



紧握红利锚，掘金转型低位区

—— 银行业 2025 年投资策略

银行业分析师：张一纬

银行业分析师助理：袁世麟



紧握红利锚，掘金转型低位区

——银行业 2025 年投资策略

2024 年 12 月 31 日

- 2024 年回顾：收益超预期，业绩边际修复：**截至 12 月 23 日，银行板块累计上涨 31.42%，受机构青睐度上升。银行估值继续受益政策催化，市值管理主题行情延续，红利价值凸显；政策拐点改善预期，顺周期因素关注度上升。
- 2025 年展望：宏观政策更加积极，银行基本面积积极因素将持续积累：**相比于银行业绩承压的预期，我们认为银行从量价险角度均面临改善契机，主要体现在：重点领域化险力度加大，与此同时，财政发力支撑短期信贷，存款挂牌利率调降成效有望加速显现，托底银行息差。积极因素积累对估值形成支撑。
- 风险：化债+补资本+地产政策优化，利好资产质量优化和信用成本改善：**地方化债力度加大，银行短期受影响可控，中长期有望受益地方经济和债务风险修复；以国有大行为首的资本补充加强，有助提升银行风险抵御和信贷投放能力；房地产政策优化，供需两端政策组合拳发力改善房企流动性，房企违约率受益政策程度高，银行相关风险敞口资产质量已出现企稳迹象。
- 量价：信贷有支撑，负债端成本大幅改善可期，托底息差：**（1）总量方面，信贷开门红预计好于去年，财政发力、结构优化、消费改善和低基数是核心驱动。预计 2025 年新增社融 35.3 万亿元，新增信贷 21.12 万亿元；其中 2025Q1 的增量分别达 14.5 万亿元和 10.3 万亿元，前置投放特征明显。（2）定价方面，重定价、降息预期和债务置换拖累息差，但降准、存款重定价成效释放以及存款利率自律定价机制优化形成向上支撑，中性假设下测算息差 1.34%，预计降幅较 2024 年收窄。
- 银行经营面临中长期确定性机遇：**（1）政策宽松背景下低利率环境延续，资产负债管理是银行短期基本面的核心变量。资产配置优化继续，信用成本管控至关重要，提升活期存款占比为稳定存款、降低成本的关键。（2）提升信贷投放与高质量发展的适配度，实现量价险均衡。信贷资源将向五篇大文章等重点领域倾斜，获取差异化定价空间。（3）拓展非息收入来源，提升综合服务能力，跳出利率框架束缚。财富管理和交易银行可成为发展非息业务的着力点。
- 投资策略：**（1）高股息策略延续，坚守大行红利投资主线；（2）经济动能转换加速信贷结构优化，关注区域中小行个股优选机会；（3）股份行轻资本转型深化，低位布局、收获估值溢价。
- 风险提示：**经济不及预期，资产质量恶化的风险；利率持续下行的风险。

重点公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	BVPS (元)				PB (倍)				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601398	工商银行	9.55	10.31	11.08	11.87	0.52	0.65	0.60	0.56	推荐
601939	建设银行	11.80	12.82	13.81	14.88	0.57	0.67	0.62	0.58	推荐
600919	江苏银行	11.47	12.73	14.00	15.47	0.60	0.74	0.67	0.61	推荐
601128	常熟银行	8.99	9.16	10.45	11.96	0.74	0.82	0.72	0.63	推荐
600036	招商银行	36.71	40.84	44.99	49.38	0.79	0.94	0.85	0.78	推荐

资料来源：ifind、中国银河证券研究院

银行

推荐 维持

分析师

张一伟

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

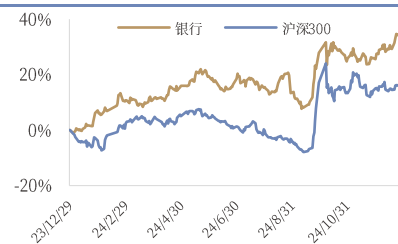
分析师登记编码：S0130519010001

研究助理 袁世麟

✉：yuanshilin_yj@chinastock.com.cn

相对沪深 300 表现图

2024-12-30



资料来源：ifind、中国银河证券研究院

相关研究

目录

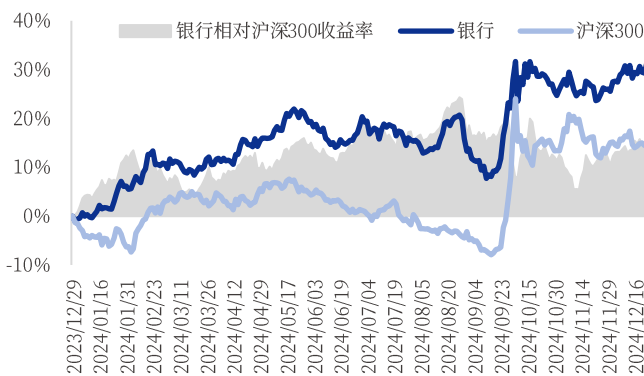
Catalog

- 一、 2024 年银行业回顾：收益超预期，业绩边际修复 4
- 二、 2025 展望：基本面积积极因素将持续积累 7
 - (一) 风险预期改善：化债+补资本+地产政策优化，利好风控和资产质量 7
 - (二) 量价层面稳增长：信贷开门红和息差有支撑，基本面积积极因素积累 13
- 三、 政策拐点下，银行经营如何寻找中长期确定性 21
 - (一) 低利率环境延续，资产负债管理仍是银行短期基本面的核心变量 22
 - (二) 提升信贷投放与高质量发展适配度，实现量价险均衡 27
 - (三) 拓宽非息收入来源，提升综合服务能力，跳出利率框架的束缚 33
- 四、 投资策略：紧握红利锚，掘金转型低位区 35
 - (一) 高股息策略延续，坚守大行红利投资主线 36
 - (二) 经济动能转换加速信贷结构优化，关注区域中小行个股优选机会 40
 - (三) 股份行轻资本转型深化，低位布局、收获估值溢价 43
- 五、 风险提示 44

一、2024 年银行业回顾：收益超预期，业绩边际修复

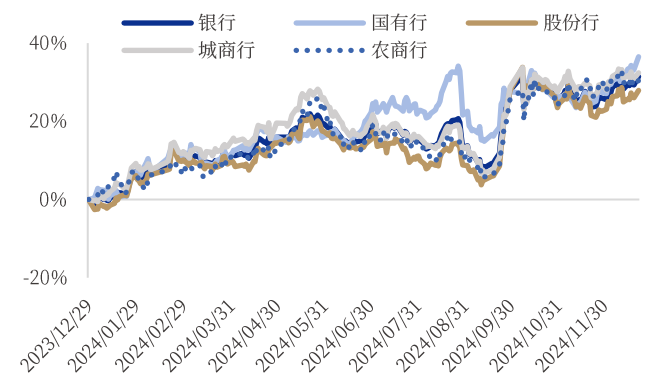
2024 年以来银行板块表现整体超预期，政策催化显著。截至 2024 年 12 月 23 日，银行板块年初至今累计上涨 31.42%，跑赢沪深 300 指数 16.78 个百分点，在 31 个申万一级行业中排名第 2，仅次于非银行业。2024 年银行红利价值延续，新一轮央国企改革持续催化板块行情。相比 2023 年中特估主题行情下国有行领涨的局面，2024 年银行业板块出现全面上涨，范围拓展至股份行、城商行和农商行。截至 2024 年 12 月 23 日，国有行、股份行、城商行、农商行分别上涨 36.51%、27.93%、32.42%、30.43%。从时间上看，年初信贷开门红以来，优质城农商行表现较优，而三季度市场震荡下行行情中，高股息、低估值、低风险的国有行防御属性凸显，相对收益显著领先其他板块。市值管理力度加大带动银行估值中枢修复，叠加 924 政策拐点、一揽子增量政策组合出台，从基本面、政策面、风险预期角度均带来银行业绩和估值改善空间，同时也带来个股优选机会。年初至今 42 家上市银行中 41 家收涨，其中浦发银行、上海银行、成都银行、沪农商行、杭州银行、渝农商行、南京银行、农业银行、江苏银行、工商银行涨幅超过 40%，另有华夏银行、招商银行等 8 家银行涨幅也高于 30%，江浙成渝地区优质城农商行、受益于政策拐点的部分顺周期股份行、高股息大行领涨。

图1：银行板块与沪深 300 指数累计涨跌幅



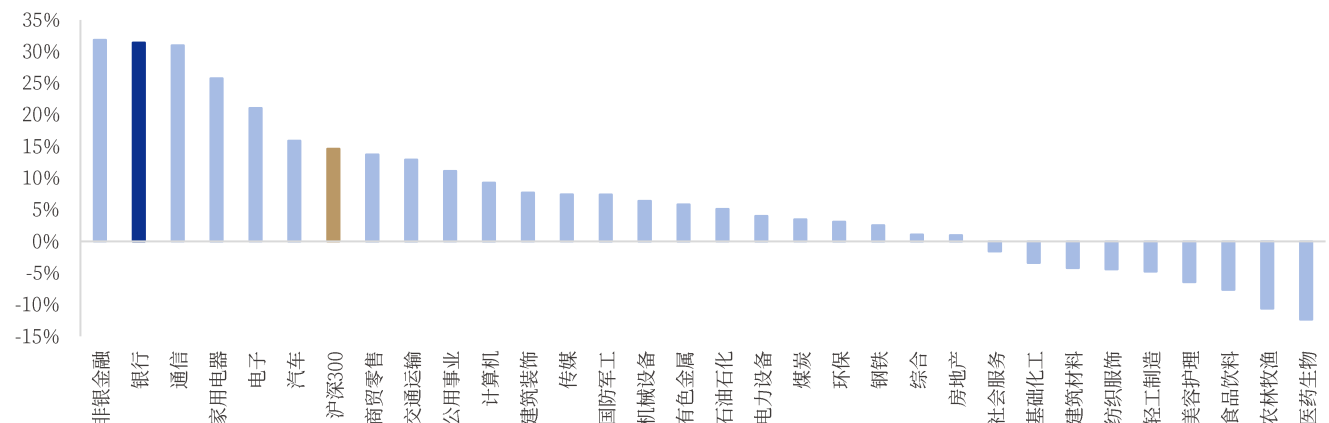
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图2：银行细分板块累计涨跌幅



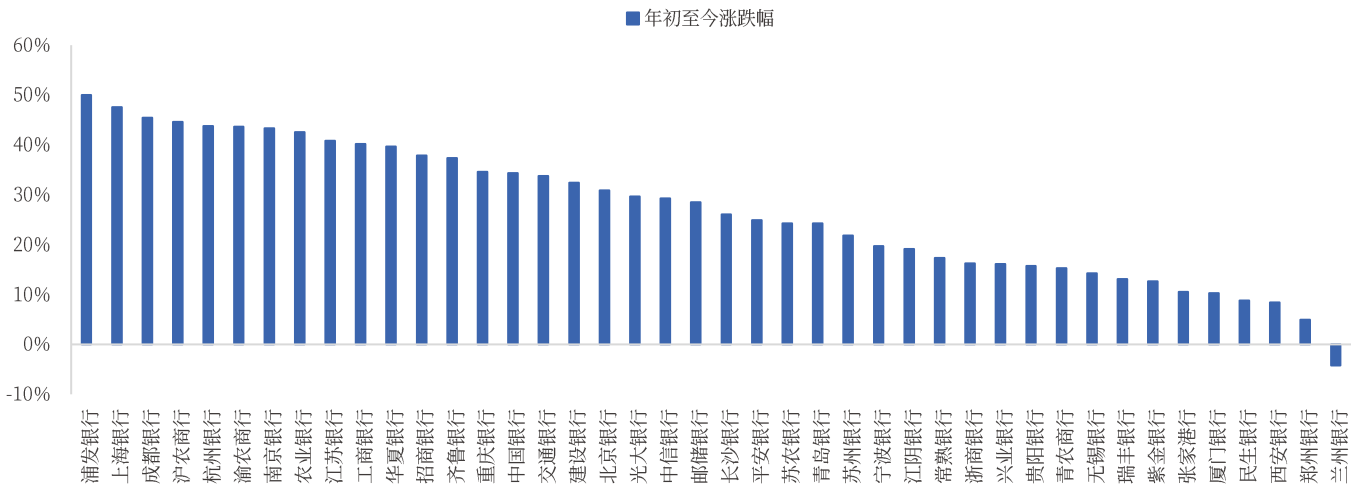
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图3：A 股各行业年初至今涨跌幅（2024/12/23）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

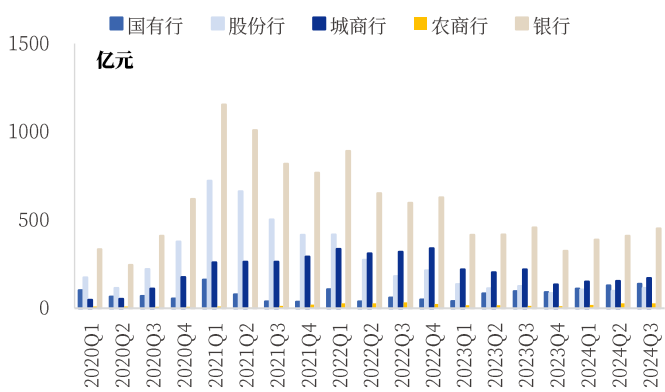
图4：各上市银行年初至今涨跌幅（2024/12/23）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

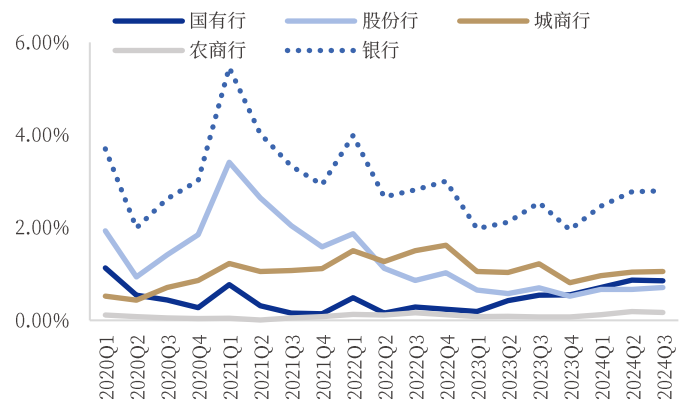
与此同时，资金面对银行的偏好程度提升。从公募持仓数据来看，银行重仓比例上升，红利价值继续受机构青睐。2024Q3，公募基金对银行板块重仓持仓占比 2.79%，较上年末上升 0.84 个百分点，排名全行业第 12 位，较上年末上升 2 位。其中，国有行、股份行、城商行、农商行重仓持仓占比分别为 0.86%、0.71%、1.06%、0.17%，分别较上年末上升 0.31、0.19、0.25、0.1 个百分点，红利价值凸显的国有行关注度明显上升。个股层面，招商银行、宁波银行、成都银行、工商银行、农业银行重仓持仓占比较高；与上年末相比，前三大重仓股保持不变，仓位合计上升 0.34 个百分点至 1.23%，工商银行仓位较上年末提升 0.11 个百分点，农业银行首次进入重仓前五。整体来看，零售股份行、优质区域行和高股息、低估值、低风险的国有行为机构主要配置方向。

图5：银行细分板块重仓市值



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图6：银行细分板块重仓持仓占比



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

表1：2024Q3 个股仓位排名前 10

序号	2024Q2		2024Q3				
	公司名称	公司名称	持股总市值(亿元)	持仓占比	持仓占比变化	重仓基金家数	重仓基金家数变化
1	招商银行	招商银行	103.72	0.64%	0.03%	230	-16

2	成都银行	宁波银行	49.99	0.31%	0.05%	90	8
3	工商银行	成都银行	45.78	0.28%	-0.04%	48	-11
4	农业银行	工商银行	45.49	0.28%	0.00%	100	-70
5	宁波银行	农业银行	36.08	0.22%	-0.04%	91	-35
6	杭州银行	江苏银行	34.33	0.21%	0.08%	64	4
7	建设银行	建设银行	25.64	0.16%	0.00%	67	-14
8	江苏银行	杭州银行	21.80	0.13%	-0.05%	38	-3
9	常熟银行	中国银行	16.28	0.10%	0.06%	45	-6
10	邮储银行	常熟银行	14.50	0.09%	-0.01%	27	-17
合计			393.62	2.43%	0.06%	800	-160

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

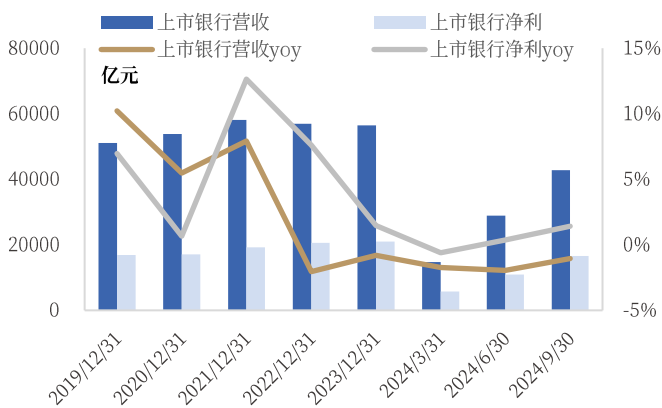
表2: 2024Q3 个股重仓持股配置变化排名前 10

序号	2024Q3 加仓排名			2024Q3 重仓基金数量增加排名		
	公司名称	加仓幅度	2024Q3 仓位	公司名称	重仓基金增加家数	2024Q3 重仓基金数量 (家)
1	江苏银行	0.08%	0.21%	浦发银行	13	28
2	中国银行	0.06%	0.10%	沪农商行	12	29
3	宁波银行	0.05%	0.31%	宁波银行	8	90
4	招商银行	0.03%	0.64%	华夏银行	7	11
5	上海银行	0.02%	0.03%	江苏银行	4	64
6	兴业银行	0.01%	0.04%	青岛银行	3	5
7	浦发银行	0.01%	0.01%	光大银行	2	12
8	交通银行	0.01%	0.06%	重庆银行	1	4
9	工商银行	0.00%	0.28%	齐鲁银行	1	16
10	齐鲁银行	0.00%	0.01%	张家港行	1	2

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

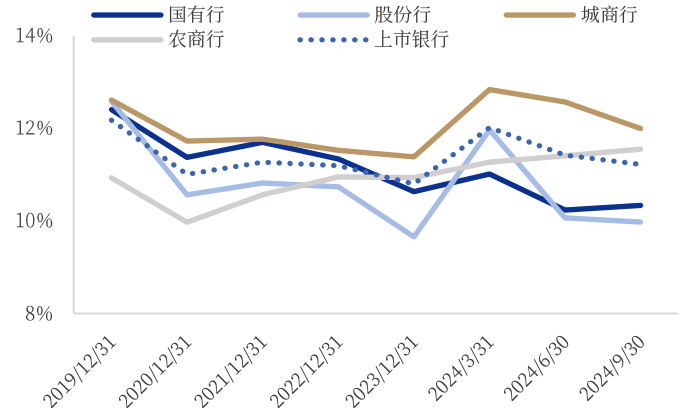
业绩层面, 2024 年前三季度上市银行业绩呈现边际修复迹象, 拐点仍待显现。2024 年 1-9 月, 上市银行营业收入同比下降 1.05%; 拨备前利润同比下降 2.12%; 归母净利润同比增长 1.43%; ROE 为 11.22%, 同比下降 0.74 个百分点。2024Q3 单季度, 上市银行营收同比增长 0.89%; 归母净利润同比增长 3.53%, 与上季度相比均有所改善。上市银行业绩边际修复, 主要由于利息净收入和中收同比降幅收窄, 同时以投资收益为主的其他非息收入高增延续, 仍为营收的主要支撑。此外, 减值损失继续下降推动利润增长, 但拨备对利润的反哺效应略有减弱, 2024Q3 拨备前利润同比增长 0.39%, 低于前三季度水平。综合来看, 前三季度银行业绩实现边际改善, 基本面拐点仍待观察, 但结合政策拐点、化债以及负债成本优化等方面考虑, 积极因素有望逐步积累, 2025 年经营改善可期。

图7：上市银行营业收入和归母净利润表现



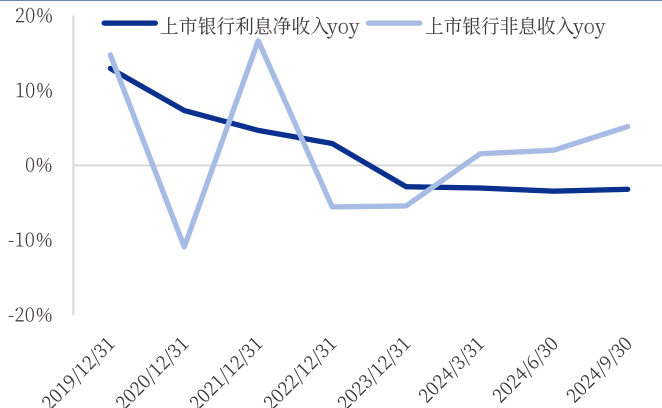
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图8：上市银行 ROE



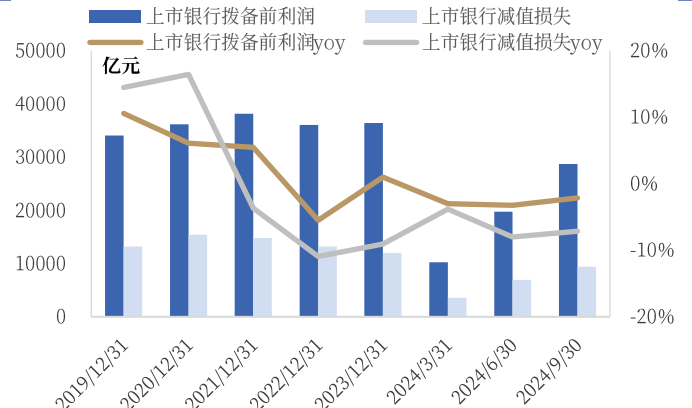
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图9：上市银行利息净收入增速与非息收入增速



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图10：上市银行拨备前利润和减值损失情况



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

二、2025 展望：基本面积积极因素将持续积累

展望 2025 年，我们延续 2024 年中期策略银行股投资的三要素框架，继续重点关注银行业量、价与风险等三方面的因素变化，以此来评估银行业经营趋势以及板块和个股投资机会。（1）风险维度，10 万亿地方政府专项债化债+房地产政策组合拳出台，利好银行资产质量优化和信用成本改善；（2）量价维度，压力逐步释放，财政发力支撑短期信贷，存款挂牌利率调降成效有望加速显现，托底银行息差。总体来看，银行业基本面积积极因素积累，叠加分红力度加大，对估值形成支撑。

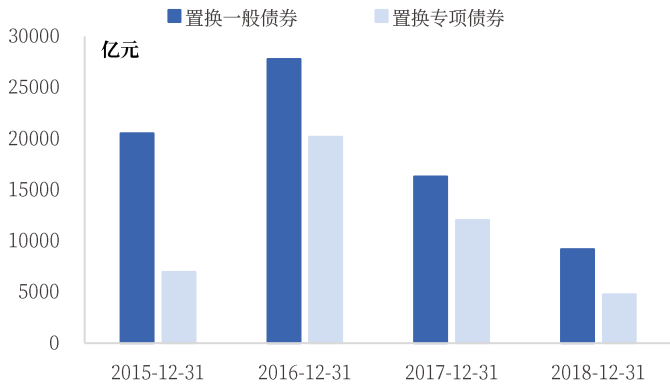
（一）风险预期改善：化债+补资本+地产政策优化，利好风控和资产质量

1. 地方政府化债力度加大，银行短期受影响可控，中长期有望受益地方经济修复

10 万亿专项债化债组合拳出台，2025 年化债资源预计为 2.8 万亿元，力度超过 2023 年，大幅缓解债务压力：11 月的人大常委会安排增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施，每年 2 万亿元，并且从 2024 年起，连续五年每年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元，专门用于化债。两项政策直接增加地方化债资源 10 万亿元。与此同时，12 月中央经济工作会议提出要有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；央行在学习中央经济工作会议

