



Research and
Development Center

底稳红厚，行业增长潜力仍在 ——银行业 2025 投资策略

银行

2024 年 12 月 30 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

银行

投资评级 看好

上次评级 看好

张晓辉 银行业分析师

执业编号: S1500523080008

邮箱: zhangxiaohui@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

底稳红厚，行业增长潜力仍在——银行业 2025 投资策略

2024 年 12 月 30 日

本期内容提要:

- **政策引导促进基本面修复，房地产需求有望提振。**2024 年以来会议传递积极信号，提振市场信心。9 月，央行加大货币政策调控强度，提高货币政策调控精准性，包括降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率，并统一房贷最低首付比例；创设新的货币政策工具等房地产政策再加码。围绕稳增长、扩内需、化风险，将会陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。我们认为，2025 年政策有望密集出台，消费、投资等有望持续提振。
- **存贷利率下行趋势仍存，银行息差有望企稳。**近年来我国存贷利率处于下行阶段，主要体现在 LPR、存款挂牌利率及通知/协存等存款利率的下调。贷款利率方面，2023、2024 年 LPR 调整共 6 次。存款利率方面，2023 年银行存款挂牌利率共下调 3 次。2024 年 9 月末银行净息差为 1.53%，较 2024Q2 末下行 1bp，延续下行趋势，银行息差依旧承压。我们认为，随着近年来银行加快风险处置叠加存款利率下行的预期，银行息差降幅有望收窄。
- **上市银行营收同比小幅上行，净利息收入为拖累而非息收入为支撑。**整体来看，2024Q1-Q3 上市银行营业收入同比-1.05%，增速较 2024H 收窄 90bp。其中，净利息收入同比-3.19%，降幅较 2024H 收窄 24bp。非息收入中，手续费及佣金净收入同比-10.8%，降幅较 2024H 收窄 1.28pct，利息收入及中收增速降幅收窄，贡献营收。归母净利润增速持续改善，国有行、股份行利润向好，优质区域性银行的业绩增速更为突出。整体上“以量补价”为主因，拨备贡献边际减弱。
- **净息差继续收窄，短期或仍将承压。**资产端，LPR 多次降息的影响逐步显现、信贷需求不足、高息资产占比下降等因素共同导致贷款利率下行，进而带动收益率整体走低，此外市场资金利率下行也带来一些负面影响。负债端，计息负债成本率下行或主要源于存款挂牌利率下调和市场利率下行。今年 4 月以来利率定价自律机制叫停存款手工补息，禁止变相高息揽储，有助于进一步引导银行存款成本率下行。展望未来，我们预计银行净息差仍将承压，但当前银行净息差处于历史低位，继续压降的空间有限，监管部门已将保持银行合理利润和净息差水平纳入考量，未来在存款利率下调等政策呵护下，银行净息差压力预计可控，且降幅有望逐步收窄。
- **资产质量保持稳健，抵御风险能力较强。**不良贷款率维持稳定，逾期 90 天以上贷款偏离度小幅上升，贷款分类标准边际放松但仍然较为严格可靠。关注类贷款占比边际上行，但隐性不良贷款生成压力可控。拨备覆盖率微降，抵御风险和反哺利润能力仍然较强。资本合理充裕，内外源补充持续推进。一方面，上市银行可尽力维持归母净利润正增长，维持内源性资本补充能力，另一方面也在积极通过可转债、永续债、配

股、定增等方式同步推进外源性资本补充，以内源与外源双管齐下，增强公司资本实力，为后续规模扩张和战略推进奠定基础。

- **中收仍然承压，债市行情支撑其他非息收入高增。**2024Q1-Q3 上市银行手续费及佣金净收入同比-10.8%，增速较 2024H+1.3pct，我们认为这或与经济预期偏弱及资本市场波动下基金和理财等财富管理相关产品代销收入减少、信用卡和交易结算需求下降、银保渠道降费落地对保险代销收入造成负面影响等因素有关；除手续费及佣金净收入以外的其他非息收入中，投资收益同比+23.9%，仍然继续保持较高水平，成为非息收入增长的主要支撑力量，我们认为这主要得益于债券市场行情增厚投资收益。展望未来，随着各项呵护性政策落地生效，实体经济有望回暖、交易结算需求有望改善、资本市场活跃度有望提升，中收表现或将有所改善。
- **高分红水平增强银行防御属性，大行增资有望落地助力资本、经营。**银行β行情通常位于经济周期后半程，作为实体经济的“蓄水池”，银行板块具有明显的顺周期特征，在政策宽松释放积极信号、企业投资需求回暖后往往伴随银行股修复行情。我们认为相对稳定的高分红水平，为银行板块增加防御属性，当前时点具有更大优势。上市银行分红总额稳定提升，分红率居于高位。股息率为选股的重要因素之一，上市银行分红及股息率的提升有利于推动银行的价值增长，增强投资者的信心。近期，财政部计划对六家大型商业银行增加核心一级资本。我们认为，2025 年将可能通过中央汇金公司注资、定向增发、财政部发行特别国债补充资本等方式，增加国有大行的核心一级资本。有利于统筹内部、外部渠道充实资本，提升大型商业银行的稳健经营能力。
- **关注经济复苏进程及银行股估值修复行情机遇。**当前银行 PB(LF)为 0.64x 左右，我们认为：1) 银行高股息特征确定性较强，2023 年上市银行分红总额超 6100 亿元，超 10 家银行进行中期分红。我们认为，多家银行表示分红率有保障，当前配置银行股股息收益稳定性较好。2) 中特估+国企改革大背景下，银行股通常作为防御性板块，建议配置。3) 政策加码有望扭转经济预期，银行为顺周期板块，经济周期后半程往往是银行β行情的触发点，政策利好银行基本面修复、地产、城投风险有望逐步化解。多种因素有望贡献银行板块估值反弹。
- **个股层面建议关注：**1) 稀缺的成长性优秀区域行，表现为基本面优质、业绩持续性有望加强、存在区域新亮点的银行：齐鲁银行、青岛银行、宁波银行；2) 随着市场政策及经济预期加强，地产有望修复，银行风险缓释可期：招商银行；3) 国企改革背景下，基本功扎实+低估值+高股息的全国性银行：邮储银行、农业银行、中信银行。
- **风险因素：**宏观经济增速下行；政策落地不及预期；业务转型带来经营风险增加。

目录

一、政策有望带动经济数据向好.....	6
1.1、经济数据透视：结构性修复.....	6
1.2、政策引导促进基本面修复，房地产需求有望提振.....	8
1.3、“五篇大文章”定调金融高质量发展.....	9
1.4、存贷利率下行趋势仍存，银行息差有望企稳.....	12
二、业绩同比提升，资产质量稳健.....	14
2.1、营收同比小幅提升，归母净利润同比向好.....	14
2.2、净息差继续收窄，短期或仍将承压.....	16
2.3、资产质量保持稳健，抵御风险能力较强.....	17
2.4、规模增速放缓，资本补充持续推进.....	21
2.5、中收继续承压，债市行情支撑其他非息收入高增.....	23
三、关注银行高分红属性，估值修复持续进行.....	24
3.1、宽信用政策助推银行β行情.....	24
3.2、高分红率带来较为稳定收益.....	24
3.2.1、多家银行提高分红比例，提升安全边际.....	24
3.2.2、大行增资有望落地，资本、经营多方面受益.....	26
3.3、当前银行或现估值回升机遇.....	27
四、风险因素.....	29

表目录

表 1：2022 年 4 月以来存款利率调整历程.....	13
表 2：上市银行中期分红情况一览.....	25
表 3：上市银行分红情况一览.....	26
表 4：国有大行增资后指标预测.....	27
表 5：各家银行未到期可转债一览（截至 2024. 12. 19）.....	27

图目录

图 1：2024 年 11 月社会消费品零售总额同比 3%（亿元）.....	6
图 2：11 月商品房销售稳步恢复（%）.....	6
图 3：固定资产投资增速下行（%）.....	6
图 4：2024 年 11 月制造业 PMI 回升（%）.....	6
图 5：2024 年 11 月 CPI 环比下降（%）.....	7
图 6：2024 年 11 月核心 CPI 及旅游 CPI 居于同期低位（%）.....	7
图 7：2024 年 11 月 PPI 同比降幅收窄（%）.....	7
图 8：2024 年 11 月进出口金额增速略降（亿美元，%）.....	8
图 9：2024 年 11 月制造业 PMI 新出口订单略增（%）.....	8
图 10：金融机构对普惠小微支持力度逐渐减小（亿元，%）.....	10
图 11：涉农贷款规模逐渐收缩（亿元，%）.....	10
图 12：高端制造贷款增速呈现下降趋势（%）.....	10
图 13：金融机构对绿色金融支持力度不断加大（亿元，%）.....	11
图 14：不同类别绿色贷款增速情况（%）.....	11
图 15：LPR 历次下调情况（%）.....	13
图 16：上市银行非利息收入 yoy.....	14
图 17：上市银行营收 yoy.....	14

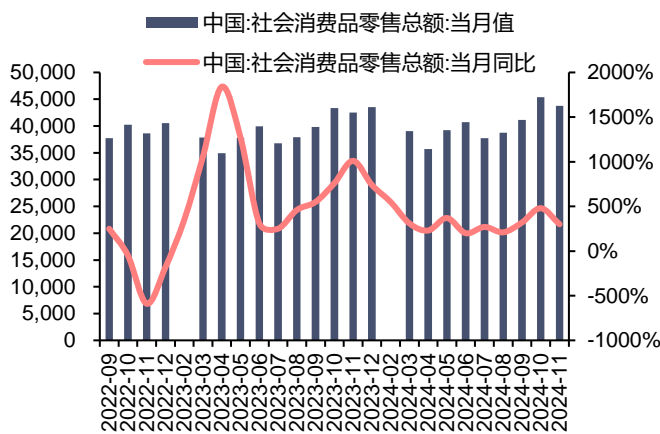
图 18: 上市银行归母净利润 yoy.....	14
图 19: 上市银行营收同比增速 (分个股)	15
图 20: 上市银行归母净利润同比增速 (分个股)	15
图 21: 上市银行归母净利润同比增速变化的归因分析 (整体)	16
图 22: 上市银行归母净利润同比增速变化的归因分析 (分类型)	16
图 23: 上市银行净息差 (分类型)	17
图 24: 上市银行累计年化不良贷款率 (分类型)	18
图 25: 上市银行不良贷款率 (分个股)	18
图 26: 上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度 (分类型)	19
图 27: 上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度 (分个股)	19
图 28: 上市银行关注类贷款占比 (分类型)	20
图 29: 上市银行关注类贷款占比 (分个股)	20
图 30: 上市银行拨备覆盖率 (分类型)	21
图 31: 上市银行拨备覆盖率 (分个股)	21
图 32: 上市银行总资产同比增速 (分类型)	22
图 33: 上市银行总资产同比增速 (分个股)	22
图 34: 上市银行核心一级资本充足率 (分类型)	23
图 35: 上市银行手续费及佣金收入同比	23
图 36: 上市银行投资收益增速变化.....	23
图 37: 银行板块具有顺周期特征	24
图 38: 大盘指数整体呈现上升后波动趋势.....	25
图 39: 10 年期国债收益率指数 12 月 18 日降至 1.76% (%)	25

一、政策有望带动经济数据向好

1.1、经济数据透视：结构性修复

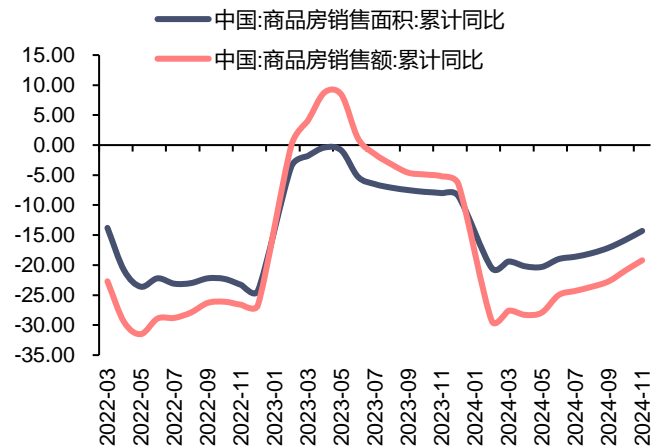
商品房销售逐步回暖，PMI 回升。消费端来看，2024 年以来伴随促消费政策的推进，消费需求有所提振，根据国家统计局数据，2024 年消费支出增长对经济增长贡献率达 82.5%，与去年相比显著上涨。11 月社会消费品零售总额同比增长 3%，增速较 10 月有所下行，我们预计未来消费潜力仍有空间。地产端来看，城投舆情及房地产风险影响延续，11 月商品房销售面积及销售额累计同比降幅较上月收窄，分别为-14.3%和-19.2%。投资端来看，企业近期处于相对稳定状态，2024 年 11 月固定资产投资完成额累计同比增速略降至 3.3%。11 月制造业 PMI 达 50.30%，较上月增加 0.2pct，消费、房地产、制造业持续释放积极信号，经济复苏压力有望缓解。

图 1：2024 年 11 月社会消费品零售总额同比 3% (亿元)



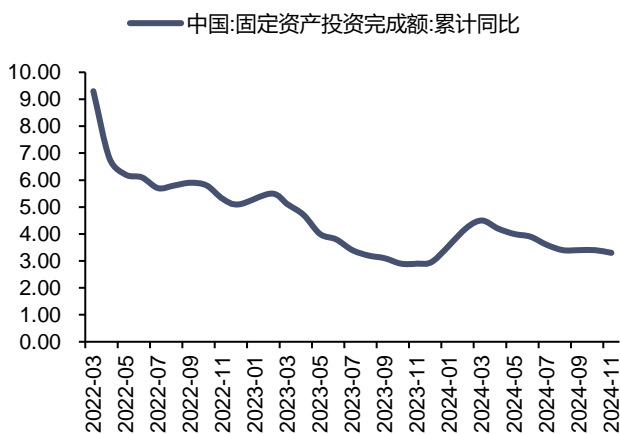
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 2：11 月商品房销售稳步恢复 (%)



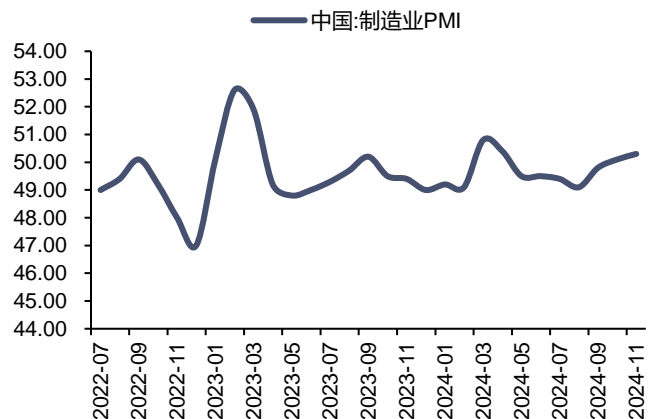
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 3：固定资产投资增速下行 (%)



