

## 固本培元

### ——2025 年银行行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2024 年 12 月 17 日

#### 投资要点:

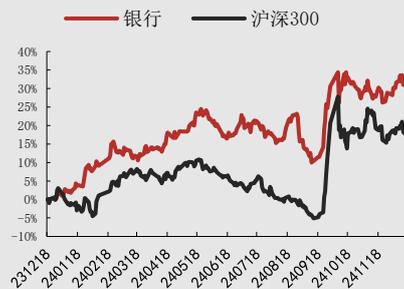
**2024 年前三季度业绩环比改善:** 2024 年前三季度 42 家上市银行营业收入同比增速为-1.05%，归母净利润增速为 1.4%，营收和净利润增速环比均有所回升。前三季度业绩环比改善，略好于预期，主要得益于金融市场相关收入的高增，净利息收入和手续费及佣金净收入跌幅略有收窄但仍持续低迷。拆分前三季度业绩贡献的相关数据，其中资产规模的扩张、其他非息收入高增以及拨备同比减少是主要支撑因素，净息差持续收窄、手续费及佣金净收入下滑以及业务成本的刚性是主要拖累因素。

**化债和注资有助于银行业稳质稳量:** 我们认为本轮债务置换小幅降低了银行的利息收入，不过可以降低相关敞口的长期风险，资产质量相应改善，从而减少信用成本。考虑到同期信用成本的下降，可以在一定程度上对冲息差下降的影响。另外，对国有大型银行的注资有助于保持规模增长的稳定性、提高对于银行体系对风险的抵御能力。由于上述隐性债务置换，会带来每年银行业整体贷款增速下降约1.1个百分点。不过，贷款增量的减少转为政府债券的增加，对银行总资产增速的影响为中性。

**2025 年整体业绩有望回升:** 2025 年整体规模增速或低位企稳；考虑到当前市场利率水平以及政策调整预期，预计净息差降幅或小于 2024 年；随着基数效应的消退、资本市场的回暖，销售端放量，手续费收入慢慢企稳；其他非息收入受基数效应的影响，增速回落；资产质量整体保持稳健，当前信用成本已经下行到低位，我们预计未来拨备对业绩的贡献也将回落。

**投资策略:** 2023 年末以来，宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中，高股息策略受到了市场的持续关注，其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选，叠加市场防御需求上升，助推了整个银行板块的市场表现。展望 2025 年，在适度宽松货币政策预期下，市场利率或仍有一定的下行空间，对高股息个股的行情仍有一定的支撑。叠加新增市场资金，更多的来自于被动基金或者低波产品，高股息个股仍然是优选。往后看，高股息策略中，分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。关于盈利的稳定性问题，短期看当前银行利润增速边际走弱概率不高，长周期角度看，银行业整体的利润增长或已经进入底部区间，盈利的稳定性将逐步体现。另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

#### 相关研究

10 月货币增速回升

非银存款明显多增 未来关注政策效能

进一步完善个人住房贷款定价机制

分析师: 郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。2025年，随着宏观经济政策效应的逐步显现，经济逐步回暖以及信用风险的改善，配置上优选零售金融占比更高的公司。

**风险因素：**宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响等。

## 正文目录

<b>1 2024 年前三季度业绩回顾</b> .....	<b>5</b>
1.1 2024 年前三季度营收环比改善.....	5
1.2 规模扩张仍是收入端主要的贡献因素.....	5
1.3 2024 前三季度拨备反哺利润力度降低.....	7
<b>2 化债和注资有助于银行业稳质稳量</b> .....	<b>8</b>
2.1 化解隐性债务有助于银行资产质量的改善.....	8
2.1.1 财政助力化解隐性债务.....	8
2.1.2 隐性债务置换有助于银行资产质量的改善.....	9
2.2 国有行注资稳定规模增长，提升抗风险能力.....	9
<b>3 2025 年全年业绩展望</b> .....	<b>10</b>
3.1 2025 年整体规模增速或低位企稳.....	10
3.2 2024 年净息差仍有下行压力，降幅收窄.....	11
3.2.1 2024 年净息差下行.....	11
3.2.2 资产端收益率仍有下行压力.....	12
3.2.3 存款端定期化趋势仍未逆转.....	13
3.2.4 预计 2025 年净息差同比降幅或小于 2024 年.....	14
3.3 2025 年随着销售端回暖，手续费收入慢慢企稳.....	14
3.4 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大.....	15
3.5 2025 年整体业绩增速有望回升.....	18
<b>4 投资策略</b> .....	<b>18</b>
4.1 银行板块整体上涨，估值明显抬升.....	18
4.2 短期板块防御属性仍然较为明显.....	18
<b>5 风险提示</b> .....	<b>19</b>
图表 1: 上市银行营收及净利润增速（单位：%）.....	5
图表 2: 商业银行净利润增速（单位：%）.....	5
图表 3: 上市银行资产增速（单位：%）.....	6
图表 4: 上市银行净息差变动趋势（单位：%）.....	6
图表 5: 各子板块净利息收入增速（单位：%）.....	6
图表 6: 上市银行手续费净收入增速（单位：%）.....	7
图表 7: 上市银行其他非息收入增速（单位：%）.....	7
图表 8: 上市银行各子板块营收同比增速（单位：%）.....	7
图表 9: 上市银行整体拨备增速（单位：%）.....	8
图表 10: 业务及管理费用占比（单位：%）.....	8
图表 11: 各子板块归母净利润同比增速（单位：%）.....	8
图表 12: 上市银行核心一级资本充足率（单位：%）.....	9
图表 13: 社融中贷款和政府债的新增占比（单位：%）.....	10
图表 14: 政府债新增规模（单位：万亿元）.....	10
图表 15: 贷款余额同比增速（单位：%）.....	11
图表 16: 对公新增占比（单位：%）.....	11
图表 17: 银行业净息差变动（单位：%）.....	11
图表 18: 广谱利率处于低位（单位：%）.....	12
图表 19: 2024 年广谱利率下行幅度（单位：%）.....	12

图表 20: LPR 报价利率 (单位: %)	12
图表 21: 新发放贷款利率 (单位: %)	13
图表 22: 银行业零售和对公定期存款占比 (单位: %)	14
图表 23: 手续费各项收入来源占比变动 (单位: %)	15
图表 24: 招商银行财富管理业务相关的部分产品销售规模 (单位: 亿元)	15
图表 25: 信用成本率 (单位: %)	16
图表 26: 拨备覆盖率和拨贷比 (单位: %)	16
图表 27: 上市银行不良率 (单位: %)	17
图表 28: 上市银行不良生成率 (单位: %)	17
图表 29: 板块 PB 估值 (单位: 倍)	18
图表 30: 部分公司股息率 (单位: %)	19