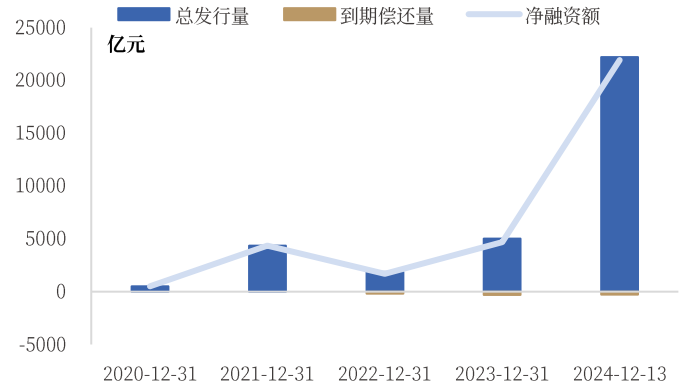
精神的会议中提到，稳妥有效防范化解重点领域金融风险，继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作。预计地方化债工作将持续稳步推进。具体到2025年，年度累计用于化债的专项债资源预计为2.8万亿元，超过2023年的规模以及前一轮化债高点2016年。假设地方隐性债务化解优先考虑到期的城投债敞口，2025年化债额度可以覆盖83.29%的到期债券，如果考虑2024年底化债工作的开展，其效果预计在2025年显现，因此基本上可以实现全面覆盖，有效缓释地方债务风险。

图11: 2015-2018年债务置换债券发行规模



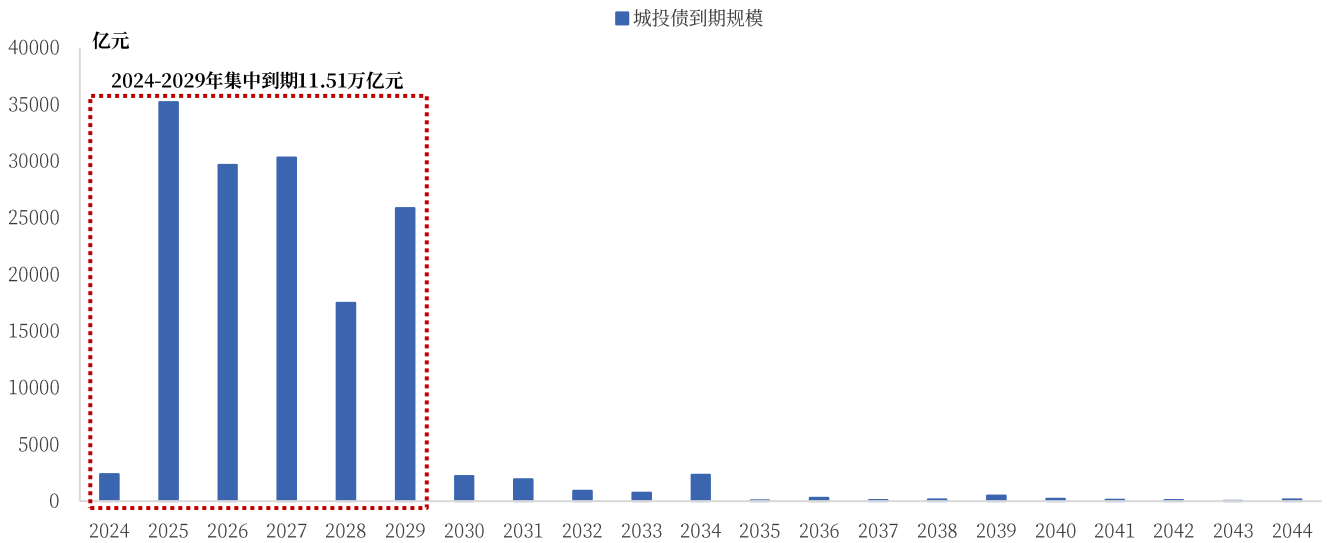
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图12: 2020-2024年特殊再融资债券发行与到期偿还规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

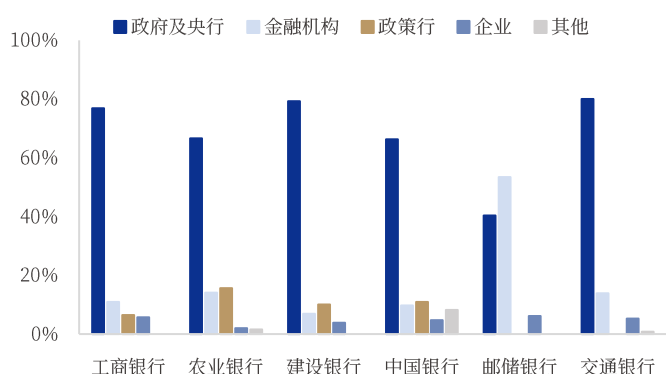
图13: 未来20年城投债到期规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

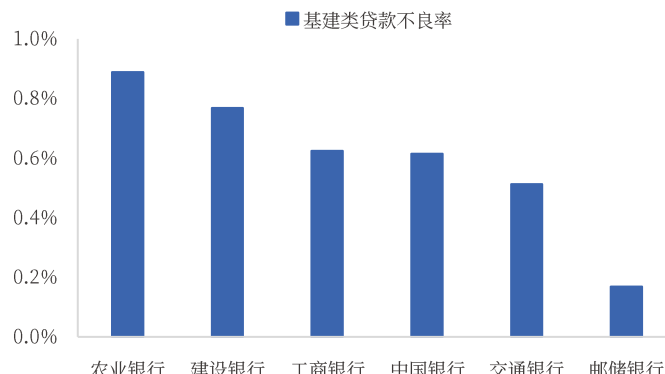
上市银行债权资产配置以国债、政府债、金融债为主，企业债占比较少，叠加基础设施类贷款资产质量较好，短期受本轮化债影响可控。以六大行为例，2024H1债券投资中企业债仅占比约4.3%；基建贷款不良率平均为0.6%。中长期来看，化债为促进发展、改善民生，加大对投资、消费、科创等领域的支持，为推动地方高质量发展腾出资源和政策空间。随着地方经济基本面改善、债务风险状况的缓释和根本性扭转以及可持续性发展能力和财政稳健性的增强，银行资产质量有望逐步受益。

图14: 债券投资结构按发行人分类 (以大行为例)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图15: 2024H1 基建贷款不良率 (以大行为例)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2.以国有大行为首的资本补充加强, 有助银行提升风险抵御和信贷投放能力

国有大行资本补充工作加快推进, 有助于增强风险抵御能力, 以解决对留存利润补充资本放缓、逆周期调节等问题, 同时满足国际 TLAC 监管的需求, 从而更加有效地应对复杂多变的外部环境: 参考往次特别国债发行规模, 预计本次特别国债发行规模在 1-1.5 万亿元; 截至 2024Q3, 六大行核心一级资本充足率平均为 11.9%, 测算增资后有望提升 1.5-1.97 个百分点至 13.26%-13.74%, 提高服务实体经济能力和风险抵御能力, 也为参与化债提供资本支撑。

表3: 历史上四轮特别国债发行情况 (不含续作)

时间	发行规模 (亿元)	国债期限	发行方式	发行目的
1998 年	2700	30 年	向工、农、中、建四大行定向发行, 分别承销 850、933、425、492 亿元	补充国有四大行资本金
2007 年	13500+2000	10 年、15 年	向农业银行定向发行 1.35 万亿元, 公开发行业 2000 亿元	购买美元外汇储备, 成立中投公司作为我国主权基金
2020 年	10000	10 年、15 年	公开发行	抗疫
2024 年	10000	20 年、30 年、50 年	公开发行	支持“两重”“两新”建设

资料来源: 财政部, 中国政府网, 中国银河证券研究院

表4: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算

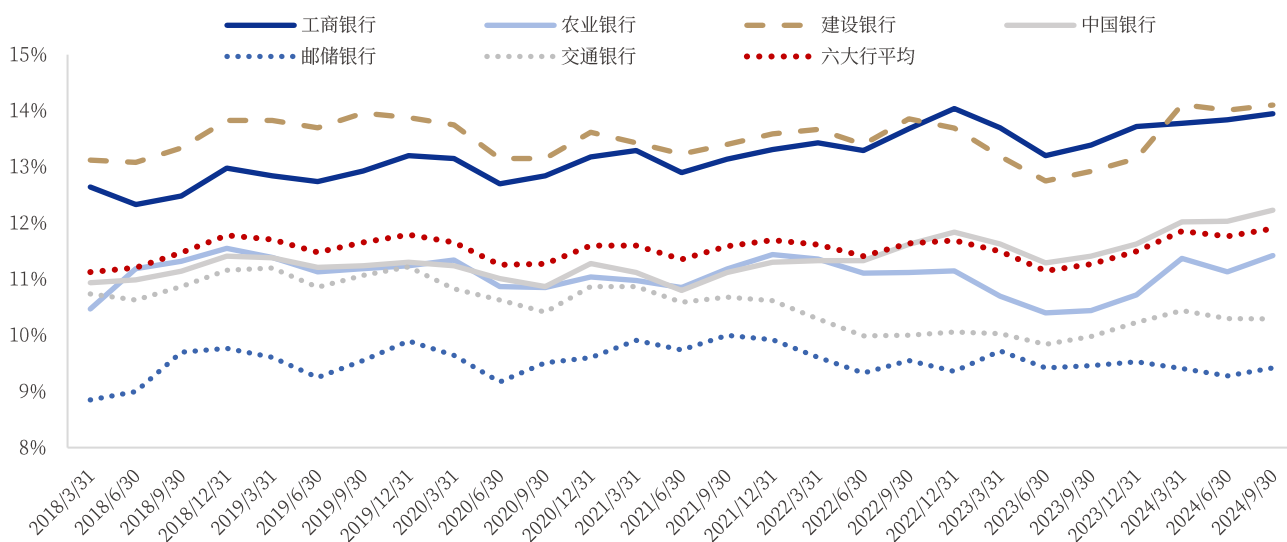
	假设特别国债发行规模 1 万亿	假设特别国债发行规模 1.5 万亿
补充核心一级资本规模 (亿元)	10000	15000
初始核心一级资本充足率	11.90%	11.90%
初始核心一级资本 (亿元)	132,939.26	132,939.26
初始风险加权资产 (亿元)	1,066,587.46	1,066,587.46
增资后的核心一级资本充足率	13.40%	13.87%
预计释放增量信贷 (亿元)	107,197.32	151,880.91

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

从时间节点上看, 预计资本补充 2025 年一季度落地的概率大, 主要有以下考虑: 9 月以来政策

密集出台，财政政策加码，化债力度超预期，叠加年底前房地产“白名单”贷款规模增至4万亿元，短期内对银行信贷投放能力提出较高要求；而2025年初银行面临信贷开门红、重定价影响，资本消耗较大。资本补充加快推进能够提高大行信贷投放能力，助力政策落地见效，具备及时性和必要性。

图16: 六大行核心一级资本充足率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

除了给六大行补充核心一级资本外，高级法申请范围拓展至中小银行，进一步帮助银行节约资本提供有力支撑。11月1日，国家金融监督管理总局发布《商业银行实施资本计量高级方法申请及验收规定》，明确了高级方法的验收标准、验收程序和持续监管框架。资本计量高级法申请使用范围扩展至第一档银行，利好优质银行资本充足率提升。不同于标准法使用监管统一规定的风险权重，高级法下，银行使用内部模型自行估计部分风险参数来计量风险加权资产，目前我国使用高级法进行资本计量的银行有工农中建交五大行和招商银行，经过10年的实施，已形成一定的计量和管理经验。

从银行自身来看，参照目前高级法实际使用情况，部分资产风险权重低于标准法，符合条件的银行实施高级法后，同等规模下资本消耗将减少，资本充足率提升，信贷投放和风险抵御能力有望增强。以招商银行为例，2024H1高级法计量可节约风险加权资产16%，其中公司信用风险权重为42.9%，低于权重法计量下一般公司贷款100%的风险权重；零售按揭贷款风险权重24.34%，而权重法下最低为40%。根据资本新规中的银行分档要求，我们列示了目前上市银行中暂未实施高级法的28家第一档银行，假设实施高级法后能够节约风险加权资产15%，测算核心一级资本充足率平均提升1.74个百分点。考虑到监管对申请实施高级法的银行经营状况、资产质量、盈利能力、流动性、监管评级、数据治理、信息系统等方面提出了一定的要求，结合我国系统重要性银行划分以及资本充足率监管，我们认为目前未实施高级法的第一档上市银行中，第三组、第二组系统重要性银行有望先行实施受益，其中邮储银行、中信银行、兴业银行已在推进申请计划。

表5: 2024H1 招商银行高级法、权重法资本计量区别

(单位: 百万元)	高级法 (考虑资本底线)	权重法
核心一级资本净额	937,812	937,812
一级资本净额	1,088,258	1,088,258

二级资本净额	126,000	937,812
资本净额	1,214,258	1,176,354
风险加权资产	6,765,309	8,056,196
风险加权资产节约	-16.02%	-
核心一级资本充足率	13.86%	11.64%
高级法提升核心一级资本充足率	2.22%	-

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表6: 暂未实施高级法的资本新规下第一档银行实施资本计量高级法影响测算 (2024Q3)

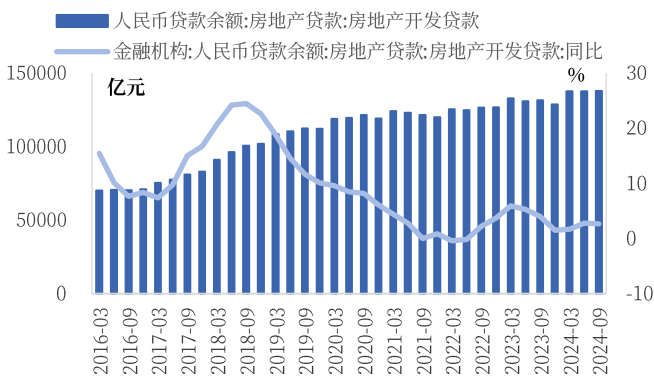
							假设高级法实施后节约风险加权资产 15%		
银行	类型	风险加权资产 (亿元)	核心一级资本充足率	监管要求核心一级资本充足率红线	距监管红线空间	D-SIBs 分组	实施后风险加权资产 (亿元)	实施后核心一级资本充足率	核心一级资本充足率提升
邮储银行	国有行	87,730.18	9.42%	9.00%	0.42%	第二组	74,570.65	11.09%	1.67%
兴业银行	股份行	77,617.31	9.70%	8.25%	1.45%	第三组	65,974.71	11.42%	1.72%
浦发银行	股份行	71,013.45	8.87%	8.00%	0.87%	第二组	60,361.43	10.43%	1.56%
中信银行	股份行	70,341.80	9.50%	8.00%	1.50%	第二组	59,790.53	11.18%	1.68%
民生银行	股份行	58,805.60	9.30%	7.75%	1.55%	第一组	49,984.76	10.95%	1.65%
光大银行	股份行	48,669.79	9.67%	7.75%	1.92%	第一组	41,369.32	11.38%	1.71%
平安银行	股份行	43,851.77	9.33%	7.75%	1.58%	第一组	37,274.00	10.98%	1.65%
华夏银行	股份行	30,903.99	9.51%	7.75%	1.76%	第一组	26,268.39	11.19%	1.68%
浙商银行	股份行	20,116.23	8.39%	7.50%	0.89%	否	17,098.80	9.88%	1.49%
北京银行	城商行	28,217.13	9.11%	7.75%	1.36%	第一组	23,984.56	10.72%	1.61%
江苏银行	城商行	25,619.31	9.27%	7.75%	1.52%	第一组	21,776.41	10.91%	1.64%
上海银行	城商行	22,292.90	10.01%	7.75%	2.26%	第一组	18,948.97	11.78%	1.77%
宁波银行	城商行	20,664.88	9.43%	7.75%	1.68%	第一组	17,565.15	11.10%	1.67%
南京银行	城商行	16,662.40	9.02%	7.75%	1.27%	第一组	14,163.04	10.61%	1.59%
杭州银行	城商行	12,032.97	8.76%	7.50%	1.26%	否	10,228.02	10.31%	1.55%
成都银行	城商行	8,474.09	8.40%	7.50%	0.90%	否	7,202.98	9.88%	1.48%
长沙银行	城商行	6,571.49	9.93%	7.50%	2.43%	否	5,585.77	11.68%	1.75%
重庆银行	城商行	5,354.56	10.02%	7.50%	2.52%	否	4,551.38	11.79%	1.77%
贵阳银行	城商行	4,884.15	12.43%	7.50%	4.93%	否	4,151.53	14.62%	2.19%
苏州银行	城商行	4,567.65	9.41%	7.50%	1.91%	否	3,882.50	11.07%	1.66%
青岛银行	城商行	4,079.44	8.90%	7.50%	1.40%	否	3,467.52	10.48%	1.58%
齐鲁银行	城商行	3,594.47	10.26%	7.50%	2.76%	否	3,055.30	12.07%	1.81%
郑州银行	城商行	4,855.33	8.97%	7.50%	1.47%	否	4,127.03	10.55%	1.58%
西安银行	城商行	3,130.07	9.98%	7.50%	2.48%	否	2,660.56	11.74%	1.76%
厦门银行	城商行	2,442.32	10.06%	7.50%	2.56%	否	2,075.97	11.84%	1.78%
渝农商行	农商行	9,035.78	13.83%	7.50%	6.33%	否	7,680.41	16.27%	2.44%
沪农商行	农商行	8,323.16	14.51%	7.50%	7.01%	否	7,074.69	17.07%	2.56%
青农商行	农商行	3,223.09	10.68%	7.50%	3.18%	否	2,739.63	12.56%	1.88%

资料来源: ifind, 国家金融监督管理总局, 中国银河证券研究院

3. 房地产政策优化，银行地产相关风险敞口有望受益

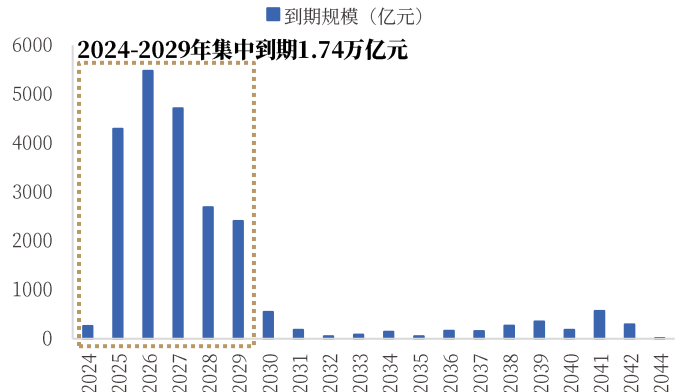
房地产政策组合拳再加码，多措并举改善房企流动性风险，有助于应对 2025 年信用债到期高峰。在住房限购政策持续放宽的基础上，10 月住建部等五部委联合新闻发布会提出（1）年底前将白名单项目的信贷规模增加到超过 4 万亿，争取将所有房地产合格项目都纳入白名单，做到“应进尽进”，对已审贷款“应贷尽贷”，资金拨付“能早尽早”，规模力度超预期。（2）以房地产开发贷、个人按揭贷款、经营性物业贷款、并购贷款、住房租赁贷款和债券投资等为代表的各类融资工具持续发力。（3）商品房和土地收储继续盘活房企存量资产，改善房企流动性。其中，保障房再贷款央行出资比例已上升至 100%，同时财政部正在研究允许专项债用于回收闲置存量储备、收购存量房，优化保障房供给，促进房地产市场供需平衡。（4）“金融 16 条”和经营性物业贷款政策延期，多维度加大房地产金融服务的支持力度。（5）房地产税收政策优化，降低购房成本，提振购房需求。契税住房面积门槛由 90 平方米提升至 140 平方米、土地增值税预征率下限统一降低 0.5 个百分点、调整非普通住宅增值税。另外，12 月中央经济工作会议进一步明确要持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力；合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作；推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。

图17: 房地产开发贷规模及增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

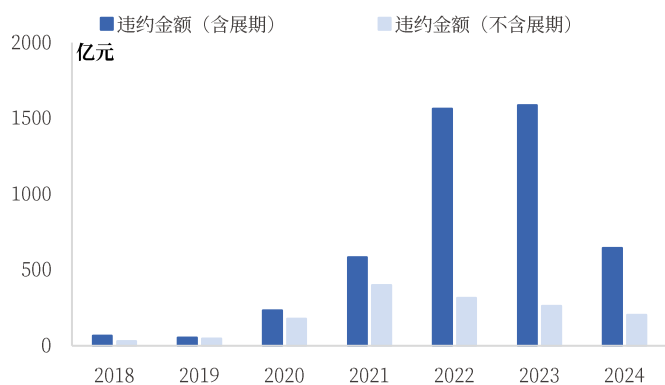
图18: 未来 20 年房企信用债到期规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

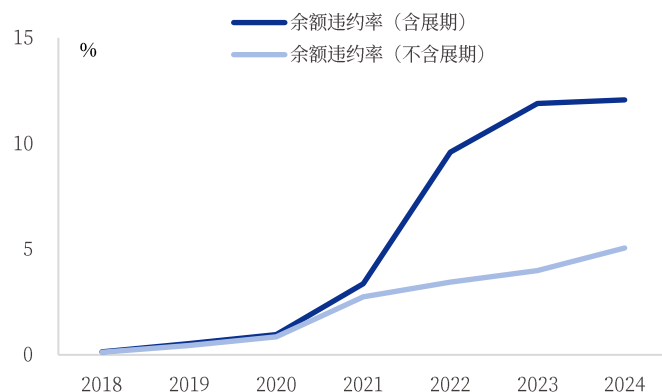
短期来看，房地产违约率仍将处于高位，但多以展期为主，受益当前政策程度较高。截至目前，包含展期的房企信用债违约金额和违约率分别为 644.9 亿元、12.06%，不包含展期的房企信用债违约金额和违约率分别为 203.7 亿元、5.06%，预计 2025 年流动性风险仍将大于实质性违约的风险，违约率将保持高位，但受益政策或有边际改善，而实质性的扭转仍取决于房企销量。2024 年 11 月单月，房企商品房销售面积和销售额均同比转正，增速分别为 3.25%、1.39%。依据银河地产团队预测 2025 年全年房地产销售金额 9.13 万亿，销售面积 9.2 亿平，测算较 2024 年分别同比下降约 4.58%、4.97%，降幅较 2024 年预计大幅收窄。落实到银行层面，房地产敞口的不良风险有望加速出清。截至 2024 年 9 月末，样本银行对公房地产不良贷款余额增速下降、不良率上升斜率趋缓，资产质量层面已经出现企稳迹象。

图19: 房企信用债违约规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图20: 房企信用债违约余额违约率



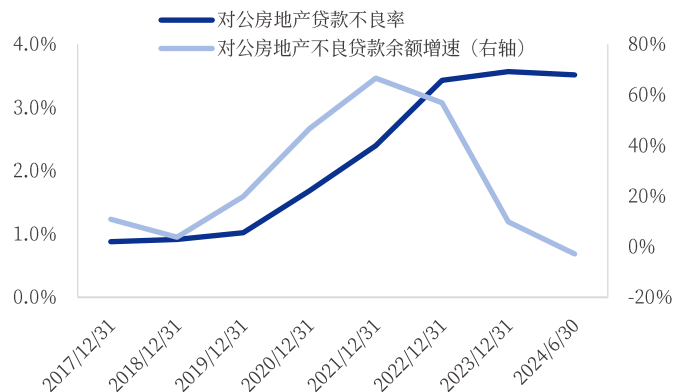
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图21: 商品房销售情况 (单月)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图22: 样本银行对公地产不良贷款余额增速及不良率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 量价层面稳增长: 信贷开门红和息差有支撑, 基本面积积极因素积累

1. 信贷开门红预计好于 2024 年, 财政发力、结构优化、消费改善和低基数是核心驱动

2025 年信贷有望修复, 增速预计好于 2024 年并呈现前置投放的特点。依据银河证券宏观的预测, 2025 年新增社融 35.3 万亿元, 新增信贷 21.12 万亿元。其中 2025Q1 的增量分别达 14.5 万亿元和 10.3 万亿元。我们认为银行业 2025 年贷款增速改善预计受益于五个方面因素的驱动:

