

银行业专题

银行择股主线和逻辑：复盘和展望

优于大市

核心观点

银行股投资收益可拆解为三部分：利润留存收益（即不考虑外源融资下的净资产增长率）、分红收益和估值变动。换言之，银行股持有收益主要取决于ROE和 ΔPB ，即可分为“赚业绩的钱”和“赚估值的钱”；其中估值影响因素众多，包括ROE预期、无风险利率（ r_f ）、风险溢价（ERP）。现实中，投资者在买入银行股时，一般又会将银行分为稳定股息类和高成长类，对于高股息银行，投资者往往将其视为类固收资产，预期赚业绩增长的钱和无风险利率下降带来的价值重估收益；对于高成长银行，投资者往往预期赚业绩高增或风险溢价下降带来的估值提升的钱。

复盘：过去3-4年很少有银行能够凭借高成长性给投资者带来回报，投资回报主要来自于高分红银行的股息以及无风险利率下降后的价值重估。（1）过去十年维度，银行持有收益主要看ROE，估值影响较小，但对部分中小银行形成了拖累；（2）过去三年和五年维度，大行同时赚业绩和估值提升的钱，中小银行收益不佳，主要受估值下降拖累。不过随着时间的拉长，估值变动对收益率的影响越来越弱；（3）大行中长期持有收益好于大多数中小银行，且大行收益稳定；中小银行持有收益且更易受估值变动的影响，波动较大，因此投资中小银行需审慎评估估值的变动。

展望：2025年高分红和高成长主线都有机会。（1）业绩：2025年上半年净息差继续下行，但降幅收窄，下半年有望企稳，此轮业绩下降周期进入尾声，但预计改善幅度有限。但中长期ROE中枢仍将有所下移，不过预计大行较长时间都会维持在7%-8%。（2）无风险利率短期有所波动，但整体仍处在低位：2025年稳增长政策持续发力，降准降息延续，不过当前利率已充分反映了此预期。伴随稳增长政策效果逐步显现，预计利率短期有所波动。但稳增长政策取得明显效果之前，预计利率仍处在较低水平；（3）风险溢价或将成为2025年投资主线之一：由于政策的积极转向以及2025年经济复苏的预期不断增强，投资者对高成长银行所要求的风险溢价将有所下降，利好成长银行估值修复。

投资建议：主线一：高股息主线。低利率环境下，高股息依然是中长期配置主线，持续推荐大行、招商银行。主线二：布局高赔率成长主线，静待经济复苏。重点推荐宁波银行、招商银行和常熟银行等。

风险提示：中美贸易冲突加剧、稳增长政策力度不及预期等都会冲击国内经济复苏，会带来银行业绩下滑，资产质量担忧加剧。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600036.SH	招商银行	优于大市	39.07	9,853	5.66	5.91	6.9	6.6
601128.SH	常熟银行	优于大市	6.97	210	1.42	1.67	4.9	4.2
002142.SZ	宁波银行	优于大市	24.63	1,626	4.03	4.35	6.1	5.7
601288.SH	农业银行	优于大市	5.03	17,604	0.80	0.84	6.3	6.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

银行

优于大市 · 维持

证券分析师：田维韦
021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn
S0980520030002

证券分析师：陈俊良
021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn
S0980519010001

证券分析师：王剑
021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn
S0980518070002

联系人：刘睿玲
021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn
S0980519010001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《银行理财2025年1月月报-“开门红”后理财与基金的三个合作方向》——2025-01-10
- 《美国金融如何支持科技企业？-案例分析与行业数据》——2025-01-08
- 《中小银行风险情况如何？-2023年度央行金融机构评级结果点评》——2024-12-31
- 《银行理财2024年12月月报-规模站稳30万亿元之后》——2024-12-10
- 《2025年银行业资产负债配置展望-财政与信用双引擎》——2024-12-09

内容目录

分析框架：投资银行股赚什么钱？	4
银行股投资收益来源理论模型：ROE 和 ΔPB	4
ΔPB 影响因素：预期 ROE、无风险利率和风险溢价	4
总结：银行持有收益影响因素	6
历史复盘：不同银行投资收益来源	6
展望：短期视角和中长期视角如何择股	9
ROE 展望：下行担忧短期缓解，中长期中枢下移	9
r_f 和 ERP 展望：2025 年同时利好两类银行	13
投资建议	15
风险提示	15

图表目录

图 1: 五大行业绩增速一般滞后于 GDP 增速	5
图 2: 银行股持有收益来源分析框架	6
图 3: 三家银行归母净利润增速	9
图 4: 三家银行营收增速	9
图 5: 银行业绩的主要驱动因素	10
图 6: 6 家上市银行不同行业贷款不良率	11
图 7: 老 16 家上市银行“贷款减值损失/不良生成”	11
图 8: 上市银行营收和归母净利润增速	11
图 9: 上市银行利润增速归因	11
图 10: 央行货币政策目标的不可能三角	12
图 11: 不同国家银行业净息差水平	12
图 12: 欧洲系统重要性银行信贷减值计提成本	13
图 13: 日本银行业信贷减值计提成本	13
图 14: 大行股息率和十年期国债收益率差值	14
图 15: 三家成长银行风险溢价水平	14
表 1: 不同银行近三年年化收益率拆分	7
表 2: 不同银行近五年年化收益率拆分	7
表 3: 不同银行近十年年化收益率拆分	8
表 4: 大行 A 近十年每年持有收益率	8
表 5: 股份行 I 近十年每年持有收益率	9
表 6: 城商行 K 近十年每年持有收益率	9
表 7: 大行 ROE 简化测算	12
表 8: LPR 和国有大行存款挂牌利率下降幅度	13

分析框架：投资银行股赚什么钱？

银行股投资收益来源理论模型：ROE 和 ΔPB

投资者买入银行股的收益主要来自于两部分，股价上涨和分红收益。按国内银行分红习惯，当年的利润在次年进行分红（在第二年向股东支付分红 D_1 ）。即：

$$\begin{aligned} \text{当年持有收益率} &= \frac{P_2 + D_1}{P_1} - 1 \\ &= (1 + \Delta BPS_2) * (1 + \Delta PB_2) + \frac{D_1}{P_1} - 1 \\ &= \Delta BPS_2 + \Delta PB_2 + \Delta BPS_2 \cdot \Delta PB_2 + \frac{D_1}{P_1} \end{aligned}$$

$$\text{其中, } \Delta BPS_2 = ROE - \frac{D_1}{BPS_1}$$

这一分红习惯导致公式推导较为复杂，不便于使用。为了简化分析，我们假设银行都在年底就把当年的利润进行分配（分红率 d ），并且不考虑外源融资的影响。这会带来一定与实现的误差，但易于分析逻辑的阐释。同时假设 ROE 保持不变，增长进入稳态。此时，公式将简单很多，就是理论研究中常用的戈登增长模型，即：

$$\begin{aligned} g &= \Delta BPS = ROE * (1 - d) \\ \text{当年持有收益率} &= ROE * (1 - d) + \Delta PB + \Delta BPS \cdot \Delta PB + \frac{ROE * BPS_1 * d}{P_1} \\ &= ROE * (1 - d) + \frac{ROE * d}{PB_1} + \Delta PB + \Delta BPS \cdot \Delta PB \end{aligned}$$

即，银行股当年持有收益可以拆解为 $ROE * (1 - d)$ （不考虑外源融资下的净资产增长率）、买入价对应的静态股息率 $(ROE * d / PB_1)$ 、 ΔPB 以及 $\Delta BPS \cdot \Delta PB$ 。其中 $ROE * (1 - d)$ 代表当年利润中未分配部分的市场价值， $(ROE * d / PB_1)$ 则代表利润分配部分的市场价值，如果 PB_1 小于 1.0x，则投资者获得的股息金额（不考虑税）会高于未分配利润的市场价值（因为未分配利润作为净资产的一部分，处于折价交易），从提高投资者收益角度来说，上市银行应该多分红。当然，现实中，银行分红比例受到诸多因素影响，并且较为稳定。此外， $\Delta BPS \cdot \Delta PB$ 一般数值较少，一般可归入误差项处理。

上述公式表明银行股持有收益主要取决于 ROE 和 ΔPB ，即可分为“赚业绩的钱”和“赚估值的钱”，不过估值影响因素众多。

ΔPB 影响因素：预期 ROE、无风险利率和风险溢价

■ ROE 和 PB 明显正相关：业绩提升会带来戴维斯双击行情

上文将持有银行股的收益率分解为 ROE 和 ΔPB ，即股价的收益来自于业绩和估值增长率。但实际中这两个指标间也是相关的，一般来说，ROE 与 PB 呈现明显的正相关性。前文已指出， g 是一个关于 ROE、 d 的函数，表示为：

$$g = f(ROE, d)$$

次年分红的习惯导致上式比较复杂。但按照上文假设，如果当年年末分红，则上式就是：

$$g = ROE * (1 - d)$$

而根据永续增长（ g ）的股息折现模型，合理估值为（增速较高的个股不适用，比如 g 大于折现率 r 时）：

$$P = \frac{D}{r - g} = \frac{BPS \cdot ROE \cdot d}{r - g}$$

于是：

$$PB = \frac{ROE \cdot d}{r - g} = \frac{ROE \cdot d}{r - ROE * (1 - d)}$$

因此，ROE 与 PB 正相关。在 r 不变动的情况下，如果一家银行 ROE 提升，那么 PB 也会提升，即“戴维斯双击”。反之则“戴维斯双杀”。

注意，公式中的 ROE 是实际 ROE，但现实的股票交易中更多体现的是预期 ROE，因为银行具有典型的经济后周期属性。净息差和资产质量是影响银行业绩核心驱动因子，但两者都具有明显的经济后周期属性，导致 ROE 其实也是滞后的。PB 代表的是预期，会提前反应，因此代入上式的，其实是市场对 ROE 的预期。

图1：五大行业绩增速一般滞后于 GDP 增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

■ PB 估值还受无风险利率（ r_f ）和风险溢价（ERP）影响

除了上文提到的预期 ROE 外，分母中的折现率 r 是影响 PB 估值的另一个重要因素。折现率 r 由无风险收益率（ r_f ）和风险溢价（ERP）决定，无风险利率 r_f 习惯上用十年期国债收益率为代表。风险溢价则是投资者为了承担额外的风险而要求的超过无风险利率的回报，是投资者要求对其自身承担风险的补偿。具体到股票资产定价中，风险溢价一方面会受到股权资产业绩增长、流动性、公司治理、政策风险等因素的影响；另一方面取决于投资者对风险的承受度，影响其是否要冒险获得较高的报酬，风险厌恶型投资者对于同一风险资产会要求有更高的回报。风险溢价提升，对应折现率提高，风险资产价格下降。

对于上市银行来说，市场将其分成两类，一类是以大行为代表的高股息品种，大多数情况下市场将其视为类固收产品，追求的是稳定的股息收益，无风险收益率

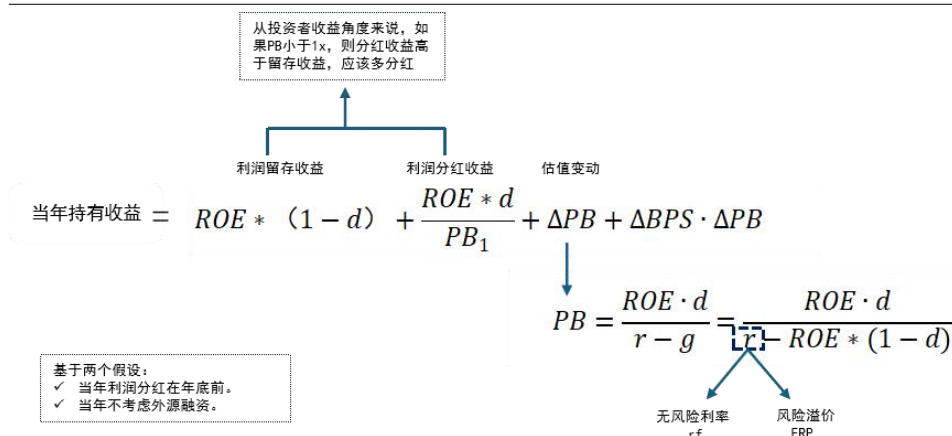
(r_f) 走势更为关键；另外一类是以宁波银行、常熟银行等为代表的个股，市场往往将其视为风险资产，追求的是成长性，风险溢价 (ERP) 主要适用于这类银行。

总结：银行持有收益影响因素

根据前文分析，银行股持有收益取决于 ROE 和 ΔPB ，即可分为“赚业绩的钱”和“赚估值的钱”。其中估值影响因素众多，包括 ROE 预期、无风险利率 (r_f)、风险溢价 (ERP)。因此，银行股持有收益主要受 ROE、无风险收益率 (r_f)、风险溢价 (ERP) 和分红比例四个因素影响 (图 2)。

现实中，考虑到不同银行属性，又可分为稳定股息类和高成长类，对于高股息银行，投资者往往将其视为类固收资产，预期赚业绩增长的钱或者无风险利率下降等因素带来的价值重估收益，实际持有收益受 ROE、无风险收益率和分红率影响；对于高成长银行，投资者往往预期赚估值提升的钱，ROE 预期和风险溢价是主导因素。但这个分类并不是绝对的，比如经济强劲增长阶段，投资者持有具有高股息属性的大行，但想赚的也是风险溢价下降和业绩高增后估值提升的钱。

图2：银行股持有收益来源分析框架



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

历史复盘：不同银行投资收益来源

上文基于两个重要假设：（1）当年利润分红在年底完成，（2）当年不考虑外源融资，从而将当年持股收益率来源拆分为：

$$\text{当年持有收益率} = ROE * (1 - d) + \frac{ROE * d}{PB_1} + \Delta PB + \Delta BPS * \Delta PB$$

注意，按照假设，上述公式中的 PB 是基于当年没有外源融资下的 PB 值，与实际披露的 PB 值有一定的差异。按照上述模型计算的持有收益与实际收益也会因为两个不符合实际情况的假设而存在误差，不过表 1-3 测算结果显示误差很小，这意味着上述模型是有效的。因此，后文我们基于此模型的分析 and 预测是有效的。

基于上述模型，我们统计了 17 家 A 股上市银行截止 2024 年 12 月 31 日的近三年、近五年和近十年的年化收益率（十年收益率仅统计 11 家银行，因为有 6 家银行上市时间不满十年）。统计结果表明：

- 长期持有银行股性价比较高,统计的 11 家银行中有 9 家银行近十年年化收益率都在 10%以上,另外两家银行近十年年化收益率分别是 5.2%和 8.4%。
- 银行股收益来源角度,(1) 持股时间越长,估值变化对持股收益率影响越小,十年持有收益主要来自于 ROE,估值变动对大行影响微乎其微,但对部分中小银行形成了明显的拖累。(2) 过去三年和五年维度,大行同时赚业绩和估值提升的钱。中小银行收益不佳,主要受估值下降拖累,不过随着时间的拉长,估值变动对收益率的影响越来越弱。
- 不同类型银行角度,(1) 拉长周期大行持有收益好于大多数股份行和城商行,且收益波动较低。因此,中长期角度,对于追求绝对收益的投资来说,大行确实是一个不错的投资品种。(2) 中小银行持有收益且更易受估值变动的影响,波动较大,因此投资中小银行需审慎评估估值变动因素。

表1: 不同银行近三年年化收益率拆分

模型测算收益率 (近三年年化):	大行						股份行					城商行			农商行		
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
ROE*(1-d): ΔBPS	7.5%	7.8%	7.2%	7.8%	7.0%	8.0%	10.4%	8.4%	8.8%	8.1%	12.2%	9.7%	12.1%	12.9%	10.3%	6.6%	9.5%
股息率	7.1%	7.7%	7.3%	6.9%	7.8%	6.0%	5.2%	6.5%	5.0%	7.4%	1.9%	6.6%	4.2%	6.9%	4.1%	8.0%	4.1%
ΔPB	12.3%	20.1%	20.0%	11.9%	18.1%	1.2%	-12.3%	-1.8%	-15.3%	13.0%	-23.0%	2.2%	-4.6%	2.7%	-0.5%	15.7%	-5.4%
交叉项	1.0%	1.6%	1.4%	0.9%	1.3%	0.1%	-1.1%	-0.2%	-1.3%	1.1%	-2.5%	0.6%	-0.1%	0.8%	0.1%	1.1%	-0.4%
持股收益率(模型)	28.0%	37.3%	36.1%	27.6%	34.4%	15.4%	2.0%	12.9%	-3.1%	29.6%	-11.7%	18.8%	11.0%	22.9%	13.8%	31.5%	7.7%
实际收益率	29.0%	38.1%	37.2%	28.8%	35.1%	15.4%	3.3%	13.7%	-3.2%	30.2%	-10.3%	20.0%	12.8%	25.4%	15.5%	32.3%	9.3%
误差	1.0%	0.8%	1.1%	1.1%	0.8%	0.1%	1.4%	0.8%	0.1%	0.6%	1.4%	1.1%	1.8%	2.5%	1.6%	0.9%	0.3%

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理。注: 收益率为考虑了红利再投资收益, 下同。

表2: 不同银行近五年年化收益率拆分

模型测算收益率 (近五年年化):	大行						股份行					城商行			农商行		
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q
ROE*(1-d): ΔBPS	7.8%	7.9%	7.5%	8.1%	7.3%	8.2%	10.6%	9.0%	9.0%	8.0%	12.5%	10.0%	11.0%	12.3%	9.2%	6.5%	9.3%
股息率	6.8%	7.4%	7.3%	6.6%	8.1%	5.7%	4.6%	6.0%	3.5%	6.9%	1.8%	6.6%	4.0%	6.5%	3.6%	7.0%	3.8%
ΔPB	1.1%	5.6%	6.8%	1.1%	6.1%	-3.0%	-6.1%	-4.2%	-12.2%	0.5%	-12.8%	-0.9%	1.2%	3.8%	-8.4%	-3.0%	-4.9%
交叉项	0.1%	0.5%	0.5%	0.1%	0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.4%	-1.0%	0.1%	-1.3%	0.1%	0.5%	0.7%	-0.5%	0.0%	-0.4%
持股收益率(模型)	15.8%	21.5%	22.2%	15.9%	22.0%	10.7%	8.4%	10.4%	-0.8%	15.5%	0.0%	15.5%	16.2%	23.1%	3.6%	10.2%	7.7%
实际收益率	16.5%	22.1%	22.6%	16.8%	22.1%	10.0%	10.0%	11.1%	-0.9%	15.5%	1.8%	16.9%	17.7%	25.3%	4.8%	10.9%	8.8%
误差	0.7%	0.6%	0.5%	0.9%	0.2%	-0.5%	1.6%	0.7%	0.0%	0.1%	1.8%	1.3%	1.3%	2.2%	1.2%	0.7%	0.3%

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表3: 不同银行近十年年化收益率拆分

模型测算收益率 (近十年年化):	大行						股份行			城商行	
	A	B	C	D	E	G	H	I	J	K	L
ROE*(1-d): ΔBPS	8.9%	8.9%	8.1%	9.0%	7.7%	10.8%	10.4%	9.8%	8.4%	13.1%	11.1%
股息率	6.8%	7.3%	7.0%	6.4%	7.4%	4.8%	5.7%	2.7%	5.9%	2.8%	7.6%
ΔPB	-0.3%	0.0%	0.2%	-1.7%	-0.5%	0.6%	-4.5%	-7.8%	-5.8%	-3.3%	-1.5%
交叉项	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.4%	0.0%	0.0%
持股收益率(模型)	15.5%	16.3%	15.4%	13.7%	14.7%	16.3%	11.1%	3.9%	7.9%	12.2%	17.0%
实际收益率	16.4%	17.3%	15.9%	15.0%	14.8%	18.2%	12.2%	5.2%	8.4%	14.8%	18.8%
误差	0.9%	0.9%	0.6%	1.2%	0.1%	1.8%	1.0%	1.3%	0.3%	2.5%	1.8%

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

另外, 我们展示了三家不同类型银行近十年每年持有收益率。对于大行 A, 在大多数年份, 持有收益主要都来自于 ROE, 仅 2017 年和 2024 年估值变动成为核心贡献。并且大行 A 估值回落往往降幅有限, 因此过去十年仅有两年持有收益率为负。对于股份行 I, 估值变动是每年收益主要来源, 但过去十年仅 4 年估值有正贡献, 因此择时非常重要。对于城商行 K, 不同年份收益来源差异较大, 比如 2015 年、2016 年和 2021 年持有收益主要来源于 ROE, 2017-2019 年和 2022-2023 年持有收益又主要由估值变动决定。

另外, 可以发现 2020 年之前三家银行估值变动的方向是一致的, 只是大行估值变动幅度一般小于中小银行, 我们认为背后体现了业绩稳定性的差异, 大行盈利较为稳定, 中小银行业绩增速变动幅度较大。但 2020 年之后, 尤其是 2022 年以来三家银行估值变动方向经常相悖, 股份行 I 和城商行 K 估值在 2022-2023 年估值大幅回落, 2024 年略有修复, 但 A 大行估值却持续大幅上行。2022-2024 年三家银行业绩增速都是下降, 表明大行估值的提升并不是来自于业绩的改善, 因此可以推导出大行估值的提升主要来自于折现率的下降, 这也意味过去几年很少有银行能够凭借高成长性给投资者带来回报。我们认为主要是疫情以来我国经济增速持续放缓, 利率大幅下行, 给银行股成长性带来了重大冲击, 但也带来了无风险利率的下降。

表4: 大行 A 近十年每年持有收益率

当年持股收益率:	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	近三年 CAGR	近五年 CAGR	近十年 CAGR
ROE*(1-d): ΔBPS	11.4%	10.3%	9.8%	9.3%	8.8%	8.3%	8.4%	8.0%	7.5%	6.9%	7.5%	7.8%	8.9%
股息率	7.2%	7.5%	7.8%	5.4%	6.4%	5.7%	6.9%	7.4%	7.5%	6.4%	7.1%	6.8%	6.8%
ΔPB	-13.4%	-8.0%	35.7%	-18.9%	5.4%	-17.3%	-10.1%	-7.8%	8.3%	41.8%	12.3%	1.1%	-0.3%
交叉项	-1.5%	-0.8%	3.5%	-1.8%	0.5%	-1.4%	-0.8%	-0.6%	0.6%	2.9%	1.0%	0.1%	0.0%
持股收益率(模型)	3.8%	9.1%	56.8%	-6.0%	21.1%	-4.8%	4.4%	7.0%	23.9%	58.1%	28.0%	15.8%	15.5%
实际收益率	7.5%	9.6%	55.3%	-5.2%	22.7%	-4.7%	4.7%	7.5%	25.4%	59.3%	29.0%	16.5%	16.4%
误差	3.7%	0.6%	-1.5%	0.8%	1.6%	0.1%	0.3%	0.5%	1.5%	1.2%	1.0%	0.7%	0.9%

资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表5: 股份行 I 近十年每年持有收益率

当年持股收益率:	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	近三年 CAGR	近五年 CAGR	近十年 CAGR
ROE*(1-d): ΔBPS	12.2%	10.9%	10.3%	10.1%	9.7%	8.6%	9.8%	11.0%	8.1%	7.4%	8.8%	9.0%	9.8%
股息率	1.8%	2.1%	1.6%	1.2%	2.8%	1.2%	1.2%	1.8%	5.6%	7.7%	5.0%	3.5%	2.7%
ΔPB	-25.7%	-18.1%	33.7%	-34.2%	57.9%	11.0%	-22.4%	-27.5%	-33.7%	26.4%	-15.3%	-12.2%	-7.8%
交叉项	-3.1%	-2.0%	3.5%	-3.5%	5.6%	1.0%	-2.2%	-3.0%	-2.7%	2.0%	-1.3%	-1.0%	-0.5%
持股收益率(模型)	-14.9%	-7.0%	49.2%	-26.3%	76.0%	21.8%	-13.5%	-17.7%	-22.8%	43.4%	-3.1%	-0.8%	3.9%
实际收益率	-6.4%	-5.6%	50.4%	-27.1%	79.0%	21.1%	-13.0%	-17.1%	-24.5%	44.8%	-3.2%	-0.9%	5.2%
误差	8.5%	1.4%	1.3%	-0.8%	3.1%	-0.6%	0.5%	0.6%	-1.6%	1.4%	0.1%	0.0%	1.3%

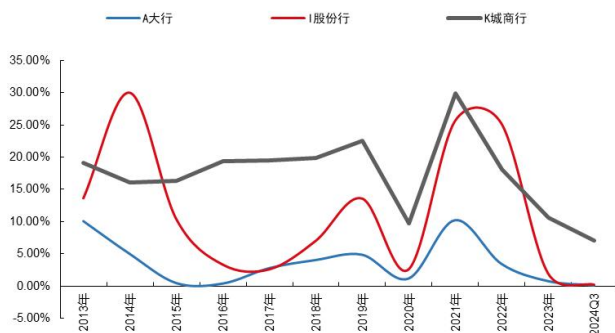
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6: 城商行 K 近十年每年持有收益率

当年持股收益率:	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	近三年 CAGR	近五年 CAGR	近十年 CAGR
ROE*(1-d): ΔBPS	11.9%	14.2%	14.5%	14.5%	13.7%	12.6%	13.2%	12.9%	12.2%	11.5%	12.2%	12.5%	13.1%
股息率	5.8%	3.3%	4.5%	2.3%	3.4%	1.9%	1.5%	1.2%	1.7%	2.9%	1.9%	1.8%	2.8%
ΔPB	2.6%	-2.3%	27.9%	-24.4%	46.4%	14.0%	-2.9%	-24.2%	-45.2%	9.8%	-23.0%	-12.8%	-3.3%
交叉项	0.3%	-0.3%	4.0%	-3.5%	6.4%	1.8%	-0.4%	-3.1%	-5.5%	1.1%	-2.5%	-1.3%	0.0%
持股收益率(模型)	20.7%	14.8%	50.9%	-11.1%	69.9%	30.3%	11.4%	-13.2%	-36.8%	25.4%	-11.7%	0.0%	12.2%
实际收益率	26.7%	15.3%	45.1%	-4.0%	79.6%	29.7%	16.5%	-12.5%	-35.1%	27.4%	-10.3%	1.8%	14.8%
误差	6.0%	0.5%	-5.9%	7.1%	9.7%	-0.6%	5.1%	0.6%	1.7%	2.0%	1.4%	1.8%	2.5%

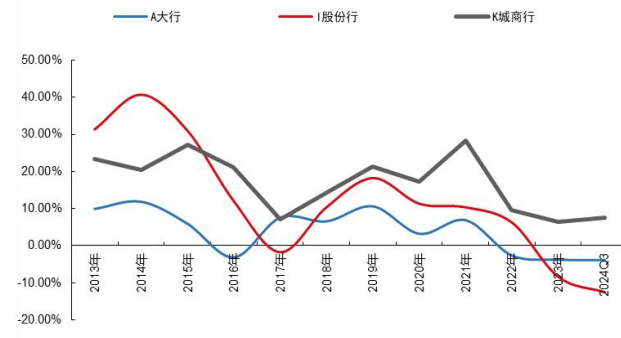
资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 三家银行归母净利润增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 三家银行营收增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

展望: 短期视角和中长期视角如何择股

前文分析指出由于银行分红比例稳定, 因此银行股投资需跟踪 ROE、无风险收益率 (r_f) 和风险溢价 (ERP) 三个因素趋势, 接下来展望主要围绕这三个因子展开。

ROE 展望: 下行担忧短期缓解, 中长期中枢下移

- 净息差降幅收窄, 此轮业绩下行周期进入尾声

我们判断 2025 年上半年银行业基本上迎来阶段性业绩底部，下半年景气度有所提升，但幅度有限。银行业绩主要受资产规模、净息差和信用成本影响，其中下半年净息差有望企稳是银行业绩边际修复和核心驱动因素。

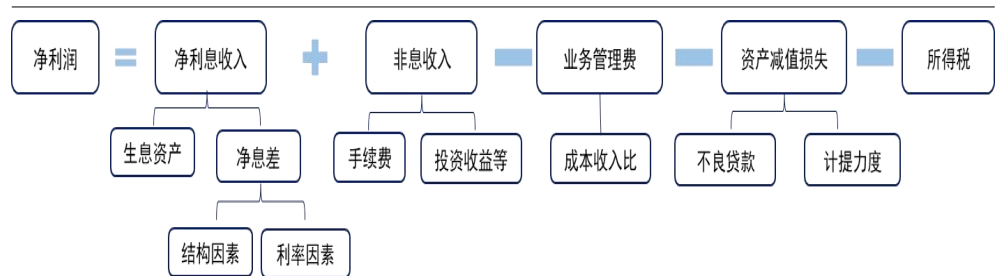
2025 年净息差降幅收窄，下半年有望企稳。按照 2024 年 6 月 4 日发布报告《2024 年净息差影响因素定量分析》中介绍的净息差定量测算方法，不考虑 2025 年进一步降息政策基础上，历史因素会带来 35 家上市银行 2024-2025 年净息差分别收窄约 15.0bps 和 10.2bps（仅考虑存贷业务）。2025 年我们判断 LPR 将进一步下调，但央行呵护净息差意图也非常明确，预计资负两端利率大概率对称降息，因此 2025 年降息对净息差影响偏中性。

同时，考虑到过去两年国债利率持续大幅下降至当前低位，2025 年进一步下降的空间有限，因此金融投资业务对净息差的拖累也将明显收窄。预计 2024-2025 年上市银行净息差同比分别收窄约 20bps 和 12bps。

信贷增速小幅放缓。2024 年 12 月 9 日发布报告《2025 年银行业资产负债配置展望——财政与信用双引擎》指出，实际 GDP 增速 5.0% 目标下，2025 年新增信贷约 18.8 万亿元，对应同比增速 7.4%，新一轮化债置换隐性债务对银行信贷增速形成一定拖累。但如果实际 GDP 增速不及预期，那么银行新增信贷还会低于预测值，因此 2025 年银行信贷增速下行压力较大。

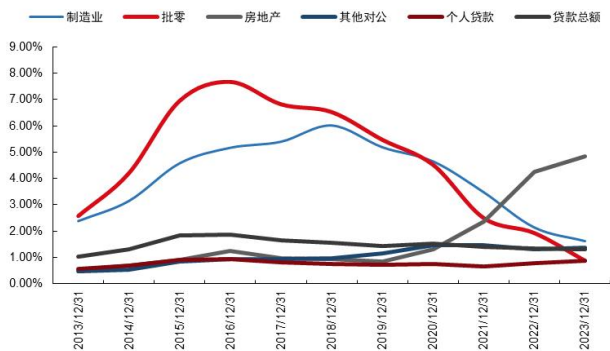
不良生成可控，预计信用成本继续在低位。房地产和政信类贷款领域不良生成担忧缓解，但大零售不良生成预计仍处在较高水平，需要等待经济复苏才能迎来明显拐点。（1）判断此轮房地产不良暴露周期至暗时刻或已经过去。政策致力于实现房地产市场持续企稳，加上银行近几年对房地产领域贷款投放非常审慎，同时大力度排查确认和处置房地产领域不良贷款，因此预计房地产不良暴露已过了最坏阶段。（2）政信类贷款不良担忧大幅缓解，主要受益于新一轮大规模化债方案实施。（3）零售和普惠不良生成预计仍处在高位，静待经济复苏后迎来拐点。2020 年疫情以来银行不断加大普惠金融等领域信贷投放，但经济复苏较为缓慢，加上延本付息等一系列政策力度的减弱，大零售领域不良生成持续提升至较高水平。我们判断 2025 年伴随经济稳步复苏，大零售领域不良压力也将有所缓解。

图5：银行业绩的主要驱动因素



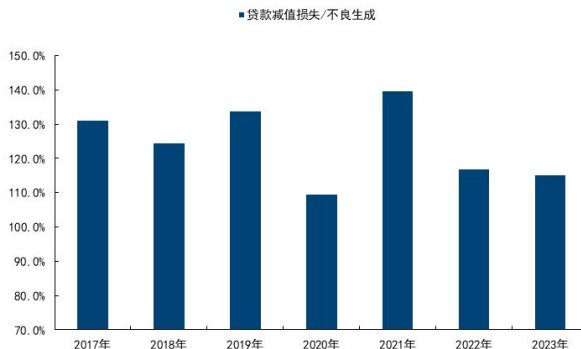
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 6家上市银行不同行业贷款不良率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理。注: 样本行为建设银行、农业银行、招商银行、中信银行、民生银行和光大银行。

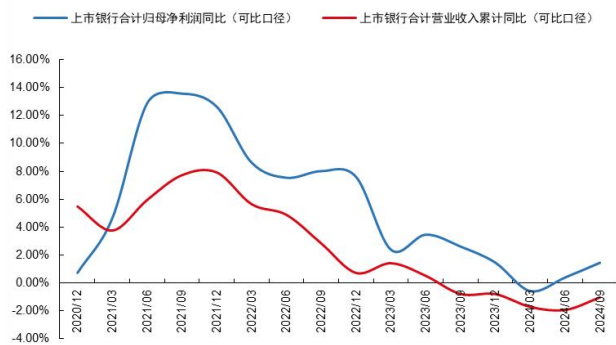
图7: 老16家上市银行“贷款减值损失/不良生成”



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

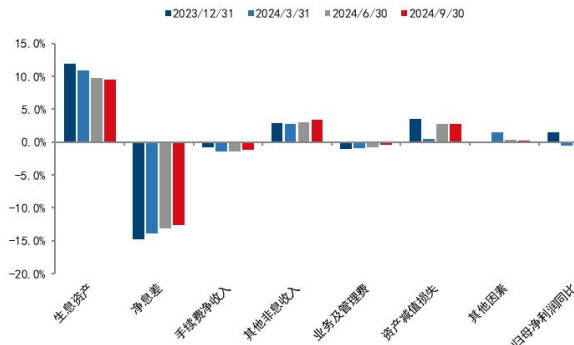
综合以上分析, 2025年信贷规模增速小幅放缓, 但受益于净息差降幅收窄, 预计2025年净利息收入增速降幅将有所收窄。不过非息收入方面, 2025年手续费收入降幅收窄, 但投资收益和公允价值变动损益等其他非息收入增速大概率放缓, 预计2025年营收仍小幅负增长。因此, 在房地产不良生成压力减轻, 政信类贷款不良担忧大幅缓解的情况下, 预计2025年信用成本仍将维持较低水平, 带动上市银行归母净利润实现约1.5%的增长, 与2024年基本持平。

图8: 上市银行营收和归母净利润增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 上市银行利润增速归因



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

■ ROE 中枢下移, 但预计较长时间维持在 7%~8%

金融与经济相辅相成, 经济高质量发展和低利率市场环境对银行经营模式变革都提出了极大挑战。但银行业经营模式变革是一个相对比较漫长的过程, 需要多方面体制机制的配合, 因此在未来很长一段时间内大型银行经营模式仍难以发生本质变革。所以面对新的经济和利率环境, 大型银行信贷增速和净息差水平中枢都将有所下移, 相对应的大型银行 ROE 中枢也会下降。这里主要探讨大行 ROE, 大行是锚, 中小行差异化较大。

但预计大型银行 ROE 能较长时间保持在 7%~8%。主要基于以下几条判断, (1) 净息差中枢有望保持在 1.2%~1.3%左右; (2) 信用资产减值计提成本能控制在约 0.5%~0.6%; (3) 杠杆 (总资产/股东权益) 稳定在约 12x。另外, 大行 ROE 保持

在 7%~8% 也有其必要性，我们判断未来较长一段时间内我国间接融资为主资本市场格局难以完全扭转，因此银行规模扩张仍需要维持一定的增速，考虑到外源融资难度较高，银行需要维持一定的盈利实现规模的稳步持续扩张。

表7: 大行 ROE 简化测算

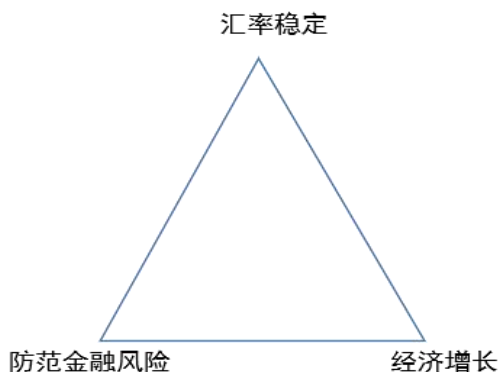
净息差	1.30%	1.30%
非息收入占比	22%	22%
成本收入比	30%	30%
信用资产减值计提成本	0.50%	0.60%
ROA	0.67%	0.57%
杠杆率	12.00	12.00
ROE	8.0%	6.8%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

关于净息差中枢保持在 1.2%~1.3% 的判断。“防范金融风险”是央行政策核心目标之一，这意味呵护净息差也是央行的政策目标。因此央行在 LPR 不断下降的背景下，政策持续引导降低存款端成本，包括，（1）调降存款挂牌利率，并且长期期限存款挂牌利率调降幅度越大，引导存款结构优化；（2）禁止手工补息行为；（3）约束同业存款成本等等。因此，在政策呵护净息差和银行自身积极加强负债成本管控之下，我们判断银行业 2025 年下半年将迎来阶段性净息差底部。结合上文净息差降幅测算，判断大行净息差阶段性底部差不多在 1.2%~1.3% 之间。

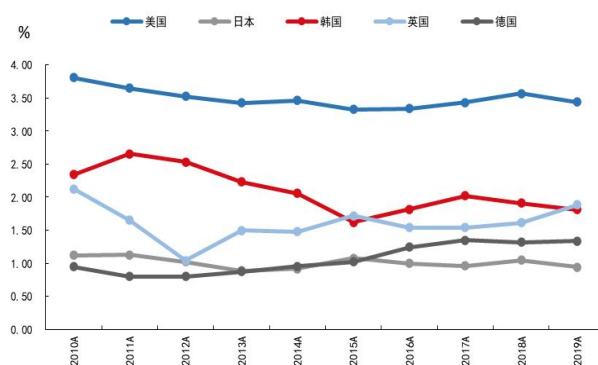
另外，日本和欧洲在进入低利率低增长环境后，银行业净息差中枢也很少降到 1.0% 之下，当前我国经济增长和利率环境明显好于欧日，因此我国大行净息差中枢大概率也能够维持在 1.2%~1.3%。

图10: 央行货币政策目标的不可能三角



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 不同国家银行业净息差水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

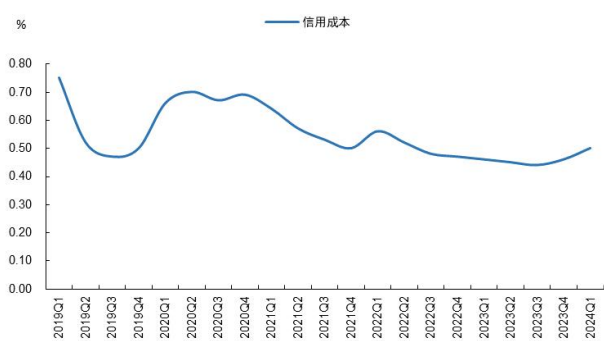
表8: LPR 和国有大行存款挂牌利率下降幅度

	3 个月存款挂牌利率 (国有大行)	1 年期存款挂牌利率 (国有大行)	3 年期存款挂牌利率 (国有大行)	1 年期 LPR	5 年期 LPR
最新存量利率	0.8%	1.1%	1.5%	3.1%	3.6%
2024	-35	-35	-45	-35	-60
2023	-10	-20	-65	-20	-10
2022	-10	-10	-15	-15	-35
2021	不变	不变	不变	-5	不变
2020	不变	不变	不变	-30	-15

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

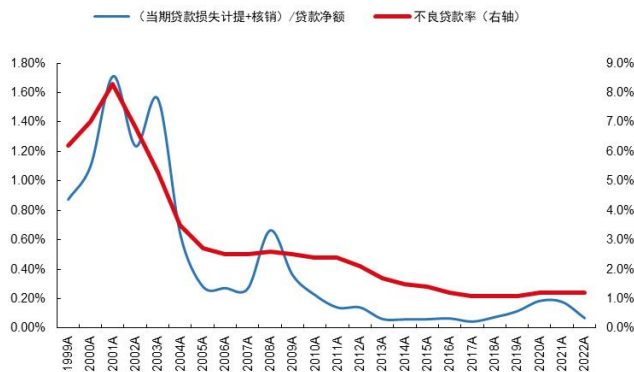
关于信用资产减值计提成本能控制在约 0.5%~0.6%的判断。有的投资者对银行不良认知一直有一个误区,认为低利率低增长经济环境下,银行就会暴露大量不良。但事实是,高利率时代投放了大量高风险偏好的贷款,在经济快速进入低利率低增长环境后,这部分贷款暴露了大量不良。但在持续的低利率时代,银行和实体部分风险偏好都非常低,该阶段投放的贷款并不会出现大量的不良。在 2024 年 3 月 12 日发布的报告《泡沫破灭后,日本银行如何生存?》,以及 2024 年 9 月 24 日发布的报告《负利率对欧洲银行的影响及应对》中指出,日本和欧洲进入低利率环境后,银行业风险偏好大幅下降,信用成本一直维持在较低水平。因此,我们判断在房地产不良大幅出清,以及新一轮大力度化债之后,大行将信用资产减值计提成本控制约 0.5%~0.6%难度不大。

图12: 欧洲系统重要性银行信贷减值计提成本



资料来源: ECB, 国信证券经济研究所整理

图13: 日本银行业信贷减值计提成本



资料来源: 日本银行业协会, 国信证券经济研究所整理。注: 统计口径仅包括商业银行, 不包括信用金库和信用组合等金融机构。

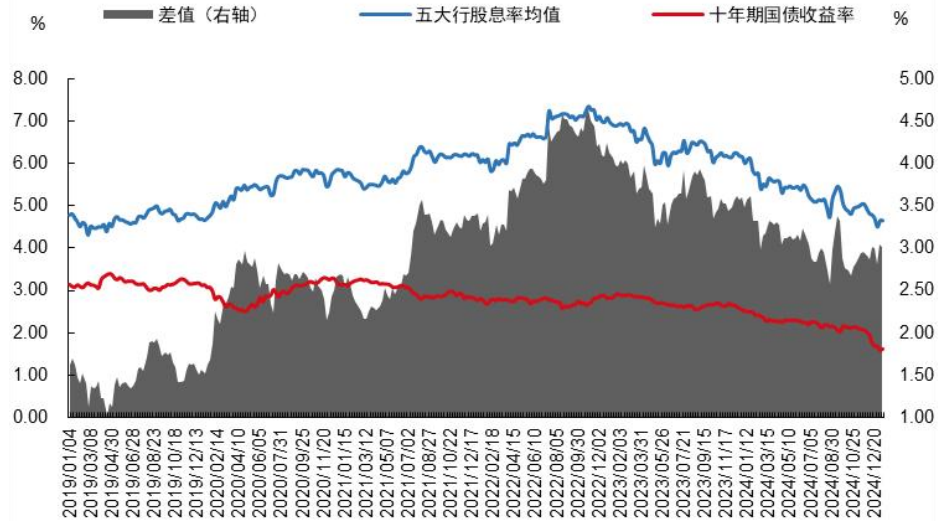
r_f 和 ERP 展望: 2025 年同时利好两类银行

大行股息率与十年期国债收益率差距自 2021 年开始明显走阔, 2022 年下半年一度达到 4.5%左右, 大行“债券属性”大幅增强。2023 年以来两者差值虽然持续收敛, 但由于长债收益率不断下降, 目前差值仍有约 3.0%左右, 处在较高水平, 大行高股息仍具备较强的吸引力。同时, 上文我们判断未来大行 ROE 中枢虽然面临下行压力, 但在较长一段时间仍能维持在约 7%~8%, 因此只要长债收益率中枢不出现明显抬升, 我们判断大行仍具备非常好的配置价值。

展望 2025 年, 稳增长政策持续发力, 降准降息延续。不过当前利率也已经充分反映了 2025 年降准降息预期, 伴随稳增长政策效果逐步显现, 预计利率短期有所波

动，但降准降息背景下，预计整体仍将处在较低水平。因此，2025 年高股息银行仍具备不错的吸引力。

图14: 大行股息率和十年期国债收益率差值



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：为对应最近年报股息率水平。

根据上文银行股持有收益来源分析框架，对于成长性银行，2021 年下半年以来风险溢价不断提升至历史高位，分母端折现率提升。同时，分子端 ROE 预期不断下行，因此成长性银行在过去三年遭遇了所谓的“戴维斯双杀”。上文复盘结果也表明过去几年很少有银行能够凭借成长性给投资者带来回报。

展望 2025 年，由于政策的积极转向以及经济复苏的预期，投资者对成长性银行所要求的风险溢价将有所下降，利好成长银行估值修复。

图15: 三家成长银行风险溢价水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理。注：风险溢价=1/PE(TTM)-十年期国债收益率。

投资建议

银行择股首先需要分为稳定股息类和高成长类，对于高股息银行，投资者持有收益主要受 ROE、无风险收益率和分红比例影响；对于高成长银行，ROE 和风险溢价是主导因素。

展望 2025 年，（1）业绩：净息差降幅收窄，下半年有望企稳，此轮业绩下降周期进入尾声，但预计业绩改善幅度有限。（2）无风险利率：稳增长政策持续发力，降准降息延续。不过当前长期国债利率已充分反映了降准降息预期，伴随稳增长政策效果逐步显现，预计利率短期有所波动。但在经济复苏成效取得明显效果之前，预计利率仍处在较低水平，高股息银行仍具备不错的吸引力，继续推荐大行、招商银行等。（3）风险溢价：由于政策的积极转向以及经济复苏的预期，投资者对成长性银行所要求的风险溢价将有所下降，利好成长银行估值修复，重点推荐宁波银行、招商银行、常熟银行等。

风险提示

若稳增长政策力度和效果不及预期，宏观经济超预期下行，可能从多方面影响银行业，比如经济下行时期货币政策宽松对净息差可能产生负面影响、宏观经济下行时期借款人偿债能力下降可能会对 银行资产质量产生不利影响等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032