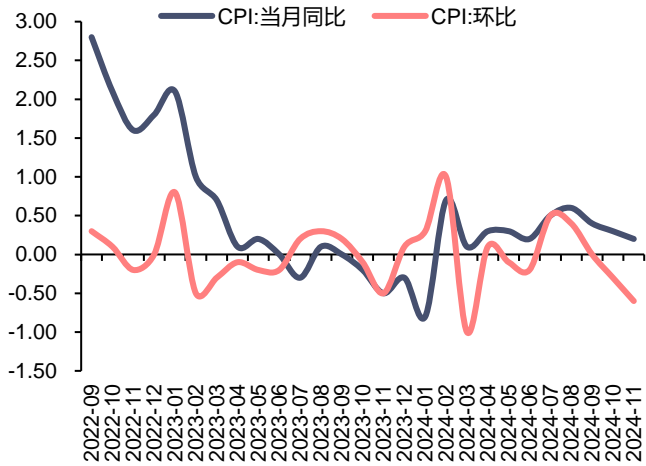
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 4：2024 年 11 月制造业 PMI 回升 (%)

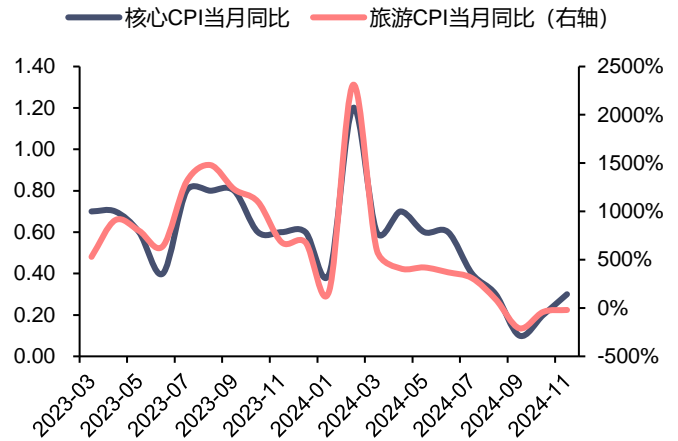


资料来源：WIND，信达证券研发中心

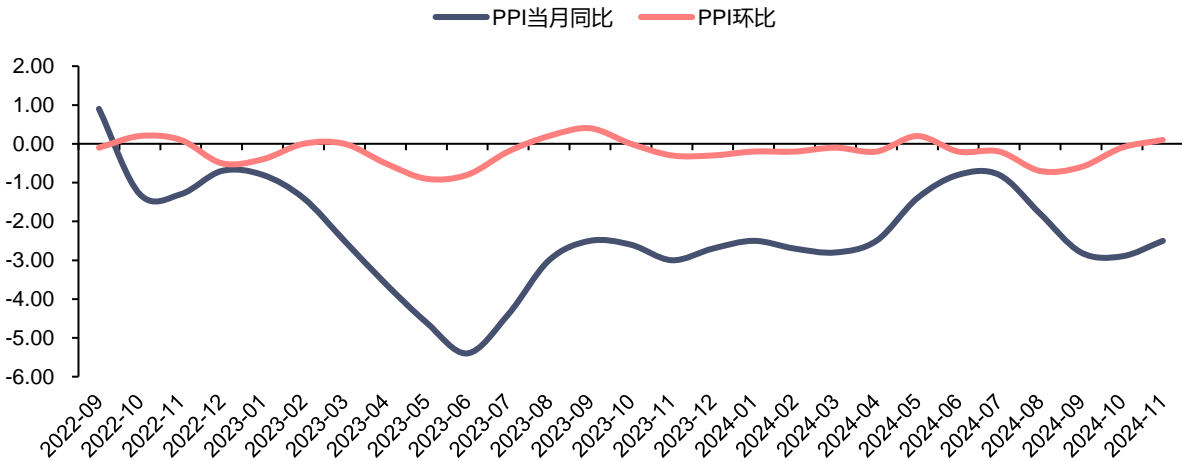
CPI 环比较上月持续下降，同比小幅上涨。11 月 CPI 同比增长 0.2%，较上月降低，11 月 CPI 环比-0.6%，主要受气温偏低、出行需求回落等因素影响。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.3%，继续保持上涨。11 月 PPI 同比降幅收窄，企业主体信心有所下降。11 月 PPI 环比上行 0.1%，同比-2.5%，较上月降幅收窄，主要是一系列存量政策和增量政策发力，国内工业品需求有所恢复。今年以来，我国核心 CPI 波动较大，PPI 总体低位回升，表明市场供求关系正在改善，需求持续恢复，PPI 触底回升预计对企业营收和利润释放积极信号，有助于提振企业预期，投资信心有望回暖，我们预计 PPI 同比后续降幅有望持续收窄。

图 5：2024 年 11 月 CPI 环比下降 (%)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

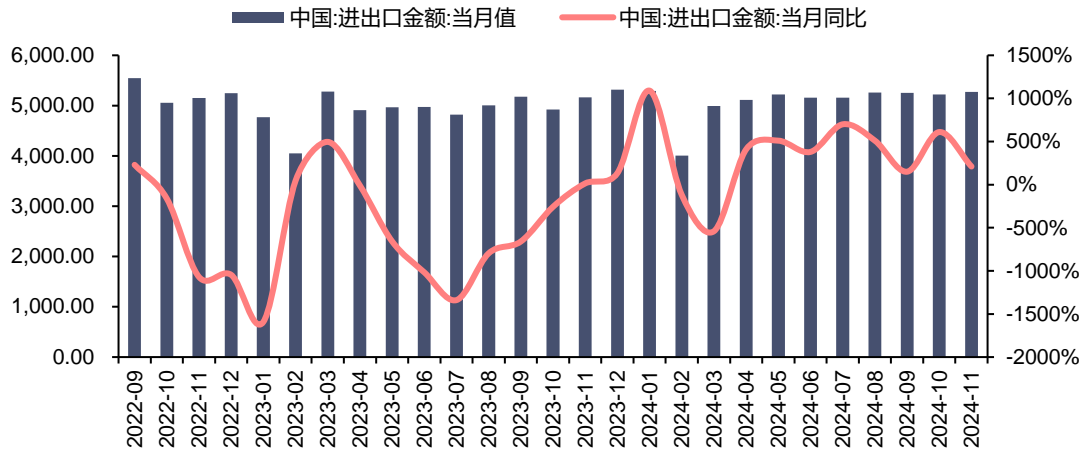
图 6：2024 年 11 月核心 CPI 及旅游 CPI 居于同期低位 (%)


资料来源：IFIND，信达证券研发中心

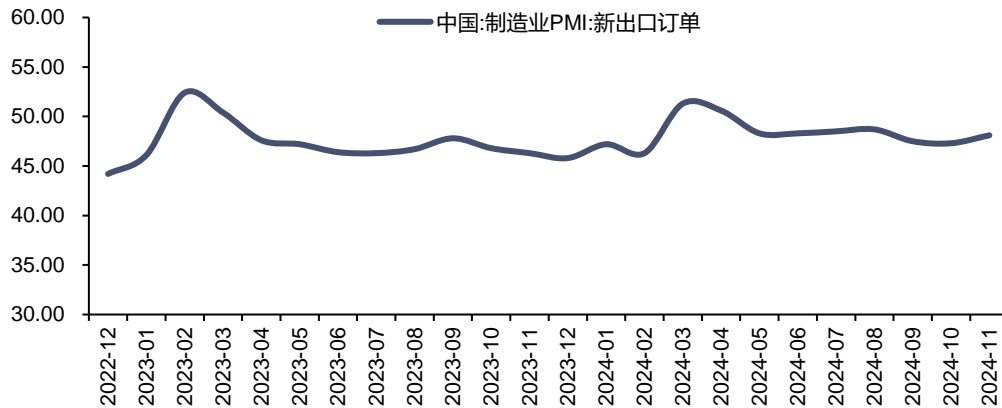
图 7：2024 年 11 月 PPI 同比降幅收窄 (%)


资料来源：WIND，信达证券研发中心

11 月进出口金额增速略降，下半年以来外贸市场边际改善。11 月我国进出口金额同比增长 2.1%，较上月-4pct。1-11 月份，货物进出口总额 39.8 万亿元，同比增长 4.9%。民营企业进出口增长 8.7%，占进出口总额的比重为 55.3%，比上年同期提高 2.0 个百分点。机电产品出口增长 8.4%，占出口总额的比重为 59.5%。11 月制造业新出口订单指数达 48.1%，出口需求数据有望持续向好。

图 8：2024 年 11 月进出口金额增速略降（亿美元，%）


资料来源:WIND、信达证券研发中心

图 9：2024 年 11 月制造业 PMI 新出口订单略增 (%)


资料来源:WIND、信达证券研发中心

1.2、政策引导促进基本面修复，房地产需求有望提振

2024 年以来会议传递积极信号，提振市场信心。2024 年 1 月 24 日和 1 月 25 日召开的国新办发布会在支持实体经济、对外开放、防范风险等方面为下阶段经济工作指明方向，主要体现在：

1) 服务实体经济，加大支持重点与薄弱领域：1 月 24 至 25 日国新办发布会强调“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，我们认为当前金融支持将会重点作用于实体经济以及重点领域以及薄弱环节。将引导金融机构加大对制造业、战略性新兴产业和科创产业的支持力度。同时将健全绿色金融体系，加强工具创新，大力发展普惠金融，提升小微企业等金融服务水平。

2) 金融责无旁贷支持房地产：发布会重点强调“坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题”，**针对房地产风险，金融将责无旁贷支持**。尤其是要支持头部房企的融资渠道稳定，要精准支持、融资协同、尽快形成实物工作量。此前央行、金监局发布了金融支持房地产市场平稳健康发展的“金融 16 条”支持措施，并研究确立首套房贷款利率政策的动态调整机制，下调了二套房利率政策下限、引导银行降低存量首套房贷款利率。我们认为，在金融领域和政策的多重影响下，房地产行业融资需求有望得到有效满足，地产行业有望得到健康发展。

3) 放低金融准入门槛，提高行业对外开放程度：取消银行保险机构的外资股份比例限制，大幅降低外资准入金融行业门槛，给予相同的国民待遇。我们认为，放宽外资限制将便于外资机构进入中国市场，带来差异化的业务

模式与产品配置，拓宽国内居民的投资渠道和满足不同的金融服务需求，同时也利于中方机构开拓海外视野，提升自身竞争力。

9月24日，央行行长潘功胜在国新办新闻发布会上表示，央行加大货币政策调控强度，提高货币政策调控精准性。宣布多项政策措施，包括降低存款准备金率和政策利率，并带动市场基准利率下行；降低存量房贷利率，并统一房贷最低首付比例；创设新的货币政策工具，支持股票市场稳定发展。

1) 将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；今年年内视市场流动性状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25个至0.5个百分点。降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，从目前的1.7%调降至1.5%，同时引导贷款市场报价利率(LPR)和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。

2) 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个百分点左右。统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的25%下调到15%。

3) 创设证券、基金、保险公司互换便利。支持符合条件的证券、基金、保险公司，使用其持有的债券、股票ETF、沪深300成份股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产。此举有望提升机构的资金获取能力和股票增持能力。我们认为，进一步加强保障性住房再贷款的支持力度，利好加快推动存量商品房去库存，稳定房地产市场价格。

10月12日，国新办发布会表示，围绕稳增长、扩内需、化风险，将会陆续推出一揽子有针对性增量政策举措。具体包括：

1) 加力支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生。

2) 发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升这些银行抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。

3) 叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。

4) 加大对重点群体的支持保障力度，国庆节前已向困难群众发放一次性生活补助，下一步还将针对学生群体加大奖优助困力度，提升整体消费能力。

中共中央政治局12月9日召开会议，分析研究2025年经济工作。

实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，打好政策“组合拳”；全方位扩大国内需求，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；依靠改革开放增强发展内生动力等等。

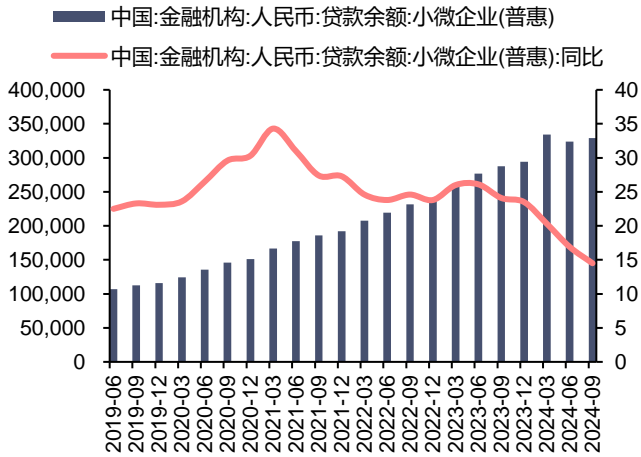
1.3、“五篇大文章”定调金融高质量发展

2023年以来“五篇大文章”在多次会议中被提及。2023年10月，中央金融工作会议提出“坚定不移走中国特色金融发展之路，推动我国金融高质量发展”“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”。2月26日，央行召开做好金融五篇大文章工作座谈会。会议强调切实加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务，并精心谋划、统筹推进、狠抓落实。3月5日，“五篇大文章”被首次写入《政府工作报告》，体现其在我国经济发展大局中的重要性。

(1) **普惠金融实现金融内生价值。**国新办发布会提出，针对普惠小微贷款，将普惠小微贷款的认定标准由现行单户授信不超过1000万元放宽到不超过2000万元。截止到9月末，普惠小微贷款余额为32.9万亿元，同比增加14.5%。2023年，新发放普惠型小微企业贷款平均利率4.78%，同比下降0.47pct，普惠小微企业贷款在量和价上得到持续支持。在普惠相关的涉农领域，涉农贷款余额不断提高，截至9月末，涉农贷款余额超50万亿元，

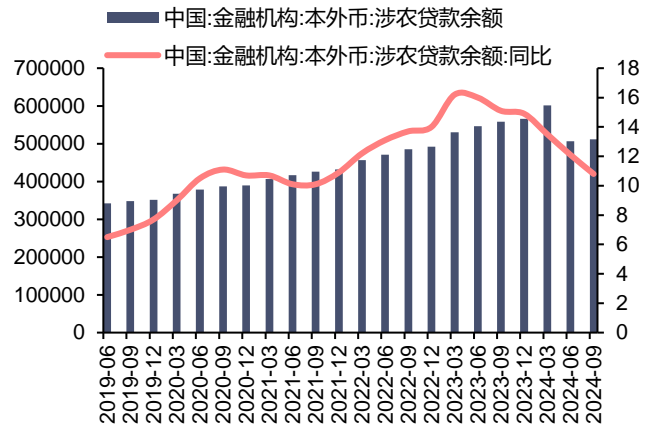
同比增长 10.8%。涉农贷款余额规模不断扩大。我们认为，普惠金融发展已经取得了较为突出的成绩，金融机构持续支持普惠小微贷款有望实现从量到质的转变，提高中小微企业的持续生存与发展能力。在这一进程中，银行或可以将更多的资源和精力倾斜到中小微企业中，加大贷前贷中贷后的识别力度，在控制风险的前提下为企业提供抵押、信用等贷款，更加切实的支持中小企业的融资需求。