(1) **地方政府专项债用作资本金领域放宽撬动基建项目配套融资需求:** 依据银河宏观团队的预测, 2025 年新增的地方政府专项债额度约 4.5 万亿元, 剔除用于化债的 8000 亿元后的额度为 3.7 万亿元。2024 年 11 月人大常委会指出要合理扩大地方政府专项债支持范围, 适当扩大用作资本金的领域、规模和比例; 12 月中央经济工作会议继续强调, 要增加地方政府专项债券发行使用, 扩大投向领域和用作资本金范围; 12 月 16 日国常会明确指出, 实行地方政府专项债券投向领域“负面清单”管理, 允许用于土地储备、支持收购存量商品房用作保障房。专项债使用范围扩大和用作资本金比例提升有助于撬动更多的配套融资需求。目前, 专项债主要投向市政及产业园区基础设施、交通基础设施、保障房等领域。2024 年前三季度, 新增专项债中有超 2600 亿元用作项目资本金, 测算占比约 7.22%, 相比于 25% 的上限仍有较大的使用空间; 按当前用作资本金比例上限, 测算 3.7

万亿元专项债可撬动增量信贷约 9250 亿元；另外，假设专项债用作资本金的比例上限从 25% 提升至 30%-40%，足额使用的情况下预计可以撬动增量信贷投放 10360-12580 亿元。

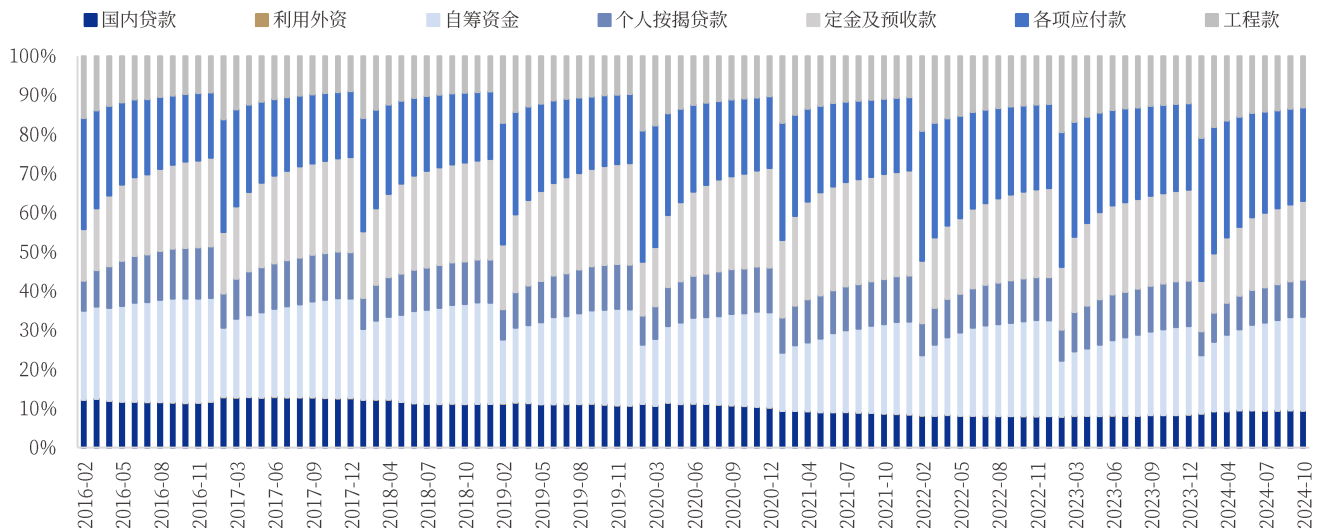
表7：地方政府专项债用作资本金领域放宽带来的基建项目配套融资需求

	悲观	中性	乐观
地方政府专项债额度（亿元）	37000	37000	37000
专项债用于基建比例假设基建投资比例假设	70%	70%	70%
专项债用作基建项目资本金比例假设	30%	35%	40%
专项债用作基建项目资本金（亿元）	7770	9065	10360
专项债用作基建项目配套资金（亿元）	18130	16835	15540
基建项目资金来源中的贷款比例假设	10%	10%	10%
专项债理论上可撬动的基建投资规模（亿元）	103600	114700	125800
与上述基建项目相对应的增量信贷需求（亿元）	10360	11470	12580

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(2) 城中村改造下的增量资金需求：10月住建部等五部委联合举行新闻发布会，宣布通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村和城市危房改造，加速商品房去库存，资金来源主要包括开发性、政策性金融机构专项借款，地方政府专项债，以及商业银行根据项目评估发放贷款。12月中央经济工作会议提出，加力实施城中村和危旧房改造，进一步释放刚性和改善性住房需求潜力。根据银河宏观团队的估算，城中村改造投资规模在1万亿左右。参考房地产开发投资资金来源中的贷款占比，我们测算撬动银行增量信贷1000-2000亿元。

图23：房地产投资资金来源结构

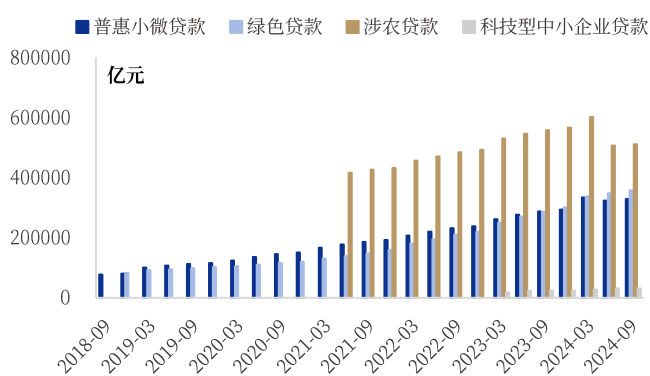


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(3) 围绕五篇大文章优化信贷结构，结构性工具贴息+核心一级资本补充助力重点领域信贷投放：受益于结构性货币政策工具影响，科创、绿色、小微贷款投放保持高景气度，同时股票增持回购贷款或成为新的增长点，银行体系间接融资与直接融资的紧密度和联动性有望提升，带来更多的新兴产业贷款及其他业务机会。截止9月末，科技型中小企业贷款余额同比增长20.8%，普惠小微、绿色、涉农贷款余额分别同比增长14.5%、25.1%、10.8%，均高于全部贷款平均增速，保持较高景

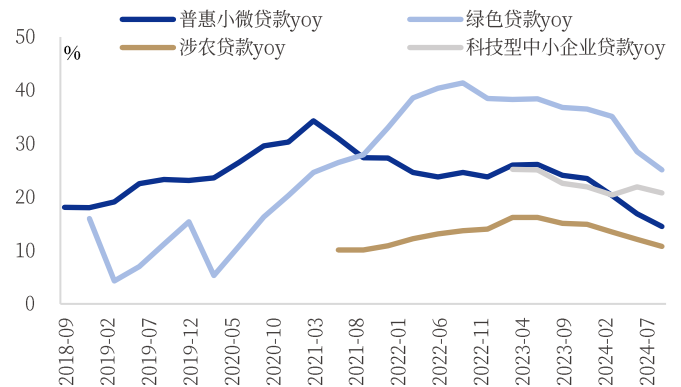
气度。结构性工具一定程度上成为推动重点领域信贷投放的核心驱动。截至9月末，结构性货币政策工具贷款额度为6.64万亿元，尚有额度未使用完毕。此外，国家正在推进六大行补充核心一级资本，测算撬动增量信贷10.7-15.2万亿元。参照2020年国常会允许中小银行使用专项债补充资本，从资金运用层面要求加大对小微企业的支持力度，基于此我们预计补充核心一级资本也会伴随对国有大行信贷投放的要求。此外，二十届三中全会提出推动国有资本和国有企业做强做优做大，增强核心功能，提升核心竞争力，国有行始终践行大行担当，坚守主责主业，而五篇大文章是推动金融服务高质量发展的立足点之一，预计未来国有大行将进一步加大对科创、小微、绿色、养老、数字经济甚至是房地产等重点领域和薄弱环节的信贷投放力度，从而扭转过去银行信贷增长过度依赖基建等传统领域驱动的模式，更好地服务经济结构转型、打造新质生产力的需求。2025年的中央经济工作会议提出，以科技创新引领新质生产力发展，健全多层次金融服务体系。

图24：重点领域贷款余额



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图25：重点领域贷款同比增速



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

表8：结构性货币政策工具（截至2024年9月）

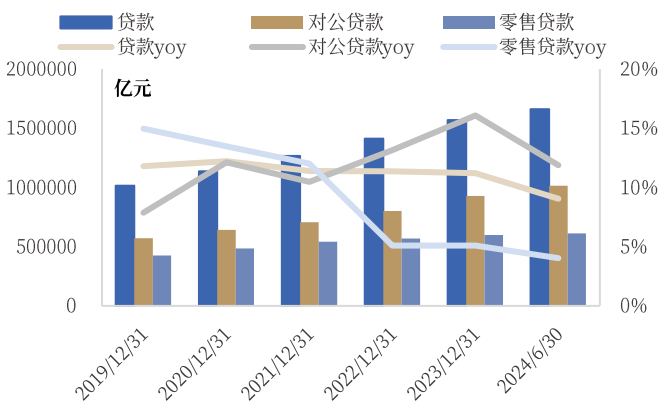
工具名称		政策存续状态	支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1.75%	8100	6531
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	1.75%	18000	16957
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	1.75%(6个月)	7400	5833
阶段性工具	4 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%(激励)	800	650
	5 抵押补充贷款	存续	棚户区改造，地下管离、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	25841
	6 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	5351
	7 普惠养老专项再贷款	存续	公益型，普惠型养老机构运营，居家社区养老体系建设，老年产品制造	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	21
	8 民企债券融资支持工具 (II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0

9	科技创新和技术改造再贷款	存续	科技型中小企业, 重点领域技术改造及设备更新项目	21 家全国性金融机构	1.75%	5000	7
10	保障性住房再贷款	存续	收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁	21 家全国性金融机构	1.75%	3000	162
11	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小蒙物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	10
12	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21 家全国性金融机构	1.75%	2000	1557
13	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16 家全国性金融机构, 地方 法人金融机构	1%(激励)	/	269
14	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用, 煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2116
15	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21 家全国性金融机构	1.75%	4000	865
16	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21 家全国性金融机构	0.5%(激励)	/	83
17	房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	800	209
18	保交楼贷款支持计划	到期	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	127

资料来源: 中国人民银行、中国银河证券研究院

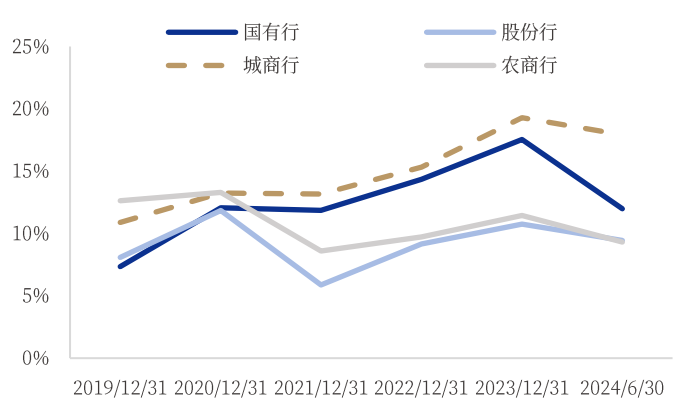
(4) 叫停手工补息带来的低基数效应: 2024 年 4 月叫停手工补息对企业贷款投放的一次性影响有望减弱。截至 2024 年 6 月末, 上市银行累计贷款余额 166.04 万亿元, 较上年末增长 5.82%。其中, 对公贷款和零售贷款较上年末分别增长 9.29%和 2.1%, 同比增速分别为 11.87%和 4.03%, 延续“对公强、零售弱”格局。其中, 国有行对公贷款较上年末增速降至 9.56%, 主要受叫停手工补息影响, 导致 2024 年贷款整体基数偏低, 预计 2025 年上半年尤其是二季度增速会有明显改善。

图26: 上市银行各项贷款表现



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图27: 细分板块上市银行对公贷款增速

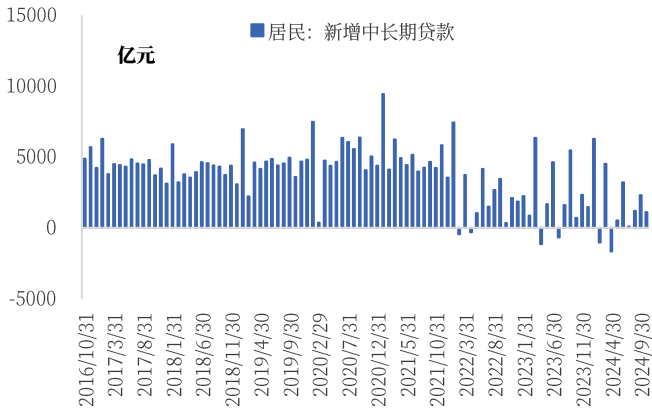


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(5) 需求有望边际改善, 利好个人贷款: 一方面, 存量房贷利率调整后, 按揭提前还款对个人贷款的拖累减少。517 楼市新政以来, 提前还款引发的居民中长期贷款负增长情况已经大幅减少, 存量房贷利率调整抹平利差, 早偿率逐步下降, 预计 2025 年个人贷款尤其是房贷有望实现改善, 受益因素包括购房需求边际改善、提前还款减少以及低基数等。另一方面, 消费需求持续受益于政策支

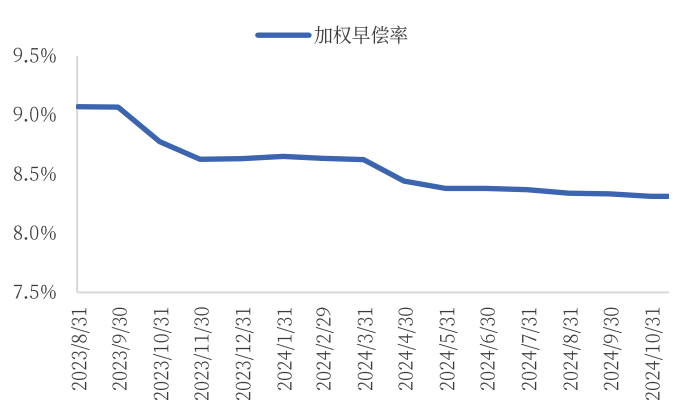
持。财政部部长蓝佛安在 11 月的人大常委会新闻发布会上表示，明年将继续发行超长期特别国债支持两重两新，并且加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模。12 月中央政治局会议指出要大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。此外，中央经济工作会议明确部署，加力扩围实施“两新”政策，创新多元化消费场景，扩大服务消费。预计两新两重政策将继续加码。

图28: 居民新增中长期贷款



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图29: RMBS 早偿率变化



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 根据住房抵押贷款 ABS 早偿情况测算, 与条件早偿率有所区别

2. 息差下行压力仍存但降幅收窄, 中性假设下为 1.34%

货币政策转向适度宽松, 受重定价、降息预期和债务置换影响, 息差仍有压力, 但负债端成本优化对息差企稳形成向上支撑。悲观、中性、乐观三种假设下, **测算 2025 年银行净息差分别为 1.20%、1.34%、1.47%, 预计下降幅度分别为 29BP、15BP、2BP¹**。具体影响因素包括:

(1) **重定价影响延续, 降息继续带来息差下行压力:** 截至目前, 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 为 3.1% 和 3.6%, 2024 年间累计分别降息 35BP 和 60BP, 基于金融机构短期贷款和中长期贷款数据测算, 重定价理论上对 2025 年银行息差的最大影响为 -29.18BP。考虑到部分贷款可能会到期续借、提前还款或者重签协议以降低融资成本, 将重定价提前至今年, 因此实际影响可能会小于测算值。12 月中央经济工作会议提出, 要实施适度宽松的货币政策, 适时降准降息。参考银河宏观团队的预测, 2025 年降息幅度约为 40-60BP, 测算影响银行息差 -30.5 至 -45.8BP。

表9: 重定价对息差影响测算

	重定价影响测算
LPR 重定价减少利息收入 (亿元)	-9712.95
商业银行总资产 (亿元)	3685467.00
银行业生息资产测算 (亿元)	3328379.00
重定价对银行净息差的最大影响 (BP)	-29.18

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表10: 降息对息差影响测算

名称	降息 40BP	降息 50BP	降息 60BP
降息减少利息收入(亿元)	-10164.17	-12705.22	-15246.26
商业银行总资产 (亿元)	3685468.00	3685469.00	3685469.00

¹ 息差影响因素综合考虑以下几方面: 存款利率调降+结构优化、降准的正面影响, 降息、LPR 重定价、化债的负面影响。

银行业生息资产测算 (亿元)	3328379.91	3328380.81	3328380.81
降息对银行净息差的影响(BP)	-30.54	-38.17	-45.81

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(2) 债务置换对银行 2025 年息差的直接拖累为-5.81BP, 叠加税收优惠和资本节约效应后的综合影响为-3.62BP: 随着化债力度加大, 债务置换带动银行资产端收益率下行, 同时高收益城投债供给减少带来资产配置压力。财政部部长蓝佛安在 11 月人大常委会办公厅新闻发布会上表示, 估算本轮债务置换 2024-2028 年五年累计节约地方政府利息支出 6000 亿元左右, 我们测算 5 年累计影响银行净息差-20.75BP, 前三年银行息差每年受影响-5.81BP, 后两年每年受影响约-1.66BP。然而, 银行角度看, 置换后的政府专项债风险权重为 25%, 低于城投企业债和贷款, 且受益于税收优惠, 有利于减小资本压力, 增强信贷投放能力和税后收益。如果考虑资本节约和税收收益, 债务置换对息差的综合影响累计是-12.91BP, 前三年银行息差每年受影响-3.62BP, 后两年每年受影响约-1.03BP。

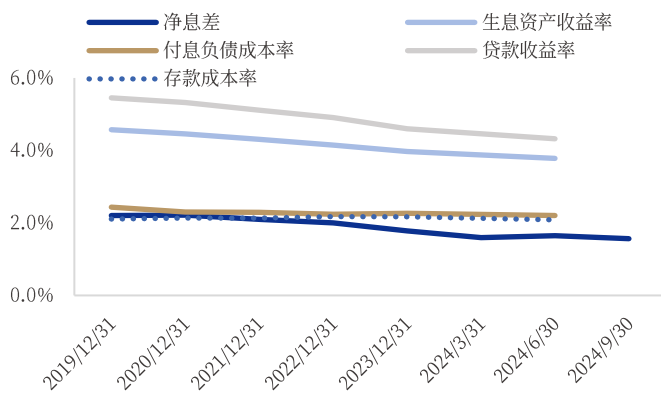
表11: 化债对银行净息差影响测算

名称	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
每年化债资源 (亿元)	28000	28000	28000	8000	8000
节约政府利息支出 (亿元) ---等同于减少银行利息收入 (亿元)	1680	1680	1680	480	480
银行生息资产平均余额 (亿元) ---假设为 2024 年 9 月末数据	2892023.54	2892024	2892024	2892024	2892024
对银行净息差的直接影响	-5.81	-5.81	-5.81	-1.66	-1.66
商业银行核心一级资本充足率---假设为 2024 年 6 月末数据	10.74%	10.74%	10.74%	10.74%	10.74%
商业银行 ROE---假设为 2024 年 6 月末数据	8.91%	8.91%	8.91%	8.91%	8.91%
税收优惠影响 (亿元)	420	420	420	120	120
资本节约影响 (亿元)	214	214	214	61	61
综合影响 (亿元)	1046	1046	1046	299	299
对息差的综合影响 (BP)	-3.62	-3.62	-3.62	-1.03	-1.03

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

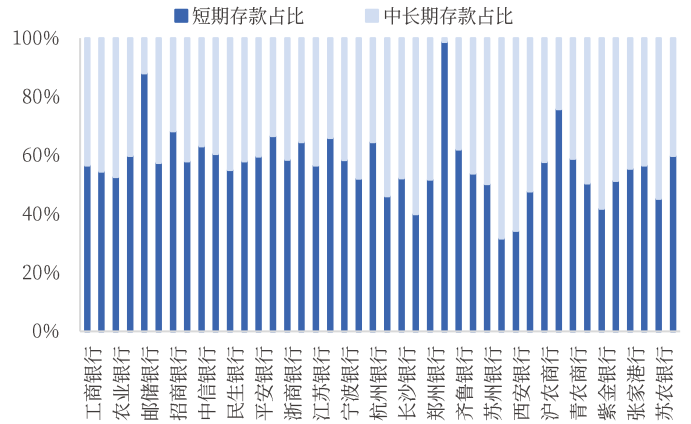
(3) 负债端成本优化成效显著, 2025 年起受益程度有望提升: 2024 年 1-9 月, 上市银行净息差 1.57%, 同比下降 19BP, 降幅较去年同期有所收窄; 测算 1-9 月年化付息负债成本率同比下降 6BP, 环比下降 11BP, 部分对冲资产收益率下行的负面影响, 显示负债端成本优化的效果逐步显现。10 月 18 日, 国有行宣布下调存款挂牌利率, 活期、定期存款分别下调 5、25BP, 中小银行将陆续跟进, 测算提升银行息差近 13BP, 其中定期存款占比高的银行受益更多。然而, 由于存款重定价存在一定滞后性, 短期银行息差可能承压。从现有的存款结构期限分布来看, 多数银行 1 年期以下短期定期存款占比较高, 预计于 2024 年底和 2025 年陆续到期, 实现存款成本的压降。其中, 中小银行中长期定期存款占比相对较高且 1-5 年期存款居多, 预计后续年份将持续受益。此外, 根据银河宏观团队的预测, 为保持流动性充裕, 2025 年央行可能降准 150-250BP, 我们测算为上市银行释放流动性约 2.98-4.97 万亿元, 为上市银行节约资金成本、打开信贷投放空间, 我们测算降准可提升上市银行净息差约 5.16-8.61BP。

图30: 上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图31: 上市银行定期存款的期限结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表12: 2024年10月18日存款挂牌利率下调对上市银行2025年净息差影响测算

银行	存款规模 (亿元)	活期存款占比	定期存款占比	影响存款利息支出 (亿元)	生息资产平均余额 (亿元)	影响2025E净息差 (BP)
工商银行	341,073.16	39.50%	60.50%	-583.24	442,025.42	13.19
建设银行	287,070.67	42.88%	57.12%	-467.74	385,692.37	12.13
农业银行	294,592.10	40.48%	59.52%	-470.97	402,501.22	11.70
中国银行	236,307.06	39.46%	60.54%	-400.58	317,525.34	12.62
邮储银行	148,650.60	26.70%	73.30%	-290.72	150,576.12	19.31
交通银行	86,501.16	33.23%	66.77%	-156.70	131,818.70	11.89
招商银行	87,651.24	51.36%	48.64%	-131.43	106,171.63	12.38
兴业银行	54,773.80	36.46%	63.54%	-96.59	91,650.58	10.54
中信银行	55,921.00	45.19%	54.81%	-84.68	82,416.47	10.27
浦发银行	50,698.12	42.86%	57.14%	-85.43	79,017.00	10.81
民生银行	41,375.34	30.92%	69.08%	-66.24	70,645.15	9.38
光大银行	39,197.64	29.10%	70.90%	-71.21	62,680.43	11.36
平安银行	36,240.24	33.69%	66.31%	-68.02	50,388.78	13.50
华夏银行	21,688.57	33.70%	66.30%	-34.30	39,386.34	8.71
浙商银行	19,384.79	24.73%	75.27%	-35.65	29,022.05	12.28
北京银行	23,736.36	33.51%	66.49%	-41.12	34,697.15	11.85
江苏银行	21,291.23	27.40%	72.60%	-41.27	31,457.69	13.12
上海银行	17,806.17	32.96%	67.04%	-32.59	27,296.30	11.94
宁波银行	18,697.17	30.14%	69.86%	-36.30	24,728.61	14.68
南京银行	14,460.54	20.33%	79.67%	-31.70	19,243.88	16.48
杭州银行	11,667.76	42.92%	57.08%	-20.16	16,901.47	11.93
成都银行	8,566.72	31.26%	68.74%	-16.02	11,014.16	14.54
长沙银行	6,950.03	39.70%	60.30%	-11.51	9,272.18	12.41
重庆银行	4,500.00	16.88%	83.12%	-10.08	7,385.96	13.65
郑州银行	3,927.56	28.59%	71.41%	-7.50	5,892.02	12.73
贵阳银行	4,190.38	31.81%	68.19%	-7.55	6,419.24	11.77

