

风险缓释与复苏，关注股份行弹性

—— 银行业2025年度投资策略

民生证券银行团队 余金鑫

摘要

- **经营展望：预计25年上市银行营收增速仍有压力，利润保持正增长。**受规模扩张放缓、净息差收窄压力、金融投资对营收的贡献度边际降低等因素制约，我们认为2025年度上市银行营收同比增长仍有压力。但伴随地方债务化解逐步推进，地产一揽子政策逐步显效，银行在地产和城投类资产的风险隐忧有望有效缓解，银行能够保持较低的减值计提力度，对利润表现构成支撑。
- **持仓分析：被动基金持续扩容，助推板块行情。**2024年以来，银行板块持续受到汇金、保险、基金及北上资金的增持，其中被动基金的增持力度尤为显著。展望来看，加快推动中长期资金入市的政策基调明确，被动基金有望延续快速扩容趋势，银行作为主要指数中的高权重板块，将显著受益于资金推动。
- **股份行修复斜率或更陡峭。**回顾24年以来板块估值修复过程，股份行进度较为滞后，现阶段多重因素驱动下有望提速：1) 政策态度积极，强化顺周期思路；2) 主动公募和北上资金仓位偏低，增配空间充足；3) 主要业绩指标拐点已现，零售、房地产等重点领域资产质量改善预期显著；4) 分红稳定性同样较高，而股息率不逊色于大行。
- **优质区域行估值有望稳步向上。**部分银行受益于良好区位优势，扩表具韧性，业绩有保障；部分银行受益于化债政策推进，风险预期改善，扩表不确定性下降。
- **高股息仍有稳健收益。**银行板块股息率较高、估值较低的特征不变，24H1近半数上市银行实施中期分红，进一步强化板块红利属性。
- **投资建议：把握三条主线，1) 低估值股份行：建议关注招商银行、兴业银行、浦发银行；2) 优质区域城农商：化债受益银行，建议关注渝农商行、重庆银行，区位优势银行，建议关注齐鲁银行、成都银行、常熟银行、杭州银行等。3) 高股息银行：经济复苏过程中，高股息策略具备绝对收益稳定性，建议关注国有大行、南京银行、沪农商行等。**
- **风险提示：宏观经济波动超预期；资产质量恶化；行业净息差下行超预期。**



01

基本面：经营业绩展望

02

资金面：机构持仓分析

03

股份行修复斜率更陡峭

04

优质区域行估值有望稳步向上

05

高股息仍有稳健收益

06

投资建议

07

风险提示

CONTENTS

目录



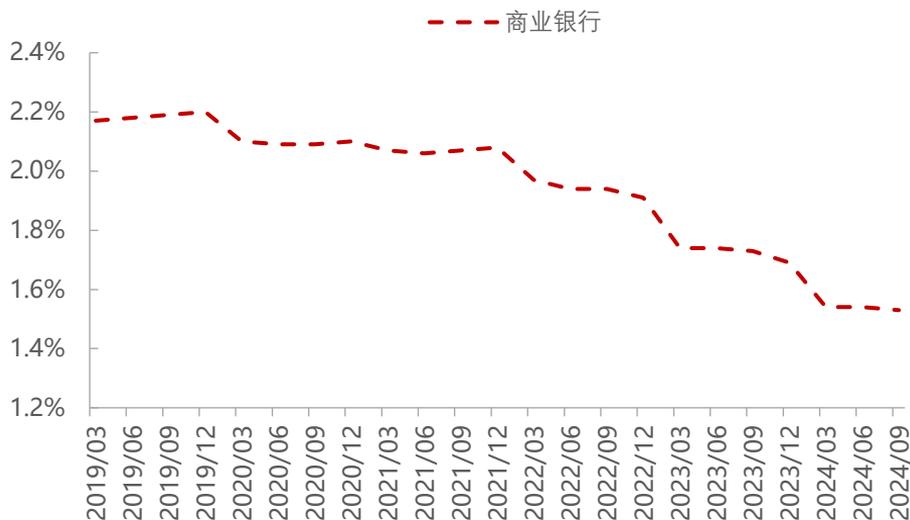
01. 基本面：经营业绩展望

1.1

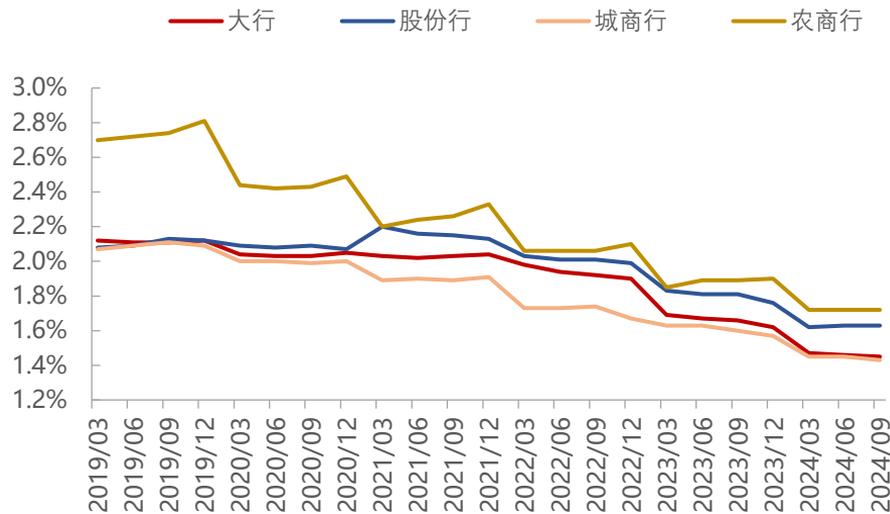
息差降幅有望收窄

- 净息差收窄是当前银行基本面表现的重要影响因素。
- 整体来看，商业银行净息差在2022年初开始进入下行通道。
- 从四类银行来看，农商行在2020年末之前净息差拥有相对优势，但2020年以来降幅也最为明显；大行及股份行息差走势较为相似，在2023年初开始明显下行；城商行净息差则是在2022年初开始进入下行通道。

商业银行净息差



四类商业银行净息差



1.1 息差降幅有望收窄

- 展望2025年，净息差仍有下行压力，但预计息差降幅收窄。
- 宽松货币政策环境下，银行贷款端定价趋势性下行，不过政策端已开始重视保持商业银行净息差合理水平，2024年通过降准、整治违规手工补息、降低存款挂牌利率等方式，助推银行负债端成本率下行。

政策端逐渐重视银行净息差收窄压力

2024年银行存贷定价相关政策梳理

相关会议/文件 相关表述

2023年第二季度 专栏1：合理看待我国商业银行利润水平。
 货币政策执行报告 “商业银行维持稳健经营、防范金融风险，**需保持合理利润和净息差水平**”

2024年第三季度 专栏3：维护竞争秩序，改善政策利率传导机制。
 货币政策执行报告 “需要尽可能缓解影响利率调控的约束，引导银行通过市场化方式保持合理的资产收益和负债成本，**避免净息差掣肘**，使利率政策更好服务于货币政策的宏观调控职能。”

2024年9月24日 “引导金融机构优化布局、苦练内功，**积极应对净息差收窄和利差损风险。**”
 央行国新办新闻发布会 “在政策调整的方案设计中，人民的技术团队经过多轮认真地量化分析评估，这次利率调整对银行收益的影响是中性的，**银行的净息差将保持基本稳定。**”

资产端

2024/2/20 5年期LPR下调0.25pct
 2024/7/22 1年期、5年期LPR均下调0.1pct
 2024/9/29 调整**存量住房按揭贷款利率**
 2024/10/21 1年期、5年期LPR均下调0.25pct

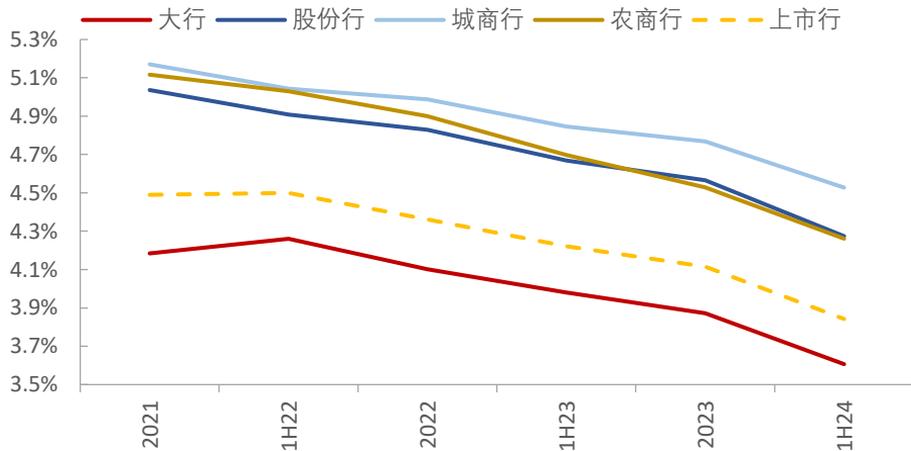
负债端

2024/2/5 **降准**，下调金融机构存款准备金率0.5pct
 2024年4月 整治违规**手工补息**
 2024/7/25 大行引领**调降存款挂牌利率**
降准，下调金融机构存款准备金率0.5pct，同时央行行长潘功胜在2024金融街论坛年会上表示预计年底前视市场流动性情况，**择机进一步下调存款准备金率0.25—0.5pct**
 2024/9/27 大行引领**调降存款挂牌利率**
 2024/10/18 大行引领**调降存款挂牌利率**
 2024/11/29 优化**非银同业存款利率自律管理**

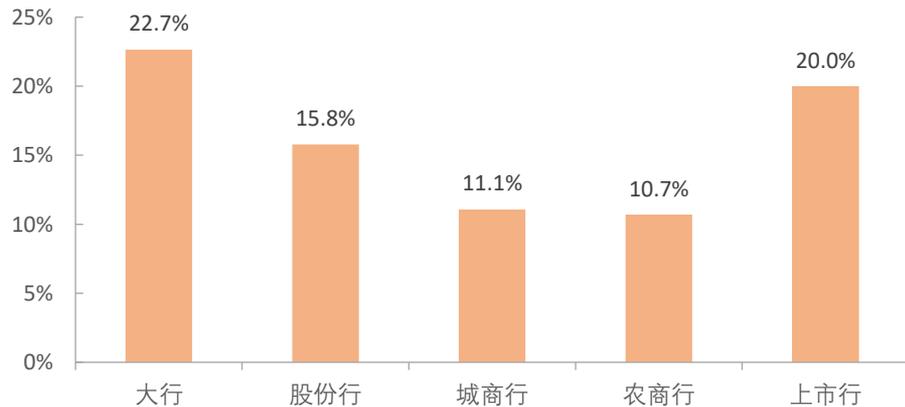
1.1 息差-资产端

- 资产端：贷款利率仍处于下降区间。
- 上市银行24H1贷款收益率为3.84%，较2023年下降27BP，且贷款收益率下降趋势短期内或较难观察到拐点。
- 2024年9月29日央行发文引导商业银行降低存量按揭贷款利率，政策在24Q4逐步推进。不过好在存量按揭贷款利率调整的影响相对一次性，且后续商业银行与借款人可自主协商调整加点幅度，即后续调整或不会累积进行批量调整，对资产端定价影响或能够实现缓释。

42家上市银行贷款收益率



42家上市银行24H1末按揭贷款占比

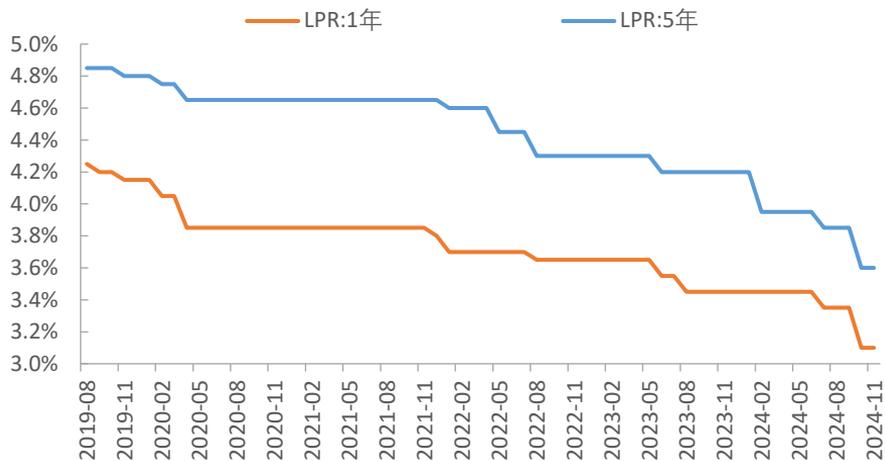


1.1

息差-资产端

- 资产端：贷款定价或延续下行趋势。
- 1) 信贷需求偏弱，新发贷款利率仍在较低位置，24Q3货币政策报告显示，2024年9月新发放企业贷款加权平均利率为3.51%，较6月下降12BP。
- 2) 2024年2月、7月、10月三次调降LPR，1年期、5年期LPR分别累计调降35BP、60BP。
- 3) 后续化债推进也或对银行存量资产定价产生影响。

LPR变动情况



新发放企业贷款利率走势

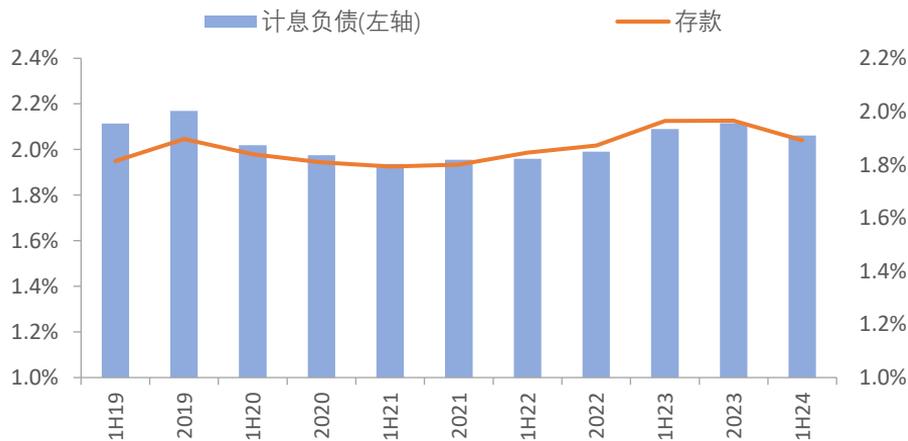


1.1

息差-负债端

- 负债端：随着存款挂牌价下降仍有下降空间。
- 上市银行24H1计息负债成本率2.06%、存款成本率1.89%，较2023年分别-5BP、-7BP。同时24H1也是上市银行计息负债和存款成本率向下的拐点。
- 2024年内五大行两轮调降存款挂牌价利率，其中10月调整幅度与此前几轮相比较为较大，因而2025年随着存款到期重定价，负债端成本有动力进一步向下。

