89	0.34	(55)	0.67	0.76	9							0.83	0.66	(17)

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行为母行口径）

2.2.2、国股行房地产业务规模、占比提升，风险整体修复

对公房地产对资产质量冲击趋弱。2024H1 上市银行对公房地产不良率较 2023 年末整体下降，部分股份行、城商行不良率边际改善超 1.00pct。此外，我们观察到如下特点：**第一、国股行房地产贷款规模、占比均上升，而城、农商行分化明显。**国股行规模上升部分受经营性物业贷政策影响，我们曾在《上市银行涉房业务再审视：风险评估与情景测算》报告中提及，受年内经营性物业贷可用于置换存量债务的影响“全国性商业银行房地产贷款规模在 2024 年或有所上升，但不应将其视作银行资产质量的压力”；**第二、部分股份行、城商行不良额大幅减少**，而国有行仅建行和中行不良额略降，其余均上升，这或源于国有行在市场化经营的同时亦承担支持实体经济的责任使命，例如向“三大工程”、房地产融资协调机制白名单客户投放的贷款，部分或形成不良。而当前房企经营仍承压，房地产贷款由不良上迁的可能性较小，故推测房地产不良额大幅下降的银行主要源于其处置力度的加大。

未来房地产风险或仍存改善空间。一方面，9 月底央行及金融监管总局联合发布通知，明确经营性物业贷可用于置换存量债务的政策延长至 2026 年，故房企将高息开发贷置换为低息经营性物业贷的时间更加充裕，现金流改善下，其违约风险亦降低；另一方面，尽管部分银行当前房地产存量风险仍未出清，在指标上体现为不良率上升。但随着时间推移，各家银行风险项目暴露程度将逐渐趋近，通过观测风险贷款暴露程度较高的银行房地产不良率走势（例如招商银行），叠加商业银行运用各自方式处置不良资产，我们认为房地产新生成的不良压力可逐步化解。

表5: 大部分国股行呈房地产贷款规模增长, 不良率下降的特点

银行	房地产对公贷款(百万元)				房地产对公贷款占比(%)				房地产对公不良(百万元)				房地产对公不良率(%)			
	2023H1	2023	2024H1	变化	2023H1	2023	2024H1	变化	2023H1	2023	2024H1	变化	2023H1	2023	2024H1	变化
工商银行	767,190	762,226	852,064	11.79	3.0	2.9	3.1	0.14	51,226	40,957	45,585	11.30	6.68	5.37	5.35	-0.02
建设银行	833,352	853,956	910,726	6.65	3.6	3.6	3.6	0.00	39,647	48,158	47,387	-1.60	4.76	5.64	5.20	-0.44
农业银行	892,545	860,705	892,258	3.67	4.1	3.8	3.7	-0.15	51,686	46,615	48,358	3.74	5.79	5.42	5.42	0.00
中国银行	846,173	874,747	952,486	8.89	4.4	4.4	4.5	0.12	43,200	48,172	47,085	-2.26	5.11	5.51	4.94	-0.56
邮储银行	243,966	253,086	285,458	12.79	3.1	3.1	3.3	0.19	2,457	6,191	6,420	3.70	1.01	2.45	2.25	-0.20
交通银行	506,589	489,080	527,977	7.95	6.5	6.1	6.4	0.24	17,172	24,403	26,238	7.52	3.39	4.99	4.97	-0.02
招商银行	355,764	326,667	339,938	4.06	5.6	5.0	5.0	0.02	19,644	17,183	17,396	1.24	5.52	5.26	5.12	-0.14
浦发银行	317,475	345,744	381,536	10.35	6.4	6.9	7.2	0.29	9,143	14,210	10,454	-26.43	2.88	4.11	2.74	-1.37
兴业银行	405,467	437,450	477,367	9.12	7.8	8.0	8.4	0.41	3,284	3,675	5,151	40.18	0.81	0.84	1.08	0.24
中信银行	283,203	259,363	277,547	7.01	5.3	4.7	5.0	0.24	14,986	6,729	6,386	-5.10	5.29	2.59	2.30	-0.29
民生银行	381,821	346,298	340,400	-1.70	8.7	7.9	7.7	-0.20	19,598	17,038	18,007	5.69	5.13	4.92	5.29	0.37
光大银行	172,414	165,745	166,404	0.40	4.6	4.4	4.3	-0.10	7,284	8,833	7,507	-15.01	4.22	5.33	4.51	-0.82
平安银行	275,916	255,322	258,715	1.33	8.0	7.5	7.6	0.09	2,787	2,196	3,260	48.45	1.01	0.86	1.26	0.40
华夏银行	94,501	96,736	101,101	4.51	4.0	4.2	4.3	0.09	3,560	4,071	2,587	-36.45	3.77	4.21	2.56	-1.65
浙商银行	173,076	177,749	187,179	5.31	10.5	10.4	10.4	-0.03	4,004	4,408	2,361	-46.44	2.31	2.48	1.26	-1.22
北京银行	120,511	119,458	121,923	2.06	6.1	5.9	5.6	-0.30								
上海银行	122,587	123,136	119,890	-2.64	9.0	8.9	8.4	-0.53	2,527	2,600	1,665	-35.94	2.06	2.11	1.39	-0.72
江苏银行	95,441	82,130	81,745	-0.47	5.5	4.6	4.0	-0.58	2,034	2,086	2,313	10.89	2.13	2.54	2.83	0.29
南京银行	52,556	48,443	51,092	5.47	4.9	4.4	4.2	-0.17	555	295	165	-44.05	1.06	0.61	0.32	-0.29
宁波银行	96,081	115,518	137,088	18.67	8.2	9.2	9.7	0.51	268	119	131	10.08	0.28	0.10	0.10	-0.01
杭州银行	36,524	36,789	37,012	0.61	4.7	4.6	4.1	-0.45	1,407	2,339	2,616	11.81	3.85	6.36	7.07	0.71
长沙银行	12,066	14,368	16,695	16.19	2.5	2.9	3.1	0.19								
成都银行	38,278	38,555	36,878	-4.35	6.7	6.2	5.2	-0.95	830	1,174	671	-42.89	2.17	3.04	1.82	-1.23
重庆银行	9,991	9,570	9,774	2.13	2.7	2.5	2.3	-0.11	713	620	565	-8.85	7.14	6.48	5.78	-0.70
贵阳银行	30,935	37,087	41,713	12.47	9.9	11.4	12.3	0.84	681	679	209	-69.27		1.83	0.50	-1.33
青岛银行	22,818	22,646	22,707	0.27	7.9	7.5	7.0	-0.55	55	522	493	-5.41	0.24	2.30	2.17	-0.13
齐鲁银行	5,355	4,442	4,392	-1.13	1.9	1.5	1.3	-0.14	363	61	61	0.00	6.78	1.37	1.39	0.02
郑州银行	30,175	29,168	28,932	-0.81	8.6	8.1	7.8	-0.33	1,263	1,891	1,984	4.95	4.19	6.48	6.86	0.38
苏州银行	14,003	16,832	26,666	58.42	4.9	5.7	8.2	2.47	448	438	436	-0.46	3.20	2.60	1.64	-0.97
西安银行	10,045	10,217	10,675	4.49	5.0	5.0	5.0	-0.06								
厦门银行	7,342	8,337	8,437	1.20	3.6	4.0	4.0	-0.02	383	392	3	-99.35	5.22	4.70	0.03	-4.67
沪农商行	104,768	104,665	108,903	4.05	15.0	14.7	14.8	0.09	1,867	2,284	1,881	-17.66	1.78	2.18	1.73	-0.46
渝农商行	3,523	3,458	4,659	34.73	0.5	0.5	0.7	0.15	321	321	321	0.00	9.10	9.27	6.88	-2.39
青农商行	23,468	21,346	14,599	-31.61	9.3	8.3	5.6	-2.75	709	291	700	140.31	3.02	1.36	4.79	3.43
紫金银行	7,128	7,607	8,724	14.68	4.2	4.3	4.7	0.41								
无锡银行	853	1,260	1,463	16.16	0.6	0.9	1.0	0.08								
苏农商行	2,360	2,740	2,737	-0.13	2.0	2.2	2.1	-0.15								
江阴银行	826	1,187	1,100	-7.30	0.7	1.0	0.9	-0.13								
瑞丰银行	1,911	1,965	2,311	17.62	1.7	1.7	1.9	0.17								
常熟银行	2,055	1,825	1,814	-0.59	1.0	0.8	0.8	-0.06								
张家港行	1,270	1,549	1,422	-8.23	1.0	1.2	1.0	-0.17								

数据来源: Wind、开源证券研究所(四大行为境内口径, 南京银行为母行口径)

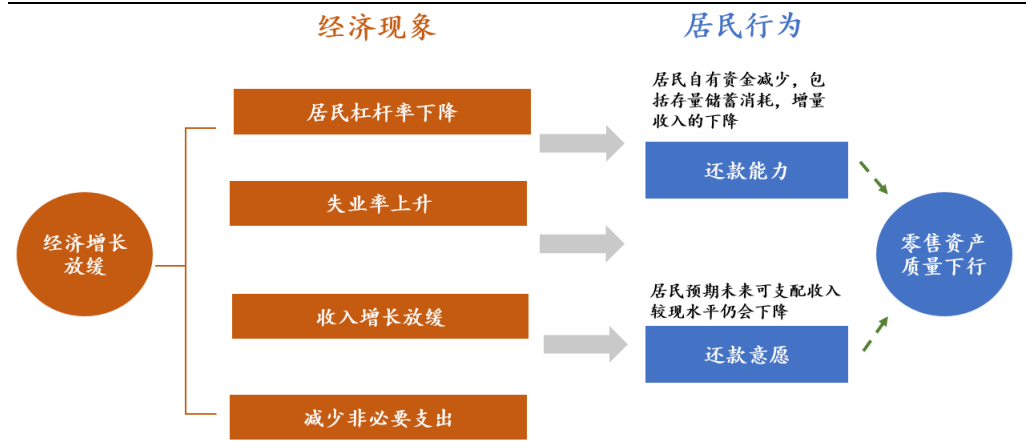
2.3、居民还款能力及意愿下降，零售信贷风险反弹

2.3.1、宏观环境边际影响居民消费、投资、还贷等行为

偏弱宏观环境引起的经济变化逐步向居民传导。**第一、居民失业率水平高于长期均值。**2018年以来城镇失业率均值约为5.6%，但在2022-2023年期间失业率水平高于均值，最高达6.0%，此外31个大城市失业水平更高。一方面，有效需求回落使得企业裁员节省开支；另一方面，疫情期间小企业受停工停产影响经营压力加剧，部分企业破产裁员亦推升失业率。此外，失业率并不仅仅影响当期，部分居民尽管失业后又找到工作，但失业期间收入的损失，亦持续影响其后期支出行为。**第二、居民人均收入-支出增速差由正转负。**在失业率上升的环境下，企业缩减开支，居民收入下降，但支出端保持刚性，导致居民收入-支出增速呈现负值，该指标对居民的预期影响或大于当期支出决策。**第三、居民借贷意愿降低。**观察各部门的杠杆水平，2020年以后政府及企业部门杠杆率保持平稳增长，但居民部门加杠杆意愿趋缓，2024年6月末居民部门杠杆率为63.5%，较2020年末仅上升1.20%，同期政府及企业部门杠杆率上升幅度均超10%。杠杆率放缓反映了居民当前借贷的意愿边际下降，这一方面使银行个贷投放承压，另一方面存量信贷亦面临居民降低负债率而主动违约的风险。