图 10：金融机构对普惠小微支持力度逐渐减小（亿元，%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

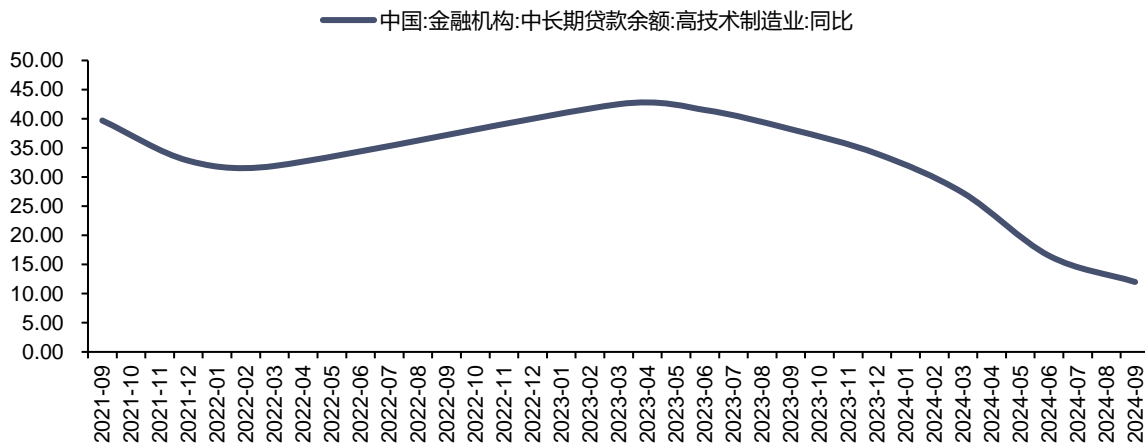
图 11：涉农贷款规模逐渐收缩（亿元，%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

(2) 科技和数字金融提升经济增长动力。科技和数字金融是金融行业的大主题，2022 年 12 月，国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，即“数据二十条”，《意见》中提出建立数据产权制度、数据要素流通交易制度、数据要素收益分配制度和数据要素治理制度，为金融领域在数据产权、流通、交易等方面提供了明确的方向。2023 年末，“专精特新”、科技中小企业贷款增速分别为 18.6%和 21.9%，保持高速增长。我们认为，科技金融、数字金融可与普惠金融、绿色金融实现共生共赢，在中小科创企业、绿色新兴产业等领域进行高效支持，以达到相互赋能的可持续发展。当前银行业针对科技金融也有不同程度的实践。例如，招商银行围绕科技企业“银行融资、财资管理、资本对接、跨境发展、留才用才”五大核心需求形成科技企业综合服务方案，推出专属融资产品“科创贷”，重点拓客科技企业；农业银行建立分层服务模式及多元化产品，针对科技型企业技术含量高、创新能力强、轻资产、高风险的企业建立专属信贷服务，同时推广“火炬创新积分贷”、面向科技型小微企业的“科技 e 贷”，以打造全生命周期产品矩阵。我们认为，做好科技和数字金融大文章，离不开金融机构的支持；此外，结合科技型企业的成长周期特点，或可开创更加适合科技企业的产品和服务，以实现长期的金融匹配。

图 12：高端制造贷款增速呈现下降趋势（%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

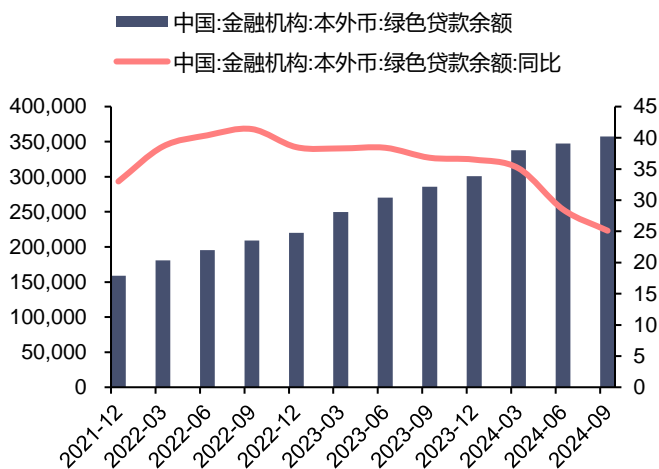
(3) 绿色金融有望成为银行业未来发展的蓝海市场。2016年央行、财政部、发改委、环境保护部、证监会等七部委联合发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》。《意见》首次确立了中国绿色金融体系建设的顶层架构，并确定了绿色金融的定义，即绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。此后“十四五”规划和2035年远景目标纲要也指出，要大力发展绿色金融，加大对绿色信贷、绿色直接融资等绿色金融的业绩评价和考核制度。近年来，金融机构对绿色金融的支持力度不断的加大。截至9月末，绿色贷款同比增长25.1%，2022年3月以来增速均超25%。

银行角度，我们认为：

- a) 加大对绿色信贷的投放力度，具体而言，银行可在基础设施绿色升级、清洁能源、节能环保、生态环境、清洁生产和绿色服务等重点领域加大信贷支持力度；
- b) 积极运用碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款等结构性货币政策工具，同时做好配套贷款；
- c) 政策指引下，丰富绿色产品货架。例如，可以在绿色理财、绿色投资、ESG等方面多做文章。例如，招商银行在2023年境外发行全球首笔蓝色浮息债券，募集资金用于支持可持续水资源管理和海上风力发电项目。2023年末，招银理财累计发行4只规模共计17.3亿元的ESG概念理财产品，同时代销该类型产品共37亿元。此外，招银理财投资绿色债券余额达293亿元。

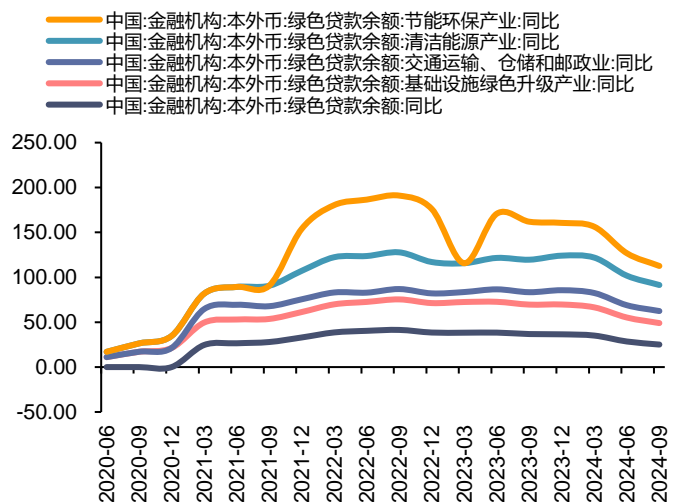
我们认为，金融机构对于绿色金融的支持力度将继续加大，对于绿色金融的参与程度将不断加深。此外，在绿色金融债券、绿色企业债券、绿色债务融资工具和绿色资产支持证券等绿色金融产品上仍有较大发展空间，绿色金融市场有望是更大的蓝海市场。

图 13：金融机构对绿色金融支持力度不断加大（亿元，%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 14：不同类别绿色贷款增速情况 (%)



资料来源：WIND，信达证券研发中心

(4) 加大养老金融，健全金融体系。我国已形成以基本养老保险为基础、以企业/职业年金为补充、个人储蓄性养老保险和商业保险相衔接的体系。前两大支柱已发展完善，但我国养老金业务长期仰赖第一支柱，第二支柱覆盖人群仍有限，第三支柱正处于起步阶段，二、三支柱税收优惠政策不断完善。2018年以来，在监管引导以及养老需求不断扩大的背景之下，银保监会、证监会等部门大力推动各类养老金产品试点工作，产品矩阵不断丰富。

a) 个人税收递延型：个人税收递延型商业养老保险采用EET税收优惠模式，即缴费阶段和累积阶段免税，领取阶段交税，对于达到法定退休年龄后领取的商业养老金收入，25%部分予以免税，75%部分按10%比例缴纳个人所得税，具备“收益稳健、长期锁定、终身领取”的特点。2018年5月，个人税收递延型商业养老保险开始在上海、福建省和苏州工业园区试点。

b) **专属商业养老保险**：专属商业养老保险是以养老保障为目的，领取年龄在 60 周岁以上，针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员的专属商业养老保险产品，产品分为积累期与领取期，积累期收益模式为“保证+浮动”，领取期要求在 10 年以上。

c) **养老理财产品**：2021 年 9 月，银保监会选取工银理财、建信理财、招银理财、光大理财分别在武汉、成都、青岛、深圳开展试点工作，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在 100 亿元人民币以内。首批四只养老理财产品均为 5 年期封闭型产品，采取“固收+”策略以绝对收益为导向，设置收益平滑基金，具备认购起点低、分红稳定、允许提前赎回等特点，养老属性突出，于 2021 年 12 月开始正式募集。2022 年 2 月试点进一步扩围，目前试点机构包括工银理财、建信理财、交银理财、中银理财、农银理财、中邮理财、光大理财、招银理财、兴银理财、信银理财和贝莱德建信理财共计 10 家理财子和 1 家中外合资理财公司。

d) **养老目标基金**：养老目标基金以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险，主要以 FOF 形式运作，分为目标日期与目标风险策略型基金。养老目标基金于 2018 年 2 月起开始规范化运作。

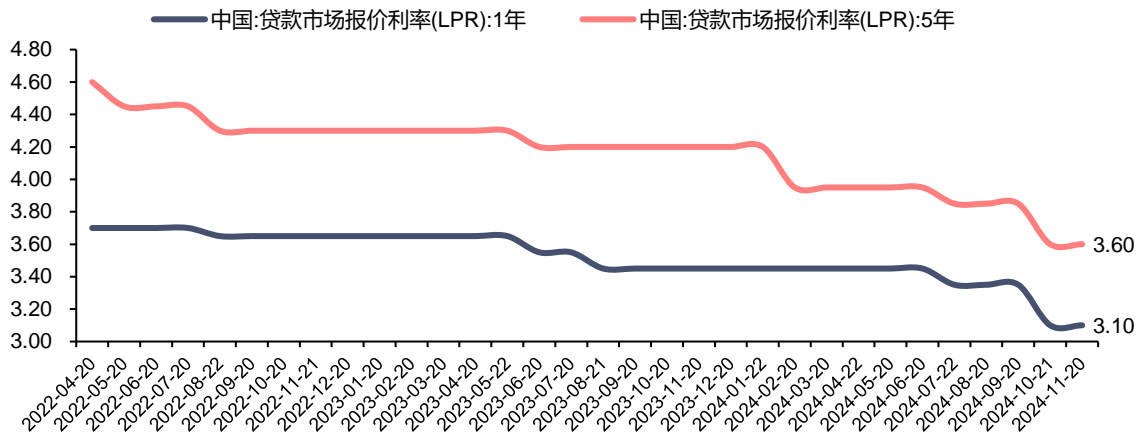
e) **养老储蓄**：2022 年 7 月，银保监会发布《关于开展特定养老储蓄试点工作的通知》，自 2022 年 11 月 20 日起，由工商银行、农业银行、中国银行和建设银行在合肥、广州、成都、西安和青岛市开展特定养老储蓄试点。四大国有行牵头试点，业务设置包括整存整取、整存零取、零存整取 3 类存取方式，储蓄期限分为 4 档，包括 5、10、15、20 年，最低期限 5 年的设置符合养老金融产品长期保障的定位，利率设置略高于大型银行 5 年期定期存款的挂牌利率，进一步满足客群差异化投资偏好。

我们认为，我国养老金业务政策逐渐向第三支柱倾斜，建设战略与路径愈发明晰。此外，配合数字化的养老金融整体体系架构建设，未来有望进一步丰富养老资金的投资及服务，贡献养老金融大文章。

1.4、存贷利率下行趋势仍存，银行息差有望企稳

银行存贷利率多次下调。 贷款利率方面，2023、2024 年 LPR 调整共 6 次。2023 年 6 月，1Y-LPR 和 5Y-LPR 分别下调 10bp 至 3.55%、4.20%。2023 年 8 月，1Y-LPR 下调 10bp 至 3.45%。2024 年 2 月，5Y-LPR 下调 25bp 至 3.95%，此次 5 年期 LPR 调降为 2019 年以来单次调降最大幅度。2024 年 10 月，1Y-LPR 下调 25bp 至 3.1%，5Y-LPR 下调 25bp 至 3.6%。存款利率方面，2023 年银行存款挂牌利率共下调 3 次。2024 年 11 月，《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》、《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》，要求非银同业活期存款应参考公开市场 7 天期逆回购操作利率合理确定利率水平，银行应在同客户签署的存款服务协议中加入“利率调整兜底条款”。2024 年 9 月末银行净息差为 1.53%，较 2024Q2 末下行 1bp，延续下行趋势，银行息差依旧承压。我们认为，随着近年来银行加快风险处置叠加存款利率下行的预期，银行息差降幅有望收窄。

当前新发放贷款利率当前处于低位。从银行实际投放贷款来分析，贷款大多集中在年初重定价，在信贷需求偏弱和票据冲量情况下，贷款利率处于历史低位。结构上，收益率相对较高的贷款占比下降、贷款投放向对公业务倾斜等因素共同导致贷款利率下行，进而带动收益率整体走低，此外市场资金利率下行也带来一定的负面影响。

图 15: LPR 历次下调情况 (%)