上市银行负债成本率变化



五大行存款挂牌利率调整情况



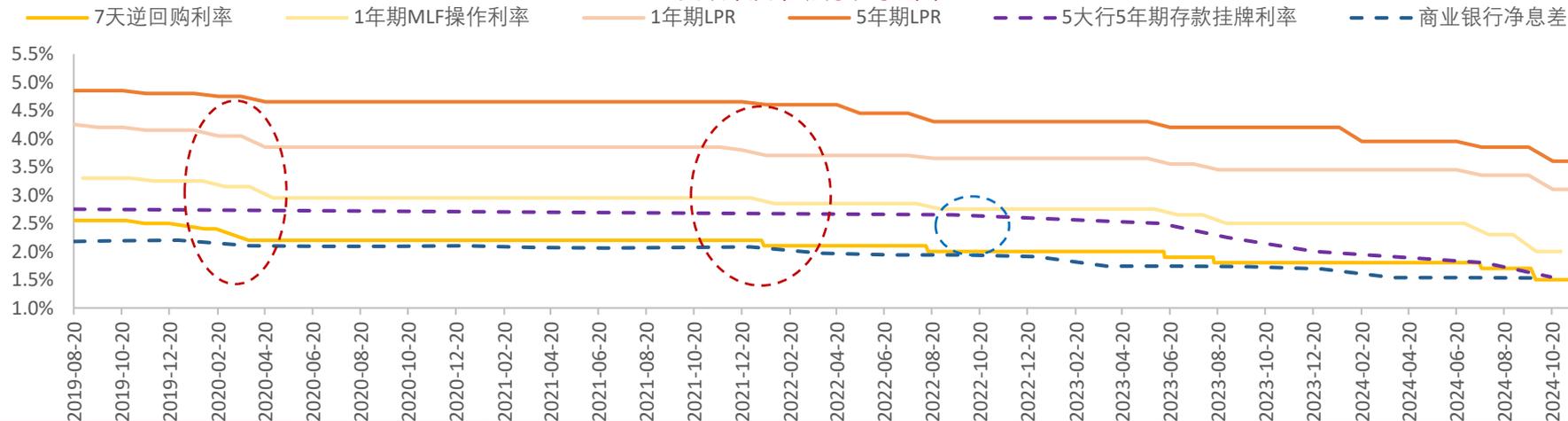
存款挂牌利率变化情况									
时间		2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18	
活期存款		0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%	0.15%	0.10%	
定期存款	整存整取	3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%
		6个月	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%
		1年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%	1.35%	1.10%
		2年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%	1.45%	1.20%
		3年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%	1.75%	1.50%
	零存整取、整存零取、存本取息	1年	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%	1.05%	0.80%
		3年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%
		5年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%	1.25%	1.00%
	定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行							
	协定存款		1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%	0.60%	0.20%
通知存款	1天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%	0.15%	0.10%	
	7天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%	0.70%	0.45%	

存款挂牌利率变动幅度 (当期-上期, BP)								
时间		2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22	2024/7/25	2024/10/18	
活期存款		-5	-5	0	0	-5	-5	
定期存款	整存整取	3个月	-10	0	0	-10	-10	-25
		6个月	-10	0	0	-10	-10	-25
		1年	-10	0	-10	-10	-10	-25
		2年	-10	-10	-20	-20	-20	-25
		3年	-15	-15	-25	-25	-20	-25
	零存整取、整存零取、存本取息	1年	-10	0	0	-10	-10	-25
		3年	-10	0	0	-10	-10	-25
		5年	-10	0	0	-10	-10	-25
	定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打六折执行						
	协定存款		-10	0	0	-20	-10	-40
通知存款	1天	-10	0	0	-20	-10	-5	
	7天	-10	0	0	-20	-10	-25	

1.1 息差-负债端

- 后续净息差的降幅有望收窄，支撑主要来自负债端。
- 银行息差下行，部分原因在于存贷款利率调整与政策利率调整幅度存在较大差异。资产端，有效信贷需求不足背景下，银行端竞争较为激烈，贷款利率降幅大于LPR降幅；而负债端，银行对存款重视程度较高，使得政策利率并没有较明显带动存款利率和贷款利率同步下行，综上使得银行净息差面临较大压力。
- 存款端定价调整启动，对息差的贡献将逐步体现。而2022年9月以来，大行引领了6轮存款挂牌价调降，之后会随着存款到期重定价而逐步使银行存款成本率向下，同时央行还通过规范手工补息、规范存款市场利率定价行为、建立存款招投标利率报备机制等方式，引导疏通利率传导机制。

主要政策及市场利率对比图



1.2 淡化规模情结，扩张或延续较缓节奏

监管引导淡化“规模情结”

- 银行资产规模增速或放缓。
- 一方面，当前有效信贷需求仍略显不足，2024年人民币贷款增速明显走低；同时整治手工补息、存款挂牌价调降背景下，2024年银行存款增速也较2023年下降，银行规模扩张动能减弱。
- 另一方面，监管端引导金融机构淡化“规模情结”。货币政策报告、央行行长公开发言等，均提及银行信贷增长要符合真实有效需求，需要弱化“规模情结”。

相关会议/文件

相关表述

2024年第一季度货币政策执行报告

当前，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，对该变化还有个认识、适应的过程，**仍有“规模情结”现象。**

优化季度金融业增加值核算方式

由之前主要基于存贷款增速的推算法改成了收入法，更真实地反映金融业增加值水平，**弱化一些地方政府和金融机构存贷款“冲时点”行为。**

第十五届陆家嘴论坛

潘功胜表示，当货币信贷增长已由供给约束转为需求约束时，**如果把关注的重点仍放在数量的增长上甚至存在规模情结，显然有悖经济运行规律。**需要把金融总量更多作为观测性、参考性、预期性的指标，更加注重发挥利率调控的作用。

社融和人民币贷款余额：同比增速



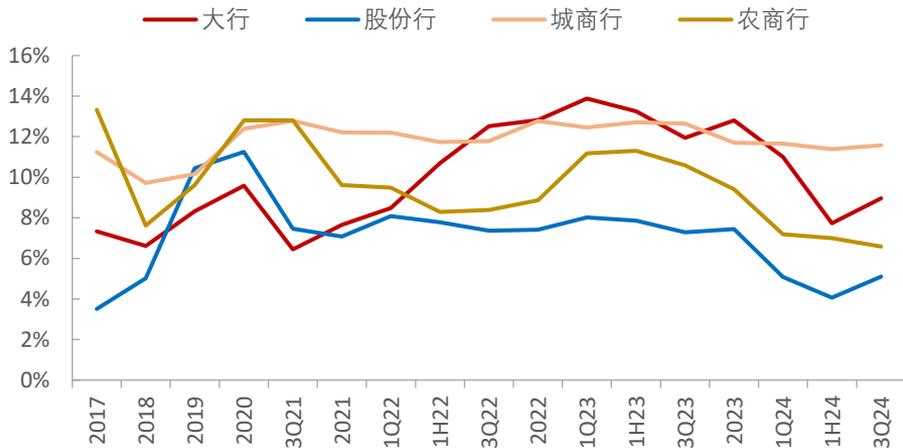
金融机构存款余额：同比增速



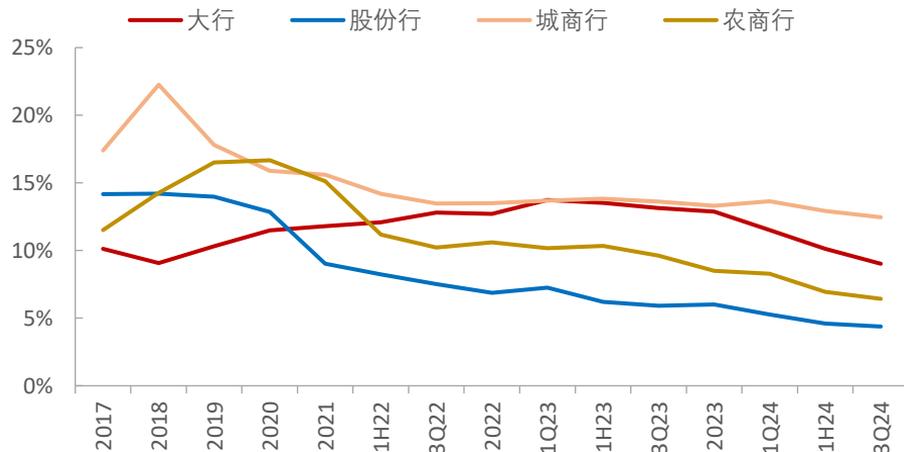
1.2 淡化规模情结，扩张或延续较缓节奏

- 从各类银行来看，**国有大行**2022、2023年信贷较高增速后，24年贷款增速已有明显下降，考虑到大行对实体经济的支撑作用，2025年大行信贷增速或基本延续2024年表现；**城农商行**内部或有所分化，江浙、成渝地区经济动能更强，区域内城农商行信贷有望延续较高增速；**股份行**信贷增速自2021年以来持续向下，后续随着按揭提前还款走弱、零售信贷需求修复，股份行信贷增速有望回升。

四类上市银行资产总额：同比增速



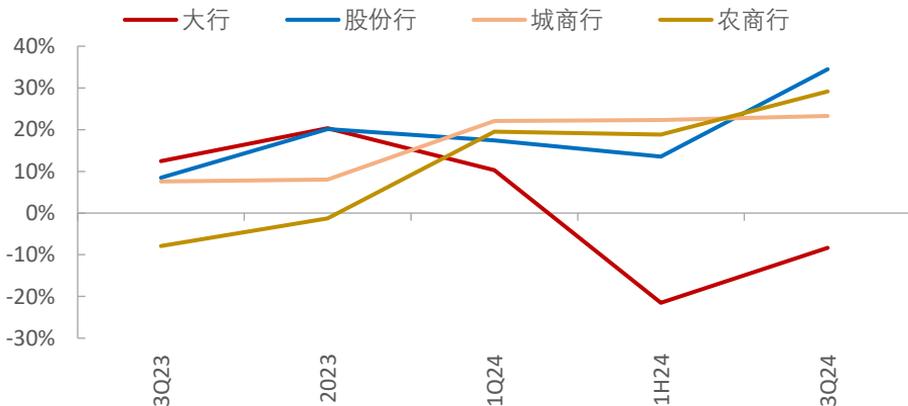
四类上市银行贷款总额：同比增速



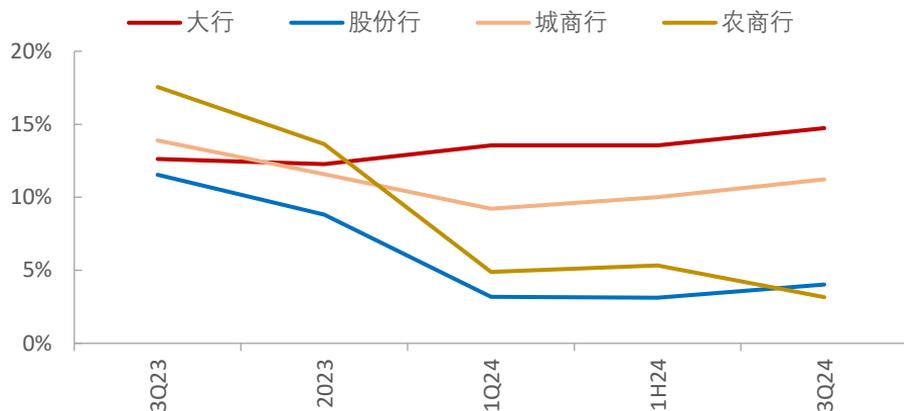
1.2 淡化规模情结，扩张或延续较缓节奏

- 结构上来看，在信贷增速下降背景下，银行或综合市场情况，适当加大对金融投资、同业资产配置。而信贷内部来看，2024年内金融机构绿色贷款、普惠小微贷款余额均实现较高增速，结合政策导向，预计后续“五篇大文章”领域或继续成为信贷重点投放方向。