齐鲁银行	4,322.65	29.99%	70.01%	-8.14	5,749.96	14.16
青岛银行	4,218.11	29.83%	70.17%	-7.95	5,430.98	14.64
苏州银行	4,239.89	29.21%	70.79%	-8.36	5,622.15	14.86
兰州银行	3,516.27	28.42%	71.58%	-6.18	4,156.31	14.87
西安银行	3,195.16	24.56%	75.44%	-6.42	4,027.19	15.94
厦门银行	2,090.70	24.38%	75.62%	-4.08	3,510.81	11.63
沪农商行	10,672.32	29.53%	70.47%	-19.97	13,107.63	15.23
渝农商行	9,416.48	24.50%	75.50%	-18.47	13,661.47	13.52
青农商行	3,108.52	27.73%	72.27%	-5.96	4,232.52	14.07
常熟银行	2,894.67	18.10%	81.90%	-6.04	3,365.24	17.96
紫金银行	2,195.42	24.12%	75.88%	-4.22	2,642.46	15.98
无锡银行	2,147.14	25.67%	74.33%	-4.33	2,446.46	17.69
张家港行	1,707.94	19.09%	80.91%	-3.52	2,078.04	16.93
瑞丰银行	1,620.82	30.29%	69.71%	-3.16	2,064.66	15.31
苏农银行	1,703.45	29.82%	70.18%	-3.28	2,109.96	15.53
江阴银行	1,505.63	27.23%	72.77%	-2.99	1,843.20	16.21
国有行	1,394,194.75	38.64%	61.36%	-2,369.96	1,830,139.17	12.95
股份行	406,930.74	39.44%	60.56%	-673.54	611,378.43	11.02
城商行	157,376.70	30.49%	69.51%	-296.93	222,806.09	13.33
农商行	36,972.38	26.13%	73.87%	-71.93	47,551.65	15.13
上市银行	1,995,474.57	37.93%	62.07%	-3,412.35	2,711,875.33	12.58

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

假设: 上市银行全部存款在 2025 年重定价。

表13: 假设 2025 年累计降准 150-250BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算

银行	存款规模 (亿元)	存贷比	假设降准 150BP		假设降准 250BP	
			降准释放流动性 规模 (亿元)	影响 2025E 净息差 (BP)	降准释放流动性 规模 (亿元)	影响 2025E 净息差 (BP)
工商银行	340,740.85	82.46%	5,111.11	5.01	8,518.52	8.35
建设银行	281,044.26	91.43%	4,215.66	5.05	7,026.11	8.42
农业银行	293,464.37	83.92%	4,401.97	4.80	7,336.61	8.00
中国银行	233,754.89	91.46%	3,506.32	5.40	5,843.87	9.00
邮储银行	150,073.35	58.50%	2,251.10	4.82	3,751.83	8.04
交通银行	87,270.29	96.74%	1,309.05	5.38	2,181.76	8.97
招商银行	87,326.81	77.40%	1,309.90	5.93	2,183.17	9.89
兴业银行	54,250.17	105.84%	813.75	5.21	1,356.25	8.69
中信银行	56,093.20	100.40%	841.40	5.24	1,402.33	8.74
浦发银行	52,094.65	102.99%	781.42	5.29	1,302.37	8.82
民生银行	41,852.46	106.11%	627.79	5.47	1,046.31	9.12
光大银行	40,213.20	96.91%	603.20	5.68	1,005.33	9.46
平安银行	35,337.89	95.74%	530.07	7.08	883.45	11.81
华夏银行	21,329.09	91.34%	319.94	4.53	533.23	7.55

浙商银行	19,139.92	95.41%	287.10	5.89	478.50	9.81
北京银行	23,717.43	91.51%	355.76	4.84	592.94	8.06
江苏银行	20,760.75	100.86%	311.41	5.27	519.02	8.78
上海银行	17,460.64	80.98%	261.91	4.03	436.52	6.72
宁波银行	18,637.59	77.20%	279.56	4.93	465.94	8.21
南京银行	14,025.59	88.19%	210.38	4.84	350.64	8.06
杭州银行	11,768.80	76.18%	176.53	4.45	294.22	7.41
成都银行	8,558.78	84.25%	128.38	5.91	213.97	9.85
长沙银行	6,886.95	78.88%	103.30	5.21	172.17	8.69
重庆银行	4,517.31	95.30%	67.76	5.40	112.93	8.99
郑州银行	3,969.09	96.67%	59.54	6.85	99.23	11.41
贵阳银行	4,194.04	82.05%	62.91	4.63	104.85	7.71
齐鲁银行	4,359.77	76.26%	65.40	5.12	108.99	8.53
青岛银行	4,281.92	77.33%	64.23	4.95	107.05	8.24
苏州银行	4,178.00	79.05%	62.67	5.21	104.45	8.69
兰州银行	3,514.35	72.72%	52.72	6.39	87.86	10.66
西安银行	3,143.71	70.00%	47.16	5.91	78.59	9.85
厦门银行	2,133.29	96.63%	32.00	4.74	53.33	7.90
沪农商行	10,633.94	69.90%	159.51	5.02	265.85	8.36
渝农商行	9,398.88	76.11%	140.98	4.40	234.97	7.33
青农商行	3,159.18	83.24%	47.39	5.48	78.98	9.13
常熟银行	2,846.09	84.22%	42.69	8.33	71.15	13.89
紫金银行	2,119.75	88.54%	31.80	6.85	52.99	11.41
无锡银行	2,134.89	72.21%	32.02	6.51	53.37	10.86
张家港行	1,654.22	82.31%	24.81	6.34	41.36	10.57
瑞丰银行	1,543.60	81.01%	23.15	6.54	38.59	10.90
苏农银行	1,657.39	76.62%	24.86	6.67	41.43	11.12
江阴银行	1,468.30	82.78%	22.02	6.32	36.71	10.53
国有行	1,386,348.01	84.08%	20,795.22	5.05	34,658.70	8.42
股份行	407,637.39	96.90%	6,114.56	5.55	10,190.93	9.26
城商行	156,108.00	83.77%	2,341.62	4.97	3,902.70	8.29
农商行	36,616.23	79.69%	549.24	5.51	915.41	9.19
上市银行	1,986,709.63	85.66%	29,800.64	5.16	49,667.74	8.61

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

三、政策拐点下，银行经营如何寻找中长期确定性

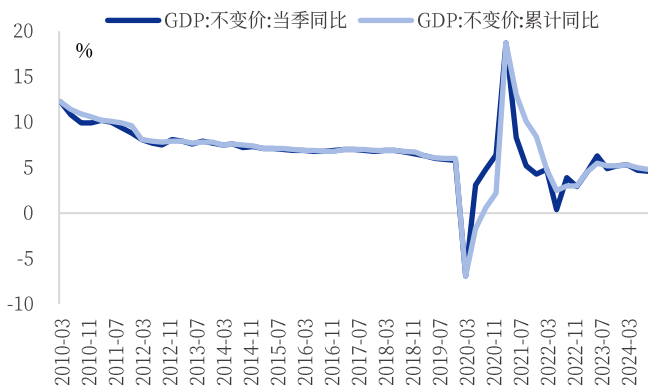
展望中长期，宏观经济运行以及政策成效仍存在诸多不确定性，给银行业经营带来挑战，但是银行可从资产负债管理、信贷结构调整、强化综合服务等多个维度布局，把握高质量发展下的中长期确定性机遇，提升业务与经济转型的适配度，借助新形势、新领域、新动能拓展市场空间，增强自身核心竞争力，强化风险控制能力，实现基本面和估值中枢的稳步提升。

(一) 低利率环境延续，资产负债管理仍是银行短期基本面的核心变量

1. 政策维持宽松基调，低利率环境具备长期存在的基础，但息差下行的负面影响减弱

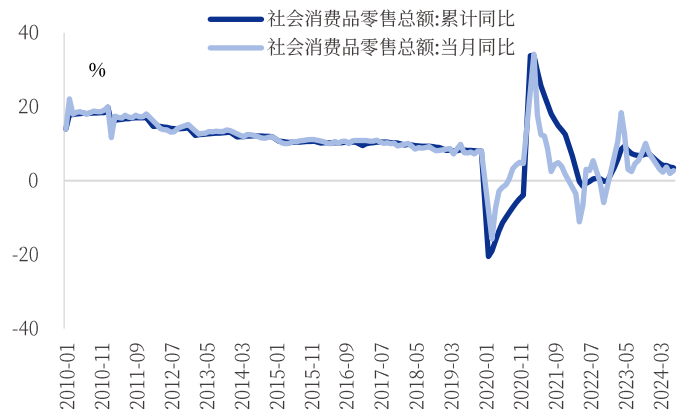
低利率环境具备长期存在的基础：(1) 新古典经济增长理论中的“黄金法则”指出，长期来看，实际利率应与实际经济增长率大致相等。在当前经济动能转换，内需偏弱，技术创新有待突破和人口老龄化加速的环境之下，利率将持续面临下行压力。(2) 货币政策转为宽松、财政政策发力，叠加化债需求，融资成本维持在偏低水平的必要性增强，以减轻债务负担，促进经济增长。(3) 金融业同质化竞争格局短期难以扭转，对优质生息资产的过度追逐进一步加剧了收益率下行压力，导致贷款利率下行幅度大于政策利率。(4) 资本回报率的下行趋势显示融资需求偏弱，对利率形成压制。

图32：我国 GDP 增速换挡



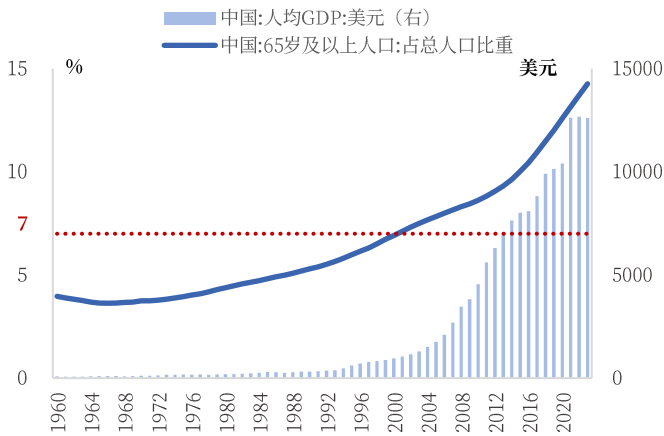
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图33：我国社会消费品零售总额增速



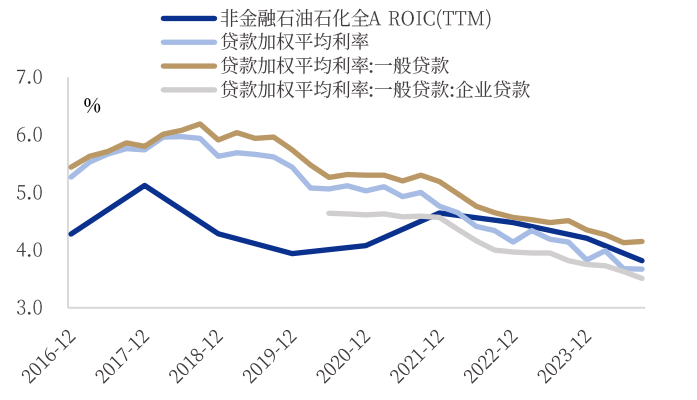
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图34：我国人口老龄化程度



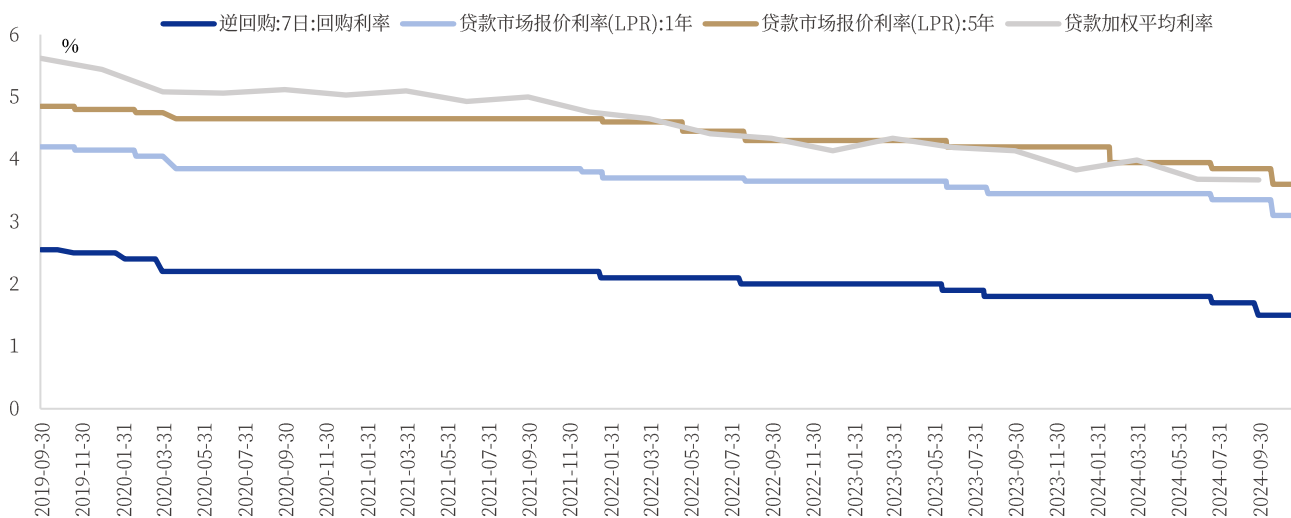
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图35：贷款利率与非金融石油石化企业资本回报率



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图36: 政策利率与新发放贷款利率

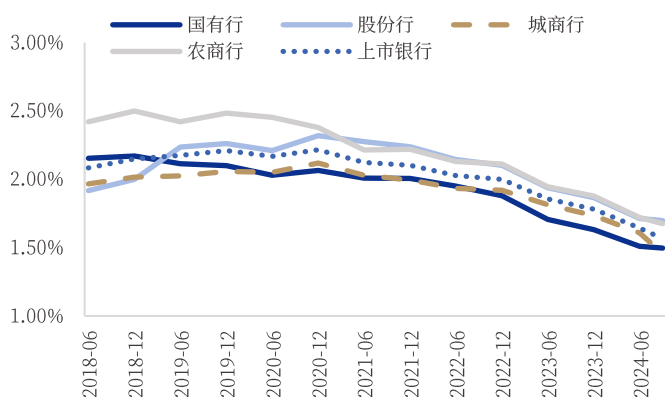


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

政策层面开始对冲息差下行的影响。因为过低的息差不仅会影响银行稳健经营能力和对业务创新的投入,降低金融服务的质效,更会制约货币政策的传导效果,具体措施包括

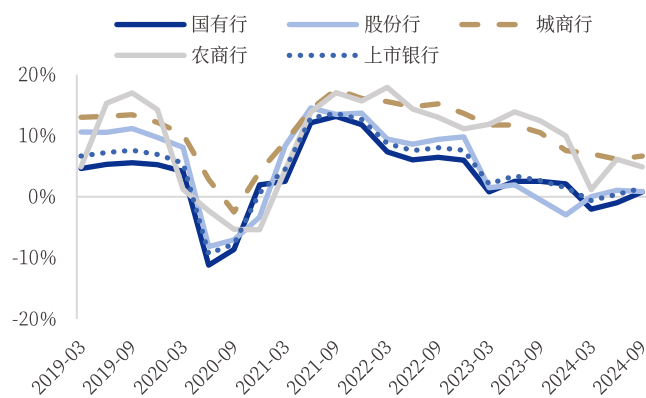
(1) 国家主导资本补充计划提供短期过渡性支撑: 银行息差已经降至低点,核心一级资本充足率承压,内源资本补充受限。截至2024Q3,上市银行净息差平均为1.57%,低于监管所提出1.8%的合意水平;上市银行核心一级资本充足率平均为10.53%,较上年末上升0.27个百分点;资本结构中,未分配利润占比44.54%,依赖度较高,在息差下行、利润缩水的环境之下面临较大的风险。不考虑利润增长,目前上市银行的核心一级资本充足率保持监管达标状态预计最多可以支撑信贷投放63.9万亿元,结合银河宏观团队2025年信贷预测,相当于约3年的信贷增量。目前六大行补充核心一级资本计划启动,先行稳定银行信贷投放和 risk 管控,缓冲息差下行对银行经营和实体经济的冲击。

图37: 上市银行净息差



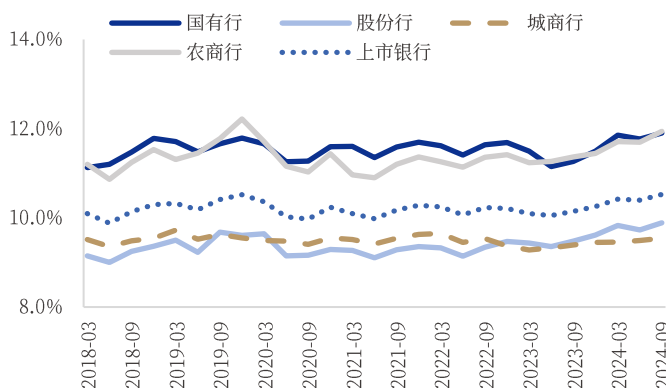
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图38: 上市银行归母净利润增速



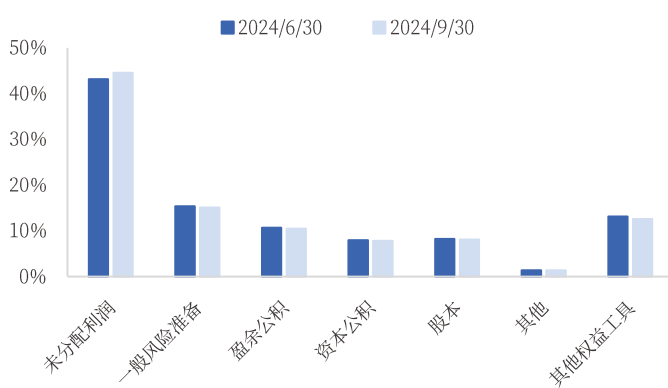
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图39: 上市银行核心一级资本充足率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

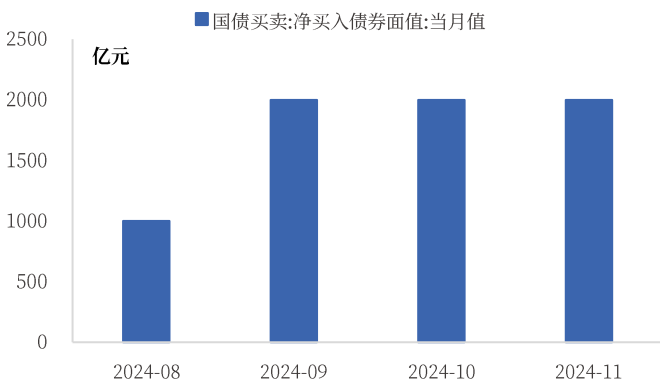
图40: 上市银行资本结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

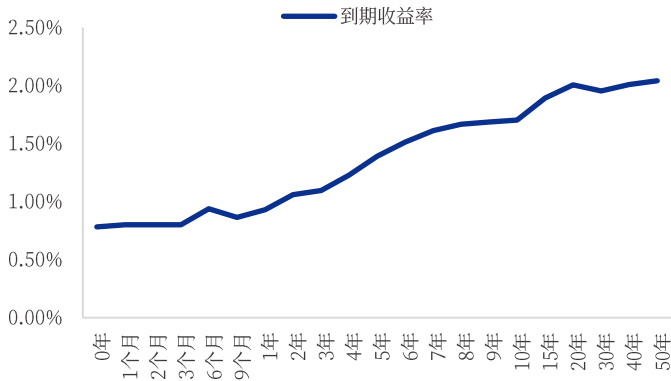
(2) 央行加大了国债买卖的力度, 买短卖长的操作旨在保持收益率曲线正常的向上的形态, 有助于缓解银行净息差下行压力: 一方面, 相比于降息的直接影响, 银行存贷款业务存在借短贷长的特点, 对收益率曲线的变动更为敏感。从数据上看, 上市银行中长期贷款配置比例较高, 随着国债买卖力度加大, 资产端收益率有望持续受益更为合理的期限利差, 以避免过度依赖增加债券交易盘获取短期投资收益的行为, 从而维持银行息差的稳定和利润的合理增长。另一方面, 长期极低利率会降低银行存款的吸引力, 保持合理的收益率曲线同样有利于银行负债端的稳定性, 增强银行获取低成本融资的能力。

图41: 2024年9月以来央行国债买卖操作情况



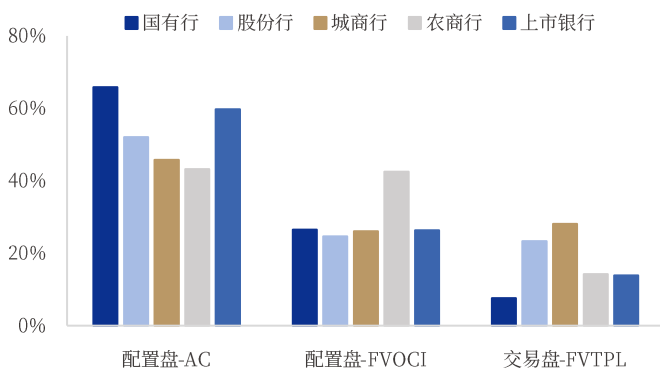
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图42: 国债收益率曲线 (2024/12/23)



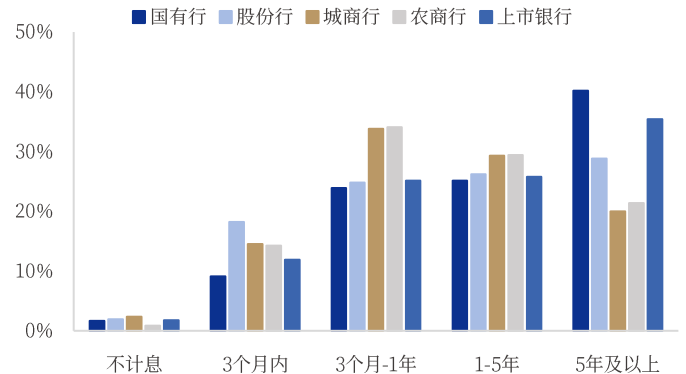
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图43: 2024Q3 上市银行金融投资结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图44: 2024H1 上市银行贷款期限结构



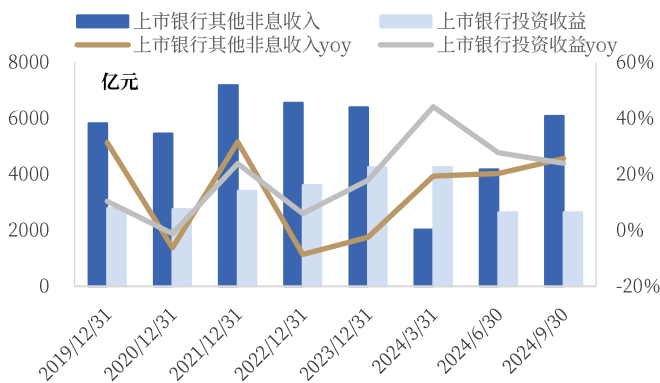
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

2. 资产端收益率易下难上，金融资产仍是收益调节主要手段，信用成本管控至关重要

在当前的政策导向之下，资产负债管理短期内仍是影响银行短期基本面的核心变量：

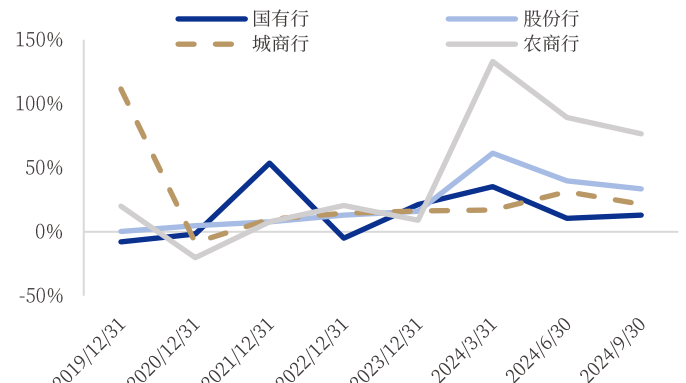
(1) 资产端来看，收益率处于易下难上的格局。银行层面将进一步优化资产配置，增配债券类金融资产，以改善整体收益水平，交易盘配置比例预计继续维持高位，但对盈利增长贡献可持续性不足。2024 年前三季度，上市银行投资收益同比增长 23.89%，保持较快增速但较上半年已呈现边际放缓迹象。考虑到上市银行金融投资以配置盘为主，交易盘虽有上升但整体波动较大，在财政发力支持化债和“两重两新”背景下，通过债券投资对冲业绩下滑的效果不可持续。