资料来源:WIND、信达证券研发中心

表 1: 2022 年 4 月以来存款利率调整历程

时间	部门	相关文件	事件
2022.04	市场利率定价自律机制	-	建立存款利率市场化调整机制,自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率,合理调整存款利率水平。 对于存款利率市场化调整及时高效的金融机构,人民银行给予适当激励。
2022.04	市场利率定价自律机制	-	鼓励中小银行存款利率浮动上下调 10 个基点 (BP) 左右,这一要求应并非强制, 但做出调整的银行或将其宏观审慎评估 (MPA) 考核有利。
2023.04	市场利率自律机制	《合格审慎评估实施办法 (2023 年修订版)》	“定价行为”项中新增“存款利率市场化定价情况 (扣分项)”,具体规定为:若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的,在“定价行为”得分 (总分 100 分) 基础上扣分。评分标准为: 1 年、2 年、3 年、5 年期定期存款和大额存单加权平均利率降幅低于合意调整幅度的,每个期限扣 5 分。 各期限加分累加计算,最多扣 20 分。
2023.05	-	-	调整协定存款及通知存款自律上限:国有大行执行基准利率加 10BP,其他金融机构执行基准利率加 20BP,调整将自 5 月 15 日起执行,同时,停办不需要客户操作、智能自动滚存的通知存款。
2023.06	-	-	工商、农业、建设、中国、交通、邮储六大国有银行共同下调存款挂牌利率,活期存款利率从此前的 0.25% 下调至 0.2%, 2 年期定期存款利率下调 10 个基点至 2.05%, 3 年期定期存款利率下调 15 个基点至 2.45%, 5 年期定期存款利率下调 15 个基点至 2.5%。
2023.09	-	-	工商、农业、建设、中国、交通、邮储六大国有银行共同下调存款挂牌利率,其中,工、农、中、建、交五家大行一年期整存整取利率下调 10 个基点至 1.55%, 二年期下调 20 个基点至 1.85%, 三年期和五年期利率均下调 25 个基点,分别至 2.2% 和 2.5%。邮储银行一年期定期存款利率调降至 1.58%, 二年期、三年期、五年期定期存款挂牌利率与五大行保持一致。
2023.12	-	-	以国有大行为首的多家银行下调了人民币存款挂牌利率,不同类型及期限的存款品种调降幅度不等。其中 1 年及以下、2 年、3 年、5 年期的定期存款挂牌利率分别下调 10bp、20bp、25bp、25bp; 此外,工行、农行等还同步下调了大额存单、特色存款等品类的存款利率,最高降幅达到 30bp。
2024.07	-	-	六大国有行下调人民币存款挂牌利率,活期存款年利率均下调 5 个基点,由 0.20% 调整为 0.15%。其中,工、农、中、建、交五家大行整存整取定期存款三个月、六个月、一年期均下调 10 个基点,由 1.15%、1.35%、1.45% 调整为 1.05%、1.25%、1.35%; 二年、三年、五年期均下调 20 个基点,由 1.65%、1.95%、2.00% 调整为 1.45%、1.75%、1.80%
2024.10	-	-	工商银行、建设银行、交通银行等多家银行下调三个月期、半年、一年期、二年期、三年期、五年期定期存款挂牌利率 25BP (基点) 至 0.80%、1.00%、1.10%、1.20%、1.50%、1.55%; 7 天期通知存款利率下降 25BP 至 0.45%, 1 天期通知存款利率下降 5BP 至 0.10%。
2024.11	市场利率定价自律机制	《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》、《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》	除金融基础设施机构外的其他非银同业活期存款应参考公开市场 7 天期逆回购操作利率合理确定利率水平,充分体现政策利率传导,银行应在同客户签署的存款服务协议中加入“利率调整兜底条款”,并于 2024 年 12 月 1 日起生效。

资料来源:各银行官网,央行,新华日报,上海证券报,每日经济新闻,中国政府网,中国新闻网,央视网,央广网,经济日报,央视新闻,澎湃

二、业绩同比提升, 资产质量稳健

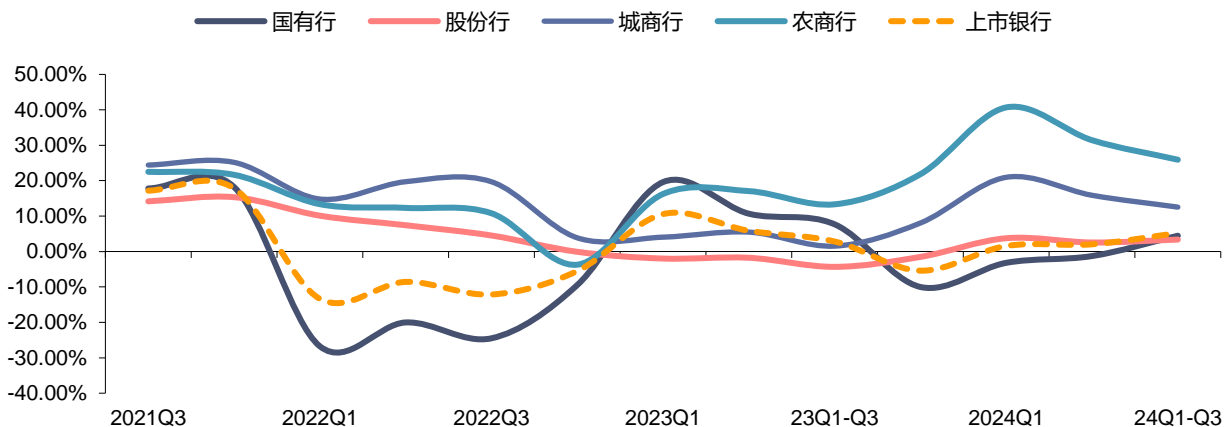
2.1、营收同比小幅提升, 归母净利润同比向好

营收同比小幅上行, 净利息收入为拖累而非息收入为支撑。整体来看, 2024Q1-Q3 上市银行营业收入同比-1.05%, 增速较 2024H 收窄 90bp。其中, 净利息收入同比-3.19%, 降幅较 2024H 收窄 24bp。非息收入中, 手续费及佣金净收入同比-10.8%, 降幅较 2024H 收窄 1.28pct, 利息收入及中收增速降幅收窄, 贡献营收。

营收增速继续分化, 全国性银行改善明显。分类型来看, 2024Q1-Q3 上市银行中国有行、股份行、城商行、农商行的累计营业收入分别同比-1.19%、-2.49%、+3.93%、+2.15%, 增速分别较 2024H 变化+1.4pct、+0.4pct、-0.7pct、-1.3pct。综合来看, 2024Q1-Q3 上市城农商行表现相对较好, 国有行、股份行营收增速有所改善。

归母净利润增速持续改善, 国有行、股份行利润向好。整体来看, 2024Q1-Q3 上市银行归母净利润同比 1.43%, 增速较 2024H 提升 1.06pct。分类型来看, 上市国有行、股份行、城商行、农商行的累计归母净利润分别同比 0.79%、0.85%、6.67%、4.88%, 增速分别较 2023 年变化+1.7pct、-0.2pct、+0.5pct、-1.3pct。上市银行整体利润增速持续改善, 其中城商行继续表现亮眼, 农商行增速有所下滑。

图 16: 上市银行非利息收入 yoy



资料来源: WIND、信达证券研发中心

图 17: 上市银行营收 yoy

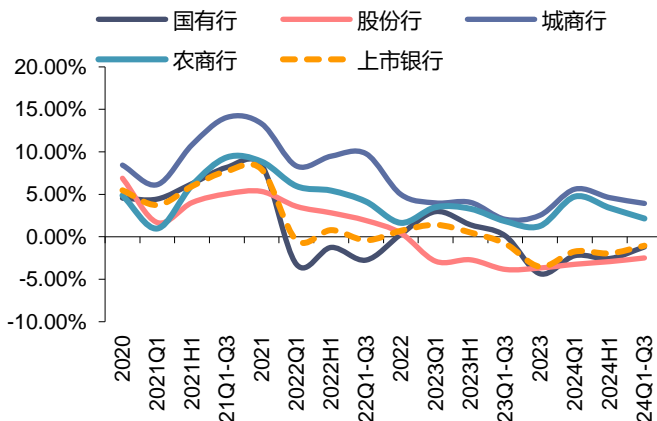
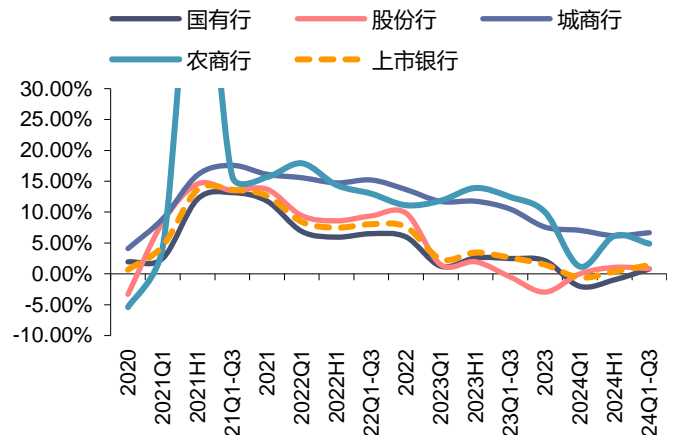


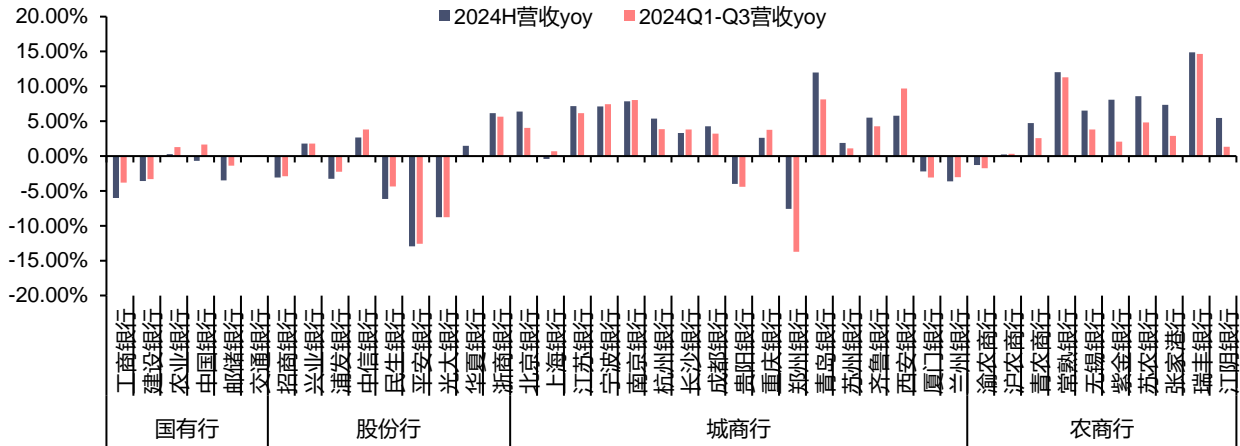
图 18: 上市银行归母净利润 yoy



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

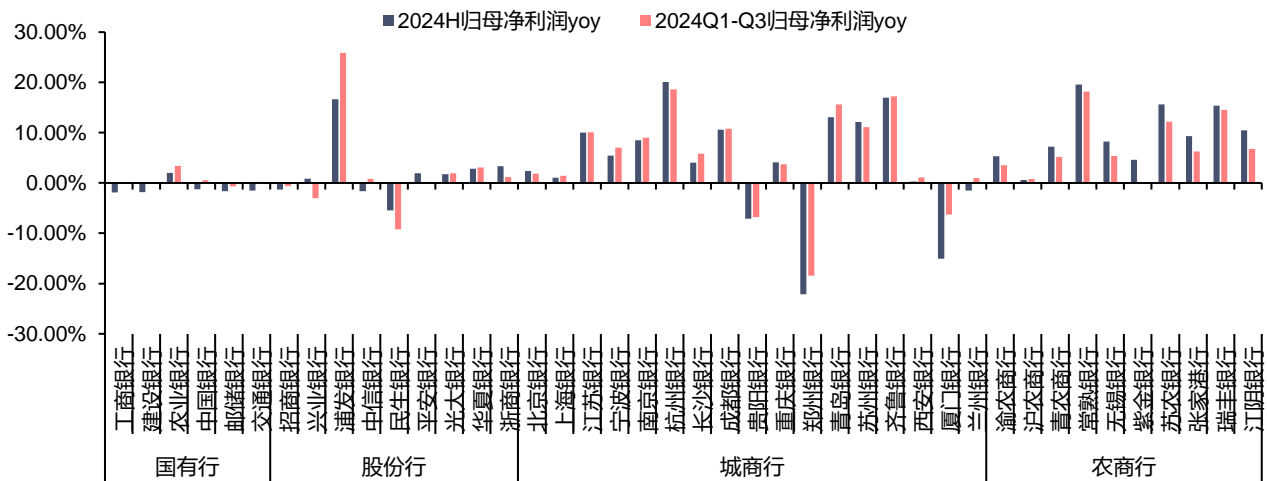
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

从个股层面来看, 优质区域性银行的营收表现更加亮眼。2024Q1-Q3 营收同比增速位居前三的上市银行分别为瑞丰银行 (+14.7%)、常熟银行 (+11.3%)、西安银行 (9.7%); 增速较 2024H 涨幅居前的上市银行分别是西安银行 (+3.9pct)、中国银行 (+2.3pct)、工商银行 (+2.2pct)。

图 19: 上市银行营收同比增速 (分个股)


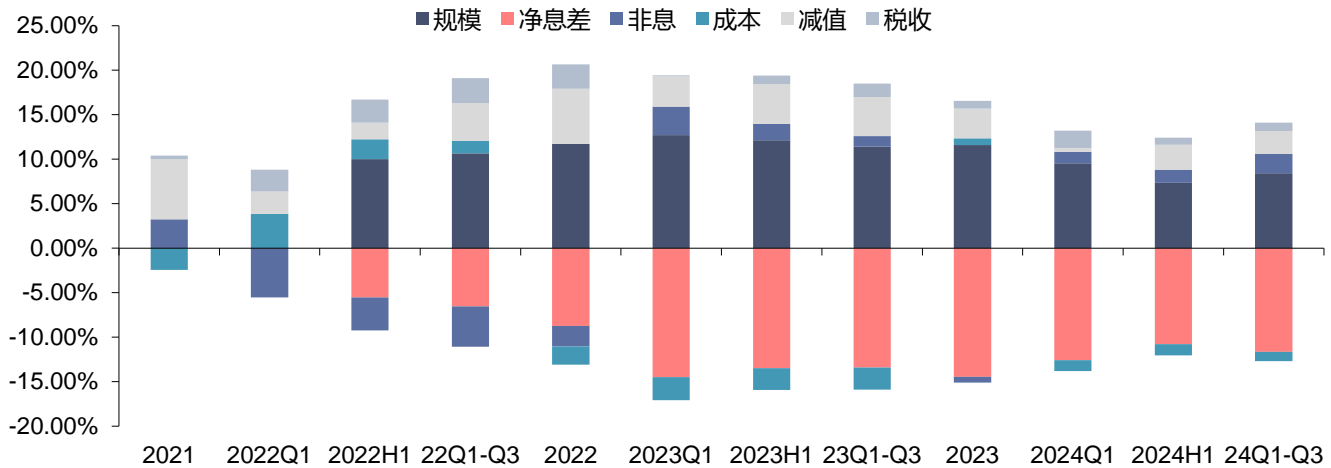
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

优质区域性银行的业绩增速更为突出。2024Q1-Q3 上市银行中归母净利润同比增速位居前三的银行分别为浦发银行 (+25.9%)、杭州银行 (+18.6%)、常熟银行 (+18.2%)。42 家上市银行中有 10 家的归母净利润同比增速超过 10%; 增速较 2024H 涨幅居前的银行分别为浦发银行 (+9.2pct)、厦门银行 (+8.8pct)、郑州银行 (+3.7pct)。