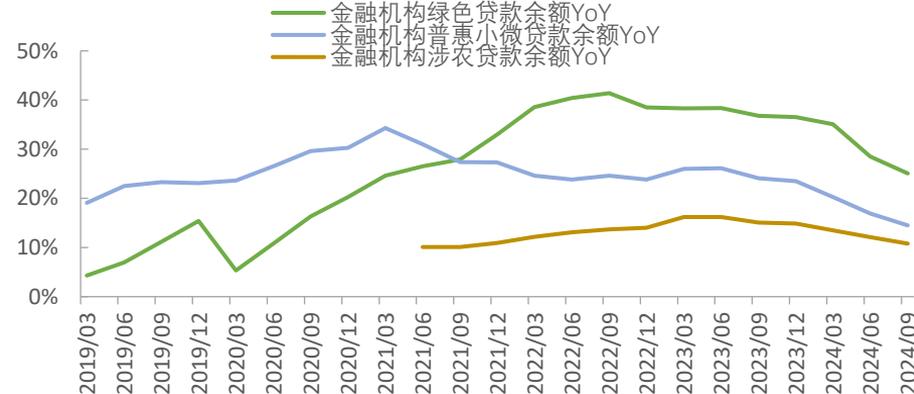
四类上市银行同业资产余额：同比增速



四类上市银行金融投资余额：同比增速



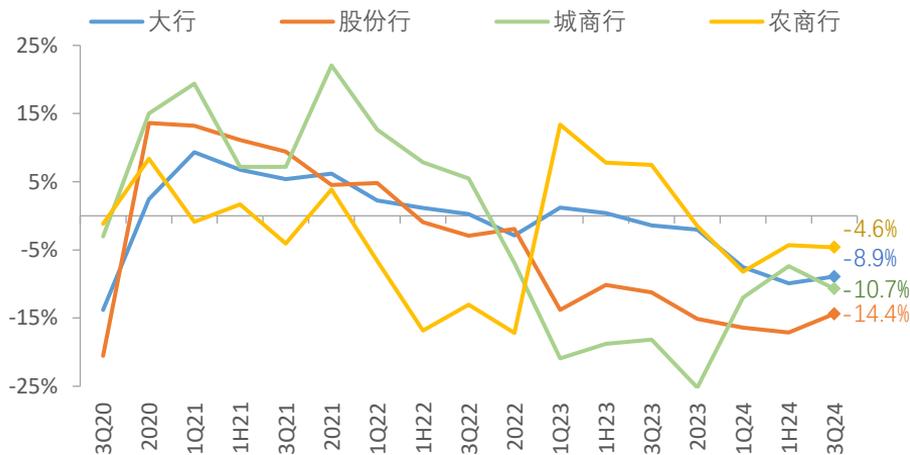
金融机构绿色、普惠领域贷款余额同比增速较高



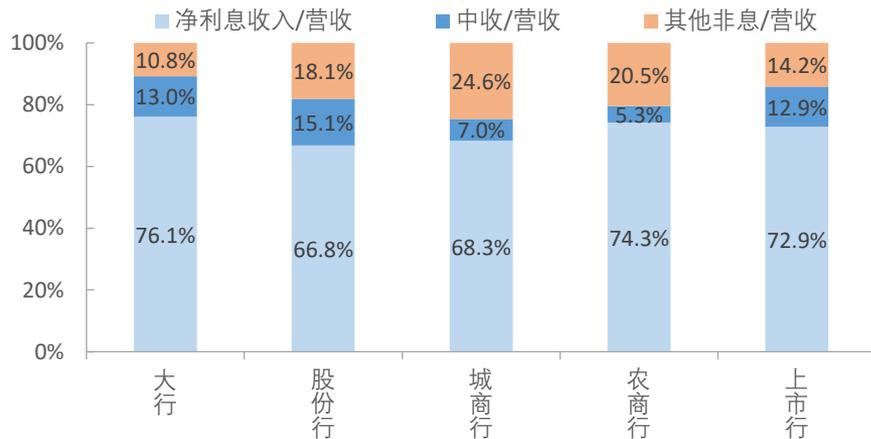
1.3 非息——中收低基数下有望修复

- 中收增速或已经逐步见底，明年低基数下有望修复。
- 银行中收目前面临两大压力，一是银保渠道“报行合一”使得保险代理费率下调，二是代销理财、基金费率下降。而后续来看，首先，银保渠道“报行合一”要求发生于2023年下半年，此前高基数效应逐渐弱化；其次，24Q4股市表现回暖，银行代销权益类基金规模或随之有所提升，从量价两方面利好代销理财收入；存款挂牌利率下降、治理手工补息背景下，存款或向理财产品分流，也利好代销中收回暖。
- 若中收降幅收窄或增速能够回正，则更加利好中收占比较高的国有大行及股份行。

四类上市银行中收（累计）：同比增速



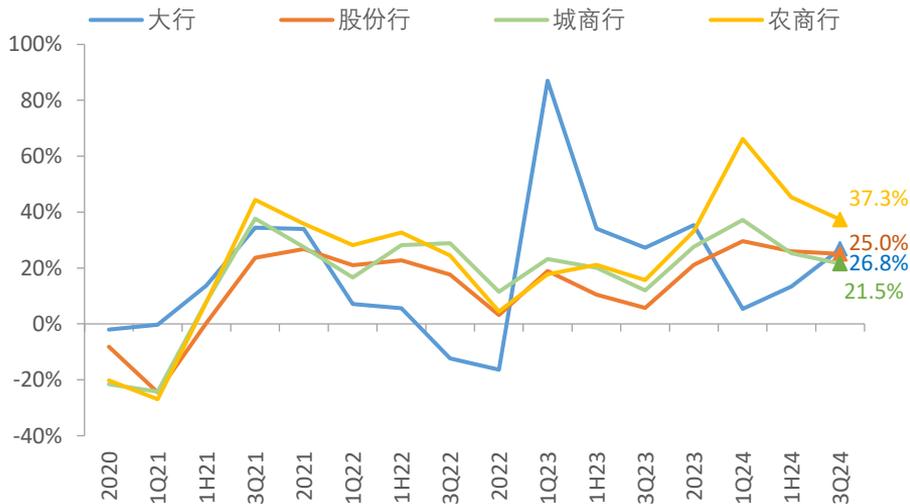
24Q3末四类上市银行营收结构



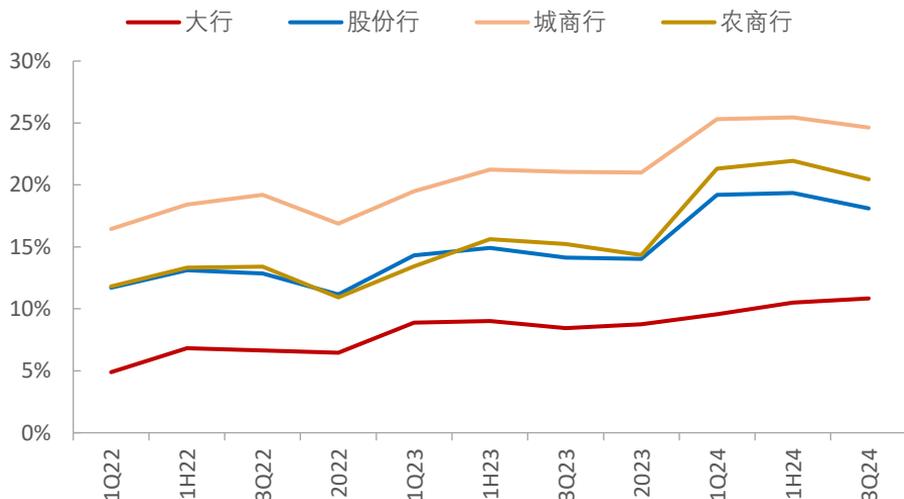
1.3 非息——其他非息收入高基数下或存一定压力

- 2025年其他非息收入或有一定压力。
- 得益于2024年内债市走强，银行其他非息收入增速较高，成为营收的重要支撑项目。
- 展望后续，一方面24年其他非息收入形成了相对高基数，另一方面也要综合考虑25年债市表现以及银行金市投资能力，预计25年其他非息收入增速会较24年有所下行，其中其他非息收入在营收中占比较高的城农商行或相对较大。

上四类市银行其他非息收入（累计）：同比增速



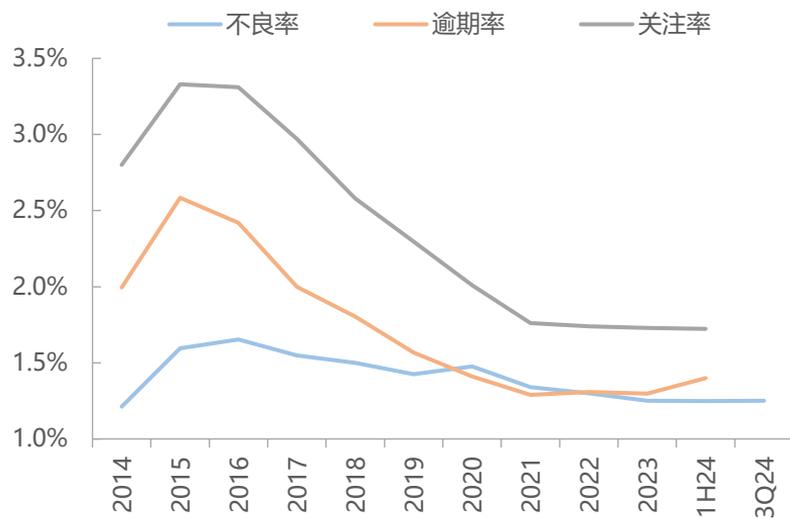
四类上市银行其他非息收入在营收中占比



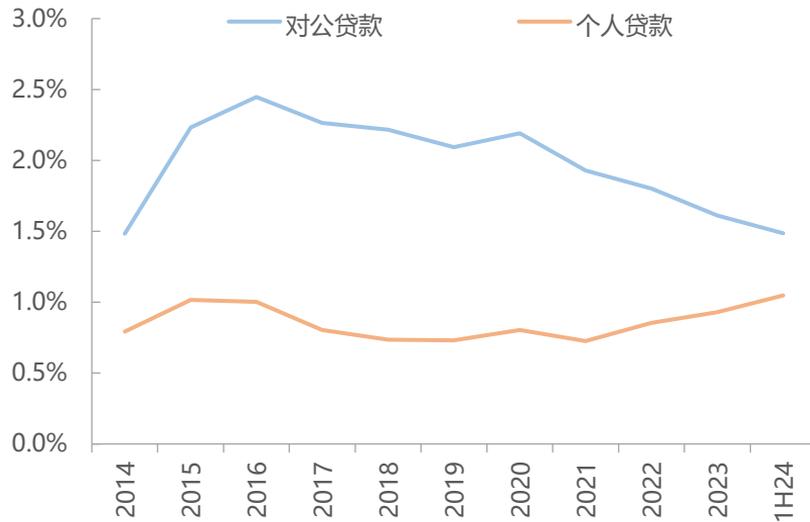
1.4 资产质量：预计对公端稳步向好，零售端仍有压力

- 不良率稳定，前瞻指标波动。对公贷款资产质量持续改善支撑下，24年以来上市银行不良率延续下降趋势。由于现阶段就业、收入预期仍处于改善进程中，零售贷款不良率尚未止住向上趋势，关注率、逾期率等资产质量前瞻性指标也有所上升，潜在风险暴露仍有压力。

上市银行资产质量



上市银行分主体不良率

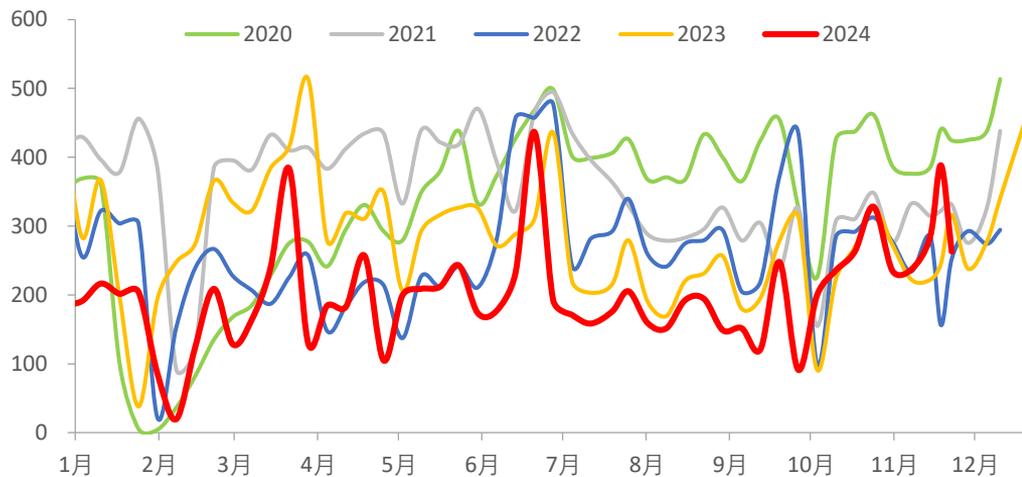


1.4 对公：政策力度加大，地产领域资产质量趋稳

24H1末上市银行对公房地产贷款不良率情况

- 政策托底，房地产领域的不良率有望延续改善态势。24H1末部分上市银行房地产不良率较2023年末有所改善。9月以来，下调房贷利率、下调首付比例、调整限购政策、扩大“白名单”范围、重启土储地方债券等一系列地产政策出台，政府促进房地产市场“止跌回稳”态度明确。10月地产高频数据反映出销售端基本面好转，或能进一步传导至贷款端资产质量。

30大中城市商品房成交面积（当周值）



上市银行	24H1末不良率	较2023末变化 (BP)
工商银行	5.35%	-2
建设银行	5.20%	-44
农业银行	5.42%	0
中国银行	4.94%	-57
交通银行	4.97%	-2
邮储银行	2.25%	-20
招商银行	5.12%	-14
兴业银行	1.08%	24
浦发银行	2.74%	-137
中信银行	2.30%	-29
民生银行	5.29%	37
光大银行	4.51%	-82
平安银行	1.26%	40
华夏银行	2.56%	-165
浙商银行	1.26%	-122
上海银行	1.39%	-72
江苏银行	2.83%	29
南京银行	0.32%	-29
宁波银行	0.10%	0
杭州银行	7.07%	71
贵阳银行	0.50%	-171
成都银行	1.82%	-122
重庆银行	5.78%	-70
郑州银行	6.86%	38
青岛银行	2.17%	-13
苏州银行	1.64%	-96
兰州银行	2.03%	-227
齐鲁银行	1.38%	1
厦门银行	0.03%	-467
渝农商行	6.88%	-239
沪农商行	1.73%	-45
青农商行	4.79%	343
常熟银行	0.00%	0
瑞丰银行	0.00%	0

1.4 对公：新增化债资源，有效缓释涉城投行业资产质量的担忧

- 化债力度空前，为城投相关贷款的资产质量增添保障。银行涉城投行业的贷款投放比例较高，现阶段多数银行这部分资产质量较优。11月公布的化债方案力度空前，安排10万亿元资金用于置换存量隐债，将显著减轻政府债务负担，减少城投相关贷款的潜在风险暴露。