## 1 2024 年前三季度业绩回顾

### 1.1 2024 年前三季度营收环比改善

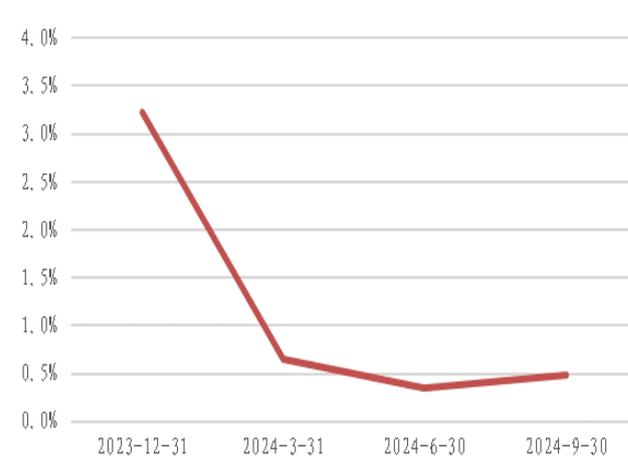
2024年前三季度42家上市银行营业收入同比增速为-1.05%，归母净利润增速为1.4%，营收和净利润增速环比均有所回升。同期，国家金融监管总局发布的主要监管数据显示，2024年前三季度商业银行整体净利润同比增速为0.48%，环比略有改善，不过低于上市银行同期增速。

图表1: 上市银行营收及净利润增速 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

图表2: 商业银行净利润增速 (单位: %)



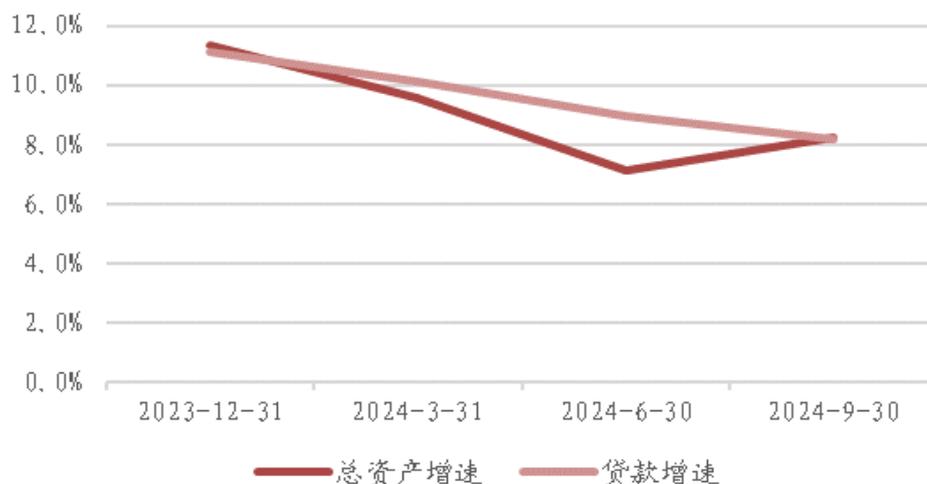
资料来源: 国家金融监督管理总局, 万得资讯, 万联证券研究所

前三季度业绩环比改善, 略好于预期, 主要得益于金融市场相关收入的高增, 净利息收入和手续费及佣金净收入跌幅略有收窄但仍持续低迷。拆分前三季度业绩贡献的相关数据, 其中资产规模的扩张、其他非息收入高增以及拨备同比少提是主要支撑因素, 净息差持续收窄、手续费及佣金净收入下滑以及业务成本的刚性是主要拖累因素。

### 1.2 规模扩张仍是收入端主要的贡献因素

2024年前三季度, 上市银行总资产同比增速为8.2%, 相比二季度的7.2%的增速有所回升, 主要是受到低基数效应的影响, 增速略有提升; 而贷款同比增速为8.2%, 较二季度9%的增速, 继续下降。

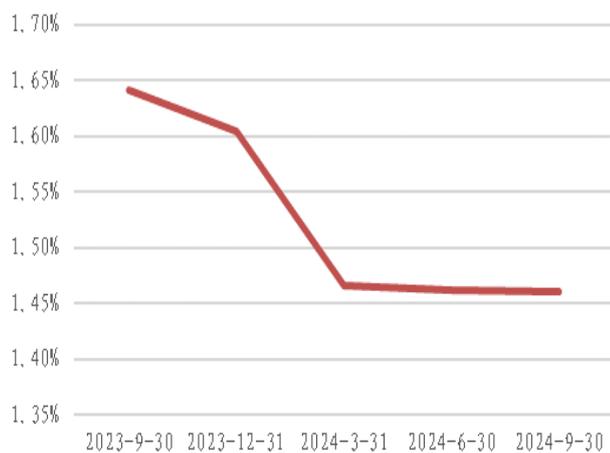
图表3: 上市银行资产增速 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 万得资讯, 万联证券研究所

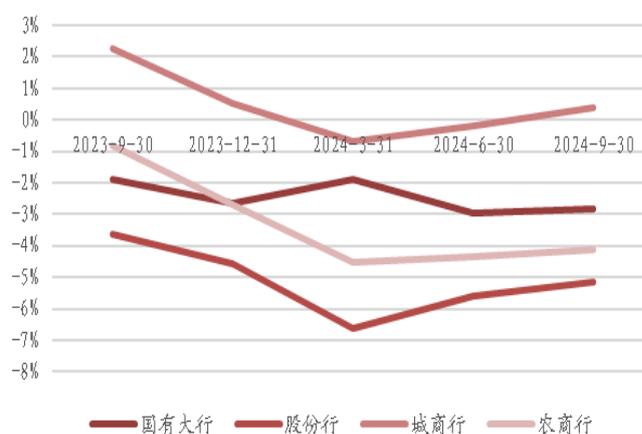
净息差方面, 整体的压力也有所缓解, 我们估算上市银行前三季度净息差约为 1.46%, 环比基本持平, 同比下降约 18BP。综合来看, 上市银行前三季度净利息收入同比增速为 -3.19%, 增速环比回升 0.24%。其中, 城商行净利息收入增速转正, 其他子板块降幅略有收窄。

图表4: 上市银行净息差变动趋势 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

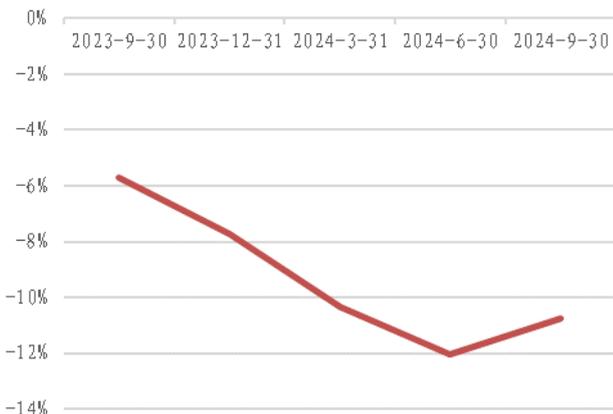
图表5: 各子板块净利息收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

