

银行业 2025 年年度策略报告

盈利磨底，固本培元

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业半年度策略报告*银行*盈利寻底，红利先行*强于大市 20240619

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：

- **宏观经济：外部不确定性加大，逆周期发力稳预期。**展望 2025 年，外部环境的不确定性增多、世界经济增长动能总体放缓，从国内来看，经济有效需求不足、社会预期偏弱的情况依然存在，我们认为国内经济的平稳增长仍需政策面的持续呵护。我们判断货币政策仍将保持灵活适度，流动性环境有望保持充裕，金融监管方面，底线思维明确，点状性风险可控，针对地产、地方政府债务和中小金融机构的政策持续加码，特别是政治局定调房地产“止跌回稳”以及财政部“6+4+2”方案等政策的出台都将持续缓释相关领域风险，这也为银行业的稳健经营创造了良好的外部环境。
- **银行业：基本面磨底，固本培元夯实基础。**展望 2025 年，有效需求不足情况以及资产端定价水平持续承压仍是制约银行盈利向上弹性的重要因素，一方面有效需求不足对于规模增速的抑制效应仍存，我们预计 2025 年全年新增信贷规模 17.9 万亿-19.2 万亿，对应年末增速 7.0%-7.5%，规模效应对于盈利贡献度略有降低。另一方面，息差水平同样受制于资产端定价水平的下行，LPR 调降、存量按揭调整、隐性债务置换等因素都将持续冲击资产端定价，但考虑到存款挂牌利率调降速度加快、存款重定价进度提升以及手工补息、同业负债等业务的监管或将加速成本端红利释放，我们预计 25 年全年息差降幅将略有收窄。资产质量方面预计仍将保持稳健，政策的持续发力托底风险，核心指标预计保持稳定，拨备预计仍将持续反哺盈利水平。综合来看，我们预计 2025 年上市银行整体净利润增速在 1.0% (vs 1.5%，2024E)。
- **选股思路：“高股息+顺周期”，政策组合拳推动板块估值修复。**一方面我们持续提示板块股息价值吸引力，按照 23 年分红额以及 12 月 6 日收盘价计算板块平均股息率达到了 4.45%，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，类固收的配置价值持续。与此同时，我们关注成长性优异及受益于政策实效的区域行，区域经济修复或将提升盈利端向上弹性。最后，预期改善对于股份行的催化值得期待，重点观察来自地产和消费领域的政策支持力度以及修复情况。目前板块静态 PB 仅为 0.63 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际充分。**个股维度，我们推荐：1) 高股息个体的配置价值依然突出（工行、建行、上海），2) 基本面稳健，受益于政策预期修复的区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波），并关注股份行困境反转预期下的配置机会（兴业、招行）。**
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险。

| 股票名称 | 股票代码 | 股票价格 | | EPS | | | PB | | | | 评级 |
|------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | 2024-12-06 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 成都银行 | 601838.SH | 16.15 | 3.06 | 3.46 | 3.96 | 4.55 | 0.95 | 0.83 | 0.73 | 0.64 | 强烈推荐 |
| 苏州银行 | 002966.SZ | 7.97 | 1.22 | 1.35 | 1.50 | 1.66 | 0.75 | 0.72 | 0.66 | 0.61 | 强烈推荐 |
| 常熟银行 | 601128.SH | 7.58 | 1.09 | 1.29 | 1.54 | 1.83 | 0.82 | 0.85 | 0.75 | 0.67 | 强烈推荐 |
| 宁波银行 | 002142.SZ | 24.53 | 3.87 | 4.10 | 4.49 | 4.95 | 0.92 | 0.84 | 0.74 | 0.66 | 强烈推荐 |
| 兴业银行 | 601166.SH | 18.26 | 3.71 | 3.76 | 3.97 | 4.28 | 0.54 | 0.50 | 0.46 | 0.43 | 强烈推荐 |
| 招商银行 | 600036.SH | 36.91 | 5.81 | 6.08 | 6.39 | 6.83 | 1.01 | 0.92 | 0.83 | 0.76 | 强烈推荐 |
| 工商银行 | 601398.sh | 6.32 | 1.02 | 1.03 | 1.07 | 1.12 | 0.66 | 0.62 | 0.57 | 0.54 | 推荐 |
| 建设银行 | 601939.SH | 8.27 | 1.33 | 1.32 | 1.36 | 1.43 | 0.70 | 0.65 | 0.61 | 0.57 | 推荐 |
| 上海银行 | 601229.SH | 8.50 | 1.59 | 1.62 | 1.70 | 1.79 | 0.55 | 0.52 | 0.49 | 0.46 | 推荐 |
| 长沙银行 | 601577.SH | 8.80 | 1.86 | 1.97 | 2.21 | 2.51 | 0.59 | 0.54 | 0.48 | 0.44 | 推荐 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价;

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 一、 宏观经济：外部不确定性加大，逆周期发力稳预期 | 7 |
| 1.1 宏观经济：内需待提振，逆周期政策 4 季度发力 | 7 |
| 1.2 2025 年展望：外部不确定性增大，仍需政策积极对冲 | 9 |
| 二、 银行业：基本面磨底，固本培元夯实基础 | 12 |
| 2.1 量：政策发力有望推动信贷企稳，但实体有效需求不足依然存在 | 13 |
| 2.2 价：资产端延续下行，负债成本改善有望推动息差降幅收窄 | 17 |
| 2.3 质：稳增长政策托底风险，预计核心指标稳定，关注零售风险波动 | 27 |
| 三、 选股思路：“高股息+顺周期”，政策组合拳推动板块估值修复 | 30 |
| 3.1 高股息吸引力凸显，预期改善推动板块估值修复 | 30 |
| 3.2 股息溢价率仍处高位，关注中长期资金入市进程 | 30 |
| 3.3 关注成长性优异及受益于政策实效的区域行 | 34 |
| 3.4 政策落地改善预期，关注“困境反转”股份制银行 | 36 |
| 四、 重点覆盖公司 | 39 |
| 4.1 工商银行：经营稳健，高股息属性突出 | 39 |
| 4.2 建设银行：优质国有大行，关注股息价值 | 39 |
| 4.3 上海银行：估值具备安全边际，关注公司股息价值 | 40 |
| 4.4 成都银行：享区域资源禀赋，看好红利持续释放 | 40 |
| 4.5 长沙银行：深耕本土基础夯实，看好公司零售潜力 | 41 |
| 4.6 苏州银行：区域禀赋突出，改革提质增效 | 41 |
| 4.7 常熟银行：看好零售和小微业务稳步推进 | 42 |
| 4.8 宁波银行：零售转型高质量发展，看好公司高盈利水平保持 | 42 |
| 4.9 兴业银行：“商行+投行”打造差异化经营，股息率高于同业 | 42 |
| 4.10 招商银行：短期承压不改业务韧性，静待零售拐点 | 43 |
| 五、 风险提示 | 44 |

图表目录

| | | |
|-------|------------------------------------|----|
| 图表 1 | 2024 年中国 GDP 增速有所回落 | 7 |
| 图表 2 | 三大需求对单季 GDP 贡献情况 | 7 |
| 图表 3 | 社零数据 24 年以来呈现下行趋势 | 8 |
| 图表 4 | 农村地区社零增长优于城镇 | 8 |
| 图表 5 | 固定资产投资增速持续回落 | 8 |
| 图表 6 | 房地产投资增速负增缺口持续扩大 | 8 |
| 图表 7 | CPI 和核心 CPI 位于低位 | 9 |
| 图表 8 | PPI 负增状态持续 | 9 |
| 图表 9 | 9 月 24 日以来逆周期调节政策持续出台 | 9 |
| 图表 10 | 货币政策大事记 | 10 |
| 图表 11 | 1 年期及 5 年期 LPR 利率变化 | 10 |
| 图表 12 | 人民币存款准备金率变动 | 10 |
| 图表 13 | 国债收益率持续下行 | 11 |
| 图表 14 | 1、3、6 个月同业存单收益率下行 | 11 |
| 图表 15 | 9 月以来地产相关政策 | 11 |
| 图表 16 | 近一年来化债相关政策 | 12 |
| 图表 17 | 关注中小金融机构风险情况 | 12 |
| 图表 18 | 人民币贷款余额增速持续处于低位 | 13 |
| 图表 19 | 新增人民币贷款结构 | 13 |
| 图表 20 | 各类银行零售贷款投向 | 14 |
| 图表 21 | 24H1 上市银行对公贷款存量结构 | 15 |
| 图表 22 | 24H1 上半年上市银行对公贷款增量结构 | 15 |
| 图表 23 | 各季度新增人民币贷款情况 | 15 |
| 图表 24 | 资产规模增速下行 | 16 |
| 图表 25 | 20 年以来上市银行生息资产大类结构占比变化 | 16 |
| 图表 26 | 人民币存款增速 | 16 |
| 图表 27 | 个人活期和公司活期同比增速 | 16 |
| 图表 28 | 预计 2025 年新增人民币贷款 17.9-19.2 万亿 | 17 |
| 图表 29 | 社融增速有望企稳回升 | 17 |
| 图表 30 | 人民币贷款加权利率持续下降 | 17 |
| 图表 31 | 贷款需求指数处于低位 | 17 |
| 图表 32 | 测算存量按揭和 5 年 LPR 利率变化对 25 年银行盈利影响分析 | 18 |
| 图表 33 | 化债政策细则 | 19 |

| | | |
|-------|-------------------------------|----|
| 图表 34 | 政策落地对息差的影响 | 19 |
| 图表 35 | 政策利率传导过程 | 19 |
| 图表 36 | 国有大行存款挂牌利率（%） | 20 |
| 图表 37 | 活期存款利率下行 | 21 |
| 图表 38 | 成本红利逐步释放 | 22 |
| 图表 39 | 上市银行存款期限结构 | 23 |
| 图表 40 | 商业银行净息差水平 | 23 |
| 图表 41 | 存款利率调整敏感性分析 | 23 |
| 图表 42 | 美国在过往 20 年经历两次“零利率” | 24 |
| 图表 43 | 美国银行净息差温和下行 | 25 |
| 图表 44 | 美国银行业负债成本率的弹性较大 | 25 |
| 图表 45 | 美国银行业定期存款占比较低 | 25 |
| 图表 46 | 日本长时间维持低利率政策 | 26 |
| 图表 47 | 存款利率迅速下行 | 26 |
| 图表 48 | 存款同比增速基本为正 | 26 |
| 图表 49 | 存贷利差持续下行 | 27 |
| 图表 50 | 贷款利率持续下行压缩存贷利差 | 27 |
| 图表 51 | 近年来不良率持续改善 | 27 |
| 图表 52 | 各类型银行不良率保持稳定 | 27 |
| 图表 53 | 拨备水平保持稳定 | 28 |
| 图表 54 | 资本水平持续夯实 | 28 |
| 图表 55 | 上市银行零售和对公贷款不良率情况 | 28 |
| 图表 56 | 上市银行房地产行业不良率变化 | 29 |
| 图表 57 | 25 年上市银行盈利敏感性分析 | 29 |
| 图表 58 | 2025 年上市银行归母净利润增速预测 | 29 |
| 图表 59 | 年初以来银行板块走势 | 30 |
| 图表 60 | 年初以来个股涨跌幅 | 30 |
| 图表 61 | 股息溢价率维持较高水平 | 31 |
| 图表 62 | 陆股通持仓变化 | 31 |
| 图表 63 | 个股陆股通持仓变化 | 31 |
| 图表 64 | 银行板块主动基金持股比例 | 32 |
| 图表 65 | 国有大行主动基金持仓占比较为稳定 | 32 |
| 图表 66 | 3 季度末被动型基金规模基本持平主动型基金规模 | 32 |
| 图表 67 | 宽基类 ETF 年初至今净流入额 | 32 |
| 图表 68 | 上市中小银行保险持仓和机构持仓情况 | 33 |
| 图表 69 | 国有大行 AH 股股息率 | 34 |

| | | |
|-------|---|----|
| 图表 70 | 国有大行 AH 股溢价率 | 34 |
| 图表 71 | 上市区域性银行 ROE 分解 (24H1) | 34 |
| 图表 72 | 上市区域性银行净息差和资负两端利率 | 35 |
| 图表 73 | 上市区域性银行静态资产质量比较 (不良率、关注率、逾期率、不良/逾期) | 36 |
| 图表 74 | 股份行规模增速下行速度快于同业 | 37 |
| 图表 75 | 商业银行市场份额堆积图 | 37 |
| 图表 76 | 国有行和股份行个人贷款占比 | 37 |
| 图表 77 | 地产相关贷款增速持续位于低位 | 37 |
| 图表 78 | 大行和股份行营收结构变化 | 38 |
| 图表 79 | 上市大行、股份行中收同比增速 | 38 |
| 图表 80 | 上市股份制银行对公地产贷款敞口变动情况 | 38 |
| 图表 81 | 上市股份制银行对公地产不良率变动情况 | 39 |
| 图表 82 | 工商银行盈利预测 | 39 |
| 图表 83 | 建设银行盈利预测 | 40 |
| 图表 84 | 上海银行盈利预测 | 40 |
| 图表 85 | 成都银行盈利预测 | 40 |
| 图表 86 | 长沙银行盈利预测 | 41 |
| 图表 87 | 苏州银行盈利预测 | 41 |
| 图表 88 | 常熟银行盈利预测 | 42 |
| 图表 89 | 宁波银行盈利预测 | 42 |
| 图表 90 | 兴业银行盈利预测 | 43 |
| 图表 91 | 招商银行盈利预测 | 43 |

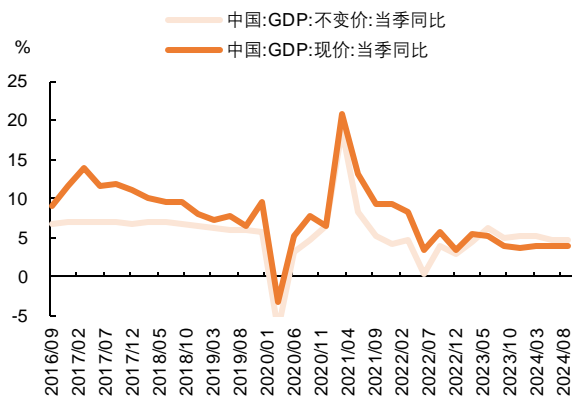
一、宏观经济：外部不确定性加大，逆周期发力稳预期

展望 2025 年，外部环境的不确定性增多、世界经济增长动能总体放缓，从国内来看，经济有效需求不足、社会预期偏弱的情况依然存在，我们认为国内经济的平稳增长仍需政策面的持续呵护。我们判断货币政策仍将保持灵活适度，流动性环境有望保持充裕，金融监管方面，底线思维明确，点状性风险可控，针对地产、地方政府债务和中小金融机构的政策持续加码，特别是政治局定调房地产“止跌回稳”以及财政部“6+4+2”方案等政策的出台都将缓释持续相关领域风险，这也为银行业的稳健经营创造了良好的外部环境。

1.1 宏观经济：内需待提振，逆周期政策 4 季度发力

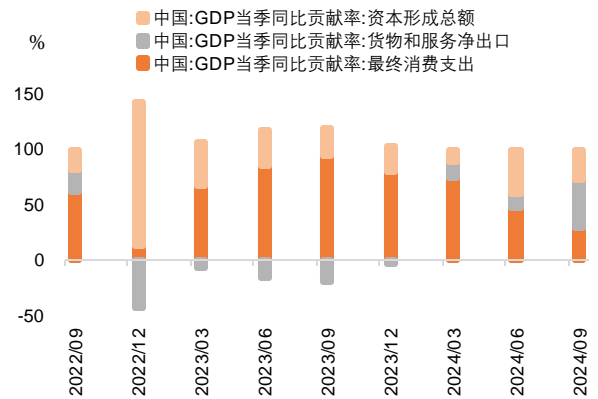
前三季度国内经济高开低走，进入 2 季度后增速有所放缓，前三个季度实际 GDP 单季同比增速分别为 5.3%/4.7%/4.6%。拆分结构来看，出口韧性是重要的支撑因素，消费和投资在 3 季度的贡献率明显下降，以各类别 3 季度单季度对 GDP 同比贡献率来看，消费、出口和投资对 GDP 的贡献率分别是 29.3%/42.9%/27.8%，贡献率较 2 季度单季度变化-17.2pct/+29.6pct/-12.3pct。

图表1 2024 年中国 GDP 增速有所回落



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

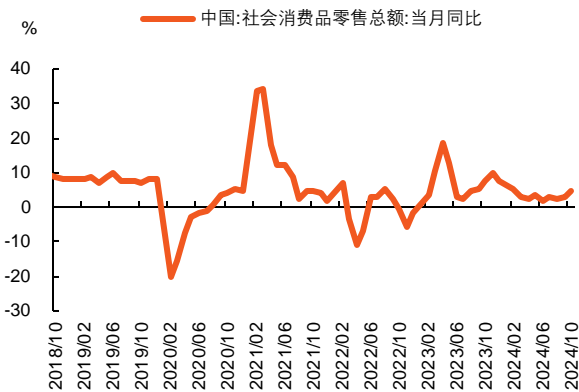
图表2 三大需求对单季 GDP 贡献情况



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

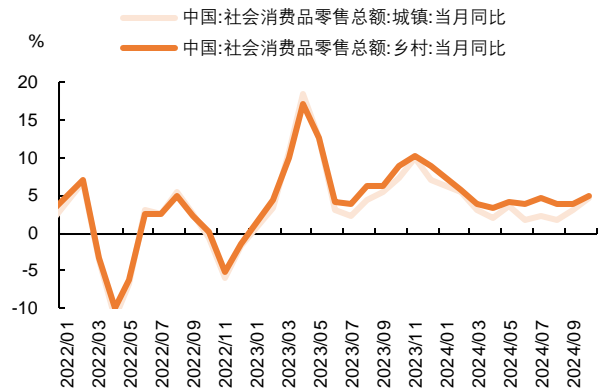
首先从消费来看，内需恢复斜率放缓制约消费水平增长。消费数据 24 年以来整体保持低迷，24 年前三季度社零累计同比增长 3.3%，较年初下降 4.9 个百分点。从结构来看，城镇地区消费较农村地区下降更快，商品消费弱于餐饮消费，居民消费意愿不足情况较为明显。政策端持续发力托底居民消费进程，4 季度以来以旧换新、消费券等刺激政策持续加码，关注后续居民需求恢复情况。

图表3 社零数据 24 年以来呈现下行趋势



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

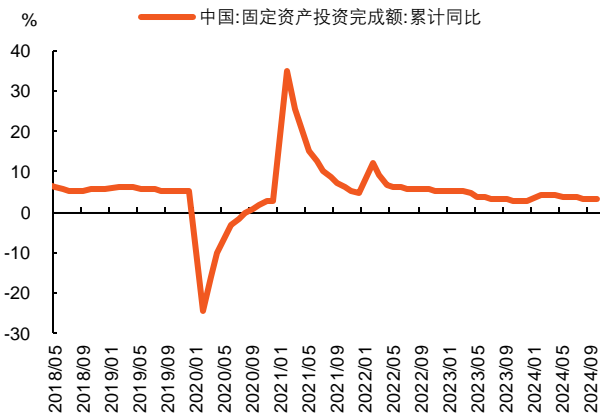
图表4 农村地区社零增长优于城镇



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

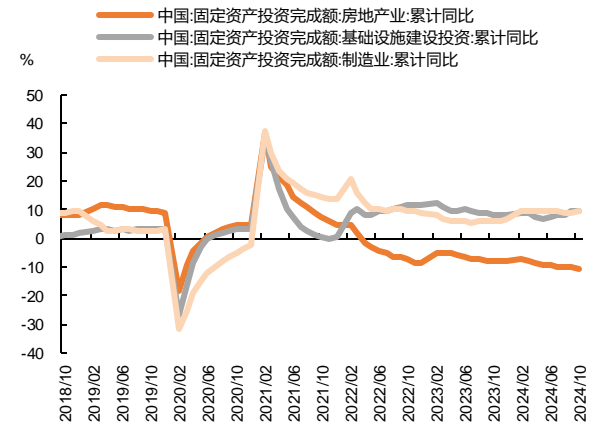
投资增速 2 季度开始放缓，地产负增缺口扩大。投资端表现同样从 24 年 2 季度开始放缓，固定资产投资完成额累计同比增速从 1 季度末 4.5% 回落至 3 季度末 3.4%，从几个重要分项来看，制造业投资增速保持相对稳定，在 9%-10% 区间波动，基建投资增速年中有所波动，1-3 季度分别为 8.8%/7.7%/9.3%，房地产固定资产投资额累计同比增速则维持负增长，3 季度末下行至 -9.9%。

图表5 固定资产投资增速持续回落



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

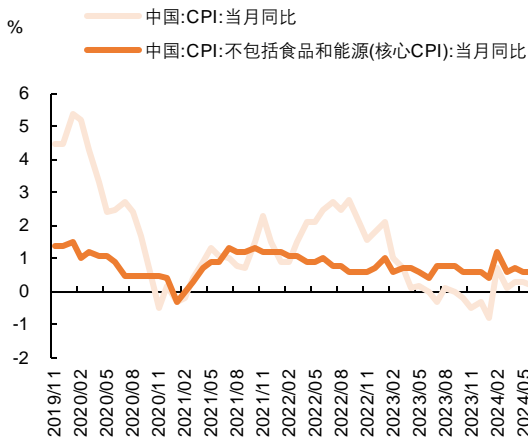
图表6 房地产投资增速负增缺口持续扩大



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

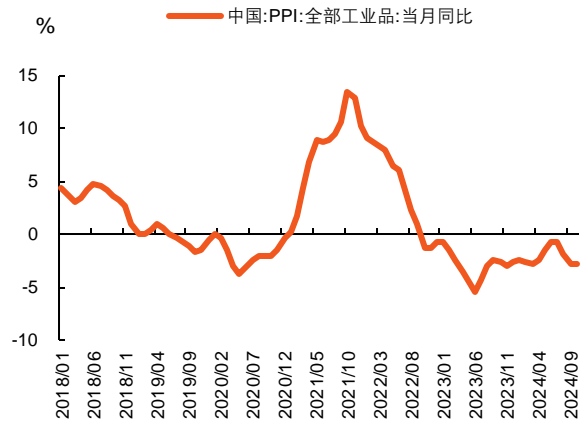
通胀维持低位，侧面反映需求不足。内需不足同样反映在价格端，24 年以来 CPI 和 PPI 的走势从侧面印证无论是居民部门还是企业部门均存在需求不足的情况。以 10 月数据来看，CPI 和核心 CPI 当月同比分别为 0.3%/0.2%，PPI 当月同比为 -2.9%，绝对水平皆处于低位。