图45: 上市银行其他非息收入和投资收益表现



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图46: 细分板块上市银行投资收益增速

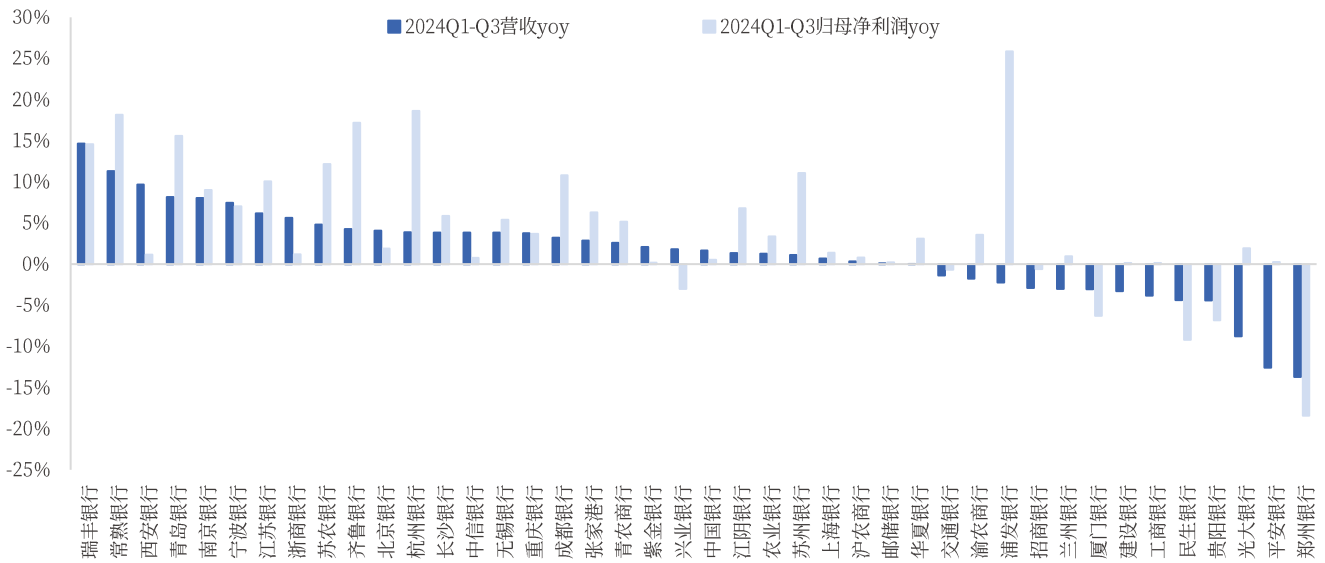


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

相比于利息收入和投资收益，信用成本未来一定时期内将继续成为银行稳定利润的核心抓手。

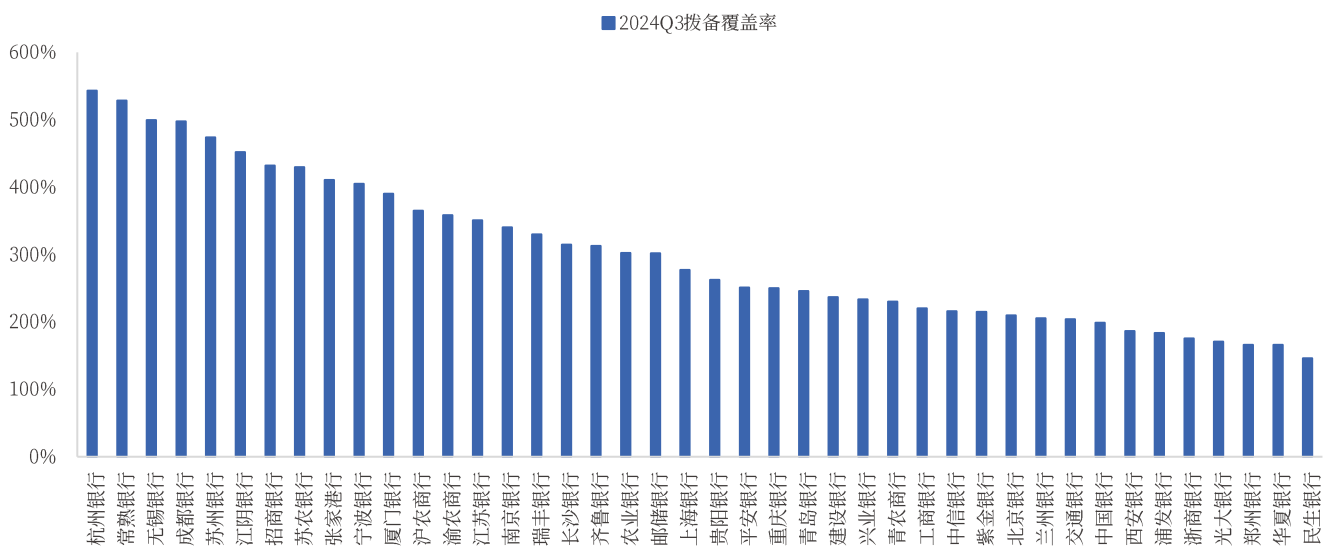
2024 年前三季度，有 28 家上市银行净利增速超过营收，拨备回冲仍为常见手段。截至 9 月末，上市银行的拨备覆盖率为 302.14%，如果调整到监管底线，预计合计可以释放利润约 2.32 万亿元，相当于 2024 前三季度年化归母净利润的 104.87%，能够提升上市银行 ROE9.92 个百分点。因此，强化风险管控、加速不良资产出清有助于维持合理拨备水平，为银行利润提供稳定支撑。

图47: 上市银行营收和归母净利润增速对比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

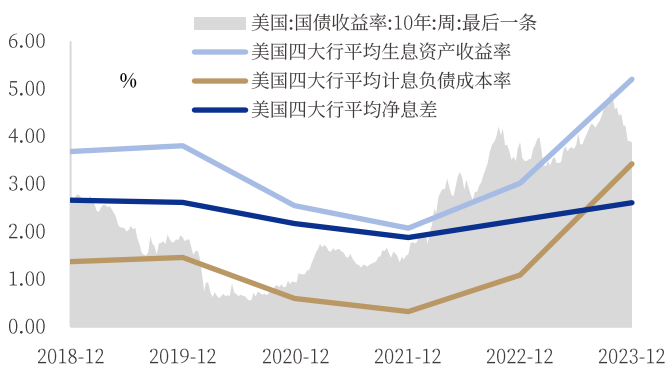
图48: 上市银行拨备覆盖率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

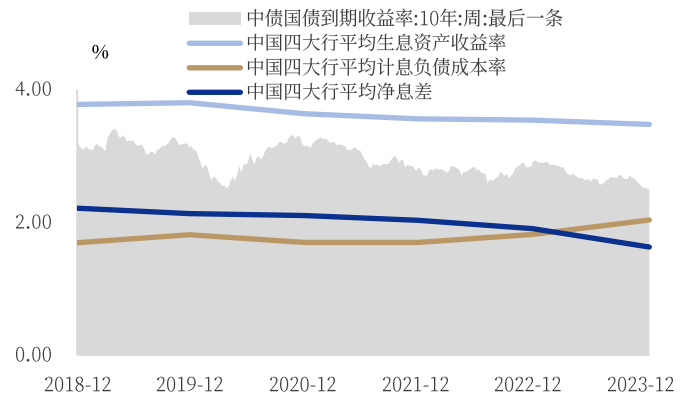
(2) 负债端来看, 成本刚性影响将随着利率市场化和存款到期重定价逐步消减, 存款稳定性逐步成为首要解决的问题, 提升活期存款占比是关键。数据显示, 美国四大行平均生息资产收益率、计息负债成本率与 10 年期国债收益率高度相关, 净息差得以长期维持在 2% 以上, 2023 年超过 2.6%。相比之下, 我国四大行生息资产收益率较计息负债成本率对政策利率、市场利率更加敏感, 而负债端成本刚性突出, 导致息差下行压力尤为明显。这一压力有望随着存款自律机制改革逐步缓解, 但负债端存款增长的不确定性预计会增加。要降低定价机制对存款稳定性带来的潜在冲击, 银行仍需优化负债结构, 提升活期吸收和沉淀能力, 以降低存款规模增长对利率调控的敏感度以及对价格战的依赖。近五年, 摩根大通、美国银行、富国银行的活期存款占比平均超过 80%, 渣打银行也维持在 60% 以上; 而中国四大行的活期存款占比目前不超过 50%, 仍有一定的提升空间。

图49：美国四大行资产/负债收益/成本率、净息差与 10Y 国债利率



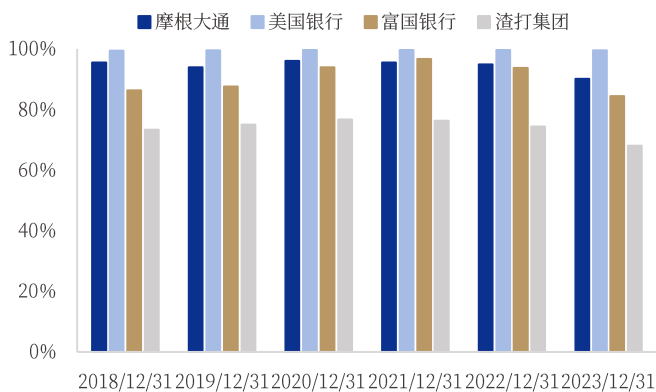
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图50：中国四大行资产/负债收益/成本率、净息差与 10Y 国债利率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

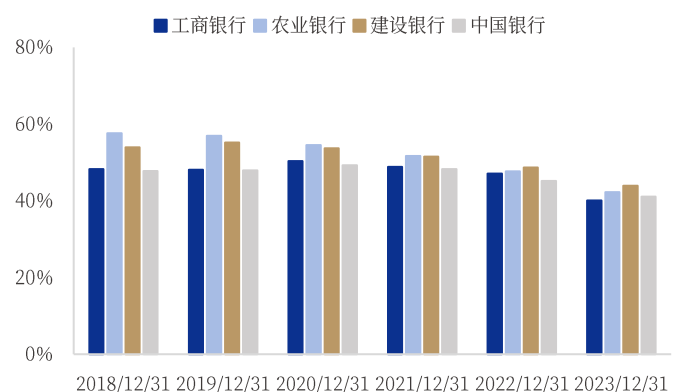
图51：海外四家银行活期存款占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 美国活期存款占比口径包括无息存款、活期存款和利率较低和储蓄存款。

图52：中国四大行活期存款占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

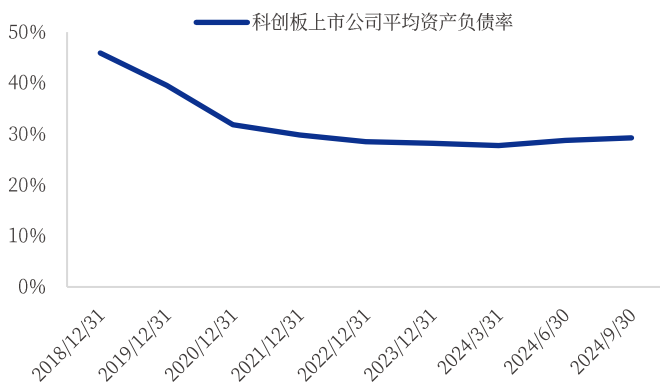
(二) 提升信贷投放与高质量发展适配度，实现量价险均衡

信贷增长仍是银行经营基本盘，盘活存量金融资源、优化信贷结构成为穿越周期、实现增长的突破口。尽管 2024 年以来监管弱化规模导向，但是从量上打破规模情节是减少同质化竞争，回归自主定价、差异化定价的前提条件，未来增长空间更多地来自结构的优化。紧抓高质量发展机遇，围绕“五篇大文章”，聚焦重点领域信贷投放，赋能新质生产力的需求是大势所趋，并且从量、价、险三个层面重塑银行经营模式、拓展经营半径、赋予新的成长空间。具体来看：

(1) 量的拐点与突破：随着我国经济增长模式从土地财政向新质生产力切换，以房地产和基建投资产业链为代表的重资产行业逐步让位于依赖科技创新、技术专利的轻资本企业，传统产业转向新质生产力，直接融资有望成为主要的融资方式，但在银行信贷层面仍有运作的空间。优化信贷结构，加大高收益贷种配置和产品创新力度，做好五篇大文章，提升业务结构与经济结构的契合度，是拓展发展空间、实现量上增长的主要抓手。以科创企业为例，截至 2023 年末，科创板上市企业平均资产负债率仅为 28.02%，远低于 A 股上市公司 41.24% 的均值水平，考虑到科创企业研发投入、市场拓展等需求较高，尤其是涉及科技创新、产业控制和安全支撑的重点领域，保持合理的负债对于保障企业中长期战略实施和核心竞争力具有积极影响，也契合打造新质生产力、实现高质量发展的导向。参照海外市场经验，成熟的科创企业可以借助债务融资开展大规模的研发、市场拓展和并

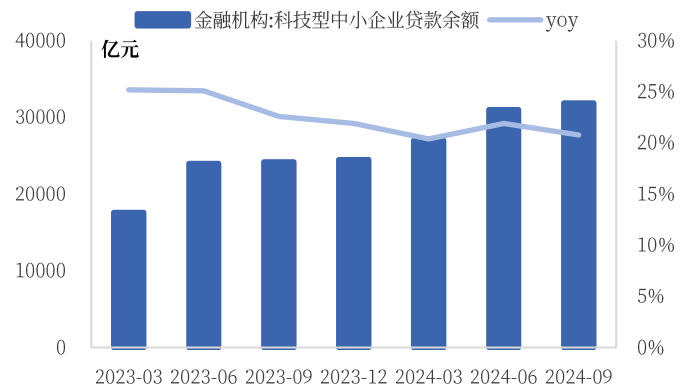
购活动，以保持技术创新和市场竞争能力，可作为我国银行开展科技金融业务的参考方向。例如 2023 年苹果公司已连续 3 年资产负债率超过 80%，戴尔科技连续三年超过 102.81%。当前我国融资体系仍以间接融资为主，债务融资仍大有可为，从而为银行参与度提升提供契机。就当前阶段而言，银行多通过投贷联动的形式参与到科创企业融资中，主要的原因是科创企业回报高但周期长、不确定性大，给短期贷款定价和风控带来困难，因此必须跨越企业发展不同阶段提供长期一站式服务，才能充分 price in 科创企业实际的风险和收益。

图53: 科创板企业资产负债率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图54: 科技型中小企业贷款余额及增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表14: 部分银行投贷联动业务布局

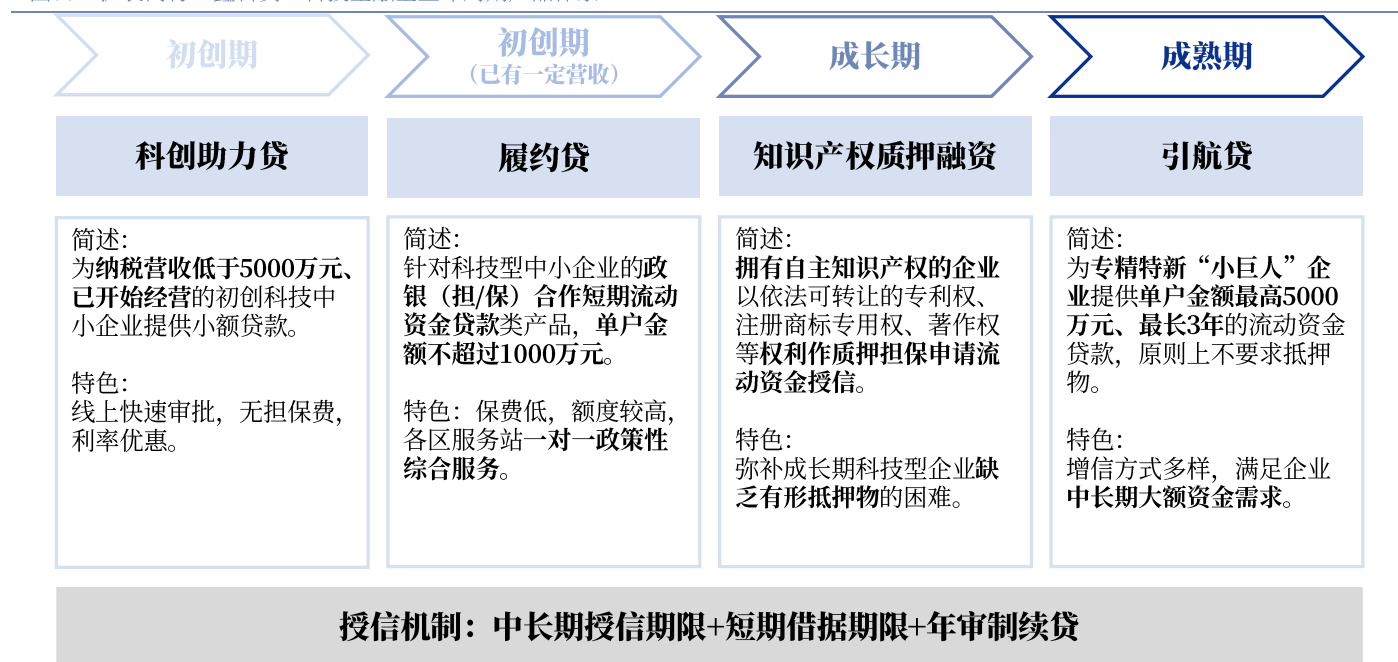
银行	投资子	主要布局
工商银行	工银投资	以“商行+投行”“融资+投资”“债权+股权”“融资+融智”的商行一体化服务体系，满足客户全周期、综合化金融服务需求。通过构建“股贷债保”联动的服务体系，深化投贷联动，以股权投资为切入，为企业全生命周期提供全方位的商行服务。
建设银行	建银国际	在苏州设立投资联金融中心，探索银行“股+债”融资模式，设立了投资联动专项基金——建银科创投贷联动股权投资基金，形成母基金、子基金、直投项目的股债联动创新金融生态。探索创新股债联动服务。以“投资流”评价方法为基础，各分行立足区域特色和业务实际，创新研发一系列股债联动产品，以“投资流”评价结果为信贷客户准入、定额等方面提供参考。以“信贷投放”与集团内外部机构“股权投资”相结合的方式，为企业提供投贷结合一体化服务。
农业银行	农银国际	成立由总行、分行、子公司联动运作的科创股权投资基金深圳千帆企航壹号私募股权投资基金合伙企业(有限合伙)，围绕构建“投、贷、服”一体化科创金融服务体系，优选全国科创资源富集高地深圳，试点打造的金融服务新引擎。该基金规模为 20 亿元，由农业银行下属农银国际与深投控集团旗下深投控资本共同管理，旨在整合双方在产业投资，资本运营和综合金融服务方面的优势资源和专业能力。“深圳基金”延续农行深圳分行于 2020 年 8 月推出“千帆企航”科创专属服务品牌，按市场化方式独立运作，以股权直投方式布局战略新兴产业，主要聚焦信息技术、医疗健康、先进制造和自动化、新能源、新材料等创新科技项目。
中国银行	中银投资 中银国际	与北京、天津、上海、湖北、陕西等五个国家自主创新示范园区管委会签署投贷联动业务战略合作协议。在投贷联动试点业务推动方面，设立科技金融专营机构、完成外部专家库建设，并充分发挥综合金融优势，通过中银投、中银证券、中银基金等附属公司，推进投贷联动业务，打造“信贷工厂+投贷联动+跨境撮合”三位一体的科创企业服务模式。
交通银行	交银国际	成立了“科技金融专班”，创新机制、研究需求、整合资源、贴近市场，为科技型企业提供包括投资、融资、并购、上市指导等在内的全方位金融服务。通过与集团旗下子公司交银国际、交银资本联动，为科创企业提供“商行+投行”协同联动服务。对“专精特新”科技型小微企业，提供整合结算、融资、现金管理等综合金融服务，推动投贷联动。

招商银行	招银国际	2010年6月率先推出了“千鹰展翼”计划。该计划的模式为招商银行为企业提供创新的债权融资方案，并通过与PE和券商合作为创新型成长企业提供股权融资的服务，形成直接融资与间接融资相匹配的金融服务体系。另一种投贷联动模式是借助境外投资子公司，进行直投业务，并与境内银行各个分支机构进行业务联动。
中信银行	-	加强与全国头部私募股权投资机构的合作，打造了“投资机构+协同单位+ 科创企业”的服务模式，通过投贷联动积分卡模式等创新性产品，为科创 型企业提供全生命周期、全业务场景的综合化金融服务。充分整合集团协同资源，为科创企业全生命周期提供不止于贷款的综合金融服务，按照不同场景提供资本市场融资服务，包括资本运作咨询顾问、引入产业资本、债务结构优化、资本市场融资等。
北京银行	-	在中关村地区成立了首家科技型中小企业特色支行，并设立中小企业事业部并把投贷联动业务纳入管理范围；同时与科创企业、创投机构形成了三方合作的投资模式；设立首家银行创客中心中关村小巨人创客中心。发布投贷通产品，产品涉及认股权贷款模式、股权直投模式、投资子公司模式。在中关村设立“投贷联动共同体”。与中国投融资担保、启迪科技服务有限公司、北京中小企业信用再担保有限公司达成投贷联动全面合作协议。目前，中加基金和北银丰业承担北京银行投资子公司的功能提供股权投资的功能，北京银行特色支行提供债权融资等金融服务。

资料来源：工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行等公司官网，北京基金业协会，银通智略，中国银河证券研究院

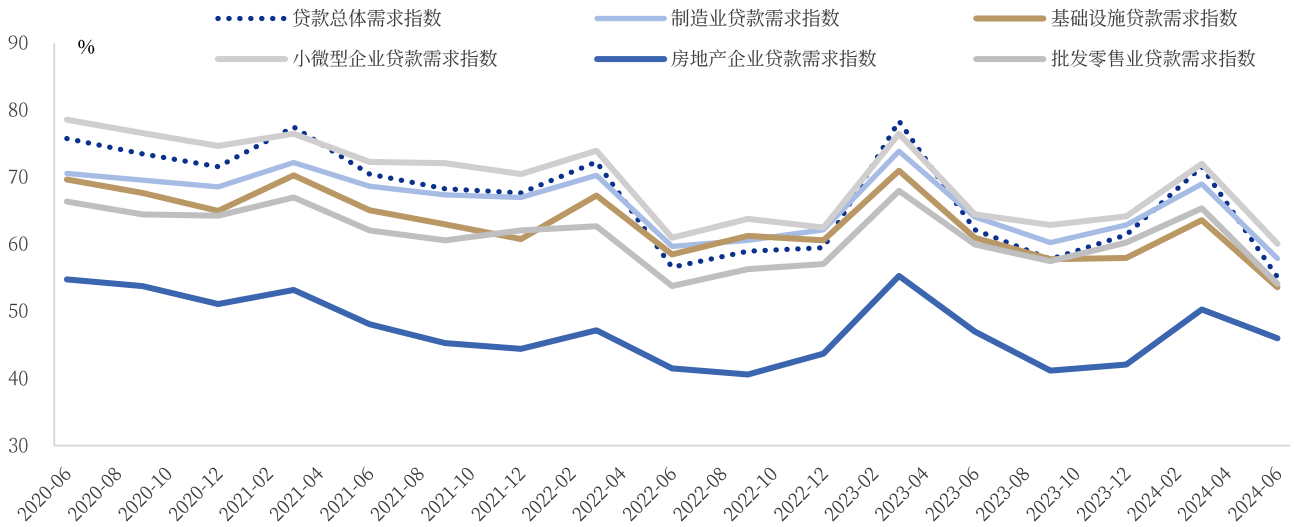
除了投贷联动之外，贷款风控模式的创新和全生命周期金融产品的设计有望成为主流。简单来说就是转变传统抵质押贷款为主的经营模式，转而发展信用贷款以适应轻资本企业需求能够带来新的业绩增长点，尤其是在科创、小微、绿色等重点领域。从目前贷款需求来看，截至2024年6月末，小微、制造业贷款需求指数分别为60.1%、57.9%，高于各行业整体贷款需求水平；而银行的信贷结构中信用贷款占比仍处于偏低水平，投放力度有待进一步加大。截至2024年6月末，上市银行抵质押贷款合计占比47.65%，信用贷款占全部贷款的比重平均为37.05%，国有行、股份行、城商行、农商行信用贷款占比分别为40.05%、31.27%、30.77%、19.02%。