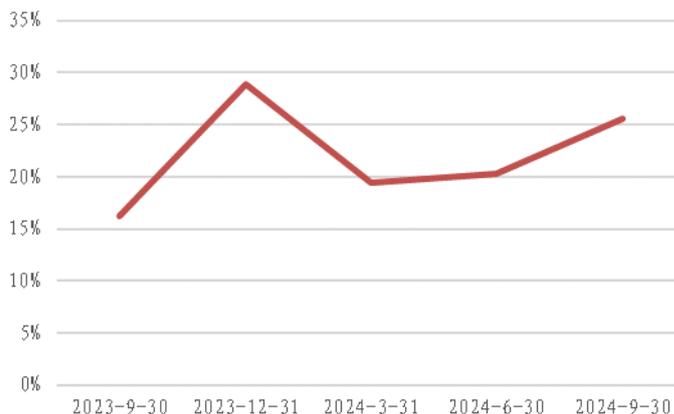
三季度银行手续费及佣金净收入同比下滑 10.75%, 仍然受到财富管理相关业务如保险“报行合一”、理财和基金降费的影响, 不过由于基数因素, 跌幅略有收窄; 三季度其他非息收入同比增长 25.61%, 相比上半年 20% 的增速, 继续提升, 助推银行板块整体业绩超预期。

图表6: 上市银行手续费净收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

图表7: 上市银行其他非息收入增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

各子板块之间略有差异, 2024年前三季度国有大行、股份行、城商行和农商行的营收同比增速分别为-1.19%、-2.49%、3.93%和2.15%, 环比分别变动1.37%、0.43%、-0.68%和-1.25%。

图表8: 上市银行各子板块营收同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

### 1.3 2024 前三季度拨备反哺利润力度降低

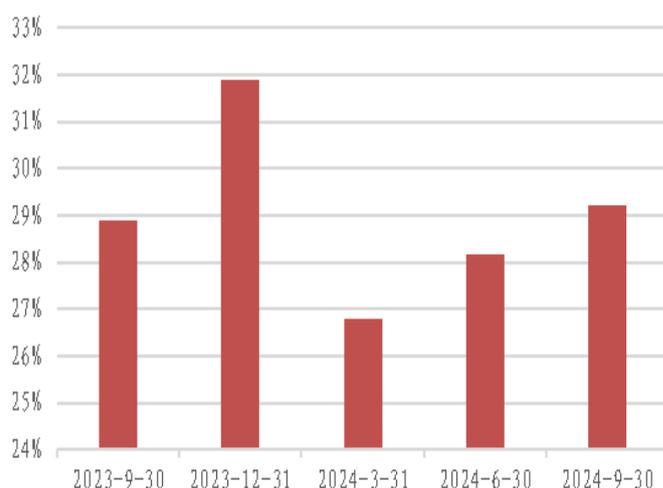
2021年以来, 上市银行整体拨备计提力度开始下行。2024年, 前三季度资产减值损失同比下降7.11%, 降幅环比收窄, 拨备反哺利润力度略有下降。前三季度拨备计提力度下行, 贡献税前利润增长约3.77个百分点。虽然业务及管理费用增速持续下行, 2024年前三季度同比增速降至-1.19%, 但是由于营收端负增长, 业务及管理费用占比仍保持高位。

图表9: 上市银行整体拨备增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

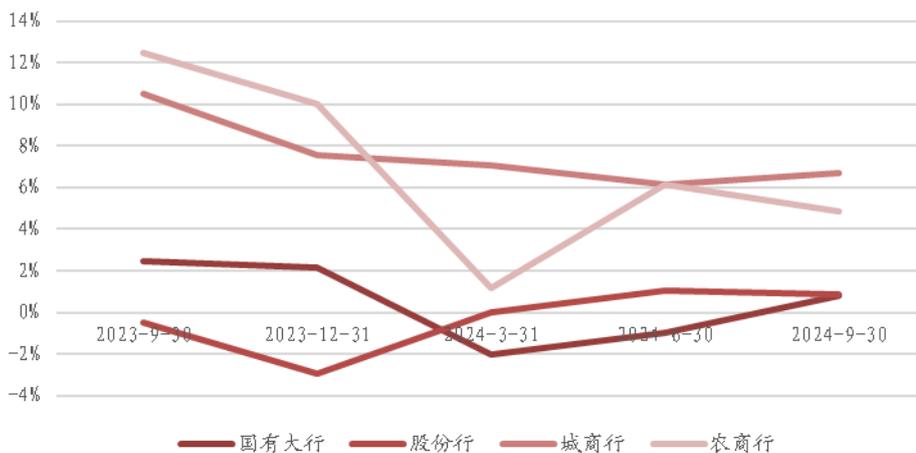
图表10: 业务及管理费用占比 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

各子板块之间略有差异, 2024年前三季度国有大行、股份行、城商行和农商行的归母净利润同比增速分别为0.79%、0.85%、6.67%和4.88%, 环比分别变动1.75%、-0.2%、0.5%和-1.28%。

图表11: 各子板块归母净利润同比增速 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

## 2 化债和注资有助于银行业稳质稳量

### 2.1 化解隐性债务有助于银行资产质量的改善

#### 2.1.1 财政助力化解隐性债务

11月8日, 十四届全国人大常委会第12次会议表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议, 全国人大常委会办公厅举行新闻发布会。

财政部本轮10万亿元债务置换包括两部分: 1) 增加6万亿元地方政府债务限额置

换存量隐性债务，2024-2026年分三年实施，每年2万亿元；2）从2024年开始，连续5年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。另外，明确2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。根据上述方案，地方政府在2028年之前需消化的隐性债务总额从14.3万亿元大幅降至2.3万亿元，合计减轻偿债压力约12万亿元，偿债压力减轻84%。由于法定债务利率大大低于隐性债务利率，置换后将大幅节约地方利息支出。根据财政部的测算，五年累计可节约6000亿元左右。债务置换后，用于偿还债务和付息的资源能够腾挪用于财政支出、支持经济。

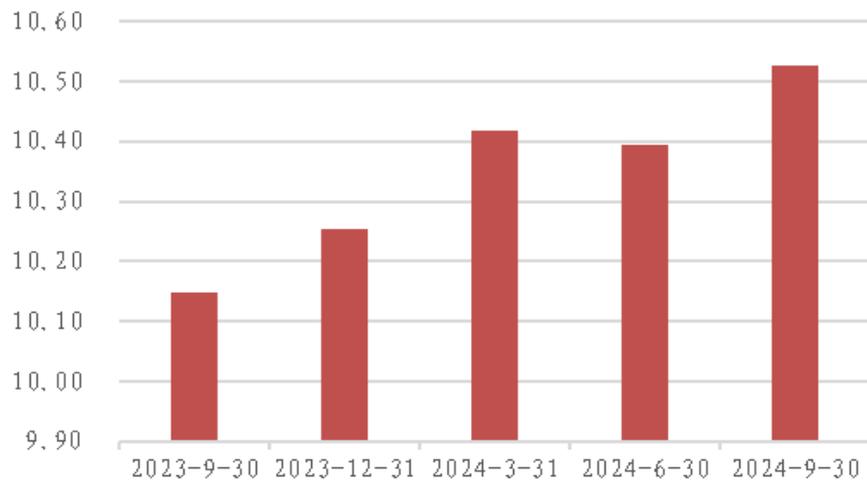
### 2.1.2 隐性债务置换有助于银行资产质量的改善

根据上述政策表述，我们测算假设2025-2027年每年置换隐性债务的规模在2.8万亿元，假设其中80%-90%为银行表内敞口，而降息幅度约为3个百分点，那么银行每年利息收入则减少约672-756亿元，对城投相关敞口占比相对较高的城商行和农商行息差影响或更大。