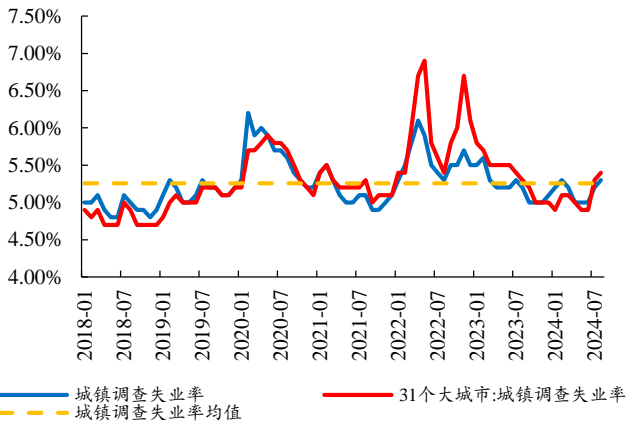
零售业务风险普遍上升。受上述因素影响，2024H1仅个别银行零售资产质量略有改善，其余银行零售不良率均上升。国有行中，农行及邮储银行不良率上升幅度较小；股份行中浙商银行零售不良率环比下降，招行、兴业、平安零售不良压力相对小；个别城、农商行零售不良增幅明显，重庆、贵阳、苏州、厦门银行零售不良率环比上升均超30bp。

图9：经济现象至居民行为的传递影响银行零售资产质量



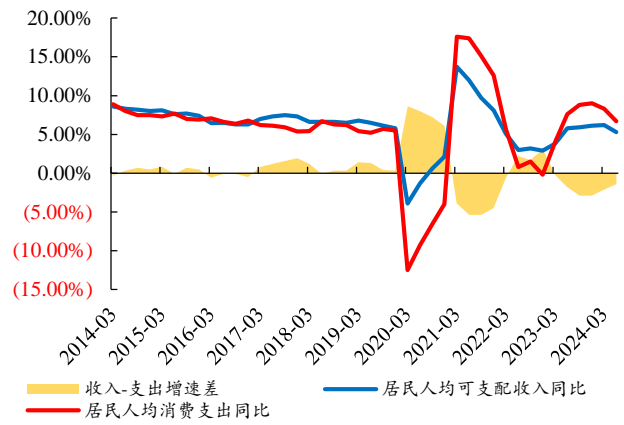
资料来源：开源证券研究所

图10: 2022-2023 年期间失业率较高



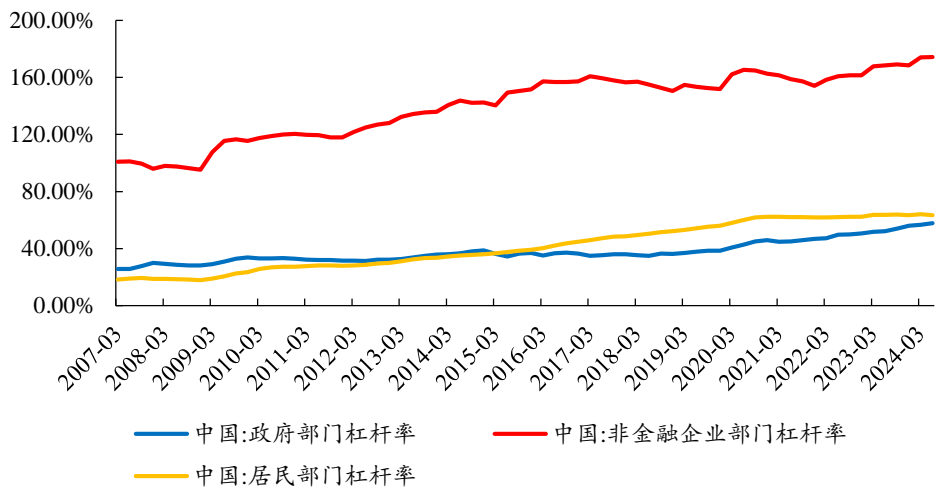
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020 年以后居民人均收入-支出增速差长期为负



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2020 年后居民加杠杆意愿明显放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

表6：上市银行零售贷款不良率整体上升（%）

银行	经营贷			按揭			消费贷			信用卡			零售		
	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化	2023	2024H	变化
工商银行	0.86	0.91	0.05	0.44	0.60	0.16	1.34	1.65	0.32	2.45	3.03	0.58	0.70	0.90	0.20
建设银行	0.95	1.57	0.61	0.42	0.54	0.12	0.86	0.90	0.04	1.66	1.86	0.20	0.66	0.84	0.18
农业银行	0.88	0.92	0.04	0.55	0.58	0.03	1.04	1.17	0.13	1.40	1.42	0.02	0.73	0.79	0.06
中国银行				0.42	0.47	0.06				1.83	1.66	-0.17	0.76	0.88	0.11
邮储银行	1.72	1.87	0.15	0.55	0.50	-0.05	1.80	1.55	-0.26	1.71	1.73	0.02	1.12	1.14	0.02
交通银行	0.78	0.88	0.09	0.37	0.48	0.11				1.92	2.32	0.41	0.81	0.98	0.17
招商银行	0.61	0.63	0.02	0.37	0.40	0.03	1.23	1.15	-0.08	1.75	1.78	0.03	0.89	0.90	0.02
浦发银行	1.51	1.60	0.09	0.62	0.75	0.13	2.78	2.98		2.43	2.56	0.13	1.42	1.54	0.13
兴业银行	0.79	0.80	0.01	0.56	0.65	0.08	2.08	2.20		3.93	3.88	-0.05	1.42	1.42	0.00
中信银行				0.50	0.71	0.21				2.53	2.57	0.04	1.21	1.30	0.09
民生银行	1.20	1.38	0.18	0.67	0.83	0.15	1.02	0.96	-0.05	2.98	3.24	0.26	1.52	1.69	0.17
光大银行													1.36	1.47	0.11
平安银行	0.83	0.83	-0.00	0.30	0.44	0.14	1.23	1.46	0.23	2.77	2.70	-0.07	1.37	1.42	0.05
华夏银行													1.69	2.18	0.49
浙商银行													1.91	1.85	-0.06
北京银行				0.26	0.35	0.08							1.15	1.35	0.20
上海银行	1.15	1.49	0.35				1.21	1.49	0.28	1.76	2.14	0.38	0.89	1.11	0.22
江苏银行	1.79	1.58	-0.21										0.87	1.03	0.16
南京银行				0.43	0.50								1.50	1.64	0.14
宁波银行		3.04			0.60			1.56					1.50	1.67	0.18
杭州银行	0.69	0.91	0.22	0.13	0.16	0.04							0.59	0.76	0.17
成都银行	0.97	0.92	-0.05	0.45	0.63	0.19	0.71	0.70	-0.01				0.55	0.68	0.13
重庆银行	4.42	5.37	0.95	0.77	1.08	0.31	1.31	1.42	0.10	1.99	2.46	0.47	1.98	2.44	0.46
贵阳银行													2.79	3.48	0.69
青岛银行													1.44	1.95	0.51
齐鲁银行													1.18	1.32	0.14
郑州银行	2.44	2.31	-0.13	1.17	1.12	-0.05	1.08	0.96	-0.12	2.11	2.22	0.12	1.72	1.64	-0.08
苏州银行	1.51	2.27	0.76	0.17	0.27	0.10							1.02	1.33	0.31
厦门银行													0.51	0.99	0.48
沪农商行													1.12	1.32	0.21
渝农商行	2.05	1.78	-0.27	1.11	1.05	-0.07							1.60	1.58	-0.02
青农商行	2.04	1.83	-0.21	1.15	1.33	0.18	1.71	2.06	0.35				1.67	1.66	-0.01
瑞丰银行													1.49	1.77	0.28
常熟银行	0.78	0.91	0.13	0.46	0.44	-0.02	0.79	0.86	0.07	1.40	2.74	1.34	0.78	0.91	0.13

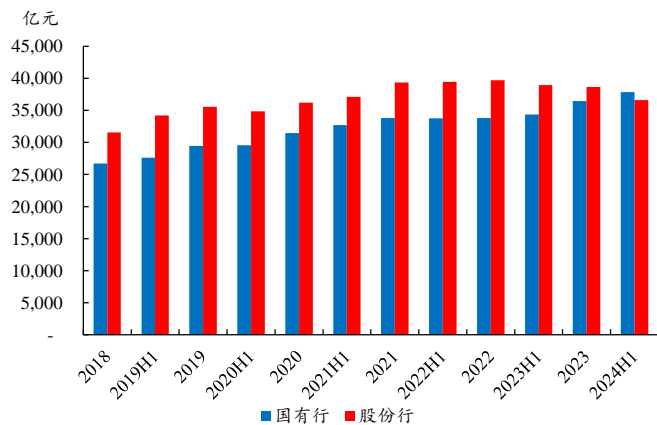
数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行和中信银行零售分项为母行口径，部分银行经营贷口径包含其他贷款，例如农业银行经营贷=个人经营贷+惠农e贷）

2.3.2、部分国股行信用卡不良率或持续上升

信用卡不良率在零售贷款中最高。国股行信用卡贷款总量及占比均高，且信用卡贷款具有金额小、客群分散的特点，因此易产生逾期，致使信用卡不良率在各类零售贷款中最高。2024H1 部分国有行信用卡风险边际上升，工行、交行信用卡不良上升幅度均超 40bp，而农行和邮储相对稳定，中行大幅改善。股份行中，招行仍维持较低的信用卡不良率，且边际变化平稳，浦发、民生信用卡压力加剧。我们认为信用卡不良上升体现了居民还款能力及意愿均有所下行，若未来居民收入端修复缓慢，则国股份行信用卡资产质量将持续承压。