图55：沪农商行“鑫科贷”科技金融全生命周期产品体系



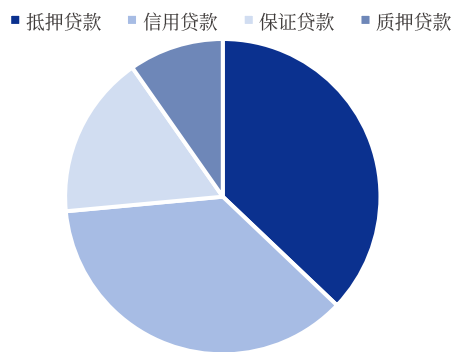
资料来源：沪农商行官网，公司公告，中国银河证券研究院

图56: 贷款需求指数



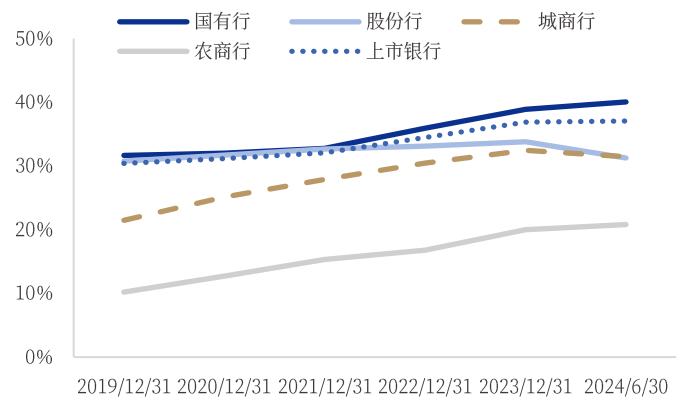
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图57: 2024H1 上市银行贷款结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

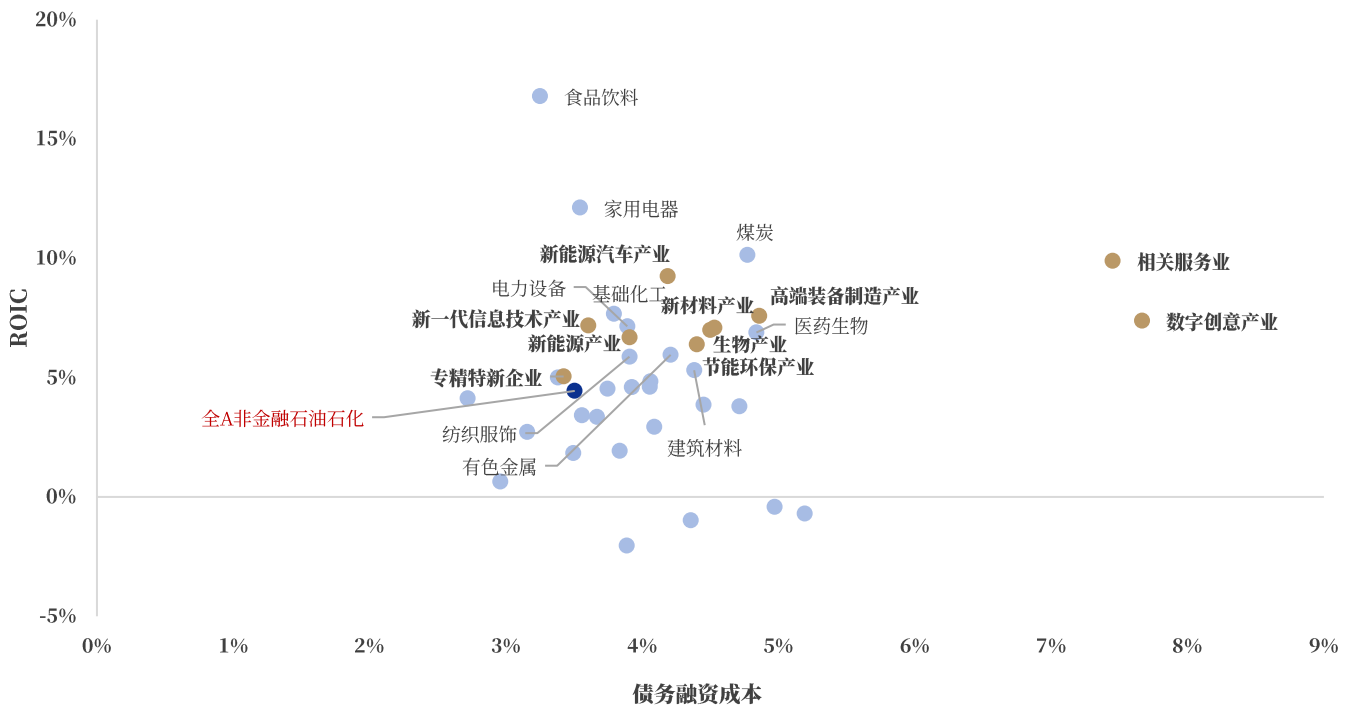
图58: 上市银行信用贷款占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(2) 定价走向自主化、差异化: 构建差异化的风险定价体系, 精准识别业务风险, 提升业务价值。从上市公司数据来看, 高成长、高回报的科技企业以及资本占用较少的消费企业的 ROIC 相对较高, 同时受益政策支持, 从生产经营扩张的角度而言融资需求更加旺盛并且能够承担更高的融资成本, 为银行贷款端差异化定价带来可能。从 2021-2023 年的数据来看, 新一代信息技术产业等九大战略性新兴产业和专精特新企业 ROIC 均高于 5%, 位于市场前列。通过专注回报率较高的行业并实现差异化定价, 银行能够打破行业以价换量非合作博弈局面的关键。例如专注小微业务的常熟银行与其他银行错位竞争, 在个人经营性贷款领域建立差异化优势, 议价能力突出, 截至 2024 年 6 月末, 贷款端收益率为 5.77%, 其中个人贷款收益率高达 6.9%, 净息差长期保持上市银行领先水平, 受利率市场化的影响要小于其他银行。

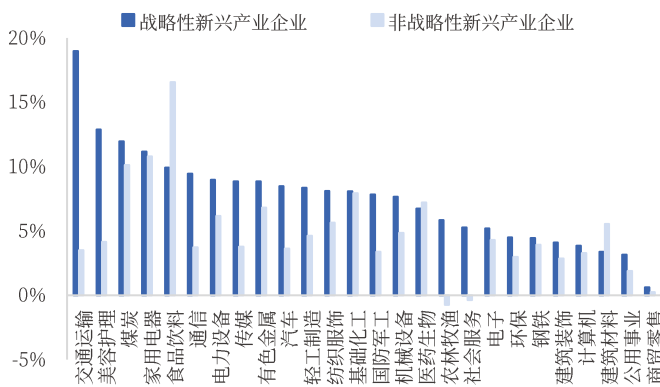
图59: 全A 非金融石油石化行业的传统企业、战略性新兴产业和专精特新企业 ROIC 与债务融资成本 (2021-2023 年均值)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 战略性新兴产业参考国家统计局《战略性新兴产业分类(2018)》, 专精特新企业参考工信部国家级专精特新小巨人名单; 若同时属于战略性新兴产业和专精特新企业, 则按战略性新兴产业统计; 其他各行业为剔除其中战略性新兴产业和专精特新企业后的统计情况。

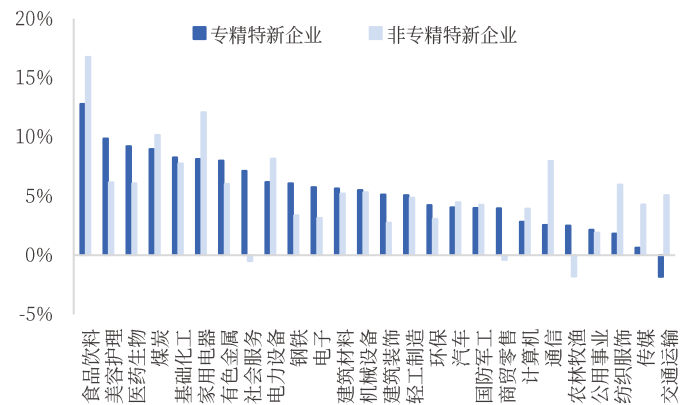
图60: 全A 各行业 ROIC (按是否为战略性新兴产业分)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 不含金融、石油石化、房地产、综合; 数据为 2021-2023 年均值

图61: 全A 各行业 ROIC (按是否为专精特新企业分)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

注: 不含金融、石油石化、房地产、综合; 数据为 2021-2023 年均值

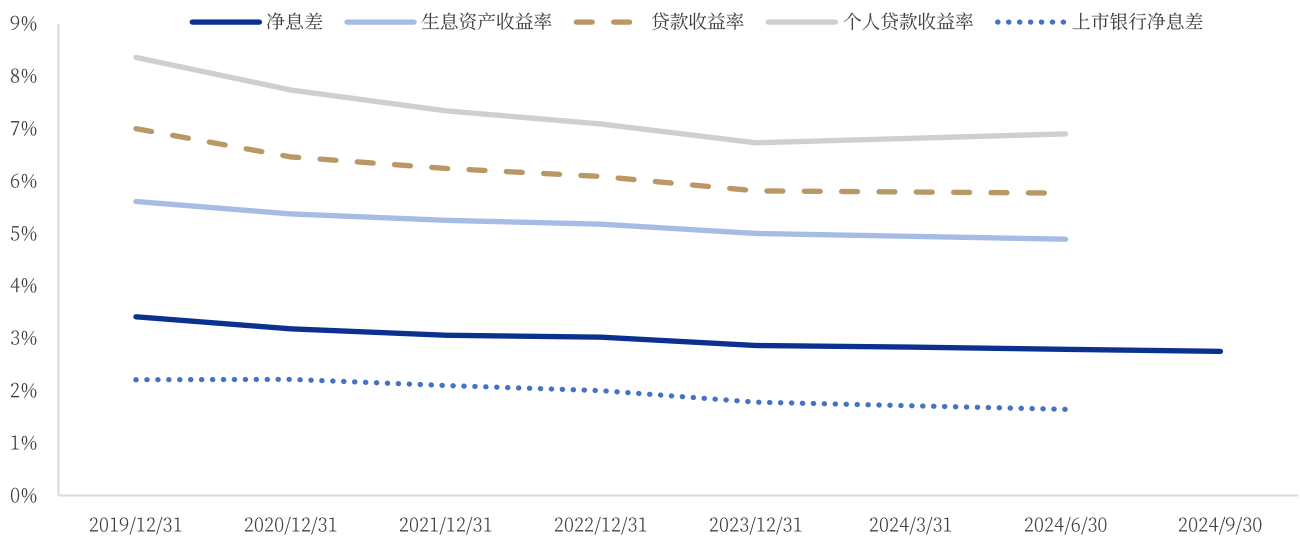
表15: 部分样本银行各类生息资产收益率 (2024H1)

银行名称	银行类别	生息资产收益率	贷款收益率	金融投资收益率	同业资产收益率
工商银行	国有行	3.28%	3.52%	3.20%	3.02%
农业银行	国有行	3.22%	3.54%	3.08%	2.47%
建设银行	国有行	3.27%	3.55%	3.14%	3.06%
中国银行	国有行	3.44%	3.41%	3.25%	2.53%
邮储银行	国有行	3.40%	3.89%	3.12%	2.69%

交通银行	国有行	3.48%	3.73%	3.34%	3.36%
招商银行	股份行	3.60%	4.02%	3.14%	2.99%
兴业银行	股份行	3.84%	4.32%	3.46%	2.62%
浦发银行	股份行	3.71%	4.03%	3.37%	3.24%
中信银行	股份行	3.83%	4.35%	2.93%	3.13%
民生银行	股份行	3.64%	4.07%	2.98%	1.45%
平安银行	股份行	4.16%	4.79%	3.04%	2.92%
北京银行	城商行	3.58%	4.03%	3.16%	2.80%
江苏银行	城商行	4.21%	4.98%	3.23%	2.55%
宁波银行	城商行	4.05%	4.92%	3.22%	2.97%
杭州银行	城商行	3.72%	4.35%	3.37%	1.90%
成都银行	城商行	3.88%	4.41%	3.42%	3.61%
渝农商行	农商行	3.49%	4.07%	3.18%	2.40%
沪农商行	农商行	3.48%	3.93%	3.06%	2.60%
青农商行	农商行	3.83%	4.43%	3.26%	1.29%
常熟银行	农商行	4.89%	5.77%	3.33%	3.77%
张家港行	农商行	3.71%	4.62%	2.13%	2.29%

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图62: 常熟银行净息差、生息资产收益率、贷款收益率和个人贷款收益率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

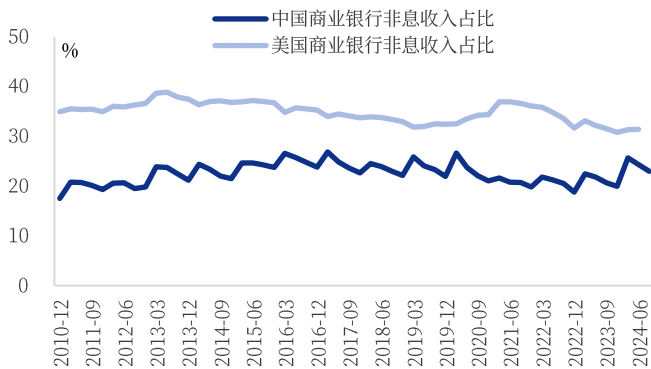
(3) 市场化风控能力的逐步建立: 利率下行带来不仅是银行盈利下降更是信用成本的降低和资产质量的优化, 为净息差的调整留有余地, 但从银行自身层面仍需构筑核心风控能力。从信贷结构优化的角度来看, 科创、小微、绿色等重点领域信贷大规模增长的掣肘在于信用风险难以评估以及信用缓释手段的匮乏。目前银行对重点领域贷款投放仍以政策贴息引导为主, 直接影响是降低融资成本, 本质上是风险分担和转移机制, 但仍然依赖监管和政府信用, 从中长期角度难以持续。然而, 在当前阶段采用结构性货币政策工具贴息有其现实意义, 即逐步引导银行信贷资源向新质生产力领域倾斜, 帮助其积累业务经验、探索风险管理的路径, 为银行经营模式切换争取了时间窗口。此外, 金融科技的发展、银行业的数字化转型有助于充分发挥技术和数据等新型生产要素的价值, 为科创、

小微企业的信用风险评估提供了有效手段。例如建设银行的“科技企业创新评价体系”将企业的科技水平纳入银行授信评价体系,通过批量获取国家各部委发布的科技企业名录信息及知识产权信息,挖掘企业持续创新能力,运用大数据、智能决策、数据可视化等技术手段自动生成评价结果,将企业的“软实力”打造成融资的“硬通货”。

(三) 拓宽非息收入来源, 提升综合服务能力, 跳出利率框架的束缚

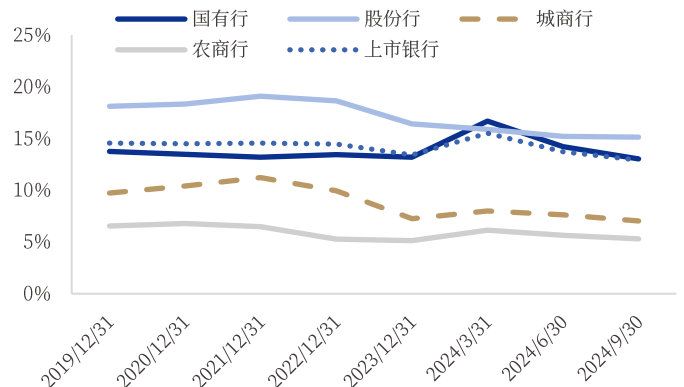
除了表内资产配置外, 银行还可通过发展非息业务突破传统量价管理的局限性, 借助综合服务的力量拓展经营空间。通过发展轻资本的中间业务、开展综合化经营, 银行可以摆脱同质化竞争, 从打法上实现差异化, 推动经营模式从做业务转向做客户, 不仅可以提升客户黏性, 沉淀活期存款, 解决负债端成本刚性和稳定性不足的问题, 同时可以增厚手续费及佣金业务收入, 跳出利息收入的框架, 多维度改善银行整体盈利性和经营稳健性, 提升抗周期能力, 获取成长性和估值溢价。2024年前三季度, 上市银行累计实现非息收入 1.16 万亿元, 占营业收入比重为 27.12%, 较上半年下降 1.06 个百分点; 其中, 中间业务收入 5527.81 亿元, 同比下降 10.75%, 占比仅为 12.91%, 均远低于发达国家, 有待进一步发展。

图63: 中美商业银行非息收入占比



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图64: 上市银行中收占比

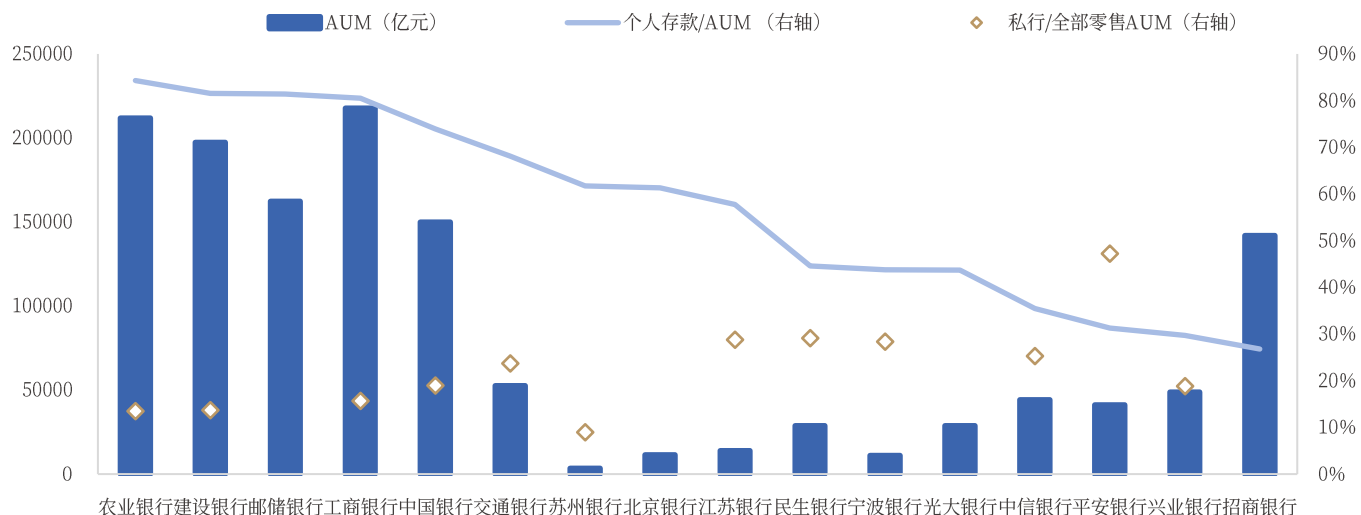


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

从零售和对公角度来看, 财富管理和交易银行可成为发展非息业务的着力点, 具体来看:

(1) 财富管理: 发展财富管理有助于缓解负债端成本刚性, 但长期需推动存款向产品转化。中小银行由于对公客户少导致揽储压力高, 通过财富管理业务能够拓展零售业务场景、沉淀活期存款, 缓解定期存款占比过高问题, 同时应对利率市场化和大行业务下沉给中小行净息差带来的压力。就目前上市银行的财富管理业务经营成效而言, 代理类业务收入仍占据主导地位, 利润率低下、增值服务占比低且受市场波动影响大, 居民存款向财富管理的转化率有待提升。截至 2024 年 6 月末, 据不完全统计, 样本上市银行中 AUM 规模领先的银行包括工农中建邮五大行以及招商银行。其中, 五大行零售 AUM 规模均超过 15 万亿元, 但以个人存款为主; 相比之下, 招商银行、兴业银行、平安银行等股份行的非存款类 AUM 较多; 私行 aum 贡献度普遍不高。

图65: 样本银行零售 AUM 规模及存款、私行 AUM 占比 (2024H1)

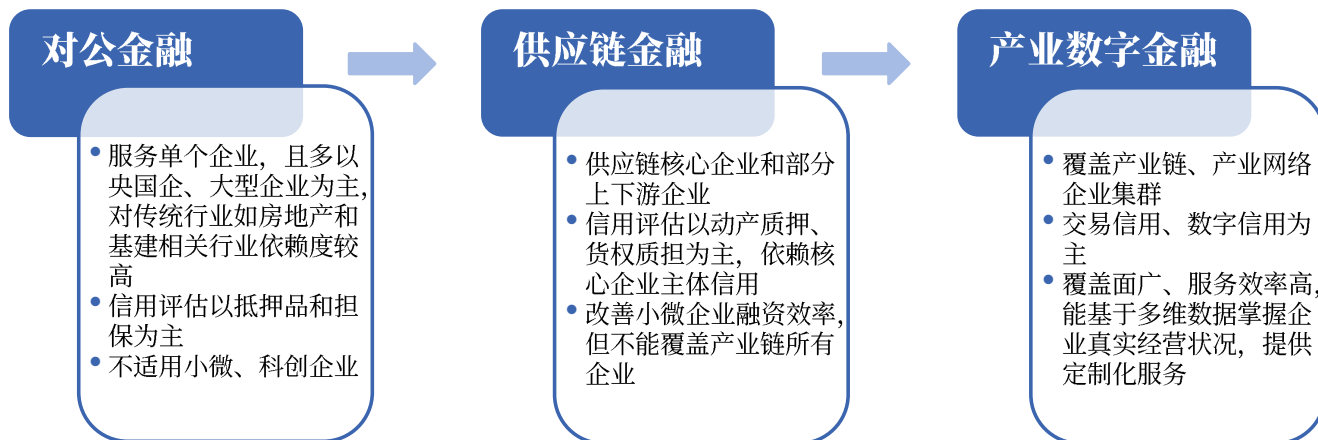


资料来源: ifind, 公司公告, 中国银河证券研究院

从发展财富管理角度而言,一方面,银行需要积极拓展工资代发、住房按揭、信用卡、理财、代销、外汇和贵金属交易、老年社区、生活权益等各类场景,以服务价值代替存款利率来获取客户活期存款,并加速活期存款向非存款类 aum 转化,通过增加手续费收入来应对存款成本压力并对表内业务收入形成替代补充。另一方面,通过公私联动,吸引高净值客户,提供私人银行、家族办公室等增值服务,提升财富管理整体市场份额和经营质效,增厚利润水平。

(2) 交易银行: 银行对公业务可以通过交易类业务,拓展经营网络,并且由简单的支付结算、现金管理延伸至附加值更好的供应链金融、贸易融资、资金托管、代客交易、财务顾问、数字化基础设施等,与企业生产经营场景深度融合,探索银企合作新模式,提供定制化服务,不仅能够获取交易结算资金,还能掌握企业上下游产业链的经营动向,例如资金流、交易信息、账期和物流仓储等信息,充分发掘数据作为生产要素价值,实现客户精准画像,重新定义客户需求,构建数字化的信用评估体系,以交易信用、数字信用取代物品信用、主体信用,打破间接融资过度依赖的抵质押品和政府信用的局限性。