24H1末上市银行涉城投行业贷款资产质量

区域	上市银行	24H1涉城投行业贷款占比	24H1末不良率					不良率较2023年末 (BP)				
			电力、热力、燃气及水生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	租赁和商务服务业	水利、环境和公共设施管理业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	租赁和商务服务业	水利、环境和公共设施管理业		
全国	中国银行	37%	1.01%	0.41%	1.36%	1.13%	-21	-3	-14	4		
	工商银行	37%	0.61%	0.46%	1.86%	1.07%	-18	-3	-5	-12		
	农业银行	34%	0.45%	0.68%	1.92%	1.96%	-6	13	-4	-3		
	交通银行	33%	0.75%	0.47%	0.69%	0.40%	-4	-13	-1	-50		
	建设银行	30%	0.69%	0.81%	1.74%	1.00%	-8	-14	-8	-35		
	邮储银行	19%	0.07%	0.07%	0.63%	0.57%	-1	0	-11	-36		
	华夏银行	32%	1.92%	1.95%	0.34%	0.30%	-28	-11	-1	-6		
	兴业银行	25%	0.04%	0.06%	0.90%	0.58%	-5	-18	-5	-11		
	光大银行	24%	0.40%	0.65%	0.46%	-	-8	-13	-9	-		
	中信银行	23%	0.49%	0.22%	0.83%	0.17%	-24	3	20	8		
	民生银行	23%	0.00%	0.31%	0.69%	0.49%	0	3	-46	19		
	浦发银行	23%	0.73%	0.35%	0.84%	0.80%	11	-4	-14	-6		
	浙商银行	19%	0.66%	7.15%	1.73%	0.05%	37	36	-27	3		
	招商银行	16%	0.14%	0.27%	0.76%	0.88%	-2	-7	0	65		
	平安银行	2%	-	0.07%	-	-	-	-1	-	-		
	北京市	北京银行	26%	-	-	-	-	-	-	-		
上海市	上海银行	26%	-	1.11%	1.37%	0.46%	-	-2	-4	-3		
	沪农商行	14%	-	0.94%	0.36%	-	-	70	-21	-		
重庆市	重庆银行	44%	0.38%	1.31%	0.13%	0.03%	-13	-2	8	-7		
	渝农商行	32%	0.05%	-	0.56%	0.53%	-87	-	20	-1		

区域	上市银行	24H1涉城投行业贷款占比	24H1末不良率					不良率较2023年末 (BP)				
			电力、热力、燃气及水生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	租赁和商务服务业	水利、环境和公共设施管理业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	交通运输、仓储和邮政业	租赁和商务服务业	水利、环境和公共设施管理业		
贵州省	贵阳银行	21%	0.33%	0.10%	0.11%	0.00%	33	-2	-2	0		
	兰州银行	21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0	0	-1	0		
山东省	齐鲁银行	34%	0.73%	0.31%	0.10%	0.00%	55	31	-3	-6		
	青岛银行	24%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%	-461	0	0	-17		
	青农商行	21%	-	2.72%	0.03%	-	-	114	0	-		
	南京银行	41%	-	-	-	-	-	-	-	-		
江苏省	江苏银行	28%	0.34%	0.59%	0.27%	0.19%	-26	51	-18	6		
	无锡银行	26%	-	-	-	-	-	-	-	-		
	紫金银行	23%	-	-	-	-	-	-	-	-		
	苏州银行	23%	0.00%	0.09%	0.05%	0.04%	0	-3	4	-1		
	江阴银行	13%	-	-	-	-	-	-	-	-		
	苏农银行	11%	-	-	-	-	-	-	-	-		
	张家港行	11%	-	-	-	-	-	-	-	-		
	常熟银行	3%	0.00%	-	-	0.00%	0	-	-	0		
浙江省	杭州银行	44%	0.00%	0.15%	0.52%	0.00%	-320	0	3	0		
	宁波银行	22%	0.01%	0.11%	0.06%	0.01%	-3	-6	-1	-26		
	瑞丰银行	8%	0.00%	-	0.17%	0.00%	0	-	-4	0		
四川省	成都银行	53%	0.00%	0.01%	0.15%	0.06%	0	0	-4	6		
	河南银行	33%	0.10%	0.45%	1.03%	0.01%	2	-2	-8	0		
陕西省	西安银行	32%	-	-	-	-	-	-	-			
湖南省	长沙银行	27%	-	-	-	-	-	-	-			
福建省	厦门银行	15%	-	0.66%	0.02%	-	-	-8	-12	-		

1.4 零售：信贷投放放缓、资产质量管控仍然面临挑战

24H1末上市银行个人贷款资产质量

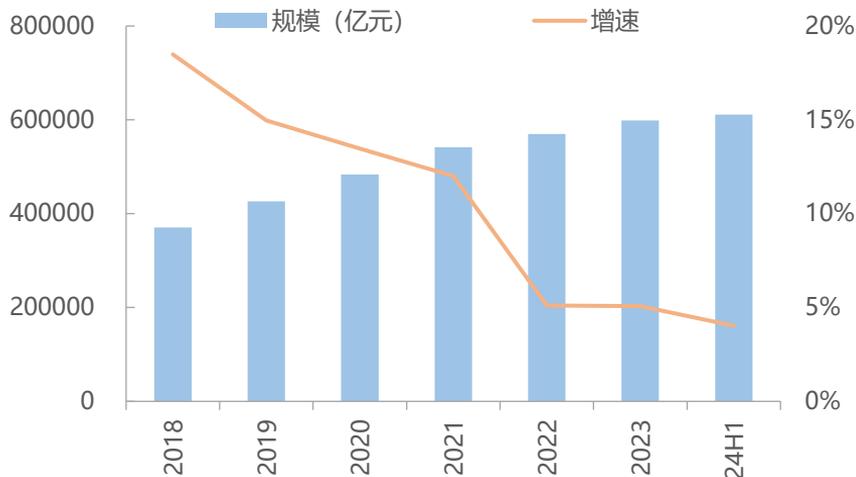
- 个人贷款不良率继续上行。相较于2023年末，24H1末国股行中除浙商银行个贷不良率下降6BP、兴业银行持平外，其余银行个贷不良率均有不同程度的提升。此外，部分城农商行也表现出相似趋势。
- 按揭贷增长放缓，也为不良率数据带来压力。24H1上市银行个人贷款增速已经降至4.0%，主要是提前还款量高、购房需求不足等因素影响下个人住房贷款增速承压，2024年上半年超10家银行个人按揭贷不良率上升10BP以上。

银行	个人住房贷		个人经营贷		个人消费贷		信用卡		个人贷款	
	24H1不良率	较2023(BP)								
工商银行	0.60%	16	0.91%	5	1.65%	31	3.03%	58	0.90%	20
建设银行	0.54%	12	1.57%	62	0.90%	4	1.86%	20	0.84%	18
农业银行	0.58%	3	0.77%	1	1.17%	13	1.42%	2	0.79%	6
中国银行	0.55%	7	--	--	--	--	1.66%	-17	0.88%	12
交通银行	0.48%	11	0.88%	10	--	--	2.32%	40	0.98%	17
邮储银行	0.50%	-5	--	--	1.55%	-26	1.73%	2	1.14%	2
招商银行	0.40%	3	--	--	1.04%	-5	1.78%	3	0.90%	1
兴业银行	0.65%	9	0.80%	1	0.00%	0	3.88%	-5	1.42%	0
浦发银行	0.75%	13	1.60%	9	2.98%	20	2.56%	13	1.54%	12
中信银行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.30%	9
民生银行	0.83%	16	--	--	--	--	3.24%	26	1.69%	17
光大银行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.47%	11
平安银行	0.44%	14	0.83%	0	1.46%	23	2.70%	-7	1.42%	5
华夏银行	--	--	--	--	--	--	--	--	2.18%	49
浙商银行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.85%	-6
上海银行	0.35%	9	1.49%	34	1.49%	28	2.14%	38	1.11%	22
江苏银行	--	--	1.58%	-21	--	--	--	--	0.98%	19
宁波银行	0.60%	--	3.04%	--	1.56%	--	--	--	1.67%	17
杭州银行	0.16%	3	0.91%	22	1.32%	22	--	--	0.76%	17
成都银行	0.63%	18	0.92%	-5	0.70%	--	--	--	0.68%	13
重庆银行	1.08%	31	5.37%	95	1.42%	11	2.46%	47	2.44%	46
郑州银行	1.12%	-5	2.31%	-13	0.96%	-12	2.22%	11	1.64%	-8
苏州银行	0.27%	10	2.27%	76	1.38%	-6	--	--	1.33%	31
兰州银行	1.25%	16	3.19%	87	1.42%	44	1.16%	27	1.54%	34
齐鲁银行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.32%	14
渝农商行	1.05%	-6	1.78%	-27	--	--	--	--	1.58%	-2
沪农商行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.32%	20
青农商行	1.33%	18	1.83%	-21	2.06%	35	--	--	1.66%	-1
常熟银行	0.44%	-5	0.91%	13	0.86%	7	2.74%	134	0.91%	13
瑞丰银行	--	--	--	--	--	--	--	--	1.77%	28

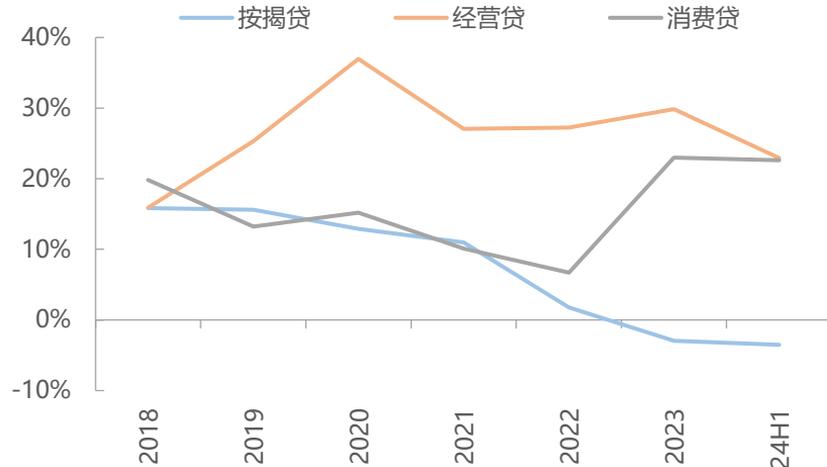
1.4 零售：后续不良率增幅或收窄

- 个贷资产质量风险仍在持续暴露，后续不良率增幅或收窄。**截至24H1个人不良贷款金额增速显著高于个人贷款增速，短期个人贷款不良率可能继续上行趋势，但增幅预计将逐步下降。1) 地产相关政策陆续见效或促进按揭贷款投放，个人住房贷款利率定价机制改革后，存量房贷利率逐步向新发放贷款利率靠拢，缓解提前还款趋势，房贷增速修复能够稀释不良贷款比例；2) “无还本续贷新政”要求银行提前对企业进行审查和评估，确保符合续贷条件，这一政策有助于银行更好地掌握企业经营状况，降低因资金周转困难导致的贷款逾期和违约风险，对经营贷不良率的稳定具有积极作用。

上市银行个人贷款增长情况



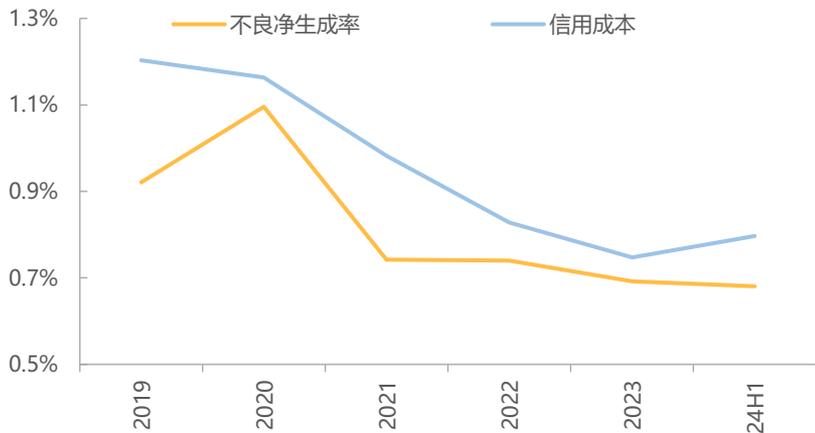
上市银行个人贷款分项余额：同比增速



1.4 资产减值损失有望延续负增

- 上市银行拨备计提压力不大，预计减值损失保持负增长。1) 地产、城投领域风险底线筑牢，显著降低相关资产潜在风险暴露，不良净生成率或能延续向下；2) 上市银行近年核销处置力度较大，不仅有助于账面不良率保持稳定，后续银行或可通过推动收回已核销资产，实现拨备回拨；3) 现阶段上市银行拨备覆盖率仍处于较为充裕的水平，24Q3末拨备覆盖率244%、拨贷比3.04%，距监管要求空间较大。