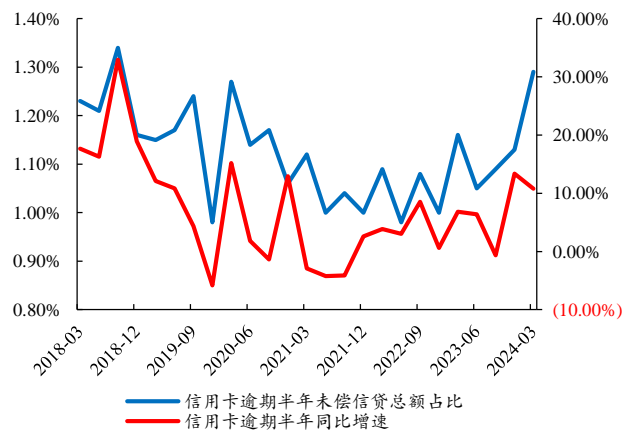
信用卡资产质量企稳需待客群质量整体改善。国股行信用卡贷款总量及占比均高，在经济增速较快零售业务发展迅速时，部分银行追求信用卡业务规模及贷款市场份额，向部分较高风险的客户发卡放贷，这部分客群成为当前信用卡业务资产质量压力的主要来源。2022 年原银保监会与央行联合发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》（以下简称通知），其中明确：**第一、银行业金融机构不得对已办理分期的资金余额再次办理分期；第二、现金分期额度不得超 5 万元，期限不得超过 2 年。**由于信用卡套利客户具有上述需求，故通知发布后部分银行对存量套利客户持续压降，例如股份行信用卡贷款规模持续下降。而随着两年过渡期的结束，整改完成后剩余风险将在今年集中体现，故 2023 年末及 2024H 国股行信用卡不良普遍上升，信用卡逾期半年未偿贷款占比年内亦上升。我们认为，除宏观环境影响之外，监管政策对金融机构行为的影响会造成银行获客行为的变化，从而影响其客群质量。个别银行当前信用卡不良率高企，但随着粗犷获客模式的转变，存量客户风险持续压降，未来或将看到信用卡风险企稳。

图13：股份行信用卡贷款规模下降，国有行持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：信用卡逾期半年未偿占比上升



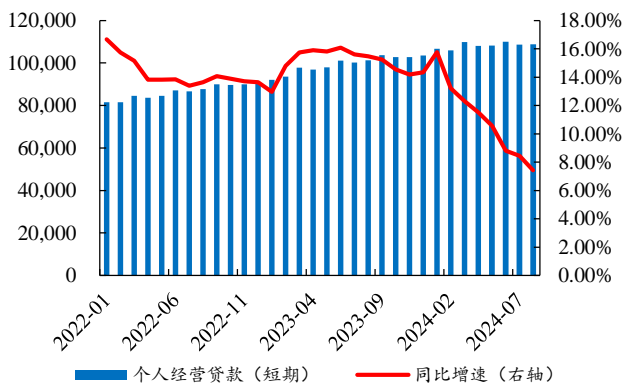
数据来源：Wind、开源证券研究所（逾期半年未偿信贷总额指信用卡未足额归还最低还款额，且逾期期限为 181 天（含）以上的未清偿本金余额，不包含已核销）

2.3.3、个人经营贷置换按揭行为放缓，不良差异源于客群基础

个人经营贷隐含风险受基础客群影响。2024H1 上市银行个人经营贷不良变化分化明显，部分银行风险略有降低，但另一部分银行，例如建设银行、重庆银行、苏州银行，经营贷不良环比分别上升 61 bp、95 bp 和 76bp，上升幅度较大。我们认为不同银行经营贷潜在风险大小取决于客群基础，具有真实经营需求的偿贷客户，其还款能力及意愿显著强于以经营贷置换存量按揭的客户。故需关注部分城、农商行，其面临国有行普惠金融业务竞争时，或存在风险偏好上升，客户进一步下沉，而忽视信贷用途真实性的风险。受制于数据有限，仅通过经营贷不良率指标的变化，难以得出某一类银行经营贷风险高或低的结论，例如农商行中专营经营贷的常熟银行不良率上升 13bp，而国有行中农业银行仅上升 4bp，但建设业银行大幅上升 61bp。**故我们认为，个人经营贷风险研判仍需结合各类行客群基础：**一方面，城、农商行深耕县域，农户抗击风险能力相对较弱，更易受到市场环境的影响（例如农产品价格波动），故城、农商行个人经营贷整体不良水平高于国股行；另一方面，2020 和 2021 年投放的经营贷将逐渐到期，部分城、农商行当时投放经营贷规模较大，部分客户或存在套用经营贷置换按揭风险，我们在《上市银行涉房业务再审视：风险评估与情景测算》报告中测算，假设 2019 及 2020 两年新投放的个人经营贷以一定比例于今年形成不良，则农商行不良率抬升幅度最高，源于城、农商行客群集中于小微及个体工商户，客群基础提供了个人经营贷投放的广阔空间，同时也产生经营贷流入房地产市场的风险。

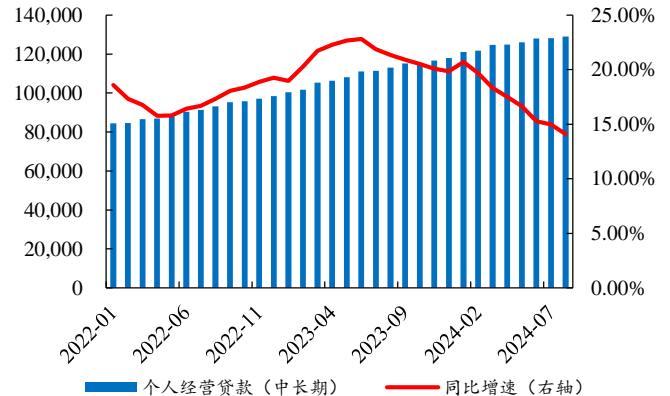
居民经营贷置换按揭行为或减少。短期个人经营贷增速高峰位于 2024Q1，中长期位于 2023H1，随后增速出现明显回落，或体现居民以经营贷置换按揭行为的减弱。一方面对于新购房者，由于央行 5 月份对个人住房贷款利率政策进行了调整，随后主要城市均放款了首套及二套房的利率政策下限，致使新购房者通过置换的套利空间缩窄，抑制经营贷套利需求；另一方面对于存量购房客户，由于各类资产收益率的下行，当前置换按揭的性价比低于提前还贷，故在现金流充足的情况下，购房者倾向于提前偿还。随着央行 9 月份对存量按揭进行调降，我们预计通过经营贷置换按揭的行为将持续减少，未来经营贷增速或仍呈下降趋势。

图15：年内短期经营贷同比增速下降较快（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中长期经营贷同比增速亦下降（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7: 国有行个人经营贷不良率边际上升, 但绝对水平仍低于城、农商行

银行	个人经营贷 (百万元)				经营贷占比 (%)				经营贷不良 (百万元)				经营贷不良率 (%)			
	2023H	2023N	2024H	变化(%)	2023H	2023N	2024H	变化(%)	2023H	2023N	2024H	变化(%)	2023H	2023N	2024H	变化
工商银行	1,189,042	1,347,136	1,571,756	16.67	4.7	5.2	6.0	0.86	9,340	11,639	14,341	23.22	0.79	0.86	0.91	0.05
建设银行	608,865	777,481	885,767	13.93	2.6	3.3	3.7	0.45	3,507	7,424	13,870	86.83	0.58	0.95	1.57	0.61
农业银行	697,695	1,831,248	2,362,781	29.03	3.2	8.1	10.5	2.36	3,957	16,161	21,812	34.97	0.57	0.88	0.92	0.04
中国银行																
邮储银行	1,321,885	1,392,227	1,535,010	10.26	16.9	17.1	18.9	1.76	21,292	23,946	28,746	20.05	1.61	1.72	1.87	0.15
交通银行	298,769	342,198	374,991	9.58	3.8	4.3	4.7	0.41	1,829	2,685	3,288	22.46	0.61	0.78	0.88	0.09
招商银行	710,893	751,297	807,386	7.47	11.2	11.5	12.4	0.86	3,977	4,592	5,062	10.24	0.56	0.61	0.63	0.02
浦发银行	462,808	467,994	464,122	-0.83	9.3	9.3	9.2	-0.08	7,374	7,065	7,445	5.38	1.59	1.51	1.60	0.09
兴业银行	305,808	325,428	343,862	5.66	5.9	6.0	6.3	0.34	1,865	2,566	2,760	7.56	0.61	0.79	0.80	0.01
中信银行	428,489	459,113	486,790	6.03	8.0	8.4	8.9	0.50								
民生银行	658,984	651,788	650,731	-0.16	15.0	14.9	14.8	-0.02	7,679	7,811	8,965	14.77	1.17	1.20	1.38	0.18
光大银行	275,008	299,291	336,436	12.41	7.3	7.9	8.9	0.98								
平安银行		614,768	555,282	-9.68		18.0	16.3	-1.75	5,103		4,609	-9.68	0.83		0.83	0.00
华夏银行																
浙商银行	138,161	146,710	136,982	-6.63	8.4	8.6	8.0	-0.57								
北京银行	163,330	161,773	170,431	5.35	8.3	8.0	8.5	0.43								
上海银行	109,380	119,580	119,823	0.20	8.0	8.7	8.7	0.02	1,036	1,375	1,791	30.27	0.95	1.15	1.49	0.35
江苏银行	56,331	53,285	54,635	2.53	3.2	3.0	3.0	0.07	589	954	863	-9.50	1.04	1.79	1.58	-0.21
南京银行	24,332	25,277	23,409	-7.39	2.3	2.3	2.1	-0.17								
宁波银行	91,692	98,948	99,082	0.14	7.8	7.9	7.9	0.01								
杭州银行	116,802	122,245	127,913	4.64	15.1	15.1	15.8	0.70	849	843	1,162	37.72	0.73	0.69	0.91	0.22
长沙银行	28,686	27,745	29,187	5.20	6.0	5.7	6.0	0.30								0.00
成都银行	10,475	13,816	15,554	12.58	1.8	2.2	2.5	0.28	144	134	143	6.55	1.37	0.97	0.92	-0.05
重庆银行	22,715	22,528	22,167	-1.60	6.0	5.8	5.7	-0.09	728	995	1,190	19.59	3.20	4.42	5.37	0.95
贵阳银行	18,840	18,373	17,211	-6.32	6.0	5.7	5.3	-0.36								
青岛银行	10,258	10,296	10,924	6.10	3.6	3.4	3.6	0.21								
齐鲁银行																
郑州银行	34,690	35,103	36,416	3.74	9.9	9.7	10.1	0.36	1,094	856	840	-1.86	3.15	2.44	2.31	-0.13
苏州银行	42,691	43,920	38,624	-12.06	15.0	15.0	13.2	-1.81	585	661	875	32.44	1.37	1.51	2.27	0.76
西安银行	5,733	5,868	6,154	4.88	2.9	2.9	3.0	0.14								
厦门银行	43,781	45,876	46,519	1.40	21.8	21.9	22.2	0.31								
沪农商行	60,181	58,682	57,574	-1.89	8.6	8.2	8.1	-0.16								
渝农商行	112,384	120,119	123,612	2.91	16.7	17.8	18.3	0.52	1,961	2,464	2,198	-10.80	1.75	2.05	1.78	-0.27
青农商行	38,862	40,908	44,728	9.34	15.4	16.0	17.5	1.49	694	833	817	-1.97	1.79	2.04	1.83	-0.21
紫金银行	9,883	10,555	11,688	10.74	5.8	6.0	6.6	0.64								
无锡银行	6,261	6,447	6,390	-0.89	4.5	4.5	4.5	-0.04								
苏农商行	15,781	15,305	15,574	1.76	13.1	12.5	12.7	0.22								
江阴银行	9,496	9,485	9,090	-4.15	8.5	8.2	7.9	-0.34								
瑞丰银行	28,826	30,139	32,551	8.00	25.8	26.6	28.7	2.13								
常熟银行	84,520	89,865	94,065	4.67	39.4	40.4	42.3	1.89	676	701	856	22.12	0.80	0.78	0.91	0.13
张家港行	29,184	28,734	28,085	-2.26	24.0	22.6	22.1	-0.51								