我们认为本轮债务置换小幅降低了银行的利息收入，不过可以降低相关敞口的长期风险，资产质量相应改善，从而减少信用成本。考虑到同期信用成本的下降，可以在一定程度上对冲息差下降的影响，不过上述对冲幅度取决于银行本身风险拨备计提的充分程度。

另外，由于地方政府专项债券的风险权重低于贷款的风险权重，债务置换也将降低银行同期的资本消耗。截至2024年9月末，上市银行核心一级资本充足率均值为10.53%，同比上升38bp，主要由于资本新规的节约效应以及资产增速放缓。

图表12: 上市银行核心一级资本充足率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

## 2.2 国有行注资稳定规模增长, 提升抗风险能力

10月12日, 国新办新闻发布会上, 财政部发言人提到“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”。相比9月24日金融监管部门新闻发布会上的表述明

确了注资的资金来源为特别国债。根据我们测算，若六家国有大型银行提高核心一级资本充足率1个百分点，所需要注资的规模约为1.07万亿元。当前国有大行的杠杆约为14倍，理论上1.07万亿元的注资，能够撬动15万亿元的总资产投放。

对国有大型银行的注资有助于保持规模增长的稳定性、提高对于银行体系对风险的抵御能力。由于上述隐性债务置换，会带来每年银行业整体贷款增速下降约1.1个百分点。不过，贷款增量的减少转为政府债券的增加，对银行总资产增速的影响为中性。

另外，大行注资后确实会对每股分红有一定的摊薄，摊薄程度取决于利润增速和股份增速的差值。

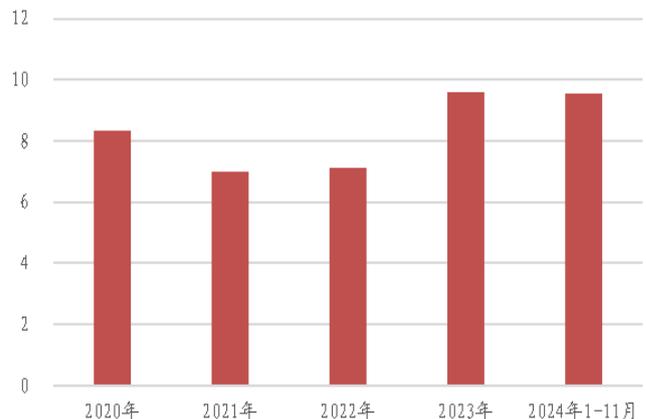
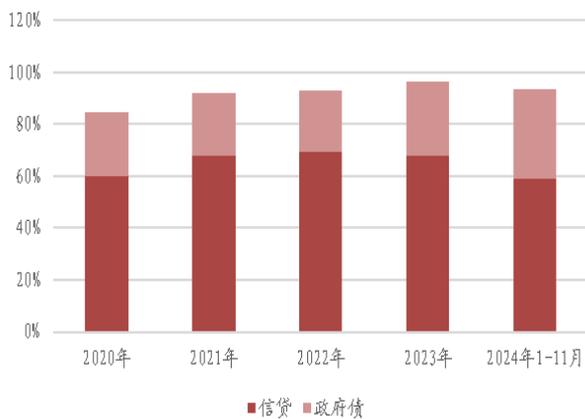
总体而言，我们认为新一轮债务置换能够有效缓解地方债务风险、改善银行资产质量预期，对利息收入的影响较小，拨备的节约也能形成一定的对冲，总体利好银行业。对银行股而言，化债有望降低银行行业长期较高的风险溢价。

### 3 2025 年全年业绩展望

#### 3.1 2025 年整体规模增速或低位企稳

2024年9月26日政治局会议后，一系列会议以及政策的出台，提振市场信心。其中财政发力化解隐性债务问题相关政策，意味着未来政府债在社融中的占比或进一步上升，而银行业金融机构资产端金融投资规模将保持稳定增长。

图表13: 社融中贷款和政府债的新增占比 (单位: %) 图表14: 政府债新增规模 (单位: 万亿元)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

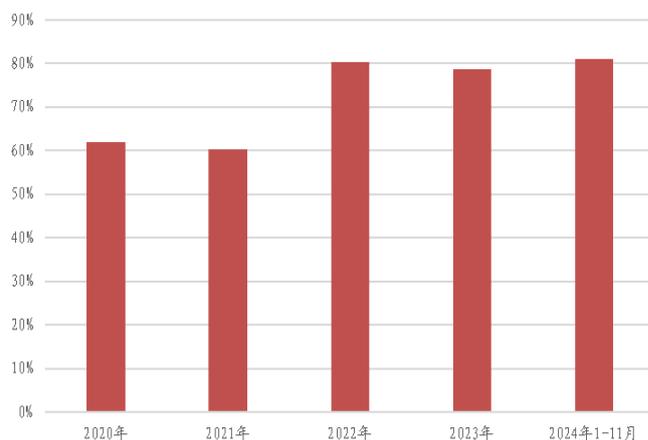
贷款方面, 过去几年, 银行业整体信贷增速持续下行; 居民端需求疲弱, 对公新增信贷占比持续走高; 受到负债以及信用成本约束, 国有大行的新增信贷占比提升。展望2025年, 我们预计整个信贷增速或仍有放缓可能。考虑到特别国债增资国有大行, 预计国有大行新增占比仍将保持高位。

图表15: 贷款余额同比增速 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

图表16: 对公新增占比 (单位: %)