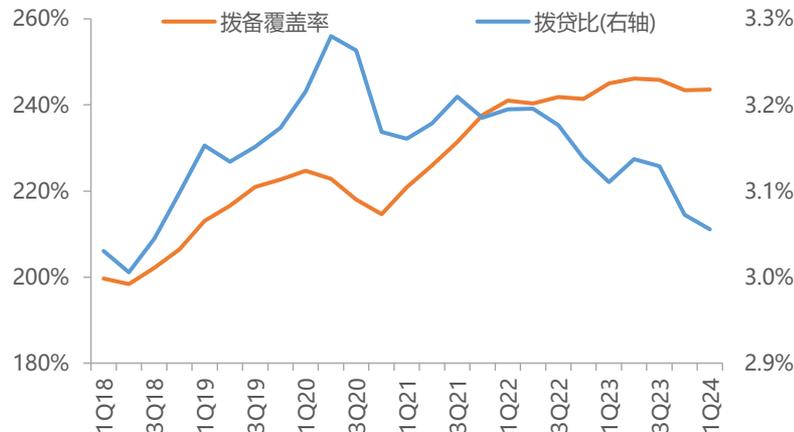
上市银行不良净生成率、信用成本



上市银行资产减值损失：同比增速



上市银行拨备覆盖率、拨贷比

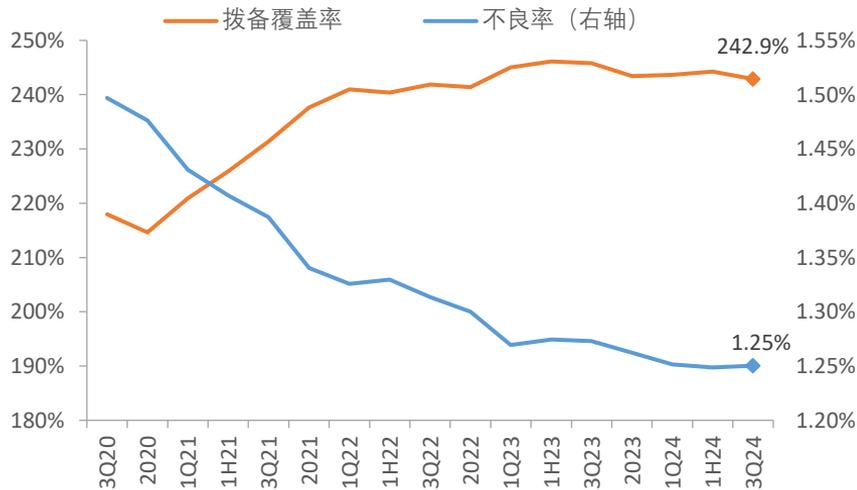


1.5

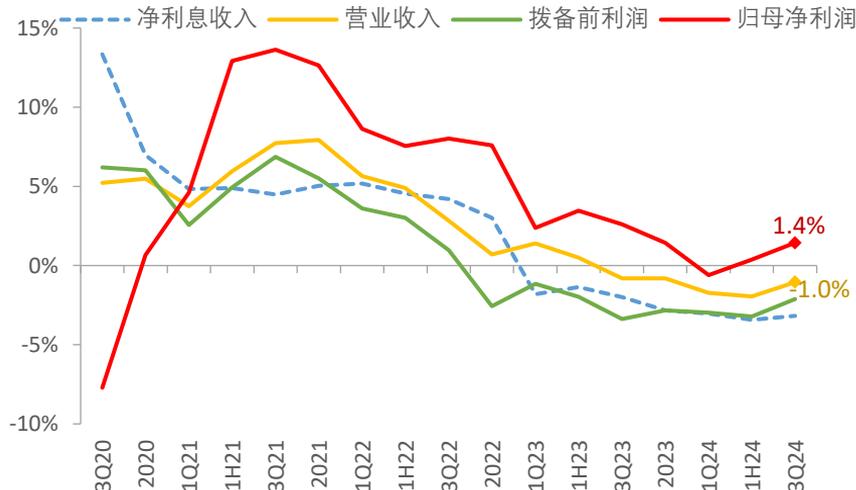
业绩整体展望

- **预计2025年利润保持正增长。**受规模扩张放缓、净息差收窄压力、金融投资对营收的贡献度边际降低影响，2025年度上市银行营收同比增长仍有压力。地方债务化解逐步推进，地产一揽子政策逐步显效，有效缓解了银行在地产和城投类资产的风险隐忧，资产质量保持稳健、充裕拨备支撑下，后续减值准备计提压力仍不高，有望支撑利润稳定正增。

上市银行不良率、拨备覆盖率



上市银行主要业绩（累计）：同比增速

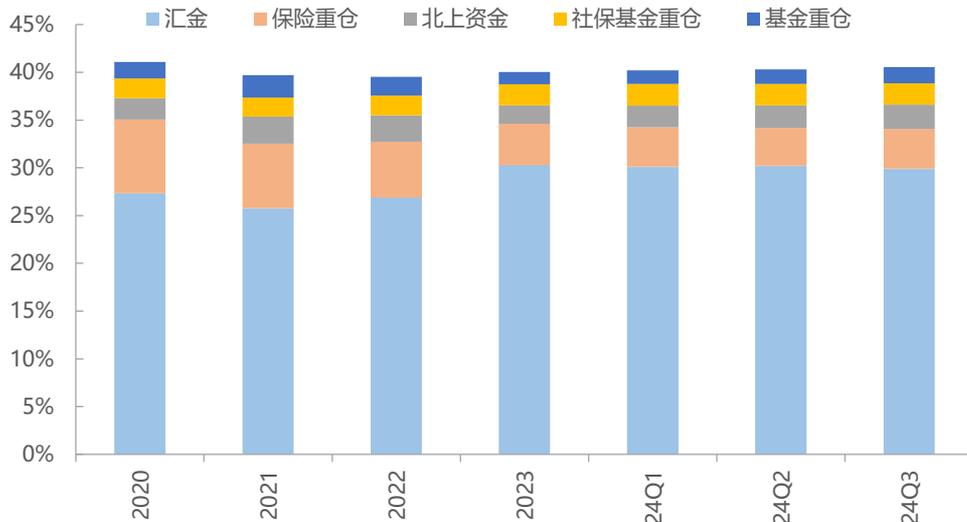


02. 资金面：机构持仓分析

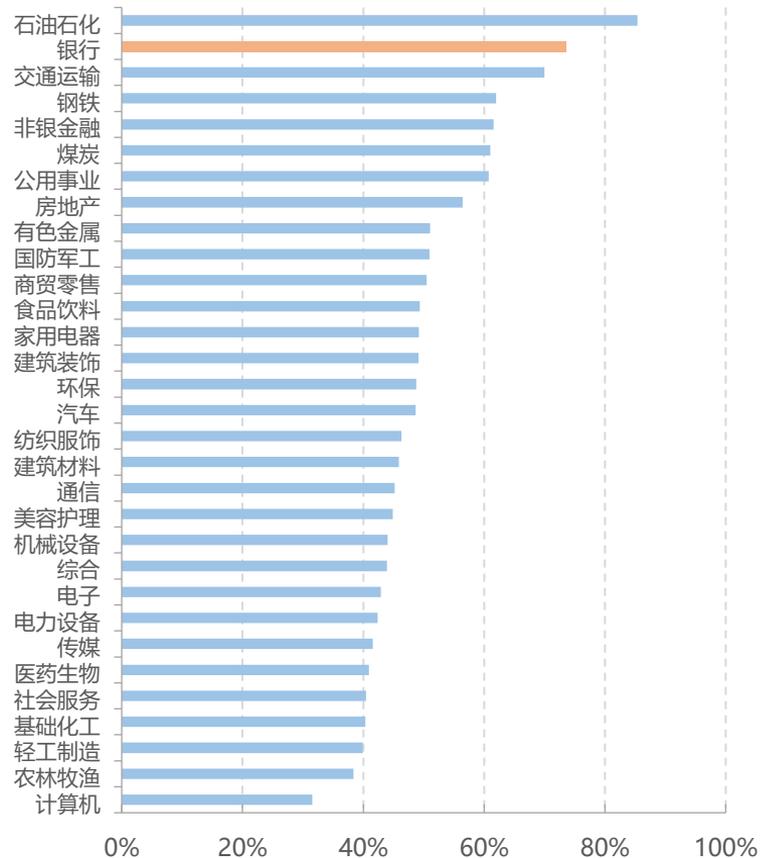
2.1 哪些机构持有银行股

- 银行板块作为低估值、高分红的代表，吸引了以国资、保险资金为主的机构投资者持仓。31个行业中，银行板块机构持仓占比较高，宏观经济企稳向好过程中，对偏好稳定分红、低波动资产的机构而言，银行股收益预期稳健，风险收益比高，契合其长期负债管理需求，成为权益投资的重点配置方向。

银行板块主要机构投资者持仓 / 流通A股



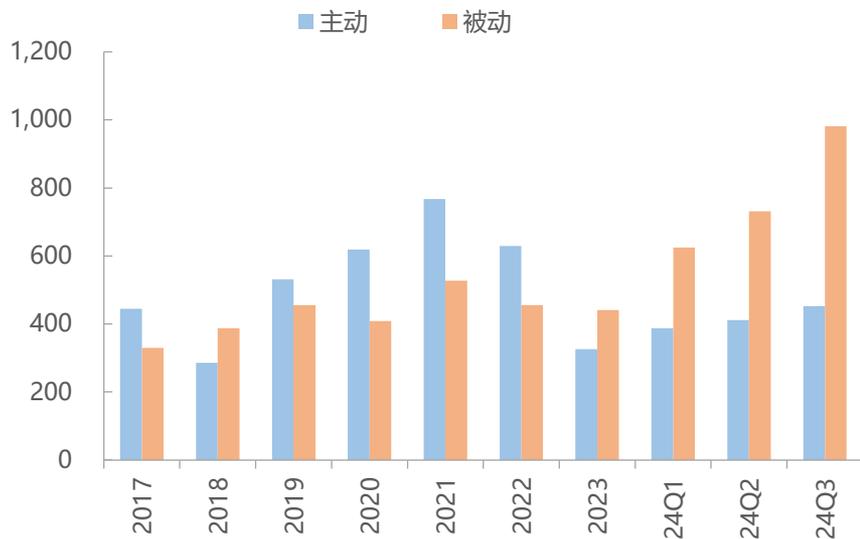
24Q3末各行业机构投资者持仓 / 流通A股



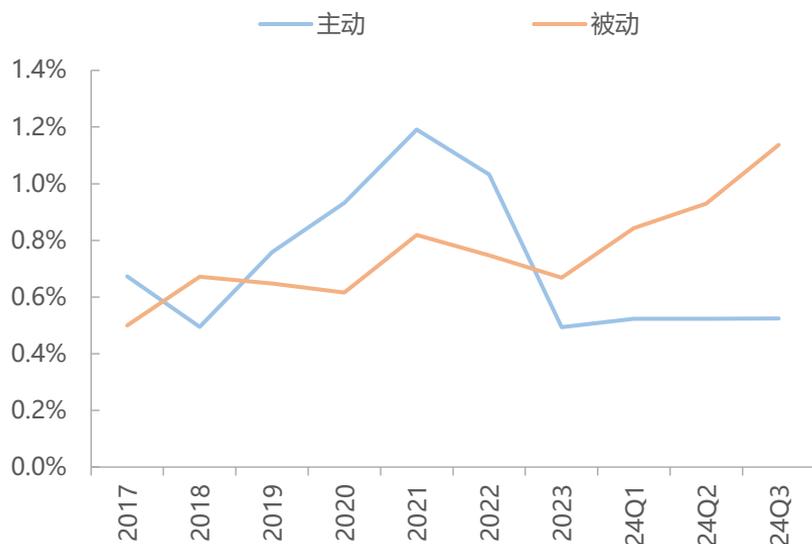
2.2 哪些资金加仓银行：公募被动型

- 公募基金持仓占比持续回升，被动基金是增持主力。银行行业在沪深300、上证50等核心宽基指数中权重居于首位，24年以来宽基指数ETF规模显著扩张，推动被动资金流入权重板块，银行显著受益。截至24Q3末主动基金、被动基金重仓持股市值分别占上市银行流通市值的0.52%、1.14%，较24Q2末基本持平、+0.21pct。

主动基金、被动基金重仓持仓上市银行市值（亿元）



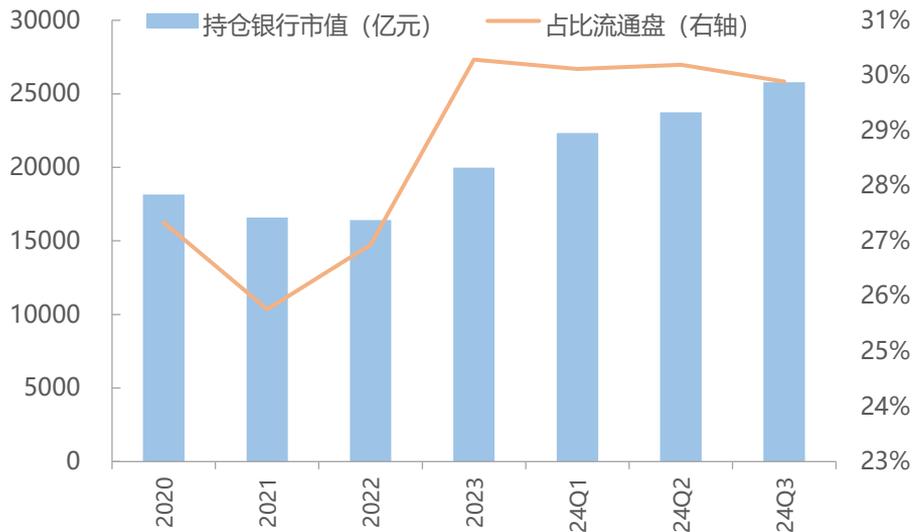
主动基金、被动基金重仓上市银行市值占流通盘比重



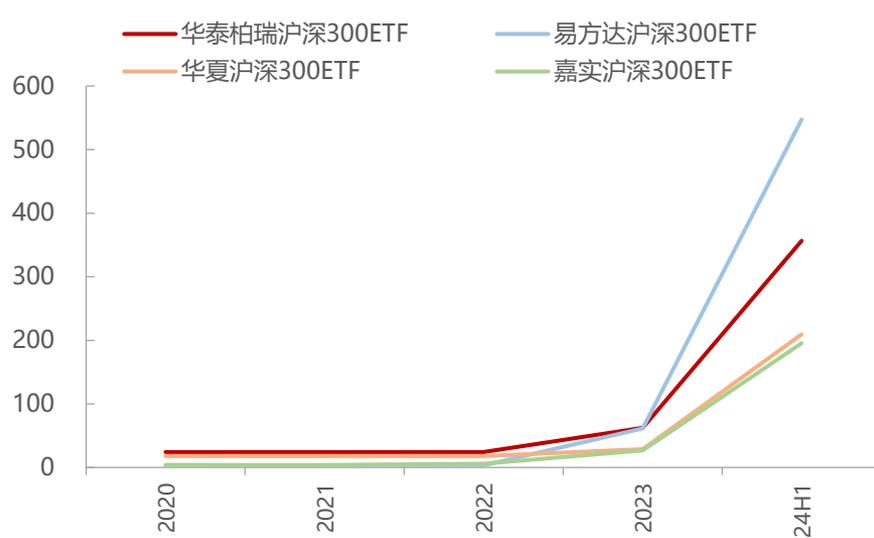
2.2 哪些资金加仓银行：中央汇金主导的国资

- 中央汇金主导的国资在银行板块的布局主要体现在：**1) 直接持股仓位较稳定**：2023年以来持有银行市值平稳提升，截至24Q3末直接持股市值占上市银行流通市值的30%，较24Q2末微降0.30pct；**2) 主要通过被动基金加大配置力度**：24年以来被动基金规模提升主要由宽基ETF扩容带动，中央汇金是ETF增量资金的主要来源。例如，24H1末多支沪深300ETF的中央汇金持有份额较23年末增长数倍。