图66: 产业金融模式演变

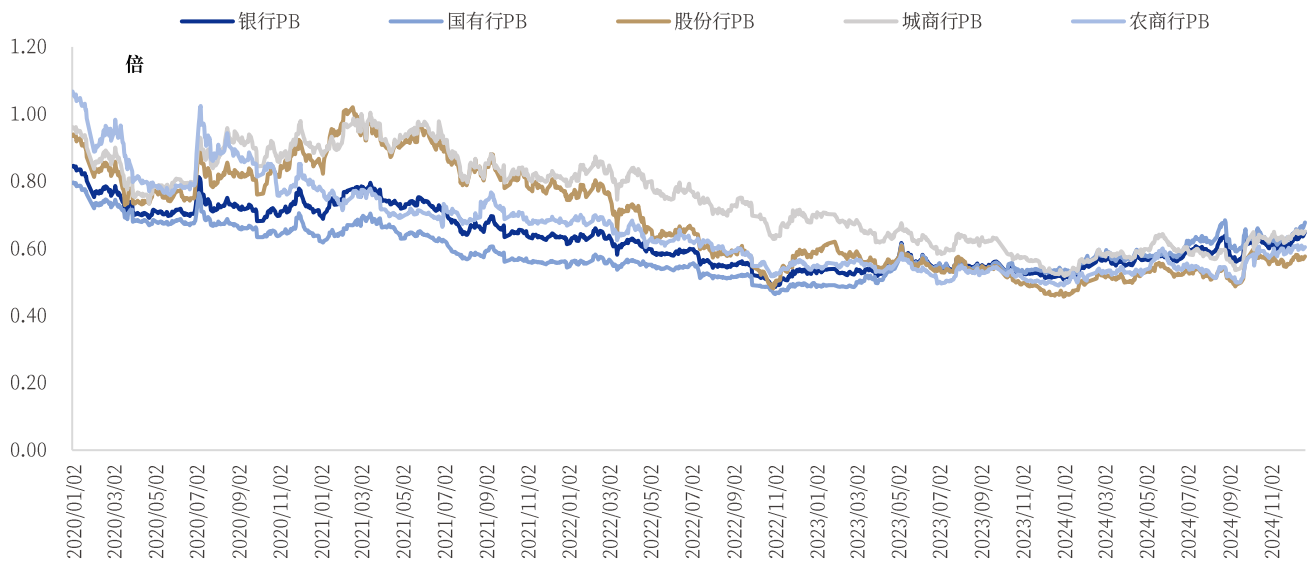


资料来源: 百信银行&安永:《2021年产业数字金融研究报告》,中国银河证券研究院

四、投资策略：紧握红利锚，掘金转型低位区

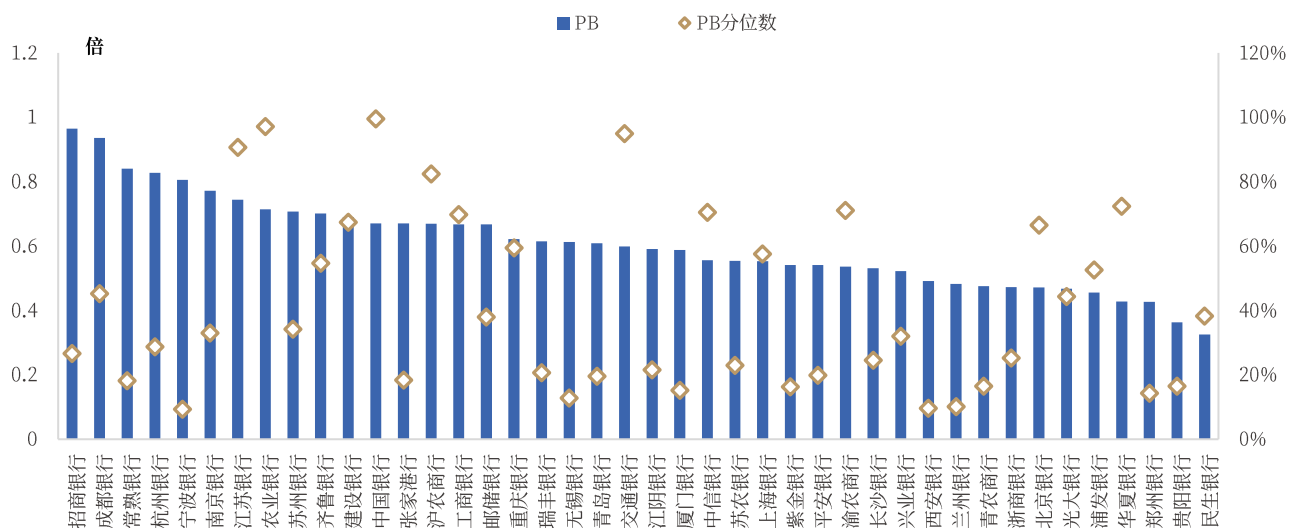
银行板块估值目前仍处于历史和市场偏低水平，估值性价比高，具备较好的配置价值。截至 2024 年 12 月 23 日，银行板块 PB 为 0.65X，国有行、股份行、城商行和农商行的 PB 为 0.68X、0.58X、0.65X 和 0.60X，分别为位于 2020 年以来 64.1%、87.9%、38.7%、35.6% 和 47.4% 百分位。个股层面，招商银行、成都银行、常熟银行、杭州银行、宁波银行 PB 领先同业。

图67：2020 年以来银行板块历史 PB（截至 2024/12/23）



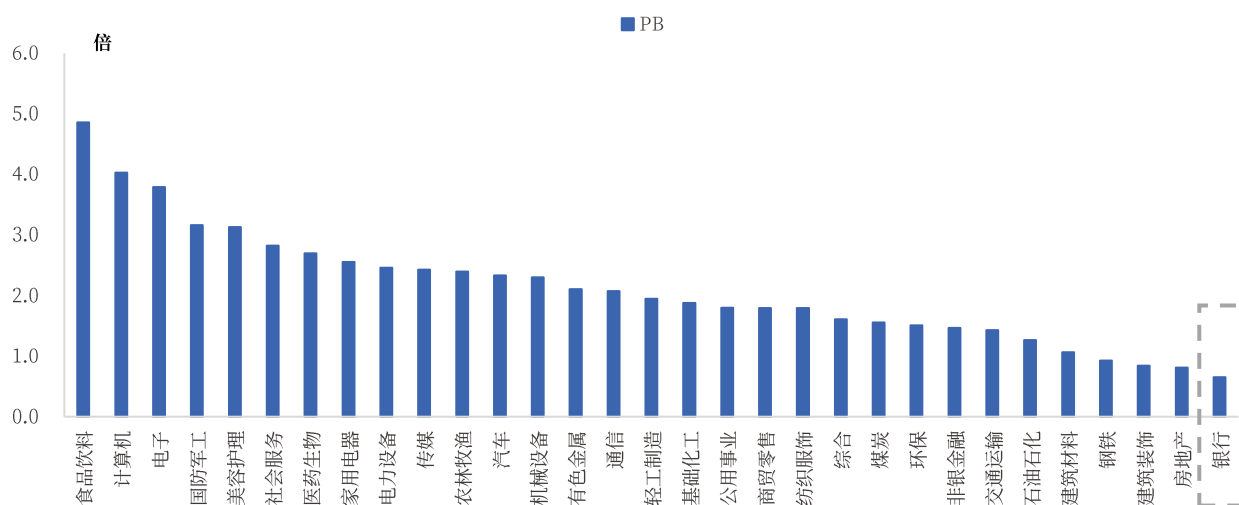
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图68：上市银行 PB 估值水平及 2020 年以来分位数（截至 2024/12/23）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图69：银行板块与其他行业 PB 对比（截至 2024/12/23）



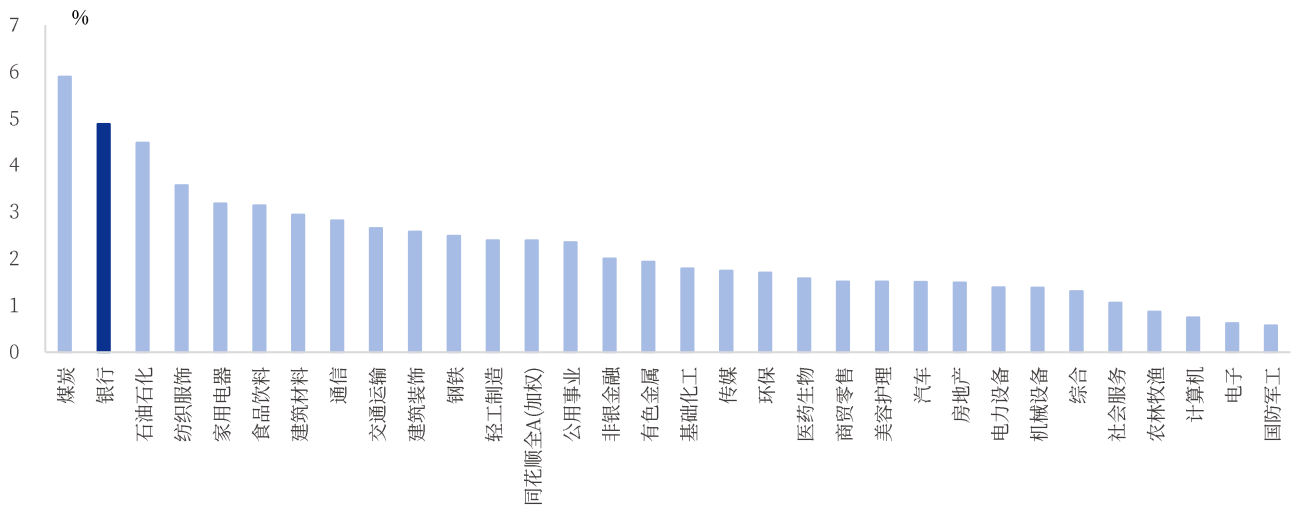
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

结合 2025 年展望和政策拐点下的银行经营转型，我们继续看好银行配置价值和个股优选机会，建议关注三条主线：

（一）高股息策略延续，坚守大行红利投资主线

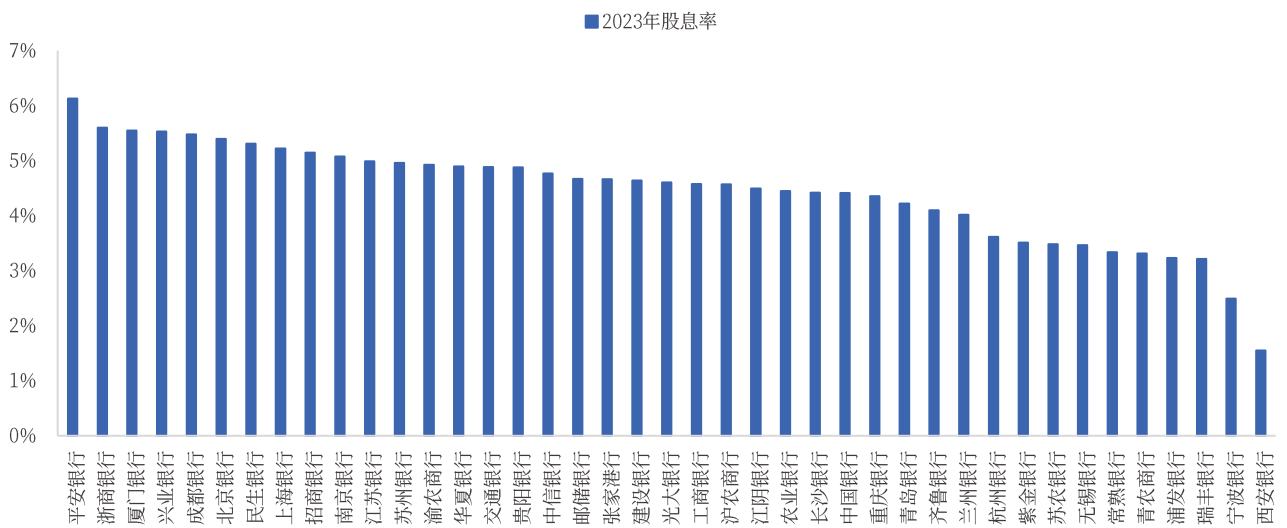
受低利率环境、短期宏观经济和资本市场不确定性较大等因素影响，资金面有望维持较低的风险偏好，高股息策略依旧具备有效性，上市银行尤其是国有大行的红利属性不减。截止 12 月 23 日，银行板块股息率 4.89%，在全市场行业中排名第二，仅次于煤炭板块，其中 10 家银行股息率超过 5%，其中国有大行股息率均值为 4.6%。同时，相比于理财、固收类资产仍具性价比，当前 10 年期国债和 1 年期、5 年期 AAA 级企业债到期收益率分别为 1.70%、1.73%、1.93%，3 个月、6 个月期全市场理财产品综合收益率分别在 2.34%、2.61% 左右。

图70: A股各行业股息率排名



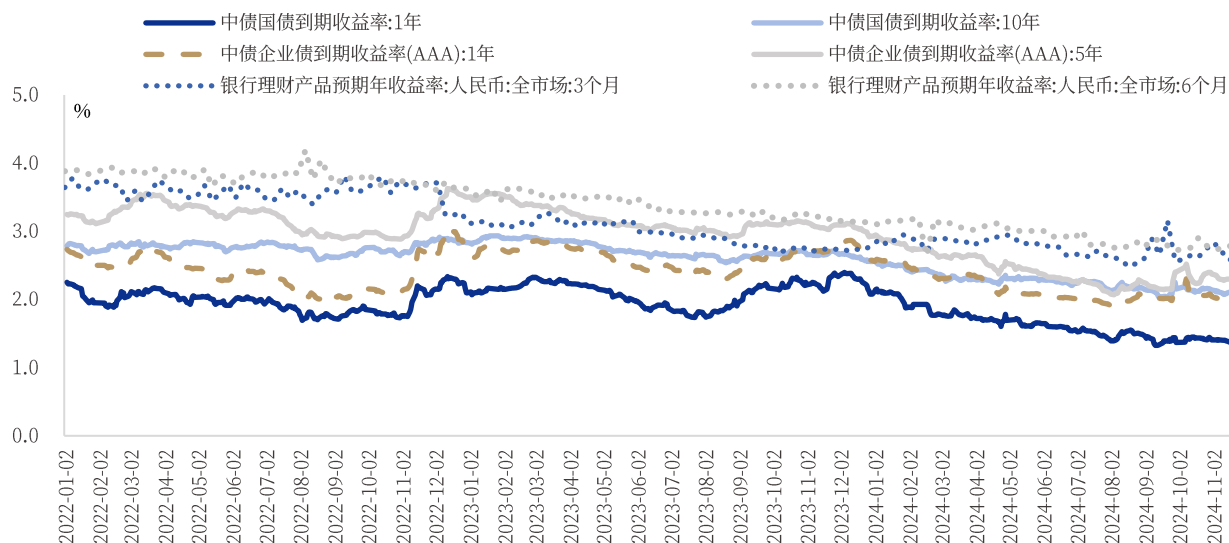
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图71: 上市银行股息率排名



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

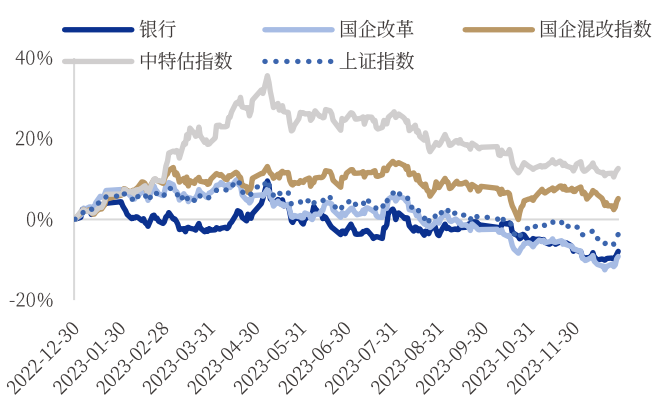
图72: 国债、企业债和银行理财预期收益率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

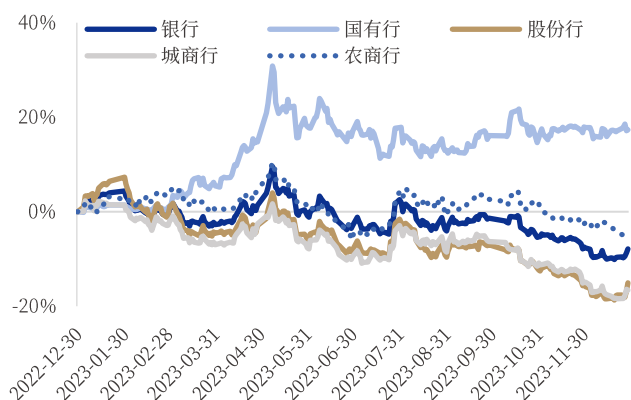
新一轮国企改革开启, 市值管理力度加大, 为银行分红增加和估值提升形成进一步支撑。围绕市值管理, 监管层面相继提出要建设中国特色估值体系、研究将市值管理纳入央企负责人考核等。银行央企属性突出, 将显著受益本轮以市值管理为重要抓手的国企改革红利, 以国有大行为首的板块行情在 2023 年和 2024 年已有凸显。此外, 新国九条和《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》正式稿出台, 明确并购重组、股权激励和员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等多元有效的市值管理手段, 进一步对主要指数成份股公司和长期破净公司的市值管理特殊要求, 要求其披露市值提升计划, 有利于银行板块估值中枢提升。

图73: 2023 年中特估主线下的银行、国企改革市场表现



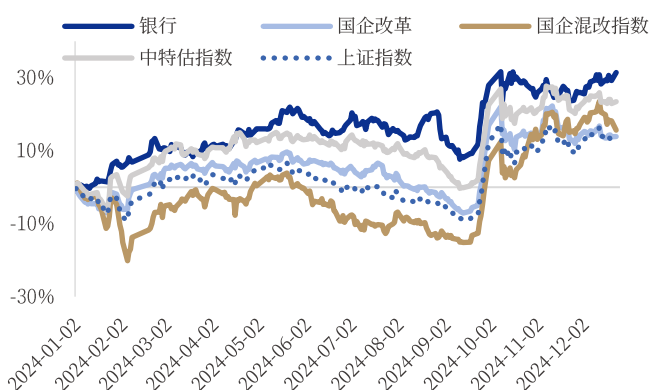
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图74: 2023 年中特估主线下银行细分板块市场表现



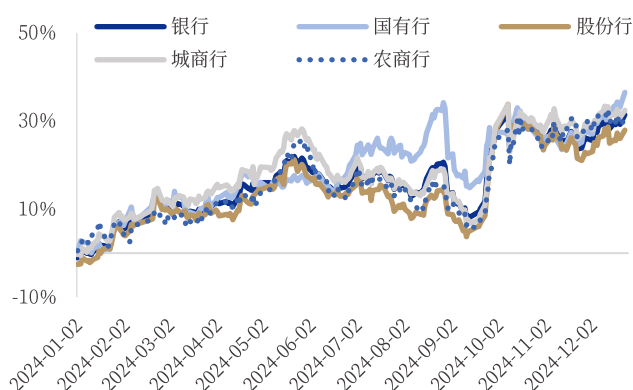
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图75：2024年至今中特估主线下的银行、国企改革市场表现



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图76：2024年至今中特估主线下银行细分板块市场表现



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

目前国有大行主要通过分红方式开展市值管理，并于 2024 年陆续公布中期分红方案，叠加核心一级资本补充，进一步支撑大行红利价值。截至 12 月 23 日，已有 23 家银行宣布中期分红方案，累积分红金额达 2577.07 亿元，平均分红率 26.07%；其中，六大国有行累计分红 2048.23 亿元，平均分红率 29.96%。

表16：上市银行 2024 年中期分红情况（截至 2024/12/23）

	分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	2024 年中期分红率 ²	2023 年分红率
工商银行	511.09	1,704.67	29.98%	29.72%
农业银行	407.38	1,358.92	29.98%	28.87%
建设银行	492.52	1,643.26	29.97%	29.24%
中国银行	355.62	1,186.01	29.98%	29.45%
邮储银行	146.46	488.15	30.00%	29.64%
交通银行	135.16	452.87	29.84%	29.87%
中信银行	98.74	354.90	27.82%	24.04%
民生银行	56.92	224.74	25.33%	26.15%
光大银行	61.45	244.87	25.09%	27.52%
平安银行	47.74	258.79	18.45%	11.91%
华夏银行	15.92	124.60	12.77%	23.12%
北京银行	25.37	145.79	17.40%	25.58%
江苏银行	56.19	187.31	30.00%	26.49%
上海银行	39.78	129.69	30.67%	25.21%
南京银行	37.10	115.94	32.00%	29.85%
杭州银行	21.94	99.96	21.95%	16.49%
重庆银行	5.77	44.28	13.03%	27.84%
苏州银行	7.33	29.53	24.84%	26.30%
齐鲁银行	6.14	23.47	26.16%	20.13%
厦门银行	3.96	12.14	32.62%	28.73%
渝农商行	22.08	73.58	30.00%	28.27%
沪农商行	23.05	69.71	33.07%	30.10%

² 重庆银行为首度实施三季度分红。

紫金银行	1.83	9.11	20.08%	22.62%
------	------	------	--------	--------

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

个股层面, 推荐工商银行(601398)、建设银行(601939)、交通银行(601328)和邮储银行(601658)。

表17: 核心个股估值指标--国有行(2024/12/23)

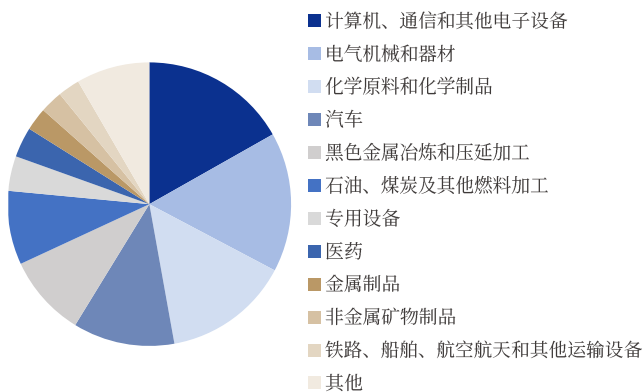
代码	简称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601398	工商银行	9.55	10.31	11.08	11.87	0.52	0.65	0.60	0.56	推荐
601939	建设银行	11.80	12.82	13.81	14.88	0.57	0.67	0.62	0.58	推荐
601328	交通银行	12.30	13.10	14.18	15.29	0.48	0.59	0.54	0.50	推荐
601658	邮储银行	7.92	8.50	9.13	9.78	0.56	0.66	0.61	0.57	推荐

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(二) 经济动能转换加速信贷结构优化, 关注区域中小行个股优选机会

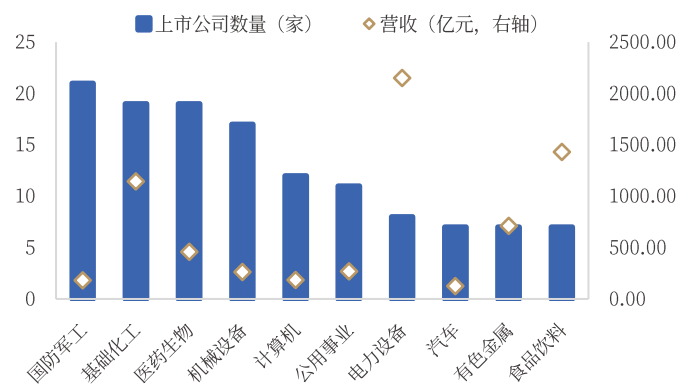
顺应高质量发展需求, 信贷资源逐步向科创、小微、绿色等高增长、高收益领域倾斜, 有望成为银行扩表的核心驱动力, 同时给资产端定价提升带来机遇。从区域产业结构差异上看, 江浙成渝地区的中小行区位优势明显, 制造业、小微和民营经济活跃, 新质生产力相关行业信贷需求旺盛, 有望抢先受益金融供给侧结构性改革。

图77: 江苏产业结构(以南京规上工业增加值为例)