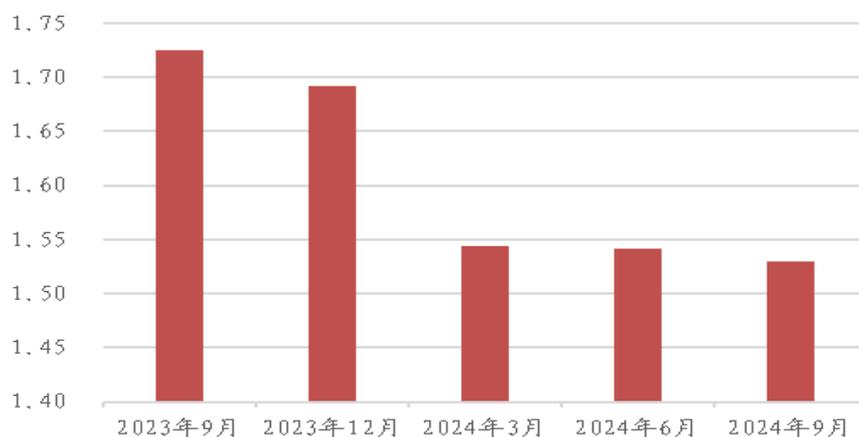
资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3.2 2024 年净息差仍有下行压力, 降幅收窄

#### 3.2.1 2024 年净息差下行

国家金融监管总局公布的银行业主要监管指标数据显示, 2024年前三季度净息差为1.53%, 环比下降了1BP, 同比下降了20BP。2024年前三季度, 净息差下行的主要驱动因素仍然是资产端收益率的下行。

图表17: 银行业净息差变动 (单位: %)

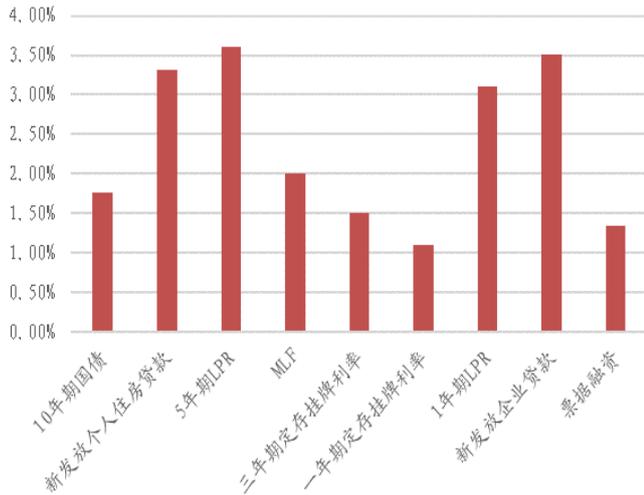


资料来源: 国家金融监管总局, 万得资讯, 万联证券研究所

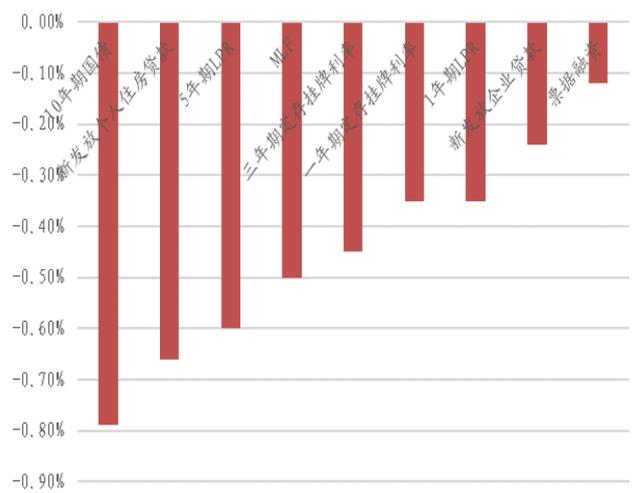
中国人民银行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上的主题演讲中表示, 持续改革完善贷款市场报价利率 (LPR), 针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题, 着重提高LPR报价质量, 更真实反映贷款市场利率水平。2024年7月22日, 7天逆回购操作利率下调10bp至1.70%; 7月25日, MLF报价2.3%, 下调20BP; 9月25日, MLF报价2.0%, 下调30BP; 9月27日, 7天逆回购操作利率下调20BP至1.5%。MLF和OMO利率的下调将直接影响金融投资收益率和主动负债的成本。

2024年初以来，国内广谱利率继续下行。仍然表现为，长端利率下行幅度大于短端，市场利率下行幅度高于政策利率，而且长端利率指标的降幅超过2023年。不过从市场利率的绝对水平看，已经处于低位，在适度宽松的货币政策基调下，我们预计2025年除了降息外，数量型的货币政策，降准或有50BP。其他结构性的货币政策可能会加码。

图表18: 广谱利率处于低位 (单位: %)



图表19: 2024年广谱利率下行幅度 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

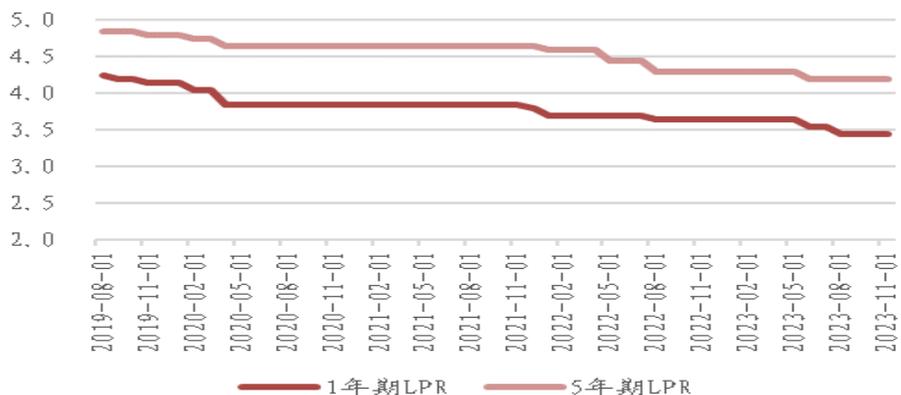
资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 部分数据截至2024年9月末

### 3.2.2 资产端收益率仍有下行压力

截至2024年11月20日，1年期LPR为3.1%，5年期LPR为3.6%。2024年，LPR报价经历了三次下调，分别在2月、7月和10月。其中1年期LPR报价累计下调35BP，5年期LPR报价累计下调60BP。9月24日，三部门发布会引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅在0.5个百分点，10月25日，存量房贷利率批量调整落地。综上，由于5年期下降的更多，长周期贷款占比高以及按揭贷款占比高的银行，在2025年受到的影响更大。

图表20: LPR 报价利率 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

另外，随着LPR报价的逐步下调，叠加需求端的疲软，新发放贷款利率也在持续调整。整体看，2025年，资产端收益率仍有下行压力。

图表21: 新发放贷款利率 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3.2.3 存款端定期化趋势仍未逆转

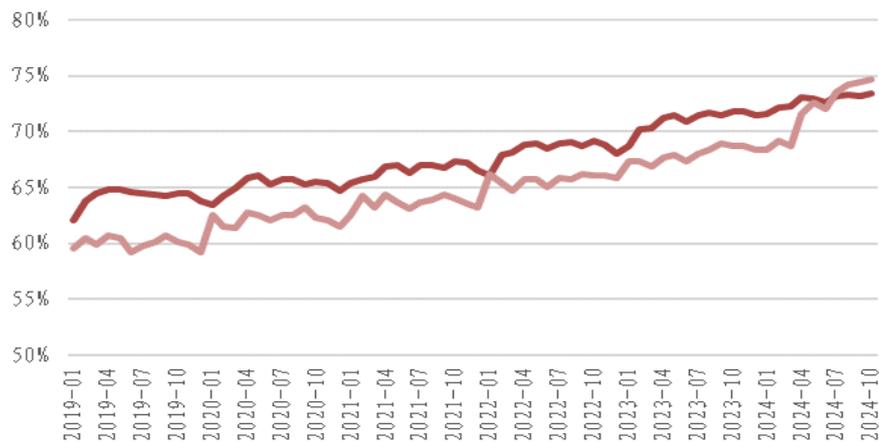
存款方面，2024年存款端经历了两轮挂牌利率的下调。从调整的幅度和结构看，单就重定价因素的影响分析，活期存款占比高，定期存款期限相对短的银行，更加受益。

2024年4月，市场利率定价自律机制发布倡议，要求银行业金融机构禁止通过手工补息的方式高息揽储，立即开展自查。从上市银行企业存款定活期存款的规模变动以及结构变化趋势看，我们预期企业定期存款占比或有上升。

虽然存款端已经多轮降息，不过行业整体存款的定期化趋势仍在持续，定期存款的占比持续上升，推升了存款的整体成本，从而部分抵消了存款端降息以及宽松环境带来了其他负债成本下行对综合负债成本的正面提振作用。

从央行公布的金融机构各项存款数据看，无论是住户还是企业，定期存款的占比均处于上行态势，截至2024年10月，住户定期存款占住户总存款的比重达到73.4%，而企业定期存款占企业总存款的比重达到73.6%，仍保持稳步上行态势。综合住户端和企业端的数据看，活期存款的占比已经下降到26.6%，较2017年年末41%的高点，已经下降了14.5个百分点。

图表22: 银行业零售和对公定期存款占比 (单位: %)



资料来源: 央行, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3.2.4 预计 2025 年净息差同比降幅或小于 2024 年

12月9日, 政治局会议对货币政策基调转向“适度宽松”; 11-12日, 中央经济工作会议提到适时降准降息。我们预计在宽松的货币政策预期下, 为了配合政府债顺利发行、信贷投放以及季节性的流动性需求, 降准在春节前就可能实施, 降息或可能随着美联储降息而逐步推进。

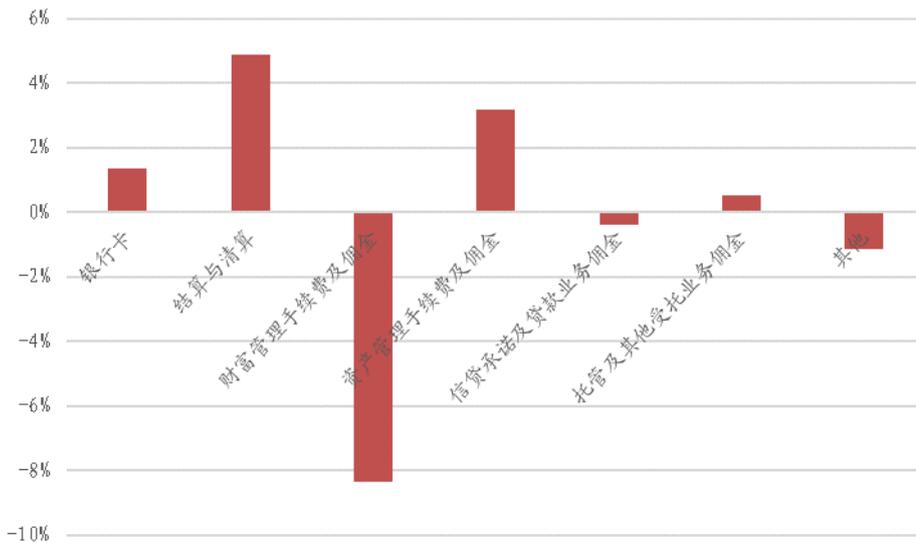
综合考虑上述一系列政策调整对资产端收益率和负债端成本率的影响, 以及潜在的政策调整预期, 我们预计2025年净息差同比降幅或小于2024年。

### 3.3 2025 年随着销售端回暖, 手续费收入慢慢企稳

2022年以来, 资本市场低迷、叠加债券市场的波动、金融支持实体经济减费让利以及相关行业监管压力的上升, 使得整个银行业手续费及佣金净收入出现了阶段性的负增长。其中, 财富管理相关业务收入、银行卡业务收入以及投行相关业务收入下降相对较多。

以招商银行为例, 从招商银行总手续费及佣金收入的结构数据看, 截至2024年6月末, 银行卡、结算与清算、财富管理和资产管理手续费收入的占比分别为20%、18%、27%和14%, 其中, 相较于2021年的占比数据, 结算与清算业务手续费收入和资产管理手续费收入的占比分别提升5个百分点和3个百分点, 而财富管理相关业务手续费收入占比下降8个百分点, 其他业务手续费收入占比变化不大。

图表23: 手续费各项收入来源占比变动 (单位: %)

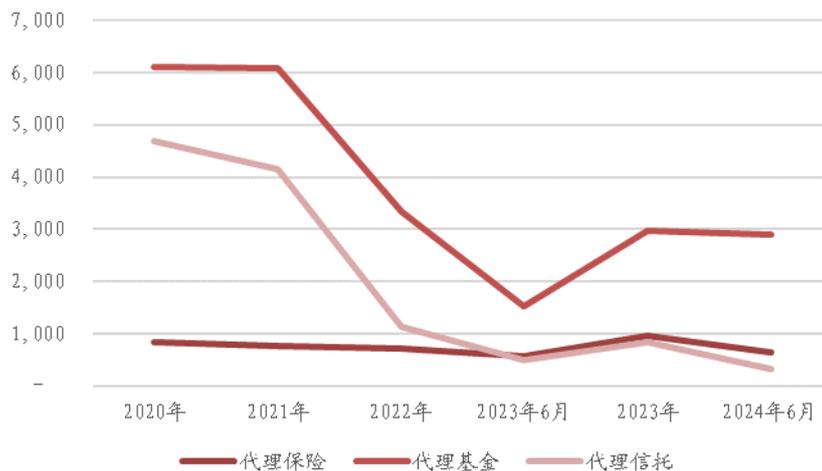


资料来源: 招商银行财报, 万得资讯, 万联证券研究所

注: 占比变动, 与2021年末数据进行对比

不过, 从招商银行同期销售数据看, 2024年上半年, 代理保险保费641亿元, 同比增长11.76%; 代理非货币公募基金销售额2890亿元, 同比增长89.39%; 零售理财产品余额3.76万亿元, 较上年末增长7.3%, 以上业务相关销售规模开始回升, 预计零售端财富管理业务相关的手续费净收入或将逐步企稳。

图表24: 招商银行财富管理业务相关的部分产品销售规模 (单位: 亿元)

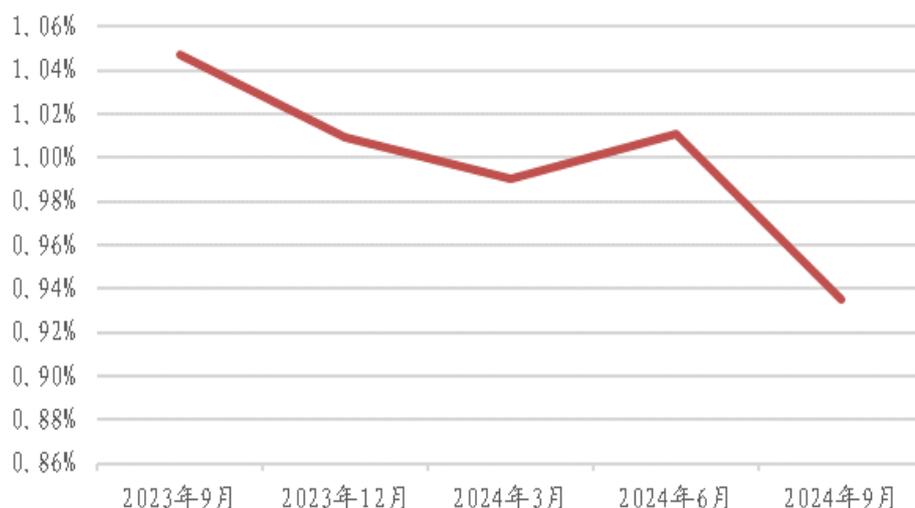


资料来源: 招商银行财报, 万得资讯, 万联证券研究所

### 3.4 2025 年拨备计提力度继续大幅下行的概率不大

2024年前三季度, 42家上市银行整体的信用成本率均值为0.94%, 较2023年同期下降了11个BP。其中, 国有大行、股份行、城商行、农商行各子板块的信用成本率分别为0.59%、1.16%、1.01%和0.81%, 同比分别下降12BP、17BP、14BP和1BP。

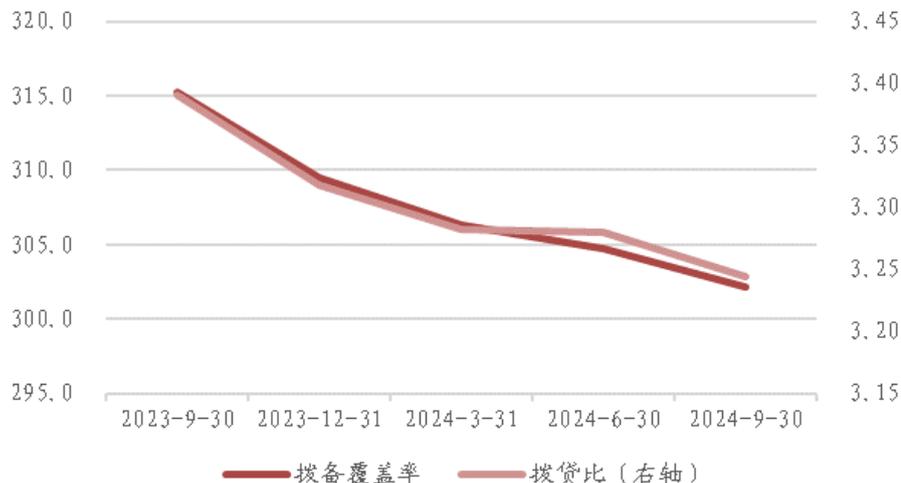
图表25: 信用成本率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

从风险准备角度来看, 截至2024年9月末, 上市银行的平均拨备覆盖率302.14%, 较二季度末下降2.56个百分点, 拨贷比平均为3.24%, 较二季度末下降4bp, 总体较为充足。

图表26: 拨备覆盖率和拨贷比 (单位: %)



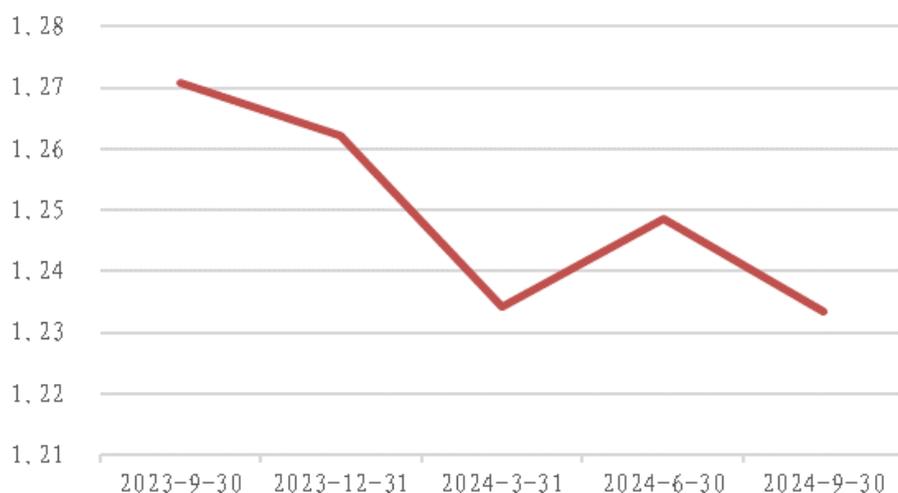
资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

如果仅从整体拨备覆盖率的角度看, 2025年全年利润增速放缓的可能性并不大。后续仍需观察资产质量的变动情况。如果银行的资产质量出现边际走弱, 或影响信用成本率的下降幅度, 使得利润增速相应放缓。

纵向看, 近几年受益于宽松的市场环境, 银行业资产质量整体呈现改善趋势。从内部结构看, 零售贷款的不良率有所波动, 但是公司贷款的不良率基本保持下行趋势, 使得整体不良率波动相对较小。

2024年三季度末，上市银行的不良贷款率1.23%，相比二季度回落2BP。得益于资产质量较为平稳叠加此前已核销资产的清收回拨。

图表27: 上市银行不良率 (单位: %)

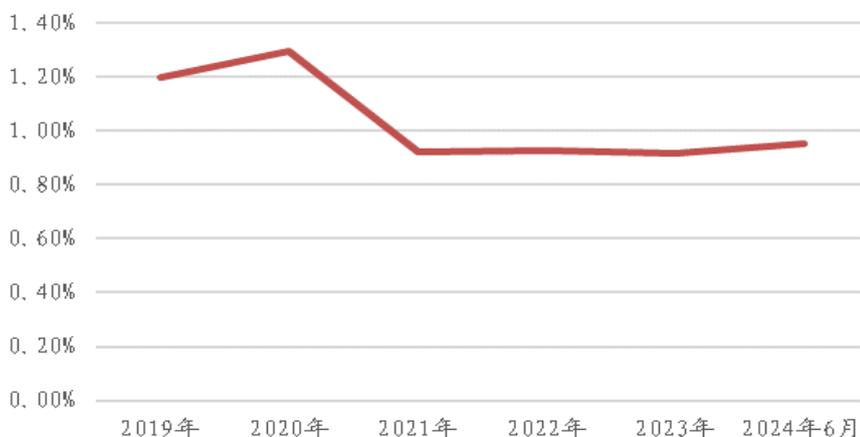


资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

同期, 相较于稳定的不良率数据, 关注率和逾期率波动则略有波动。42家A股上市银行中有32家三季度披露了关注率情况, 其中有21家关注率环比上升, 平均上升幅度为17bp; 部分银行披露的零售相关贷款的不良率与关注率、逾期率之间的剪刀差仍在扩大, 零售贷款后续或仍然存在不良生成压力。

另外, 前瞻指标, 截至2024年6月末, 上市银行的不良生成率在0.95%, 而核销转出率72.36%。考虑到当前的逆周期调节政策, 我们预计地方城投债务、房地产相关贷款等敞口风险或有改善趋势。我们预计2025年上市银行净不良生成率同比或保持稳定。

图表28: 上市银行不良生成率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

综合来看，在信用成本下行到低位，资产质量整体稳健的情况下，我们预计未来拨备对业绩的贡献也将回落。

### 3.5 2025 年整体业绩增速有望回升

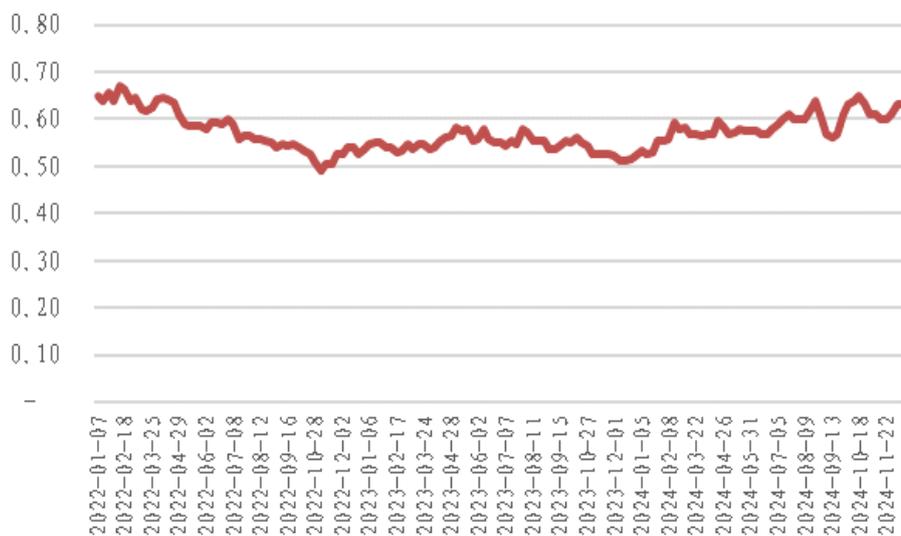
2025年整体规模增速或低位企稳；考虑到当前市场利率水平以及政策调整预期，预计净息差降幅或小于2024年；随着基数效应的消退、资本市场的回暖，销售端放量，手续费收入慢慢企稳；其他非息收入受基数效应的影响，增速回落；资产质量整体保持稳健，当前信用成本已经下行到低位，我们预计未来拨备对业绩的贡献也将回落。综合来看，2025年整体业绩增速有望回升。

## 4 投资策略

### 4.1 银行板块整体上涨，估值明显抬升

2024年1月2日-2024年12月16日，银行指数（中信）整体上涨37.5%，跑赢沪深300指数23.5个百分点。当前银行指数对应的PB为0.64倍，处于历史低位。

图表29: 板块 PB 估值（单位：倍）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

### 4.2 短期板块防御属性仍然较为明显

2023年末以来，宏观环境以及企业盈利预测持续调整的过程中，高股息策略受到了市场的持续关注，其中长端利率的下行是推动高股息资产价格表现的重要因素。银行股较高的股息率以及极低的估值成为资金的优选，叠加市场防御需求上升，助推了整个银行板块的市场表现。

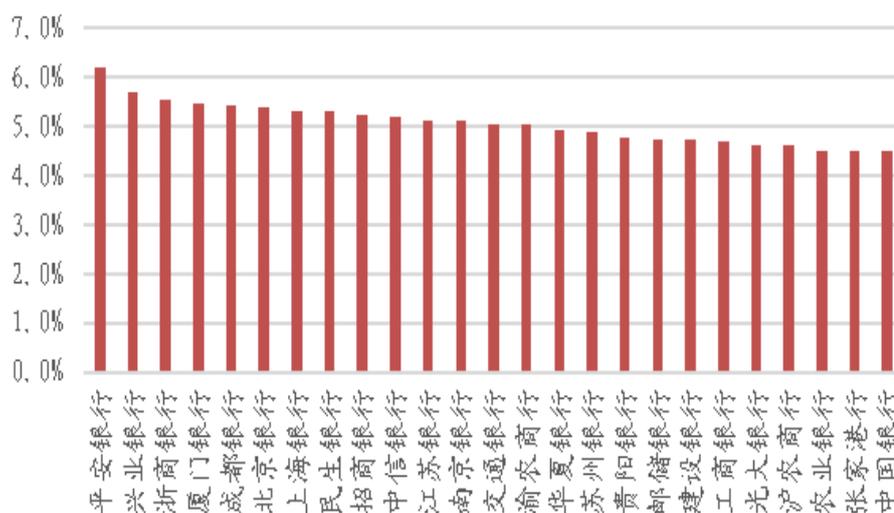
展望2025年，在适度宽松货币政策预期下，市场利率或仍有一定的下行空间，对高股息个股的行情仍有一定的支撑。叠加新增市场资金，更多的来自于被动基金或者

低波产品，高股息个股仍然是优选。往后看，高股息策略中，分子端的稳定性成为高股息选股的重点逻辑。关于盈利的稳定性问题，短期看当前银行利润增速边际走弱概率不高，长周期角度看，银行业整体的利润增长或已经进入底部区间，盈利的稳定性将逐步体现。

另外，从分红的角度看，分红率的提升，有利于银行股估值的提升。不过，由于银行本身商业模式的限制，净利润除了分红外，留存收益部分作为重要的资本内源补充，满足监管对资本充足的要求，推动未来业务和规模的扩张。

综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。2025年，随着宏观经济政策效应的逐步显现，经济逐步回暖以及信用风险的改善，配置上优选零售金融占比更高的公司。

图表30: 部分公司股息率(单位: %)



资料来源: 公司财报, 万得资讯, 万联证券研究所

## 5 风险提示

第一, 宏观经济下行, 企业偿债能力超预期下降, 对银行的资产质量造成较大影响;

第二, 宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响;

第三, 财政政策力度不及预期;

第四, 监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响等。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场