中央汇金主导的国资持仓上市银行情况



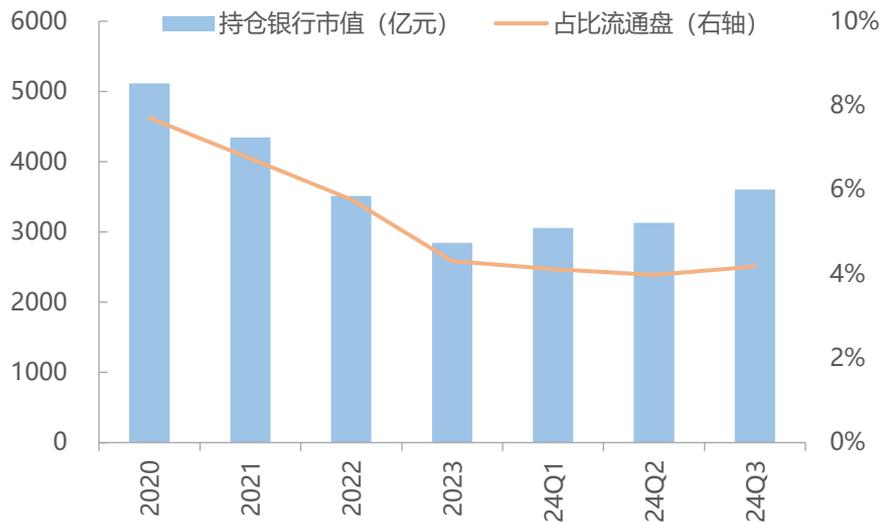
中央汇金在主要沪深300ETF中的持有份额 (亿份)



2.2 哪些资金加仓银行：保险

- 险资买入被动基金，同样构成银行板块增量资金的重要来源。**
 - 直接持股仓位稳步向上：**2023年以来持有银行市值平稳提升，截至24Q3末保险直接持股市值占上市银行流通市值的4.2%，较24Q2末提升+0.20pct；
 - 通过被动基金加大配置力度：**从主要指数ETF产品的前十大持仓变化观察险资加仓迹象，24H1末相较2023年末，6只规模过千亿元的宽基ETF中，有5只产品的前十大持有人中新增了保险公司席位，且险资持仓量明显增长。

保险公司持仓上市银行情况



主要宽基ETF前十大持有人中险资持仓情况

ETF产品	险资数量 (个)		险资持有份额合计 (亿份)	
	24H1	2023	24H1	2023
华泰柏瑞沪深300ETF	5	1	18.2	4.5
易方达沪深300ETF	5	6	60.9	37.7
华夏沪深300ETF	6	5	11.8	11.8
华夏上证50ETF	4	1	11.9	3.0
华夏沪深300ETF	6	4	18.2	8.7
华夏上证50ETF	3	2	10.1	4.0

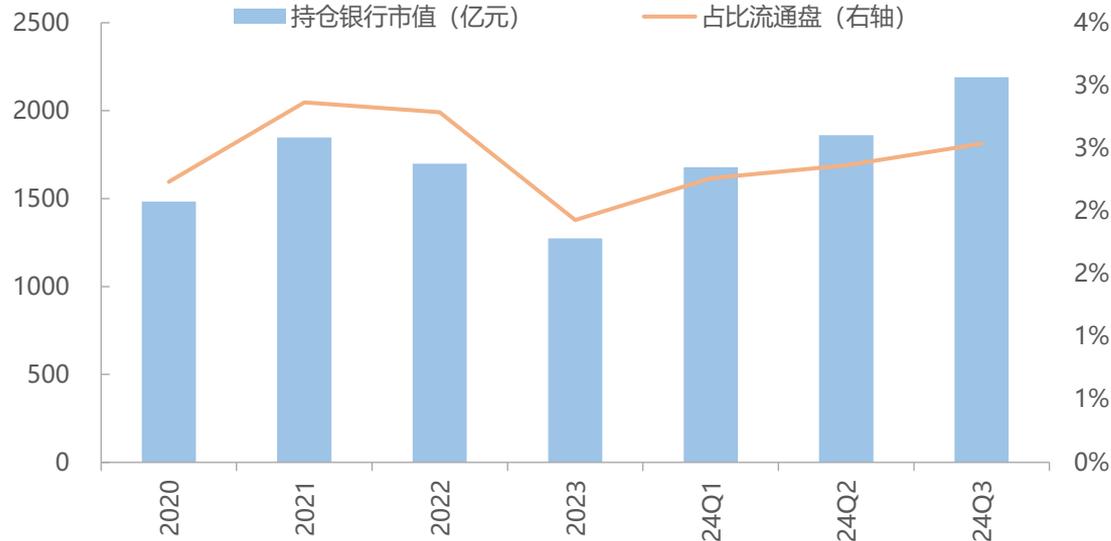
注：此处选取的6只产品为，截至2024年11月30日，规模超千亿元的宽基ETF，其合计规模占据全部宽基ETF总量的57%。

2.2

哪些资金加仓银行：北上资金

- 北上资金持有银行股在流通盘中的比重持续上升。2023年以来北上资金持续加仓银行，截至24Q3末北上资金持股市值占上市银行流通市值的2.54%，较24Q2末提升0.17pct。

北上资金持仓上市银行情况



2.3 个体银行的机构持仓情况

24Q3末上市银行涨跌幅及机构持仓情况

• 24Q3银行普遍上涨的行情中，主要资金流向情况：

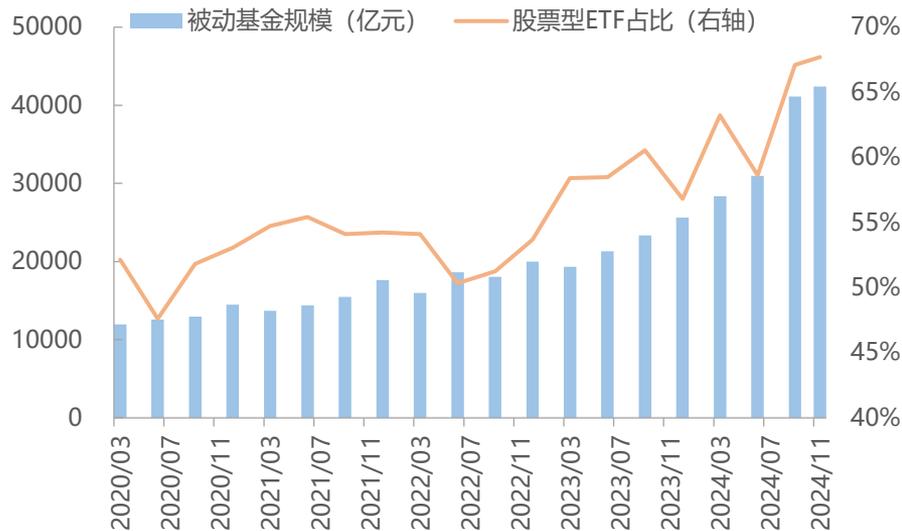
- 1) 北向资金净流入规模较大；
- 2) 在沪深300等重要指数中占权重较高的国有大行、招商、兴业银行获得较多被动基金增持；
- 3) 汇金主导的国资、社保基金、保险等长线资金的持仓标的保持稳定，对部分银行有明显的增减持行为。

银行	24Q3涨跌幅	持仓占流通盘比重						比重较24Q2末变化					
		汇金	被动基金	主动基金	北上资金	保险	社保基金	汇金	被动基金	主动基金	北上资金	保险	社保基金
工商银行	8.4%	47.3%	0.4%	0.3%	1.1%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	
建设银行	7.2%	28.0%	0.0%	3.4%	8.1%	2.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.6%	0.0%	
农业银行	10.1%	45.0%	0.2%	0.2%	1.0%	7.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	
中国银行	8.2%	94.2%	0.1%	0.2%	0.8%	0.2%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	
交通银行	-0.9%	4.8%	2.7%	0.3%	3.6%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	
邮储银行	3.7%		0.0%	0.2%	1.4%	2.0%	0.2%	0.0%	-0.1%	0.1%	-0.6%	0.0%	
招商银行	10.0%	2.5%	6.0%	1.3%	6.4%	5.5%	0.0%	1.4%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	
兴业银行	9.4%	3.0%	6.1%	0.2%	4.6%	13.4%	0.0%	1.6%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	
浦发银行	23.1%	5.3%	0.4%	0.1%	3.8%	19.8%	0.0%	0.0%	0.1%	0.6%	0.0%	0.0%	
中信银行	4.6%	3.3%	0.0%	0.0%	0.9%		0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	
民生银行	6.1%		0.0%	0.0%	3.2%	8.0%		0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	
光大银行	13.6%	2.1%	0.0%	0.0%	2.7%		0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	
平安银行	20.3%	2.2%	0.4%	0.0%	4.4%	57.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	-0.3%	0.0%	
华夏银行	16.1%	2.4%	0.1%	0.0%	3.2%	16.7%	-5.0%	0.1%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	
浙商银行	6.5%		0.0%	0.0%	2.4%	12.5%		0.0%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.0%	
北京银行	0.0%	1.5%	1.2%	0.1%	4.9%	4.7%	1.5%	-0.6%	0.0%	0.3%	-1.9%	0.0%	
上海银行	8.7%		0.0%	0.4%	3.9%			0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	
江苏银行	13.1%		0.8%	2.2%	5.2%			0.1%	0.7%	-0.2%	0.0%	0.0%	
南京银行	5.4%	2.7%	0.2%	0.2%	2.8%	4.3%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.3%	-0.1%	0.0%	
宁波银行	16.5%	1.2%	0.2%	3.0%	4.8%		0.0%	0.0%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.0%	
杭州银行	8.0%		0.1%	2.9%	4.2%			-0.1%	-1.1%	1.1%	0.0%	0.0%	
长沙银行	2.3%		0.0%	2.2%	3.5%			0.0%	0.1%	0.5%	0.0%	0.0%	
贵阳银行	15.0%		0.0%	0.0%	4.5%	2.4%		0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	
成都银行	3.7%		0.0%	7.6%	5.0%	1.0%		-0.2%	-0.7%	0.2%	0.0%	0.0%	
重庆银行	4.5%			0.2%	2.9%				0.0%	-0.4%	0.0%	0.0%	
郑州银行	24.3%		0.1%		0.8%			0.1%		0.2%	0.0%	0.0%	
青岛银行	12.2%		0.0%	0.0%	1.5%			0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	
苏州银行	7.9%		0.1%	0.7%	3.3%			0.1%	-1.4%	0.2%	0.0%	0.0%	
兰州银行	10.9%				2.6%					0.9%	0.0%	0.0%	
齐鲁银行	5.5%			0.9%	2.4%				0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
西安银行	13.5%				1.8%					-0.1%	0.0%	0.0%	
厦门银行	1.3%				6.6%					-0.5%	0.0%	0.0%	
渝农商行	8.4%	2.2%	1.7%	4.0%				-0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	
沪农商行	10.6%		0.0%	0.7%	2.4%	10.5%		0.0%	-0.7%	-2.7%	1.5%	0.0%	
青农商行	11.6%				4.0%					0.9%	0.0%	0.0%	
紫金银行	19.6%				2.8%					0.5%	0.0%	0.0%	
常熟银行	-2.9%		0.0%	6.5%	4.3%	8.9%		-0.5%	-0.4%	0.5%	-1.1%	0.0%	
无锡银行	15.2%		0.0%		1.3%	7.7%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.1%	
张家港行	12.7%		0.0%	0.0%	5.1%			-0.5%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	
江阴银行	13.5%		0.4%	0.0%	4.5%			0.4%	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	
苏农商行	10.2%			0.5%	5.3%	1.0%			-0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%	
瑞丰银行	15.3%				2.9%					1.3%	0.0%	0.0%	

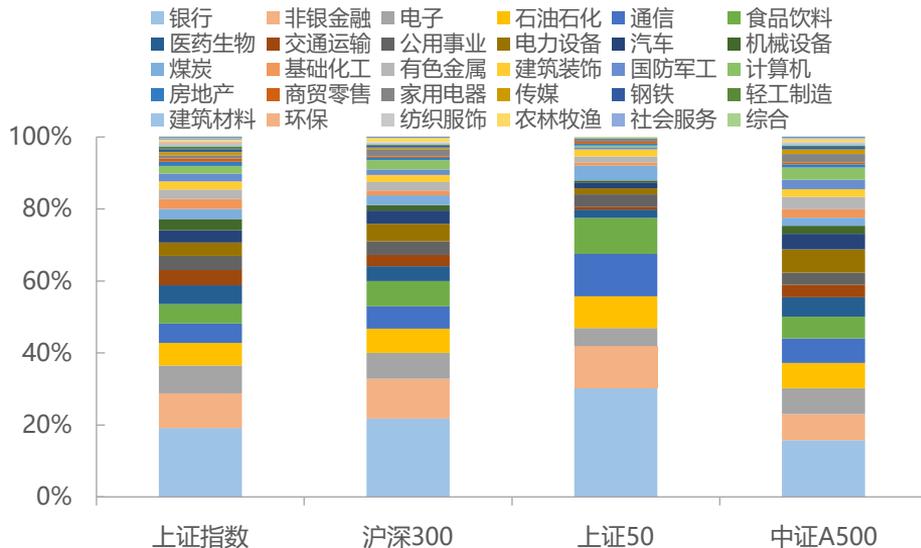
2.4 被动基金快速扩容，有望显著推动银行行情

- 被动基金是2025年市场重要的边际增量，而银行是其持仓高权重行业。在监管支持、市场有效性提升以及投资者偏好变化等多重因素推动下，被动基金成为市场资金流入的重要渠道，并有望延续扩容趋势。截至2024年11月末，被动基金整体规模较2023年末增长65%，其中尤其以股票型ETF获流入较多。作为主要指数中权重较大的行业，银行板块受被动资金的流入推动效应尤为显著。