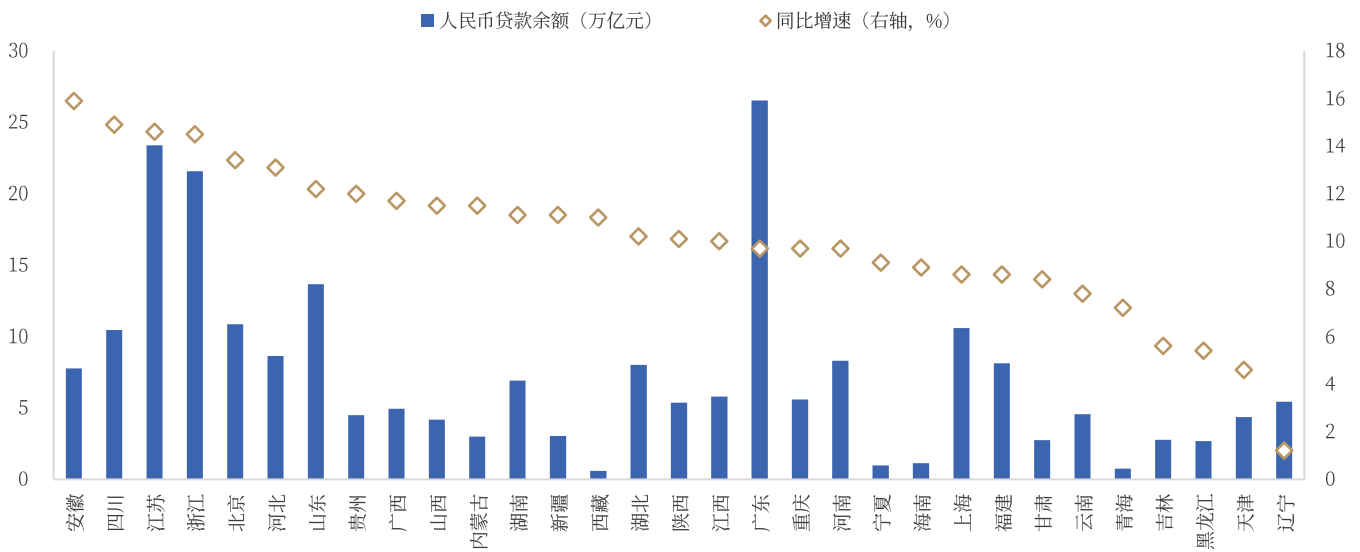
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图78: 四川产业结构(上市公司所在行业数量排名前十)



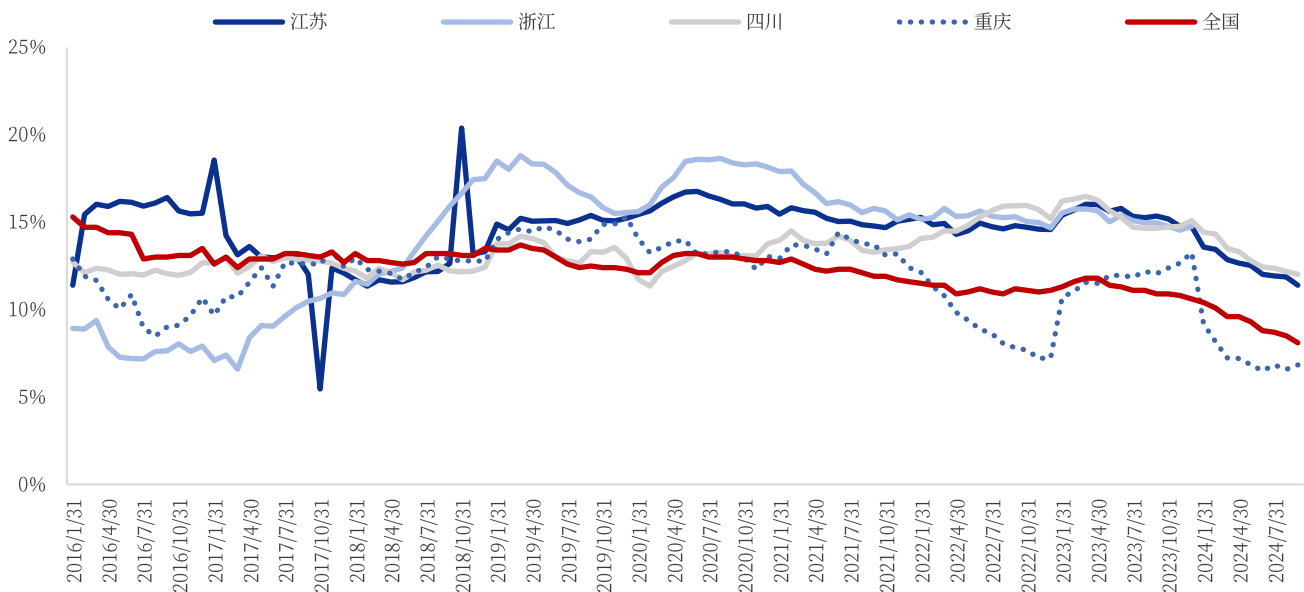
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图79: 2023年各省金融机构人民币贷款余额及同比增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

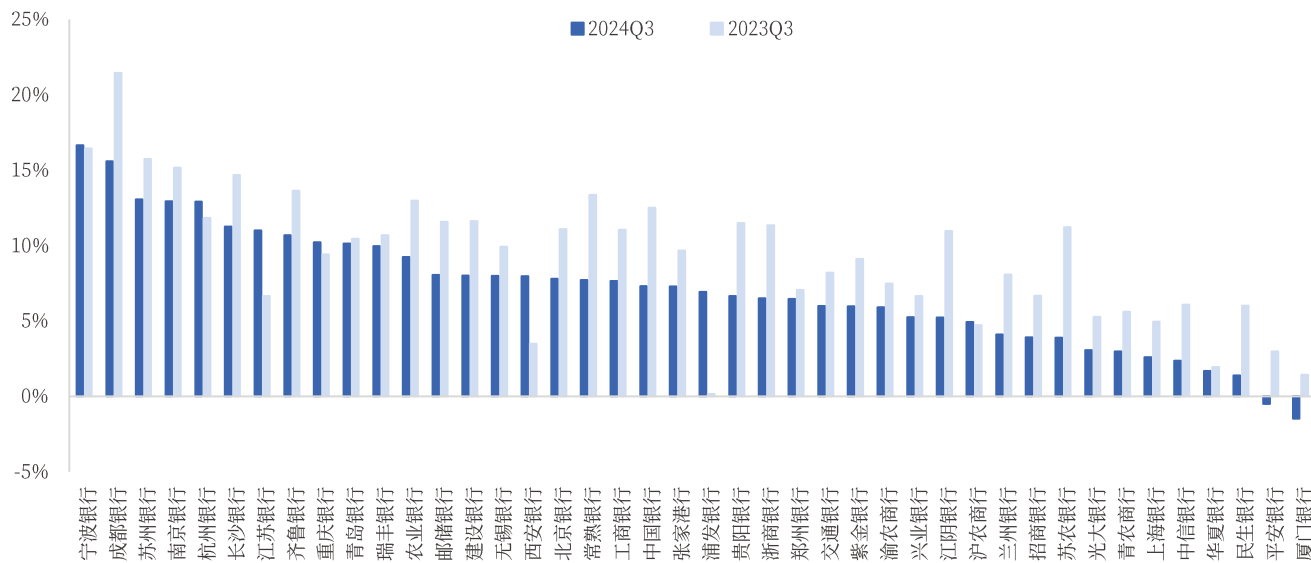
图80: 江浙成渝地区信贷增速



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

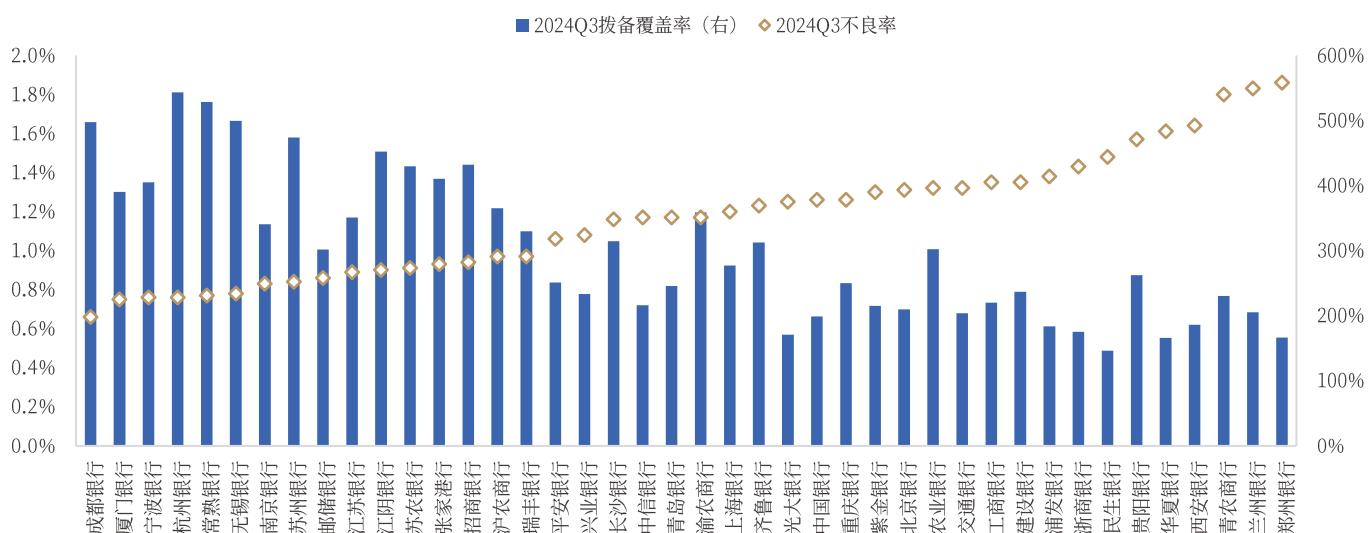
从经营数据上看，该类银行基本面优异，规模和业绩保持较快增长，资产质量领先同业，叠加估值性价比突出，存在个股优选机会。截至2024Q3，宁波、成都、苏州、南京、杭州银行贷款增速居前，均超过12%；16家银行贷款不良率低于1%，其中多为江浙成渝地区优质区域行，成都、宁波、杭州、常熟、无锡银行不良率最优，均低于0.8%。从估值水平来看，成都、常熟、宁波、杭州、南京银行估值均位于2020年以来50%分位数以下，性价比较高。

图81: 2024Q3 各上市银行贷款较年初增速



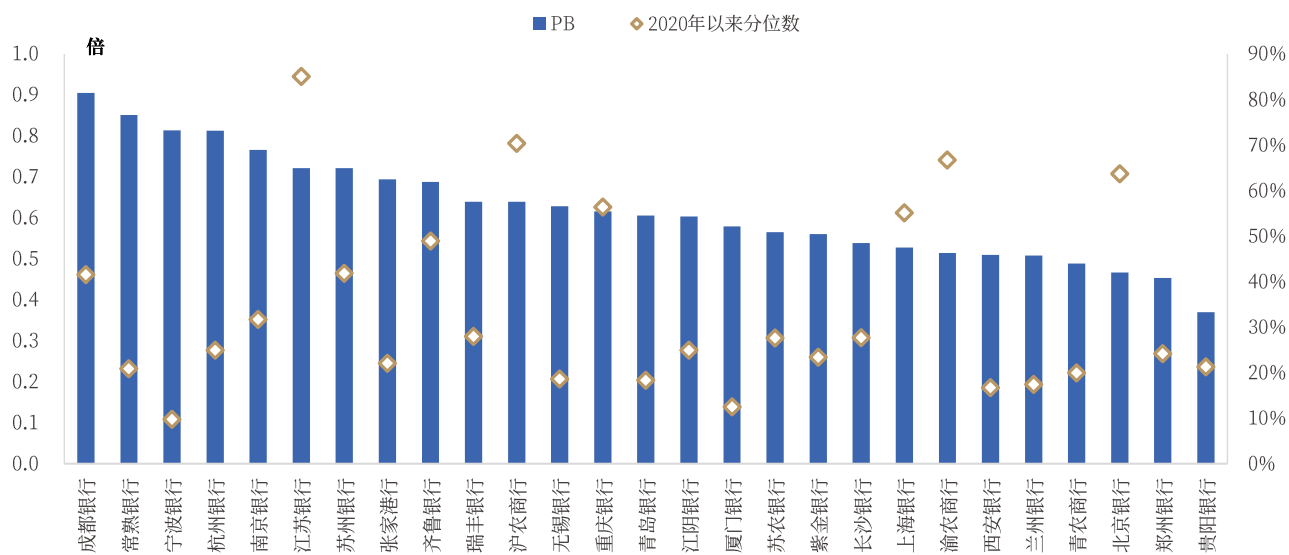
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图82: 2024Q3 各上市银行资产质量



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图83: 城农商行估值及分位数水平



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

个股层面, 推荐江苏银行(600919)、南京银行(601009)、杭州银行(600926)、宁波银行(002142)、常熟银行(601128)、成都银行(601838)和苏农银行(603323)。

表18: 核心个股估值指标—江浙成渝地区城农商行(2024/12/23)

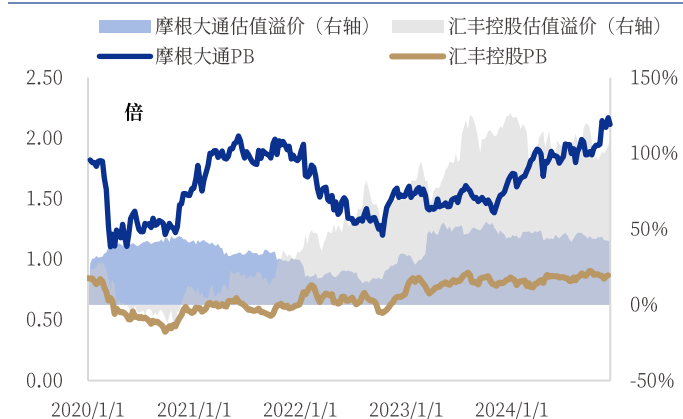
代码	简称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600919	江苏银行	11.47	12.73	14.00	15.47	0.60	0.74	0.67	0.61	推荐
601009	南京银行	13.50	14.32	16.18	18.27	0.57	0.74	0.65	0.58	推荐
600926	杭州银行	15.90	18.04	20.61	23.54	0.66	0.80	0.70	0.61	推荐
002142	宁波银行	26.71	30.67	34.50	38.73	0.78	0.79	0.70	0.62	推荐
601128	常熟银行	8.99	9.16	10.45	11.96	0.74	0.82	0.72	0.63	推荐
601838	成都银行	16.99	19.56	22.43	25.39	0.70	0.84	0.73	0.65	推荐
603323	苏农银行	8.75	9.56	10.57	11.47	0.49	0.54	0.49	0.45	推荐

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(三) 股份行轻资本转型深化, 低位布局、收获估值溢价

以招行、平安为代表的零售股份行财富管理布局较早、轻资本转型成效突出, 同时通过数字化手段拓展经营场景、赋能营销和员工展业、优化客户体验, 从中长期角度有望节约资本、提升 ROE 水平, 实现轻资本估值溢价。参考海外零售行, 轻资本业务为主的银行相比其他银行估值溢价可超过 100%, 如汇丰银行 2023 年以来估值溢价平均为 104%。招商银行、平安银行等零售股份行短期银行仍然受到房地产后周期、按揭贷款需求走弱的冲击, 但随着存量按揭利率再度调降、利差抹平, 提前还贷现象逐步缓解, 叠加地产政策优化和化债力度加大助力需求改善和风险预期修复, 预计从业绩层面有望迎来拐点, 利好估值回升。就当前时点, 估值层面存在一定的性价比, 可低位布局。

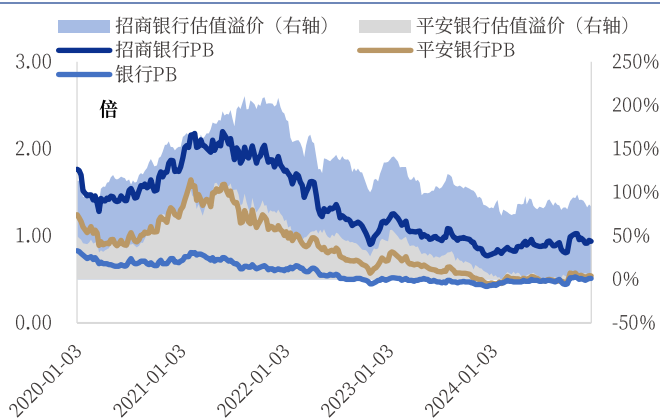
图84：摩根大通、汇丰控股估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：摩根大通、汇丰控股估值溢价比较基准分别为标普500银行指数、Wind银行指数

图85：招商银行、平安银行估值溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

个股层面，推荐招商银行（600036）、平安银行（000001）。

表19：核心个股估值指标—零售股份行（2024/12/23）

代码	简称	BVPS (元)				PB				投资评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
600036	招商银行	36.71	40.84	44.99	49.38	0.79	0.94	0.85	0.78	推荐
000001	平安银行	20.74	22.42	24.28	26.19	0.46	0.52	0.48	0.45	推荐

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

五、风险提示

经济增速不及预期，企业和居民偿债能力不足，信贷违约发生概率上升，导致资产质量恶化，银行信用减值损失计提增加，信用成本上升的风险。

利率持续下行，生息资产收益率下降，而付息负债成本率的调整存在刚性和滞后性问题，导致净息差承压，银行盈利压力加大的风险。

图表目录

图 1: 银行板块与沪深 300 指数累计涨跌幅	4
图 2: 银行细分板块累计涨跌幅	4
图 3: A 股各行业年初至今涨跌幅 (2024/12/23)	4
图 4: 各上市银行年初至今涨跌幅 (2024/12/23)	5
图 5: 银行细分板块重仓市值	5
图 6: 银行细分板块重仓持仓占比	5
图 7: 上市银行营业收入和归母净利润表现	7
图 8: 上市银行 ROE	7
图 9: 上市银行利息净收入增速与非息收入增速	7
图 10: 上市银行拨备前利润和减值损失情况	7
图 11: 2015-2018 年债务置换债券发行规模	8
图 12: 2020-2024 年特殊再融资债券发行与到期偿还规模	8
图 13: 未来 20 年城投债到期规模	8
图 14: 债券投资结构按发行人分类 (以大行为例)	9
图 15: 2024H1 基建贷款不良率 (以大行为例)	9
图 16: 六大行核心一级资本充足率	10
图 17: 房地产开发贷规模及增速	12
图 18: 未来 20 年房企信用债到期规模	12
图 19: 房企信用债违约规模	13
图 20: 房企信用债违约余额违约率	13
图 21: 商品房销售情况 (单月)	13
图 22: 样本银行对公地产不良贷款余额增速及不良率	13
图 23: 房地产投资资金来源结构	14
图 24: 重点领域贷款余额	15
图 25: 重点领域贷款同比增速	15
图 26: 上市银行各项贷款表现	16
图 27: 细分板块上市银行对公贷款增速	16
图 28: 居民新增中长期贷款	17
图 29: RMBS 早偿率变化	17
图 30: 上市银行净息差、生息资产收益率、付息负债成本率	19
图 31: 上市银行定期存款的期限结构	19
图 32: 我国 GDP 增速换挡	22
图 33: 我国社会消费品零售总额增速	22
图 34: 我国人口老龄化程度	22

图 35: 贷款利率与非金融石油石化企业资本回报率.....	22
图 36: 政策利率与新发放贷款利率.....	23
图 37: 上市银行净息差.....	23
图 38: 上市银行归母净利润增速.....	23
图 39: 上市银行核心一级资本充足率	24
图 40: 上市银行资本结构.....	24
图 41: 2024 年 9 月以来央行国债买卖操作情况.....	24
图 42: 国债收益率曲线 (2024/12/23)	24
图 43: 2024Q3 上市银行金融投资结构	25
图 44: 2024H1 上市银行贷款期限结构.....	25
图 45: 上市银行其他非息收入和投资收益表现.....	25
图 46: 细分板块上市银行投资收益增速	25
图 47: 上市银行营收和归母净利润增速对比	26
图 48: 上市银行拨备覆盖率.....	26
图 49: 美国四大行资产/负债收益/成本率、净息差与 10Y 国债利率	27
图 50: 中国四大行资产/负债收益/成本率、净息差与 10Y 国债利率	27
图 51: 海外四家银行活期存款占比.....	27
图 52: 中国四大行活期存款占比.....	27
图 53: 科创板企业资产负债率.....	28
图 54: 科技型中小企业贷款余额及增速	28
图 55: 沪农商行“鑫科贷”科技金融全生命周期产品体系.....	29
图 56: 贷款需求指数	30
图 57: 2024H1 上市银行贷款结构	30
图 58: 上市银行信用贷款占比.....	30
图 59: 全 A 非金融石油石化行业的传统企业、战略性新兴产业和专精特新企业 ROIC 与债务融资成本 (2021-2023 年均价)	31
图 60: 全 A 各行业 ROIC (按是否为战略性新兴产业分)	31
图 61: 全 A 各行业 ROIC (按是否为专精特新企业分)	31
图 62: 常熟银行净息差、生息资产收益率、贷款收益率和个人贷款收益率	32
图 63: 中美商业银行非息收入占比.....	33
图 64: 上市银行中收占比.....	33
图 65: 样本银行零售 AUM 规模及存款、私行 AUM 占比 (2024H1)	34
图 66: 产业金融模式演变.....	34
图 67: 2020 年以来银行板块历史 PB (截至 2024/12/23)	35
图 68: 上市银行 PB 估值水平及 2020 年以来分位数 (截至 2024/12/23)	35
图 69: 银行板块与其他行业 PB 对比 (截至 2024/12/23)	36
图 70: A 股各行业股息率排名.....	37

图 71: 上市银行股息率排名.....	37
图 72: 国债、企业债和银行理财预期收益率.....	38
图 73: 2023 年中特估主线下的银行、国企改革市场表现.....	38
图 74: 2023 年中特估主线下银行细分板块市场表现.....	38
图 75: 2024 年至今中特估主线下的银行、国企改革市场表现.....	39
图 76: 2024 年至今中特估主线下银行细分板块市场表现.....	39
图 77: 江苏产业结构（以南京规上工业增加值为例）.....	40
图 78: 四川产业结构（上市公司所在行业数量排名前十）.....	40
图 79: 2023 年各省金融机构人民币贷款余额及同比增速.....	41
图 80: 江浙成渝地区信贷增速.....	41
图 81: 2024Q3 各上市银行贷款较年初增速.....	42
图 82: 2024Q3 各上市银行资产质量.....	42
图 83: 城农商行估值及分位数水平.....	43
图 84: 摩根大通、汇丰控股估值溢价.....	44
图 85: 招商银行、平安银行估值溢价.....	44
表 1: 2024Q3 个股仓位排名前 10.....	5
表 2: 2024Q3 个股重仓持股配置变化排名前 10.....	6
表 3: 历史上四轮特别国债发行情况（不含续作）.....	9
表 4: 特别国债补充大行资本对核心一级资本充足率和增量信贷影响测算.....	9
表 5: 2024H1 招商银行高级法、权重法资本计量区别.....	10
表 6: 暂未实施高级法的资本新规下第一档银行实施资本计量高级法影响测算（2024Q3）.....	11
表 7: 地方政府专项债用作资本金领域放宽带来的基建项目配套融资需求.....	14
表 8: 结构性货币政策工具（截至 2024 年 9 月）.....	15
表 9: 重定价对息差影响测算.....	17
表 10: 降息对息差影响测算.....	17
表 11: 化债对银行净息差影响测算.....	18
表 12: 2024 年 10 月 18 日存款挂牌利率下调对上市银行 2025 年净息差影响测算.....	19
表 13: 假设 2025 年累计降准 150-250BP 对上市银行 2025 年净息差影响测算.....	20
表 14: 部分银行投贷联动业务布局.....	28
表 15: 部分样本银行各类生息资产收益率（2024H1）.....	31
表 16: 上市银行 2024 年中期分红情况（截至 2024/12/23）.....	39
表 17: 核心个股估值指标—国有行（2024/12/23）.....	40
表 18: 核心个股估值指标—江浙成渝地区城农商行（2024/12/23）.....	43
表 19: 核心个股估值指标—零售股份行（2024/12/23）.....	44

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬，银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn