

行业深度研究报告 ——

2025年银行业策略：红利、风险改善、顺周期驱动对冲息差压力

证券分析师： 夏聿印
分析师登记编号： S1190523030003

研究助理： 王子钦
一般证券业务登记编号： S1190124010010

报告摘要

➤ 24年总结：板块超额收益明显，红利属性居核心

- 1) 经济面：24年宏观经济呈现“上强、中弱、下稳”趋势，9月后向好趋势开始显现；今年一季度后投资增速放缓，投资端承压下社会融资需求持续收缩，今年1月后社融增量累计同比增速始终维持0下运行，11月社融增量累计同比为-12.62%。
- 2) 行情面：申万银行指数涨幅居首，年初至今涨幅达34.39%，前期主要受红利属性带动，“924”新政后则由顺周期 β 带动；各板块存在阶段性差异，不同特质造成表现分化；上海银行、沪农商行等强区域、高分红的城农商行涨幅居前，中期分红具备行情强化作用。

➤ 基本面分析：盈利继续承压，息差是最大制约

- 1) 业绩归因：今年前三季度上市银行营收、归母净利润合计4.3、1.7万亿元，同比-1.0%、+1.4%。盈利最大支撑项为规模，规模因素带动的盈利增长为2883.5亿元；最大拖累项为净息差，息差收窄导致的盈利减少为4419.8亿元。
- 2) 利息净收入：今年前三季度上市银行利息净收入合计3.1万亿元，同比-3.2%。规模方面，资产荒和负债荒并存，存、贷款增速同步下行；价格方面，资产收益下行趋势不减，负债成本压降效用显现，整体息差仍处于下行通道，前三季度上市银行累计净息差（测算）为1.51%，同比-21bp、较年初-17bp。
- 3) 非息收入：三季度中收降幅边际收窄，预计受益于9月底行情表现，代销业务有所回暖；高基数下投资收益仍实现快速增长，占营收比例持续抬升，上市银行OCI债券占比持续扩大，资产配置更加注重灵活性。
- 4) 资产质量：不良率趋势性下行，先行指标抬升。截至24Q3末，上市银行平均不良率为1.17%，同比-1bp；截至24Q3末，披露关注率的33家银行平均关注率为1.97%，同比+33bp，出现同比抬升的银行为25家，占比75.8%。拨备覆盖率仍处于相对高位，整体风险抵补能力充足；截至24Q3末，上市银行平均拨备覆盖率为302.1%，同比-13.1pct。

报告摘要

➤ 展望：息差降幅预计收窄，资产质量改善可期

1) 规模：贷款端，12月政治局会议定调“实施更加积极有为的宏观政策”，新增信贷有望回稳，基建、“五篇大文章”是重点投放方向；零售贷款核心在于收入预期，居民预期修复需要时间。存款端，全方面扩大内需导向下居民消费有望边际改善，银行主动优化存款结构的动力将上升，个人定期存款占比上升幅度有望收窄。

2) 息差：资产端，货币政策重回“适度宽松”，明年降息降准可期；存量房贷利率调整，叠加新一轮化债增量政策推进，预计银行资产收益率仍将下行。负债端，银行持续下调存款挂牌利率，监管层禁止违规“手工补息”、规范非银同业存款定价行为，负债成本下降有望进入加速期。预计明年息差仍将下行，但降幅预计逐步收窄。

3) 其他非息：低基数效应下中收降幅预计收窄；投资收益是营收的重要支撑，但增速预计放缓。

4) 资产质量：地产、城投等对公重点领域风险缓释，整体资产质量向好。零售不良普遍抬升，风险暴露进程仍需观察。

➤ 投资建议：红利资产属性显著，有望迎来估值重塑

1) 估值：截至12月31日，申万银行指数PB估值为0.66，位于近5年67.7%、近10年33.8%的分位数水平；截至12月30日，申万银行指数股息率为4.7%，高出10年期国债YTM 3.0%，红利资产配置价值凸显。后续来看，在风险预期改善和市值管理关注度持续提升下，银行板块有望迎来估值重塑。

2) 投资主线：先交易红利策略、后交易复苏逻辑。红利策略：推荐股息确定性高，或有中期分红强化红利属性的标的，如南京银行、成都银行。顺周期方向：（1）此前受制于地产、零售等风险而估值下行较多的顺周期标的，如常熟银行、民生银行；（2）受益于化债政策落地和地产风险缓释，资产质量提升可期标的，如齐鲁银行、重庆银行；（3）复苏主线下经济动能强劲的优质区域行，如江苏银行、杭州银行。

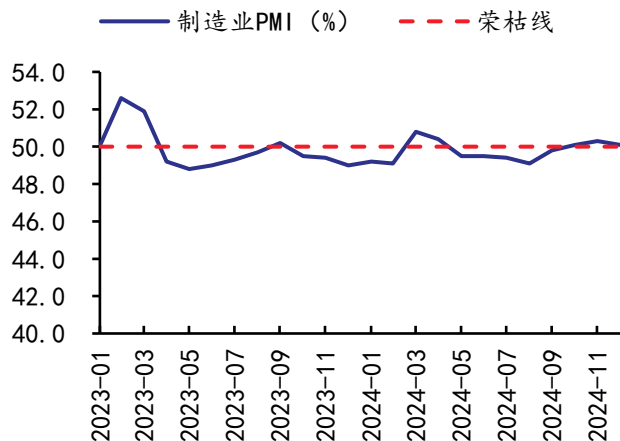
目录

- 1、24年总结：超额收益明显，红利属性是核心
- 2、基本面分析：盈利继续承压，息差是最大制约
- 3、25年展望：息差降幅预计收窄，资产质量改善可期
- 4、投资建议

1.1 宏观经济低位运行，9月后向好趋势开始显现

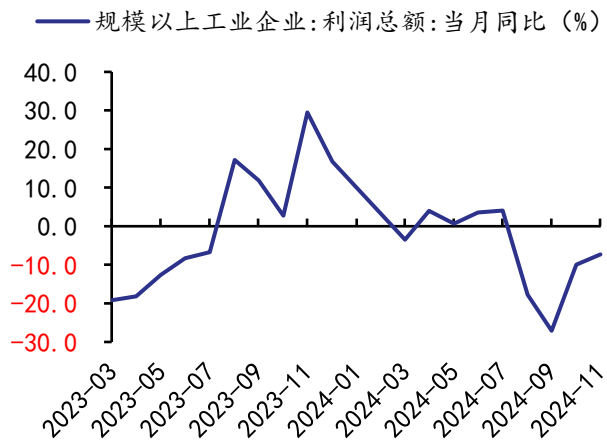
- **24年宏观经济呈现“上强、中弱、下稳”趋势。**制造业PMI从1月的49.20一度上升至3月的50.80，随后持续降至8月份的49.10，上半年仅有两个月在荣枯线之上。规模以上工业企业利润同比4-7月维持在0以上，后快速降至9月份的-27.10%。CPI全年在0.2%左右小幅波动，PPI从1月的-2.5%回升至7月的-0.8%，后降至10月的-2.9%。9月底政策组合拳接续而来，经济向好趋势开始显现，制造业PMI升至12月的50.10，连续3个月重回荣枯线之上，11月规模以上工业企业利润同比回升至-7.3%，9月后PPI降幅放缓，11月回升至-2.5%。

图表1: PMI走势



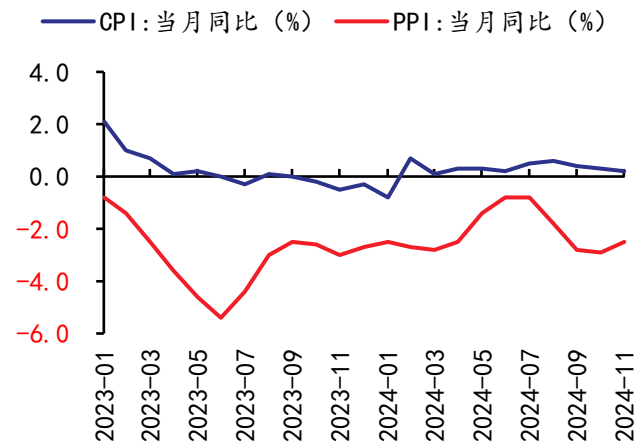
资料来源: iFinD, 太平洋证券

图表2: 工业企业利润当月同比走势



资料来源: iFinD, 太平洋证券

图表3: CPI与PPI走势

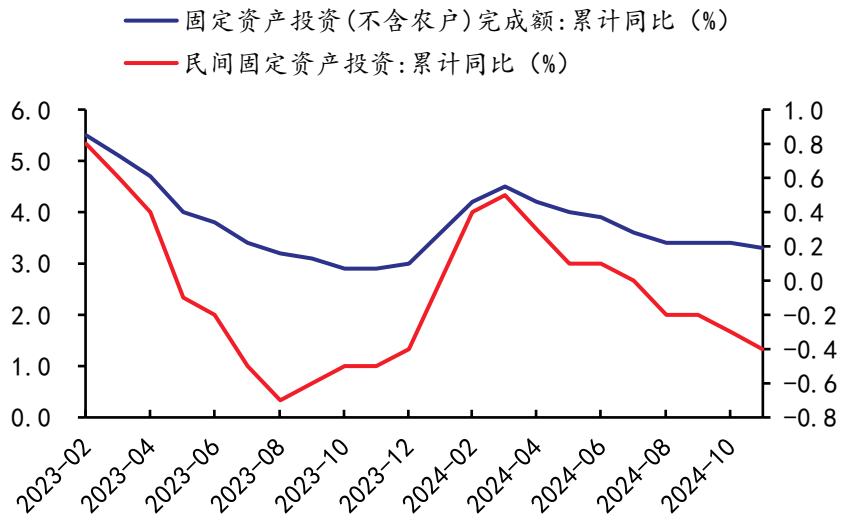


资料来源: iFinD, 太平洋证券

1.2 实体回报率下行使得投资增速放缓，融资需求持续收缩

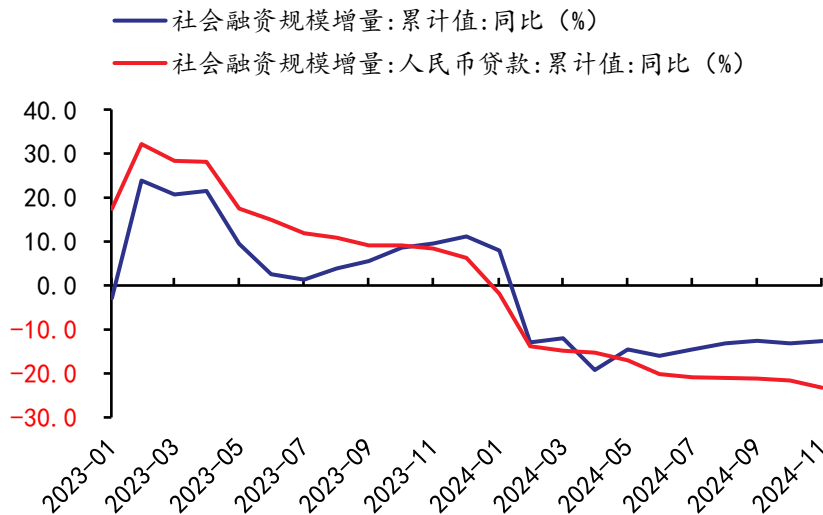
- ▶ **今年一季度后投资增速放缓。**伴随经济增速换挡和结构转型，实体回报率阶段性下行，投资端增速逐渐放缓。固定资产投资累计完成额同比增速从3月的4.5%持续下行至11月的3.3%，民间固定资产投资累计同比增速从3月的0.5%持续下行至11月的-0.4%。
- ▶ **投资端承压下，融资需求持续收缩。**今年1月后社融增量累计同比增速始终维持0下运行，11月社融增量累计同比为-12.62%；人民币贷款分项累计同比降幅持续扩大，从1月的-1.85%持续降至11月的-23.23%。

图表4：固定资产投资累计同比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表5：社融规模增量累计同比

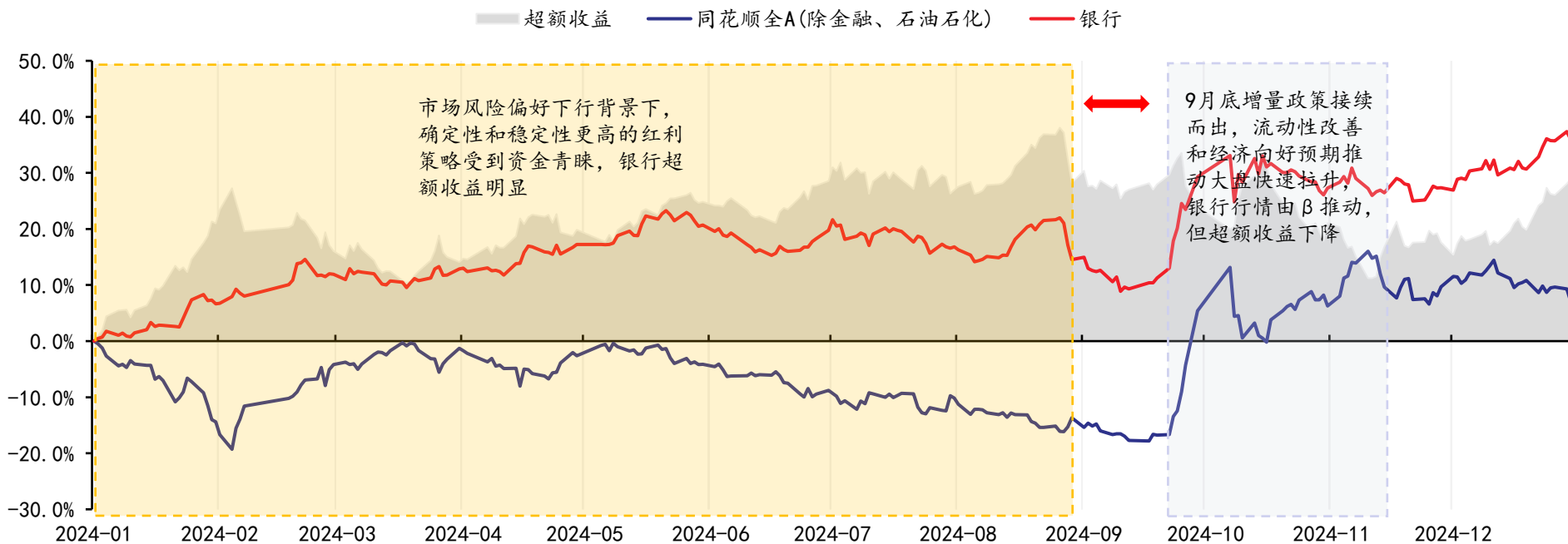


资料来源：iFinD，太平洋证券

1.3 行情驱动从红利属性切换至顺周期 β

- 银行指数涨幅居首，行情由红利驱动转为 β 驱动。年初至今申万银行指数涨幅达34.39%，在申万一级行业指数中排名第1，较全A指数（除金融、石油石化）的超额收益为28.08%。驱动力上，前期主要受红利属性带动，“924”新政后则由顺周期 β 带动。

图表6：今年同花顺全A（除金融、石油石化）与申万银行指数走势

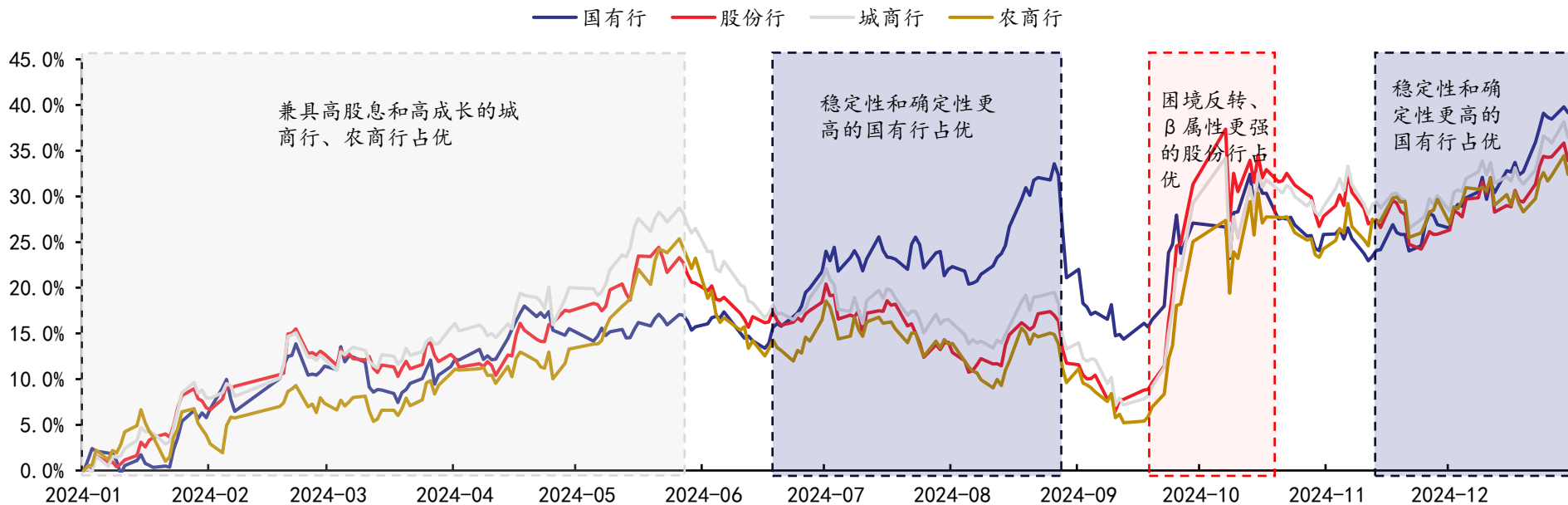


资料来源：iFinD，太平洋证券；注：数据截至2024年12月31日

1.4 板块属性区别导致阶段性分化

- 各板块存在阶段性差异，不同特质造成表现分化。今年上半年延续2023年下半年以来的红利低波行情，同时市场在业绩期寻找高成长方向，该阶段兼具高股息和高成长特性的城农商行占优。三季度伴随经济数据不及预期，市场对确定性的追求更高，该阶段稳定性更高的国有行占优。9月底刺激政策推升市场对经济及地产预期，该阶段具备困境反转、 β 属性更强的股份行占优。11月增量政策效用边际减弱，叠加六大行注资支撑，资金重回高确定性的国有行。

图表7：今年银行各板块走势



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：数据截至2024年12月31日

1.5 强区域、高分红城农商行涨幅居前

- 上海银行、沪农商行等涨幅居前，中期分红具备行情强化作用。从个股表现来看，涨幅居前个股集中在强区域、高分红的城农商行中，年初至今涨跌幅前五名分别为上海银行、沪农商行、成都银行、南京银行、浦发银行。在资金层追逐红利资产和政策层健全分红机制的整体背景下，中期分红对银行个股行情亦具有强化作用，涨跌幅TOP10的个股中有8家进行中期分红，涨跌幅TOP20的个股中有17家进行中期分红。

图表8：银行个股涨跌幅情况（%）

公司简称	1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月涨跌幅	4月涨跌幅	5月涨跌幅	6月涨跌幅	7月涨跌幅	8月涨跌幅	9月涨跌幅	10月涨跌幅	11月涨跌幅	12月涨跌幅	年初至今涨跌幅
农业银行	7.33	8.20	1.01	4.25	-0.24	4.83	5.28	-1.53	6.19	-1.46	1.69	11.02	56.64
工商银行	8.72	3.29	-1.00	3.02	0.00	5.27	8.46	2.22	3.34	-2.27	1.82	12.52	54.69
中国银行	8.79	3.67	-1.65	4.56	-3.45	4.28	6.31	2.79	4.38	-3.60	3.94	9.98	46.79
交通银行	4.85	4.80	1.19	9.05	2.61	6.29	3.74	-3.40	4.08	-3.92	3.09	6.00	44.83
建设银行	5.73	2.17	-1.97	3.86	-1.19	5.42	6.29	1.21	5.31	0.00	0.63	10.15	43.86
邮储银行	9.29	2.69	-2.18	1.11	5.07	0.84	0.44	-2.07	11.21	-0.95	1.73	7.17	38.91
浦发银行	3.33	4.92	-0.29	8.37	8.67	-1.37	6.21	0.36	20.17	-2.86	-3.86	8.77	63.36
华夏银行	8.40	4.93	2.35	3.77	2.85	-1.63	-1.88	-4.14	23.42	-4.85	7.07	5.81	52.98
招商银行	11.18	4.63	0.53	6.98	-0.09	-0.28	1.59	-1.77	16.98	-0.66	-2.73	8.15	52.04
中信银行	20.29	2.96	-3.21	11.17	5.18	-7.61	-1.68	-1.97	14.41	-7.18	4.26	5.64	45.98
光大银行	9.17	2.35	-3.28	1.02	3.02	-2.28	5.44	-3.16	17.65	-4.17	4.35	7.50	41.91
平安银行	0.83	13.30	-0.73	2.83	3.26	-2.38	1.21	-1.10	20.68	-4.88	0.00	2.81	38.87
兴业银行	-3.16	6.26	-5.57	7.26	6.58	-1.60	1.03	-1.43	16.72	-5.14	-1.26	6.15	26.30
浙商银行	7.22	3.56	8.03	0.35	-0.71	-1.99	2.17	-7.09	12.21	-3.40	2.11	0.34	23.51
民生银行	6.19	2.50	0.27	-2.70	-1.11	-3.37	-0.70	-3.51	17.88	-6.17	8.49	4.29	21.69

资料来源：iFinD，太平洋证券；注：各板块按年初至今涨跌幅排序，数据截至12月31日

1.5 强区域、高分红城农商行涨幅居前

图表8 (续)：银行个股涨跌幅情况 (%)

公司简称	1月涨跌幅	2月涨跌幅	3月涨跌幅	4月涨跌幅	5月涨跌幅	6月涨跌幅	7月涨跌幅	8月涨跌幅	9月涨跌幅	10月涨跌幅	11月涨跌幅	12月涨跌幅	年初至今涨跌幅
上海银行	8.22	2.30	3.28	9.70	7.77	-1.27	0.43	-3.00	11.91	-1.84	9.77	11.59	74.95
成都银行	12.25	6.02	3.00	9.45	7.19	-4.09	2.15	-4.59	13.07	-2.22	3.38	7.47	65.10
南京银行	14.16	6.07	2.67	4.46	12.45	5.87	-2.99	-1.74	10.76	-6.60	6.77	0.76	63.92
杭州银行	9.87	1.70	0.29	17.51	5.75	-4.25	7.65	-5.50	10.99	-1.89	5.05	3.25	60.20
江苏银行	10.13	5.11	3.19	2.42	2.50	-4.74	3.50	1.04	8.11	4.88	2.72	8.51	57.88
齐鲁银行	7.59	3.78	-1.21	11.79	5.05	-1.88	0.00	-3.84	14.86	4.25	-4.81	8.75	51.49
北京银行	13.54	1.67	9.88	-1.50	4.56	0.36	-3.44	-1.50	11.24	-3.25	1.24	7.52	46.08
重庆银行	-0.92	5.39	1.61	1.87	5.08	-1.34	-0.84	-6.46	18.94	4.57	4.60	4.74	41.64
苏州银行	10.39	0.31	1.08	5.94	6.47	-1.48	-4.11	-2.71	15.86	-5.70	6.45	2.40	38.16
长沙银行	5.28	9.29	-0.54	5.56	5.53	-4.99	-3.46	-4.25	16.09	1.79	0.35	3.98	38.04
青岛银行	3.81	3.33	-0.97	7.82	4.83	-2.88	-1.48	-0.60	14.55	-2.12	1.35	3.47	34.26
宁波银行	7.18	3.68	-7.61	11.48	8.24	-11.21	0.14	-5.77	26.91	-0.62	-3.41	-1.46	24.60
贵阳银行	2.47	5.03	-2.30	4.90	4.11	-5.39	-0.19	-4.18	20.24	-1.16	0.83	-0.66	23.71
厦门银行	0.22	6.28	-3.05	7.35	5.68	-4.07	-0.77	-7.98	10.99	-3.62	6.92	4.25	22.34
无锡银行	0.41	3.29	-1.79	4.25	5.83	-6.06	1.76	-1.15	19.03	-7.34	2.99	1.03	21.86
西安银行	2.14	4.49	-4.58	5.70	-0.28	-8.54	1.56	-3.07	17.41	-2.43	1.66	-1.90	10.26
郑州银行	-0.50	4.50	-6.70	-1.03	-1.04	-9.42	4.62	-3.87	23.56	-4.65	3.41	-0.94	4.48
兰州银行	-0.80	4.44	-8.11	2.94	-0.82	-6.17	0.88	-2.61	17.86	-5.68	1.20	-2.38	-1.60
沪农商行	11.32	2.28	5.49	-0.16	18.56	-11.00	-0.93	-0.93	16.81	4.31	7.35	2.28	66.15
渝农商行	6.59	3.71	4.29	-0.46	11.95	3.05	2.99	-3.48	9.02	2.39	0.90	7.65	59.57
常熟银行	7.82	2.87	1.17	11.76	11.29	-2.82	-4.23	-10.90	13.78	-5.31	9.34	-0.53	35.62
苏农银行	3.52	4.37	0.70	9.01	7.20	-4.94	0.83	-5.36	15.47	-4.72	4.16	0.57	32.91
江阴银行	2.98	2.89	-1.40	6.55	10.70	-8.94	0.53	-2.64	15.99	-6.07	4.48	3.57	29.46
青农商行	-0.40	5.58	-1.89	5.38	-0.36	-5.49	1.94	-4.94	19.60	-2.34	6.51	-2.25	20.63
张家港行	1.09	4.03	-2.58	4.77	6.08	-4.06	0.00	-4.73	18.28	-6.40	5.19	-2.02	18.75
瑞丰银行	1.47	3.72	-4.78	4.18	4.82	-9.58	4.66	-6.07	17.24	-4.60	7.90	0.54	18.03
紫金银行	0.82	4.90	-4.67	4.90	1.17	-3.85	1.60	-2.36	20.56	-6.35	3.21	-1.38	17.28
国有行	4	2	2	1	1	6	5	5	0	4	1	6	5
TOP20数	5	5	5	4	3	7	5	5	7	2	4	7	5
量 城商行	9	10	9	11	10	6	6	7	8	11	8	6	8
农商行	2	3	4	4	6	1	4	3	5	3	7	1	2

资料来源：iFinD，太平洋证券；注：各板块按年初至今涨跌幅排序，数据截至12月31日

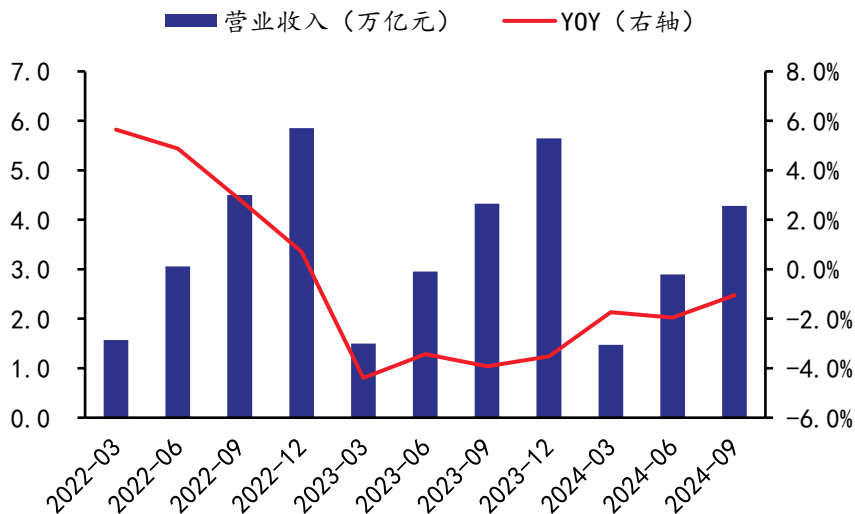
目录

- 1、24年总结：超额收益明显，红利属性是核心
- 2、基本面分析：盈利继续承压，息差是最大制约
- 3、25年展望：息差降幅预计收窄，资产质量改善可期
- 4、投资建议

2.1 营收同比降幅收窄，盈利增速持续提升

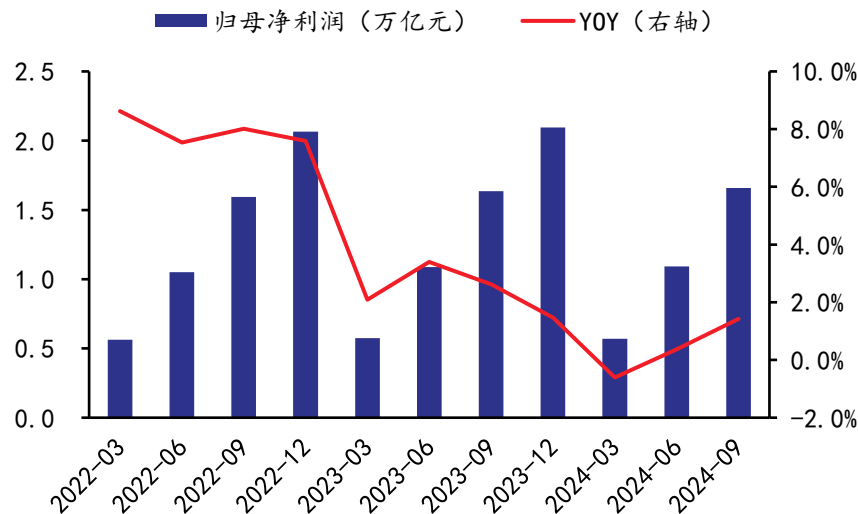
- **营收同比降幅收窄，盈利增速持续提升。**今年前三季度上市银行营业收入合计4.3万亿元，同比-1.0%，降幅环比24H1 -1.0pct。前三季度上市银行归母净利润合计1.7万亿元，今年以来盈利增速持续上升，同比增速由24Q1的-0.6%上升至24Q3的1.4%。

图表9：上市银行营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表10：上市银行归母净利润及同比增速

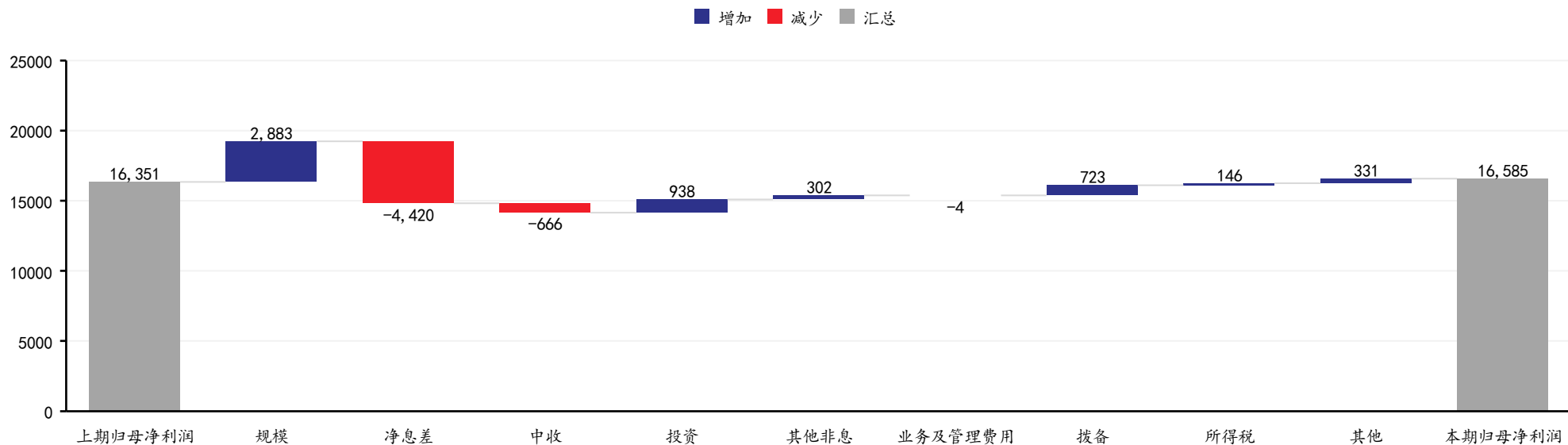


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.2 业绩归因：最大掣肘仍在净息差

- ▶ 今年前三季度上市银行归母净利润同比+1.4%，息差为最大拖累。最大支撑项为规模，规模因素带动的盈利增长为2883.5亿元；其次为投资项，投资因素带动的盈利增长为937.9亿元，主要受益于债牛行情；拨备因素也为正贡献，带动盈利增长722.7亿元。最大拖累项为净息差，息差收窄导致的盈利减少为4419.8亿元；其次为中收项，中收导致的盈利减少为666.0亿元，主因代销业务承压。

图表11：24Q3上市银行归母净利润累计同比归因

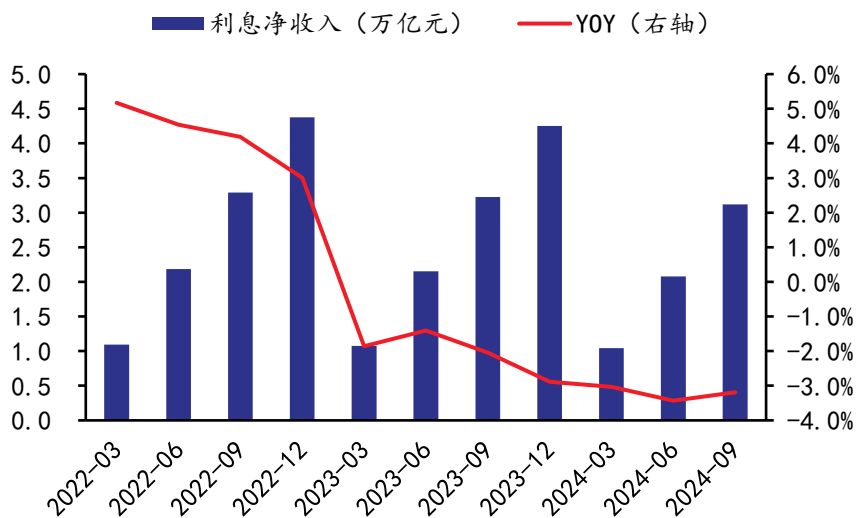


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.3 利息净收入承压，占营收比例同比下行

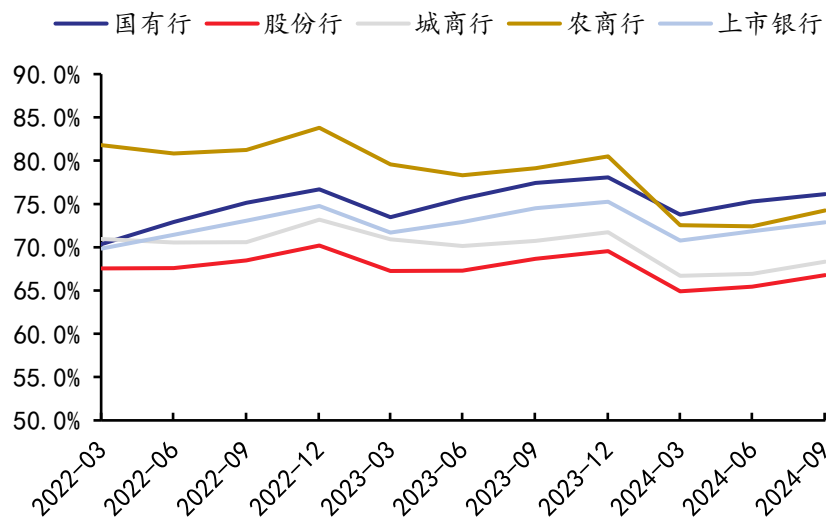
- **利息净收入降幅同比扩大，占营收比例同比下行。**今年前三季度上市银行利息净收入合计3.1万亿元，同比-3.2%，降幅同比-1.1pct。利息净收入占营收比例为72.9%，占比同比-1.6pct；分板块来看，国有行、股份行、城商行、农商行利息净收入/营收分别为76.1%、66.8%、68.3%、74.3%，占比同比分别-1.3pct、-1.9pct、-2.4pct、-4.9pct。

图表12：上市银行利息净收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表13：各板块利息净收入占营收比例情况

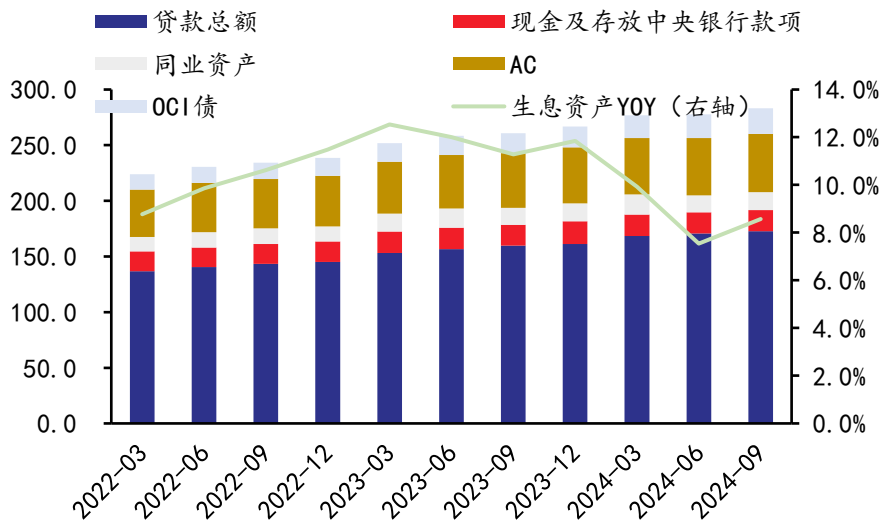


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.3.1 规模：生息资产扩张边际提速，贷款投放增速持续放缓

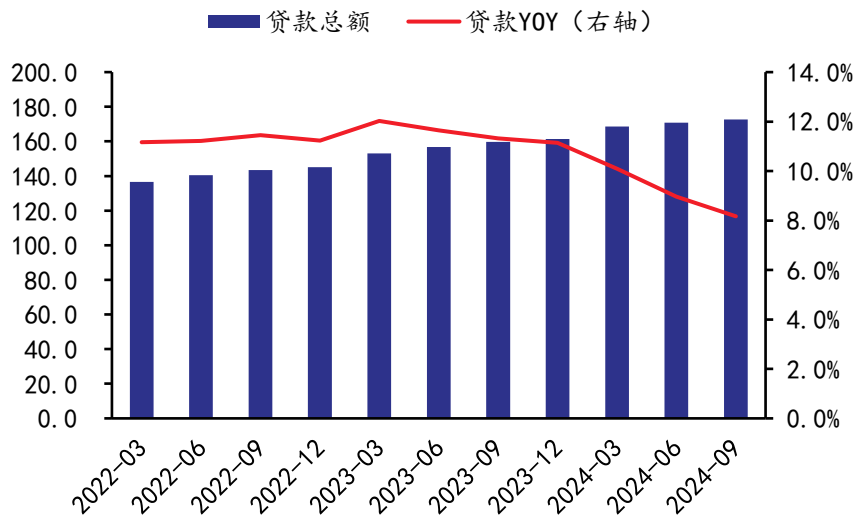
- ▶ 三季度生息资产扩张速度加快，贷款投放依旧承压。截至24Q3末，上市银行生息资产规模（测算）合计283.2亿元，同比+8.6%，增速环比+1.0pct。截至24Q3末，上市银行贷款总额（不含应计利息）合计172.7亿元，贷款投放增速自23Q1持续下滑，从23Q1末的12.0%持续降至24Q3末的8.2%。从增速斜率来看，今年以来贷款降速斜率明显放大，贷款投放整体压力较去年有所加大。

图表14：上市银行生息资产及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表15：上市银行贷款总额及同比增速

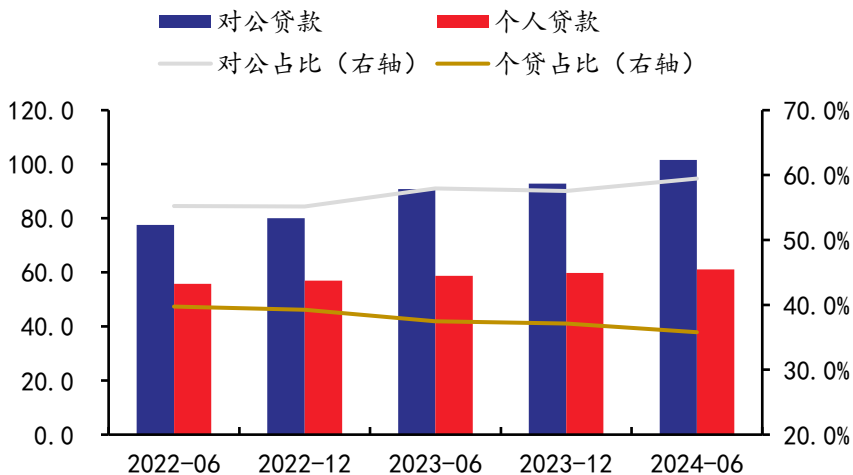


资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

2.3.2 规模：贷款端对公强、零售弱，按揭表现是个贷的核心压制

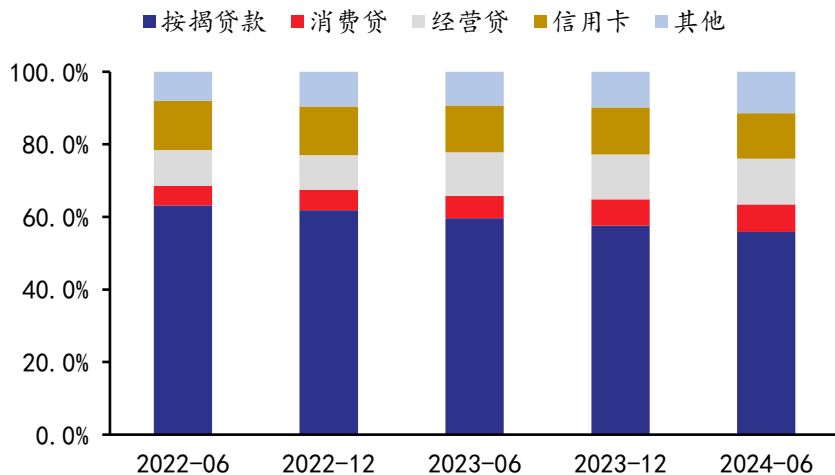
- 贷款端延续对公强、零售弱格局。**截至24H1末，上市银行对公贷款、个人贷款余额合计分别为101.6、61.1亿元，同比分别+11.8%、+4.0%；对公强、零售弱格局持续演绎，截至24H1末对公贷款、个人贷款占比分别为59.5%、35.8%，较年初分别+1.9pct、-1.3pct，零售占比下滑主因房价及收入预期下行导致按揭贷款承压。
- 零售端按揭占比持续下滑。**作为零售贷款最大的组成部分，按揭贷款受制于房地产业低迷、居民提前还款等因素影响，占零售贷款比例持续下滑至24H1末的55.9%，占比较年初-1.7pct。消费贷、经营贷占比较年初均+0.3pct，预计部分银行扩大消费贷、经营贷投放以对冲按揭贷款规模下滑。

图表16：上市银行对公贷款和个人贷款表现



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表17：上市银行个人贷款占比情况



资料来源：iFinD，太平洋证券

2.3.3 规模：对公端压降高风险领域占比，政信方向投放占比持续提升

- **房地产等高风险领域占比压降。**截至24H1末，上市银行对公贷款中房地产业贷款余额合计为8.9万亿元，占比为8.6%，占比同比-0.6pct、较年初-0.2pct。分板块看，城农商行对地产贷款占比的压降力度更大。
- **租赁和商务服务业等政信相关领域占比同比提升最为明显。**截至24H1末，上市银行对公贷款中租赁和商务服务业贷款余额合计为18.8万亿元，占比为18.2%，占比同比+0.6pct、较年初+0.3pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业贷款余额合计为8.5万亿元，占比为8.2%，占比同比+0.5pct、较年初持平。分板块看，城商行对租赁和商务服务业贷款占比的提升力度更大，国有行则对电力、热力、燃气及水生产和供应业占比的提升力度更大。

图表18：各板块房地产、政信相关贷款余额及占比

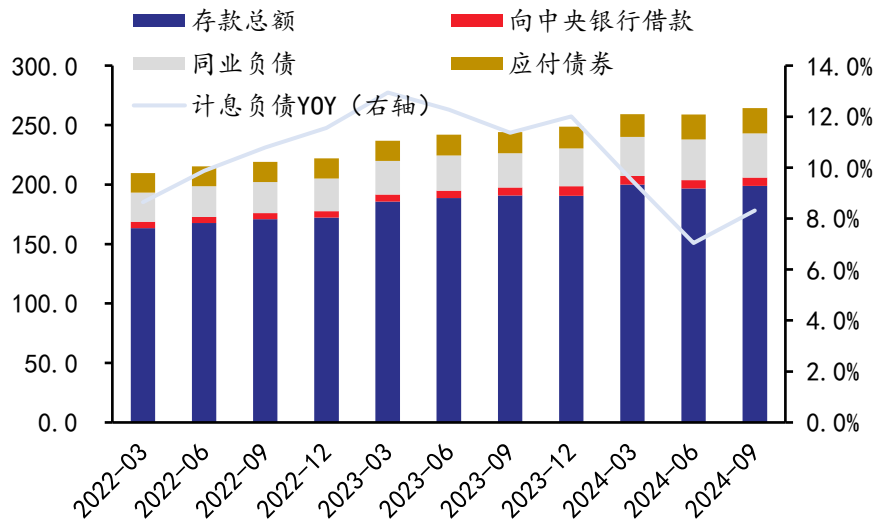
板块	房地产业					租赁和商务服务业					电力、热力、燃气及水生产和供应业					
	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初	
合计 (亿元)	国有行	51479.6	51143.1	54485.1	5.8%	6.5%	107730.8	113645.6	124721.0	15.8%	9.7%	59301.4	65828.4	70556.4	19.0%	7.2%
	股份行	24596.4	24110.7	25301.9	2.9%	4.9%	33806.0	34894.0	37674.1	11.4%	8.0%	9923.8	10529.9	11676.0	17.7%	10.9%
	城商行	7155.2	7288.2	7650.3	6.9%	5.0%	18461.8	19427.3	22782.8	23.4%	17.3%	1870.0	1939.5	2403.5	28.5%	23.9%
	农商行	1473.4	1464.2	1466.3	-0.5%	0.1%	2844.5	2912.9	3023.2	6.3%	3.8%	343.3	379.8	403.3	17.5%	6.2%
	上市银行	84704.6	84006.2	88903.6	5.0%	5.8%	162843.1	170879.7	188201.0	15.6%	10.1%	71438.6	78677.6	85039.2	19.0%	8.1%
对公占比	国有行	8.0%	7.7%	7.6%	-0.4%	-0.1%	16.8%	17.2%	17.3%	0.6%	0.2%	9.2%	9.9%	9.8%	0.6%	-0.1%
	股份行	12.5%	12.0%	11.8%	-0.7%	-0.2%	17.1%	17.3%	17.5%	0.4%	0.2%	5.0%	5.2%	5.4%	0.4%	0.2%
	城商行	9.5%	9.4%	8.7%	-0.9%	-0.7%	24.6%	25.1%	25.9%	1.2%	0.7%	2.5%	2.5%	2.7%	0.2%	0.2%
	农商行	10.8%	10.5%	9.9%	-0.8%	-0.6%	20.8%	20.9%	20.5%	-0.3%	-0.5%	2.5%	2.7%	2.7%	0.2%	0.0%
	上市银行	9.1%	8.8%	8.6%	-0.6%	-0.2%	17.5%	17.9%	18.2%	0.6%	0.3%	7.7%	8.2%	8.2%	0.5%	0.0%

资料来源：iFinD，太平洋证券

2.3.4 规模：资产荒和负债荒并存，存、贷款增速同步下行

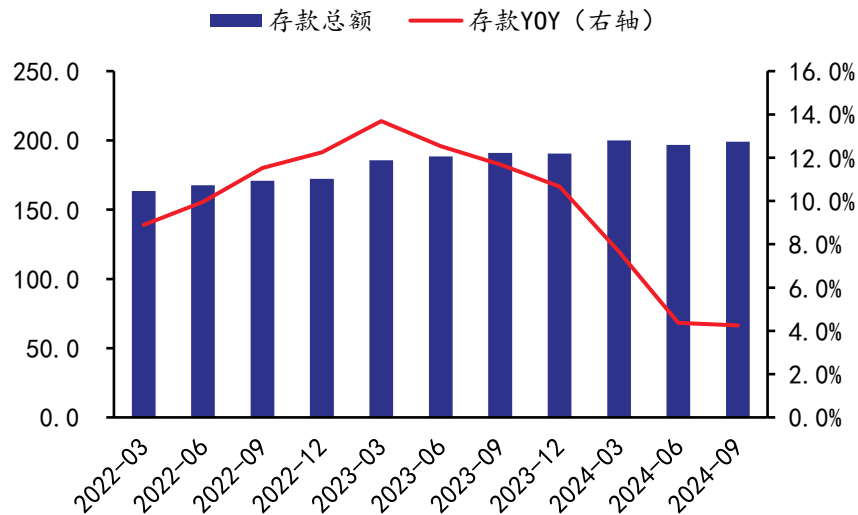
- ▶ **计息负债增速亦承压，三季度增速边际提升。**截至24Q3末，上市银行计息负债规模（测算）合计264.4万亿元，同比+8.3%，增速环比+1.3pct。计息负债增量主要由同业负债支撑，截至24H1末，上市银行同业负债规模合计37.0万亿元，同比+28.8%，占计息负债比例同比+2.2pct至14.0%。
- ▶ **存、贷款增速同步下行。**截至24Q3末，上市银行存款余额（不含应计利息）合计199.0万亿元，同比增速由23Q1末的13.7%持续降至24Q3末的4.3%。24H1末上市银行存款余额环比-1.6%，预计主因禁止违规手工补息使得部分存款迁移。

图表19：上市银行计息负债及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

图表20：上市银行存款总额及同比增速

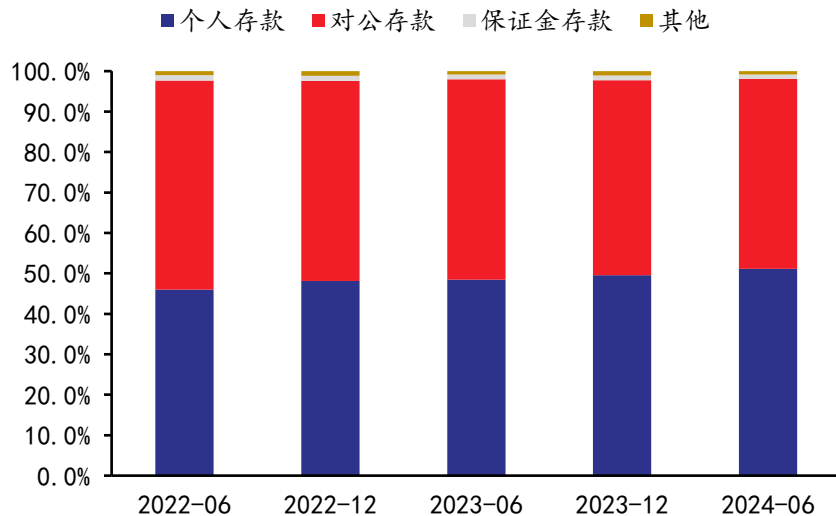


资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：万亿元

2.3.5 规模：存款端零售强、对公弱，存款定期化趋势延续

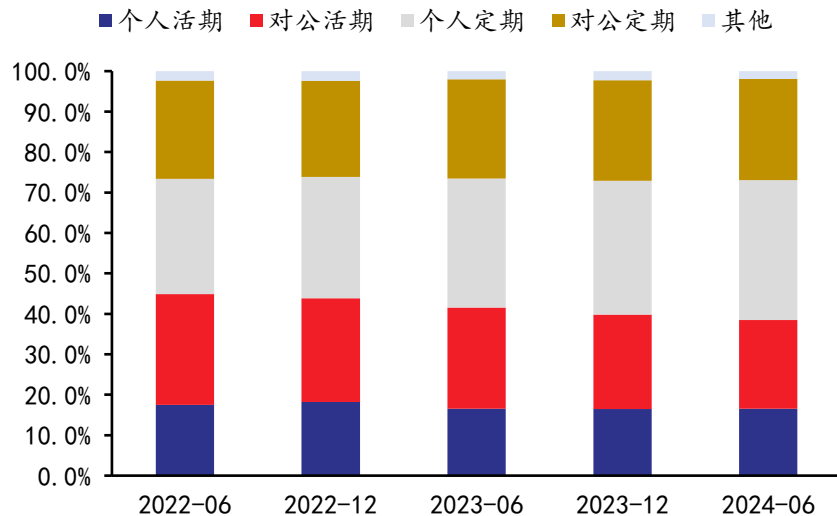
- ▶ **个人存款表现强于对公，占比持续提升。**截至24H1末，上市银行个人存款、对公存款余额合计分别为100.6、92.3万亿元，同比分别+10.1%、-1.2%，较年初分别+6.5%、+0.4%；个人存款、对公存款占比分别为51.13%、46.90%，占比同比分别+2.7%、-2.6%，占比较年初分别+1.6%、-1.3%。
- ▶ **个人存款定期化更为显著。**截至24H1末，上市银行活期存款、定期存款占比分别为38.5%、59.6%，占比较年初分别-1.3pct、+1.6pct；存款定期化主要由零售端推动，截至24H1末个人定期存款占比为34.6%，占比较年初+1.5pct。

图表21：上市银行计息分板块存款结构



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表22：上市银行存款分期限存款结构

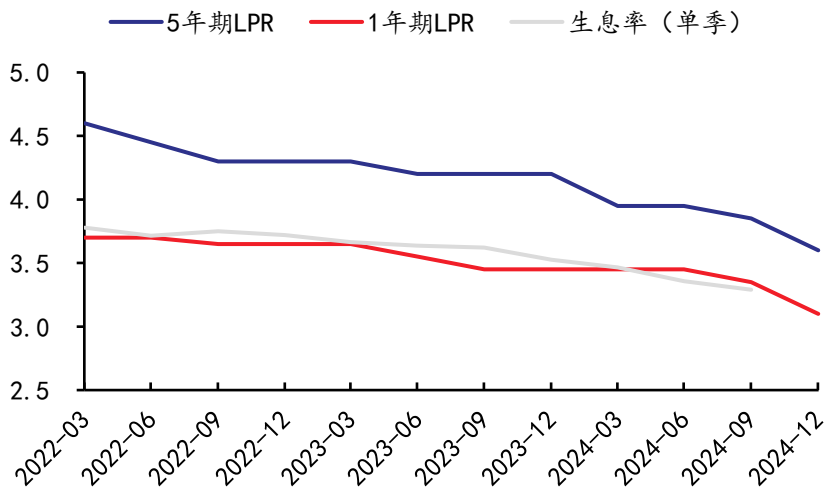


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.3.6 价：资产收益下行趋势不减，负债成本压降效用显现

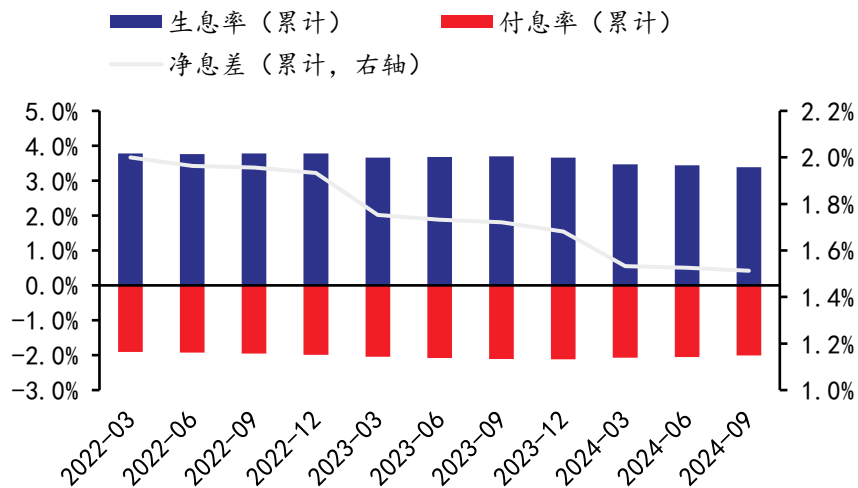
- ▶ LPR下降带动上市银行生息率下行。**今年1年期、5年期LPR分别下调2次、3次，累计降幅分别达60bp、35bp。LPR下行推动银行生息率继续往下，前三季度上市银行生息率（测算）为3.39%，同比-30bp、较年初-27bp，Q3单季上市银行生息率（测算）为3.29%，同比-16bp、较年初-7bp。
- ▶ 上市银行付息率同比逐步下行，但息差尚待企稳。**随着禁止违规手工补息、存款挂牌利率下调等成本管控措施效用显现，上市银行累计付息率（测算）于24H1开始同比下行，前三季度累计付息率（测算）为2.01%，同比-10bp、较年初-11bp。整体息差仍处于下行通道，前三季度上市银行累计净息差（测算）为1.51%，同比-21bp、较年初-17bp。

图表23：LPR与上市银行单季生息率（测算）



资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：%

图表24：上市银行存款分期限存款结构

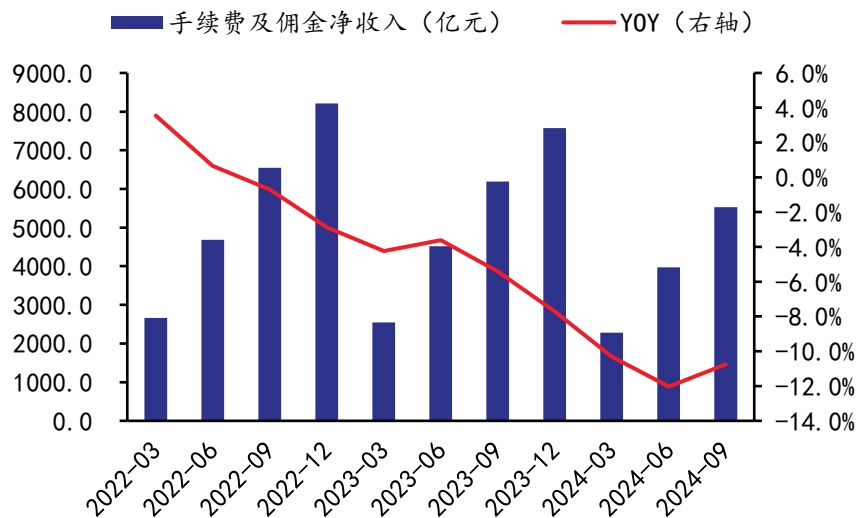


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.4 受益于“924”行情，三季度中收降幅边际收窄

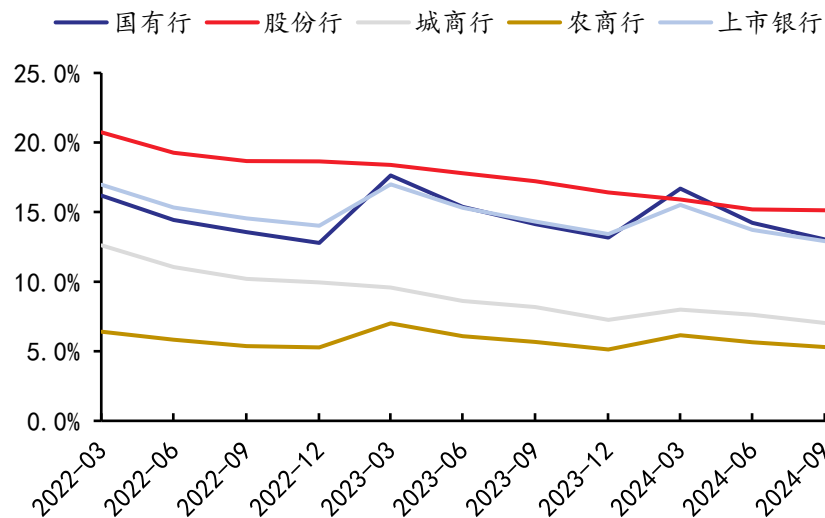
- ▶ 三季度中收降幅边际收窄，预计受益于9月底行情表现。今年前三季度上市银行手续费及佣金净收入合计为5527.8亿元，同比-10.8%，同比降幅环比今年年中-1.3pct，预计主因9月底行情带动代销业务回暖；中收占营收比例继续下滑，前三季度中收占比为12.9%，同比-1.4pct、环比-0.8pct。分板块看，股份行板块中收占比同比下行更为显著，中收占比同比-2.1pct；农商行板块中收占比同比下行更为缓和，中收占比同比-0.4pct。

图表25：上市银行中间业务收入及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表26：各板块中间业务收入占营收比例情况

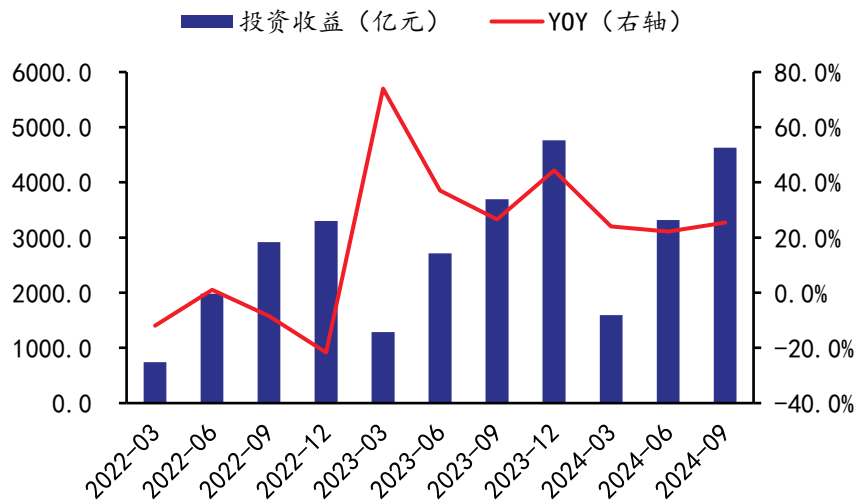


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.5 债牛下投资收益占比提升，金市投资更加注重灵活性

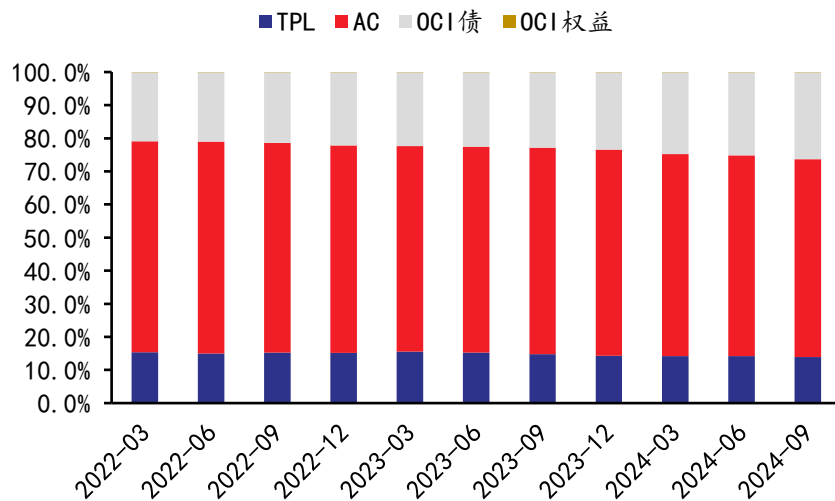
- **高基数下投资收益仍实现快速增长，占营收比例持续抬升。**今年前三季度上市银行投资收益（投资净收益+公允价值变动净收益）合计4630.3亿元，同比+25.4%，主要受债牛行情支撑；投资收益占营收比例为10.8%，同比+2.3pct。
- **OCI债券占比持续扩大，资产配置更加灵活。**截至24Q3末，上市银行金融投资合计87.7万亿元，同比+11.4%；其中TPL、AC、OCI债券占比分别为13.9%、59.7%、26.3%，同比分别-0.9pct、2.6pct、+3.5pct。OCI债券占比抬升，我们认为一方面是因为其公允价值提升，另一方面亦是银行注重资产配置灵活性，主动增加OCI占比以兼顾公允价值变动收益及利息变动。

图表27：上市银行投资收益及同比增速



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表28：上市银行金融投资分布情况

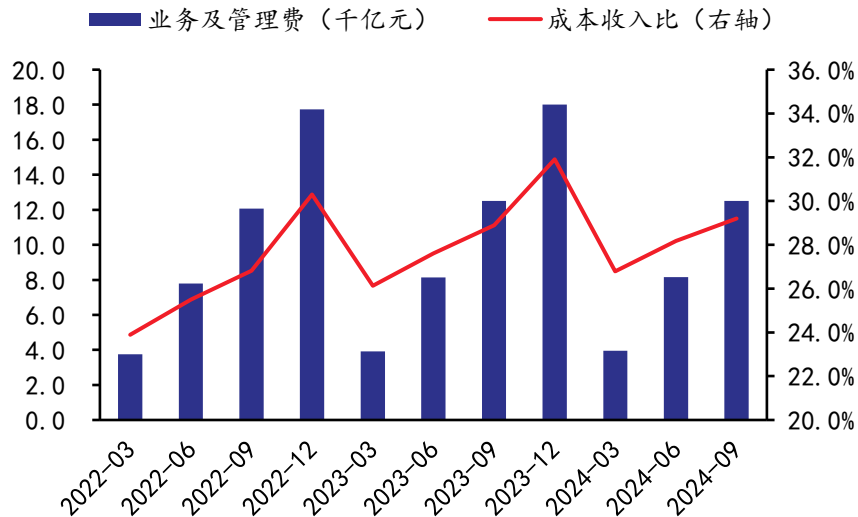


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.6 成本收入比同比略有抬升，信用成本率同比继续下行

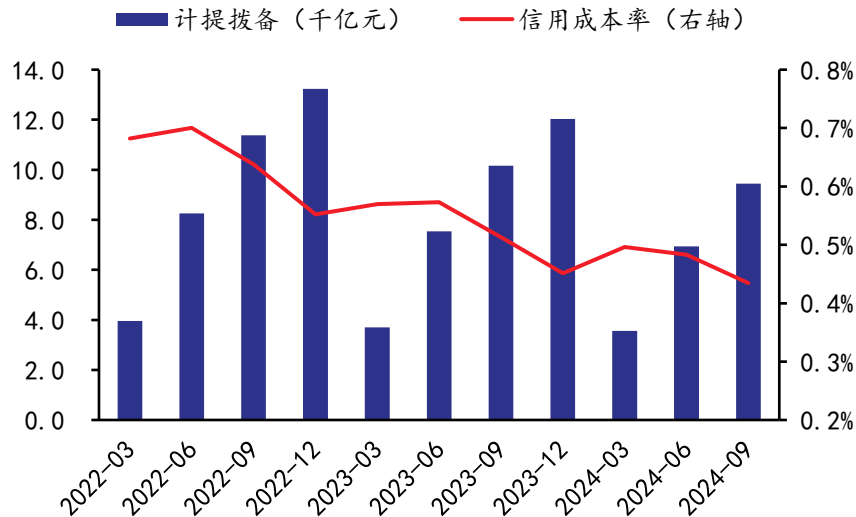
- ▶ **业务及管理费同比基本持平，成本收入比同比略有抬升。**今年前三季度上市银行业务及管理费合计1.3万亿元，同比基本持平；成本收入比（累计）为29.2%，同比+0.3pct，同比提升幅度逐步放缓，预计主要受员工费用支出管控影响。
- ▶ **拨备计提持续缩减，信用成本率同比继续下行。**今年前三季度上市银行拨备计提合计0.9万亿元，同比-7.1pct；信用成本率（累计）为0.43%，同比-8bp，资产质量对利润的侵蚀作用减弱。

图表29：上市银行业务及管理费和成本收入比



资料来源：iFinD，太平洋证券

图表30：上市银行计提拨备和信用成本率

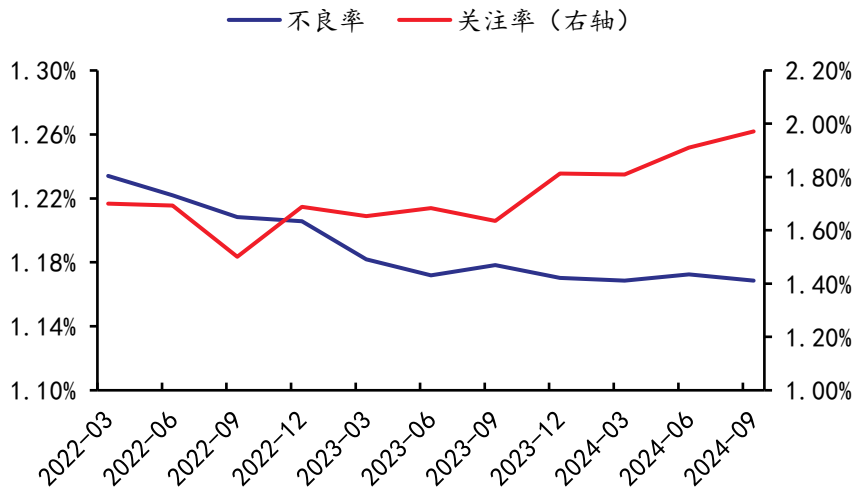


资料来源：iFinD，太平洋证券

2.7 不良率平稳先行指标抬升，拨备覆盖率仍处高位

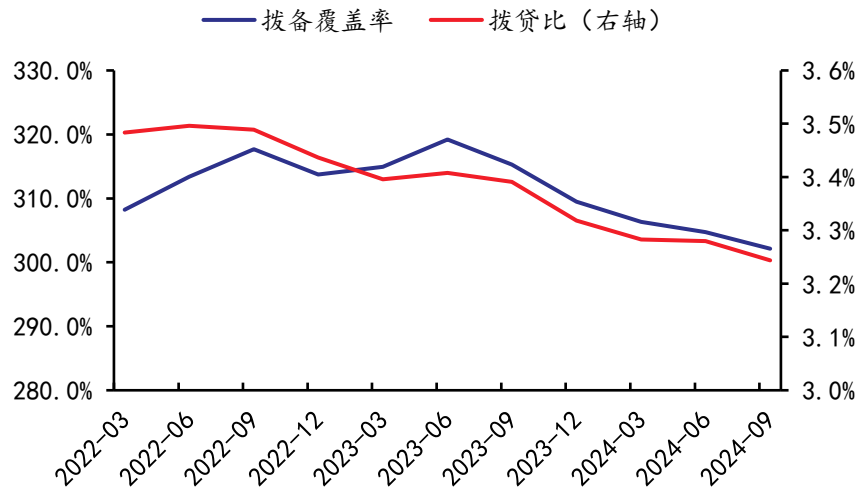
- ▶ **不良率趋势性下行，先行指标抬升。**截至24Q3末，上市银行平均不良率为1.17%，同比-1bp、较年初持平，整体仍保持下行趋势。先行指标方面，24Q3末披露关注率的33家银行平均关注率为1.97%，同比+33bp、较年初+18bp，出现同比抬升的银行为25家，占比75.8%；24H1末样本银行平均逾期率为1.75%，同比+19bp、较年初+17bp。
- ▶ **拨备覆盖率与拨贷比同步下行。**截至24Q3末，上市银行平均拨备覆盖率为302.1%，同比-13.1pct、较年初-7.3pct；上市银行平均拨贷比为3.24%，同比-15bp、较年初-7bp。拨备覆盖率与拨贷比同步下行，预计主因整体资产质量向好；拨备覆盖率仍处于相对高位，整体风险抵补能力充足。

图表31：上市银行不良率及关注率



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：取算术平均

图表32：上市银行拨备覆盖率及拨贷比



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：取算术平均

2.7 不良率平稳关注率抬升，拨备覆盖率仍处高位（续）

图表33：上市银行关注率和逾期率表现

公司简称	关注率 (%)					逾期率 (%)				
	23Q3	23A	24Q3	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
交通银行	1.51	1.51	1.58	0.07	0.07	1.28	1.38	1.45	0.17	0.06
邮储银行	0.62	0.68	0.91	0.29	0.23	0.96	0.91	1.06	0.10	0.15
民生银行	2.67	2.70	2.78	0.11	0.08	2.00	2.00	2.18	0.17	0.17
华夏银行	2.74	2.74	2.69	-0.05	-0.05	2.19	1.96	1.97	-0.22	0.01
浦发银行	2.35	2.33	2.33	-0.02	0.00	2.07	2.02	2.12	0.05	0.10
平安银行	1.77	1.75	1.97	0.20	0.22	1.71	1.76	1.72	0.01	-0.04
兴业银行	1.53	1.55	1.77	0.24	0.22	1.43	1.36	1.45	0.02	0.09
中信银行	1.50	1.57	1.69	0.19	0.12	1.43	1.63	1.86	0.43	0.24
招商银行	1.01	1.10	1.30	0.29	0.20	1.25	1.26	1.42	0.16	0.16
兰州银行	5.10	6.83	5.54	0.44	-1.29	5.75	3.45	2.61	-3.14	-0.84
西安银行	3.33	4.37	5.00	1.67	0.63	2.02	2.29	5.03	3.02	2.75
贵阳银行	3.06	2.86	3.87	0.81	1.01	2.91	2.52	2.97	0.05	0.45
厦门银行	1.22	1.43	2.92	1.70	1.49	1.50	1.10	1.50	0.00	0.40
长沙银行	1.63	1.82	2.48	0.85	0.66	1.59	1.53	1.98	0.39	0.45
上海银行	1.72	2.07	2.14	0.42	0.07	1.68	1.71	1.72	0.04	0.01
郑州银行	2.17	2.05	2.00	-0.17	-0.05	3.04	4.11	4.65	1.60	0.54
江苏银行	1.30	1.34	1.45	0.15	0.11	0.99	1.07	1.12	0.13	0.05

资料来源：iFinD，太平洋证券；注：样本银行数据取算术平均，各板块内按最新关注率排序

2.7 不良率平稳关注率抬升，拨备覆盖率仍处高位（续）

图表33：上市银行关注率和逾期率表现

公司简称	关注率 (%)					逾期率 (%)				
	23Q3	23A	24Q3	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
南京银行	0.97	1.17	1.14	0.17	-0.03	1.25	1.31	1.25	0.00	-0.06
齐鲁银行	1.45	1.38	1.12	-0.33	-0.26	1.06	1.00	0.99	-0.07	-0.01
宁波银行	0.54	0.65	1.08	0.54	0.43	0.85	0.93	0.92	0.07	-0.01
苏州银行	0.84	0.81	0.83	-0.01	0.02	0.73	0.72	0.93	0.20	0.21
杭州银行	0.37	0.40	0.59	0.22	0.19	0.59	0.62	0.70	0.11	0.08
无锡银行	0.43	0.42	0.59	0.16	0.17	0.68	0.66	0.78	0.11	0.12
青岛银行	0.68	0.54	0.58	-0.10	0.04	1.52	1.42	1.54	0.03	0.12
成都银行	0.44	0.41	0.43	-0.01	0.02	0.82	0.80	0.90	0.08	0.10
青农商行	4.47	5.79	5.55	1.08	-0.24	2.39	3.55	2.86	0.47	-0.68
张家港行	1.37	1.59	1.92	0.55	0.33	1.43	1.70	1.90	0.47	0.19
瑞丰银行	1.30	1.30	1.56	0.26	0.26	0.89	1.84	1.77	0.88	-0.07
常熟银行	1.05	1.17	1.52	0.47	0.35	1.02	1.23	1.54	0.52	0.32
江阴银行	1.07	1.06	1.42	0.35	0.36	1.46	1.19	1.27	-0.18	0.08
沪农商行	1.24	1.23	1.36	0.12	0.13	1.36	1.25	1.31	-0.06	0.05
紫金银行	1.08	0.96	1.36	0.28	0.40	1.22	1.29	1.41	0.18	0.11
苏农银行	1.27	1.21	1.19	-0.08	-0.02	0.62	0.73	1.03	0.41	0.30
样本银行	1.63	1.78	1.96	0.33	0.18	1.57	1.59	1.75	0.19	0.17

资料来源：iFinD，太平洋证券；注：样本银行数据取算术平均，各板块内按最新关注率排序

目录

- 1、24年总结：超额收益明显，红利属性是核心
- 2、基本面分析：盈利继续承压，息差是最大制约
- 3、25年展望：息差降幅预计收窄，资产质量改善可期
- 4、投资建议

3.1 预计新增信贷回稳，对公端重点基建投资、“五篇大文章”等领域

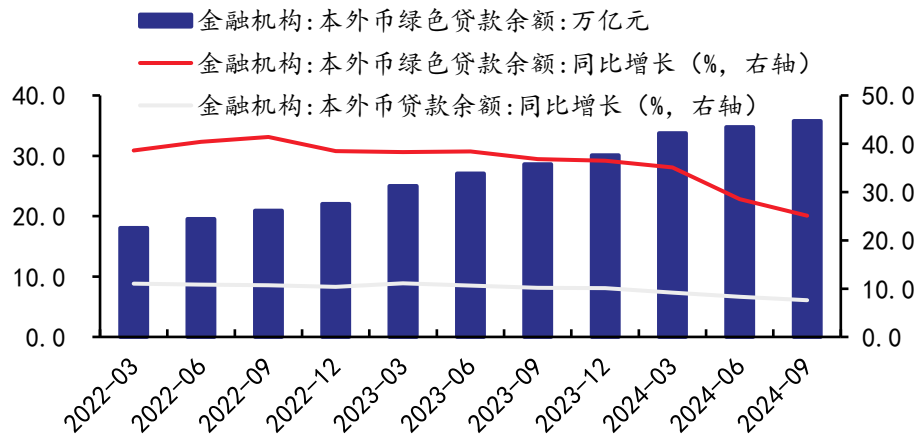
- **新增信贷有望回稳。**12月政治局会议定调“实施更加积极有为的宏观政策”，指出实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节。此外，如六大行增资落地后资本充足率有望进一步提升，服务实体经济的能力将进一步增强，带动整体信贷投放提速。
- **基建、“五篇大文章”是重点投放方向。**近期国务院发文扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，利于基建投资的加速发力，预计明年基建贷款仍是重要的信贷增量方向。发展新质生产力是实现高质量发展的重要着力点，做好“五篇大文章”是金融服务实体的切实抓手；尽管绿色、科技等领域贷款余额增速下行，但仍显著高于整体贷款增速，预计明年仍将是新增贷款的重要发力方向。

图表34：《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》梳理

文件名称	重要主题	具体内容
《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》	扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围	1) 实行专项债券投向领域“负面清单”管理，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金； 2) 在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，提高用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。
	完善专项债券项目预算平衡	1) 优化专项债券额度分配，做好项目融资收益平衡，确保专项债券实现省内各市、县区域平衡，严防专项债券偿还风险； 2) 完善专项债券项目“一案两书”制度。
	优化专项债券项目审核和管理机制	1) 开展专项债券项目“自审自发”试点，在10个省份以及雄安新区下放项目审核权限，省级政府审核批准本地区项目清单； 2) 打通在建项目续发专项债券“绿色通道”； 3) 建立“常态化申报、按季度审核”的项目申报审核机制。
	加快专项债券发行使用	加快专项债券发行进度，加快专项债券资金使用和项目建设进度，加强专项债券资金使用监管。

资料来源：国务院，太平洋证券

图表35：绿色贷款余额及同比增速

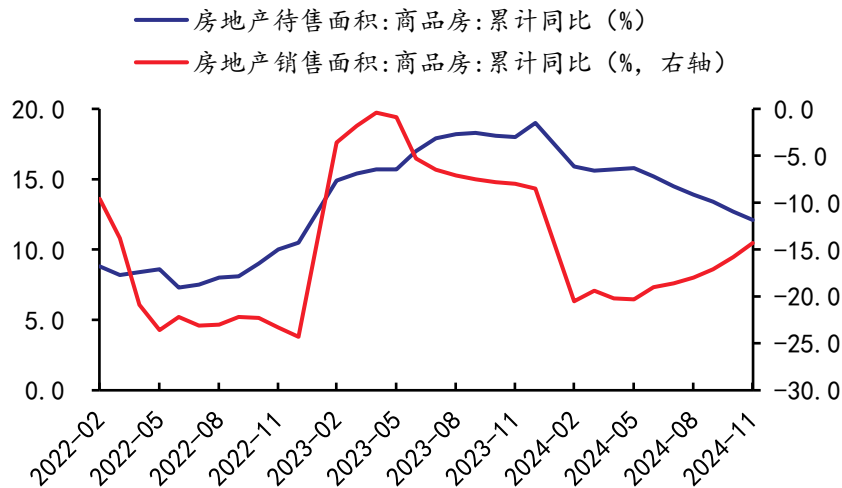


资料来源：iFinD，太平洋证券

3.2 零售贷款预计边际改善，但景气度回升仍需时间

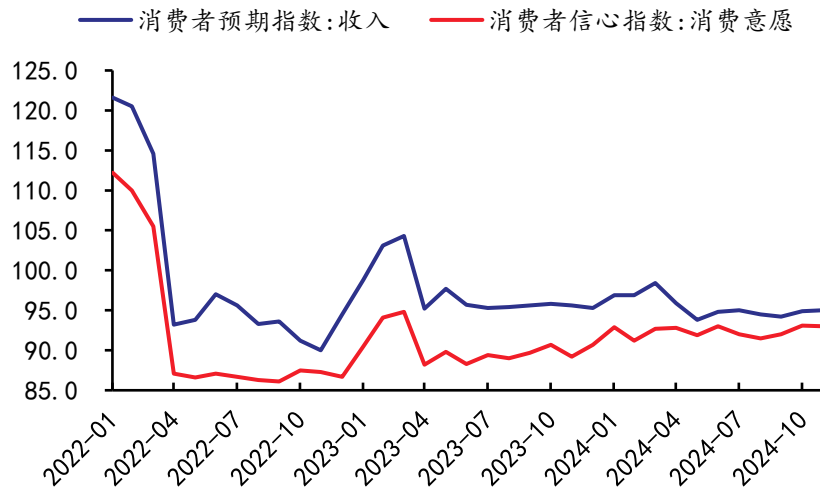
- ▶ **地产定调转向，增量政策频出利好居民购房需求。**9月政治局会议定调房地产市场“止跌回稳”，年内地产增量政策接续出台以刺激居民购房需求。伴随房价企稳以及存量房贷利率下调等政策落地，按揭提前还款压力将缓解，银行按揭贷款表现有望边际改善。
- ▶ **零售贷款核心在于收入预期，居民预期修复需要时间。**目前地产市场仍然面临高库存、低销售的情况，按揭贷款增量回升取决于后续地产去库和销售进程。影响居民房产消费、日常消费等消费支出的核心变量依然是对未来收入的预期，而通常居民端预期和风险偏好修复需要较长时间，零售贷款景气度回升尚需耐心

图表36：房地产待售面积累计同比及销售面积累计同比



资料来源: iFinD, 太平洋证券

图表37：消费者收入预期及消费意愿指数

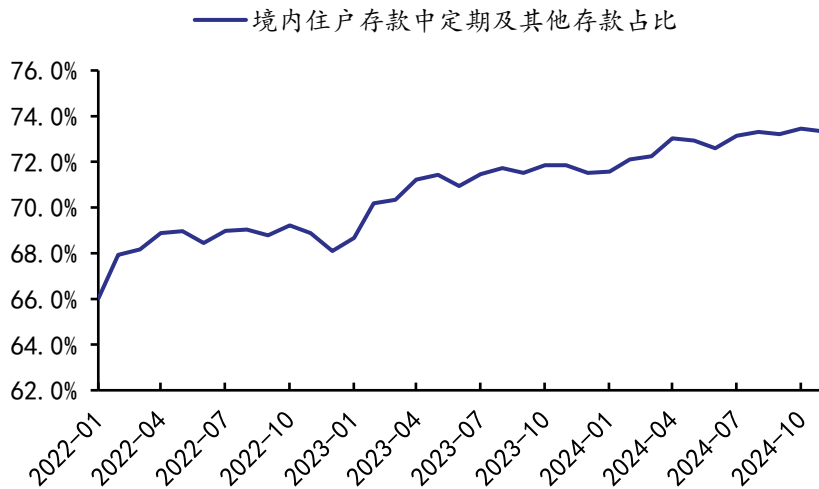


资料来源: iFinD, 太平洋证券

3.3 个人存款定期化趋势预计放缓

- **个人定期存款占比上升幅度有望收窄。**近年来个人存款定期化持续演绎，截至今年11月末，境内住户定期存款占比已达73.3%，同比+1.5pct。一方面居民消费和投资意愿下降，在利率下行预期下居民希望尽早配置稳定收息资产以锁定收益；另一方面，理财净值化叠加资产荒延续，居民偏好配置更加稳定的投资资产。展望25年，居民端，全方面扩大内需导向下居民消费有望边际改善，居民对于资本市场尤其是权益市场的预期改善亦有望增加投资支出意愿；银行端，增加值核算规则优化有望淡化传统的规模情节，利润创造成为考核重点，银行通过高利息、长期限存款产品进行揽储的动力下降，主动优化存款结构的动力将上升。

图表38：境内住户存款中定期存款占比



资料来源：iFinD, 太平洋证券

图表39：金融业增加值核算方式调整

细分行业	调整前参考指标	调整后参考指标
货币金融服务	存款及贷款余额增速	利息净收入增速、手续费及佣金净收入增速
资本市场服务	证券交易额增速	-
保险业	原保费收入增速	-
其他金融业	贷款余额增速	-

资料来源：政府官网, 太平洋证券

3.4 息差降幅预计继续收窄，利息净收入贡献度或提升

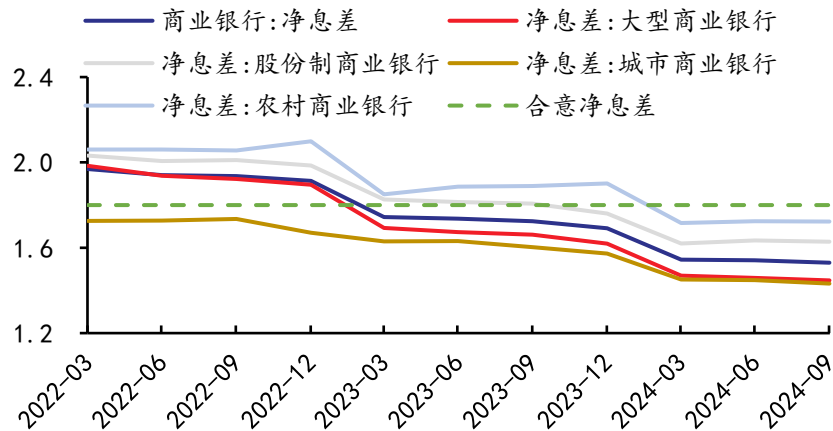
- **资产端收益率仍有下行压力，负债端成本压降持续推进。** 1) **资产端：**货币政策重回“适度宽松”，明年降息降准可期；存量房贷利率调整，叠加新一轮化债增量政策推进，预计银行资产收益率仍将下行。2) **负债端：**2022年以来银行持续下调存款挂牌利率，存款利率调降效用逐步显现；监管层4月禁止违规“手工补息”，11月规范非银同业存款定价行为，负债成本下降有望进入加速期。预计明年息差仍将下行，但降幅预计逐步收窄。
- **利息净收入贡献度有望提升。**近年利率下行形成债牛，同时在利息净收入增长承压下，部分银行对于债牛下的浮盈持续进行兑现，以支撑营收和利润增长。但当前利率水平已处于低位，利率继续大幅下行的情景概率在下降，大规模进行浮盈兑现的性价比和持续性降低；而在新增信贷回暖、息差降幅持续收窄预期下，银行利息净收入贡献度或提升。

图表40：银行息差影响因素

资产端影响因素	负债端影响因素
2月、7月、10月三次下调LPR，1年期、5年期LPR累计分别下调35bp、60bp	存款挂牌利率下调，今年以来大行活期、3个月、6个月、1年、2年、3年5年存款挂牌利率已累计下调10、35、35、35、45、45、45bp
10月存量按揭贷款利率调降，自律机制要求商业银行将在LPR上加幅高于-30bp的存量房贷加点幅度降至-30bp，且不低于所在城市目前执行的新发放房贷加点下限	4月自律机制发布倡议明确要求禁止通过手工补息高息揽储
11月一次性增加6万亿元地方政府债专项债务限额，用于置换各类隐性债务	11月自律机制发布两项新倡议，规范非银同业存款定价，并在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”

资料来源：中国人民银行，财政部，国务院，太平洋证券

图表41：商业银行净息差表现

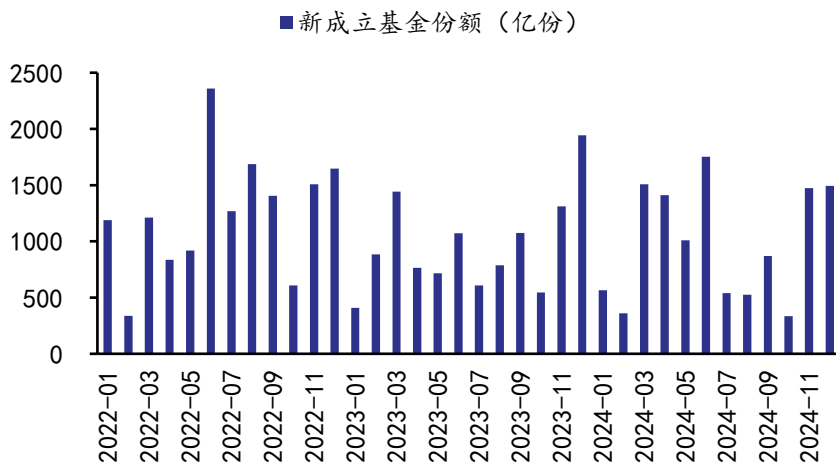


资料来源：iFinD，太平洋证券；单位：%

3.5 低基数下中收降幅预计边际改善，投资收益增速预计放缓

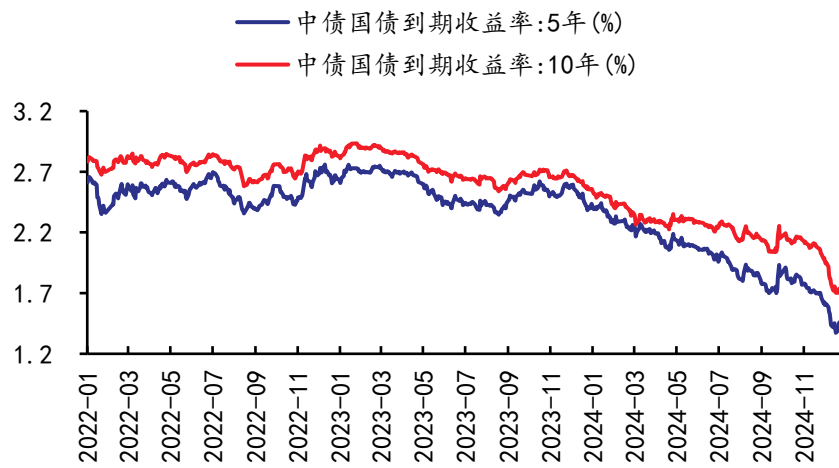
- 低基数效应下中收降幅预计收窄。**今年以来权益市场表现较为低迷，新成立基金份额依然偏弱，今年1-11月新成立基金份额累计1.0万亿元，同比+7.7%。银保渠道“报行合一”落地，银行代销保险的意愿和代销收入均下滑，亦拖累中收表现。展望25年，政策组合拳有望持续提振权益市场表现和投资者风险偏好，银保“报行合一”影响逐步消弭，低基数效应下明年中收表现有望边际改善。
- 投资收益是营收的重要支撑，但增速预计放缓。**近年债牛行情下银行投资收益（投资净收益+公允价值变动净收益）实现快速增长，为整体营收提供了重要支撑。目前来看，5年期、10年期国债收益率已分别降至1.44%、1.71%，处于低位水平；尽管利率下行预期仍在，但明年快速下行概率不高，且空间缩窄，投资收益增速预计边际放缓。

图表42：新成立基金份额



资料来源：iFinD, 太平洋证券

图表43：5年期和10年期中债国债到期收益率



资料来源：iFinD, 太平洋证券；注：数据截至12月30日

3.6 对公重点领域风险缓释，整体资产质量向好

- **地产、化债政策持续落地，对公重点领域风险缓释。**近年来受地产周期向下影响，地产和城投等领域贷款信用风险逐步暴露。在前期地产融资环境放松、化债积极推进下，地产、城投领域风险暴露高峰逐渐过去。随着9月地产“止跌回稳”定调转向、新一轮化债增量政策落地，我们预计对公重点领域将由风险暴露期转向集中处置期。

图表44：上市银行房地产业不良占比和不良率

公司简称	房地产不良占比					房地产不良率				
	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
农业银行	17.6%	15.5%	15.1%	-2.5%	-0.4%	5.8%	5.4%	5.4%	-0.4%	0.0%
工商银行	14.9%	11.6%	12.1%	-2.8%	0.6%	6.7%	5.4%	5.4%	-1.3%	0.0%
建设银行	12.5%	14.8%	13.8%	1.3%	-1.0%	4.8%	5.6%	5.2%	0.4%	-0.4%
交通银行	16.4%	23.1%	24.1%	7.7%	1.0%	3.4%	5.0%	5.0%	1.6%	0.0%
中国银行	17.5%	19.0%	18.0%	0.5%	-1.0%	5.1%	5.5%	4.9%	-0.2%	-0.6%
邮储银行	3.9%	9.2%	8.9%	5.0%	-0.3%	1.0%	2.5%	2.3%	1.2%	-0.2%
民生银行	28.4%	26.2%	27.7%	-0.7%	1.6%	5.1%	4.9%	5.3%	0.2%	0.4%
招商银行	32.4%	27.9%	27.4%	-5.0%	-0.5%	5.5%	5.3%	5.1%	-0.4%	-0.1%
光大银行	14.9%	18.6%	15.4%	0.5%	-3.2%	4.2%	5.3%	4.5%	0.3%	-0.3%
浦发银行	12.3%	19.2%	14.0%	1.7%	-5.2%	2.9%	4.1%	2.7%	-0.1%	-1.4%
华夏银行	8.8%	10.6%	6.6%	-2.2%	-4.0%	3.8%	4.2%	2.6%	-1.2%	-1.7%
中信银行	23.1%	10.4%	9.6%	-13.5%	-0.8%	5.3%	2.6%	2.3%	-3.0%	-0.3%
浙商银行	16.8%	17.9%	9.2%	-7.6%	-8.8%	2.3%	2.5%	1.3%	-1.1%	-1.2%
平安银行	7.9%	6.1%	9.0%	1.1%	2.9%	1.0%	0.9%	1.3%	0.3%	0.4%
兴业银行	5.8%	6.3%	8.4%	2.6%	2.2%	0.8%	0.8%	1.1%	0.3%	0.2%
杭州银行	23.9%	38.3%	38.2%	14.3%	-0.1%	3.9%	6.4%	7.1%	3.2%	0.7%
郑州银行	19.3%	28.0%	28.4%	9.1%	0.4%	4.2%	6.5%	6.9%	2.7%	0.4%
重庆银行	15.6%	11.9%	10.8%	-4.8%	-1.1%	7.1%	6.5%	5.8%	-1.4%	-0.7%

资料来源：iFinD，各公司公告，太平洋证券；注：南京银行为母公司口径，各板块取整体法口径，按最新房地产不良率排序

3.6 对公重点领域风险缓释，整体资产质量向好（续）

- **地产、化债政策持续落地，对公重点领域风险缓释。**近年来受地产周期向下影响，地产和城投等领域贷款信用风险逐步暴露。在前期地产融资环境放松、化债积极推进下，地产、城投领域风险暴露高峰逐渐过去。随着9月地产“止跌回稳”定调转向、新一轮化债增量政策落地，我们预计对公重点领域将由风险暴露期转向集中处置期。

图表44：上市银行房地产业不良占比和不良率（续）

公司简称	房地产不良占比					房地产不良率				
	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
江苏银行	12.8%	12.7%	12.7%	-0.1%	0.0%	2.1%	2.5%	2.8%	0.8%	0.3%
青岛银行	1.7%	14.7%	13.0%	11.3%	-1.7%	0.2%	2.3%	2.2%	1.9%	-0.1%
兰州银行	-	22.3%	9.7%	-	-12.5%	-	4.3%	2.0%	-	-2.3%
成都银行	20.1%	27.7%	14.4%	-5.8%	-13.3%	2.2%	3.0%	1.8%	-0.4%	-1.2%
苏州银行	18.4%	17.8%	15.9%	-2.4%	-1.9%	3.2%	2.6%	1.6%	-1.6%	-1.0%
上海银行	15.3%	15.7%	9.7%	-5.6%	-6.0%	2.1%	2.1%	1.4%	-0.7%	-0.7%
齐鲁银行	10.1%	1.6%	1.5%	-8.6%	-0.1%	6.8%	1.4%	1.4%	-5.4%	0.0%
贵阳银行	14.8%	15.9%	3.8%	-11.0%	-12.1%	2.2%	2.2%	0.5%	-1.7%	-1.7%
南京银行	6.0%	3.2%	1.8%	-4.3%	-1.4%	1.1%	0.6%	0.3%	-0.7%	-0.3%
宁波银行	3.0%	1.3%	1.2%	-1.8%	0.0%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.0%
厦门银行	23.8%	24.5%	0.2%	-23.7%	-24.3%	5.2%	4.7%	0.0%	-5.2%	-4.7%
渝农商行	3.9%	4.0%	3.8%	-0.1%	-0.2%	9.1%	9.3%	6.9%	-2.2%	-2.4%
青农商行	14.6%	6.3%	14.9%	0.3%	8.6%	3.0%	1.4%	4.8%	1.8%	3.4%
沪农商行	28.3%	33.0%	26.4%	-1.9%	-6.6%	1.8%	2.2%	1.7%	-0.4%	-0.5%
国有行	15.0%	15.3%	14.9%	-0.1%	-0.3%	4.0%	4.2%	4.1%	0.1%	-0.1%
股份行	17.8%	16.6%	15.2%	-2.6%	-1.4%	3.4%	3.2%	2.9%	-0.5%	-0.4%
城商行	12.6%	15.1%	11.6%	-1.0%	-3.5%	2.0%	2.5%	1.9%	-0.1%	-0.5%
农商行	14.8%	14.8%	14.3%	-0.4%	-0.4%	2.2%	2.2%	2.3%	0.1%	0.0%
上市银行	15.6%	15.6%	14.8%	-0.7%	-0.7%	3.7%	3.8%	3.5%	-0.1%	-0.2%

资料来源：iFinD，各公司公告，太平洋证券；注：南京银行为母公司口径，各板块取整体法口径，按最新房地产不良率排序

3.7 零售不良率抬头，风险暴露进程仍待观察

- ▶ **零售不良普遍抬升，风险暴露进程仍需观察。**受房价和收入预期改变、延期还本付息政策退出等因素影响，个贷不良率自23年开始逐步上升；今年以来个贷信用风险有加速趋势，截至24H1上市银行个贷不良率已上升至1.03%，较年初+11bp。考虑到银行对个贷板块收缩及部分零售客户延迟暴露情况，我们认为后续仍需重点关注个贷信用风险进程。

图表45：上市银行个贷不良占比和不良率

上市银行	个贷不良占比					个贷不良率				
	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
邮储银行	74.4%	73.9%	73.7%	-0.6%	-0.2%	1.1%	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%
交通银行	22.2%	19.0%	23.1%	0.9%	4.0%	1.0%	0.8%	1.0%	0.0%	0.2%
工商银行	16.2%	17.2%	21.2%	5.0%	4.0%	0.7%	0.7%	0.9%	0.2%	0.2%
中国银行	17.4%	17.5%	20.0%	2.6%	2.5%	0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%
建设银行	16.2%	17.6%	21.5%	5.3%	3.9%	0.6%	0.7%	0.8%	0.2%	0.2%
农业银行	18.0%	19.7%	21.3%	3.3%	1.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.1%	0.1%
华夏银行	28.0%	31.9%	40.1%	12.1%	8.3%	1.6%	1.7%	2.2%	0.6%	0.5%
浙商银行	28.3%	36.9%	35.9%	7.6%	-1.0%	1.5%	1.9%	1.9%	0.4%	-0.1%
民生银行	35.9%	41.3%	45.7%	9.7%	4.4%	1.4%	1.5%	1.7%	0.3%	0.2%
浦发银行	36.9%	35.6%	38.1%	1.2%	2.4%	1.5%	1.4%	1.5%	0.1%	0.1%
光大银行	36.7%	43.4%	45.1%	8.4%	1.6%	1.2%	1.4%	1.5%	0.3%	0.1%
兴业银行	48.4%	48.0%	45.3%	-3.1%	-2.7%	1.4%	1.4%	1.4%	0.0%	0.0%
平安银行	78.9%	75.2%	71.1%	-7.9%	-4.1%	1.4%	1.4%	1.4%	0.1%	0.0%
中信银行	36.7%	42.7%	45.4%	8.7%	2.7%	1.1%	1.2%	1.3%	0.2%	0.1%
招商银行	46.1%	49.7%	50.5%	4.4%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.1%	0.0%
贵阳银行	4.9%	26.4%	30.9%	26.0%	4.5%	0.5%	2.8%	3.5%	3.0%	0.7%
重庆银行	34.0%	36.0%	44.7%	10.7%	8.7%	1.7%	2.0%	2.4%	0.8%	0.5%
青岛银行	31.1%	32.2%	40.2%	9.1%	8.0%	1.4%	1.4%	2.0%	0.6%	0.5%

资料来源：iFinD，各公司公告，太平洋证券；注：南京银行为母公司口径，各板块取整体法口径，按最新个贷不良率排序

3.7 零售不良率抬头，风险暴露进程仍待观察（续）

- **零售不良普遍抬升，风险暴露进程仍需观察。**受房价和收入预期改变、延期还本付息政策退出等因素影响，个贷不良率自23年开始逐步上升；今年以来个贷信用风险有加速趋势，截至24H1上市银行个贷不良率已上升至1.03%，较年初+11bp。考虑到银行对个贷板块收缩及部分零售客户延迟暴露情况，我们认为后续仍需重点关注个贷信用风险进程。

图表45：上市银行个贷不良占比和不良率（续）

上市银行	个贷不良占比					个贷不良率				
	23H1	23A	24H1	同比	较年初	23H1	23A	24H1	同比	较年初
宁波银行	73.8%	80.0%	81.8%	8.0%	1.9%	1.5%	1.5%	1.7%	0.2%	0.2%
郑州银行	29.2%	21.4%	20.2%	-9.0%	-1.2%	2.3%	1.7%	1.6%	-0.7%	-0.1%
兰州银行	-	16.6%	18.6%	-	1.9%	-	1.2%	1.5%	-	0.3%
苏州银行	36.4%	40.3%	45.9%	9.6%	5.7%	0.9%	1.0%	1.3%	0.4%	0.3%
齐鲁银行	22.0%	26.0%	28.2%	6.1%	2.2%	1.0%	1.2%	1.3%	0.4%	0.1%
上海银行	24.5%	22.8%	26.8%	2.4%	4.1%	1.0%	0.9%	1.1%	0.1%	0.2%
江苏银行	31.2%	31.0%	34.0%	2.8%	3.0%	0.9%	0.8%	1.0%	0.1%	0.2%
杭州银行	33.1%	27.3%	32.9%	-0.2%	5.7%	0.7%	0.6%	0.8%	0.0%	0.2%
成都银行	16.3%	15.9%	18.5%	2.2%	2.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.1%	0.1%
瑞丰银行	58.2%	70.1%	79.0%	20.9%	9.0%	1.2%	1.5%	1.8%	0.6%	0.3%
青农商行	20.8%	26.9%	27.8%	6.9%	0.9%	1.4%	1.7%	1.7%	0.3%	0.0%
渝农商行	48.6%	57.9%	55.2%	6.6%	-2.7%	1.3%	1.6%	1.6%	0.2%	0.0%
沪农商行	30.3%	34.0%	38.3%	8.0%	4.3%	0.9%	1.1%	1.3%	0.4%	0.2%
常熟银行	63.5%	61.6%	68.0%	4.5%	6.4%	0.8%	0.8%	0.9%	0.1%	0.1%
国有行	19.9%	20.7%	23.8%	3.9%	3.0%	0.7%	0.7%	0.9%	0.2%	0.1%
股份行	41.2%	44.3%	45.9%	4.7%	1.6%	1.2%	1.3%	1.4%	0.2%	0.1%
城商行	30.5%	32.5%	36.4%	5.8%	3.9%	1.0%	1.1%	1.3%	0.3%	0.2%
农商行	38.7%	44.9%	46.7%	8.0%	1.7%	1.1%	1.3%	1.4%	0.3%	0.1%
上市银行	25.8%	27.1%	29.7%	4.0%	2.6%	0.9%	0.9%	1.0%	0.2%	0.1%

资料来源：iFinD，各公司公告，太平洋证券；注：南京银行为母公司口径，各板块取整体法口径，按最新个贷不良率排序

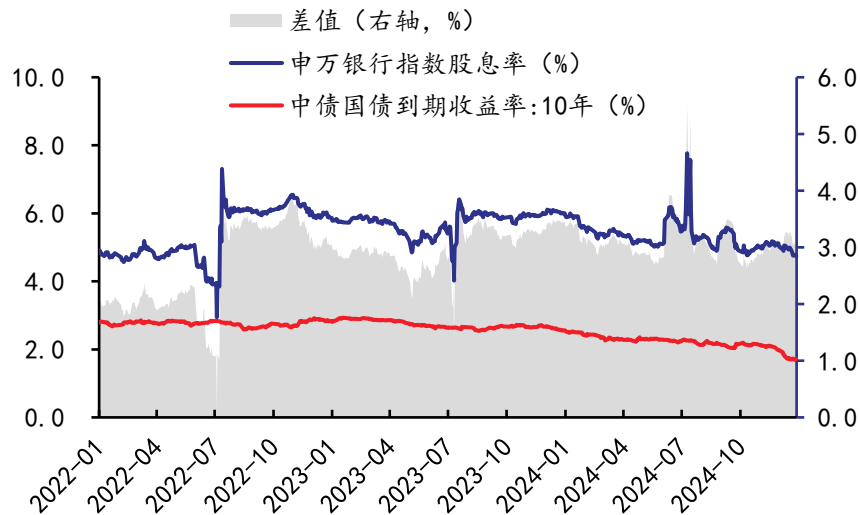
目录

- 1、24年总结：超额收益明显，红利属性是核心
- 2、基本面分析：盈利继续承压，息差是最大制约
- 3、25年展望：息差降幅预计收窄，资产质量改善可期
- 4、投资建议

4.1 银行板块红利属性显著，基金持仓比例仍有提升空间

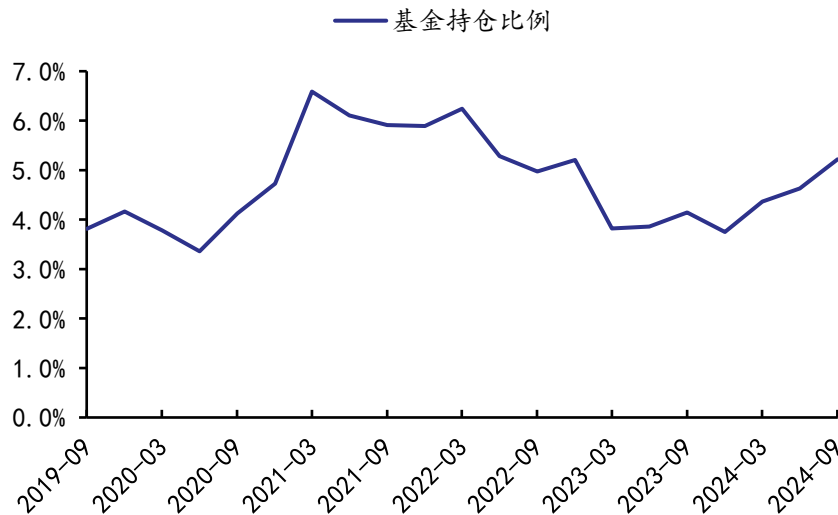
- **银行板块股息率4.8%，红利资产属性显著。**截至12月30日，申万银行指数股息率为4.7%，高出10年期国债YTM 3.0%。在市场利率下行预期和高票息资产短缺背景下，银行板块具备稳健的分红比例和较高的股息回报预期，配置价值凸显。
- **基金持仓逐步增加，后续仍有提升空间。**A股银行板块基金持仓从今年开始持续提升，截至24Q3末，A股银行板块基金持仓比例为5.2%，较23年末+1.5pct。当前银行基金持仓比例距离此前的高点6.6%仍存距离，随着ETF基金快速扩容、中期分红强化红利资产属性，基金持仓比例仍有提升空间。

图表46：申万银行指数股息率与10年期国债YTM



资料来源：iFinD，太平洋证券；注：数据截至12月30日

图表47：银行板块基金持仓比例

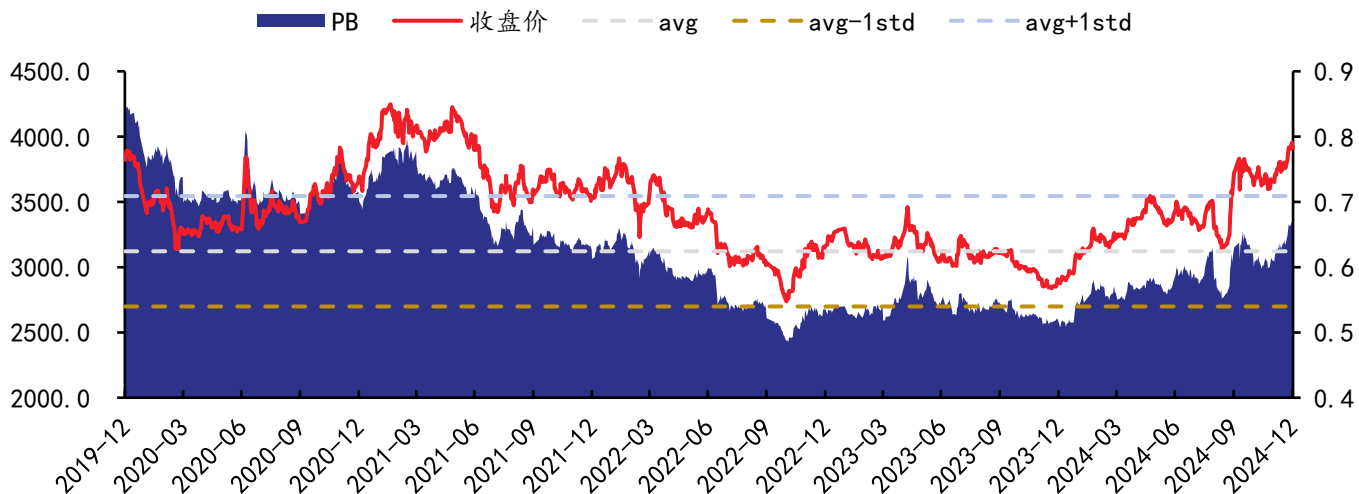


资料来源：iFinD，太平洋证券；注：统计口径为基金持仓市值/自由流通市值

4.2 风险预期改善+市值管理细则落地有望推动估值提升

- **申万银行指数PB估值位于5年67.7%、10年33.8%分位数水平。**截至12月31日，申万银行指数PB估值为0.66，位于近5年67.7%、近10年33.8%的分位数水平。个股估值表现分化，国有行PB估值分位数较高，而零售、地产相关个股（如招商银行、常熟银行、宁波银行等）PB估值分位数仍在低位。
- **中长期来看银行估值有望重塑。**银行板块估值长期处于破净状态，主要是由于市场对于地产、城投、零售等领域信用风险较为悲观。近年政策层加大相关领域风险化解力度，并持续加强上市公司市值管理要求；在风险预期改善和市值管理关注度持续提升下，银行板块有望迎来估值重塑。

图表48：申万银行指数及PB估值

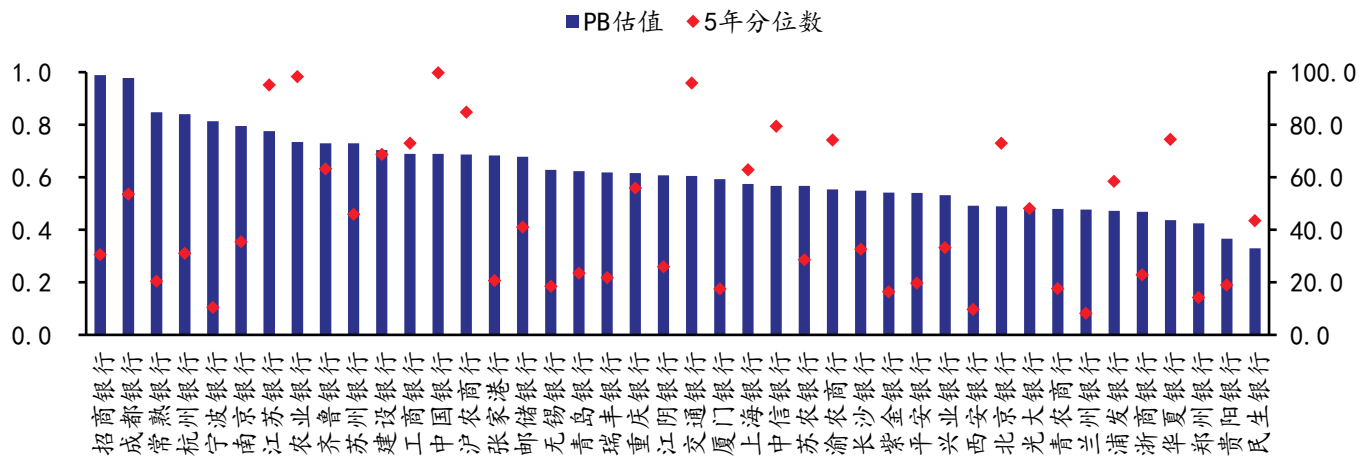


资料来源：iFinD，太平洋证券；注：数据截至12月31日

投资建议

- **先交易红利策略、后交易复苏逻辑。**展望25年，预计前期市场将在经济数据中寻找复苏迹象，风险偏好整体提升尚需时间，红利策略作为防御策略仍会是资金配置重点。而随着增量政策效用显现、经济复苏路径确认，风险偏好回升下资金将切换至估值去化较多的顺周期品种，以博取更高的收益弹性。
- ✓ **红利策略：**推荐股息确定性高，或有中期分红强化红利属性的标的，如**南京银行、成都银行**；
- ✓ **顺周期方向：**1) 此前受制于地产、零售等风险而估值下行较多的顺周期标的，如**常熟银行、民生银行**；2) 受益于化债政策落地，资产质量提升可期标的，如**齐鲁银行、重庆银行**；3) 复苏主线下经济动能强劲区域的银行，如**江苏银行、杭州银行**。

图表49：上市银行PB估值及5年分位数水平



资料来源：iFind，太平洋证券；注：数据截至12月31日

盈利预测

南京银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	45,159.51	48,503.30	51,708.89	55,502.76
营业收入增长率	1.24%	7.40%	6.61%	7.34%
归母净利润（百万元）	18,502.08	20,202.79	22,023.86	24,152.82
归母净利润增长率	0.51%	9.19%	9.01%	9.67%
每股净资产	16.39	17.48	19.75	22.22
市净率（PB）	0.64	0.60	0.53	0.47
EPS	1.79	1.93	2.10	2.30
市盈率（PE）	5.85	5.43	4.98	4.54

成都银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21,702.19	22,769.31	24,523.73	26,954.33
营业收入增长率	7.22%	4.92%	7.71%	9.91%
归母净利润（百万元）	11,671.12	12,811.54	14,150.74	15,822.64
归母净利润增长率	16.22%	9.77%	10.45%	11.81%
每股净资产	18.68	20.96	24.82	29.38
市净率（PB）	0.90	0.80	0.68	0.57
EPS	3.06	3.36	3.71	4.15
市盈率（PE）	5.49	5.00	4.53	4.05

常熟银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,870.29	10,900.31	11,961.70	13,339.07
营业收入增长率	12.05%	10.44%	9.74%	11.51%
归母净利润（百万元）	3,281.50	3,859.01	4,449.93	5,147.14
归母净利润增长率	19.60%	17.60%	15.31%	15.67%
每股净资产	9.25	9.48	11.24	12.65
市净率（PB）	0.79	0.77	0.65	0.58
EPS	1.20	1.28	1.48	1.71
市盈率（PE）	6.08	5.69	4.93	4.26

民生银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	140,817.00	138,292.51	139,753.56	144,191.27
营业收入增长率	-1.16%	-1.79%	1.06%	3.18%
归母净利润（百万元）	35,823.00	35,778.75	36,520.25	37,421.65
归母净利润增长率	1.57%	-0.12%	2.07%	2.47%
每股净资产	14.27	14.96	15.81	16.63
市净率（PB）	0.28	0.27	0.25	0.24
EPS	0.82	0.82	0.83	0.85
市盈率（PE）	4.90	4.91	4.81	4.69

盈利预测

齐鲁银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	11,951.86	12,506.34	13,706.56	15,207.76
营业收入增长率	8.03%	4.64%	9.60%	10.95%
归母净利润 (百万元)	4,233.75	4,888.36	5,657.36	6,596.43
归母净利润增长率	18.02%	15.46%	15.73%	16.60%
每股净资产	8.83	9.57	10.91	12.45
市净率 (PB)	0.62	0.57	0.50	0.44
EPS	0.90	1.01	1.17	1.36
市盈率 (PE)	6.09	5.42	4.68	4.02

重庆银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	13,211.47	13,544.31	14,070.14	14,875.35
营业收入增长率	-1.89%	2.52%	3.88%	5.72%
归母净利润 (百万元)	4,929.79	5,145.35	5,480.50	5,869.32
归母净利润增长率	1.27%	4.37%	6.51%	7.09%
每股净资产	16.38	17.59	19.49	21.56
市净率 (PB)	0.56	0.52	0.47	0.42
EPS	1.42	1.48	1.58	1.69
市盈率 (PE)	6.43	6.16	5.78	5.40

江苏银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	74,293.43	79,389.26	85,422.40	92,699.01
营业收入增长率	5.28%	6.86%	7.60%	8.52%
归母净利润 (百万元)	28,750.35	31,285.68	34,703.47	38,747.52
归母净利润增长率	13.25%	8.82%	10.92%	11.65%
每股净资产	13.65	16.08	18.09	20.29
市净率 (PB)	0.71	0.60	0.54	0.48
EPS	1.57	1.70	1.89	2.11
市盈率 (PE)	6.20	5.70	5.14	4.60

杭州银行	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	35,015.54	36,823.32	39,132.34	42,014.32
营业收入增长率	6.33%	5.16%	6.27%	7.36%
归母净利润 (百万元)	14,383.37	16,906.45	19,923.08	22,969.45
归母净利润增长率	23.15%	17.54%	17.84%	15.29%
每股净资产	18.77	22.94	26.93	31.48
市净率 (PB)	0.77	0.63	0.53	0.46
EPS	2.43	2.85	3.36	3.87
市盈率 (PE)	5.92	5.04	4.27	3.71

风险提示

- 政策落地不及预期；
- 宏观经济表现存在预期差；
- 息差下行幅度超预期；
- 资产质量大幅恶化。

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。