被动基金规模及其中股票型ETF占比



主要指数分行业市值权重



03. 股份行修复斜率更陡峭

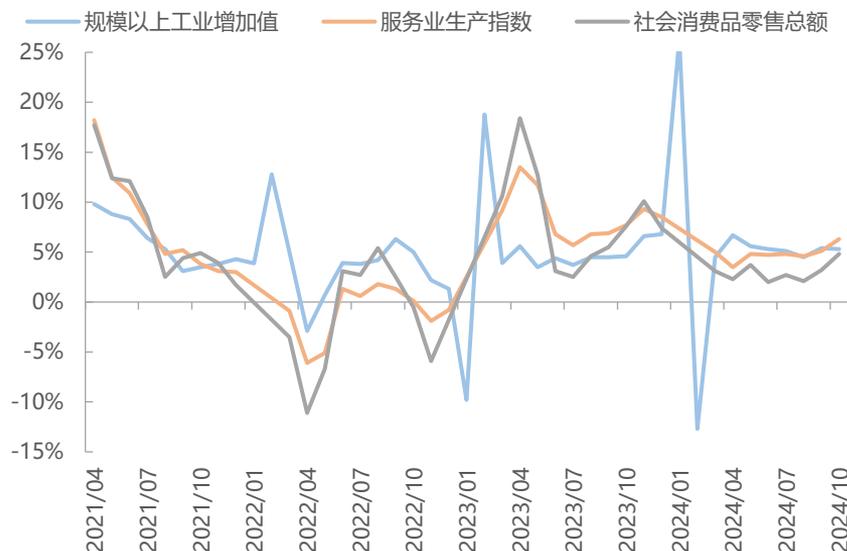
3.1 政策基调积极，支撑顺周期思路

- 政策支持加码，经济筑底回升态势更加明确。9月底降准、降息，并出台房地产政策组合拳，有效推动房地产市场“止跌回稳”，10月12日财政部公布一系列财政政策，加大逆周期调节力度，进一步稳增长、扩内需、化风险。增量政策推出后，工业、服务业、消费等主要指标边际改善，透露出经济的更多暖意。

9月以来部分稳增长政策举措

日期	主要内容
2024/9/24	降存款准备金率，降政策利率； 降存量房贷利率，延长房地产金融政策文件期限， 提高保障性住房再贷款央行资金支持比例，支持收购房企存量土地； 创设证券、基金、保险公司互换便利，创设股票回购、增持专项再贷款
2024/10/12	拟一次性增加债务额度支持地方化解隐性债务； 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本； 叠加运用专项债、专项资金、税收政策等支持推动房地产市场止跌回稳； 加大对重点群体的支持保障力度；

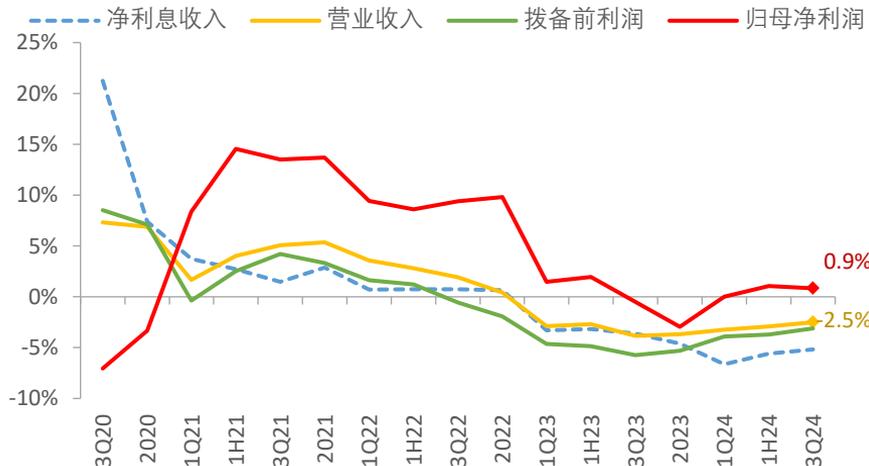
经济主要指标增速：当月同比



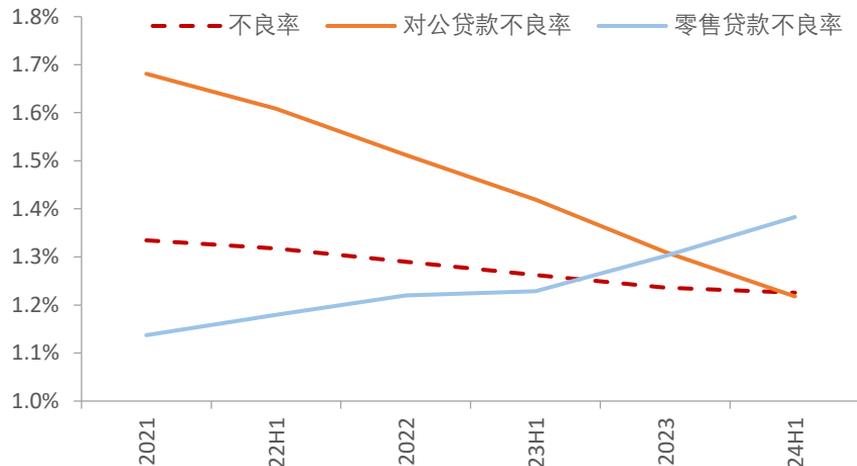
3.2 业绩拐点出现，风险缓释明显

- 利润增速回到正值区间。** 24年以来股份行主要业绩指标止住下行趋势，归母净利润增速回正，预计在资产质量稳健向好背景下，拨备计提压力减轻，能够进一步夯实业绩稳定性。
- 重点领域资产质量均有望改善。** 零售端不良率虽仍处上升区间，但24Q3主要助贷机构90天以上逾期率出现环比下降或企稳现象，或在一定程度上反映零售资产质量压力的减轻；对公端房地产、涉城投行业的不良生成也有望伴随政策力度加大而边际下降。

股份行主要业绩（累计）：同比增速



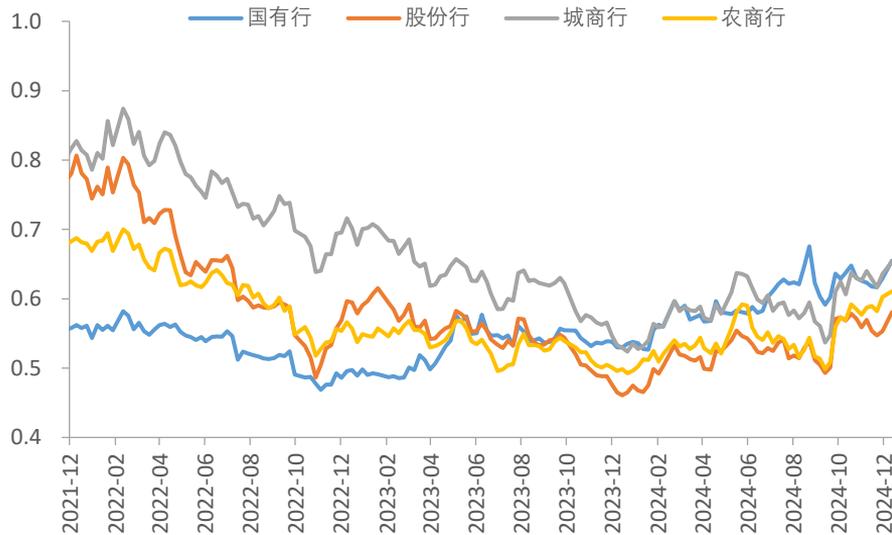
股份行不良率



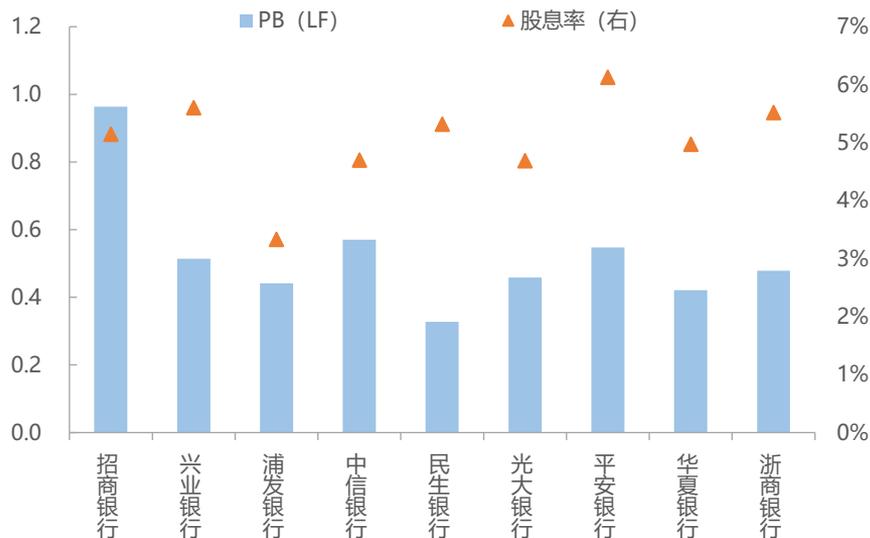
3.3 之前估值修复偏慢，且股息率并不低

- **估值不高。**年初以来四类银行估值在波动中上升，股份行受地产相关敞口风险暴露等因素影响，估值修复速度偏慢，现阶段估值为四类银行中最低，且同时也处于历史低位。截至2024年12月12日，除招行以外8家股份行PB (LF) 均在0.6x以下。
- **股息不低。**截至2024年12月12日，多数股份行股息率超5%，不逊色于大行，且分红稳定性同样很高，如招商银行、兴业银行等近三年现金分红比例均保持在25%以上水平。

四类银行PB (LF) 走势



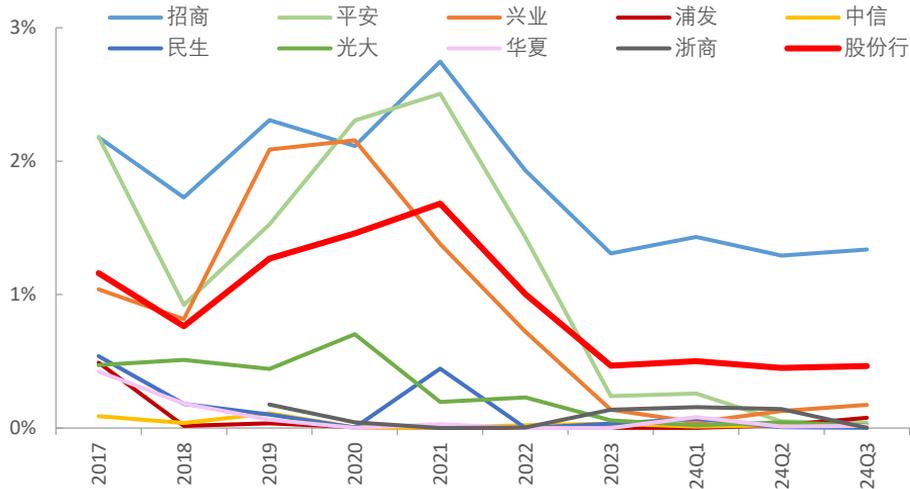
股份行估值与股息率



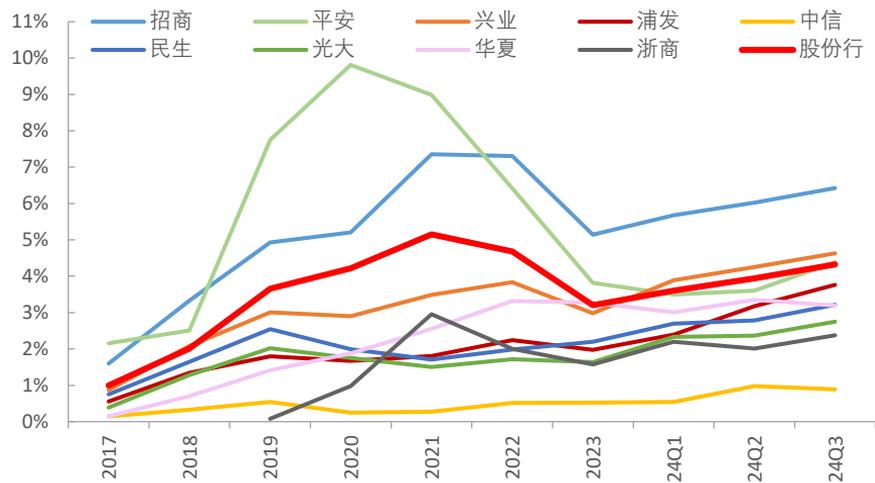
3.4 机构持仓仓位较低

- **仓位仍有上升空间。**2022-2023年主动型公募、北上资金整体减持股份行，持仓占流通盘比重下降，24年以来仓位有所修复。截至24Q3末，主动型公募重仓、北上资金持仓股份行占流通盘比重分别为4.3%、0.5%，但与2021年末的相对较高水平相比，仍有一定差距，特别如招商、平安银行等。