图 20: 上市银行归母净利润同比增速 (分个股)


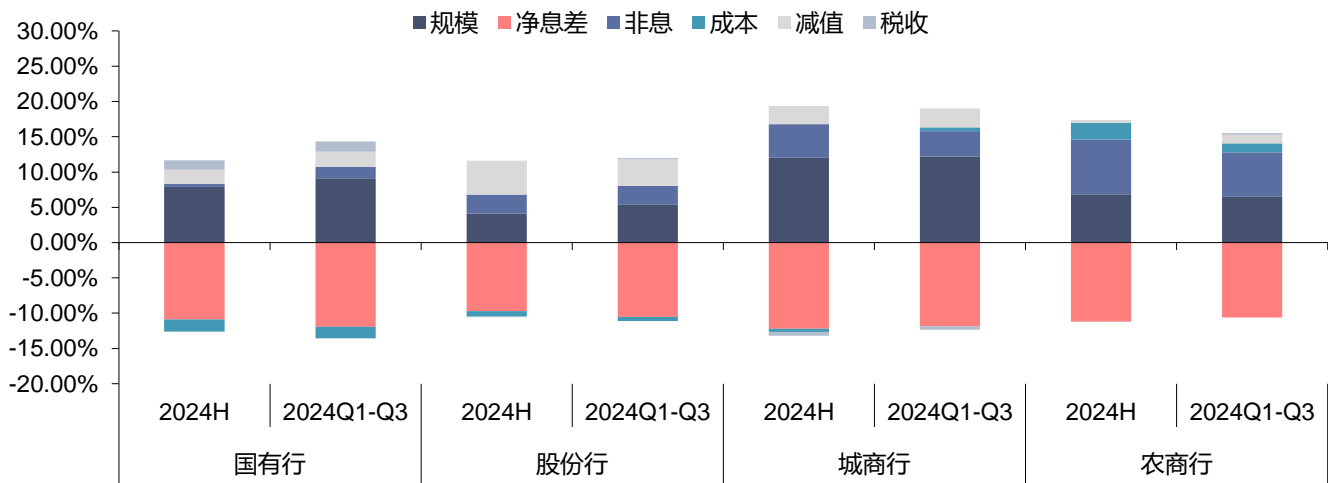
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

整体上“以量补价”为主因, 拨备贡献边际减弱。2024Q1-Q3 上市银行归母净利润同比 1.43%, 主要正面贡献仍源自规模较快扩张, 其次非息、减值计提、所得税节约等也具有一定正面贡献, 而主要的负面拖累仍然源自净息差下行。2024Q1-Q3 归母净利润同比增速较 2024H 有所改善, 主要源于非息业务表现较好以及成本、所得税的节约。

图 21：上市银行归母净利润同比增速变化的归因分析（整体）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

分类型来看：2024Q1-Q3 上市银行归母净利润的同比贡献均主要源自规模扩张，而负面拖累均主要源自净息差下行。区别在于，城农商行的非息收入均呈现明显的正面拉动效果，国有行非息收入的正面贡献相对较小；其次，各类上市银行的拨备贡献均保持为正；此外，农商行的成本正面贡献相对较大，城商行小幅贡献，而全国性银行的成本呈现小幅拖累。

图 22：上市银行归母净利润同比增速变化的归因分析（分类型）


资料来源：WIND、信达证券研发中心

2.2、净息差继续收窄，短期或仍将承压

净息差继续收窄，资产定价下行为主因。根据我们测算，2024Q3 上市银行单季年化净息差 1.45%，较 2024Q2 下降 1bp、较 2023Q1-Q3 同比-16bp，利率处于下行通道是净息差下行的主要原因。从资产端来看，生息资产收益率下行或主要源自贷款利率走低。2024Q1-Q3 上市银行贷款收益率等细分数据披露较少，考虑到市场环境并未发生显著变化，我们认为 2023 年以来的规律仍然适用。

1) LPR 多次降息的效果逐步显现，尤其是存量按揭贷款重定价对贷款利率形成了较大冲击。2021 年底至 2022 年底 1 年期和 5 年期 LPR 各下调 3 次，分别调降 20bp 和 35bp。2023、2024 两年间，LPR 共下调 6 次，降息的影响仍在逐步显现。

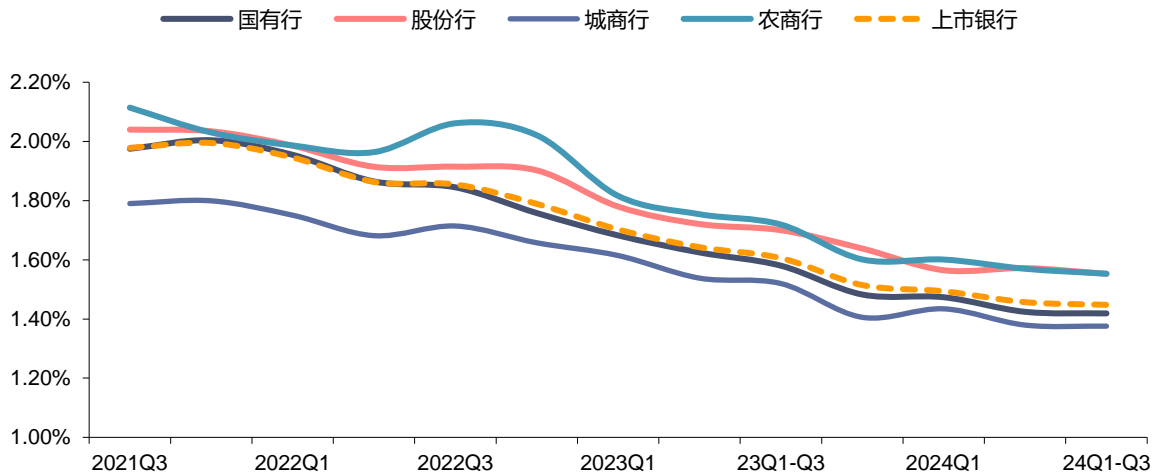
2) 信贷需求不足的情况下新发放贷款利率下行。货币政策执行报告显示，2024 年 9 月新发放企业贷款加权平均

利率为 3.51%，较上年同期低 0.31 个百分点。根据央行，11 月份新发放企业贷款（本外币）加权平均利率为 3.45%，新发放个人住房贷款（本外币）利率为 3.08%，均较上月下降，并处于历史低位。

3) 高息资产占比下降。近年来，贷款投放向对公业务倾斜，个人经营贷、个人按揭贷款规模呈现收缩趋势。化债背景之下，银行涉城投类资产或会降低利率，隐债等资产将会被其他银行承接，从而损失这部分高收益资产。

4) 市场资金利率整体下行。2024 年 12 月中旬，十年期国债收益率较 10 月初-43bp；2024 年以来保持下行趋势，截至 12 月 18 日十年期国债收益率为 1.76%，市场利率环境给银行的资产端定价带来了一些压力。

图 23：上市银行净息差（分类型）

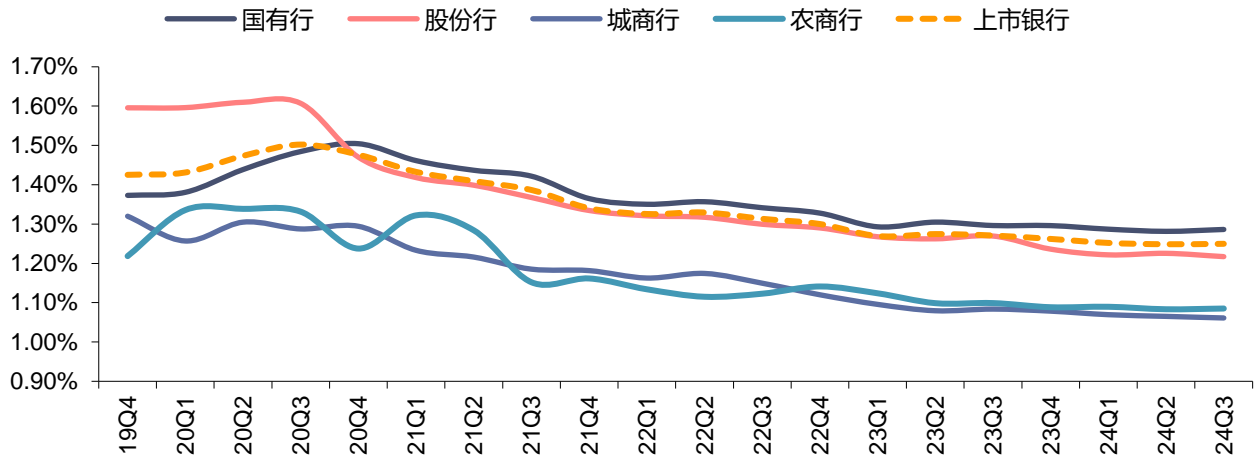


资料来源：IFIND、信达证券研发中心

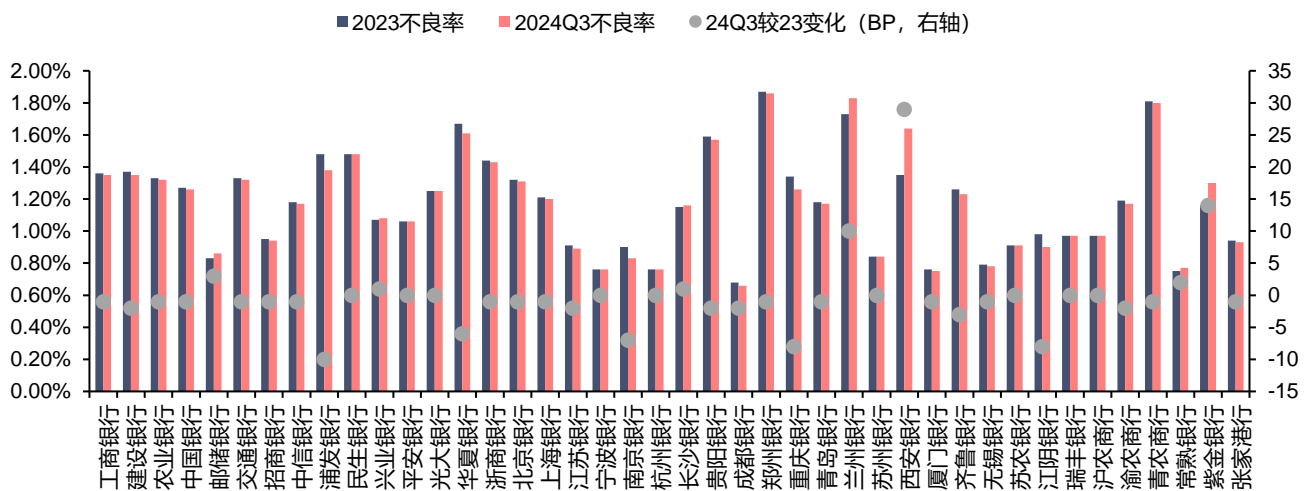
展望未来，银行净息差或仍将面临一定压力，但降幅有望逐步收窄。我们认为，从资产端来看，2023 年两次 LPR 下调和存量房贷利率下调的压力在 2024 年集中释放，而 2024 年 2 月降息影响也可能在未来逐步体现，当前信贷需求尚未明显改善，在推动企业融资和居民信贷成本稳中有降的背景下，新发放贷款利率可能会继续承压，此外，银行助力地方政府化债过程中可能会对收益率形成一定损耗；**从负债端来看**，存款定期化趋势仍在持续，成本相对刚性，但叫停存款手工补息、引导存款利率下调是大方向，有望改善成本。整体上，银行净息差预计仍将面临一定压力，但考虑到当前商业银行净息差处于历史低位，从保持风险抵御能力和内源性资本补充能力、长期可持续发展等角度出发，净息差继续压降的空间有限，央行在 2023Q2 货币政策执行报告专栏中明确指出商业银行需保持合理利润和净息差水平，未来在存款利率下调等政策呵护下，银行净息差压力预计可控，而且随着贷款重定价集中释放压力、银行积极优化资产负债结构、政策发力生效、经济逐步好转，息差降幅有望逐步收窄。

2.3、资产质量保持稳健，抵御风险能力较强

不良贷款率维持稳定。根据我们测算，2024Q3 末上市银行不良率 2024H 维持稳定，略增 0.11pct，较 2023Q3 末同比-2bp。**分类型看**，上市国有行、股份行、城商行、农商行不良贷款率分别较 2024Q2 末变化+0.5bp、-0.9bp、-0.4bp、+0.2bp。**个股中**，2024Q3 末不良率较低的三家银行分别是成都银行（0.66%）、杭州银行（0.76%）、宁波银行（0.76%）；2024Q3 末不良率较 2023 年末降幅位居前三的银行分别是浦发银行（-10pct）、重庆银行（-8bp）、江阴银行（-8bp）。

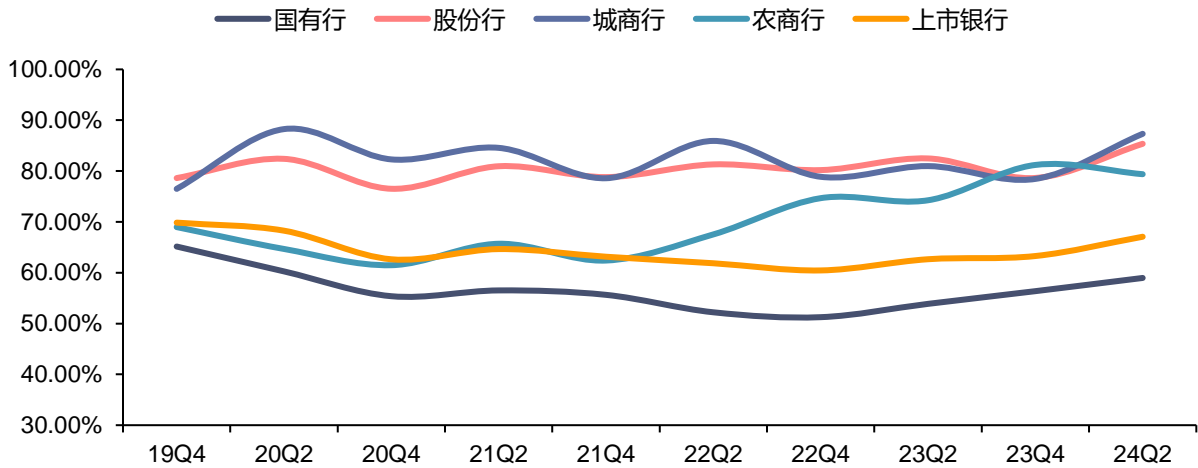
图 24：上市银行累计年化不良贷款率（分类型）


资料来源: IFIND、信达证券研发中心

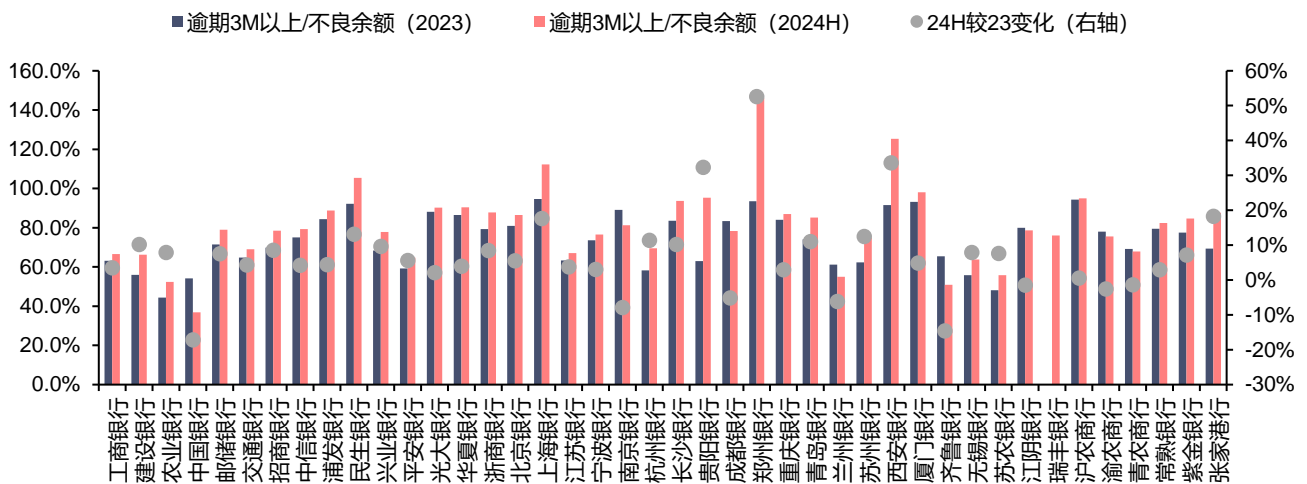
图 25：上市银行不良贷款率（分个股）


资料来源: IFIND、信达证券研发中心

逾期 90 天以上贷款偏离度小幅上升，贷款分类标准边际放松但仍然较为严格可靠。截至 2024H 末，上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度（占不良贷款的比例）平均较 2023Q4 末+3.8pct。分类型来看，上市国有行、股份行、城商行、农商行的逾期 90 天以上贷款偏离度分别为 59.0%、85.4%、87.3%、79.4%，分别较 2023Q4 末+2.6pct、+6.7pct、+8.9pct、-1.8pct。个股层面，上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度有升有降，但大多数变化并不明显，且该项指标均不超过 100%，贷款分类标准较为严格，准确性仍保持较高水平。

图 26: 上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度 (分类型)


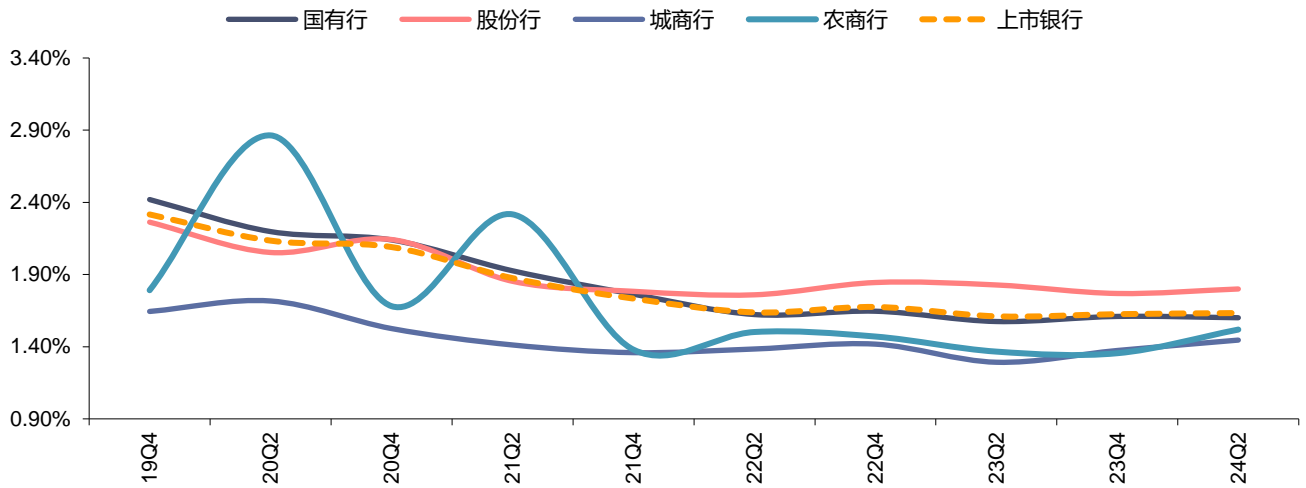
资料来源: IFIND、信达证券研发中心

图 27: 上市银行逾期 90 天以上贷款偏离度 (分个股)


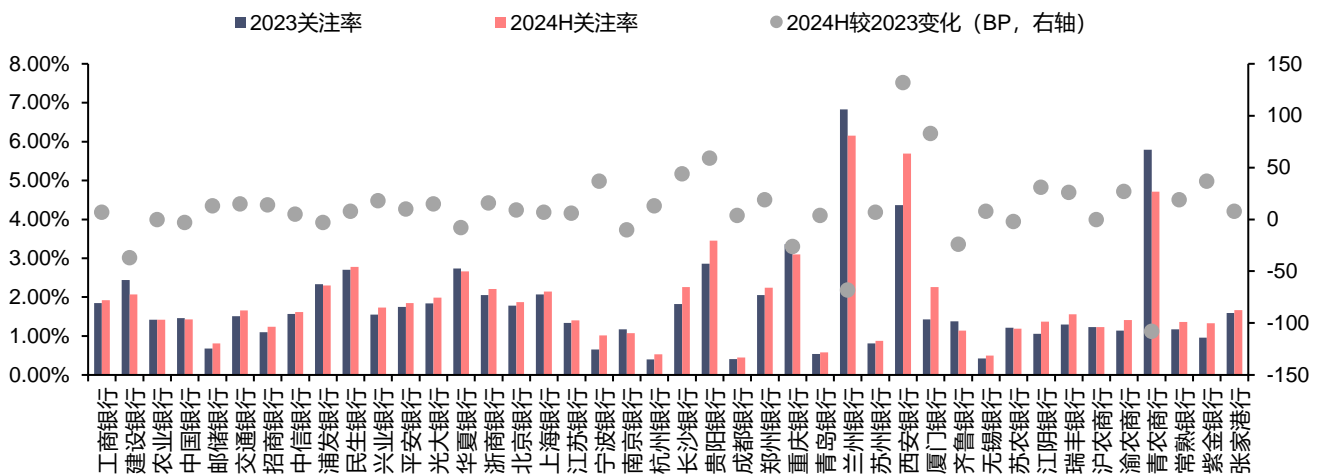
资料来源: IFIND、信达证券研发中心

关注类贷款占比边际上行, 但隐性不良贷款生成压力可控。在银行贷款五级分类中, 关注类贷款是正常贷款下迁至不良贷款的中间环节。由于不良率作为银行资产质量显性指标一定程度上会受到银行主动管理能力的影响, 我们通常以关注类贷款占比来衡量不良贷款生成的隐性压力。截至 2024Q2 末, 上市银行关注类贷款占比平均为 1.6%, 整体隐性不良贷款生成压力可控。

分类型来看, 2024H 末上市国有行、股份行、城商行、农商行的关注类贷款占比分别为 1.6%、1.8%、1.5%、1.5%, 分别较 2023 末-1bp、+3bp、+7bp、+16bp, 城农商行变化相对更大。

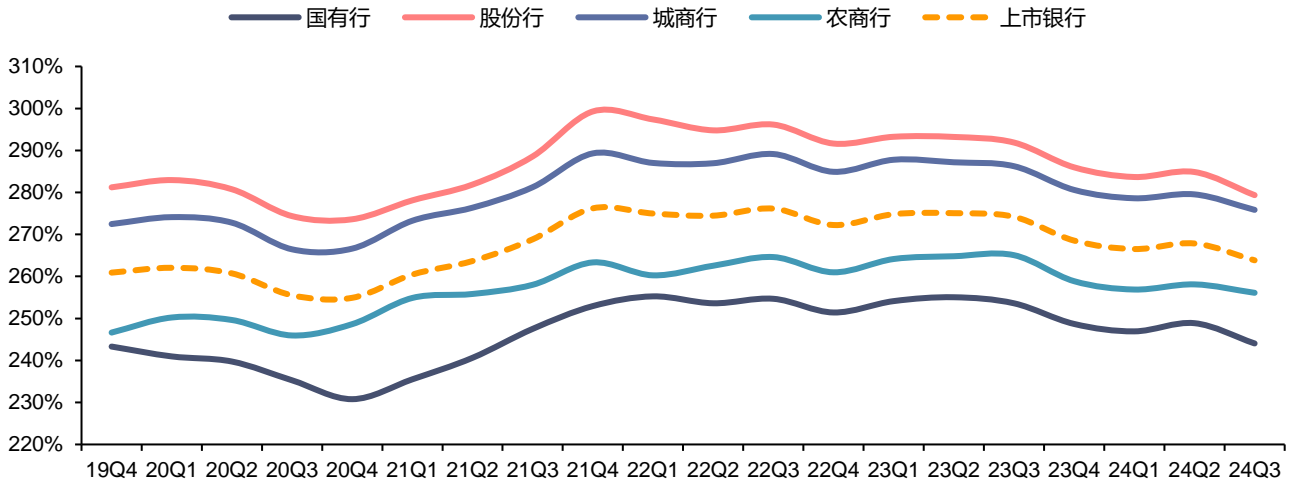
图 28：上市银行关注类贷款占比（分类型）


资料来源：IFIND、信达证券研发中心

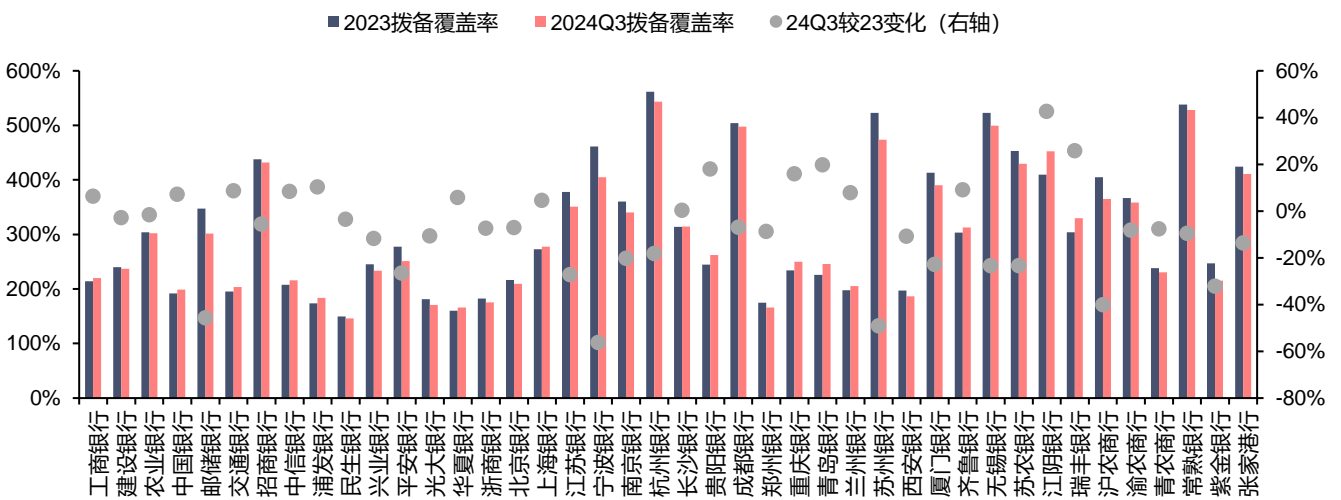
图 29：上市银行关注类贷款占比（分个股）


资料来源：IFIND、信达证券研发中心

拨备覆盖率微降，抵御风险和反哺利润能力仍然较强。截至 2024Q1-Q3 末，上市银行拨备覆盖率平均为 291.2%，较 2023 年末-6.7pct。**分类型来看**，上市国有行、股份行、城商行、农商行的拨备覆盖率分别为 244%、219%、320%、382%，分别环比-4.6pct、-4.5pct、-8.9pct、-8.9pct，但整体仍处于较为充裕的水平。**从个股层面上来看**，拨备覆盖率排名居前的三家上市银行分别是杭州银行（543%）、常熟银行（528%）、无锡银行（499%）；拨备覆盖率较 2023 年末涨幅居前的三家银行分别是江阴银行（+43pct 至 452%）、瑞丰银行（+26pct 至 330%）、青岛银行（+20pct 至 246%）。

图 30：上市银行拨备覆盖率（分类型）


资料来源:IFIND、信达证券研发中心

图 31：上市银行拨备覆盖率（分个股）


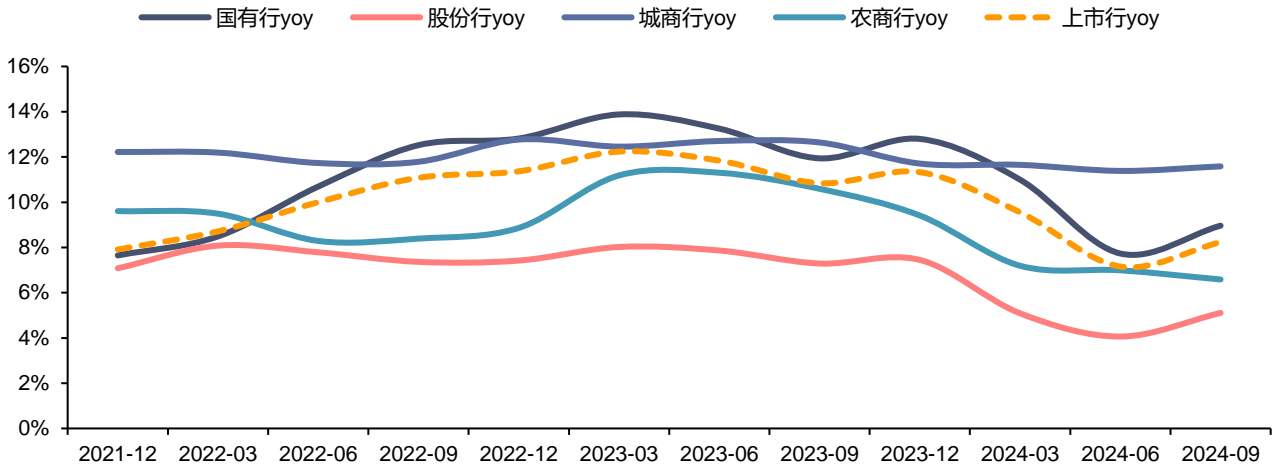
资料来源:IFIND、信达证券研发中心

2.4、规模增速放缓，资本补充持续推进

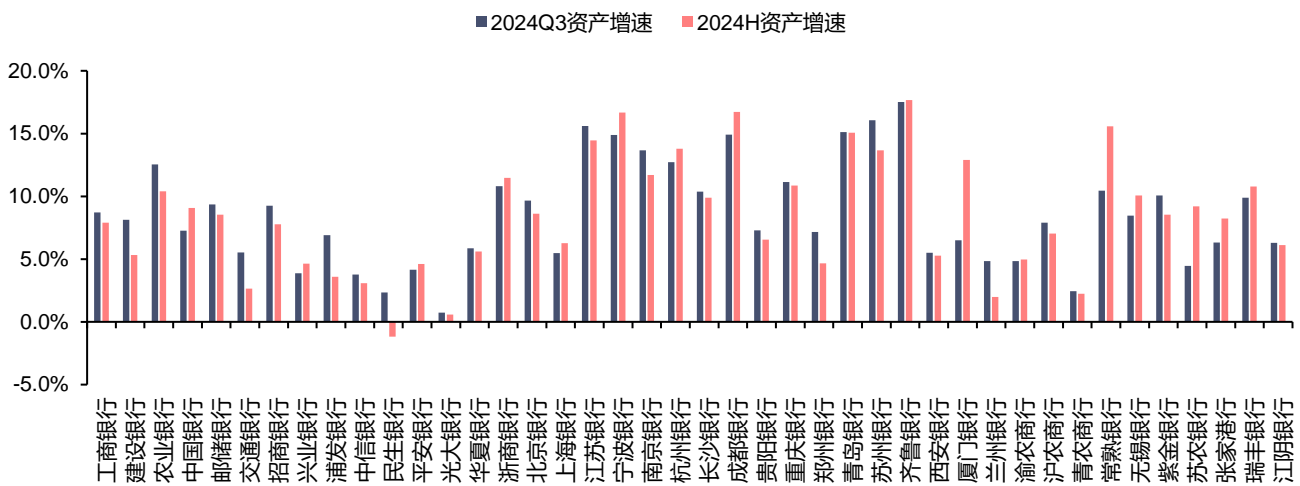
规模增速放缓，城商行保持双位数水平。截至 2024Q1-Q3 末，上市银行总资产同比+8.2%，增速较 2023 年末-3.8pct，较 2023Q1-Q3 末同比-3.0pct。

分类型来看，2024Q1-Q3 末上市国有行、股份行、城商行、农商行的总资产同比增速分别为 9.0%、5.1%、11.6%、6.6%，其中城商行拔得头筹，国有行紧随其后，股份行扩张速度保持低位。

从个股层面上来看，2024Q1-Q3 末总资产同比增速排名前三的上市银行分别为齐鲁银行（17.5%）、苏州银行（16.1%）、江苏银行（15.6%），增速较 2024H 提升幅度居前的三家上市银行分别为民生银行（+3.5pct）、浦发银行（+3.3pct）、交通银行（+2.9pct）。

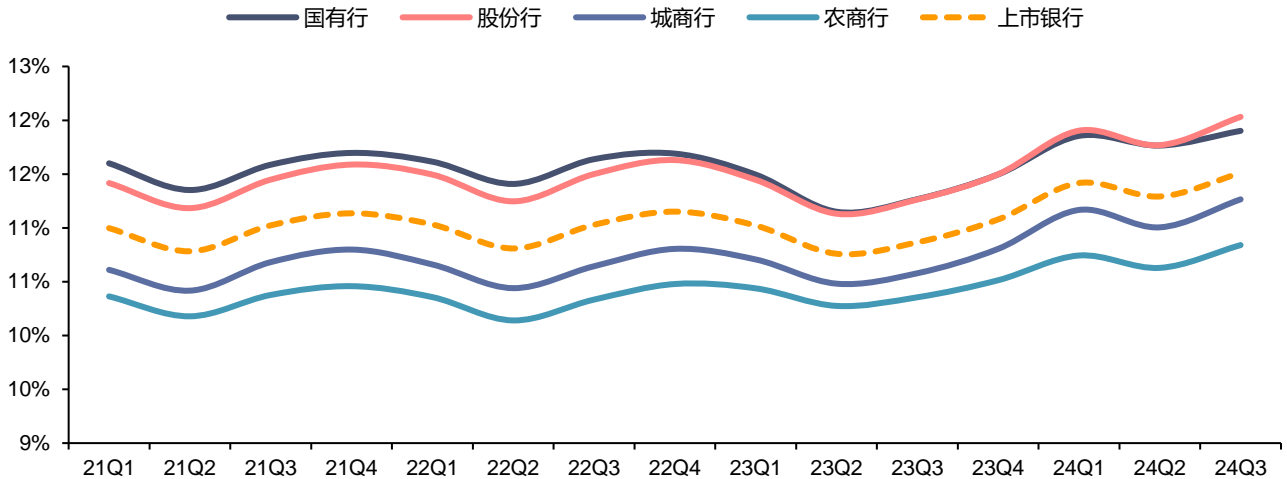
图 32：上市银行总资产同比增速（分类型）


资料来源:IFIND、信达证券研发中心

图 33：上市银行总资产同比增速（分个股）


资料来源:IFIND、信达证券研发中心

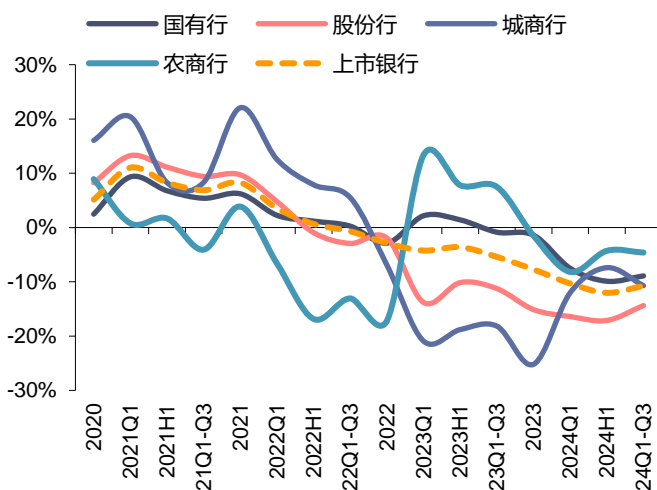
资本合理充裕，内外源补充持续推进。截至 2024Q1-Q3 末，上市银行核心一级资本充足率平均为 10.8%，较 2023Q4 末环比+32bp，整体距离监管底线仍有较为充足的空间。**分类型来看**，2024Q1-Q3 末上市国有行、股份行、城商行、农商行的核心一级资本充足率分别为 11.9%、9.9%、9.6%、12.0%，分别较 2023Q4 末+40bp、+28bp、+9bp、+50bp，资本安全垫整体均得到增厚。一方面，上市银行可尽力维持归母净利润正增长，维持内源性资本补充能力，另一方面也在积极通过可转债、永续债、配股、定增等方式同步推进外源性资本补充，以内源与外源双管齐下，增强公司资本实力，为后续规模扩张和战略推进奠定基础。

图 34：上市银行核心一级资本充足率（分类型）


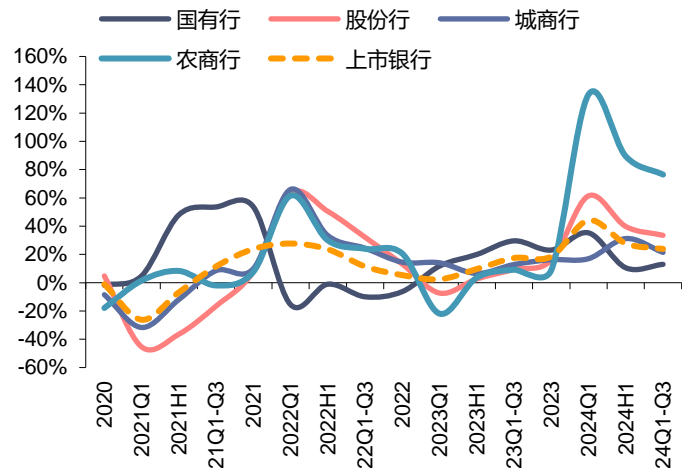
资料来源：IFIND、信达证券研发中心

2.5、中收继续承压，债市行情支撑其他非息收入高增

中收仍然承压，债市行情支撑其他非息收入高增。2024Q1-Q3 上市银行手续费及佣金净收入同比-10.8%，增速较 2024H+1.3pct，我们认为这或与经济预期偏弱及资本市场波动下基金和理财等财富管理相关产品代销收入减少、信用卡和交易结算需求下降、银保渠道降费落地对保险代销收入造成负面影响等因素有关；除手续费及佣金净收入以外的其他非息收入中，投资收益同比+23.9%，仍然继续保持较高水平，成为非息收入增长的主要支撑力量，我们认为这主要得益于债券市场行情增厚投资收益。展望未来，如果各项呵护性政策落地生效，实体经济有望回暖、交易结算需求有望改善、资本市场活跃度有望提升，中收表现或将有所改善。

图 35：上市银行手续费及佣金收入同比


资料来源：IFIND、信达证券研发中心

图 36：上市银行投资收益增速变化


资料来源：WIND、信达证券研发中心

三、关注银行高分红属性，估值修复持续进行

3.1、宽信用政策助推银行β行情

银行β行情通常位于经济周期后半程。银行板块估值普遍较低，高股息特征带来收益，具备较强防御属性，通常四季度资金进入以防御季节扰动。作为实体经济的“蓄水池”，银行板块具有明显的顺周期特征，在政策宽松释放积极信号、企业投资需求回暖后往往伴随银行股修复行情。

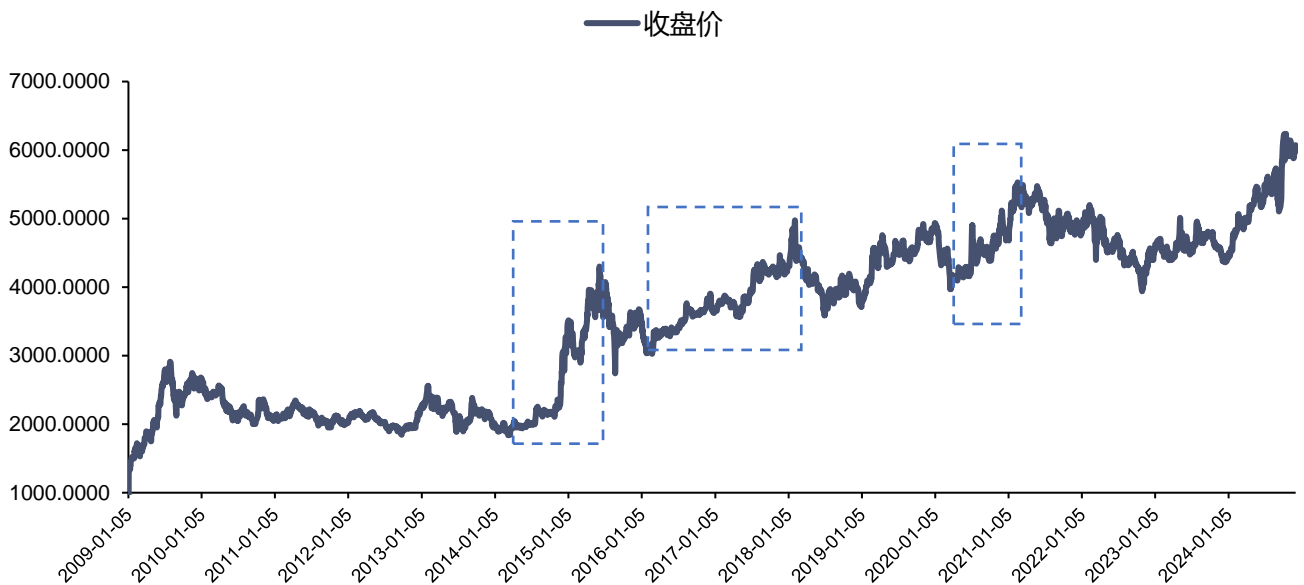
1) 2011年12月至2012年7月央行放松货币政策，两次降准、两次降息稳定经济预期，传导至宽信用信贷规模扩张明显，基建投资显著提升，经济向好发展，银行业绩优化、资产质量改善，2012年四季度至2013年一季度银行板块表现亮眼，最高实现超30%收益率。

2) 2014年11月央行宣布下调一年期贷款基准利率0.4pct至5.6%，下调一年期存款基准利率0.25pct至2.75%，随后继续降准，2024年11月往后半年内，银行板块实现超70%收益率。

3) 2016年继续降息推进宽货币，叠加房贷及公积金政策放宽，房地产市场回暖，信贷有所扩张，银行净息差回升，净利润增速改善，2017年9月29日到2018年2月2日银行板块上涨近15%。

4) 2020年在外部环境不稳定的背景下，央行采取宽松货币政策，经济恢复加速，2020年9月25日至2021年2月19日银行板块迎来24%的涨幅。

图 37：银行板块具有顺周期特征

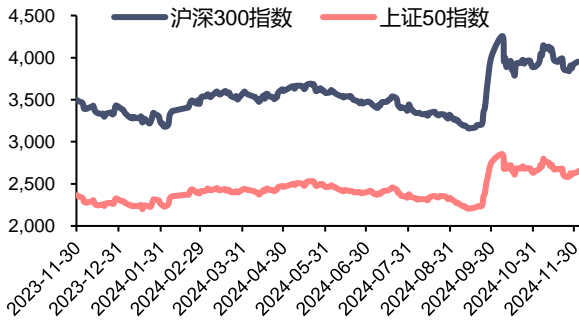


资料来源:WIND、信达证券研发中心

3.2、高分红率带来较为稳定收益

3.2.1、多家银行提高分红比例，提升安全边际

银行板块具备较优的分红，凸显防御价值。相对于其他板块，银行板块具有高股息高分红的特征，股息收入确定性强，通常作为防御板块提升安全边际。资产荒背景下，近期沪深300指数维持在3900点左右，十年期国债收益率下降至1.75%左右，资本市场处于一定的波动状态。叠加监管打破刚性兑付，理财等资产净值化趋势明显，波动低、收益率高的资产难寻，我们认为具有高股息收入及较强稳定性的银行板块具有更大优势。

图 38：大盘指数整体呈现上升后波动趋势


资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 39：10 年期国债收益率指数 12 月 18 日降至 1.76% (%)


资料来源：WIND，信达证券研发中心

上市银行分红总额稳定提升，分红率居于高位。一直以来，银行股的高分红属性颇受关注，2023 年，除兴业、光大、贵阳、西安、兰州银行外，其余银行均实现分红的持平或增长。其中工行、建行分红总额均超 1000 亿元，六大行合计分红总额超 4000 亿，分红体量突出。国有大行是上市银行分红的主力军，2023 年国有大行合计分红 4133 亿元，占比银行股总分红约 67%。以 2023 年年报及 2023.12.31 收盘价为基准测算，20 家上市银行股息率超 6%。其中，成都（7.96%）、上海（7.71%）、平安（7.66%）、招商（7.09%）股息率居前。股息率为选股的重要因素之一，上市银行分红及股息率的提升有利于推动银行的价值增长，增强投资者的信心。

平安、瑞丰、浦发等银行分红比例提升幅度居前，国有六大行多年分红比例均超 30%。从 2023 年报来看，平安银行分红比例涨幅最大，从 2022 年的 12.15% 提升至 2023 年的 30.04%，涨幅 17.88pct。我们认为，平安银行此前几年的盈利主要用于资本补充及公司发展，而 2023 年平安银行资本充足率 13.43%，较 2022 年末提升 0.42pct，资本比例稳步提升，贡献分红率提升。此外，浦发银行、瑞丰银行、上海银行、招商银行、齐鲁银行 2023 年的分红比例分别较 2022 年上行 7.32pct、5.63pct、3.48pct、2pct、1.37pct。国有大行多年来分红比例均超 30%，其中，交通银行（32.66%）2023 年分红比例领先。国有大行有望保持分红的连续性和稳定性，同时考虑长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展。

中期分红如火如荼，多家银行已公布中期分红方案。近年来，政策推进公司分红较为密集，2023 年 12 月，证监会发布了《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》，鼓励上市公司增加现金分红频次和提高分红水平。2024 年 4 月，国务院发布的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》也强调了强化上市公司现金分红监管，要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策。上市银行积极响应监管，截至 2024 年 12 月，约 20 家银行公布中期分红方案，其中，7 家银行已经完成中期分红。我们认为，上市银行积极实施中期分红计划有助于改善投资者对公司经营与分红的预期，同时能够向市场传递积极信号。

表 2：上市银行中期分红情况一览

公司	每股股息（元）	分红比例	股权登记日	公司	每股股息（元）	分红比例	股权登记日
工行	0.1434	30.00%	2025/1/6	华夏	0.1	15.13%	未披露
农行	0.1164	30.00%	2025/1/7	上海	0.28	30.67%	2024/11/27
中行	0.1208	30.00%	2025/1/22	江苏	0.3062	30.00%	未披露
建行	0.197	29.97%	未披露	苏州	0.2	-	2024/11/15
交行	0.182	32.36%	未披露	杭州	0.37	22.60%	2024/11/5
邮储	0.1477	30.00%	2025/1/7	南京	0.34626	32.00%	2024/10/31
光大	0.104	26.04%	未披露	沪农	0.239	33.07%	2024/9/24
中信	0.1847	29.20%	未披露	重庆	0.166	13.03%	未披露
民生	0.13	29.90%	2024/11/12	渝农	0.1944	30.00%	未披露
平安	0.246	-	2024/10/9				

资料来源：WIND，各银行公告，信达证券研发中心

表 3：上市银行分红情况一览

类型	银行名称	年度累计分红总额 (亿元)				年度现金分红比例 (%)				三年累计分红平均占比 (%)		
		2021	2022	2023	变化	2021	2022	2023	变化	2021	2022	2023
国有行	工商	1045.34	1,081.69	1,092.03	10.34	30.86	31.29	31.29	(0.00)	30.73	31.02	31.15
	建设	910.04	972.54	1,000.04	27.50	30.54	30.46	30.53	0.08	30.56	30.56	30.51
	农业	723.76	777.66	808.11	30.45	31.83	32.15	31.90	(0.24)	31.32	31.81	31.96
	中国	650.60	682.98	695.93	12.95	31.60	31.91	32.13	0.22	31.60	31.85	31.88
	交通	263.63	277.00	278.49	1.49	32.16	32.72	32.66	(0.05)	31.81	32.27	32.52
	邮储	228.56	255.74	258.81	3.07	32.24	32.57	31.97	(0.60)	31.63	32.08	32.26
股份行	招商	383.85	438.32	497.34	59.01	33.00	33.01	35.01	2.00	33.06	33.01	33.74
	兴业	215.01	246.80	216.05	(30.75)	26.01	27.01	28.02	1.01	25.09	26.11	26.99
	浦发	120.34	93.93	94.22	0.29	22.71	18.36	25.67	7.32	25.69	21.86	21.90
	中信	147.78	161.10	174.32	13.22	28.08	28.11	28.01	(0.09)	26.78	27.78	28.06
	民生	93.26	93.69	94.57	0.88	30.03	30.07	30.02	(0.05)	30.23	30.07	30.04
	平安	44.25	55.31	139.53	84.22	12.18	12.15	30.04	17.88	13.00	12.14	18.63
	光大	108.60	112.26	102.22	(10.04)	28.13	28.07	28.41	0.34	30.37	29.27	28.20
	华夏	52.01	60.95	61.11	0.16	22.10	24.35	23.18	(1.17)	20.48	22.80	23.23
	浙商	-	44.66	45.04	0.38	-	37.80	31.98	(5.82)	35.45	33.83	35.70
城商行	北京	64.49	65.54	67.66	2.11	29.01	26.47	26.40	(0.07)	29.53	28.25	27.23
	上海	56.83	56.83	65.35	8.52	25.78	25.51	28.99	3.48	26.96	26.14	26.77
	江苏	59.08	76.15	86.25	10.10	30.00	30.00	30.00	0.00	27.92	30.24	30.00
	宁波	33.02	33.02	39.62	6.60	16.89	14.31	15.52	1.21	19.27	16.66	15.50
	南京	47.57	55.23	55.51	0.29	30.00	30.00	30.00	0.00	30.46	30.01	30.00
	杭州	20.76	23.72	30.84	7.12	22.41	20.31	21.44	1.13	27.07	23.23	21.32
	长沙	14.08	14.08	15.28	1.21	22.33	20.66	20.48	(0.19)	22.66	22.23	21.11
	成都	22.76	29.29	34.20	4.92	29.06	29.16	29.31	0.14	28.11	28.73	29.19
	贵阳	10.97	10.97	10.60	(0.37)	18.15	17.96	19.06	1.10	17.96	18.21	18.37
	重庆	13.55	13.72	14.18	0.45	31.00	30.06	30.05	(0.01)	32.11	30.82	30.35
	郑州	-	-	-	-	-	-	-	-	21.66	-	-
	青岛	9.31	9.31	9.31	0.00	38.04	36.20	28.09	(8.11)	43.29	38.66	33.51
	苏州	9.33	12.10	14.30	2.20	30.04	30.88	31.08	0.20	29.44	30.67	30.74
	齐鲁	8.43	8.52	10.64	2.12	27.77	23.75	25.12	1.37	31.69	27.56	25.41
西安	8.44	7.33	2.49	(4.84)	30.11	30.25	10.11	(20.14)	30.49	30.33	23.75	
厦门	6.60	7.65	8.18	0.53	30.42	30.54	30.71	0.17	29.85	29.25	30.57	
兰州	5.70	6.83	5.70	(1.14)	36.37	39.42	30.56	(8.86)	37.78	39.22	35.30	
农商行	渝农	28.68	30.82	32.76	1.94	30.00	30.47	30.72	0.25	28.86	30.17	30.41
	沪农	54.01	32.98	36.55	3.57	55.69	30.06	30.10	0.05	30.34	30.17	37.65
	青农	5.56	-	5.56	-	18.12	-	21.64	-	25.11	24.97	20.96
	常熟	5.48	6.85	6.85	0.00	25.05	24.97	20.88	(4.09)	28.47	26.45	23.86
	无锡	3.35	4.30	4.39	0.09	21.21	21.50	19.95	(1.55)	24.22	22.49	20.83
	紫金	3.66	3.66	3.66	0.00	24.16	22.88	22.62	(0.26)	25.11	24.10	23.20
	苏农	2.88	3.07	3.25	0.18	24.86	20.41	18.64	(1.78)	27.42	23.95	20.88
	张家港	2.89	4.34	4.34	0.00	22.19	25.80	24.28	(1.51)	26.07	25.40	24.24
	瑞丰	2.72	2.26	3.53	1.27	21.37	14.82	20.45	5.63	23.88	19.14	18.81
	江阴	3.91	3.91	4.68	0.77	30.70	24.19	24.77	0.58	35.08	29.72	26.15

资料来源：WIND，各银行财报，信达证券研发中心

3.2.2、大行增资有望落地，资本、经营多方面受益

大行增资在途中，提升大行自身经营能力。金融监管总局局长李云泽 9 月 24 日宣布，国家计划按照“统筹推进、分期分批、一行一策”思路，对六家大型商业银行增加核心一级资本，巩固其稳健经营发展能力。10 月 12 日，财政部部长蓝佛安进一步明确，财政部将发行特别国债支持国有大型商业银行补充资本。财政部副部长透露国有大行资本补充工作已启动，等待各家银行提交资本补充方案。我们认为，2025 年将可能通过中央汇金公司注资、定向增发、财政部发行特别国债补充资本等方式，增加国有大行的核心一级资本。

一直以来，我国商业银行增加资本的主要方式是依靠内源性补充渠道。2018 年至 2022 年，在六大国有银行的累计净利润中，约 2/3 用于补充自身的核心一级资本。但从近年来上市银行的业绩看，受存贷利差收窄、减费让利力度加大等因素影响，银行的利润压力较大，资本补充压力有所抬升。因此，为大行增资有利于统筹内部、外部渠道充实资本，提升大型商业银行的稳健经营能力。

假设：各家银行核心一级资本充足率提升 1pct，以最新财报数据（2024.9.30）为基准测算的 0.8 倍 PB 对应的价格进行增资，根据 2024 年三季报的数据，进行静态测算。

根据我们测算，增资会对国有大行的分红有所摊薄，以 2023 年分红总额进行测算，分别对工、建、农、中、邮、交的分红分别影响-8.2%、-8.1%、-9.9%、-9.1%、-11.6%、-10.8%；以 2023 年净利润进行测算，分别对 EPS 影响-8.7%、-4.9%、-5.3%、-7.5%、+4.5%、-11.2%。

表 4：国有大行增资后指标预测

	新增股本 (亿)	增资后股本 (亿)	股息率	核心一级资本充足率 (2024Q3)	对 EPS 影响	对分红的影 响	预测股息率
工商银行	317	3,881	4.72%	13.95%	-8.68%	-8.17%	4.34%
建设银行	221	2,721	4.72%	14.10%	-4.94%	-8.12%	4.33%
农业银行	384	3,884	4.58%	11.42%	-5.30%	-9.88%	4.13%
中国银行	293	3,237	4.52%	12.23%	-7.49%	-9.05%	4.11%
邮储银行	130	1,122	4.81%	9.42%	4.47%	-11.62%	4.25%
交通银行	90	832	5.01%	10.29%	-11.15%	-10.78%	4.47%

资料来源：WIND，信达证券研发中心

对于中小银行来说，通过可转债来补充核心一级资本为常见方式。近年来，中小银行补充资本的压力加大，主要是：1) 区域银行资产规模的持续扩张，尤其是地方经济较为优异的银行，扩表步伐并未减慢；2) 信贷资产的风险有所上行，导致总资产风险权重上升从而加大了资本消耗；3) 金融监管要求提升增加了资本补充的压力。截至 2024.12.19，共有 11 家上市银行的可转债还在存续期间，主要以区域性中小银行为主。其中，成银转债正股价格已触发可转债强赎价，成都银行可强赎以补充核心一级资本。此外，南京银行、齐鲁银行、苏州银行、杭州银行发行的可转债已有部分转股，后续有望持续补充资本。

表 5：各家银行未到期可转债一览（截至 2024.12.27）

正股	名称	发行公告日	正股价格	最新转股价	触发强赎价	发行总额 (亿元)	最新余额 (亿元)	转股起始日	转股截至日
齐鲁银行	齐鲁转债	2022-11-25	5.56	5.27	6.85	80	66	2023-06-05	2028-11-28
常熟银行	常银转债	2022-09-13	7.45	6.89	8.96	60	60	2023-03-21	2028-09-14
重庆银行	重银转债	2022-03-21	9.36	10.09	13.12	130	130	2022-09-30	2028-03-22
成都银行	成银转债	2022-03-01	16.85	12.23	15.90	80	23	2022-09-09	2028-03-02
兴业银行	兴业转债	2021-12-23	19.35	22.25	28.93	500	500	2022-06-30	2027-12-26
南京银行	南银转债	2021-06-10	10.62	8.22	10.69	200	112	2021-12-21	2027-06-14
苏州银行	苏行转债	2021-04-08	8.1	6.19	8.05	50	42	2021-10-18	2027-04-11
杭州银行	杭银转债	2021-03-25	14.65	11.35	14.76	150	142	2021-10-08	2027-03-28
上海银行	上银转债	2021-01-21	9.06	9.09	11.82	200	200	2021-07-29	2027-01-24
青农商行	青农转债	2020-08-21	3.1	4.12	5.36	50	50	2021-03-01	2026-08-24
紫金银行	紫银转债	2020-07-21	2.91	3.75	4.88	45	45	2021-01-29	2026-07-22

资料来源：WIND，信达证券研发中心

3.3、当前银行或现估值回升机遇

关注经济复苏进程及银行股估值修复行情机遇，现阶段建议配置银行板块。当前银行 PB(LF) 为 0.64x 左右，我们认为：1) 银行高股息特征确定性较强，2023 年上市银行分红总额超 6100 亿元，超 10 家银行进行中期分红。我们认为，多家银行表示分红率有保障，当前配置银行股息收益稳定性较好。2) 中特估+国企改革大背景下，银

行股通常作为防御性板块，建议配置。3) 政策加码有望扭转经济预期，银行为顺周期板块，经济周期后半程往往是银行 β 行情的触发点，政策利好银行基本面修复、地产、城投风险有望逐步化解。多种因素有望贡献银行板块估值反弹。

个股层面建议关注：1) 稀缺的成长性优秀区域行，表现为基本面优质、业绩持续性有望加强、存在区域新亮点的银行：齐鲁银行、青岛银行、宁波银行；2) 随着市场政策及经济预期加强，地产有望修复，银行风险缓释可期：招商银行；3) 国企改革背景下，基本功扎实+低估值+高股息的全国性银行：邮储银行、农业银行、中信银行。

四、风险因素

宏观经济增速下行。商业银行经营与宏观经济环境密切相关，如果宏观经济持续出现低迷和超预期下滑，可能导致企业偿债能力下降，一旦企业偿还能力弱化，行业信用风险或将会集中暴露，可能造成银行业资产质量承压、不良率反弹、资产减值损失大幅增加侵蚀利润，从而影响商业银行利润增速。

政策落地不及预期。政策执行落地效果不及预期，可能会影响商业银行业务发展。

业务转型带来经营风险增加。如零售转型进度不及预期，零售业务对于营业收入的贡献可能下降，下沉市场开拓难度较大、风控要求较高，信贷放量和资产质量较难实现平衡。

研究团队简介

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。