图表7 CPI和核心CPI位于低位



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

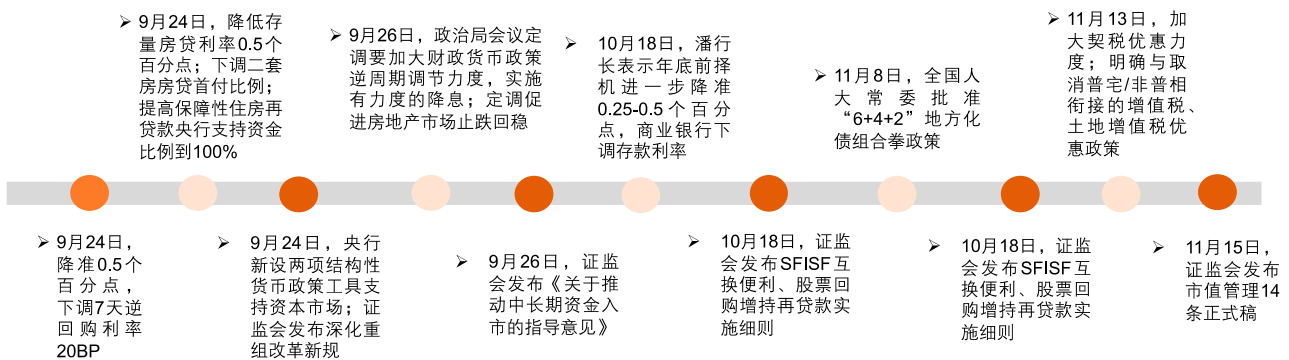
图表8 PPI负增状态持续



资料来源: wind, 国家统计局, 平安证券研究所

四季度政策发力, 全年经济增长目标有望完成。9月26日政治局会议明确政策转向, 会中提到“我国经济的基本面及市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变。……要全面客观冷静看待当前经济形势, 正视困难、坚定信心, 切实增强做好经济工作的责任感和紧迫感。……努力完成全年经济社会发展目标任务”。政治局会议后, 政策组合拳持续出台, 托底经济修复目标明确, 稳增长政策持续发力背景下, 4季度经济有望迎来复苏。

图表9 9月24日以来逆周期调节政策持续出台

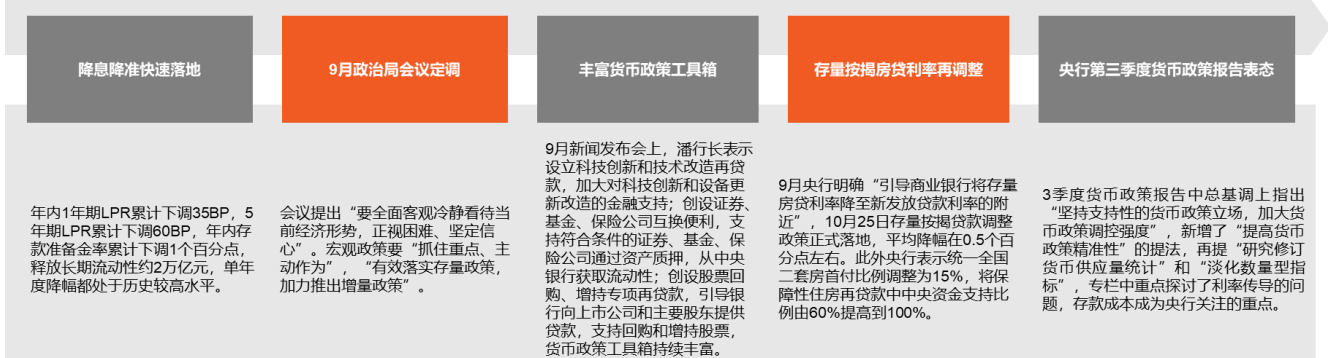


资料来源: 国务院、财政部、中国人民银行、证监会、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

1.2 2025 年展望: 外部不确定性增大, 仍需政策积极对冲

在外部面临较大不确定性的背景下, 预计货币政策仍将灵活适度, 整体延续宽松基调, 同时关注进一步推动物价合理回升, 更加注重发挥利率等价格型调控工具的作用, 预计2025年的总量型货币政策将主要考虑物价和政府债券供给两大因素。从具体措施来看, 降息降准均有空间, 根据我们宏观团队预测, 全年降息幅度预计在30BP左右, 降准调降幅度为50BP-100BP, 货币政策会结合内外部因素的变化而动态调整, 尤其重点关注特朗普上台后关税政策的变化节奏。

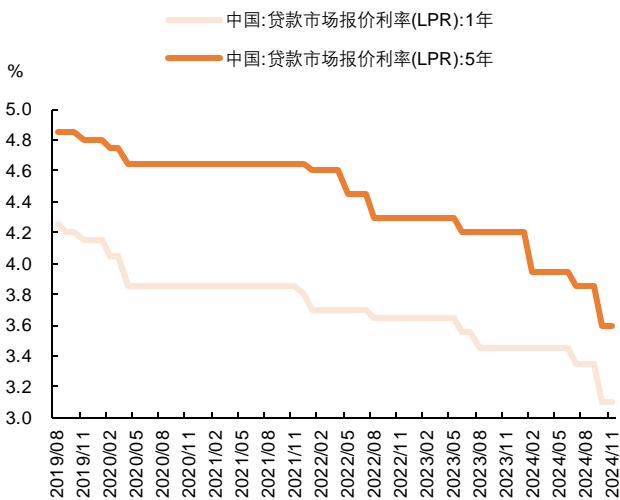
图表10 货币政策大事记



资料来源：国务院、中国人民银行、国家金融监督管理总局、平安证券研究所

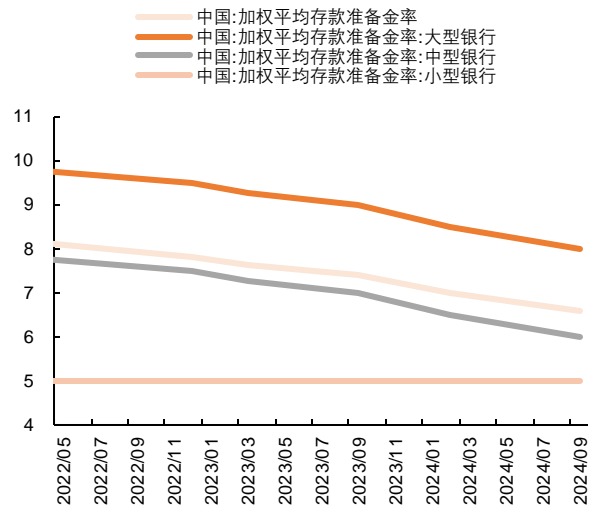
从货币政策利率来看，1年期和5年期LPR今年以来累计降幅分别达到35BP/60BP至3.10%/3.60%，大中型银行存款准备金分别较年初下降100BP至8.0%/6.0%。结合央行最近关于货币政策仍有空间的描述，我们认为未来降息降准均有空间，根据我们宏观团队预测，预计未来降息幅度在20-30BP，降准调降幅度为50-100bp，特别关注外部因素变化对于货币政策节奏的影响。

图表11 1年期及5年期LPR利率变化



资料来源：Wind，央行，平安证券研究所

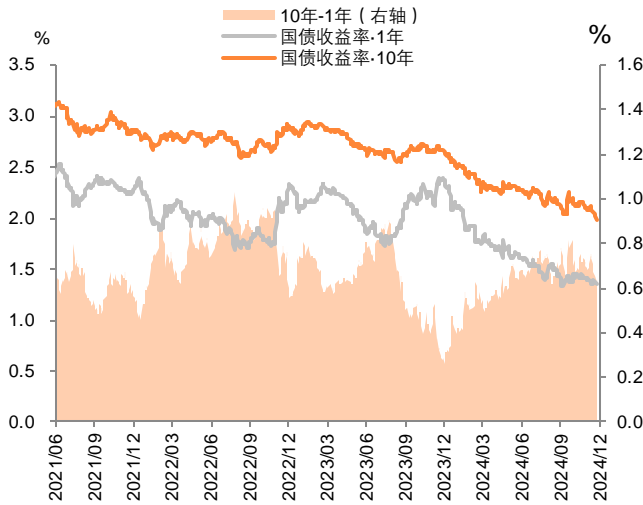
图表12 人民币存款准备金率变动



资料来源：Wind，央行，平安证券研究所

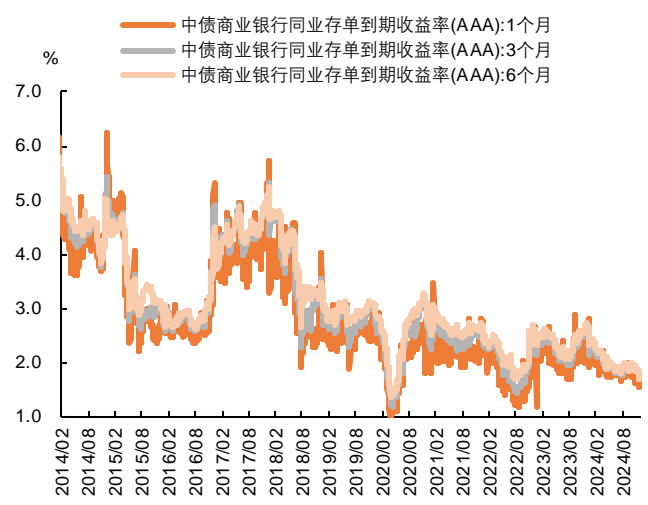
今年以来，金融市场利率中枢处于下行通道，截至12月3日，10年期国债收益率较年初下降56.7BP至1.99%，1个月/3个月/6个月同业存单利率也较年初下降31.5BP/42.5BP/61.7BP至1.60%/1.72%/1.72%，整体下行趋势较为明显，央行行长潘功胜9月以来屡次提及货币政策仍有空间，流动性宽松有望保持。

图表13 国债收益率持续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 1、3、6个月同业存单收益率下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

监管底线思维明确，政策助力重点领域风险缓释，首先从地产领域来看，政策效果显现，市场交易情绪回暖。今年以来，地产政策暖风频吹，特别是9月之后针对地产行业支持政策进一步加码，中央政治局会议提出要促进房地产市场止跌回稳，财政部积极优化有关专项债用途、央行配合推出存量房贷利率降低措施、住建部提出四个取消、四个降低、两个增加等一揽子措施持续落地，增量政策推动地产预期修复。从效果上来看，国家统计局数据显示10月商品房销售数据回暖明显，10月单月销售面积和销售额同比负增缺口较9月收敛9.19pct/14.66pct至-1.63%/-1.43%，政策效果逐渐显现。展望未来，地产预期的改善将有利于缓释银行风险敞口。

图表15 9月以来地产相关政策

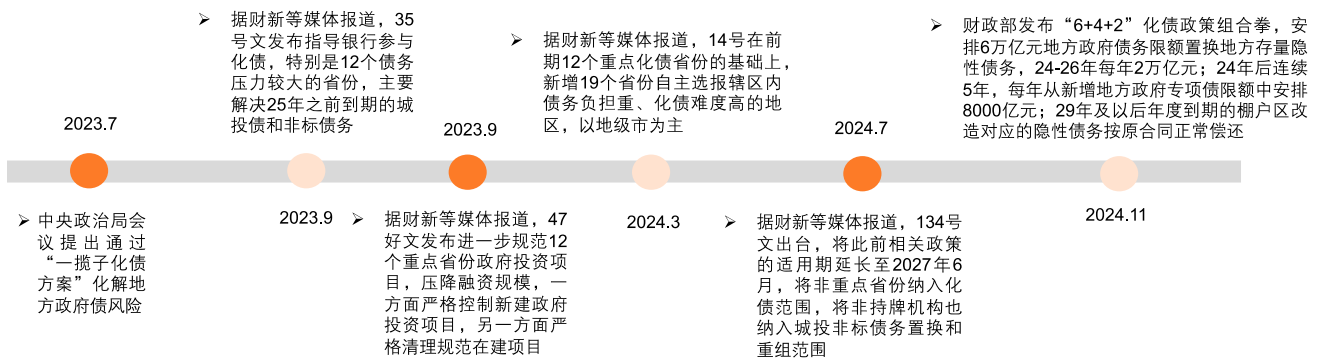
| 时间 | 部门 | 政策内容 |
|------------|---------|--|
| 2024/9/26 | 中央政治局会议 | 促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。调整住房限购政策、降低存量房贷利率，完善土地、财税和金融政策，构建房地产发展新模式。 |
| 2024/9/29 | 央行 | 商业银行在10月31日前对存量房贷利率进行下调，不高于LPR-30BP，使得存量按揭贷款利率靠近新发放贷款利率，预计平均降幅0.5个百分点左右。 |
| 2024/10/12 | 五大行 | 10月25日起对存量房贷进行调整，将符合条件的存量房贷调整为LPR-30BP；调整重定价周期。 |
| 2024/10/12 | 财政部 | 积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，包括：1)支持地方政府使用专项债券回售符合条件的闲置存量土地；2)用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房；3)抓紧研究明确与取消普宅和非普宅标准衔接的增值税、土地增值税政策 |
| 2024/10/17 | 五部门发布会 | 1)四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准；2)四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费；3)两个增加：通过货币化安置方式新增实现100万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到4万亿。 |

资料来源: 国务院, 央行, 五大行官网, 财政部, 平安证券研究所

■ 地方债务：政策组合拳落地，隐性风险缓释。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性债“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，结合 11 月 8 日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。

图表 16 近一年来化债相关政策



资料来源：财新、财联社、平安证券研究所

■ **中小金融机构：点状风险可控，行业整体资产质量可控。**首先从行业公布的整体性数据来看，截至 2024 年三季度末，城商行/农商行/民营银行不良率分别为 1.82%/3.04%/1.79%，分别同比变化-14BP/-10BP/+15BP，行业性资产质量保持稳定。但若以发债银行数据来看，部分银行经营数据异常状态较为明显，特别是集中在经济欠发达的地区的银行或将更为明显，以河南新郑农村商业银行股份有限公司为例，23 年末净利润为-1.05 亿元，不良率达到 16.97%，拨备覆盖率为 34.7%，整体经营压力较大。今年以来，监管屡次提及关注中小金融机构风险，着力推进银行并购进程和地方农信社改革，我们预计底线思维下发生大规模信用风险的概率仍然较低。

图表 17 关注中小金融机构风险情况

| 省份 | 公司名称 | 银行类别 | 总资产规模 (亿元) | 净利润 (亿元) | 不良率 | 拨备覆盖率 | 资本充足率 |
|--------|------------------|------|------------|----------|--------------|---------------|---------------|
| 吉林省 | 延边农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 1,417.92 | -6.95 | 4.30% (23Q1) | 85.29% (23Q1) | 7.84% (23Q3) |
| 吉林省 | 长春农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 908.69 | -0.05 | / | / | 10.91% (24Q1) |
| 河南省 | 河南新郑农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 427.95 | -1.05 | 16.97% | 34.7% | -0.01% |
| 山西省 | 山西榆次农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 226.83 | -0.58 | 17.6% | / | / |
| 吉林省 | 吉林蛟河农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 121.50 | -1.60 | 6.86% | 87.79% | -6.18% |
| 贵州省 | 贵州花溪农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 276.41 | 0.72 | 5.27% | 125.64% | 15.10% |
| 山东省 | 山东禹城农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 183.11 | 0.46 | 2.14% | 163.08% | 6.73% |
| 江西省 | 江西广丰农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 128.44 | 0.09 | 4.17% | 92.98% | 7.02% |
| 山东省 | 烟台农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 627.86 | 1.00 | 4.19% | 85.60% | 9.22% |
| 四川省 | 四川南部农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 243.86 | 0.26 | 4.49% | 101.38% | 10.21% |
| 内蒙古自治区 | 内蒙古银行股份有限公司 | 城商行 | 1,663.81 | / | 2.98% | 72.67% | 10.81% |
| 江西省 | 南昌农村商业银行股份有限公司 | 农商行 | 724.31 | 0.05 | 3.91% | 81.30% | 10.92% |

资料来源：wind、平安证券研究所

注：非特别说明外，以上数据截至 2023 年末

二、 银行业：基本面磨底，固本培元夯实基础

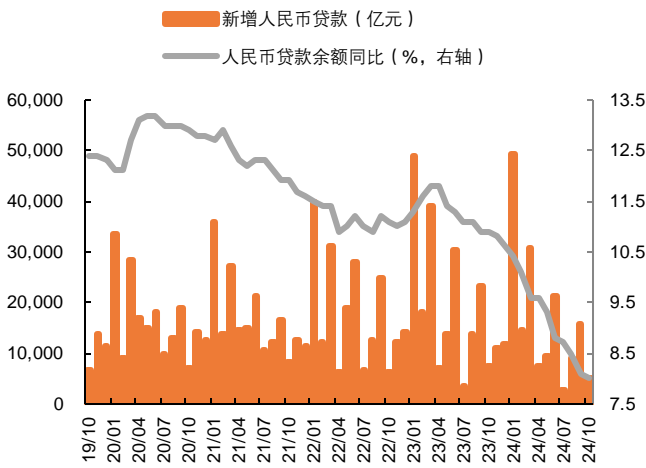
展望 2025 年，有效需求不足情况以及资产端定价水平持续承压仍是制约银行盈利向上弹性的重要因素，一方面有效需求不

足对于规模增速的抑制效应仍存，我们预计 2025 年全年新增信贷规模 17.9-19.2 万亿，对应年末增速 7.0%-7.5%，规模效应对盈利贡献度略有降低。另一方面，息差水平同样受制于资产端定价水平的下行，LPR 调降、存量按揭调整、隐性债务置换等因素都将持续冲击资产端定价，但考虑到存款挂牌利率调降速度加快、存款重定价进度提升以及手工贴息、同业负债等业务的监管或将加速成本端红利释放，我们预计 25 年全年息差降幅将略有收窄。资产质量方面预计仍将保持稳健，政策的持续发力托底风险，核心指标预计保持稳定，拨备预计将持续反哺盈利水平。综合来看，我们预计 2025 年上市银行整体净利润增速在 1.0% (vs1.5%，2024E)。

2.1 量：政策发力有望推动信贷企稳，但实体有效需求不足依然存在

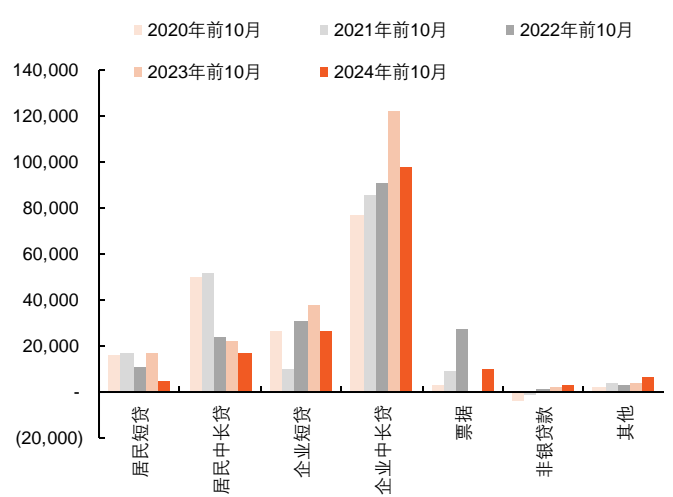
■ **量：有效需求不足，信贷持续同比少增。**今年以来，信贷投放速率持续下滑，10 月末人民币贷款余额同比增速达到 8.0%，增速较年初下降 2.6 个百分点。从结构上来看，居民端和企业端同比均明显少增，24 年前 10 个月居民贷款（居民短贷和居民中长贷）同比少增 1.71 万亿元，企业贷款（企业短贷、企业中长贷和票据）同比少增 2.59 万亿，尤其进入下半年以来，企业贷款连续 5 个月出现负增长。社融方面，除政府债融资同比多增外，贷款以外的其他分项也均同比少增。

图表 18 人民币贷款余额增速持续处于低位



资料来源：wind，央行，平安证券研究所

图表 19 新增人民币贷款结构



资料来源：wind，央行，平安证券研究所

从上市银行角度来看，上半年零售业务整体承压，上市银行 24H1 零售贷款占比较年初下降 1.3pct 至 36.6%，其中国有大行、股份行、城商行和农商行零售贷款占比分别下降 1.1pct/1.4pct/2.4pct/1.5pct。其次从贷款结构上来看，个人经营贷占比较年初有所提升，我们预计普惠小微业务的深化是推动该项业务增长的重要原因。

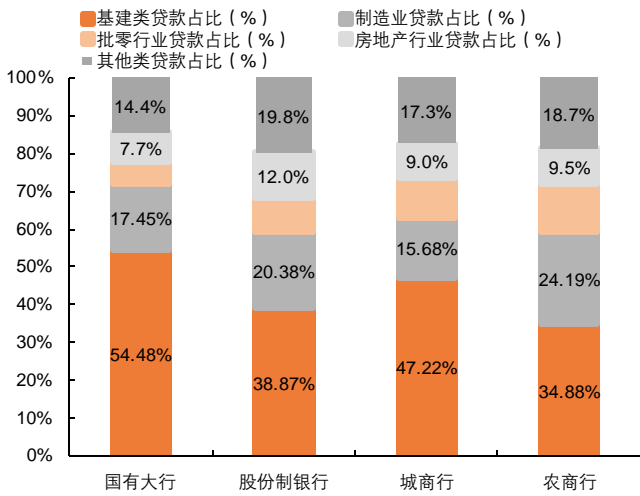
图表20 各类银行零售贷款投向

| 上市银行 | 24H1 零售贷款结构较年初变化 | | | | | | | | | | | |
|-------|------------------|-------|-------|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|----------------|-------|-------|
| | 个人贷款占比 | | | 个人信用卡和消费贷占比 | | | 按揭贷款占比 | | | 个人经营性及其他贷款合计占比 | | |
| | 23A | 24H1 | 变动比例 | 23A | 24H1 | 变动比例 | 23A | 24H1 | 变动比例 | 23A | 24H1 | 变动比例 |
| 工商银行 | 33.2% | 31.7% | -1.4% | 3.9% | 3.9% | 0.0% | 24.1% | 22.1% | -2.0% | 5.2% | 5.6% | 0.5% |
| 农业银行 | 35.8% | 35.6% | -0.2% | 4.7% | 5.0% | 0.3% | 22.9% | 20.8% | -2.1% | 8.2% | 9.8% | 1.6% |
| 建设银行 | 36.8% | 34.9% | -2.0% | 6.0% | 5.9% | -0.1% | 27.1% | 25.1% | -2.0% | 3.7% | 3.9% | 0.2% |
| 中国银行 | 33.2% | 32.1% | -1.1% | 2.8% | 2.8% | 0.0% | 24.0% | 22.5% | -1.5% | 6.3% | 6.7% | 0.4% |
| 交通银行 | 31.1% | 30.9% | -0.2% | 6.2% | 6.0% | -0.2% | 18.4% | 17.7% | -0.7% | 6.5% | 7.2% | 0.7% |
| 邮储银行 | 54.9% | 54.1% | -0.7% | 9.1% | 9.1% | 0.1% | 28.7% | 27.3% | -1.4% | 17.1% | 17.7% | 0.6% |
| 招商银行 | 52.8% | 52.5% | -0.3% | 14.4% | 13.6% | -0.8% | 21.3% | 20.4% | -0.9% | 17.2% | 18.5% | 1.3% |
| 中信银行 | 41.5% | 41.6% | 0.1% | 14.9% | 14.6% | -0.3% | 18.2% | 18.3% | 0.0% | 8.4% | 8.8% | 0.4% |
| 民生银行 | 40.3% | 39.6% | -0.8% | 11.1% | 10.7% | -0.4% | 12.5% | 12.2% | -0.2% | 16.7% | 16.6% | -0.1% |
| 兴业银行 | 36.2% | 34.3% | -1.9% | 7.4% | 6.5% | -0.9% | 19.7% | 18.8% | -0.9% | 9.1% | 9.0% | -0.1% |
| 浦发银行 | 37.2% | 34.7% | -2.5% | 7.7% | 6.8% | -0.9% | 16.7% | 15.7% | -1.0% | 12.8% | 12.3% | -0.5% |
| 光大银行 | 39.9% | 38.3% | -1.6% | 16.6% | 14.8% | -1.8% | 15.4% | 14.9% | -0.5% | 7.9% | 8.6% | 0.7% |
| 平安银行 | 58.0% | 53.4% | -4.7% | 57.7% | 53.6% | -4.1% | 13.9% | 15.3% | 1.5% | 28.4% | 31.1% | 2.7% |
| 华夏银行 | 31.4% | 30.4% | -1.0% | 8.0% | 7.4% | -0.5% | 13.7% | 13.4% | -0.3% | 9.7% | 9.5% | -0.2% |
| 浙商银行 | 27.9% | 27.8% | -0.1% | 8.6% | 7.6% | -1.0% | 8.1% | 8.6% | 0.5% | 11.2% | 11.6% | 0.3% |
| 北京银行 | 34.9% | 33.0% | -1.9% | 10.7% | 10.3% | -0.4% | 16.2% | 14.8% | -1.3% | 8.0% | 7.9% | -0.2% |
| 上海银行 | 31.0% | 29.2% | -1.8% | 10.6% | 9.7% | -1.0% | 11.7% | 11.1% | -0.6% | 8.7% | 8.4% | -0.3% |
| 江苏银行 | 35.8% | 30.9% | -4.9% | 19.3% | 16.4% | -2.9% | 13.6% | 11.9% | -1.7% | 3.0% | 2.7% | -0.3% |
| 宁波银行 | 40.5% | 37.1% | -3.4% | 25.6% | 23.5% | -2.1% | 7.0% | 6.5% | -0.4% | 7.9% | 7.0% | -0.9% |
| 南京银行 | 25.8% | 23.9% | -2.0% | 16.5% | 15.4% | -1.1% | 6.8% | 6.3% | -0.5% | 2.6% | 2.2% | -0.4% |
| 杭州银行 | 34.7% | 32.9% | -1.8% | 7.9% | 7.9% | 0.0% | 11.7% | 10.9% | -0.8% | 15.1% | 14.2% | -1.0% |
| 长沙银行 | 37.8% | 35.3% | -2.5% | 18.1% | 17.1% | -1.0% | 14.1% | 12.7% | -1.3% | 5.7% | 5.5% | -0.2% |
| 成都银行 | 19.8% | 18.0% | -1.7% | 2.9% | 2.8% | -0.1% | 14.7% | 13.0% | -1.6% | 2.2% | 2.2% | 0.0% |
| 重庆银行 | 24.3% | 22.9% | -1.4% | 8.2% | 8.0% | -0.2% | 10.3% | 9.6% | -0.7% | 5.8% | 5.3% | -0.5% |
| 贵阳银行 | 15.1% | 14.3% | -0.7% | 2.1% | 1.9% | -0.2% | 6.4% | 6.2% | -0.1% | 6.7% | 6.2% | -0.5% |
| 郑州银行 | 23.3% | 23.2% | -0.2% | 4.3% | 4.7% | 0.4% | 9.3% | 8.7% | -0.6% | 9.7% | 9.8% | 0.0% |
| 青岛银行 | 26.4% | 24.0% | -2.3% | 7.3% | 6.3% | -1.0% | 15.6% | 14.4% | -1.2% | 3.4% | 3.4% | -0.1% |
| 苏州银行 | 33.2% | 29.2% | -4.0% | 6.4% | 6.4% | 0.0% | 11.8% | 10.9% | -0.9% | 15.0% | 11.9% | -3.1% |
| 齐鲁银行 | 27.9% | 26.5% | -1.4% | 1.6% | 1.6% | 0.0% | 17.9% | 16.8% | -1.1% | 8.4% | 8.2% | -0.2% |
| 兰州银行 | 23.9% | 21.9% | -2.0% | 7.6% | 6.6% | -1.0% | 13.6% | 12.9% | -0.7% | 2.8% | 2.4% | -0.3% |
| 西安银行 | 32.5% | 29.5% | -3.1% | 16.8% | 14.2% | -2.6% | 12.8% | 12.4% | -0.4% | 2.9% | 2.9% | 0.0% |
| 厦门银行 | 36.0% | 34.8% | -1.2% | 3.3% | 3.2% | -0.1% | 10.8% | 9.8% | -1.0% | 21.9% | 21.8% | -0.1% |
| 渝农商行 | 43.0% | 41.4% | -1.6% | 2.2% | 11.2% | 9.0% | 13.5% | 12.7% | -0.8% | 27.3% | 17.5% | -9.8% |
| 沪农商行 | 29.6% | 28.1% | -1.6% | 6.4% | 6.2% | -0.2% | 15.0% | 14.0% | -0.9% | 8.3% | 7.8% | -0.4% |
| 青农商行 | 29.2% | 30.1% | 0.9% | 1.7% | 2.0% | 0.3% | 11.6% | 11.0% | -0.6% | 16.0% | 17.2% | 1.2% |
| 常熟银行 | 59.4% | 57.0% | -2.4% | 13.1% | 12.4% | -0.7% | 5.9% | 5.2% | -0.6% | 40.4% | 39.4% | -1.0% |
| 无锡银行 | 14.8% | 13.6% | -1.2% | 3.7% | 3.5% | -0.2% | 7.5% | 6.7% | -0.8% | 3.6% | 3.4% | -0.2% |
| 张家港行 | 35.8% | 31.0% | -4.8% | 8.3% | 6.1% | -2.2% | 7.4% | 6.5% | -0.9% | 20.1% | 18.4% | -1.7% |
| 苏农银行 | 22.8% | 21.5% | -1.3% | 4.4% | 4.5% | 0.0% | 6.3% | 5.6% | -0.7% | 12.0% | 11.5% | -0.6% |
| 江阴银行 | 18.3% | 16.6% | -1.7% | 3.5% | 3.4% | -0.1% | 7.0% | 6.2% | -0.8% | 7.8% | 6.9% | -0.8% |
| 瑞丰银行 | 45.0% | 43.0% | -2.0% | 8.7% | 7.9% | -0.8% | 10.1% | 8.6% | -1.5% | 26.1% | 26.5% | 0.4% |
| 上市银行 | 37.9% | 36.6% | -1.3% | 8.1% | 7.8% | -0.4% | 20.8% | 19.6% | -1.3% | 8.9% | 9.2% | 0.3% |
| 国有大行 | 36.0% | 34.9% | -1.1% | 4.9% | 4.9% | 0.0% | 24.4% | 22.7% | -1.8% | 6.7% | 7.3% | 0.7% |
| 股份制银行 | 42.1% | 40.6% | -1.4% | 13.3% | 12.2% | -1.1% | 16.3% | 15.8% | -0.5% | 12.6% | 12.6% | 0.1% |
| 城商行 | 31.8% | 29.4% | -2.4% | 12.7% | 11.8% | -1.0% | 12.1% | 11.1% | -1.0% | 7.0% | 6.5% | -0.5% |
| 农商行 | 34.9% | 33.3% | -1.5% | 5.2% | 7.3% | 2.1% | 11.5% | 10.6% | -0.9% | 18.2% | 15.4% | -2.8% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

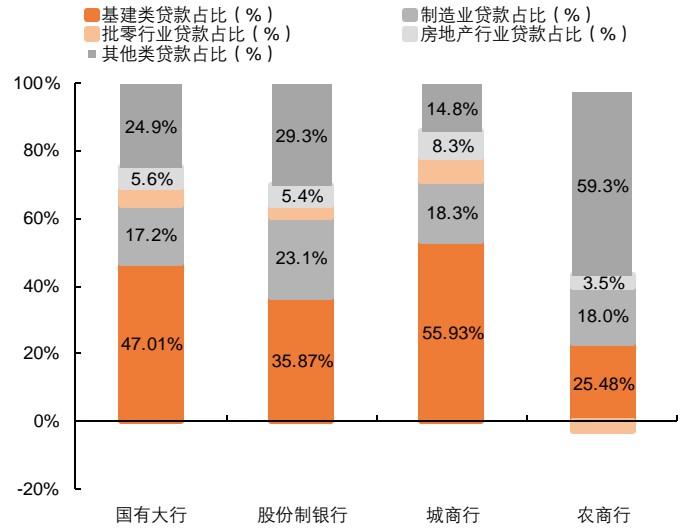
其次从对公贷款来看，零售需求略显不足背景下，对公业务投入明显提高，上市银行24H1对公贷款占比较23A提高1.90pct至59.5%，其中以基建类贷款提升更为明显，占比较年初提升了0.72pct。分不同机构类型来看，城商行对公贷款和基建类贷款占比提升速度相对较高，分别较年初提升了2.64pct/1.99pct。

图表21 24H1上市银行对公贷款存量结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

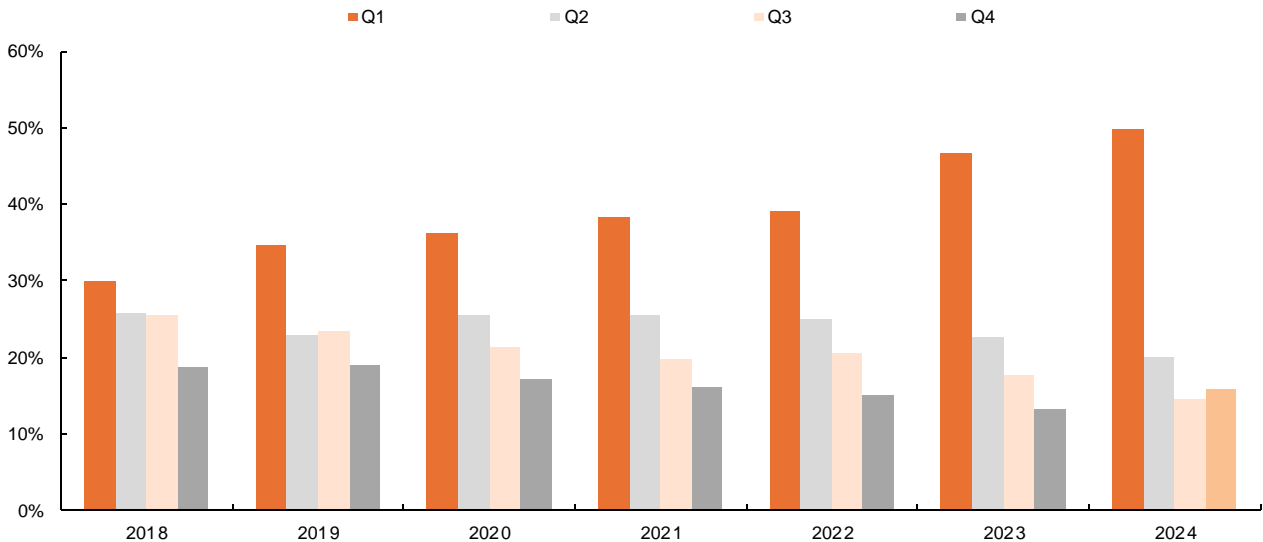
图表22 24H1上半年上市银行对公贷款增量结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

从信贷投放节奏来看，靠前投放的趋势依然明显。在假设四季度贷款增量一致的情况下，今年信贷投放节奏同样略有靠前，1季度新增人民币贷款占全年新增的49.7%，“早投放早收益”内在要求或在未来将一定程度持续推动银行信贷靠前投放。

图表23 各季度新增人民币贷款情况



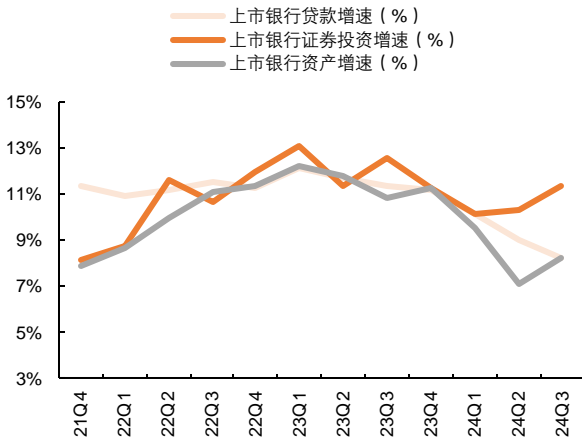
资料来源：wind、中国人民银行、平安证券研究所

注：2024Q4 数据为预测值

信贷拉低规模增速，行业持续性面对的信贷有效需求不足以及资产荒情形下，资产规模增速持续放缓，商业银行总资产增速持续处于低位，截至3季度末，商业银行总资产同比增速为8.1%，上市银行总资产同比增长8.2%，增速水平位于历史较低

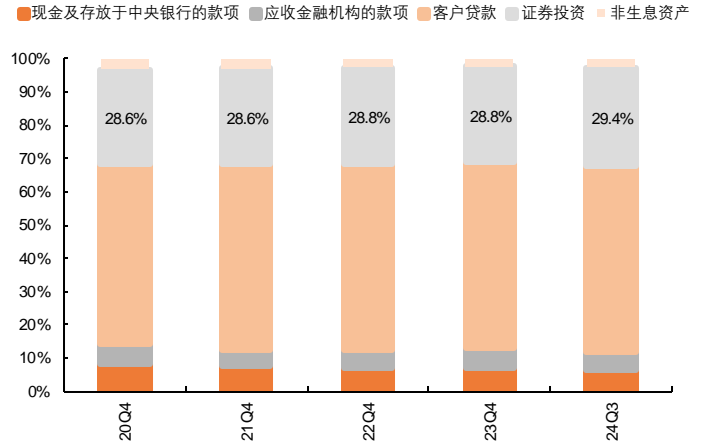
水平。**投资类资产略有提升**，我们以上市银行公告的季度财务数据作为观察维度来看，证券投资类资产占比略有提高，以3季度末数据为例，上市银行证券投资类资产占比较年初提升0.6个百分点至29.4%，其中股份行提升幅度最大，较年初提升了1.0pct。

图表24 资产规模增速下行



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

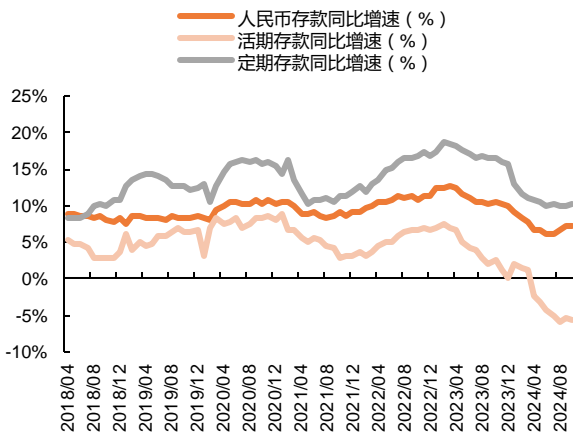
图表25 20年以来上市银行生息资产大类结构占比变化



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

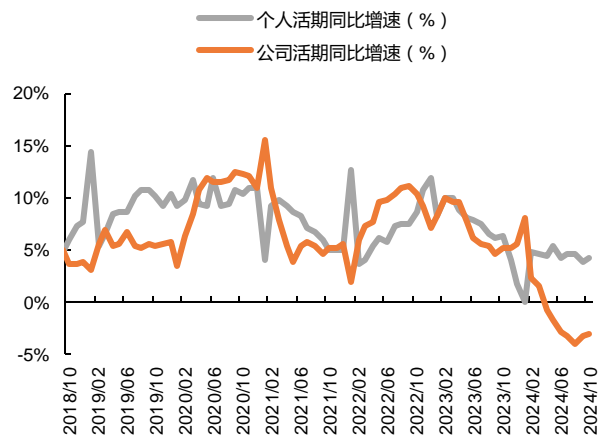
存款增速处于低位，活期存款增长乏力。信贷需求的不足从银行的负债端也能够得到印证，23年下半年以来企业活期存款的增速持续下行，侧面反映实体经济经营情况的波动，尤其在行业手工补息规范后，“套利”资金进一步被压缩，导致存贷两端规模的同步下行。

图表26 人民币存款增速



资料来源: Wind, 中国人民银行, 平安证券研究所

图表27 个人活期和公司活期同比增速

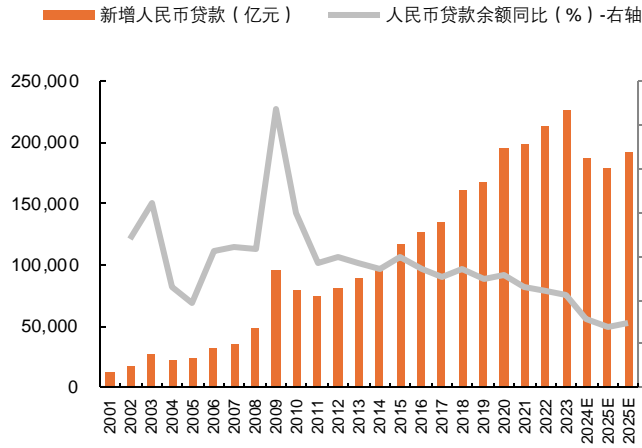


资料来源: Wind, 中国人民银行, 平安证券研究所

■ **量：预计25年新增人民币贷款17.9-19.2万亿，银行业总资产增速企稳。**对于信贷，预计2025年全年新增信贷规模17.9-19.2万亿，对应年末增速7.0%-7.5%，较2024年末预测值回落0.4-0.9个百分点。随着信贷挤水分影响的消退以及逆周期调整政策发力对内需的拉动增加，企业部门信贷预计较今年会有所多增，而居民部门的需求改善可能仍会滞后于经济复苏1-2个季度。社融方面，预计25年全年新增规模33.9-35.2万亿，对应同比增速8.3%-8.6%左右，主要驱动因素来自于表

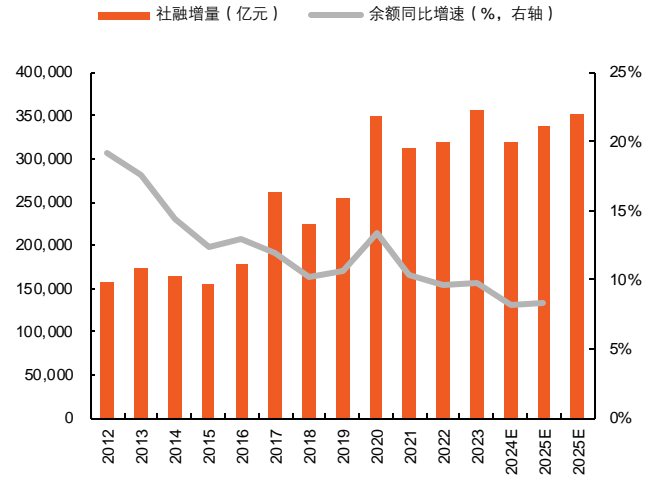
内贷款以及政府债的发行。在此情况下，2025年银行业总资产规模增速有望企稳，预计保持8%左右的增长水平。

图表28 预计2025年新增人民币贷款17.9-19.2万亿



资料来源：Wind、中国人民银行、平安证券研究所

图表29 社融增速有望企稳回升



资料来源：Wind、中国人民银行、平安证券研究所

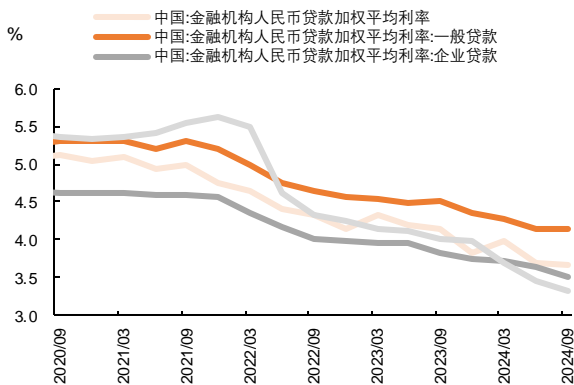
2.2 价：资产端延续下行，负债成本改善有望推动息差降幅收窄

2.2.1 资产端定价仍将承压，成本红利释放进度有望加快

根据央行数据披露，9月末人民币贷款加权平均利率同比下降47BP至3.67%，绝对水平位于历史较低位置，资产定价水平的持续承压一方面来源于LPR调整的影响，2024年年初至今1/5年期LPR累计分别下调35/60BP。另一方面则来自有效需求不足带来的竞争加剧使得银行议价能力相对减弱，央行公布的6月末企业贷款需求指数环比1季度末下滑了16.5pct至55.1%，绝对水平处于有记录以来最低位置。

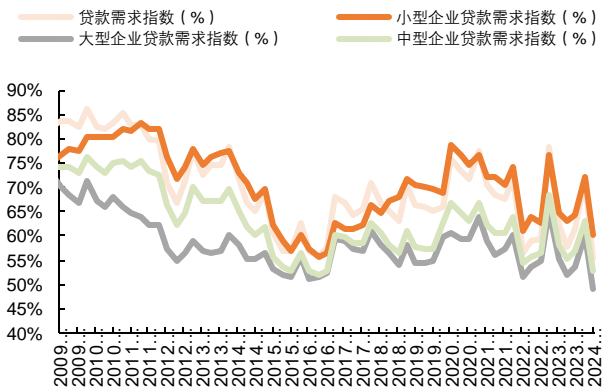
展望2025年，存量按揭调整以及明年1季度重定价压力的释放预计将持续冲击资产端定价水平，考虑到9月末政治局定调转向，逆周期政策发力背景下LPR未来预计仍有下调空间，银行资产端定价下行压力预计将持续。

图表30 人民币贷款加权利率持续下降



资料来源：Wind、中国人民银行、平安证券研究所

图表31 贷款需求指数处于低位



资料来源：Wind、中国人民银行、平安证券研究所

■ 具象化看今年存量按揭和 LPR 调整带来的冲击，我们按照存量按揭贷款利率下降 50BP 叠加今年以来 5 年期 LPR 下调 60BP 的情况进行测算，综合测算下对上市银行明年净息差的负面影响约为 16BP，对营收和盈利的负面影响约为 6.7%/13.6%，分不同机构来看，国有大行、股份行、城商行和农商行息差受到的负面影响分别为 18bp/12bp/8bp/7bp，按揭贷款占比更高的国有大行受到的冲击更高。

图表32 测算存量按揭和 5 年 LPR 利率变化对 25 年银行盈利影响分析

| | 上市银行 | 存量按揭贷款下调50BP的影响 | | | 5年期LPR下调60BP的影响 | | | 综合影响 | | |
|------|--------|-----------------|-------|--------|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | | 息差 | 营收 | 盈利 | 息差 | 营收 | 盈利 | 息差 | 营收 | 盈利 |
| 大行 | 工商银行 | -0.08% | -3.7% | -6.5% | -0.10% | -4.5% | -7.8% | -0.18% | -8.2% | -14.3% |
| | 建设银行 | -0.09% | -4.2% | -7.3% | -0.11% | -5.0% | -8.7% | -0.20% | -9.2% | -16.0% |
| | 中国银行 | -0.09% | -3.8% | -7.7% | -0.10% | -4.6% | -9.3% | -0.19% | -8.5% | -17.0% |
| | 农业银行 | -0.08% | -3.7% | -7.2% | -0.09% | -4.5% | -8.6% | -0.17% | -8.2% | -15.8% |
| | 交通银行 | -0.06% | -2.8% | -5.9% | -0.07% | -3.4% | -7.1% | -0.12% | -6.2% | -13.0% |
| | 邮储银行 | -0.08% | -3.4% | -10.2% | -0.10% | -4.1% | -12.2% | -0.18% | -7.5% | -22.4% |
| 股份行 | 招商银行 | -0.07% | -2.0% | -3.5% | -0.09% | -2.5% | -4.3% | -0.16% | -4.5% | -7.8% |
| | 中信银行 | -0.06% | -2.4% | -5.6% | -0.08% | -2.9% | -6.7% | -0.14% | -5.4% | -12.4% |
| | 民生银行 | -0.04% | -1.9% | -5.7% | -0.05% | -2.3% | -6.9% | -0.09% | -4.3% | -12.6% |
| | 兴业银行 | -0.06% | -2.6% | -5.2% | -0.08% | -3.1% | -6.3% | -0.14% | -5.6% | -11.5% |
| | 浦发银行 | -0.05% | -2.4% | -8.6% | -0.07% | -2.9% | -10.3% | -0.12% | -5.3% | -18.8% |
| | 光大银行 | -0.05% | -2.0% | -5.4% | -0.06% | -2.4% | -6.4% | -0.11% | -4.4% | -11.8% |
| | 华夏银行 | -0.04% | -1.7% | -4.5% | -0.05% | -2.0% | -5.4% | -0.09% | -3.7% | -9.9% |
| | 平安银行 | -0.03% | -0.9% | -2.5% | -0.04% | -1.1% | -2.9% | -0.07% | -2.0% | -5.4% |
| | 浙商银行 | -0.03% | -1.1% | -3.4% | -0.03% | -1.3% | -4.1% | -0.06% | -2.4% | -7.6% |
| 城商行 | 北京银行 | -0.05% | -2.4% | -4.8% | -0.06% | -2.9% | -5.7% | -0.12% | -5.4% | -10.5% |
| | 南京银行 | -0.02% | -0.8% | -1.5% | -0.03% | -1.0% | -1.8% | -0.05% | -1.8% | -3.3% |
| | 宁波银行 | -0.02% | -0.7% | -1.3% | -0.03% | -0.9% | -1.5% | -0.05% | -1.6% | -2.8% |
| | 上海银行 | -0.03% | -1.6% | -2.7% | -0.04% | -1.9% | -3.2% | -0.07% | -3.5% | -5.9% |
| | 江苏银行 | -0.04% | -1.6% | -3.2% | -0.05% | -2.0% | -3.8% | -0.10% | -3.6% | -7.0% |
| | 杭州银行 | -0.03% | -1.3% | -2.5% | -0.04% | -1.6% | -2.9% | -0.07% | -3.0% | -5.4% |
| | 长沙银行 | -0.04% | -1.4% | -3.4% | -0.05% | -1.7% | -4.1% | -0.09% | -3.0% | -7.6% |
| | 成都银行 | -0.05% | -2.1% | -2.9% | -0.06% | -2.5% | -3.5% | -0.11% | -4.6% | -6.5% |
| | 贵阳银行 | -0.02% | -0.7% | -1.4% | -0.02% | -0.8% | -1.7% | -0.04% | -1.5% | -3.1% |
| | 郑州银行 | -0.03% | -1.2% | -6.8% | -0.04% | -1.5% | -8.2% | -0.07% | -2.7% | -15.0% |
| | 青岛银行 | -0.05% | -1.9% | -5.0% | -0.06% | -2.3% | -6.0% | -0.11% | -4.1% | -10.9% |
| | 西安银行 | -0.04% | -1.8% | -4.0% | -0.04% | -2.2% | -4.8% | -0.08% | -4.0% | -8.7% |
| | 苏州银行 | -0.04% | -1.5% | -2.8% | -0.04% | -1.8% | -3.4% | -0.08% | -3.2% | -6.2% |
| | 重庆银行 | -0.03% | -1.5% | -3.1% | -0.04% | -1.8% | -3.7% | -0.07% | -3.4% | -6.7% |
| 齐鲁银行 | -0.06% | -2.2% | -4.8% | -0.07% | -2.7% | -5.7% | -0.12% | -4.9% | -10.5% | |
| 厦门银行 | -0.03% | -2.0% | -3.2% | -0.04% | -2.4% | -3.8% | -0.08% | -4.5% | -7.0% | |
| 兰州银行 | -0.04% | -2.1% | -6.7% | -0.05% | -2.5% | -8.0% | -0.09% | -4.6% | -14.7% | |
| 农商行 | 渝农商行 | -0.03% | -1.6% | -3.1% | -0.04% | -2.0% | -3.8% | -0.08% | -3.6% | -6.9% |
| | 青农商行 | -0.04% | -1.4% | -4.3% | -0.04% | -1.7% | -5.2% | -0.08% | -3.2% | -9.5% |
| | 紫金银行 | 0.00% | 0.0% | 0.0% | 0.00% | 0.0% | 0.0% | 0.00% | 0.0% | 0.0% |
| | 常熟银行 | -0.02% | -0.7% | -1.5% | -0.03% | -0.8% | -1.8% | -0.05% | -1.5% | -3.3% |
| | 无锡银行 | -0.03% | -1.5% | -2.3% | -0.04% | -1.8% | -2.7% | -0.07% | -3.2% | -5.0% |
| | 江阴银行 | -0.03% | -1.1% | -1.7% | -0.03% | -1.3% | -2.0% | -0.06% | -2.4% | -3.7% |
| | 苏农银行 | -0.02% | -1.0% | -1.7% | -0.03% | -1.2% | -2.1% | -0.05% | -2.2% | -3.8% |
| | 张家港行 | -0.03% | -1.2% | -2.2% | -0.03% | -1.4% | -2.7% | -0.06% | -2.6% | -4.9% |
| | 瑞丰银行 | -0.04% | -1.5% | -2.5% | -0.04% | -1.8% | -3.0% | -0.08% | -3.4% | -5.6% |
| | 沪农商行 | -0.04% | -2.0% | -3.3% | -0.05% | -2.4% | -4.0% | -0.10% | -4.4% | -7.2% |
| 上市银行 | -0.07% | -3.0% | -6.2% | -0.08% | -3.7% | -7.4% | -0.16% | -6.7% | -13.6% | |
| 国有大行 | -0.08% | -3.8% | -7.2% | -0.10% | -4.5% | -8.7% | -0.18% | -8.3% | -15.9% | |
| 股份行 | -0.05% | -2.0% | -4.7% | -0.06% | -2.4% | -5.7% | -0.12% | -4.4% | -10.4% | |
| 城商行 | -0.04% | -1.5% | -2.9% | -0.04% | -1.8% | -3.5% | -0.08% | -3.4% | -6.5% | |
| 农商行 | -0.03% | -1.5% | -2.8% | -0.04% | -1.8% | -3.3% | -0.07% | -3.2% | -6.1% | |

资料来源：wind、上市公司财报、平安证券研究所

■ 化债对 2025 年息差的影响幅度预计在 5BP。11 月 8 日通过的《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》中提到 1) 一次性增加 6 万亿元地方政府债专项债务限额，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。

结合政策内容，假设：1) 每年节省利息支出跟政策支持金额正相关；2) 行业生息资产增速未来保持在 7%-8% 区间内，对息差的累计负面影响约为 17BP，对 25 年息差的影响在 5BP，考虑到隐性债务债权人还包括非银类机构，对息差负面影响或将更低，整体影响偏中性。

图表33 化债政策细则

| 方向 | 具体内容 |
|--------|---|
| 目前现状 | 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%。 |
| 措施 | 全国人大常委会批准的6万亿元地方政府债务限额，分3年实施。 |
| | 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，仍按原合同约定偿还。 |
| 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，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。 |

资料来源：财政部、平安证券研究所

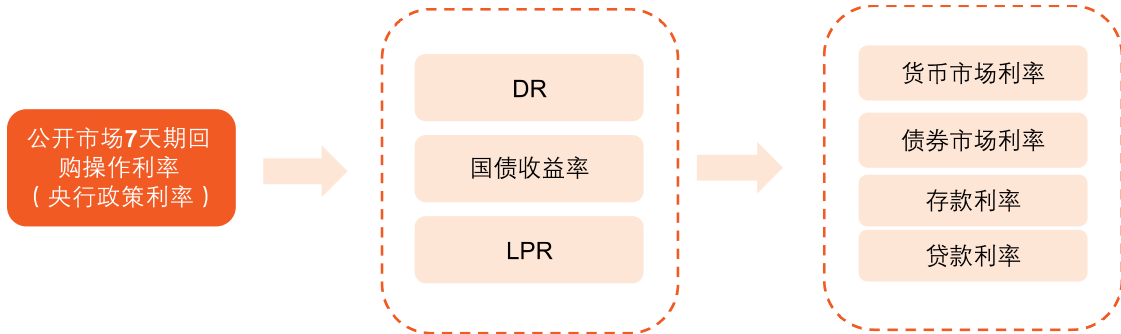
图表34 政策落地对息差的影响

| | 地方政务新增债务限额及地方政府专项债金额 | 减少的利息支出(亿元) | 商业银行生息资产平均余额(亿元) | 资产增速假设(%) | 对息差的影响 |
|-------|----------------------|-------------|------------------|-----------|--------|
| 2024e | 2.8万亿 | -1680 | 3,292,377.65 | 7.90% | -0.05% |
| 2025e | 2.8万亿 | -1680 | 3,545,890.73 | 7.70% | -0.05% |
| 2026e | 2.8万亿 | -1680 | 3,811,832.54 | 7.50% | -0.04% |
| 2027e | 8000亿 | -480 | 4,093,908.14 | 7.40% | -0.01% |
| 2028e | 8000亿 | -480 | 4,392,763.44 | 7.30% | -0.01% |
| 累计 | 10万亿 | -6000 | - | - | -0.17% |

资料来源：wind、财政部、中国人民银行、平安证券研究所

关注政策利率传导机制优化所带来的正面效果。值得注意的是，央行在三季度货币政策报告专栏三中特别提到了政策利率传导问题，指出“不同市场传导效率”存在差异，而“银行间的过度竞争环境影响到政策利率的传导效率进而影响到货币政策的调控效果”，货币政策传导效率的提升亦成为央行重点关注方向。今年以来，央行多措并举疏通利率传导机制，稳定银行息差水平，一方面规范存款市场利率定价行为，例如指导市场利率定价自律机制对异地存款、结构性存款、协定存款等进行自律管理，规范手工补息行为等，一方面建立存款招投标利率报备机制，一方面督促银行不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款，以及在房贷定价机制的持续优化，缩小新发放和存量之间的利率差。展望2025年，货币政策利率传导机制的完善特别是过度竞争状态的缓解有望一定程度缓解银行息差压力。

图表35 政策利率传导过程



资料来源：中国人民银行、平安证券研究所

■ 关注成本端红利释放进度。从存款挂牌利率来看，2022年9月以来，国有大行率先开启存款挂牌利率下调，截至2024年10月末，银行存款端利率共历经6轮下调，从活期到定期存款挂牌利率均有所下调，其中2-5年定期存款下调幅度相对较大，累计降幅超过1个百分点，特别是最新一次挂牌利率调整中，各类期限存款利率均有不同程度下降，我国银行业存款端定价灵活度提升。

图表36 国有大行存款挂牌利率 (%)

| 大行存款挂牌利率 | | 挂牌利率 (%) | | | | | | | 累计变动幅度 (BP) | |
|-----------|----------------|---------------------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|-------------|------|
| | | 2015年10月 | 2022年9月 | 2023年6月 | 2023年9月 | 2023年12月 | 2024年7月 | 2024年10月 | | |
| 城乡居民及单位存款 | 活期 | 0.30 | 0.25 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.15 | 0.10 | -20 | |
| | 定期 | 整存整取 | | | | | | | | |
| | | 三个月 | 1.35 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.15 | 1.05 | 0.80 | -55 |
| | | 半年 | 1.55 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.35 | 1.25 | 1.00 | -55 |
| | | 一年 | 1.75 | 1.65 | 1.65 | 1.55 | 1.45 | 1.35 | 1.10 | -65 |
| | | 二年 | 2.25 | 2.15 | 2.05 | 1.85 | 1.65 | 1.45 | 1.20 | -105 |
| | 三年 | 2.75 | 2.60 | 2.60 | 2.20 | 1.95 | 1.75 | 1.50 | -125 | |
| | 五年 | 2.75 | 2.65 | 2.50 | 2.25 | 2.00 | 1.80 | 1.55 | -120 | |
| | 零存整取、整存零取、存本取息 | | | | | | | | | |
| | 一年 | 1.35 | 1.25 | 1.25 | 1.25 | 1.15 | 1.05 | 0.80 | -55 | |
| 三年 | 1.55 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.35 | 1.25 | 1.00 | -55 | | |
| 五年 | 1.55 | 1.45 | 1.45 | 1.45 | 1.35 | 1.25 | 1.00 | -55 | | |
| | 定活两便 | 按一年以内定期整存整取同档次利率打6折 | | | | | | | 0 | |
| 协定存款 | | 1.00 | 0.90 | 0.90 | 0.90 | 0.70 | 0.60 | 0.20 | -80 | |
| 通知存款 | 一天 | 0.55 | 0.45 | 0.45 | 0.45 | 0.25 | 0.15 | 0.10 | -45 | |
| | 七天 | 1.10 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 0.80 | 0.70 | 0.45 | -65 | |

资料来源：公司官网、平安证券研究所

注：大行指工商银行、农业银行、建设银行、中国银行和交通银行

活期存款利率变动值得关注，今年4月监管叫停手工补息行为同样有利于降低企业活期存款利率。从上市银行数据来看，半年末各类型活期存款利率均有不同程度下降，根据公司公告，上市银行整体24H1活期存款平均利率较23年下降7BP至0.75%。下半年，大行在22年之后再次下调了活期存款的挂牌利率，目前上市银行活期存款利率距离0.1%的挂牌利率仍有一定空间，仍需关注未来成本红利释放进度。

图表37 活期存款利率下行

| | 活期存款利率 (%) | | | 企业活期存款利率 (%) | | | 个人活期存款利率 (%) | | |
|------|------------|-------|----------|--------------|-------|----------|--------------|-------|----------|
| | 23A | 24H1 | 变动比例 (%) | 23A | 24H1 | 变动比例 (%) | 23A | 24H1 | 变动比例 (%) |
| 工商银行 | 0.68% | 0.63% | -0.05% | 1.02% | 0.99% | -0.03% | 0.26% | 0.23% | -0.03% |
| 建设银行 | 0.64% | 0.61% | -0.03% | 0.98% | 0.94% | -0.04% | 0.24% | 0.24% | 0.00% |
| 农业银行 | 0.69% | 0.64% | -0.05% | 1.19% | 1.11% | -0.08% | 0.24% | 0.23% | 0.00% |
| 交通银行 | 0.85% | 0.81% | -0.05% | 1.11% | 1.06% | -0.05% | 0.24% | 0.23% | 0.00% |
| 邮储银行 | 0.37% | 0.35% | -0.02% | 0.87% | 0.83% | -0.04% | 0.22% | 0.21% | -0.01% |
| 招商银行 | 0.80% | 0.64% | -0.16% | 1.09% | 0.90% | -0.19% | 0.40% | 0.29% | -0.10% |
| 中信银行 | 1.28% | 1.09% | -0.19% | 1.43% | 1.22% | -0.21% | 0.30% | 0.27% | -0.03% |
| 民生银行 | 1.16% | 0.93% | -0.23% | 1.40% | 1.16% | -0.24% | 0.27% | 0.22% | -0.06% |
| 浦发银行 | 1.28% | 1.09% | -0.18% | 1.49% | 1.28% | -0.21% | 0.21% | 0.20% | -0.01% |
| 光大银行 | 1.15% | 1.21% | 0.06% | 1.34% | 1.43% | 0.09% | 0.36% | 0.32% | -0.04% |
| 华夏银行 | 0.94% | 0.83% | -0.11% | 1.12% | 1.00% | -0.12% | 0.21% | 0.20% | -0.01% |
| 平安银行 | 0.94% | 0.81% | -0.13% | 1.13% | 1.00% | -0.13% | 0.21% | 0.20% | -0.02% |
| 浙商银行 | 1.47% | 1.23% | -0.24% | 1.58% | 1.33% | -0.24% | 0.31% | 0.24% | -0.07% |
| 宁波银行 | 0.84% | 0.80% | -0.04% | 0.96% | 0.91% | -0.05% | 0.23% | 0.20% | -0.03% |
| 上海银行 | 0.81% | 0.78% | -0.03% | 0.97% | 0.92% | -0.04% | 0.21% | 0.20% | -0.01% |
| 长沙银行 | 0.63% | 0.59% | -0.05% | 0.79% | 0.72% | -0.07% | 0.33% | 0.30% | -0.02% |
| 成都银行 | 0.91% | 0.82% | -0.09% | 1.04% | 0.97% | -0.06% | 0.39% | 0.19% | -0.20% |
| 郑州银行 | 0.65% | 0.69% | 0.04% | 0.76% | 0.84% | 0.09% | 0.41% | 0.36% | -0.05% |
| 青岛银行 | 0.73% | 0.63% | -0.10% | 0.89% | 0.77% | -0.12% | 0.21% | 0.20% | -0.01% |
| 苏州银行 | 0.62% | 0.70% | 0.09% | 0.79% | 0.91% | 0.12% | 0.27% | 0.25% | -0.02% |
| 重庆银行 | 0.98% | 0.81% | -0.16% | 1.20% | 1.02% | -0.19% | 0.25% | 0.20% | -0.05% |
| 齐鲁银行 | 0.75% | 0.78% | 0.03% | 0.90% | 0.97% | 0.07% | 0.30% | 0.27% | -0.03% |
| 渝农商行 | 0.42% | 0.39% | -0.03% | 0.71% | 0.67% | -0.03% | 0.21% | 0.20% | -0.01% |
| 青农商行 | 0.44% | 0.42% | -0.02% | 0.60% | 0.60% | 0.00% | 0.23% | 0.21% | -0.02% |
| 沪农商行 | 0.59% | 0.54% | -0.05% | 0.70% | 0.64% | -0.06% | 0.22% | 0.20% | -0.01% |
| 上市银行 | 0.82% | 0.75% | -0.07% | 1.04% | 0.97% | -0.07% | 0.27% | 0.24% | -0.03% |
| 国有大行 | 0.65% | 0.61% | -0.04% | 1.03% | 0.99% | -0.05% | 0.24% | 0.23% | -0.01% |
| 股份行 | 1.13% | 0.98% | -0.15% | 1.32% | 1.17% | -0.16% | 0.28% | 0.24% | -0.04% |
| 城商行 | 0.77% | 0.73% | -0.03% | 0.92% | 0.89% | -0.03% | 0.29% | 0.24% | -0.05% |
| 农商行 | 0.48% | 0.45% | -0.03% | 0.67% | 0.64% | -0.03% | 0.22% | 0.21% | -0.01% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

今年存款成本压力明显缓释，以半年末数据来看，大多数上市银行半年末负债成本率较23年都有所改善，成本红利释放速度超过23年同比变化水平，上市银行平均计息负债成本率和存款成本率分别环比23A下降6BP/9BP至2.21%/2.09%。

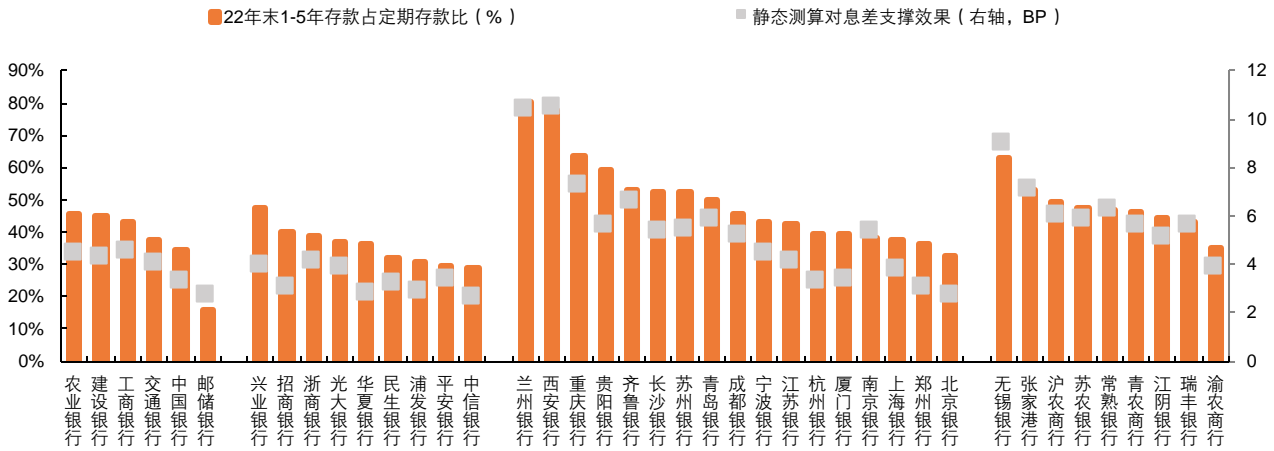
图表38 成本红利逐步释放

| | 计息负债成本率 | | | | | 存款成本率 | | | | |
|------|---------|-------|---------|----------|-----------|-------|-------|---------|----------|-----------|
| | 2022年 | 2023年 | 变化 (BP) | 2024年半年末 | 环比变化 (BP) | 2022年 | 2023年 | 变化 (BP) | 2024年半年末 | 环比变化 (BP) |
| 工商银行 | 1.82% | 2.04% | 22 | 2.04% | 0 | 1.75% | 1.89% | 14 | 1.84% | -5 |
| 建设银行 | 1.85% | 1.95% | 10 | 1.92% | -3 | 1.73% | 1.77% | 4 | 1.72% | -5 |
| 中国银行 | 1.75% | 2.18% | 43 | 2.19% | 1 | 1.65% | 2.09% | 44 | 2.06% | -3 |
| 农业银行 | 1.84% | 1.96% | 12 | 1.92% | -4 | 1.70% | 1.78% | 8 | 1.70% | -8 |
| 交通银行 | 2.26% | 2.45% | 19 | 2.36% | -9 | 2.19% | 2.33% | 14 | 2.21% | -12 |
| 邮储银行 | 1.63% | 1.57% | -6 | 1.51% | -6 | 1.61% | 1.53% | -8 | 1.48% | -5 |
| 招商银行 | 1.61% | 1.73% | 12 | 1.72% | -1 | 1.52% | 1.62% | 10 | 1.60% | -2 |
| 中信银行 | 2.19% | 2.20% | 1 | 2.12% | -8 | 2.06% | 2.12% | 6 | 1.98% | -14 |
| 民生银行 | 2.40% | 2.43% | 3 | 2.38% | -5 | 2.29% | 2.31% | 2 | 2.24% | -7 |
| 兴业银行 | 2.31% | 2.34% | 3 | 2.25% | -9 | 2.26% | 2.24% | -2 | 2.06% | -18 |
| 浦发银行 | 2.24% | 2.33% | 9 | 2.29% | -4 | 2.10% | 2.16% | 6 | 2.06% | -10 |
| 光大银行 | 2.33% | 2.39% | 6 | 2.37% | -2 | 2.30% | 2.32% | 2 | 2.26% | -6 |
| 华夏银行 | 2.21% | 2.25% | 4 | 2.23% | -2 | 2.03% | 2.06% | 3 | 2.02% | -4 |
| 平安银行 | 2.16% | 2.27% | 11 | 2.25% | -2 | 2.09% | 2.20% | 11 | 2.18% | -2 |
| 浙商银行 | 2.35% | 2.35% | 0 | 2.33% | -2 | 2.29% | 2.24% | -5 | 2.19% | -5 |
| 北京银行 | 2.14% | 2.15% | 1 | 2.09% | -6 | 2.02% | 1.97% | -5 | 1.88% | -9 |
| 南京银行 | 2.39% | 2.49% | 10 | 2.42% | -7 | 2.37% | 2.45% | 8 | 2.37% | -8 |
| 宁波银行 | 2.05% | 2.15% | 10 | 2.12% | -3 | 1.77% | 2.01% | 24 | 1.96% | -5 |
| 上海银行 | 2.17% | 2.21% | 4 | 2.16% | -5 | 2.12% | 2.08% | -4 | 2.00% | -8 |
| 江苏银行 | 2.42% | 2.40% | -2 | 2.29% | -11 | 2.34% | 2.33% | -1 | 2.18% | -15 |
| 杭州银行 | 2.32% | 2.28% | -4 | 2.21% | -7 | 2.26% | 2.19% | -7 | 2.08% | -11 |
| 长沙银行 | 2.28% | 2.20% | -8 | 2.07% | -13 | 2.12% | 2.02% | -10 | 1.88% | -14 |
| 成都银行 | 2.24% | 2.29% | 5 | 2.28% | -1 | 2.15% | 2.23% | 8 | 2.21% | -2 |
| 贵阳银行 | 2.61% | 2.57% | -4 | 2.55% | -2 | 2.57% | 2.55% | -2 | 2.51% | -4 |
| 郑州银行 | 2.47% | 2.38% | -9 | 2.30% | -8 | 2.37% | 2.25% | -12 | 2.17% | -8 |
| 青岛银行 | 2.37% | 2.32% | -5 | 2.25% | -7 | 2.21% | 2.23% | 2 | 2.13% | -10 |
| 西安银行 | 2.63% | 2.65% | 2 | 2.68% | 3 | 2.66% | 2.72% | 6 | 2.75% | 3 |
| 苏州银行 | 2.30% | 2.28% | -2 | 2.20% | -8 | 2.22% | 2.21% | -1 | 2.11% | -10 |
| 重庆银行 | 2.85% | 2.74% | -11 | 2.65% | -9 | 2.88% | 2.79% | -9 | 2.64% | -15 |
| 厦门银行 | 2.47% | 2.50% | 3 | 2.48% | -2 | 2.50% | 2.47% | -3 | 2.44% | -3 |
| 兰州银行 | 2.96% | 2.81% | -15 | 2.50% | -31 | 3.09% | 2.90% | -19 | 2.53% | -37 |
| 齐鲁银行 | 2.24% | 2.18% | -6 | 2.15% | -3 | 2.17% | 2.11% | -6 | 2.07% | -4 |
| 渝农商行 | 2.13% | 2.03% | -10 | 1.95% | -8 | 1.97% | 1.88% | -9 | 1.79% | -9 |
| 青农商行 | 2.22% | 2.17% | -5 | 2.14% | -3 | 2.09% | 2.04% | -5 | 1.99% | -5 |
| 紫金银行 | 2.26% | 2.27% | 1 | 2.19% | -8 | 2.24% | 2.26% | 2 | 2.14% | -12 |
| 常熟银行 | 2.30% | 2.30% | 0 | 2.26% | -4 | 2.31% | 2.28% | -3 | 2.22% | -6 |
| 无锡银行 | 2.39% | 2.34% | -4 | 2.33% | -1 | 2.30% | 2.29% | -1 | 2.20% | -9 |
| 江阴银行 | 2.18% | 2.07% | -11 | 1.94% | -13 | 2.13% | 2.02% | -11 | 1.88% | -14 |
| 苏农银行 | 2.09% | 2.10% | 1 | 2.13% | 4 | 2.01% | 2.04% | 3 | 1.96% | -8 |
| 张家港行 | 2.48% | 2.48% | 0 | 2.24% | -24 | 2.35% | 2.33% | -2 | 2.13% | -20 |
| 瑞丰银行 | 2.22% | 2.23% | 1 | 2.20% | -3 | 2.29% | 2.28% | -1 | 2.24% | -4 |
| 沪农商行 | 2.09% | 2.05% | -4 | 1.98% | -7 | 2.01% | 1.95% | -6 | 1.83% | -12 |
| 上市银行 | 2.24% | 2.26% | 2 | 2.21% | -6 | 2.17% | 2.18% | 1 | 2.09% | -9 |
| 国有大行 | 1.86% | 2.03% | 17 | 1.99% | -4 | 1.77% | 1.90% | 13 | 1.84% | -6 |
| 股份行 | 2.20% | 2.25% | 5 | 2.22% | -4 | 2.10% | 2.14% | 4 | 2.07% | -8 |
| 城商行 | 2.41% | 2.39% | -2 | 2.32% | -7 | 2.34% | 2.32% | -2 | 2.23% | -9 |
| 农商行 | 2.23% | 2.20% | -3 | 2.14% | -7 | 2.17% | 2.14% | -3 | 2.04% | -10 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

此外，22年疫情使得居民风偏下降，预防性储蓄行为提供了大量的超额储蓄，且定期存款仍占多数，定期存款在未来的逐步到期重定价直接影响银行成本端红利的释放。我们以上市银行为例，以22年年报中公布的1-5年存款占定期存款比例情况来看，上市银行22年后1-5年期存款占定期存款比例达到38.4%。结合存款挂牌利率调整情况下，假设：1) 该部分存款均匀分布在各期限内；2) 该部分存款利率平均下调幅度约为100BP。基于以上假设，存款利率调整对24-25年上市银行息差的提振效果均约为4BP左右。

图表39 上市银行存款期限结构



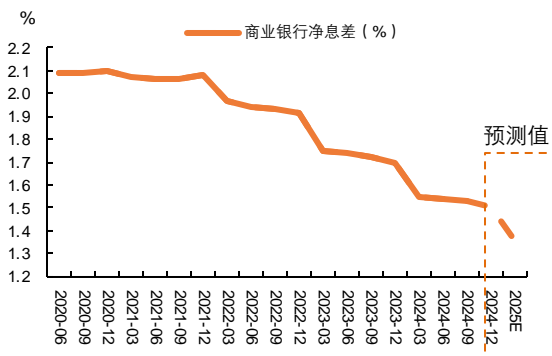
资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：因数据可比性，剔除了紫金银行

负债成本仍有改善空间。近年来息差水平持续承压，截至 2024 年 3 季度末，商业银行净息差水平仅为 1.53%，同比下降 20BP，存款成本的释放或将在未来能够一定程度支撑息差水平企稳。22 年以来大行率先开启了存款利率的调整，静态测算下假设活期存款利率下降 10BP，定期存款下降 15BP 情况下，能够对银行带来 10BP 的息差提振和 4.3/8.6 个百分点的营收以及净利润改善。

虽然资产端存量按揭调整以及 LPR 调降带来的冲击，但考虑到今年以来存款挂牌利率调降速度明显加快，存款红利的释放有望成为支撑息差的重要因素，我们认为明年银行业息差降幅有望收窄。

图表40 商业银行净息差水平



资料来源：国家金融监督管理总局、平安证券研究所

图表41 存款利率调整敏感性分析

| 存款利率调整对银行盈利影响分析 | | | | | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 存款利率 | 对息差的影响 | | | 对营收的影响 | | | 对净利润的影响 | | |
| | 下降0.10% | 下降0.15% | 下降0.20% | 下降0.10% | 下降0.15% | 下降0.20% | 下降0.10% | 下降0.15% | 下降0.20% |
| 定期 | | | | | | | | | |
| 活期 | | | | | | | | | |
| 上市银行 | 0.06% | 0.10% | 0.14% | 2.6% | 4.3% | 5.9% | 5.3% | 8.6% | 12.0% |
| 国有大行 | 0.06% | 0.10% | 0.14% | 3.0% | 4.8% | 6.7% | 5.7% | 9.3% | 12.8% |
| 股份行 | 0.05% | 0.09% | 0.12% | 2.0% | 3.2% | 4.5% | 4.6% | 7.5% | 10.4% |
| 城商行 | 0.06% | 0.09% | 0.13% | 2.3% | 3.7% | 5.1% | 4.5% | 7.2% | 9.9% |
| 农商行 | 0.06% | 0.10% | 0.14% | 2.8% | 4.5% | 6.1% | 5.3% | 8.4% | 11.5% |

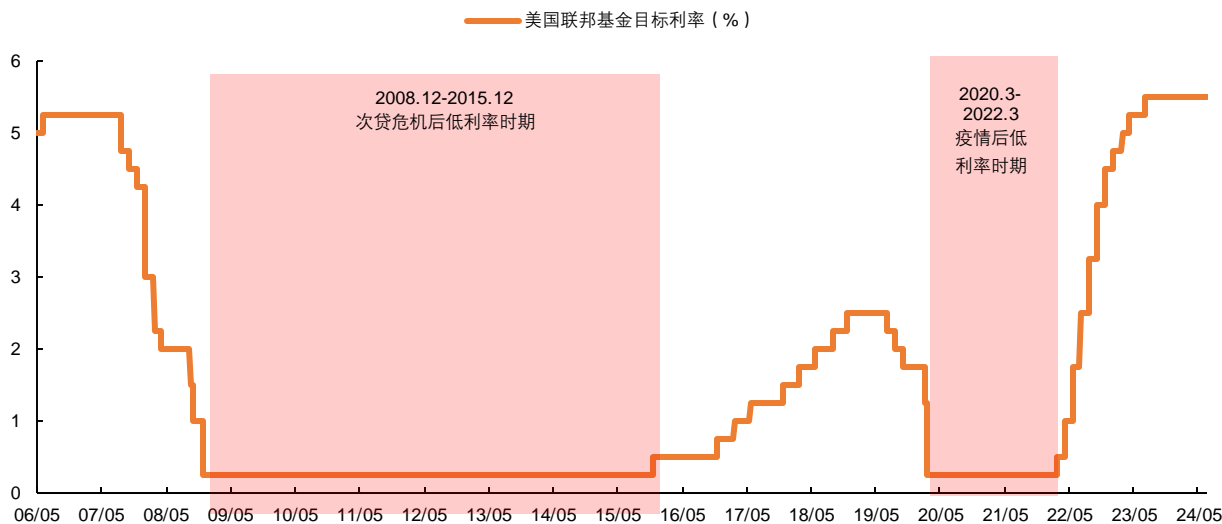
资料来源：wind、平安证券研究所

2.2.2 从海外经验看低利率时期银行业经营表现

■ 首先关注美国银行业低利率时期息差表现。美国过去 20 年间共经历两轮低利率的考验，其中尤以 08 年金融危机后低利率持续时间最长，对银行的影响也更为明显。美国净息差降幅可控是负债、资产端两方面共同作用；从负债端看，美国存

款定价弹性较高，存款利率市场化程度高；从资产端看，国内经济复苏，生息资产收益率回落较慢，使美国银行整体 ROE 水平小幅可控回落。回溯过往二十年美国的基准利率变化，大体经历了两轮较长时间的“零利率”时期：1) 第一次是在 2007 年次贷危机后，美联储为应对经济下行和金融危机的冲击，降低了联邦基金利率；2) 第二次是在新冠疫情暴发期间，起初为应对经济下行美联储于 2019 年 9 月开启降息，而后 2020 年因新冠疫情的暴发进一步将基准利率下调至 0.25%，并维持了 2 年左右的时间。

图表 42 美国在过往 20 年经历两次“零利率”

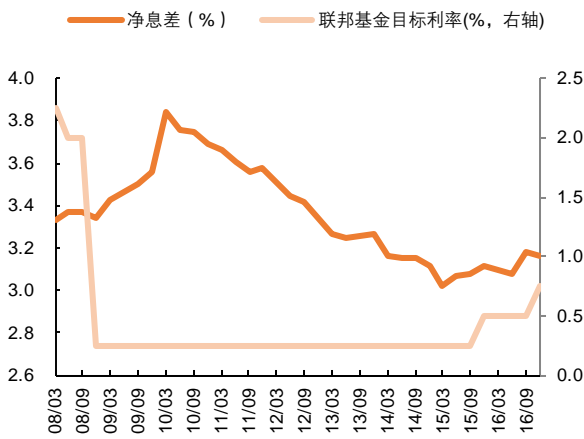


资料来源：美联储，Wind，平安证券研究所

从美国银行业低利率时期息差表现来看，通过前面的分析能够看到，在 2009 年-2015 年区间内，美国银行息差虽然整体呈现震荡下行趋势，但相较于政策利率的变动幅度，银行业整体的降幅水平明显更优，在政策利率快速下降阶段，息差还出现阶段性上升的情况，体现出较强韧性。我们从资负两端对美国银行息差进行拆解分析，发现：

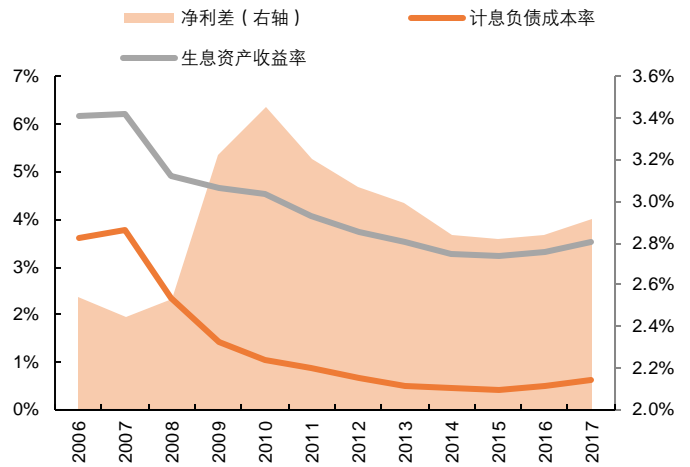
- 1) 负债端弹性较大，尤其是存款收益率随着降息从 2007 年的 3.8% 一路下行至 2015 年的 0.4%，存款利率下行 3.4 个百分点，极大程度降低了银行的负债成本，为存贷利差的维持奠定基础。
- 2) 从资产端来看，尽管联邦基金利率迅速下行近 2 个百分点，但银行生息资产收益率保持缓慢下行趋势，且在美联储降息前，生息资产收益率超过 6%，给贷款利率的下行创造了空间。

图表43 美国银行净息差温和下行



资料来源: FDIC, 平安证券研究所

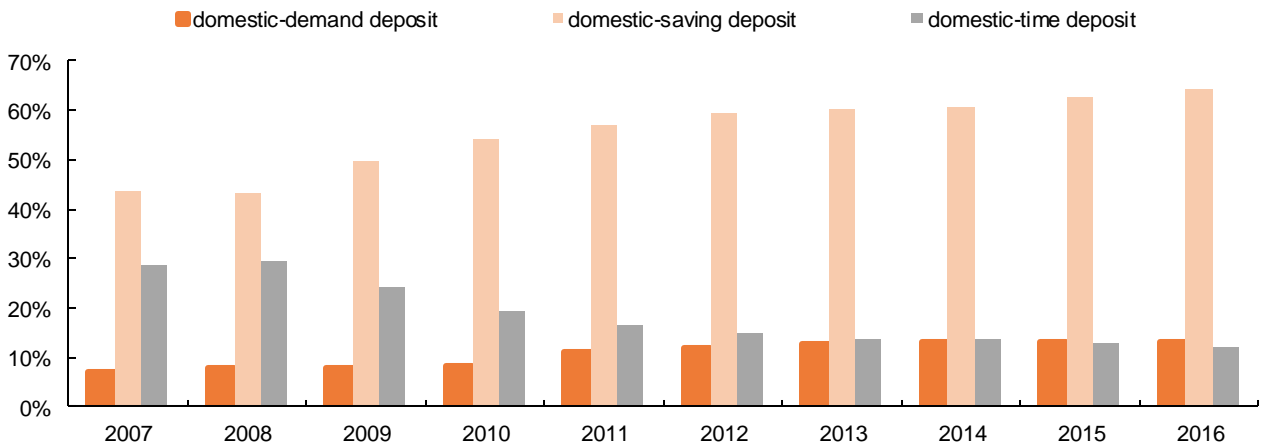
图表44 美国银行业负债成本率的弹性较大



资料来源: FDIC, 平安证券研究所

负债端利率弹性较大, 利率下降对存款规模影响较小。从不同存款账户占比来看, 定期存款占比较低, 且呈下降趋势, 活期存款呈上升趋势, 储蓄存款占比较高, 在存款中占主要地位。而储蓄存款利率与市场联动较为密切, 如 MMDA 账户利率基本与货币市场基金收益率保持同向变动, 因此在政策利率调整过程中, 储蓄账户利率跟随市场利率变动而变动, 并最终带动存款整体成本调整。

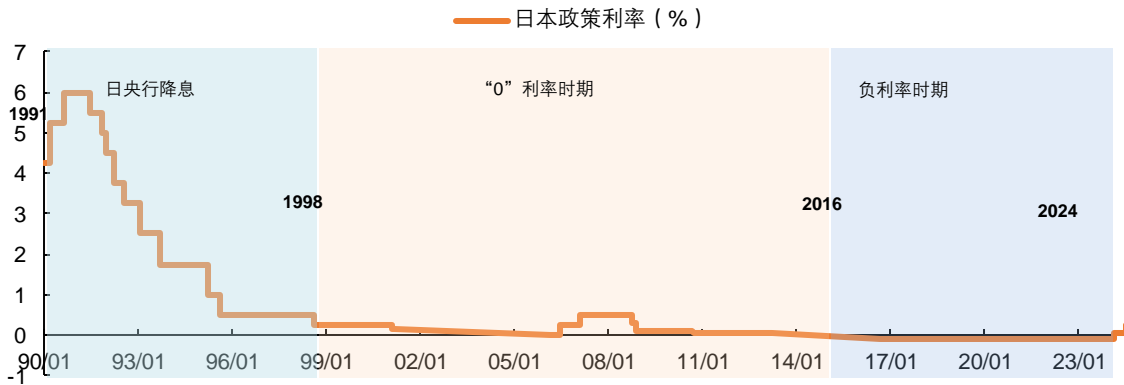
图表45 美国银行业定期存款占比较低



资料来源: FDIC, 平安证券研究所

从日本银行业低利率时期息差表现进一步观察。上世纪 90 年代, 日本经济泡沫破裂, 经济下行压力加剧, 日本政府开始采取积极的货币政策以刺激经济发展。央行迅速下调政策利率, 日央行贴现利率从 1991 年 6 月的 6% 左右下调至 1998 年 9 月的 0.25%, 8 年内 10 次调降将利率水平降至 0% 附近。与此同时, 日本政府也在积极采取扩张性财政政策, 日本广义负债率也由 1994 年的 86% 上行至 2001 年的 147%, 但日本经济并未出现明显复苏增长, 2016 年 9 月日本央行再次降息, 日本政策利率降至 -0.1%, 开启负利率时代, 直至 2024 年 3 月、7 月日央行两次加息, 日本最终结束了长达 20 年的低利率政策。

图表46 日本长时间维持低利率政策

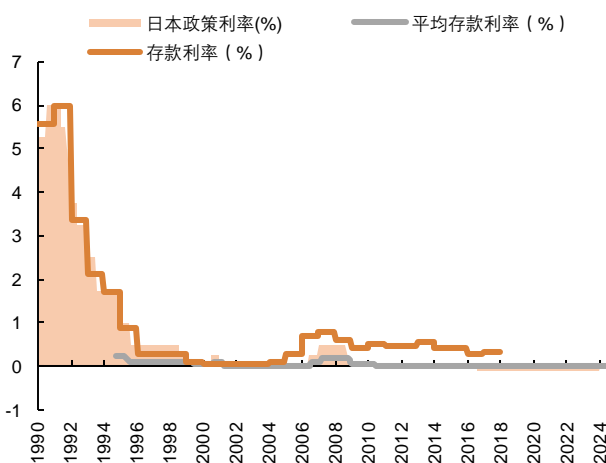


资料来源：BOJ，CEIC，平安证券研究所

从存贷利差的角度观察，根据日本央行的数据，存贷利差从1999年初的1.78%波动下行至2017年末的0.72%，累计下行1.05个百分点。从资产负债两端分别来看：负债端存款利率迅速下行，跟随政策利率降至0%左右水平，存款端利率弹性较大；从资产端来看，贷款利率持续下行，受国内经济下行压力的影响，贷款需求持续下行，进而压低贷款利率，压缩存贷利差。

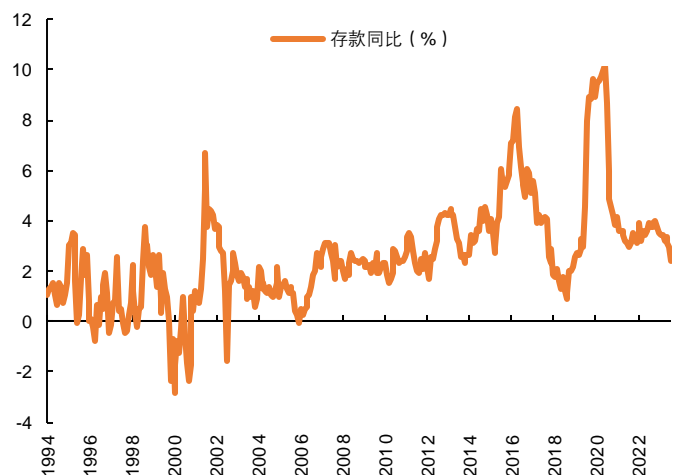
负债端成本迅速下调，并长时间维持低利率水平。自1991年日本降息以来，日本存款利率跟随政策利率快速下行。日本央行贴现利率从1991年6月的6%左右下调至1998年9月的0.25%，存款利率也从1991年的6%下行至1998年的0.27%，两者下行幅度基本相同，体现日本存款利率弹性较大，基本跟随政策利率的变动。负债端较强的灵活性为银行降低了成本率，为银行平抑盈利波动带来了缓冲。从量上看，日本存款同比基本保持正增长，降息并未对银行存款增速造成较大影响。

图表47 存款利率迅速下行



资料来源：BOJ，CEIC，平安证券研究所

图表48 存款同比增速基本为正

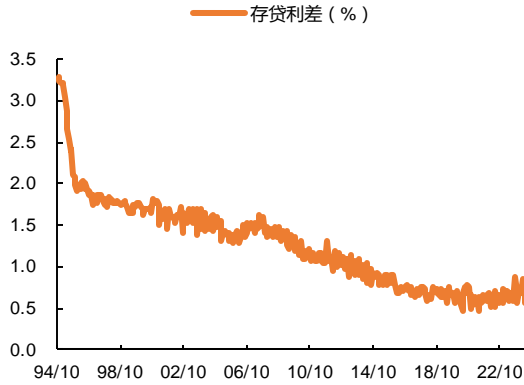


资料来源：BOJ，CEIC，平安证券研究所

1990-1996年间，随着日本降息政策推进，存贷款利率迅速回落，但贷款利率下行幅度更大，根据日本银行披露的数据，日本平均贷款利率从1995年初的3.5%下降至1996年末的1.8%，在近两年时间中下降约1.7个百分点，在这段时间中，存

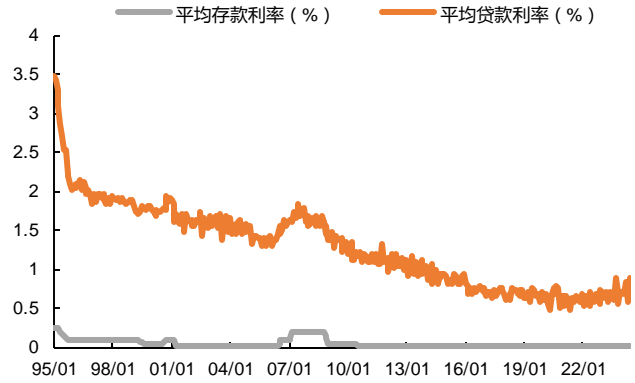
款利率从 0.25% 下降至 0.1%，下调空间受限，并最终压缩存贷利差约 1.5 个百分点。

图表49 存贷利差持续下行



资料来源：BOJ, CEIC, 平安证券研究所

图表50 贷款利率持续下行压缩存贷利差

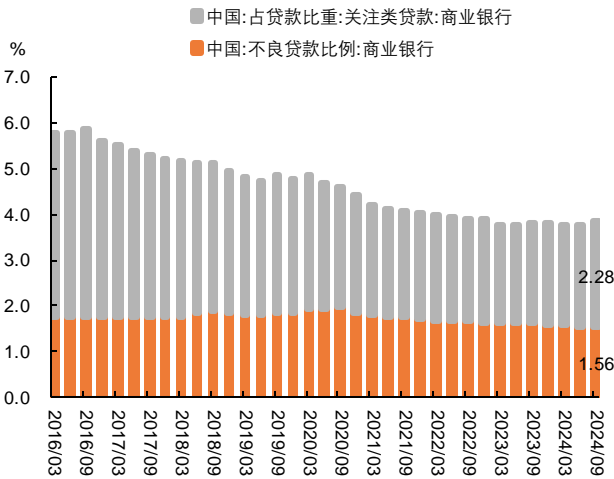


资料来源：BOJ, CEIC, 平安证券研究所

2.3 质：稳增长政策托底风险，预计核心指标稳定，关注零售风险波动

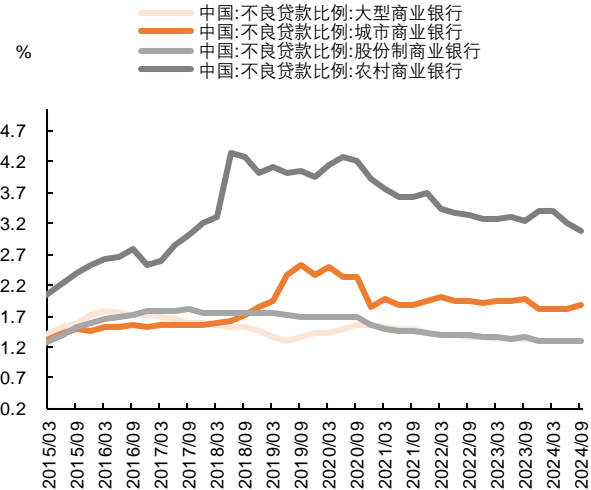
资产质量整体保持稳定。我们从广义不良率（不良率+关注率）来看，商业银行 3 季度末广义不良率为 3.84%，同比略有上升 4BP，我们预计是零售资产质量波动带来关注率小幅波动拖累广义不良率水平，其中商业银行 3 季度末不良率环比持平半年末于 1.56%，同比下降 5BP，资产质量整体保持相对稳定。分不同类型银行来看，大行、股份行、城商行和农商行不良率分别同比变化-2BP/-10BP/-5BP/-14BP 至 1.25%/1.25%/1.82%/3.04%。

图表51 近年来不良率持续改善



资料来源：国家金融监管总局, Wind, 平安证券研究所

图表52 各类型银行不良率保持稳定

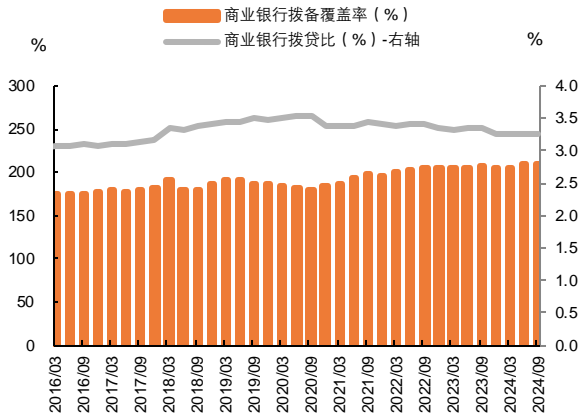


资料来源：国家金融监管总局, Wind, 平安证券研究所

风险抵补能力保持稳定。首先从拨备水平来看，行业整体拨备覆盖率和拨贷比保持稳定，截至 3 季度末，商业银行口径拨备覆盖率为 209.48%，拨贷比为 3.27%，分别同比变化+1.59pct/8bp，绝对水平上保持稳健。此外，从资本水平来看，近年来资本水平稳中有增，年初资本新规落地之后一定程度缓解了银行的资本压力，从数据上来看，商业银行截至 3 季度末，资本充足率为 15.6%，同比增加 0.85pct，分不同机构类型来看，截至 3 季度末，国有大行、股份行、城商行和农商行资本充足

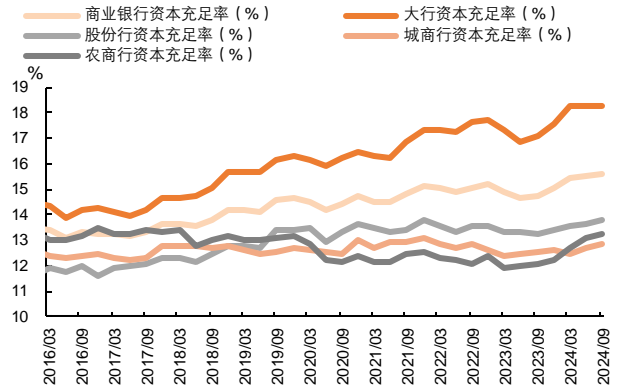
率分别为 18.3%/13.8%/12.9%/13.3%。

图表53 拨备水平保持稳定



资料来源：国家金融监管总局，Wind，平安证券研究所

图表54 资本水平持续夯实



资料来源：国家金融监管总局，Wind，平安证券研究所

重点领域风险值得关注，一方面关注零售资产质量风险波动，从已公布相关数据的上市银行来看，半年末零售贷款不良率略有上升，零售贷款平均不良率较年初上升 15BP 至 1.36%，上升幅度超过 23 年下半年水平 (+7BP)，居民收入恢复不及预期、延期还本付息政策到期一定程度影响到零售资产质量。

图表55 上市银行零售和对公贷款不良率情况

| 上市银行 | 贷款不良率变化 | | | | | |
|-------|----------|-------|------|---------|-------|------|
| | 零售类贷款不良率 | | | 对公贷款不良率 | | |
| | 23A | 24H1 | 变动比例 | 23A | 24H1 | 变动比例 |
| 工商银行 | 0.70% | 0.90% | 20 | 1.81% | 1.69% | -12 |
| 农业银行 | 0.73% | 0.79% | 6 | 1.83% | 1.70% | -13 |
| 建设银行 | 0.66% | 0.84% | 18 | 1.88% | 1.69% | -19 |
| 中国银行 | 0.76% | 0.88% | 12 | 1.48% | 1.36% | -12 |
| 交通银行 | 0.81% | 0.98% | 17 | 1.65% | 1.54% | -11 |
| 邮储银行 | 1.12% | 1.14% | 2 | 0.55% | 0.54% | -1 |
| 招商银行 | 0.89% | 0.90% | 1 | 1.19% | 1.13% | -6 |
| 中信银行 | 1.21% | 1.30% | 9 | 1.37% | 1.25% | -12 |
| 民生银行 | 1.52% | 1.69% | 17 | 1.46% | 1.32% | -14 |
| 兴业银行 | 1.42% | 1.42% | 0 | 0.96% | 0.97% | 1 |
| 浦发银行 | 1.42% | 1.54% | 12 | 1.67% | 1.48% | -19 |
| 光大银行 | 1.36% | 1.47% | 11 | 1.24% | 1.18% | -6 |
| 平安银行 | 1.37% | 1.42% | 5 | 0.63% | 0.66% | 3 |
| 华夏银行 | 1.69% | 2.18% | 49 | 1.76% | 1.51% | -25 |
| 浙商银行 | 1.91% | 1.85% | -6 | 1.37% | 1.38% | 1 |
| 上海银行 | 0.89% | 1.11% | 22 | 1.45% | 1.40% | -5 |
| 宁波银行 | 1.50% | 1.67% | 17 | 0.26% | 0.22% | -4 |
| 杭州银行 | 0.59% | 0.76% | 17 | 0.84% | 0.76% | -8 |
| 成都银行 | 0.55% | 0.68% | 13 | 0.71% | 0.66% | -5 |
| 重庆银行 | 1.98% | 2.44% | 46 | 1.33% | 0.99% | -34 |
| 郑州银行 | 1.72% | 1.64% | -8 | 2.09% | 2.08% | -1 |
| 青岛银行 | 1.44% | 1.95% | 51 | 1.09% | 0.92% | -17 |
| 苏州银行 | 1.02% | 1.33% | 31 | 0.75% | 0.64% | -11 |
| 齐鲁银行 | 1.18% | 1.32% | 14 | 1.35% | 1.26% | -9 |
| 渝农商行 | 1.60% | 1.58% | -2 | 1.04% | 1.07% | 3 |
| 沪农商行 | 1.12% | 1.32% | 20 | 1.10% | 1.03% | -7 |
| 青农商行 | 1.67% | 1.66% | -1 | 2.07% | 2.07% | 0 |
| 常熟银行 | 0.78% | 0.91% | 13 | 0.83% | 0.66% | -17 |
| 瑞丰银行 | 1.49% | 1.77% | 28 | 0.61% | 0.36% | -26 |
| 上市银行 | 1.21% | 1.36% | 15 | 1.25% | 1.16% | -10 |
| 国有大行 | 0.80% | 0.92% | 13 | 1.53% | 1.42% | -11 |
| 股份制银行 | 1.42% | 1.53% | 11 | 1.29% | 1.21% | -8 |
| 城商行 | 1.21% | 1.43% | 23 | 1.10% | 0.99% | -10 |
| 农商行 | 1.33% | 1.45% | 12 | 1.13% | 1.04% | -9 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

另一方面关注地产行业不良率变化，从上市银行地产行业贷款平均不良率来看，半年末水平环比年初下降 46BP 至 3.21%，出险房企数量减少以及政策逐渐发力，地产资产质量上半年略显好转，考虑到 9 月政治局会议明确提出要促进房地产市场“止跌回稳”，未来仍需关注政策效果情况。

图表 56 上市银行房地产行业不良率变化

| | 对公房地产贷款不良率变化 | | |
|-------|--------------|-------|-----------|
| | 23A | 24H1 | 变动比例 (BP) |
| 工商银行 | 5.37% | 5.35% | -2 |
| 建设银行 | 5.64% | 5.20% | -44 |
| 中国银行 | 5.51% | 4.94% | -57 |
| 农业银行 | 5.42% | 5.42% | 0 |
| 交通银行 | 4.99% | 4.97% | -2 |
| 邮储银行 | 2.45% | 2.25% | -20 |
| 招商银行 | 5.26% | 5.12% | -14 |
| 中信银行 | 2.59% | 2.30% | -29 |
| 民生银行 | 4.92% | 5.29% | 37 |
| 兴业银行 | 0.84% | 1.08% | 24 |
| 浦发银行 | 4.11% | 2.74% | -137 |
| 光大银行 | 5.33% | 4.51% | -82 |
| 华夏银行 | 4.21% | 2.56% | -165 |
| 平安银行 | 0.86% | 1.26% | 40 |
| 浙商银行 | 2.48% | 1.26% | -122 |
| 南京银行 | 0.61% | 0.32% | -29 |
| 宁波银行 | 0.10% | 0.10% | 0 |
| 上海银行 | 2.11% | 1.39% | -72 |
| 江苏银行 | 2.54% | 2.83% | 29 |
| 杭州银行 | 6.36% | 7.07% | 71 |
| 成都银行 | 3.04% | 1.82% | -122 |
| 贵阳银行 | 2.21% | 0.50% | -171 |
| 郑州银行 | 6.48% | 6.86% | 38 |
| 青岛银行 | 2.30% | 2.17% | -13 |
| 苏州银行 | 2.60% | 1.64% | -96 |
| 重庆银行 | 6.48% | 5.78% | -70 |
| 厦门银行 | 4.70% | 0.03% | -467 |
| 齐鲁银行 | 1.37% | 1.38% | 1 |
| 渝农商行 | 9.27% | 6.88% | -239 |
| 青农商行 | 1.36% | 4.79% | 343 |
| 沪农商行 | 2.18% | 1.73% | -45 |
| 上市银行 | 3.67% | 3.21% | -46 |
| 国有大行 | 4.90% | 4.69% | -21 |
| 股份制银行 | 3.40% | 2.90% | -50 |
| 城商行 | 3.15% | 2.45% | -69 |
| 农商行 | 4.27% | 4.47% | 20 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 预计上市银行 2025 年净利润同比微增

展望 2025 年，资产端定价水平承压仍是拖累息差水平的重要因素，同时也是拖累营收的增长的关键变量，但今年以来成本红利的释放有望成为重要的支撑因素。考虑到目前行业整体资产质量相对稳健，拨备计提压力可控，因此能够一定程度通过信贷成本的调降来维持净利润增速的稳定。综合来看，我们预计 2025 年上市银行整体净利润增速在 1.0% (vs 1.5%, 2024E)，节奏上先抑后扬，随着年初重定价影响的消退，下半年表现有望优于上半年。

图表 57 25 年上市银行盈利敏感性分析

| 敏感性分析 | 信贷成本 | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | -0.61% | -0.60% | -0.59% | -0.58% | -0.57% |
| 1.31% | -3.6% | -2.9% | -2.2% | -1.4% | -0.7% |
| 1.33% | -2.0% | -1.3% | -0.6% | 0.2% | 0.9% |
| 1.35% | -0.4% | 0.3% | 1.0% | 1.8% | 2.5% |
| 1.37% | 1.1% | 1.9% | 2.6% | 3.3% | 4.1% |
| 1.39% | 2.7% | 3.5% | 4.2% | 4.9% | 5.7% |
| | 246% | 246% | 245% | 244% | 243% |

资料来源：上市银行财报，平安证券研究所

图表 58 2025 年上市银行归母净利润增速预测

| 利润表增速 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 净利息收入 (YOY) | -3.0% | -3.4% | -3.2% | -2.7% | -2.5% |
| 净手续费和佣金收入 (YOY) | -10.3% | -12.0% | -10.8% | -10.0% | 0.0% |
| 营业总收入 (YOY) | -1.7% | -2.0% | -1.0% | -0.6% | -1.0% |
| 营业总成本 (YOY) | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.3% | -1.0% |
| 拨备前利润 (YOY) | -3.0% | -3.2% | -2.1% | -0.9% | -1.1% |
| 资产减值准备 (YOY) | -3.8% | -8.0% | -7.1% | -5.2% | -6.3% |
| 净利润 (YOY) | -0.6% | 0.4% | 1.4% | 1.5% | 1.0% |

资料来源：上市银行财报，平安证券研究所

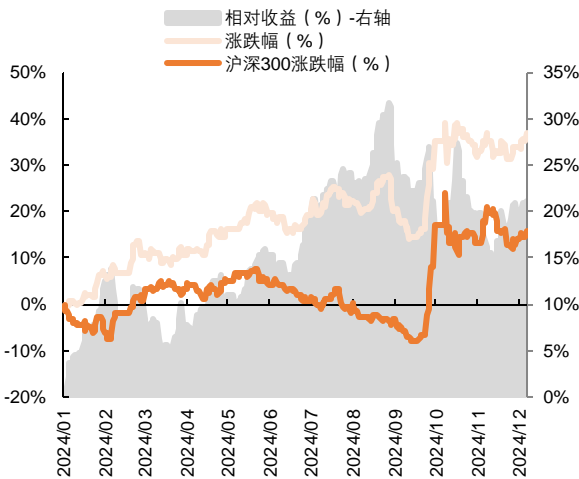
三、 选股思路：“高股息+顺周期”，政策组合拳推动板块估值修复

一方面我们持续提示板块股息价值吸引力，按照 23 年分红额以及 12 月 6 日收盘价计算板块平均股息率达到 4.45%，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，类固收的配置价值持续。与此同时，我们关注成长性优异及受益于政策实效的区域行，区域经济修复或将提升盈利端向上弹性。最后，预期改善对于股份行的催化值得期待，重点观察来自地产和消费领域的政策支持力度以及修复情况。目前板块静态 PB 仅为 0.63 倍，对应隐含不良率超过 15%，安全边际充分。个股维度，我们推荐：1) 高股息个体的配置价值依然突出（工行、建行、上海），2) 基本面稳健，受益于政策预期修复的区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波），并关注股份行困境反转预期下的配置机会（兴业、招行）。

3.1 高股息吸引力凸显，预期改善推动板块估值修复

全年复盘：高股息吸引力持续，预期修复引导板块估值修复。截至 12 月 6 日，银行板块较年初上涨 36.8%，跑赢沪深 300 指数 21.0 个百分点，上半年行业高股息和防御属性获得资金面更多的关注，上半年板块较沪深 300 的相对收益率达到 18.3%，9 月份以来市场交投情绪活跃，资金流出导致相对收益率略有收窄，下半年板块收益基本持平沪深 300。展望未来，板块高股息特性仍然获得追求稳定收益的中长期资金的青睐，政策持续落地推动预期修复同样有利于板块估值修复进程，持续看好板块的配置价值。

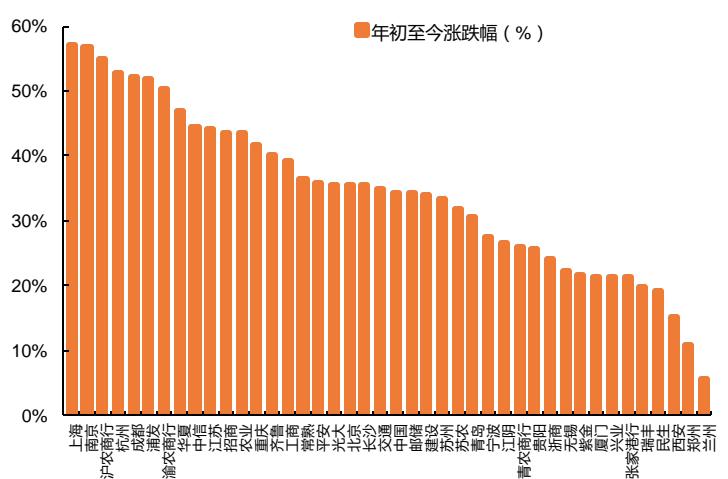
图表 59 年初以来银行板块走势



资料来源：wind，平安证券研究所

注：截至 2024 年 12 月 6 日

图表 60 年初以来个股涨跌幅



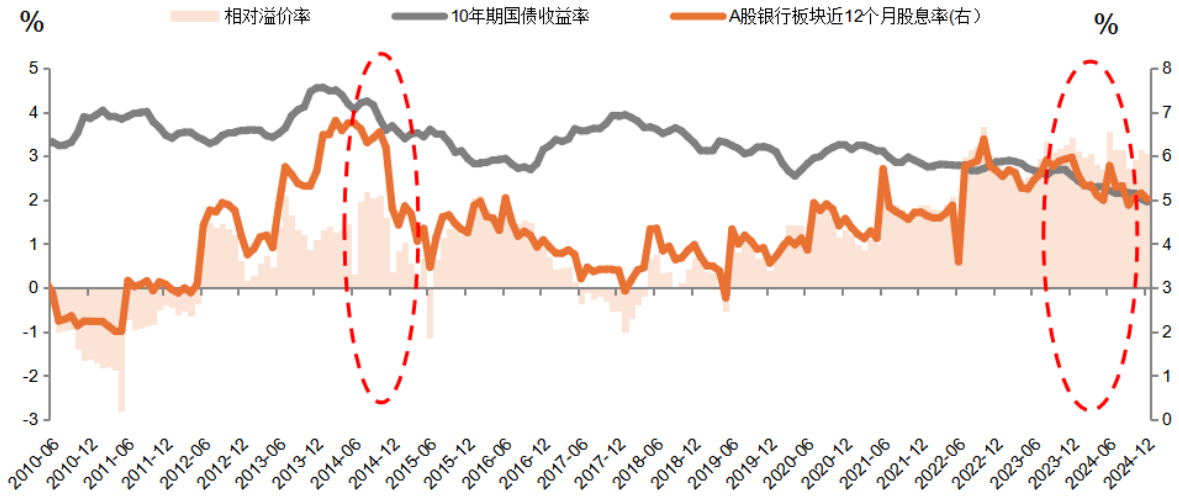
资料来源：wind，平安证券研究所

注：截至 2024 年 12 月 6 日

3.2 股息溢价率仍处高位，关注中长期资金入市进程

板块高股息属性持续。在股票配置层面，无风险利率的持续下行也使得银行基于高股息的类固收配置价值进一步凸显。若以 23 年分红额以及截止日市值计算来看的话，板块平均股息率达到 4.45%，近 12 个月平均股息率为 5.02%，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 0.63 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，高股息银行的配置价值依然突出（工行、建行、上海），关注预期修复对于对区域行（成都、长沙、苏州、常熟、宁波）和股份行（兴业、招行）的催化。

图表61 股息溢价率维持较高水平

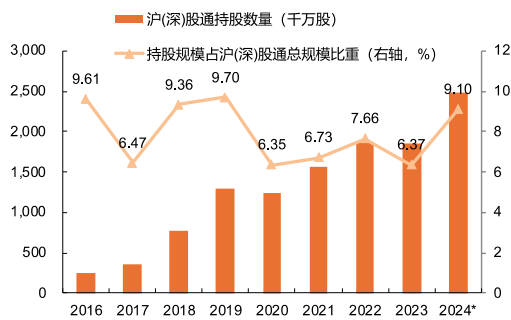


资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 截止日指 2024 年 12 月 6 日

从陆股通持仓份额来看,截至 2024 年 9 月 30 日,陆股通持股规模占沪股通总规模较年初上升 2.73 个百分点至 9.10%,若以个股角度来看,增配比例最高的分别是苏农银行、张家港行和青农商行,陆股通持股比例占全部 A 股增幅分别达到 3.54%/2.42%/2.18%。

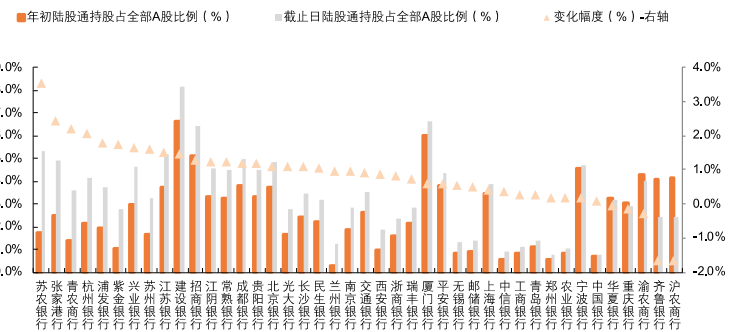
图表62 陆股通持仓变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 持股数量及规模截至 2024 年 9 月 30 日

图表63 个股陆股通持仓变化

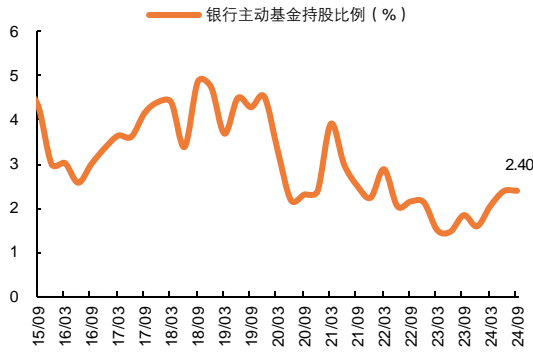


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 持股数量及规模截至 2024 年 9 月 30 日

从主动型基金的持仓比例来看, A 股基金 2024 年 3 季度报披露完毕, 据统计, 3 季度末包括偏股、股票型在内的主动管理型基金配置银行板块比例环比抬升 1BP (vs QoQ+33BP, 24Q2) 至 2.40%, 参照板块在沪深 300 的流通市值占比来看低配 18.35 个百分点, 持仓水平仍有较大提升空间。

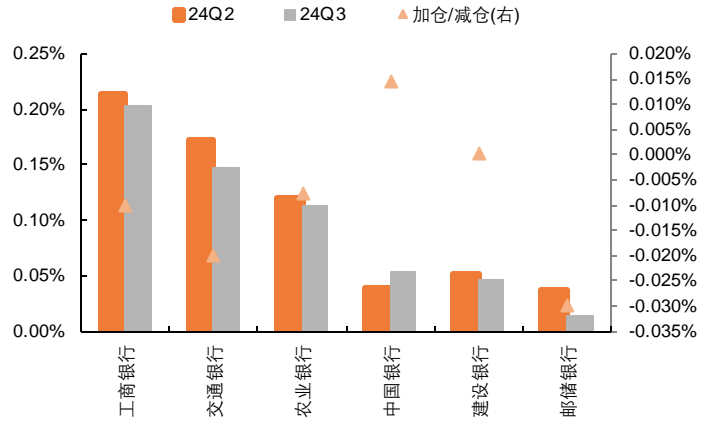
图表64 银行板块主动基金持股比例



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 持股数量及规模截至 2024 年 9 月 30 日

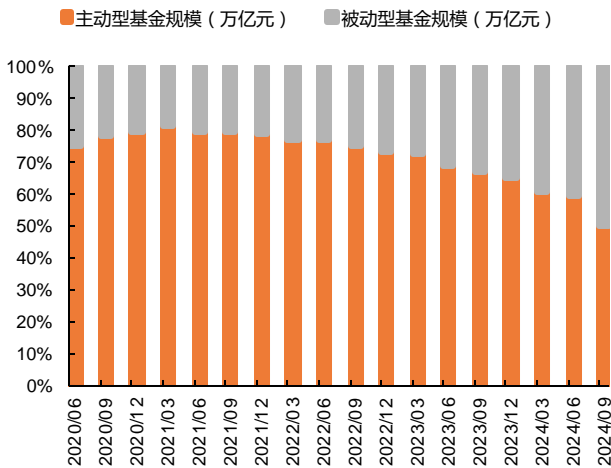
图表65 国有大行主动基金持仓占比较为稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

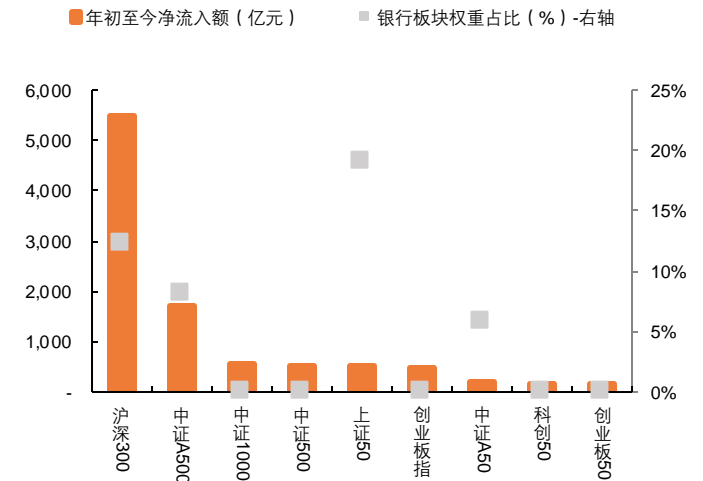
被动基金的资金流入量同样值得关注。我们定义灵活配置型基金、偏股混合型基金和普通股票型基金为主动型基金，将被动指数型基金和增强指数型基金定义为被动型基金，截至 9 月末，根据 wind 数据，被动型基金规模基本持平主动型基金，成为市场重要的增量资金。从年初至今 ETF 资金净流入额来看，被动型基金主要加仓沪深 300，而银行作为沪深 300 第一大权重行业（截止日权重占比为 12.3%），资金流入效应更为明显。未来应持续关注被动型基金流入对行业估值的催化作用。

图表66 3 季度末被动型基金规模基本持平主动型基金规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表67 宽基类 ETF 年初至今净流入额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截至 12 月 6 日

从保险资金持仓维度来看，新会计准则运用之后保险资金为了平滑股票价格波动对利润表的影响，更倾向于投资高股息权益

资产并计入 FVOCI, 高股息的银行股对该类资金具有较强吸引力。从上市股份行及区域行公布的 3 季度末前十大股东来看, 总共有 13 家中小银行前十大股东中出现保险资金身影, 除去平安银行自有大股东持有外, 浦发银行、民生银行和兴业银行保险资金持有比例较大。

高股息对于保险资金的配置吸引力仍存, 以 23 年分红和截止日的市值计算来看, 上海银行 (5.41%)、成都银行 (5.55%) 和厦门银行 (5.34%) 股息率位于无保险资金进入前十大股东银行的前三名, 不可忽视潜在资金流入对于估值抬升的支撑作用。

图表 68 上市中小银行保险持仓和机构持仓情况

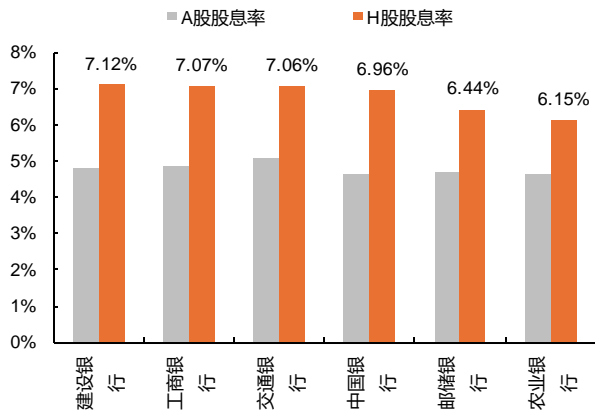
| | | 股息率 (截止日) | 总市值(亿元) (截止日) | 总股本 (万股) | 前十大法人持仓 占比 (%) | 保险资金持仓 占比 (%) | 机构投资者持仓 占比 (%) | 陆股通持股占 A 股流 通股比例 (%) |
|------|-------|--------------|------------------|-------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------------|
| 股份行 | 招行 | 5.23% | 9,345 | 2,521,985 | 37.4% | 4.5% | 6.2% | 6.4% |
| | 中信 | 4.49% | 3,560 | 5,409,801 | 67.8% | - | 0.3% | 0.9% |
| | 民生 | 5.32% | 1,679 | 4,378,242 | 19.2% | 16.8% | 0.0% | 3.2% |
| | 兴业 | 5.62% | 3,841 | 2,077,430 | 30.9% | 13.4% | 6.4% | 4.6% |
| | 浦发 | 3.31% | 2,847 | 2,935,218 | 53.1% | 19.8% | 0.5% | 3.8% |
| | 光大 | 4.64% | 2,058 | 5,908,555 | 53.9% | 0.7% | 0.0% | 2.7% |
| | 华夏 | 4.94% | 1,238 | 1,591,493 | 56.1% | 16.1% | 0.9% | 3.2% |
| | 平安 | 6.17% | 2,263 | 1,940,592 | 2.2% | 57.9% | 3.1% | 4.4% |
| | 浙商 | 5.56% | 755 | 2,746,464 | 27.2% | 9.8% | 0.0% | 2.4% |
| 城商行 | 北京 | 5.52% | 1,226 | 2,114,298 | 37.8% | 4.7% | 2.7% | 4.9% |
| | 南京 | 5.07% | 1,139 | 1,076,179 | 23.7% | 3.8% | 0.4% | 2.8% |
| | 宁波 | 2.41% | 1,645 | 660,359 | 26.7% | - | 3.5% | 4.8% |
| | 上海 | 5.41% | 1,208 | 1,420,668 | 32.2% | - | 0.4% | 3.9% |
| | 江苏 | 5.19% | 1,661 | 1,835,132 | 20.7% | - | 8.2% | 5.2% |
| | 杭州 | 3.63% | 859 | 599,914 | 45.0% | - | 2.8% | 4.2% |
| | 长沙 | 4.32% | 354 | 402,155 | 47.9% | - | 2.8% | 3.5% |
| | 成都 | 5.55% | 616 | 381,397 | 53.1% | - | 8.6% | 5.0% |
| | 贵阳 | 4.74% | 224 | 365,620 | 29.2% | 2.4% | 1.4% | 4.5% |
| | 郑州 | 0.00% | 177 | 909,209 | 21.8% | - | 0.0% | 0.8% |
| | 青岛 | 4.21% | 192 | 582,035 | 23.3% | - | 1.3% | 1.5% |
| | 西安 | 1.49% | 168 | 444,444 | 53.2% | - | 0.0% | 1.8% |
| | 苏州 | 4.89% | 300 | 376,482 | 28.6% | - | 2.5% | 3.3% |
| | 重庆 | 4.36% | 264 | 347,457 | 25.7% | - | 0.1% | 2.9% |
| | 齐鲁 | 4.20% | 253 | 483,498 | 52.5% | - | 1.7% | 2.4% |
| | 厦门 | 5.34% | 153 | 263,913 | 15.2% | - | 0.0% | 6.6% |
| 兰州 | 3.80% | 150 | 569,570 | 2.7% | - | 1.5% | 2.6% | |
| 农商行 | 渝农商 | 4.98% | 615 | 1,135,700 | 32.3% | - | 3.4% | 4.0% |
| | 青农商 | 3.14% | 177 | 555,562 | 26.0% | - | 0.0% | 4.0% |
| | 紫金 | 3.38% | 108 | 366,098 | 28.9% | - | 1.1% | 2.8% |
| | 常熟 | 3.25% | 232 | 301,498 | 5.9% | - | 8.9% | 4.3% |
| | 无锡 | 3.36% | 131 | 219,468 | 17.3% | 7.0% | 1.7% | 1.3% |
| | 江阴 | 4.44% | 105 | 246,139 | 16.7% | - | 0.5% | 4.5% |
| | 苏农 | 3.40% | 97 | 183,504 | 12.6% | - | 1.4% | 5.3% |
| | 张家港 | 4.46% | 110 | 244,434 | 23.0% | - | 0.1% | 5.1% |
| | 瑞丰 | 3.15% | 112 | 196,216 | 26.6% | - | 0.1% | 2.9% |
| | 沪农商 | 4.67% | 783 | 964,444 | 42.5% | 10.1% | 0.8% | 2.4% |
| 上市银行 | | 4.27% | 40,643 | 46,755,173 | 37.8% | 7.8% | 1.8% | 3.4% |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截止日指 12 月 6 日

从国有大行 AH 股息率来看, 上市国有大行 H 股股息率显著高于 A 股股息率, 考虑到目前国有大行 AH 股溢价率基本超过 30% 水平, 不可忽视高溢价率和低估值对于潜在资金的吸引, 例如最近中信金融资产管理股份有限公司通过协议安排的方式增持中国银行 H 股股票, 资金流入或将助推个股价值修复。

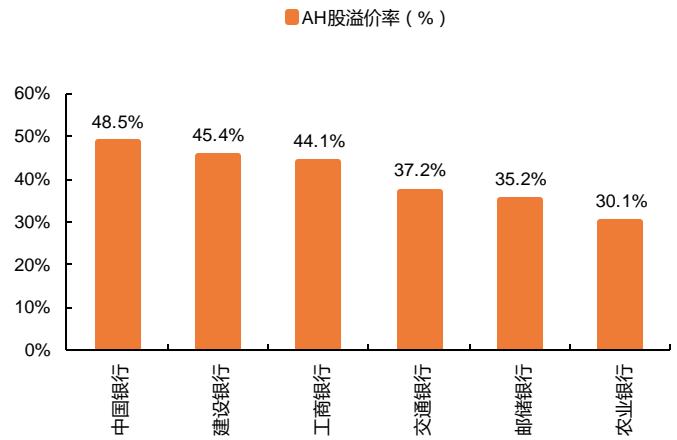
图表69 国有大行 AH 股股息率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截止日指 12 月 6 日

图表70 国有大行 AH 股溢价率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 截止日指 12 月 6 日

3.3 关注成长性优异及受益于政策实效的区域行

一方面我们关注盈利能力持续领跑的优质区域性银行, 城商行中成都、杭州、江苏和南京以及农商行中常熟和张家港行均保持较高的 ROE, 我们发现以常熟、长沙为代表, 区域性银行的盈利能力仍然主要来自传统利差业务的支撑。

另一方面, 我们关注债务压力较大省份区域行, 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, 但其中以长沙银行、渝农商行整体盈利表现较为优异。

图表71 上市区域性银行 ROE 分解 (24H1)

| 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 | 权益乘数 | ROE |
|------------|------|---------|--------|--------|------------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 重点化债省市 | 渝农商 | 0.8% | 1.6% | 0.9% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 11.85 | 11.8% |
| | 重庆 | 0.7% | 1.8% | 1.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 13.47 | 10.4% |
| | 贵阳 | 0.8% | 2.0% | 1.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 11.20 | 8.5% |
| | 兰州 | 0.7% | 2.0% | 1.3% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 13.80 | 5.6% |
| 债务压力相对较高省份 | 长沙 | 0.9% | 1.9% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 15.68 | 12.2% |
| | 郑州 | 0.8% | 1.8% | 1.0% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 11.94 | 6.0% |
| | 西安 | 0.6% | 1.7% | 1.2% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 13.96 | 8.5% |
| 其余区域性银行 | 北京 | 0.7% | 1.6% | 0.9% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 11.58 | 8.8% |
| | 上海 | 0.5% | 1.5% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 13.03 | 10.7% |
| | 江苏 | 0.8% | 1.8% | 1.1% | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 13.45 | 14.0% |
| | 宁波 | 0.8% | 1.7% | 0.9% | 0.1% | 0.3% | 0.4% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 13.68 | 13.0% |
| | 南京 | 0.5% | 1.6% | 1.1% | 0.1% | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 13.77 | 13.4% |
| | 杭州 | 0.6% | 1.6% | 1.0% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 15.93 | 16.6% |
| | 成都 | 0.8% | 1.9% | 1.1% | 0.0% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.1% | 15.76 | 17.0% |
| | 青岛 | 0.8% | 1.7% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.8% | 15.58 | 13.0% |
| | 苏州 | 0.7% | 1.7% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.9% | 13.60 | 12.7% |
| | 齐鲁 | 0.7% | 1.7% | 1.0% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 14.64 | 11.0% |
| | 厦门 | 0.5% | 1.6% | 1.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 13.06 | 8.0% |
| | 沪农商 | 0.7% | 1.6% | 0.9% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 12.33 | 12.1% |
| | 青农商 | 0.8% | 1.7% | 1.0% | 0.1% | 0.4% | 0.3% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 12.13 | 10.4% |
| | 常熟 | 1.3% | 2.3% | 1.0% | 0.0% | 0.3% | 0.6% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 1.0% | 13.56 | 13.4% |
| | 紫金 | 0.8% | 1.7% | 1.0% | 0.0% | 0.1% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.7% | 13.74 | 9.7% |
| | 无锡 | 0.7% | 1.7% | 1.0% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.1% | 11.08 | 12.2% |
| | 张家港 | 0.8% | 1.8% | 1.0% | 0.0% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.9% | 12.25 | 10.9% |
| 苏农 | 0.7% | 1.6% | 0.9% | 0.0% | 0.4% | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.1% | 12.93 | 13.8% | |
| 江阴 | 0.8% | 1.6% | 0.9% | 0.0% | 0.4% | 0.3% | 0.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 11.28 | 8.8% | |
| 瑞丰 | 0.7% | 1.8% | 1.0% | 0.0% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 11.97 | 9.9% | |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: A 表示 23 年和 24H1 平均资产规模

从行业整体来看，利差业务的盈利能力——净息差：从24年半年末数据来看，城商行中长沙、南京和江苏以及农商行中常熟、江阴、青农商分别排名前三，资产端定价水平仍是影响息差水平的核心因素，以常熟银行为例，半年末净息差水平高达2.79%，其中生息资产收益率和贷款收益率分别达到4.89%和5.77%，领跑同业。

具体来看存贷两端，城商行中长沙、宁波、江苏以及农商行中常熟、青农商行、张家港行的存贷利差处于领先地位，其中常熟(5.77%)和长沙(5.31%)的贷款收益率排名最为靠前，而北京银行基于其扎实的零售端揽储优势，存款成本率仅1.88%，位于可比同业最低。

进一步关注债务压力较高省份中，长沙银行净息差和生息资产收益率水平都处于同类银行中领先地位。

图表72 上市区域性银行净息差和资产负债两端利率

| 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) |
|----------------|-------|--------------|------------------|------------------|---------------|----------------|----------------|
| 重点化债省份 | 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：非特别说明外，以上数据截至2024年6月30日

资产质量表现：首先从不良率及关注率区分区域之间的个体差异。结合半年末及三季度数据来看，城商行中成都、杭州、宁波、苏州、南京和青岛6家银行不良+关注比例（不良率+关注率）小于2%，处于绝对领先。其中成都的不良+关注比例为城商行最低水平，为1.11%，为上市区域行中最优水平。农商行中无锡银行绝对水平处于领先，不良+关注比例仅1.28%，为可比同业最低水平。

大多数债务压力较高省份银行不良率较上市区域性银行平均水平仍然偏高，尤其从广义的不良+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，反映潜在的资产质量压力仍然存在。若从风险抵补能力来看，拨备水平整体保持

稳定，皆超过最低监管水平。

图表73 上市区域性银行静态资产质量比较（不良率、关注率、逾期率、不良/逾期）

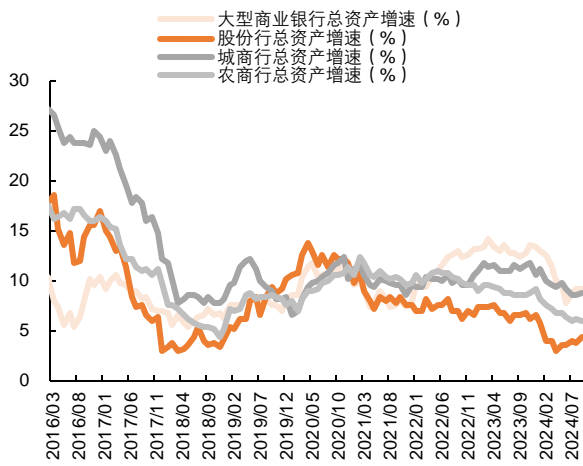
| 上市银行 | | 不良率 (24Q3) | 关注率 (24H1) | 逾期率 (24H1) | 不良/逾期 (24H1) | 不良/逾期 90+ (24H1) | 拨备覆盖率 (24Q3) | 拨贷比 (24Q3) |
|------------|-------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------------------|-----------------|---------------|
| 重点化债省份 | 渝农商行 | 1.17% | 1.41% | 1.52% | 78% | 132% | 359% | 4.20% |
| | 重庆银行 | 1.26% | 3.10% | 1.90% | 66% | 115% | 250% | 3.15% |
| | 贵阳银行 | 1.57% | 3.45% | 2.97% | 54% | 105% | 263% | 4.13% |
| | 兰州银行 | 1.83% | 6.15% | 2.61% | 70% | 182% | 205% | 3.76% |
| 债务压力相对较高省份 | 长沙银行 | 1.16% | 2.26% | 1.98% | 59% | 107% | 315% | 3.64% |
| | 郑州银行 | 1.86% | 2.24% | 4.65% | 40% | 68% | 166% | 3.09% |
| | 西安银行 | 1.64% | 5.69% | 5.03% | 34% | 80% | 186% | 3.06% |
| 其余区域性银行 | 北京银行 | 1.31% | 1.87% | 1.82% | 72% | 116% | 210% | 2.74% |
| | 南京银行 | 0.83% | 1.07% | 1.25% | 67% | 123% | 340% | 2.82% |
| | 宁波银行 | 0.76% | 1.02% | 0.92% | 82% | 131% | 405% | 3.08% |
| | 上海银行 | 1.20% | 2.14% | 1.72% | 70% | 89% | 277% | 3.33% |
| | 江苏银行 | 0.89% | 1.40% | 1.12% | 80% | 149% | 351% | 3.05% |
| | 杭州银行 | 0.76% | 0.53% | 0.70% | 108% | 144% | 543% | 4.12% |
| | 成都银行 | 0.66% | 0.45% | 0.90% | 74% | 128% | 497% | 3.29% |
| | 苏州银行 | 0.84% | 0.88% | 0.93% | 91% | 134% | 474% | 3.99% |
| | 厦门银行 | 0.75% | 2.26% | 1.50% | 50% | 102% | 390% | 2.94% |
| | 青岛银行 | 1.17% | 0.58% | 1.54% | 76% | 117% | 246% | 2.87% |
| | 齐鲁银行 | 1.23% | 1.14% | 0.99% | 125% | 196% | 313% | 3.83% |
| | 青农商行 | 1.80% | 4.71% | 2.86% | 63% | 147% | 230% | 4.14% |
| | 沪农商行 | 0.97% | 1.23% | 1.31% | 74% | 105% | 365% | 3.53% |
| | 紫金银行 | 1.30% | 1.33% | 1.41% | 82% | 118% | 215% | 2.80% |
| | 常熟银行 | 0.77% | 1.36% | 1.54% | 49% | 121% | 528% | 4.09% |
| | 无锡银行 | 0.78% | 0.50% | 0.78% | 101% | 157% | 499% | 3.89% |
| | 江阴银行 | 0.90% | 1.37% | 1.27% | 77% | 127% | 452% | 4.05% |
| 苏农银行 | 0.91% | 1.19% | 1.03% | 88% | 179% | 430% | 3.89% | |
| 张家港行 | 0.93% | 1.67% | 1.90% | 50% | 114% | 411% | 3.81% | |
| 瑞丰银行 | 0.97% | 1.56% | 1.77% | 55% | 132% | 330% | 3.21% | |
| 城商行算术平均值 | | 1.16% | 2.13% | 1.91% | 72% | 123% | 319% | 3.35% |
| 农商行算术平均值 | | 1.05% | 1.63% | 1.54% | 72% | 133% | 382% | 3.76% |
| 区域行算术平均值 | | 1.12% | 1.95% | 1.78% | 72% | 127% | 343% | 3.50% |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.4 政策落地改善预期，关注“困境反转”股份制银行

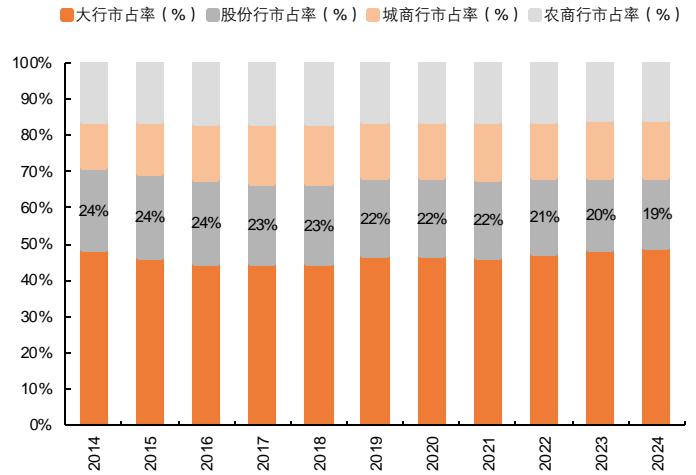
股份行市占率略有下降，股份行资产增速水平自21年以来持续位于低于行业整体增速水平，资产荒叠加行竞争挤压，股份行近年来经营压力略有增大，从市占率来看，截至24年10月，股份行市场规模较2020年末下降2.57个百分点至19%，市占率绝对水平位于历史较低位置。

图表74 股份行规模增速下行速度快于同业



资料来源: wind、中国人民银行、平安证券研究所

图表75 商业银行市场份额堆积图



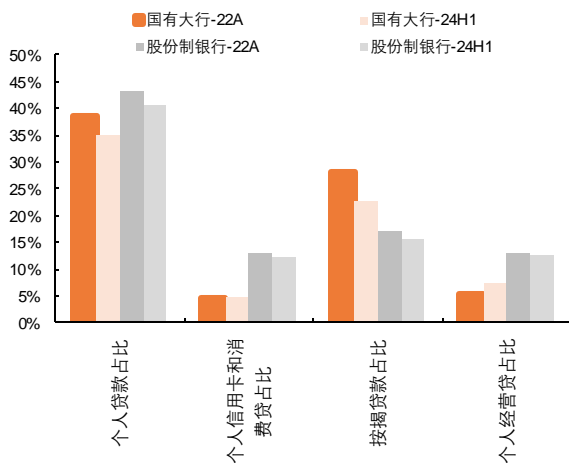
资料来源: wind、中国人民银行、平安证券研究所

注: 2024 年数据截至 2024 年 10 月

零售业务和地产业务受挫或是拖累股份行扩表速度的重要因素, 全国性布局的地域优势以及更为灵活的机制使得过去股份行在零售业务和地产业务上具有一定的优势, 但近年来居民有效需求不足和地产行业的风险暴露等原因制约了相关业务的发展, 从零售贷款占比来看, 股份行 24H1 零售贷款占比较 22 年末下降了 2.8 个百分点至 40.6%。

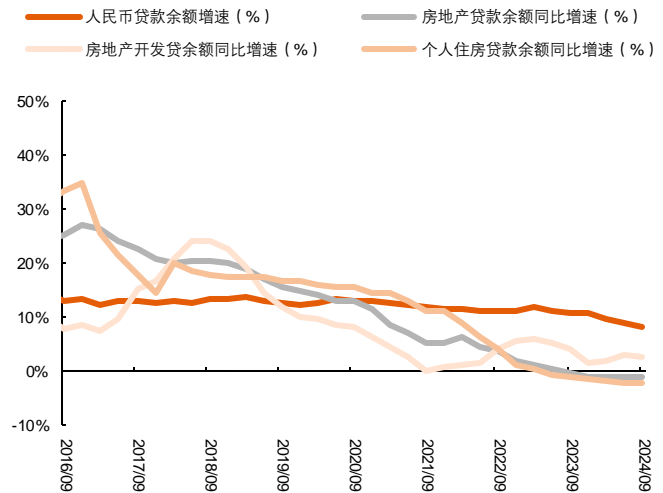
地产相关业务近年来增速持续下滑, 从行业口径来看, 截至 9 月末, 房地产贷款同比负增 1.0%, 其中房地产开发贷和按揭贷款分别同比变化+2.75%/-2.3%, 皆低于行业整体贷款增速水平。

图表76 国有行和股份行个人贷款占比



资料来源: wind、中国人民银行、平安证券研究所

图表77 地产相关贷款增速持续位于低位

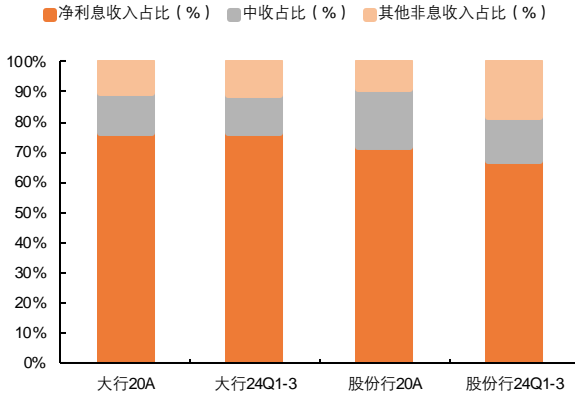


资料来源: wind、中国人民银行、平安证券研究所

中收业务增长乏力。灵活的机制以及业务创新能力为股份行中收业务展业持续赋能, 但近年来减费让利大背景以及居民财富管理弱需求等情况导致中收业务发展略受挫, 以上市银行数据来看, 24Q1-3 大行和股份行中收同比增速分别为-8.9%/-14.4%, 延续负增趋势。此外, 值得注意的是股份行近年来投资相关的其他非息收入占营收比重明显提升, 以今年前3季度

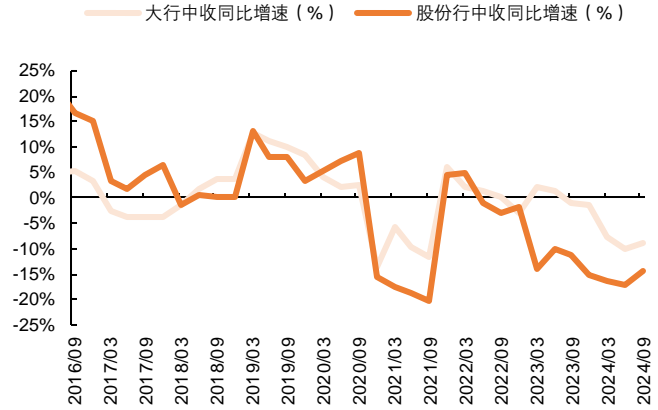
收入和 20 年收入对比来看，股份行其他非息收入占比较 22 年提升了 9 个百分点至 18%。

图表78 大行和股份行营收结构变化



资料来源: wind、平安证券研究所

图表79 上市大行、股份行中收同比增速



资料来源: wind、平安证券研究所

关注预期改善对股份行的催化。房地产“止跌回升”政策基调明确，风险缓释释放股份行向上弹性。针对地产市场调节政策持续加码以及市场交投情绪的回暖一定程度缓释了市场对于涉房资产类业务的担忧，特别是地产敞口相对较高的股份行或将更为受益于风险端缓释所带来的边际效应。

- 1) 存量对公地产敞口规模: 若以存量对公房地产规模占对公贷款比重来看，平安、浙商和民生占比位于上市股份行前列。
- 2) 地产不良率情况: 从改善程度来看，华夏、浦发和浙商银行 24 年半年末对公地产不良率较年初变化幅度位于可比同业前列，分别达到了 165BP/137BP/122BP，变化幅度位于可比同业前列。若以存量不良率来看，兴业、平安和浙商不良率处于上市股份行较好水平。

图表80 上市股份制银行对公地产贷款敞口变动情况

| 上市股份行 | 房地产行业贷款占比 | | |
|-------|-----------|-------|--------|
| | 23A | 24H1 | 变动比例 |
| 招商银行 | 12.6% | 12.3% | -0.30% |
| 中信银行 | 9.6% | 9.5% | -0.10% |
| 民生银行 | 14.8% | 14.0% | -0.80% |
| 兴业银行 | 13.8% | 13.9% | 0.09% |
| 浦发银行 | 12.2% | 12.3% | 0.10% |
| 光大银行 | 7.7% | 7.3% | -0.31% |
| 平安银行 | 21.0% | 18.3% | -2.68% |
| 华夏银行 | 6.5% | 6.5% | 0.04% |
| 浙商银行 | 15.8% | 15.7% | -0.06% |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表81 上市股份制银行对公地产不良率变动情况

| | 对公房地产贷款不良率变化 | | |
|------|--------------|-------|-----------|
| | 23A | 24H1 | 变动比例 (BP) |
| 招商银行 | 5.26% | 5.12% | -14 |
| 中信银行 | 2.59% | 2.30% | -29 |
| 民生银行 | 4.92% | 5.29% | 37 |
| 兴业银行 | 0.84% | 1.08% | 24 |
| 浦发银行 | 4.11% | 2.74% | -137 |
| 光大银行 | 5.33% | 4.51% | -82 |
| 华夏银行 | 4.21% | 2.56% | -165 |
| 平安银行 | 0.86% | 1.26% | 40 |
| 浙商银行 | 2.48% | 1.26% | -122 |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、重点覆盖公司

4.1 工商银行：经营稳健，高股息属性突出

工商银行作为国内体量最大的商业银行，夯实的客户基础、突出的成本优势、稳健的资产质量以及持续完善的综合化经营能力都是其穿越周期的基础，伴随其“GBC+”战略的逐渐深化，资金内循环以及客户粘性的提升都有望为其提供稳定的业务需求。当前在无风险利率持续下行的背景下，工行作为能够稳定分红的高股息品种，股息率相对无风险利率的股息溢价率位于历史高位，红利配置价值值得关注。我们维持公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.03/1.07/1.12 元，盈利对应同比增速 0.5%/4.0%/5.3%，目前公司 A 股股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.62x/0.57x/0.54x，维持“推荐”评级。

图表82 工商银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业净收入(百万元) | 842,512 | 809,504 | 791,333 | 850,405 | 912,201 |
| YOY (%) | -2.2 | -3.9 | -2.2 | 7.5 | 7.3 |
| 归母净利润(百万元) | 360,483 | 363,993 | 365,888 | 380,437 | 400,618 |
| YOY (%) | 3.5 | 1.0 | 0.5 | 4.0 | 5.3 |
| ROE (%) | 11.9 | 11.1 | 10.4 | 10.0 | 9.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.01 | 1.02 | 1.03 | 1.07 | 1.12 |
| P/E(倍) | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 5.9 | 5.6 |
| P/B(倍) | 0.72 | 0.66 | 0.62 | 0.57 | 0.54 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.2 建设银行：优质国有大行，关注股息价值

建设银行作为国内领先的商业银行，其在盈利能力、综合化经营和转型发展等方面都起到行业标杆作用。立足长期，建行基于自身住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”，并不断拓展外延，积极深耕乡村振兴、绿色发展、养老健康、消费金融、科技金融等重点领域，转型成效值得关注。我们维持公司 24-26 年 EPS 分别为 1.32/1.36/1.43 元，盈利对应同比增速 0.6%/2.9%/5.2%，目前公司 A 股股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.65x/0.61x/0.57x，维持“推荐”评级。

图表83 建设银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业净收入(百万元) | 757,689 | 745,028 | 742,467 | 776,872 | 833,802 |
| YOY(%) | -1.0 | -1.7 | -0.3 | 4.6 | 7.3 |
| 归母净利润(百万元) | 324,727 | 332,653 | 330,616 | 340,229 | 357,889 |
| YOY(%) | 7.3 | 2.4 | -0.6 | 2.9 | 5.2 |
| ROE(%) | 12.5 | 11.7 | 10.8 | 10.4 | 10.2 |
| EPS(摊薄/元) | 1.30 | 1.33 | 1.32 | 1.36 | 1.43 |
| P/E(倍) | 6.4 | 6.2 | 6.3 | 6.1 | 5.8 |
| P/B(倍) | 0.76 | 0.70 | 0.65 | 0.61 | 0.57 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.3 上海银行: 估值具备安全边际, 关注公司股息价值

上海银行持续深耕长三角、粤港澳、京津冀等重点区域, 区位优势明显, 覆盖区域内的良好信用环境也为公司提供了稳定的收入来源, 同时上海银行努力打造差异化竞争优势, 聚焦消费金融、财富管理、养老金融三大主线, 根据公司 24 年三季报, 养老金客户数量始终保持在上海地区第一名的地位。按照最新收盘价计算公司股息率为 5.41%, 股息价值凸显。我们维持公司 24-26 年盈利预测, 预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.62/1.70/1.79 元, 对应盈利增速分别为 2.2%/5.0%/5.3%, 目前公司股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.52x/0.49x/0.46x, 公司当前估值水平仍处在历史分位底部, 安全边际充分, 维持“推荐”评级。

图表84 上海银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 53,111 | 50,563 | 51,058 | 53,491 | 56,126 |
| YOY(%) | -5.5 | -4.8 | 1.0 | 4.8 | 4.9 |
| 归母净利润(百万元) | 22,280 | 22,545 | 23,035 | 24,191 | 25,463 |
| YOY(%) | 1.1 | 1.2 | 2.2 | 5.0 | 5.3 |
| ROE(%) | 11.6 | 10.8 | 10.3 | 10.1 | 10.0 |
| EPS(摊薄/元) | 1.57 | 1.59 | 1.62 | 1.70 | 1.79 |
| P/E(倍) | 5.4 | 5.4 | 5.2 | 5.0 | 4.7 |
| P/B(倍) | 0.60 | 0.55 | 0.52 | 0.49 | 0.46 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.4 成都银行: 享区域资源禀赋, 看好红利持续释放

成都银行作为一家根植成都的城商行, 成渝双城经济圈战略升级, 公司未来的发展潜力值得期待。结合公司收入端表现出的较强韧性, 资产质量不断优化以及拨备保持充裕, 我们维持公司 24-26 年盈利预测, 预计公司 24-26 年 EPS 分别为 3.46/3.96/4.55 元, 对应盈利增速分别为 13.1%/14.3%/15.1%。目前公司股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.83x/0.73x/0.64x, 考虑到区域资源禀赋带来的高成长性和资产质量优势, 我们看好公司估值溢价的持续和抬升空间, 维持“强烈推荐”评级。

图表85 成都银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 20,242 | 21,702 | 23,623 | 26,661 | 30,741 |

| | | | | | |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| YOY(%) | 13.1 | 7.2 | 8.9 | 12.9 | 15.3 |
| 归母净利润(百万元) | 10,042 | 11,671 | 13,201 | 15,089 | 17,370 |
| YOY(%) | 28.2 | 16.2 | 13.1 | 14.3 | 15.1 |
| ROE(%) | 19.9 | 19.5 | 19.0 | 19.0 | 19.1 |
| EPS(摊薄/元) | 2.63 | 3.06 | 3.46 | 3.96 | 4.55 |
| P/E(倍) | 6.1 | 5.3 | 4.7 | 4.1 | 3.5 |
| P/B(倍) | 1.10 | 0.95 | 0.83 | 0.73 | 0.64 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.5 长沙银行：深耕本土基础夯实，看好公司零售潜力

长沙银行作为深耕湖南的优质本土城商行，区域充沛的居民消费活力为其零售业务发展创造了良好的外部条件，同时公司对于零售业务模式的探索仍在持续迭代升级，随着未来零售生态圈打造、运营更趋成熟以及县域金融战略带来的协同效应，我们认为其在零售领域的竞争力将得以保持。我们维持公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年 EPS 分别为 1.97/2.21/2.51 元，对应盈利增速分别为 6.4%/11.7%/13.7%，目前股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.54x/0.48x/0.44x，维持“推荐”评级。

图表 86 长沙银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 22,866 | 24,802 | 26,503 | 28,482 | 31,151 |
| YOY(%) | 9.6 | 8.5 | 6.9 | 7.5 | 9.4 |
| 归母净利润(百万元) | 6,811 | 7,463 | 7,940 | 8,872 | 10,086 |
| YOY(%) | 8.0 | 9.6 | 6.4 | 11.7 | 13.7 |
| ROE(%) | 13.2 | 13.1 | 12.6 | 12.8 | 13.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.69 | 1.86 | 1.97 | 2.21 | 2.51 |
| P/E(倍) | 5.2 | 4.7 | 4.5 | 4.0 | 3.5 |
| P/B(倍) | 0.65 | 0.59 | 0.54 | 0.48 | 0.44 |

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.6 苏州银行：区域禀赋突出，改革提质增效

苏州银行资产质量处于同业优异水平，苏州地区良好的区域环境将持续支撑信贷需求的旺盛，公司人员与网点的加速扩张也有助于揽储和财富管理竞争力的增强，伴随大零售转型和机构改革的持续推进，公司盈利能力有望进一步提升。我们维持公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 50.8 亿元/56.3 亿元/62.6 亿元，对应盈利增速分别为 10.4%/10.9%/11.2%，目前公司股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.72x/0.66x/0.61x，维持“强烈推荐”评级。

图表 87 苏州银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 11,695 | 11,812 | 12,068 | 13,197 | 14,778 |
| YOY(%) | 8.6 | 1.0 | 2.2 | 9.4 | 12.0 |
| 归母净利润(百万元) | 3,918 | 4,601 | 5,080 | 5,634 | 6,264 |
| YOY(%) | 26.1 | 17.4 | 10.4 | 10.9 | 11.2 |
| ROE(%) | 11.6 | 12.4 | 12.6 | 13.0 | 13.3 |
| EPS(摊薄/元) | 1.04 | 1.22 | 1.35 | 1.50 | 1.66 |
| P/E(倍) | 7.7 | 6.5 | 5.9 | 5.3 | 4.8 |
| P/B(倍) | 0.83 | 0.75 | 0.72 | 0.66 | 0.61 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为2024年12月4日收盘价

4.7 常熟银行：看好零售和小微业务稳步推进

公司始终坚守“三农两小”市场定位，持续通过深耕普惠金融、下沉客群、异地扩张走差异化发展的道路，零售与小微业务稳步发展，我们认为后续伴随区域小微企业和零售客户需求的持续回暖，公司有望充分受益。我们维持公司24-26年盈利预测，预计公司24-26年EPS分别为1.29/1.54/1.83元，对应盈利增速分别为18.6%/19.1%/19.0%，目前公司股价对应24-25年PB分别为0.85x/0.75x/0.67x，我们长期看好公司小微业务的发展空间，维持“强烈推荐”评级。

图表88 常熟银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 8,809 | 9,871 | 10,836 | 11,940 | 13,375 |
| YOY(%) | 15.1 | 12.1 | 9.8 | 10.2 | 12.0 |
| 归母净利润(百万元) | 2,744 | 3,282 | 3,894 | 4,636 | 5,516 |
| YOY(%) | 25.4 | 19.6 | 18.6 | 19.1 | 19.0 |
| ROE(%) | 13.2 | 14.1 | 15.1 | 16.2 | 17.1 |
| EPS(摊薄/元) | 0.91 | 1.09 | 1.29 | 1.54 | 1.83 |
| P/E(倍) | 8.3 | 7.0 | 5.9 | 4.9 | 4.1 |
| P/B(倍) | 0.92 | 0.82 | 0.85 | 0.75 | 0.67 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为2024年12月6日收盘价

4.8 宁波银行：零售转型高质量发展，看好公司高盈利水平保持

宁波银行作为城商行的标杆，受益于多元化的股权结构、市场化的治理机制和稳定的管理团队带来的战略定力，资产负债稳步扩张，盈利能力领先同业，在稳健资产质量护航下，夯实的拨备为公司未来稳健经营和业绩弹性带来支撑。我们维持公司24-26年盈利预测，预计公司24-26年EPS分别为4.10/4.49/4.95元，对应盈利增速分别为6.1%/9.6%/10.2%。目前公司股价对应24-26年PB分别为0.84x/0.74x/0.66x，鉴于公司市场化基因突出，长期视角下的盈利能力、资产质量有望持续领先同业，维持“强烈推荐”评级。

图表89 宁波银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业净收入(百万元) | 57,872 | 61,572 | 64,650 | 70,604 | 78,473 |
| YOY(%) | 9.7 | 6.4 | 5.0 | 9.2 | 11.1 |
| 归母净利润(百万元) | 23,075 | 25,535 | 27,091 | 29,682 | 32,701 |
| YOY(%) | 18.1 | 10.7 | 6.1 | 9.6 | 10.2 |
| ROE(%) | 16.1 | 15.5 | 14.6 | 14.4 | 14.0 |
| EPS(摊薄/元) | 3.49 | 3.87 | 4.10 | 4.49 | 4.95 |
| P/E(倍) | 7.0 | 6.3 | 6.0 | 5.5 | 5.0 |
| P/B(倍) | 1.06 | 0.92 | 0.84 | 0.74 | 0.66 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为2024年12月6日收盘价

4.9 兴业银行：“商行+投行”打造差异化经营，股息率高于同业

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

兴业体制机制灵活，围绕“商行+投行”布局，以轻资本、轻资产、高效率为方向，不断推动业务转型，目前公司表内外业务均衡发展，ROE 始终处在股份行前列，公司提出未来将打造绿色银行、财富银行、投资银行三张金色名片，我们看好相关赛道的长期发展空间。特别是 23 年公司提高其分红比例 1.33 个百分点至 29.64%，目前公司股息率达到 6.30%，股息价值进一步凸显。我们维持公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年 EPS 分别为 3.76/3.97/4.28 元，对应盈利增速分别为 +1.4%/+5.5%/+7.8%，目前兴业银行股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.50x/0.46x/0.43x，考虑到目前公司估值安全边际相对较高，收入端短期扰动消退后长期盈利能力有望修复，维持“强烈推荐”评级。

图表90 兴业银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业净收入(百万元) | 221,903 | 210,245 | 215,422 | 224,787 | 238,713 |
| YOY(%) | 0.9 | -5.3 | 2.5 | 4.3 | 6.2 |
| 归母净利润(百万元) | 91,377 | 77,116 | 78,201 | 82,535 | 88,984 |
| YOY(%) | 10.5 | -15.6 | 1.4 | 5.5 | 7.8 |
| ROE(%) | 14.6 | 11.3 | 10.6 | 10.4 | 10.4 |
| EPS(摊薄/元) | 4.40 | 3.71 | 3.76 | 3.97 | 4.28 |
| P/E(倍) | 4.2 | 4.9 | 4.9 | 4.6 | 4.3 |
| P/B(倍) | 0.58 | 0.54 | 0.50 | 0.46 | 0.43 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

4.10 招商银行：短期承压不改业务韧性，静待零售拐点

公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大，但长期角度下的竞争优势依然稳固，营收能力绝对水平仍位于同业领先地位，长期价值依然可期，重点关注居民需求的修复拐点。我们维持公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年 EPS 分别为 6.08/6.39/6.83 元，对应盈利增速分别为 4.5%/5.2%/6.9%，目前招行股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.92x/0.83x/0.76x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。

图表91 招商银行盈利预测

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业净收入(百万元) | 339,102 | 332,881 | 334,977 | 352,450 | 377,230 |
| YOY(%) | 3.7 | -1.8 | 0.6 | 5.2 | 7.0 |
| 归母净利润(百万元) | 138,012 | 146,602 | 153,216 | 161,167 | 172,367 |
| YOY(%) | 15.1 | 6.2 | 4.5 | 5.2 | 6.9 |
| ROE(%) | 17.7 | 16.7 | 15.8 | 15.2 | 14.7 |
| EPS(摊薄/元) | 5.47 | 5.81 | 6.08 | 6.39 | 6.83 |
| P/E(倍) | 6.7 | 6.3 | 6.1 | 5.8 | 5.4 |
| P/B(倍) | 1.13 | 1.01 | 0.92 | 0.83 | 0.76 |

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：估值参考价格为 2024 年 12 月 6 日收盘价

五、 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。**今年以来监管当局采取了一系列金融支持政策帮扶企业叠加降息的持续落地，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) **金融政策监管风险。**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与盈利发展空间。

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