主动型公募重仓持仓占流通盘比重：股份行



北上资金持仓占流通盘比重：股份行

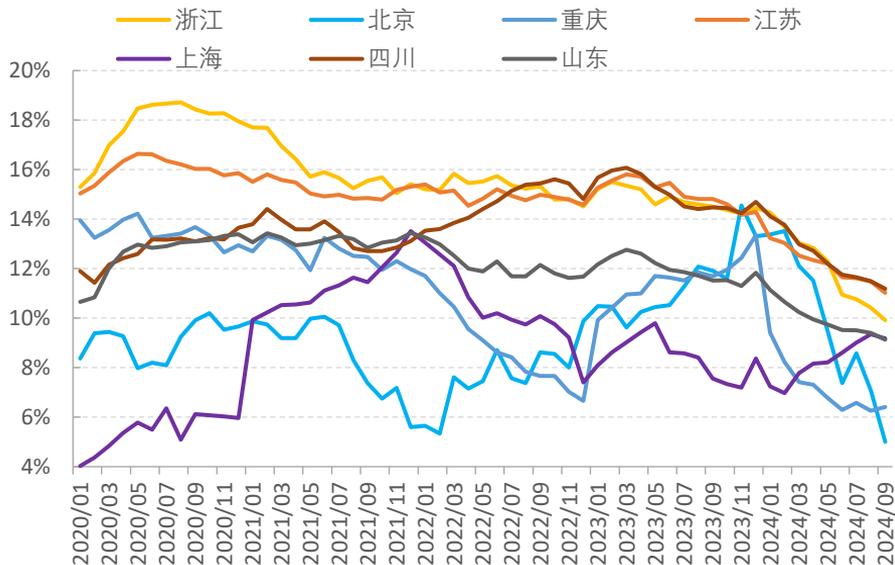


04. 优质区域行估值有望稳步向上

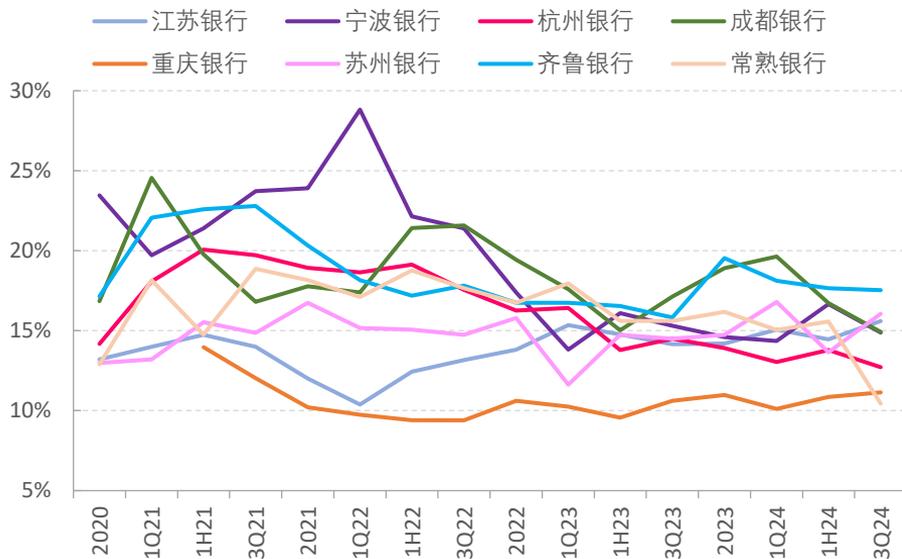
4.1 受益于良好区位优势，扩表较具韧性

- 部分地区信贷保持较快扩张速度，稳健扩表下部分城农行业绩持续占优。经济复苏过程中，江浙、成渝等部分区域复苏进程相对更快，区域内城农商行在信贷扩张、资产质量等方面都有望受益，优秀稳健的业绩表现有望支撑其估值继续保持同业前列。

区域金融机构贷款余额：同比增速



部分优质区域城农商总资产：同比增速



4.2 受益于化债政策，风险预期改善

- 化债政策有力，部分化债重点区域银行受益于预期改善。中央出台一揽子化债措施，缓解地方财政还债压力，一方面，避免区域银行潜在风险的暴露，改善市场对部分银行隐债不良暴露的担忧，另一方面，扩表的不确定性下降，共同构成推动其估值修复的力量。

24H1末区域银行涉城投行业贷款比重、不良净生成率、信用成本及最新估值情况

区域	银行	涉城投行业贷款占比	不良净生成率	信用成本	PB(LF)	3Y分位数
北京	北京银行	26%	0.98%	0.85%	0.46	87%
上海	上海银行	26%	0.71%	0.61%	0.55	93%
	沪农商行	14%	0.74%	0.20%	0.66	92%
重庆	重庆银行	44%	0.70%	0.94%	0.62	86%
	渝农商行	32%	0.84%	0.73%	0.52	95%
四川	成都银行	53%	0.31%	0.67%	0.87	44%
贵州	贵阳银行	21%	0.69%	1.30%	0.37	44%
山东	齐鲁银行	34%	0.76%	1.19%	0.68	62%
	青岛银行	24%	0.54%	0.86%	0.61	40%
	青农商行	21%	3.01%	2.04%	0.50	43%
陕西	西安银行	32%	1.74%	1.19%	0.52	46%
福建	厦门银行	15%	0.40%	0.49%	0.62	25%
甘肃	兰州银行	21%	1.33%	1.41%	0.52	22%
河南	郑州银行	33%	0.13%	0.83%	0.46	61%

区域	银行	涉城投行业贷款占比	不良净生成率	信用成本	PB(LF)	3Y分位数
湖南	长沙银行	27%	1.15%	1.61%	0.54	52%
	南京银行	41%	1.31%	0.93%	0.79	54%
江苏	江苏银行	28%	1.41%	0.89%	0.72	97%
	无锡银行	26%	0.59%	0.64%	0.63	37%
	苏州银行	23%	0.47%	0.50%	0.73	69%
	紫金银行	23%	0.49%	0.59%	0.57	50%
	江阴银行	13%	1.05%	1.57%	0.61	47%
	张家港行	11%	1.04%	1.15%	0.70	43%
	苏农银行	11%	0.56%	0.86%	0.57	52%
浙江省	常熟银行	3%	1.26%	1.49%	0.86	40%
	杭州银行	44%	0.62%	1.07%	0.84	42%
	宁波银行	22%	1.28%	1.01%	0.82	22%
	瑞丰银行	8%	1.05%	1.17%	0.63	35%

05. 高股息仍有稳健收益

高股息仍有稳健收益

- 银行板块股息率相对较高、估值相对较低的属性不变。高股息属性银行股在2024年取得较好收益，例如国有大行、北京银行、南京银行、渝农商行、沪农商行等。

国股行股息率、涨跌幅表现、估值情况

银行	股息率	2024/1/1-2024/12/12	PB(LF)
工商银行	4.9%	41.3%	0.63
建设银行	4.9%	34.7%	0.66
农业银行	4.6%	45.8%	0.68
中国银行	4.6%	37.0%	0.64
交通银行	5.1%	36.4%	0.57
邮储银行	4.8%	34.2%	0.65
招商银行	5.1%	47.9%	0.96
兴业银行	5.6%	23.1%	0.51
浦发银行	3.3%	53.8%	0.44
中信银行	4.7%	41.2%	0.57
民生银行	5.3%	21.2%	0.33
光大银行	4.7%	37.5%	0.46
平安银行	6.1%	38.1%	0.55
华夏银行	5.0%	46.6%	0.42
浙商银行	5.5%	26.4%	0.48

城农商行股息率、涨跌幅表现、估值情况

银行	股息率	2024/1/1-2024/12/12	PB(LF)
北京银行	5.5%	37.6%	0.46
上海银行	5.3%	59.6%	0.55
江苏银行	5.1%	48.5%	0.72
南京银行	5.1%	57.4%	0.79
宁波银行	2.4%	27.0%	0.82
杭州银行	3.7%	52.8%	0.84
长沙银行	4.3%	36.3%	0.54
贵阳银行	4.7%	26.4%	0.37
成都银行	5.6%	52.9%	0.87
重庆银行	4.3%	44.7%	0.62
郑州银行	0.0%	16.4%	0.46
青岛银行	4.2%	33.0%	0.61
苏州银行	4.9%	35.6%	0.73
兰州银行	3.7%	8.4%	0.52
齐鲁银行	4.2%	42.8%	0.68
厦门银行	5.4%	21.1%	0.62
西安银行	1.5%	18.2%	0.52
渝农商行	5.1%	47.3%	0.52
沪农商行	4.7%	57.1%	0.66
青农商行	3.1%	26.9%	0.50
紫金银行	3.3%	24.5%	0.57
常熟银行	3.3%	37.0%	0.86
无锡银行	3.4%	23.4%	0.63
张家港行	4.5%	23.4%	0.70
江阴银行	4.4%	31.1%	0.61
瑞丰银行	3.1%	24.2%	0.63
苏农银行	3.4%	34.4%	0.57

高股息仍有稳健收益

- 中期分红强化银行板块红利属性。20家上市银行公布了中期分红方案（重庆银行为三季度利润分配），中期分红方案推出以及派息落地，都构成对银行板块的高股息属性的强化。

上市银行中期分红情况

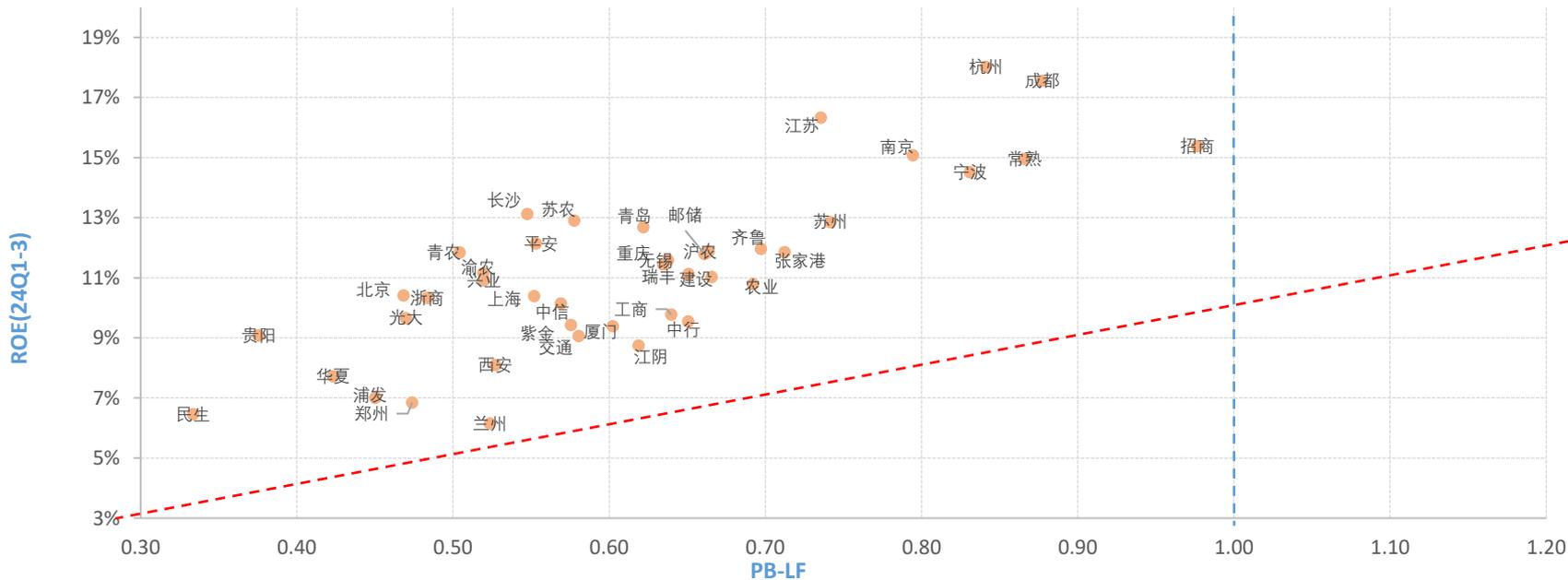
银行名称	现金分红比例（每股分红/当期归属于母公司普通股股东净利润）				派息日期
	2021	2022	2023	24H1	
工商银行	30.9%	31.2%	31.3%	30.6%	2025/1/7
建设银行	30.5%	30.4%	30.5%	30.0%	未公布
农业银行	31.8%	32.1%	31.9%	31.5%	2025/1/8
中国银行	31.6%	32.0%	32.1%	33.8%	2025/1/23
交通银行	32.2%	32.7%	32.7%	32.4%	未公布
邮储银行	32.2%	32.6%	32.0%	33.7%	2025/1/8
中信银行	28.1%	28.1%	28.0%	29.2%	未公布
民生银行	30.0%	30.1%	30.0%	29.9%	未公布
光大银行	28.1%	28.1%	28.4%	28.0%	未公布
平安银行	13.2%	13.0%	32.0%	20.0%	2024/10/10
华夏银行	25.1%	27.5%	25.0%	15.1%	未公布
北京银行	30.0%	30.5%	30.3%	18.1%	未公布
上海银行	27.1%	26.8%	30.1%	30.7%	未公布
南京银行	30.8%	30.7%	31.9%	32.0%	2024/11/1
杭州银行	24.6%	21.8%	22.5%	22.6%	2024/11/6
苏州银行	30.0%	30.9%	31.9%	27.0%	未公布
重庆银行	31.0%	30.1%	30.0%	13.0%	未公布
厦门银行	31.1%	32.1%	32.2%	34.7%	未公布
渝农商行	30.0%	30.5%	30.7%	30.3%	2025/1/23
沪农商行	55.7%	30.1%	30.1%	33.1%	2024/9/25

06. 投资建议

板块PB-ROE及投资建议

- **当前推荐三条主线：**把握三条主线，**1) 低估值股份行：**建议关注招商银行、兴业银行、浦发银行；**2) 优质区域城农商：**化债受益银行，建议关注渝农商行、重庆银行，区位优势银行，建议关注齐鲁银行、成都银行、常熟银行、杭州银行等。**3) 高股息银行：**经济复苏过程中，高股息策略具备绝对收益稳定性，建议关注国有大行、南京银行、沪农商行等。

上市银行PB-ROE图 (对应2024年12月12日收盘价)



07. 风险提示

- **宏观经济波动超预期**：受外部环境及内需影响，经济增速仍有一定压力，商业银行经营与宏观经济发展密切相关，若宏观经济出现超预期波动，可能导致企业融资需求下降或偿债能力下降，进一步则可能使银行规模扩张受阻、资产质量承压。
- **资产质量恶化**：地产行业、零售信贷等领域的风险暴露，可能对银行资产质量产生冲击，若资产质量恶化大幅增加资产减值损失计提规模，则会影响银行的利润增长。
- **行业净息差下行超预期**：在LPR下降、新发贷款定价下行等多重影响因素之下，银行业净息差面临收窄压力。

THANKS 致谢

民生证券·银行研究团队：



分析师 余金鑫

执业证号:S0100521120003

邮件: yujinxin@mszq.com



研究助理 马月

执业证号: S0100123070037

邮件: mayue@mszq.com



研究助理 王琮雯

执业证号: S0100123120017

邮件: wangcongwen@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场1座10层 01室； 518048

分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。