数据来源: Wind、开源证券研究所 (四大行为境内口径, 南京银行为母行口径)

2.3.4、存量按揭调降减少客户违约概率，按揭风险仍可控

按揭风险上升但仍可控。按揭属于商业银行优质资产，具有收益率高，风险低的特点。2024H1 上市银行按揭不良整体上行，部分银行上升幅度超 20bp，但我们认为按揭贷款风险仍处可控范围：第一、部分客户受房价下降影响产生断贷动机，但相比于消费贷及信用卡，按揭贷款抵押品充足，且当前不良率仍处低位；第二、政策端亦有加码空间，随着 LPR 锚定基准由 MLF 转变为 OMO 操作利率，央行于 9 月 27 日下调 7 天 OMO 操作利率 20bp 至 1.50%，10 月 LPR 跟随调降 25bp（1 年期及 5 年期均下调）创历史最大降幅，大幅缓解居民端还款压力。央行对利率的调整虽造成银行资产端收益率的下行，但同时也降低了客户违约形成损失的风险；第三、按揭不良率上升亦和居民提前还贷及按揭投放需求不足有关，银行受制于需求有限无法通过大量投放贷款来稀释不良率，故按揭不良指标压力有所上升，但整体风险水平未有显著变化。

存量按揭调降减少客户违约概率。“517”房地产新政推出后，北上深降低了新发放按揭利率的下限，广州取消下限，但仍未解决新老购房者存在房贷利差的矛盾。故 9 月份央行对个人住房贷款利率定价机制进行改革，引导存量房贷利率降至新发放贷款利率附近。参考各家行公告，对于新发放房贷利率未设置下限地区统一调整为 LPR-30bp，北上深调整至加点利率下限水平（针对二套）。随着存量按揭利率的调降，过去高息客户还款压力得以缓解，客户违约风险边际降低，未来风险仍可控。

表8：主要城市房地产信贷政策变化情况

北京		年中政策（2024.6.26）	新政策（2024.9.30）
首付比例	首套	20%	15%
	二套	五环以内 35%、五环以外 30%	20%
商贷利率	首套	LPR-45bp（3.40%）	不变
	二套	五环以内 LPR-5bp（3.80%）、五环以外 LPR-25bp（3.60%）	
上海		年中政策（2024.5.27）	新政策（2024.9.29）
首付比例	首套	20%	15%
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 30%， 其余地区 35%	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 30%， 其余地区 25%
商贷利率	首套	LPR-45bp（3.40%）	不变
	二套	临港、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山为 LPR-25bp（3.60%），其余地区为 LPR-5bp（3.80%）	
广州		年中政策（2024.5.28）	新政策（2024.9.29）
首付比例	首套	15%	取消限购政策，首付款比例统一为 15%
	二套	25%	
商贷利率	首套	取消利率下限	
	二套	取消利率下限	
深圳		年中政策（2024.5.28）	新政策（2024.9.29）
首付比例	首套	20%	15%
	二套	30%	深汕合作区 15%并取消利率下限，其余区域 20%
商贷利率	首套	LPR-45bp（3.40%）	不变
	二套	LPR-5bp（3.80%）	

资料来源：各地政府官网、各地人民银行分行、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

表9：零售按揭不良率整体较低，仍属优质资产

银行	个人按揭贷款 (百万元)				个人按揭贷款占比(%)				个人按揭不良 (百万元)				个人按揭不良率(%)			
	2023H	2023N	2024H	变化(%)	2023H	2023N	2024H	变化	2023H	2023N	2024H	变化(%)	2023H	2023N	2024H	变化
工商银行	6,374,390	6,288,468	6,165,376	-1.96	25.2	24.1	22.1	-1.96	26,746	27,827	37,102	33.33	0.42	0.44	0.60	0.16
建设银行	6,406,705	6,386,525	6,310,059	-1.20	27.8	26.8	24.9	-1.97	26,928	26,824	34,277	27.78	0.42	0.42	0.54	0.12
农业银行	5,317,120	5,170,822	5,070,154	-1.95	24.5	22.9	20.8	-2.08	26,711	28,530	29,603	3.76	0.50	0.55	0.58	0.03
中国银行	4,856,454	4,786,255	4,752,644	-0.70	25.3	24.0	22.5	-1.51	20,687	19,928	22,476	12.79	0.43	0.42	0.47	0.06
邮储银行	2,324,062	2,337,991	2,361,609	1.01	29.8	28.8	27.3	-1.42	11,535	12,793	11,831	-7.52	0.50	0.55	0.50	-0.05
交通银行	1,496,827	1,462,634	1,460,961	-0.11	19.2	18.4	17.7	-0.71	7,104	5,462	7,067	29.38	0.47	0.37	0.48	0.11
招商银行	1,378,562	1,385,486	1,375,439	-0.73	21.7	21.3	20.4	-0.90	4,865	5,122	5,521	7.79	0.35	0.37	0.40	0.03
浦发银行	854,809	838,152	833,647	-0.54	17.2	16.7	15.7	-1.02	4,986	5,171	6,224	20.36	0.58	0.62	0.75	0.13
兴业银行	1,085,722	1,075,915	1,065,174	-1.00	20.8	19.7	18.8	-0.91	5,537	6,078	6,921	13.87	0.51	0.56	0.65	0.08
中信银行	952,325	971,171	988,457	1.78	17.7	17.7	17.7	0.01	4,857	4,856	7,018	44.52	0.51	0.50	0.71	0.21
民生银行	560,622	546,300	540,118	-1.13	12.8	12.5	12.2	-0.25	3,201	3,684	4,470	21.34	0.57	0.67	0.83	0.15
光大银行	591,503	584,099	579,682	-0.76	15.8	15.4	14.9	-0.54								
平安银行	289,918	303,568	306,576	0.99	8.4	8.9	9.0	0.07	754	911	1,349	48.12	0.26	0.30	0.44	0.14
华夏银行	321,026	316,726	316,796	0.02	13.7	13.7	13.4	-0.30								
浙商银行	124,299	137,853	155,304	12.66	7.6	8.1	8.6	0.54								
北京银行	335,173	325,915	321,868	-1.24	16.9	16.2	14.8	-1.32								
上海银行	163,999	160,581	158,159	-1.51	12.1	11.7	11.1	-0.56	329	419	547	30.53	0.20	0.26	0.35	0.08
江苏银行	251,590	244,710	244,090	-0.25	14.4	13.6	11.9	-1.70								
南京银行	75,427	73,070	73,716	0.88	7.1	6.6	6.1	-0.54	385				0.51			
宁波银行	81,136	87,291	92,251	5.68	6.9	7.0	6.5	-0.42								
杭州银行	92,153	94,182	98,301	4.37	11.9	11.7	10.9	-0.76	165	119	160	35.10	0.18	0.13	0.16	0.04
长沙银行	68,509	68,621	67,829	-1.15	14.3	14.1	12.7	-1.34								
成都银行	88,970	91,493	91,943	0.49	15.5	14.7	13.0	-1.64	409	410	583	42.24	0.46	0.45	0.63	0.19
重庆银行	40,808	40,322	39,997	-0.81	10.9	10.3	9.6	-0.74	288	309	432	39.92	0.71	0.77	1.08	0.31
贵阳银行	19,907	20,577	21,210	3.08	6.4	6.4	6.2	-0.10								
青岛银行	47,104	46,945	46,751	-0.41	16.3	15.6	14.4	-1.23								
齐鲁银行	51,045	53,668	54,764	2.04	18.0	17.9	16.8	-1.11								
郑州银行	34,937	33,562	32,512	-3.13	9.9	9.3	8.7	-0.59	582	391	364	-7.13	1.67	1.17	1.12	-0.05
苏州银行	35,770	34,669	35,410	2.14	12.6	11.8	10.9	-0.92	77	60	95	59.99	0.22	0.17	0.27	0.10
西安银行	24,963	25,997	26,605	2.34	12.5	12.8	12.4	-0.42								
厦门银行	24,848	22,693	20,904	-7.88	12.3	10.8	9.8	-1.02								
沪农商行	109,213	106,585	103,336	-3.05	15.7	15.0	14.0	-0.94								
渝农商行	94,847	91,489	89,748	-1.90	14.1	13.5	12.7	-0.82	959	1,020	939	-7.90	1.01	1.11	1.05	-0.07
青农商行	30,700	29,630	28,716	-3.09	12.2	11.6	11.0	-0.57	257	340	382	12.38	0.84	1.15	1.33	0.18
紫金银行	18,331	16,857	16,019	-4.97	10.7	9.5	8.6	-0.89								
无锡银行	14,354	13,245	12,361	-6.68	10.4	9.3	8.1	-1.16								
苏农商行	8,546	7,992	7,552	-5.50	7.1	6.5	5.8	-0.76								
江阴银行	9,085	8,554	8,102	-5.28	8.1	7.4	6.6	-0.82								
瑞丰银行	13,223	11,665	10,527	-9.76	11.8	10.3	8.7	-1.64								
常熟银行	13,566	13,056	12,521	-4.10	6.3	5.9	5.2	-0.63	71	60	55	-8.27	0.52	0.46	0.44	-0.02
张家港行	11,004	10,599	9,900	-6.59	9.0	8.3	7.3	-1.05								

数据来源：Wind、开源证券研究所（四大行为境内口径，南京银行、中信银行为母行口径）

3、见微知著：信贷与非贷减值损失计提压力浅析

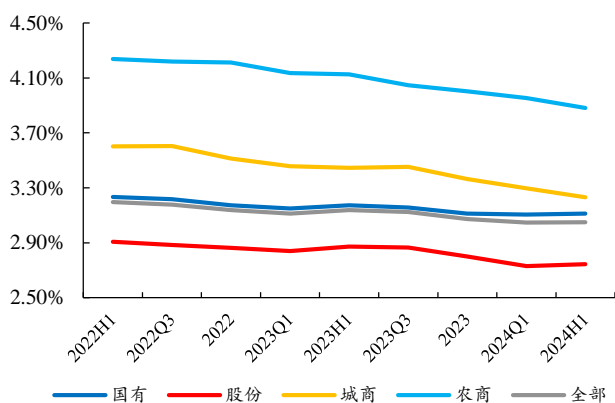
3.1、江苏区域农商行信贷拨备同比大幅多计提

上市银行贷款拨备指标保持平稳。2024H1上市银行拨备覆盖率为244.38%，环比上升0.98pct；拨贷比为3.05%，环比Q1持平，拨备指标较前期整体平稳，存量拨备依旧充足，抵御风险能力仍强。各类行中，城、农商行拨备覆盖率及拨贷比环比均下降，而国股行环比均上升。

拨备持续贡献盈利。2024H1上市银行资产减值损失同比减少7.97%，较Q1降幅扩大4.15pct，营收承压的环境下，银行通常通过少提拨备的方式反哺盈利。

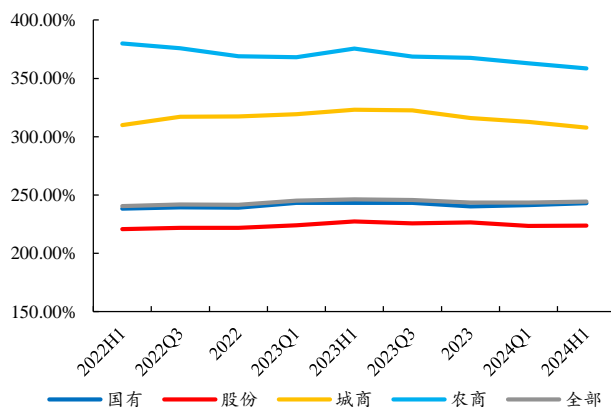
农商行信贷拨备计提压力上升。我们观察到，尽管减值损失同比整体下降，但贷款减值损失各类行分化明显，即国股行贷款减值损失同比仍少计提，但城、农商行信贷拨备计提比例上升。2024H1农商行贷款减值损失同比上升24.10%，在各类行中压力最大，同时，部分江苏区域农商行，贷款减值损失同比超100%。我们认为这主要源于国股行对公客群中大企业占比相对高，尤其是央、国企客户抗风险能力强；而城、农商行，客群集中于个人、个体工商户及小微企业，客户结构使其在经济下行周期中抗击系统性风险能力弱，故农商行面临信贷拨备计提压力较大。

图17：城、农商行拨贷比环比略有下降



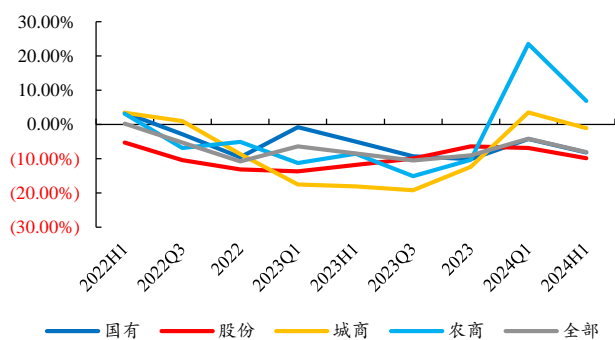
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：城、农商行拨备覆盖率环比略有下降



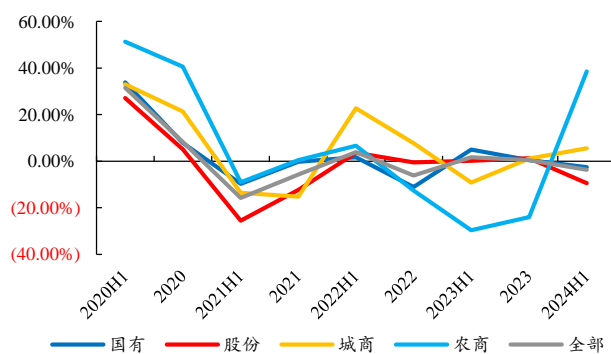
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：资产减值损失降幅扩大贡献盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：农商行信贷拨备计提承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：2024H1 江苏区域农商行贷款减值损失同比整体大幅多计提（%）

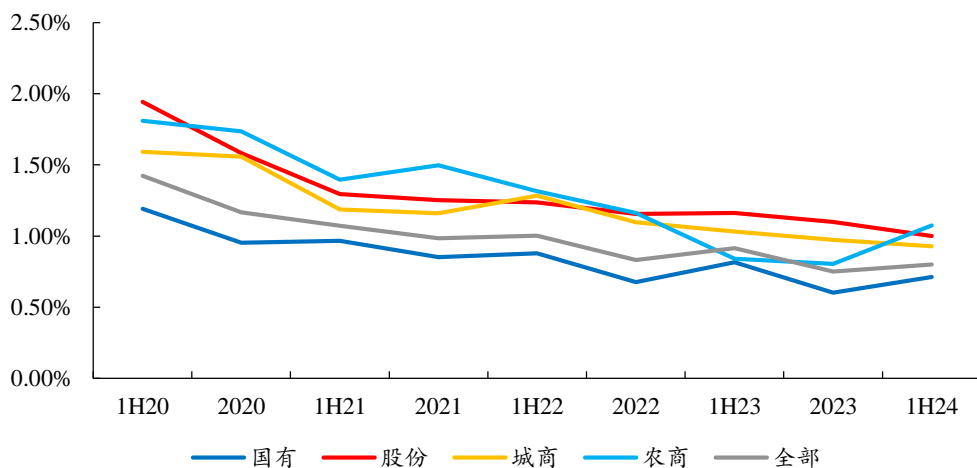
	拨备覆盖率			拨贷比			资产减值损失同比			贷款减值损失同比			信用成本		
	1Q24	1H24	变化	1Q24	1H24	变化	1Q24	1H24	变化	2023	1H24	变化	2023	1H24	变化
工商银行	216.31	218.43	2.12	2.93	2.95	0.01	-7.61	-16.51	(8.90)	0.17	-12.92	(13.09)	0.58	0.70	0.12
建设银行	238.17	238.75	0.58	3.24	3.22	(0.01)	-6.56	-8.11	(1.54)	3.54	-6.07	(9.60)	0.64	0.70	0.06
农业银行	303.22	303.94	0.72	4.02	4.00	(0.01)	-1.59	-1.32	0.27	-1.48	1.93	3.41	0.66	0.84	0.18
中国银行	199.94	201.69	1.75	2.48	2.50	0.02	5.66	0.00	(5.66)	14.36	17.24	2.88	0.57	0.71	0.14
邮储银行	326.87	325.61	(1.26)	2.75	2.72	(0.03)	-18.88	-16.48	2.40	-28.48	-6.21	22.27	0.35	0.37	0.02
交通银行	197.05	204.82	7.77	2.60	2.70	0.10	-5.64	-9.34	(3.71)	-5.12	-7.79	(2.68)	0.72	0.77	0.05
招商银行	422.74	434.42	11.68	3.88	4.08	0.20	-13.12	-13.69	(0.57)	3.27	-6.81	(10.08)	0.74	0.77	0.02
浦发银行	172.84	175.37	2.53	2.50	2.47	(0.03)	-20.15	-15.41	4.75	-14.48	-17.93	(3.46)	1.12	0.93	(0.20)
兴业银行	245.51	237.82	(7.70)	2.63	2.56	(0.07)	46.06	10.20	(35.86)	77.43	-25.63	(103.06)	1.29	0.92	(0.37)
中信银行	207.79	206.76	(1.03)	2.44	2.46	0.02	18.63	-0.84	(19.47)	-10.66	8.86	19.52	0.94	1.08	0.15
民生银行	149.36	149.26	(0.10)	2.16	2.19	0.03	-17.08	-9.95	7.14	-4.51	-6.75	(2.24)	0.93	0.82	(0.11)
光大银行	185.10	172.45	(12.65)	2.31	2.16	(0.15)	-21.40	-23.68	(2.29)	-5.27	-18.89	(13.62)	1.23	1.00	(0.23)
平安银行	261.66	264.26	2.59	2.79	2.82	0.03	-35.04	-28.45	6.58	-2.08	-14.05	(11.97)	1.87	1.39	(0.47)
华夏银行	160.57	162.48	1.91	2.67	2.69	0.02	-20.30	-1.28	19.02	-5.45	-11.54	(6.08)	1.11	1.11	(0.01)
浙商银行	177.50	178.13	0.63	2.56	2.55	(0.01)	38.14	5.01	(33.13)	-16.02	48.74	64.76	0.90	1.63	0.73
北京银行	213.13	208.16	(4.97)	2.79	2.72	(0.07)	23.53	10.10	(13.43)	3.25	26.10	22.85	0.72	0.85	0.12
上海银行	272.13	268.97	(3.16)	3.29	3.25	(0.04)	-22.73	-16.51	6.22	-6.35	-17.22	(10.87)	0.79	0.61	(0.17)
江苏银行	371.22	357.20	(14.02)	3.38	3.18	(0.20)	15.30	-6.32	(21.62)	8.56	-12.74	(21.30)	1.20	0.89	(0.31)
南京银行	356.95	345.02	(11.93)	2.98	2.87	(0.10)	-5.77	13.68	19.46	-15.24	21.66	36.90	0.82	0.93	0.11
宁波银行	431.61	420.55	(11.06)	3.27	3.19	(0.08)	5.51	8.84	3.34	0.77	6.89	6.12	0.93	1.01	0.07
杭州银行	551.23	545.17	(6.06)	4.20	4.14	(0.06)	-25.48	-26.01	(0.53)	88.94	47.48	(41.46)	0.72	1.07	0.35
长沙银行	313.26	312.76	(0.50)	3.59	3.62	0.03	13.13	2.40	(10.73)	13.49	12.53	(0.96)	1.67	1.61	(0.06)
成都银行	503.81	496.02	(7.79)	3.33	3.28	(0.06)	-12.64	-20.51	(7.87)	-27.35	2.53	29.89	0.49	0.67	0.18
重庆银行	233.20	249.59	16.39	3.11	3.12	0.01	33.77	-7.79	(41.57)	-12.60	30.86	43.47	0.83	0.94	0.11
贵阳银行	247.28	257.81	10.52	4.03	4.16	0.13	0.57	2.12	1.55	35.58	-6.55	(42.13)	1.37	1.30	(0.07)
青岛银行	232.35	234.43	2.08	2.73	2.74	0.01	24.06	6.07	(17.99)	-22.32	20.41	42.73	0.72	0.86	0.14
齐鲁银行	304.79	309.25	4.46	3.81	3.84	0.03	-2.84	-5.19	(2.36)	0.74	-19.88	(20.62)	1.32	1.19	(0.13)
郑州银行	193.44	191.47	(1.97)	3.62	3.59	(0.03)	40.53	-0.58	(41.11)	-11.41	-39.10	(27.68)	1.70	0.83	(0.88)
苏州银行	491.66	486.80	(4.87)	4.13	4.10	(0.04)	-47.06	-45.75	1.32	-14.91	-3.30	11.61	0.56	0.50	(0.07)
西安银行	189.19	170.20	(18.99)	2.70	2.93	0.23	10.12	25.95	15.83	-13.64	28.13	41.77	0.86	1.19	0.33
厦门银行	412.01	396.22	(15.79)	3.06	3.00	(0.07)	169.36	144.19	(25.17)	-43.46	49.57	93.03	0.37	0.49	0.11
沪农商行	381.84	372.42	(9.42)	3.79	3.61	(0.19)	72.24	-31.25	(103.48)	-30.97	-47.63	(16.66)	0.33	0.20	(0.13)
渝农商行	367.54	360.28	(7.26)	4.36	4.28	(0.08)	923.59	33.41	(890.18)	-45.25	85.06	130.32	0.65	0.73	0.09
青农商行	233.17	226.63	(6.54)	4.20	4.08	(0.12)	27.02	6.17	(20.85)	-1.85	11.71	13.56	1.82	2.04	0.22
紫金银行	252.73	248.98	(3.75)	2.93	2.87	(0.06)	26.98	40.63	13.64	85.40	15.41	(69.99)	0.42	0.59	0.16
无锡银行	515.35	502.36	(12.99)	4.06	3.98	(0.08)	1.65	16.73	15.07	-52.37	101.81	154.19	0.31	0.64	0.33
苏农银行	453.71	442.87	(10.84)	4.13	4.02	(0.11)	4.85	48.30	43.45	-9.45	44.33	53.78	0.72	0.86	0.14
江阴银行	425.25	435.82	10.57	4.10	4.27	0.17	-6.76	-10.08	(3.31)	-8.03	-8.22	(0.19)	0.72	1.57	0.84
瑞丰银行	304.84	323.79	18.95	2.96	3.15	0.19	32.01	45.41	13.40	-15.42	51.27	66.69	0.61	1.17	0.56
常熟银行	539.18	538.81	(0.37)	4.11	4.11	0.00	21.11	29.86	8.75	-1.63	101.64	103.27	0.86	1.49	0.63
张家港行	413.11	423.70	10.59	3.86	3.99	0.13	10.59	11.62	1.03	-39.25	17.93	57.18	0.72	1.15	0.43
国有	241.18	242.91	1.72	3.11	3.11	0.01	-4.28	-8.22	(3.94)	0.45	-2.61	(3.07)	0.60	0.71	0.11
股份	223.50	223.84	0.33	2.73	2.74	0.01	-6.85	-9.90	(3.05)	1.35	-9.43	(10.78)	1.10	1.00	(0.10)
城商	312.75	307.70	(5.04)	3.30	3.23	(0.07)	3.44	-1.09	(4.54)	0.55	4.79	4.24	0.92	0.90	(0.02)
农商	363.00	358.43	(4.56)	3.95	3.88	(0.07)	54.24	11.71	(42.53)	-24.68	26.10	50.78	0.67	0.85	0.18
全部	243.39	244.38	0.98	3.05	3.05	0.00	-3.83	-7.97	(4.15)	0.27	-3.77	(4.05)	0.75	0.80	0.05

数据来源：Wind、开源证券研究所

低利率环境下上市银行信用成本下降。首先我们观察到，自2020年初疫情爆发后，在央行保持流动性合理充裕的货币政策下，上市银行信用成本普遍呈下降趋势。一方面在当前预期信用损失法下，经济增速较快时商业银行计提减值损失比例较大，经济增速放缓时计提比例较小，故在偏弱的经济环境下利率水平与信用成本走势趋向于一致；另一方面，宏观环境变化致使企业经营承压，银行授信准入政策相对更加严格，在压降了存量风险客户同时亦限制了潜在风险客户的准入，该逆向选择过程起到了提升了客群质量的作用，降低了信用成本。

2024H1 国有行信用成本压力来自分母，农商行来自分子。2024H1 国有行信用成本较2023年上升11bp至0.71%，农商行上升18bp至0.85%，股份行及城商行边际均下降。尽管国有行及农商行信用成本均有压力，但我们认为其产生原因不同：国有行贷款减值损失同比仍少计提，信用成本上升或来源于规模端增速的放缓；而农商行贷款减值损失同比大幅多计提，风险尤其是零售业务风险持续暴露是其信用成本上升原因。

图21：低利率环境下上市银行信用成本整体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、第三阶段拨贷比计提比例高的银行安全边际亦高

拨备计提比率上升源于计量区间及参数变化。第一、预期信用损失计量区间变长：处于第一阶段的贷款信用风险未显著增加，预期损失计量区间为未来 12 个月，而处于第二和第三阶段的贷款预期损失计量区间拓展至剩余存续期。第二、违约概率及违约损失率上升：商业银行采用预期信用损失模型计提拨备时，主要参数包括违约概率（PD），违约损失率（LGD）等，风险阶段的下迁及计提比例的增加同步反映了参数的负面变化导致预期信用损失扩大。

第三阶段拨贷比反映拨备计提充分程度。银行第三阶段拨贷比的差异受计量参数的影响，第三拨贷比越高，银行计量时预期违约概率及违约损失率越高，尽管这意味着未来收回贷款可能性及收回比例越低，但同时也反映了银行对减值贷款拨备计提时，采用了更严格的参数，故拨备计提相对充分。部分银行第三阶段拨备计提比例限制高于可比行（例如 2024H 招商银行计提比例为 86.44%，股份行平均为 67.59%），当贷款未来形成损失时，这些银行所需补计提比较小，对盈利影响有限；当贷款风险降低，未来客户正常还款时，则多计提拨备均形成回拨，对盈利反哺幅度较大，故认为第三阶段拨贷比计提比例高的银行拥有较高的安全边际。

表11：部分银行第三阶段（已减值）贷款拨备计提比例持续处于高位，拨备计提较充分

	第一阶段				第二阶段				第三阶段			
	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2022	2023H1	2023	2024H1
工商银行	1.25%	1.44%	1.37%	1.37%	20.66%	22.18%	21.88%	21.88%	78.45%	77.12%	72.72%	72.72%
建设银行	1.70%	1.73%	1.61%	1.61%	25.59%	26.25%	24.13%	24.13%	64.34%	61.68%	69.02%	69.02%
农业银行	3.00%	3.02%	2.89%	2.89%	24.11%	23.14%	23.32%	23.32%	60.58%	57.98%	61.80%	61.80%
中国银行	1.21%	1.19%	1.17%	1.17%	20.83%	21.67%	20.98%	20.98%	74.64%	70.00%	71.04%	71.04%
邮储银行	2.41%	2.26%	1.98%	1.98%	25.06%	25.05%	26.92%	26.92%	88.59%	89.63%	92.87%	92.87%
交通银行	1.01%	1.15%	1.09%	1.09%	20.84%	21.03%	23.01%	23.01%	63.02%	64.93%	64.19%	64.19%
招商银行	2.85%	2.82%	2.71%	2.71%	28.56%	31.76%	28.81%	28.81%	86.34%	84.23%	86.44%	86.44%
浦发银行	0.84%	0.85%	0.83%	0.83%	16.75%	12.21%	10.53%	10.53%	64.81%	67.00%	67.24%	67.24%
兴业银行	1.24%	1.19%	1.24%	1.24%	16.87%	20.69%	21.81%	21.81%	77.33%	79.02%	78.34%	78.34%
中信银行	1.22%	1.19%	1.19%	1.19%	25.22%	27.82%	28.13%	28.13%	64.40%	63.76%	66.32%	66.32%
民生银行	0.61%	0.66%	0.63%	0.63%	15.46%	15.85%	13.85%	13.85%	52.46%	49.15%	53.23%	53.23%
光大银行	1.07%	1.06%	0.85%	0.85%	16.31%	15.90%	16.94%	16.94%	60.36%	57.34%	63.07%	63.07%
平安银行	1.76%	1.76%	1.60%	1.60%	18.92%	18.92%	22.72%	22.72%	70.41%	70.41%	61.09%	61.09%
华夏银行	0.77%	0.66%	0.78%	0.78%	20.12%	24.01%	20.20%	20.20%	73.92%	73.66%	67.92%	67.92%
浙商银行	1.02%	1.05%	0.79%	0.79%	23.37%	23.10%	26.49%	26.49%	58.76%	58.02%	65.77%	65.77%
北京银行	1.84%	1.80%	1.69%	1.69%	18.50%	20.50%	17.57%	17.57%	63.28%	62.70%	64.32%	64.32%
上海银行	1.61%	1.51%	1.34%	1.34%	16.90%	13.26%	14.99%	14.99%	67.55%	69.01%	70.65%	70.65%
江苏银行	2.19%	2.14%	2.19%	2.19%	17.31%	14.50%	17.36%	17.36%	76.21%	77.34%	76.16%	76.16%
南京银行	1.91%	1.66%	1.45%	1.45%	36.59%	39.01%	38.35%	38.35%	85.94%	88.68%	85.24%	85.24%
宁波银行	2.77%	2.62%	2.48%	2.48%	21.46%	20.80%	25.37%	25.37%	84.50%	78.16%	71.15%	71.15%
杭州银行	3.50%	3.54%	3.36%	3.36%	22.30%	19.93%	18.77%	18.77%	72.87%	74.64%	69.27%	69.27%
长沙银行	2.22%	2.12%	1.97%	1.97%	20.92%	19.21%	21.57%	21.57%	71.82%	74.09%	68.71%	68.71%
成都银行	3.20%	3.01%	2.83%	2.83%	22.66%	23.17%	23.03%	23.03%	79.74%	79.66%	76.04%	76.04%
重庆银行	1.17%	1.13%	0.88%	0.88%	15.72%	14.46%	21.89%	21.89%	52.25%	60.74%	64.69%	64.69%
贵阳银行	1.91%	1.89%	1.53%	1.53%	28.43%	28.49%	31.81%	31.81%	79.41%	81.53%	76.79%	76.79%
青岛银行	1.49%	1.68%	1.74%	1.74%	22.92%	18.91%	21.49%	21.49%	82.65%	80.29%	70.66%	70.66%
齐鲁银行	2.48%	2.68%	2.66%	2.66%	21.85%	20.05%	19.29%	19.29%	61.79%	68.89%	72.86%	72.86%
郑州银行	1.06%	0.95%	0.98%	0.98%	20.17%	24.08%	16.17%	16.17%	54.62%	48.63%	45.15%	45.15%
苏州银行	3.80%	3.43%	3.34%	3.34%	27.36%	32.68%	31.46%	31.46%	71.19%	72.85%	82.15%	82.15%
西安银行	0.93%	0.92%	0.88%	0.88%	10.61%	8.85%	8.54%	8.54%	60.44%	61.63%	58.82%	58.82%
厦门银行	2.49%	2.33%	2.30%	2.30%	16.95%	17.63%	12.72%	12.72%	59.95%	75.14%	60.72%	60.72%
沪农商行	2.53%	2.49%	2.48%	2.48%	15.92%	17.43%	18.60%	18.60%	83.17%	79.50%	72.91%	72.91%
渝农商行	2.34%	2.43%	2.64%	2.64%	37.24%	33.72%	34.15%	34.15%	76.74%	79.23%	81.99%	81.99%
青农商行	1.27%	1.65%	1.30%	1.30%	22.43%	21.78%	24.10%	24.10%	68.43%	68.62%	68.15%	68.15%
紫金银行	2.40%	2.20%	1.46%	1.46%	16.62%	23.35%	27.08%	27.08%	47.09%	54.84%	69.97%	69.97%
无锡银行	3.92%	3.76%	3.53%	3.53%	14.31%	14.24%	13.50%	13.50%	61.95%	63.60%	65.26%	65.26%
苏农银行	2.87%	2.87%	2.73%	2.73%	28.83%	33.19%	36.16%	36.16%	77.49%	77.96%	80.22%	80.22%
江阴银行	3.77%	4.07%	1.34%	1.34%	27.28%	25.12%	45.11%	45.11%	66.54%	63.27%	86.55%	86.55%
瑞丰银行	1.49%	1.72%	3.22%	3.22%	45.91%	40.19%	30.59%	30.59%	78.93%	72.02%	65.44%	65.44%
常熟银行	3.55%	3.30%	3.22%	3.22%	34.05%	35.20%	30.59%	30.59%	65.62%	70.63%	65.44%	65.44%
张家港行	3.37%	3.33%	2.88%	2.88%	15.87%	11.55%	13.86%	13.86%	84.49%	74.84%	76.21%	76.21%
国有行	1.77%	1.83%	1.73%	1.73%	22.79%	23.50%	22.86%	22.86%	70.01%	67.79%	69.55%	69.55%
股份行	1.38%	1.36%	1.31%	1.31%	19.74%	20.24%	19.71%	19.71%	67.32%	66.62%	67.59%	67.59%
城商行	2.17%	2.10%	1.99%	1.99%	20.15%	18.62%	19.86%	19.86%	69.35%	69.84%	68.68%	68.68%
农商行	2.58%	2.61%	2.49%	2.49%	22.72%	22.84%	24.21%	24.21%	73.76%	73.83%	73.43%	73.43%
全部	1.72%	1.75%	1.66%	1.66%	21.73%	22.13%	21.75%	21.75%	69.32%	67.72%	69.05%	69.05%

数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：因平安银行中期未披露各阶段减值准备故采用2022年末数据）

3.3、资本新规对非贷拨备计提要求可能影响部分银行盈利水平

非贷资产中已减值金融投资占比较高。信贷资产以外，商业银行按预期信用损失法进行风险阶段划分的资产主要包括金融投资、同业资产，以及表外信用承诺三类，大部分银行无已减值信用承诺或同业资产，而已减值金融投资占比相对高。其中，国有行已减值金融投资占比接近零，或源于国有行利率债占比高；股份行占比普遍高于1%，部分银行超4%；已披露数据城、农商分化显著，但整体水平显著高于国有行。部分农商行无划分至已减值的金融投资，或源于这些银行执行金融投资风险分类与监管要求有差异，随着《办法》过渡期的临近，未来或存金融投资减值准备补计提压力。

表12：部分城、农商行无已划分至已减值的金融投资，或已减值金融投资占比显著低于可比城、农商行（%）

	已减值金融投资占比				已减值表外授信承诺占比				已减值同业资产占比			
	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H	
工商银行	0.04	0.03	0.03	0.03						0.01	0.01	
建设银行	0.25	0.22	0.16	0.15								
农业银行	0.02	0.02	0.01	0.01								
中国银行	0.06	0.05	0.06	0.06								
邮储银行	0.49	0.44	0.39	0.40								
交通银行	0.07	0.06	0.05	0.05								
招商银行	1.46	1.26	1.05	1.00	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03	0.02
浦发银行	3.79	4.67	4.44	3.82								
兴业银行	1.83	1.72	1.58	1.96	0.08	0.01	0.01	0.05				
中信银行	2.84	2.94	2.44	2.51	0.01				2.81	3.55	1.73	4.58
民生银行	1.94	1.69	1.84	1.78	0.01				0.87	0.75	0.48	0.62
光大银行	1.65	1.54	1.43	1.34					0.08	0.04	0.04	0.04
平安银行	1.89	0.81	1.33	0.25								
华夏银行	2.13	2.36	1.86	1.81	0.06		0.05	0.05	0.29	0.40	0.38	0.26
浙商银行	5.65	7.41	6.84	7.07								
北京银行	0.41	0.37	0.44	0.44					0.86	0.94	0.86	0.85
上海银行	2.17	1.90	1.70	1.41	0.06	0.05	0.04	0.00	0.51	0.54	0.53	0.48
江苏银行	1.03	1.50	0.68	0.69	0.01	0.01	0.00	0.01				
南京银行	0.28	0.28	0.61	0.56								
宁波银行	0.04				0.02							
杭州银行	0.14	0.09	0.07	0.06								
长沙银行	1.61	1.46	1.47	1.41					0.10	0.08	0.08	0.07
成都银行												
重庆银行	0.61	0.74	0.69	0.65					0.46	0.43	0.43	0.21
贵阳银行	0.57	0.67	1.41	2.60								
青岛银行	2.81	2.70	2.59	2.62	0.03							
齐鲁银行	2.87		1.48	0.85								
郑州银行	9.23	8.51	9.22	12.11								
苏州银行		0.03	0.02	0.01					0.07			
西安银行	1.04	1.72	2.45	2.46	0.35		0.45		0.51	0.28	0.18	0.19
厦门银行												
沪农商行	0.06	0.05	0.05	0.04			0.01	0.01				
渝农商行	0.66	0.66	0.52	0.49	0.13	0.22	0.11	0.30				
青农商行	0.63	0.40	0.40	0.40	0.22	0.26	2.96	0.02				
紫金银行	4.28	3.47	3.20	3.16								
无锡银行												
苏农商行												
江阴银行												
瑞丰银行	3.35	2.37	1.67	1.03								
常熟银行												
张家港行					0.02	0.02						

数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：1、金融投资仅包含分类为AC及FVOCI的金融资产；2、中国银行、北京银行金融投资仅包含债券投资；3、部分银行由于未披露、口径无法还原以及第三阶余额较小或为零，故为空值）

新资本办法对非贷不良损失准备设置最低要求。旧资本管理办法中，贷款损失准备超过最低要求的部分可计入二级资本，而低于最低要求的部分形成损失准备缺口，抵扣核心一级资本。新资本管理办法中，将损失准备的口径由贷款拓展至承担信用风险的全部资产，故部分银行金融投资业务存在补计提拨备压力。

政策协同配套，非贷损失准备计提设置与《办法》一致的两年过渡期。《办法》明确已减值贷款需归入不良，同时设置了两年过渡期。新资本办法为了保持政策的一致性，故允许商业银行在两年过渡期内逐渐将非贷拨备提升至最低要求水平，即对于非贷资产，第一年损失准备最低计提比例是不良资产的 50%、第二年为 75%，第三年开始为 100%。

表13：资本新规下不同信用风险加权资产计量方法对超额损失准备要求

计量信用风险加权资产方法	超额损失准备	计入二级资本上限	损失准备缺口
权重法	超过损失准备最低要求的部分	信用风险加权资产的 1.25%	低于损失准备最低要求的部分
内部评级法	损失准备超过预期损失的部分	信用风险加权资产的 0.6%	低于预期损失的部分

资料来源：国家金融监督管理局、原银监会、开源证券研究所（旧办法仅限于贷款，即为超额贷款损失准备；新办法为所有资产，即为超额损失准备）

表14：新、旧资本管理办法中，权重法下损失准备最低要求对比

新办法	贷款	非贷	资产
权重法下超额损失准备要求	不良贷款余额 100% 对应的损失准备	(1) 设置过渡期，各年分别为非信贷不良资产余额一定比例对应的损失准备； (2) 过渡期内、第一年 50%，第二年 75%，第三年起 100%	过渡期结束后，商业银行损失准备最低要求是指不良资产余额 100% 对应的损失准备
旧办法	贷款		
权重法下超额贷款损失准备要求	100% 拨备覆盖率对应的贷款损失准备和应计提的贷款损失专项准备两者中的较大者		

资料来源：国家金融监督管理局、原银监会、开源证券研究所

部分股份行金融投资补计提拨备压力较大。现阶段商业银行对于非贷资产不良与减值的认定仍存差异，无法具体获悉非贷不良资产情况。若用较宽口径的已减值金融投资替代不良金融投资，则2024H1上市银行金融投资拨备/已减值金融投资（即金融投资拨备覆盖率）为114.15%，整体超100%，但各类行计提情况差异较大。其中，国有行计提比例整体较高，投资拨备计提充分；城、农商行金融投资损失准备整体计提比例均超100%，但个别银行仍有补计提压力；股份行整体水平低于100%，仅招行、兴业和平安三家股份行金融投资损失准备计提重组，此外浦发与民生两家银行计提比例低于50%，在2024年内需补提至50%下限。若补提金融投资拨备，则将对盈利形成扰动；若拨备计提仍不充分，则会形成损失准备缺口，抵扣核心一级资本，静态测算部分银行若仍保持当前金融投资拨备覆盖率，则于2026年末对核心一级资本充足率影响将超0.50%。

表15：金融投资损失准备未计提达100%的银行，补计提拨备对其核心一级资本充足率影响（%）

银行	金融投资拨备覆盖率	金融投资损失准备缺口（百万元）			对核心一级资本充足率影响			静态测算核心一级资本充足率		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
浦发银行	44.58	4,108	23,072	42,035	0.06	0.33	0.59	8.81	8.54	8.27
中信银行	59.77		7,179	18,966	0.00	0.10	0.27	9.43	9.33	9.16
民生银行	39.08	3,793	12,481	21,168	0.07	0.22	0.37	9.29	9.14	8.99
光大银行	67.79		1,703	7,608	0.00	0.04	0.16	9.59	9.55	9.43
华夏银行	54.91		4,421	9,923	0.00	0.14	0.32	9.30	9.16	8.98
浙商银行	48.52	835	14,978	29,120	0.04	0.77	1.49	8.34	7.61	6.89
贵阳银行	87.97			603	0.00	0.00	0.12	12.14	12.14	12.01
郑州银行	26.76	4,342	9,013	13,684	0.91	1.90	2.88	8.35	7.37	6.38
西安银行	68.05		254	1,170	0.00	0.08	0.39	10.20	10.12	9.81
紫金银行	57.52		266	647	0.00	0.15	0.36	10.37	10.23	10.02
瑞丰银行	79.05			132	0.00	0.00	0.10	13.03	13.03	12.93

数据来源：Wind、开源证券研究所（损失准备缺口分别按渡期内第一年50%，第二年75%，第三年起100%测算）

表16: 部分城、农商行无已划分至已减值的金融投资, 或已减值金融投资占比显著低于可比城、农商行 (%)

	金融投资拨备率				已减值金融投资拨备率				金融投资拨备覆盖率				已减值投资/投资			
	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H	2022	2023H	2023	2024H
工商银行	0.42	0.50	0.44	0.42	154.68	176.17	189.46	188.09	1010.31	1447.70	1414.38	1451.66	0.04	0.03	0.03	0.03
建设银行	0.52	0.47	0.34	0.31	86.61	90.36	92.69	92.64	204.78	215.25	208.92	200.13	0.25	0.22	0.16	0.15
农业银行	0.30	0.35	0.17	0.27	84.48	87.23	98.34	77.33	1468.09	1971.73	1388.54	1925.54	0.02	0.02	0.01	0.01
中国银行	0.27	0.27	0.28	0.26	76.45	75.78	83.27	84.98	488.41	535.76	467.65	434.05	0.06	0.05	0.06	0.06
邮储银行	0.71	0.69	0.60	0.54	99.76	99.75	99.98	99.99	144.72	155.95	155.07	137.48	0.49	0.44	0.39	0.40
交通银行	0.13	0.17	0.18	0.16	84.57	109.02	135.76	123.17	197.02	281.09	359.33	343.32	0.07	0.06	0.05	0.05
招商银行	2.13	1.95	1.74	1.65	99.07	93.35	96.46	101.23	145.84	154.63	166.26	165.89	1.46	1.26	1.05	1.00
浦发银行	1.25	1.47	1.79	1.71	27.23	27.10	37.18	42.22	32.92	31.40	40.30	44.58	3.79	4.67	4.44	3.82
兴业银行	2.16	1.87	1.77	2.09	81.23	78.47	83.79	84.69	118.51	108.86	112.13	106.40	1.83	1.72	1.58	1.96
中信银行	1.60	1.83	1.43	1.50	46.75	50.15	46.94	47.95	56.47	62.22	58.40	59.77	2.84	2.94	2.44	2.51
民生银行	0.71	0.68	0.63	0.70	27.83	28.13	25.50	31.11	36.77	40.12	34.38	39.08	1.94	1.69	1.84	1.78
光大银行	0.73	0.80	0.91	0.91	36.97	46.55	58.46	61.87	44.34	52.08	63.76	67.79	1.65	1.54	1.43	1.34
平安银行	1.93	1.74	1.34	1.70	57.69		71.55		101.92	215.68	100.88	694.64	1.89	0.81	1.33	0.25
华夏银行	1.82	1.71	1.02	0.99	63.56	59.62	46.34	48.94	85.69	72.55	54.49	54.91	2.13	2.36	1.86	1.81
浙商银行	3.72	4.13	3.60	3.43	49.75	47.76	43.75	44.14	65.83	55.78	52.67	48.52	5.65	7.41	6.84	7.07
北京银行	3.69	3.39	3.29	3.24					1219.68	1220.66	977.67	933.88	0.41	0.37	0.44	0.44
上海银行	2.01	1.94	1.81	1.48	83.66	93.99	97.39	96.95	92.50	102.26	106.18	105.60	2.17	1.90	1.70	1.41
江苏银行	2.32	1.78	1.17	1.04	63.25	42.83	69.63	76.27	224.88	118.59	171.84	149.72	1.03	1.50	0.68	0.69
南京银行	0.89	0.94	0.97	0.77	112.47	114.58	131.73	118.94	320.24	336.33	159.19	136.02	0.28	0.28	0.61	0.56
宁波银行	0.44	0.44	0.37	0.34	117.16				1255.60				0.04			
杭州银行	2.37	2.37	2.37	2.05	71.23	68.81	100.00	100.00	1637.73	2527.52	3550.55	3212.03	0.14	0.09	0.07	0.06
长沙银行	1.40	1.45	1.42	1.41	65.04	71.58	73.53	81.50	86.59	99.16	96.45	99.48	1.61	1.46	1.47	1.41
成都银行	1.31	1.02	0.92	0.69												
重庆银行	0.77	0.84	0.92	0.82	65.52	63.60	88.49	84.37	126.49	114.26	134.27	126.88	0.61	0.74	0.69	0.65
贵阳银行	1.28	1.45	1.60	2.29	89.58	94.28	63.40	63.74	225.83	216.11	113.94	87.97	0.57	0.67	1.41	2.60
青岛银行	2.00	2.20	2.68	3.01	61.55	74.26	98.48	102.08	71.11	81.43	103.54	114.87	2.81	2.70	2.59	2.62
齐鲁银行	1.46	1.34	1.05	0.98	38.22		58.20	86.23	50.78	150.38	71.31	115.36	2.87		1.48	0.85
郑州银行	2.95	2.69	2.75	3.24	27.24	27.18	24.65	25.09	31.96	31.64	29.81	26.76	9.23	8.51	9.22	12.11
苏州银行	1.54	1.40	1.02	0.51		59.25	68.84	100.00		4393.81	4257.45	7105.72		0.03	0.02	0.01
西安银行	0.83	0.98	1.55	1.67	54.85	50.20	57.17	61.78	79.73	56.67	63.18	68.05	1.04	1.72	2.45	2.46
厦门银行	0.41	0.40	0.43	0.43												
沪农商行	0.07	0.06	0.16	0.16	100.00	100.00	100.00	100.00	124.07	127.82	344.43	363.26	0.06	0.05	0.05	0.04
渝农商行	0.46	0.51	0.63	0.57	48.09	63.41	84.71	84.71	68.97	77.65	120.73	116.93	0.66	0.66	0.52	0.49
青农商行	0.55	0.47	0.50	0.49	76.15	100.00	100.00	100.00	86.30	117.92	125.32	121.35	0.63	0.40	0.40	0.40
紫金银行	2.34	1.78	1.76	1.82	49.92	47.03	51.22	54.60	54.65	51.36	54.96	57.52	4.28	3.47	3.20	3.16
无锡银行	1.03	1.23	1.27	1.32												
苏农商行	0.16	0.12	0.10	0.07												
江阴银行	0.37	0.39	0.35	0.28												
瑞丰银行	1.97	1.66	1.15	0.81	58.32	65.75	59.22	56.00	58.64	70.20	69.24	79.05	3.35	2.37	1.67	1.03
常熟银行	2.01	1.97	2.03	1.33												
张家港行	1.18	1.13	1.15	1.26												
国有	0.40	0.42	0.33	0.33					306.57	365.65	350.62	367.30				
股份	1.63	1.62	1.49	1.54					70.12	67.99	66.68	71.89				
城商	1.85	1.75	1.63	1.50					180.92	179.79	177.03	157.46				
农商	0.57	0.58	0.63	0.55					103.25	115.07	157.22	154.61				
全部	0.83	0.83	0.73	0.71					112.53	114.27	108.86	114.15				

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所 (注: 1、金融投资仅包含分类为 AC 及 FVOCI 的金融资产; 2、中国银行已减值金融投资及减值准备仅包含债券投资; 3、部分银行第三阶段金融投资拨备比大于 100%, 或与口径及金融工具内嵌期权有关; 4、部分银行由于未披露、口径无法还原, 或第三阶段余额及减值准备为零, 故为空值; 5、已减值同业资产拨备披露数据较少故未列出)

4、投资建议

关注零售业务风险可控、营收、盈利同步增长的国有行。绝对水平看，农业银行零售不良率为 0.79%，在国有行中最低；同时公司零售资产质量边际变化平稳，经营贷、按揭及信用卡不良率边际上升均小于 5bp，零售风险整体可控。此外在国有行业绩承压的环境下，农业银行营收盈利均正增长突显韧性。公司经营网点布局广，具有进一步下沉客群的基础，普惠金融、县域金融的优势持续推动公司规模和业绩增长。国有行中受益标的为**农业银行**。

关注安全边际高、存量风险有出清迹象的股份制银行。我们认为第三阶段拨贷比计提比例高的银行拥有较高的安全边际，源于贷款若形成损失则补计提拨备比例较小，贷款风险分类上迁则拨备回拨比例较大。股份行中招商银行第三阶段拨贷比为 86.44%，远高于股份行平均水平。此外招商和中信银行零售不良率分别为 0.90% 和 1.30%，为股份行最低，且边际上升幅度均有限。同时前者对公房地产不良率为 5.15%，虽保持较高水平，但较 2023 年下降 14bp，不良生成平稳；后者房地产不良 2.30%，绝对水平处股份行低位。伴随存量地产风险出清以及对不良贷款的处置，未来涉房业务风险或持续下降。受益标的为**招商银行、中信银行**。

关注对公业务具有优势的城、农银行。城商行零售风险虽普遍上升，但对公资产质量仍持续改善，故对公业务具有优势的城商行可通过规模增长及拨备反哺来保持盈利增长；此外，农商行信贷拨备同比大幅多计提，但江阴银行拨备仍持续少提贡献业绩，源于公司个贷占比低，客群以对公客户为主，抗风险能力相对强，安全边际较高。受益标的为**江苏银行、苏州银行、成都银行、江阴银行**。

表17：受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS			评级
		2024-10-21	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	10.9	0.0	0.5	2.7	3.9	1.3	2.3	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.0	1.0	16.2	-1.6	-1.2	2.9	6.2	0.8	3.7	5.8	5.9	6.1	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	10.8	-2.6	5.2	5.6	7.9	7.5	10.0	1.4	1.5	1.6	买入
600919.SH	江苏银行	0.7	0.7	14.5	5.3	6.6	7.4	13.3	8.8	10.5	1.6	1.7	1.9	未评级
601838.SH	成都银行	0.9	0.8	18.8	7.2	5.8	8.3	16.2	10.0	11.1	3.1	3.4	3.7	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.7	0.5	12.0	0.9	4.9	9.7	17.4	16.3	18.7	1.3	1.5	1.7	买入
002807.SZ	江阴银行	0.6	0.6	12.6	2.3	2.7	5.6	16.8	9.0	11.2	0.9	0.8	0.9	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的预测来自万得一致预测）

5、风险提示

宏观经济下行。9月制造业 PMI 环比虽有所回升，但连续 5 个月位于荣枯线以下，高频数据仍反映有效需求处于修复阶段，但经济运行的积极因素仍在不断积累中，未来经济修复或仍需政策出台加持。若后续政策出台落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

房价下降超预期。当前银行涉房业务风险集中在房地产对公贷款及以房地产为抵押的个人经营贷款，2024H1 对公地产风险边际改善，但按揭及个人经营贷风险有所上升。未来若房地产价格进一步下行，则抵质押品价值下降，授信额度缩减或形成资金链断裂的风险。

海外经济不确定性外溢。海外主要经济体增长持续放缓，外需不足将对出口行业经营形成压力。此外美国 9 月非农就业大幅增长，失业率略有下降，就业市场向好或减弱美联储进一步降息的节奏与幅度，其货币政策的变化或对国内降息节奏产生影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn