



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

银行业2025年投资策略

顺势而为，稳中求胜

西南证券研究发展中心
金融研究团队
2025年1月

核心观点

- **2024年以来，以银行为代表的红利板块表现持续占优。**2024 年以来，以银行为代表的红利板块表现持续占优。在 A 股震荡的大背景下，银行板块在2024年以 35.85%的涨幅高居 31 个申万一级行业榜首，同期沪深 300涨幅16.19%。从更长时间来看，中证银行指数自 2022 年 10月底低点至 2024 年12 月 31 日，累计涨幅达到42.788%，银行指数相对同期沪深 300 和创业板指的累计超额收益分别高达 30.63% 和 48.23%。
- **前三季度上市银行营收及归母净利润增速小幅改善。**2024前三季度上市银行营收同比增速为-1.05%（2024H1为-1.95%），归母净利润同比增速为1.43%（2024H1为0.37%）。其中国有行、股份行、城商行、农商行的营收同比增速分别为-1.19%、-2.49%、3.93%、2.15%，归母净利润同比增速分别为0.79%、0.85%、6.67%、4.88%。
- **盈利五因子：1.规模上：对公或继续主导，企业经营状况预期改善，企业信贷有望继续占据主导。**个人消费类贷款受收入和就业预期仍较弱影响或呈现低位运行特点。个人住房贷款边际改善，近期仍面临挑战。节奏上，信贷投放节奏或明显前置。2.息差上受我国存贷款重定价周期节奏差和降存量按揭影响，**银行业息差或继续承压，2025年一季度收窄幅度或超2024年同期**，存量按揭调降影响超5BP；长期限存款到期影响，不同银行的存款付息成本下降或呈现明显分化。3.投资收益上：**受高基数影响，绝对数额可观，同比下降概率较大**，2025年政策利率下行幅度或小于2024年，“资产荒”随着财政更加给力逐步缓解，利率中枢下行幅度或较为有限。银行投资收益绝对数额仍可观，但受2024年高基数影响，贡献或有所下降。4.中收：**利率中枢下行+“提高投资效益”中收或持续回暖**，在存款降息背景下，储蓄型分红险和银行理财或持续增长，代销手续费收入或持续回暖。在“提高投资效益”背景下，资本市场回报率或较为可观从而带动银行公募和私募基金代销回暖。5.成本端稳中有降，**资产质量边际改善**，对公资产质量受逆周期支持政策和无还本续贷政策增点扩面影响，资产质量或呈边际改善，信用成本下降。零售信贷不良资产或持续暴露，但受预期边际好转影响，暴露规模有望同比少增。
- **投资建议：1.顺势而为，关注区域政策催化下的川渝和山东地区城农商行**，相关标的成都银行（601838.SH）、重庆银行（601963.SH）、渝农商行（601077.SH）、齐鲁银行（601665.SH）。2.顺势而为，关注经济复苏下受益明显的股份制银行和部分城商行银行，相关标的招商银行（600036.SH）、中信银行（601998.SH）、宁波银行（002142.SZ）。3.稳中求胜，关注高股息红利品种，相关标的工商银行（601398.SH）、农业银行（601288.SH）、中国银行（601988.SH）、建设银行（601939.SH）、招商银行（600036.SH）、中信银行（601998.SH）、渝农商行（601077.SH）等。4.稳中求胜，按揭敞口小，存款利率潜在下降幅度较大，对投资收益依赖较小的标的盈利双增更具有高确定性，相关标的重庆银行（601963.SH）、成都银行（601838.SH）、常熟银行（601128.SH）。
- **风险提示：模型假设与实际有偏差；**财政政策和货币政策不及预期；存款利率下降不及预期导致银行净息差下降幅度过大；资产质量大幅度下降，出现风险事件。

目 录

◆ **2024年行情复盘**

◆ **行业业绩总结**

◆ **盈利五因子展望**

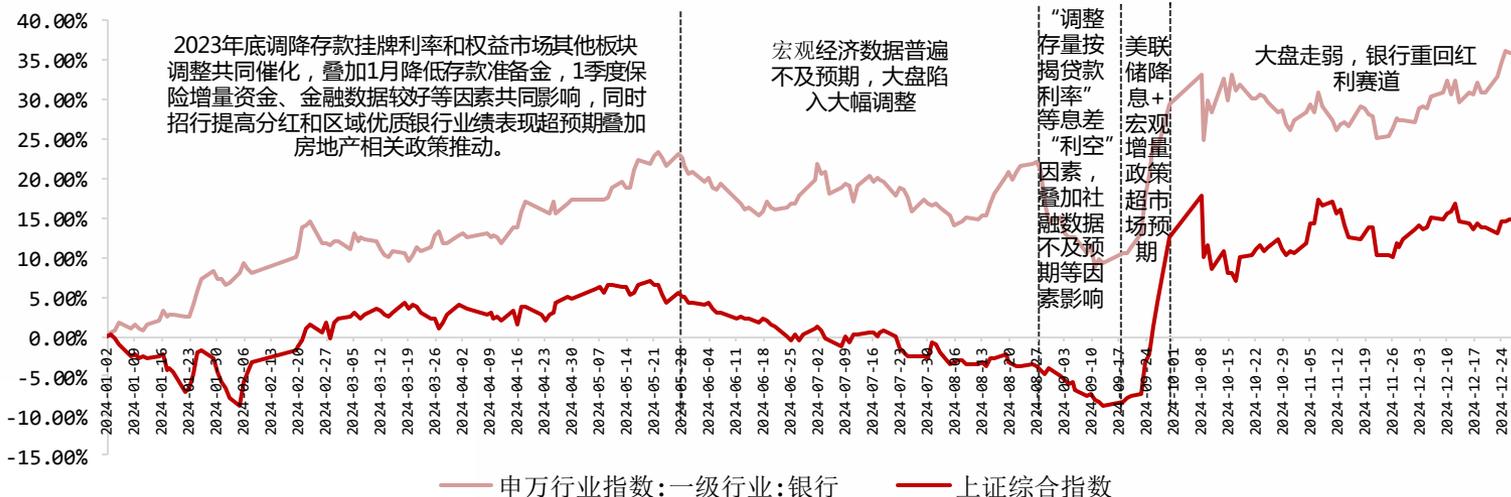
◆ **投资分析和建议**

◆ **风险提示**

1 2024年行情复盘

- 1月初-5月28日行情主要由2023年12月底调降存款挂牌利率和权益市场其他板块调整共同催化，叠加1月降低存款准备金，1季度保险增量资金、金融数据较好等因素共同影响，同时招行提高分红和区域优质银行业绩表现超预期叠加房地产相关政策推动。
- 5月28日-8月28日行情，主要由于宏观经济数据普遍不及预期，同时大盘陷入大幅调整，银行股因为主动机构投资者少，分红高，低波动等特质受到市场青睐。
- 8月29日-9月18日，受“调整存量按揭贷款利率”等息差“利空”因素影响，同时叠加社融数据不及预期等因素影响，银行股进入调整期，其中前期涨势明显的国有行调整最大。
- 9月19日，受当日凌晨美联储降息影响，银行股抢跑。同时宏观增量政策超市场预期，推动9月末股市大幅上行，受行业弹性影响，银行股跑输大盘。
- 12月10日，受大盘走弱影响，银行重回红利赛道，推动银行股重新跑赢大盘。

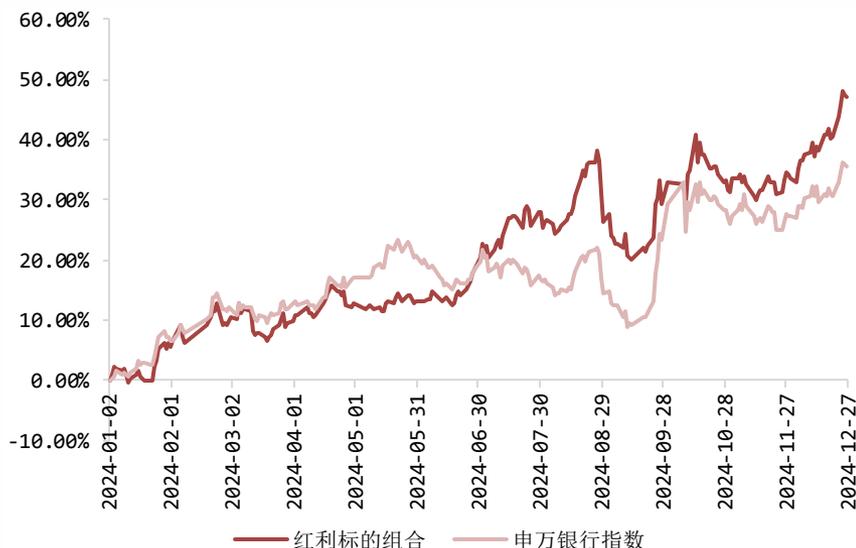
申万银行指数 VS 上证综合指数



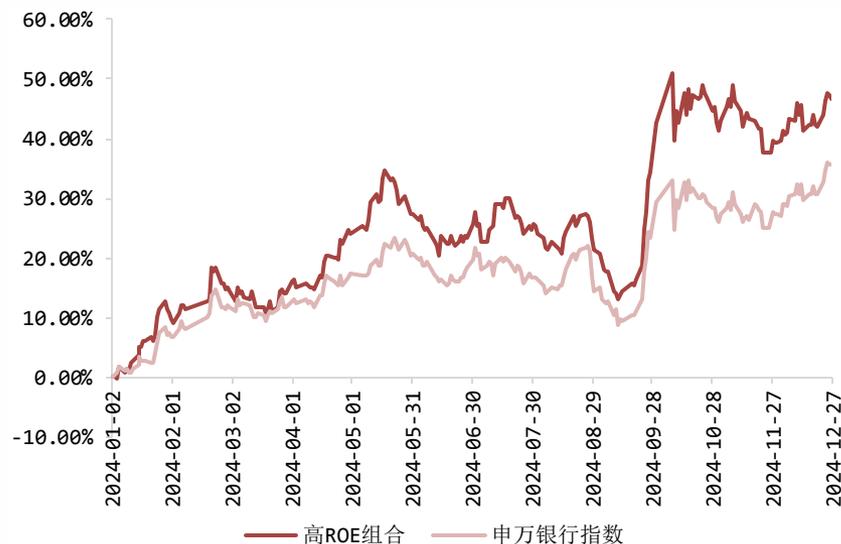
1 2024年银行复盘：红利策略全年占优

- 2024年以来，以银行为代表的红利板块表现持续占优。在A股震荡的大背景下，银行板块在2024年以35.85%的涨幅高居31个申万一级行业榜首，同期沪深300涨幅16.19%。从更长时间来看，中证银行指数自2022年10月底低点至2024年12月31日，累计涨幅达到42.788%，同期沪深300上涨12.14%，创业板指下跌5.45%，银行指数相对同期沪深300和创业板指的累计超额收益分别高达30.63%和48.23%。
- 红利策略稳中求胜，高ROE组合弹性更大：年初工农中建国有四大行→8月20日后渝农商行→9月18日后的招商银行，相较于纯高ROE下的成都银行、杭州银行、宁波银行展现了较好的回撤率和交易价值→12月重回大行红利风格。

红利标的组合涨幅



高ROE组合涨幅



目 录

◆ 2024年行情复盘

◆ 行业业绩总结

◆ 盈利五因子展望

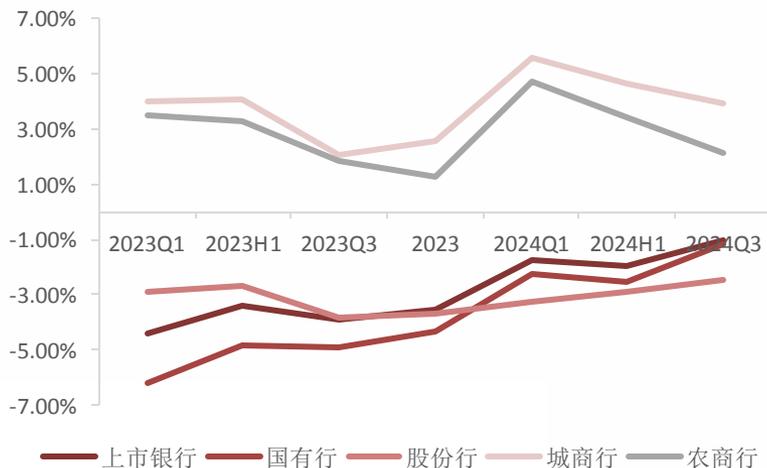
◆ 投资分析和建议

◆ 风险提示

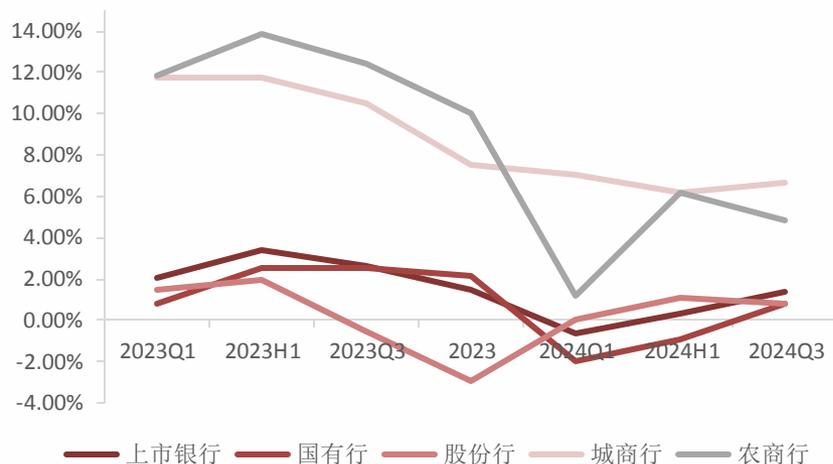
2 营收及归母净利润增速小幅改善

- 2024Q1-Q3，上市银行的营收以及归母净利润增速在边际小幅的改善，2024前三季度上市银行营收同比增速为-1.05%（2024H1为-1.95%），归母净利润同比增速为1.43%（2024H1为0.37%）。其中国有行、股份行、城商行、农商行的营收同比增速分别为-1.19%、-2.49%、3.93%、2.15%，归母净利润同比增速分别为0.79%、0.85%、6.67%、4.88%。
- 营收与归母净利润增速方面，城商行和农商行名列前茅。2024Q3的数据来看，营收增速超过10%的上市银行有两家，分别是瑞丰银行（14.67%）以及常熟银行（11.30%）；归母净利润增速高于15%的上市银行共有5家，分别为浦发银行（25.86%）、杭州银行（18.63%）、常熟银行（18.17%）、齐鲁银行（17.19%）、青岛银行（15.60%）。

营业收入同比增长率



归母净利润同比增长率



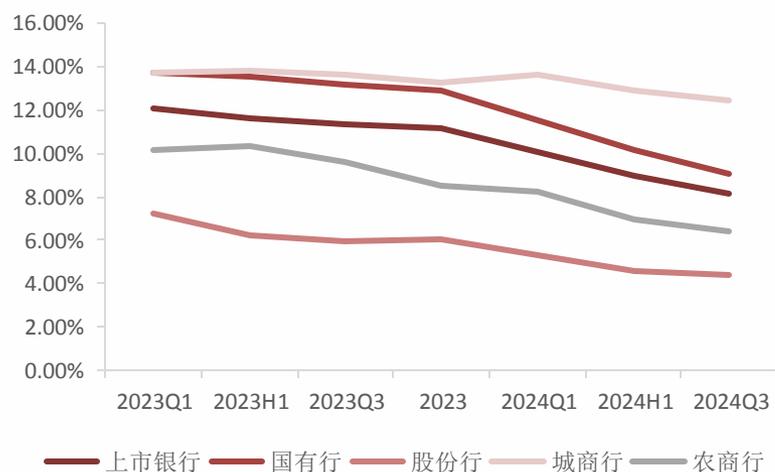
2 信贷增速延续放缓趋势

- 前三季度，上市银行总资产同比增速小幅改善，总资产同比增速为8.24%（2024H1为7.16%）；贷款总额同比增速有所放缓，前三季度为8.13%（2024H1为8.96%），信贷增速延续放缓趋势原因或为前三季度经济增速有所回落，信贷需求呈现下降趋势，叠加监管信贷挤水分、防空转等因素影响。2024Q3国有行、股份行、城商行、农商行的总资产同比增速分别为8.96%、5.11%、11.58%、6.58%，贷款总额同比增速分别为9.02%、4.38%、12.46%、6.43%。
- 总资产及贷款总额增速方面，城商行均位处前列，2024Q3总资产同比增速在10%以上上市银行共有14家，其中10家为城商行，2024Q3总资产同比增速前3分别为齐鲁银行（17.53%）、苏州银行（16.05%）、江苏银行（15.60%）；2024Q3贷款总额同比增速在10%以上的上市银行共有12家，其中11家为城商行，2024Q3贷款总额同比增速前3名的银行分别为成都银行（22.22%）、宁波银行（19.64%）、江苏银行（17.02%）。

总资产同比增长率



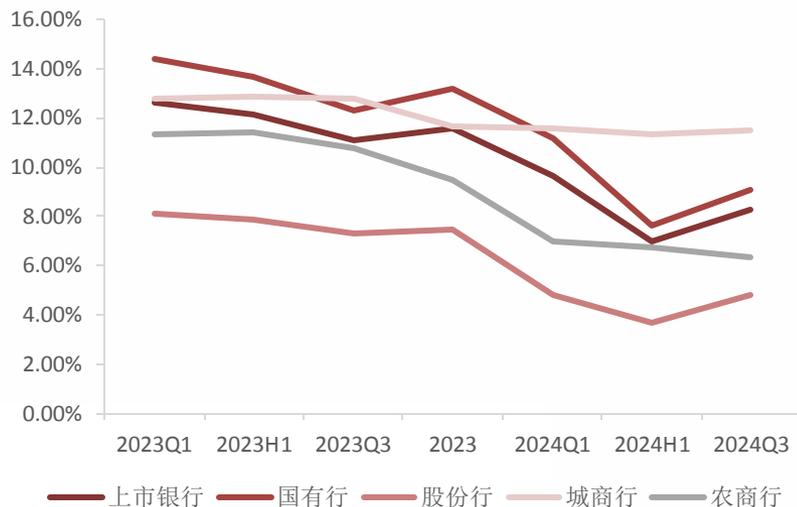
贷款总额同比增长率



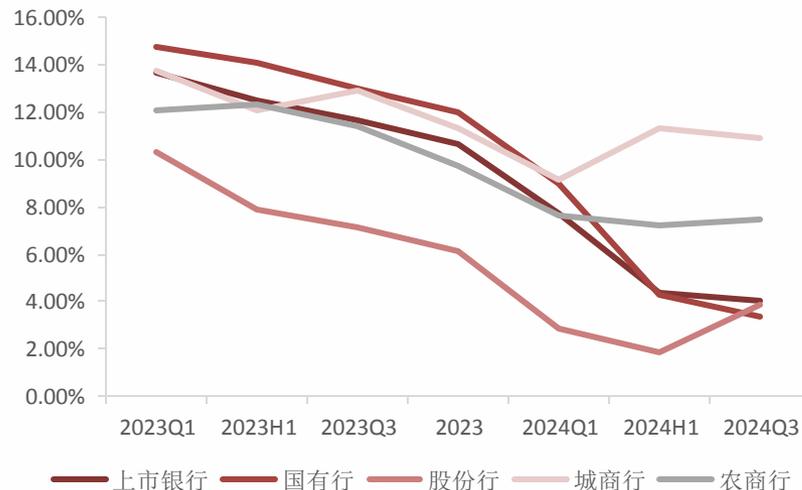
2 存款增速逐步企稳

- 前三季度，上市银行总负债同比增速小幅改善，上市银行总负债同比增速为8.25%（2024H1为7.01%）；2024年受存款降息和债牛行情下债券基金、银行理财等产品收益率表现更优，存款分流现象持续存在，Q1存款增速开始低于贷款，Q2手工补息整改使得存款增速大幅下滑，Q3随着手工补息整顿完成，上市银行存款增速企稳，同比增速为4.08%，增速下降幅度放缓。2024Q3国有行、股份行、城商行、农商行的总负债同比增速分别为8.96%、5.11%、11.58%、6.58%，存款总额同比增速分别为3.34%、3.87%、10.87%、7.44%。
- 总负债及存款总额增速方面，城商行表现最好，2024Q3总负债同比增速在10%以上的银行共有13家，其中9家为城商行，2024Q3总负债同比增速前3名的银行分别为齐鲁银行（17.34%）、苏州银行（16.72%）、青岛银行（15.40%）；2024Q3存款总额同比增速在10%以上的银行共有11家，其中8家为城商行，2024Q3存款总额同比增速前3名的银行分别为宁波银行（17.57%）、常熟银行（17.00%）、杭州银行（16.27%）。

总负债同比增长率



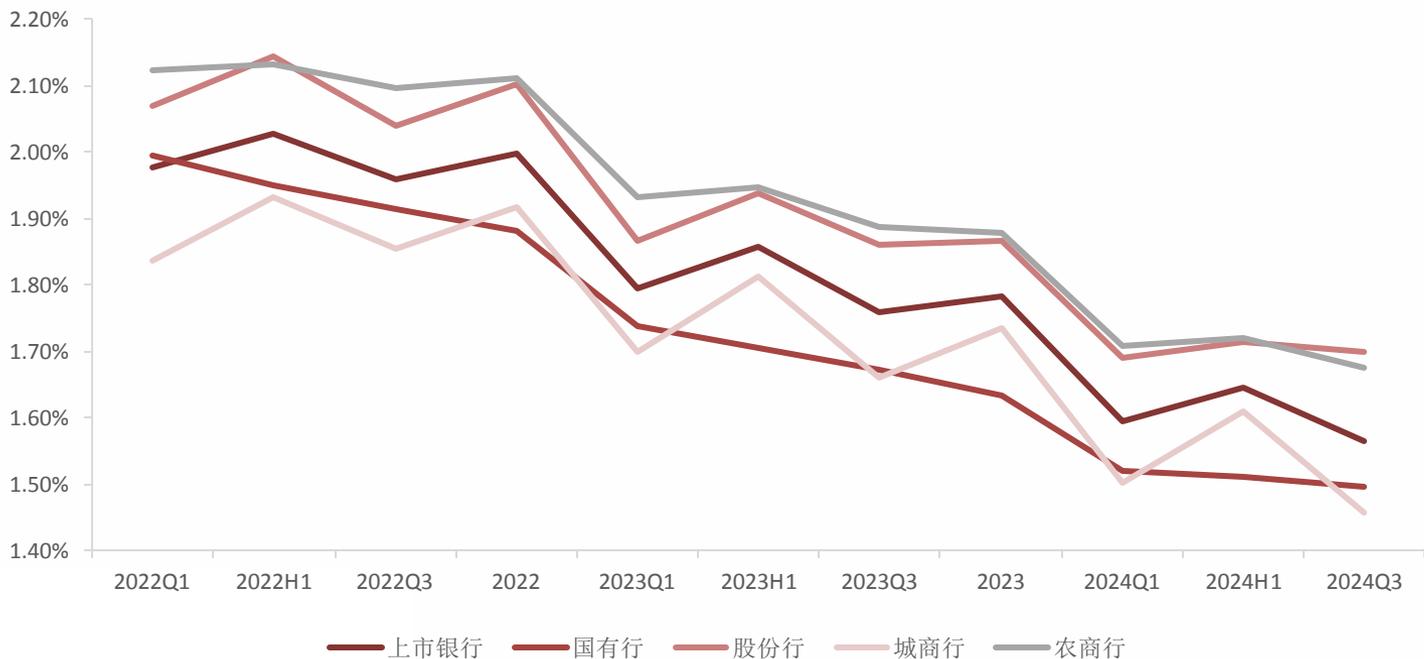
存款总额同比增长率



2 股份行及农商行净息差表现优于行业平均

- 从净息差来看，股份行及农商行表现较优，2024Q3上市银行平均净息差为1.57%，其中，2024Q3国有行、股份行、城商行、农商行的净息差分别为1.50%、1.70%、1.46%、1.68%。
- 2024Q3净息差在1.50%及以上的银行共有21家，其中2家为国有行、6家为股份行、8家为城商行、5家为农商行。2024Q3净息差前5银行分别为常熟银行（2.75%）、招商银行（1.99%）、平安银行（1.93%）、邮储银行（1.89%）、长沙银行（1.87%）。

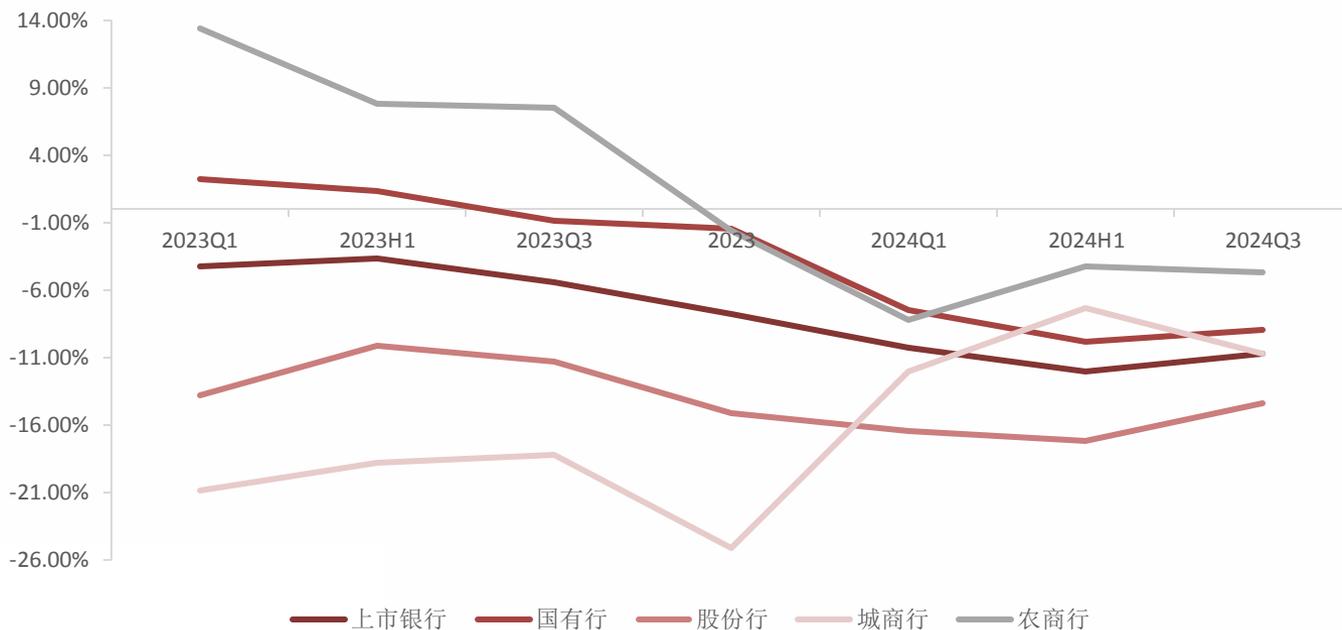
平均净息差走势



2 中收改善降幅收窄

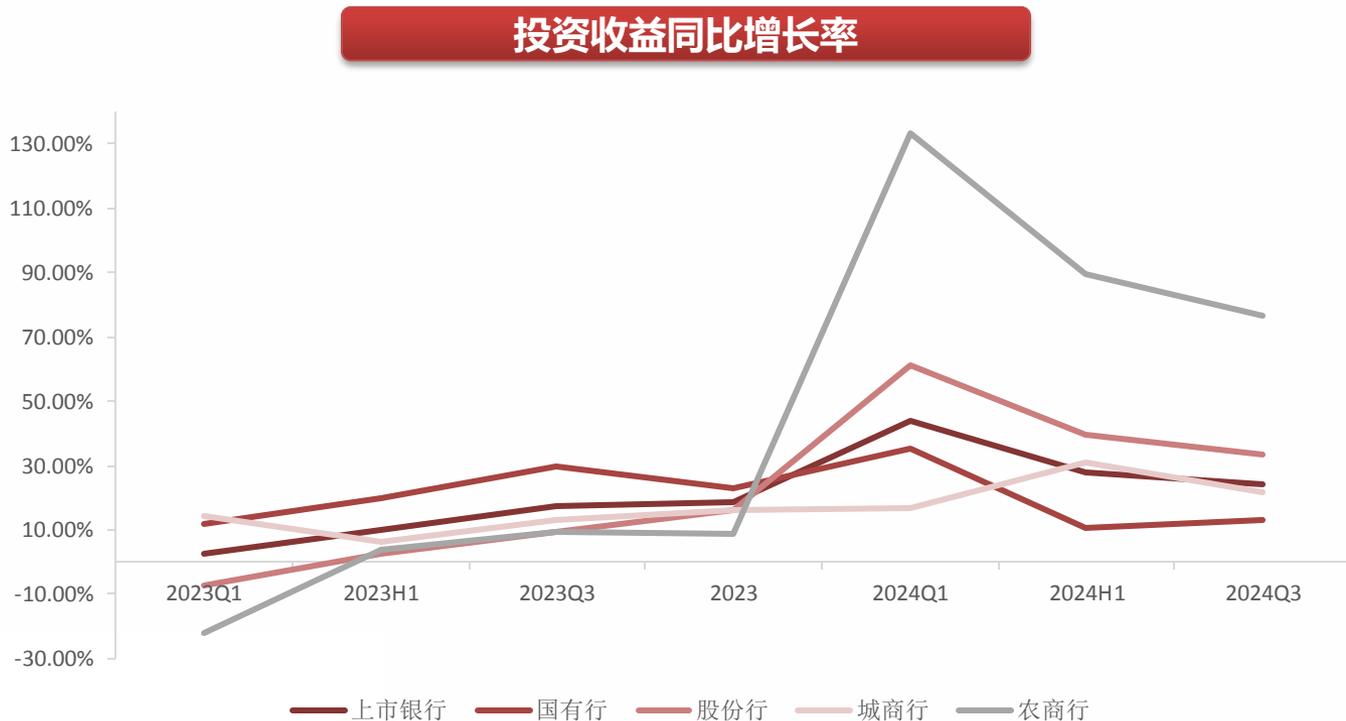
- 前三季度上市银行手续费及佣金净收入较去年同期下降10.75%，降幅环比收窄1.28pp。主要原因或为代销保险中收基数走低（“报行合一”自2023年9月起逐步落地），同时9月初保险预定利率下调导致保险保费收入前置。
- 具体来看，国有行、股份行手续费及佣金净收入同比分别下降8.91%和14.37%，环比降幅分别收窄0.99pp和2.76pp。城农商行同比降幅分别为10.70%和4.62%，环比降幅分别扩大3.30pp、0.33pp。随着9月底以来市场风险偏好和交易活跃度的显著提升，预计基金代销中收有望环比改善，全年中收同比降幅可能会进一步收窄。

手续费及佣金净收入同比增长率



2 投资收益增速放缓

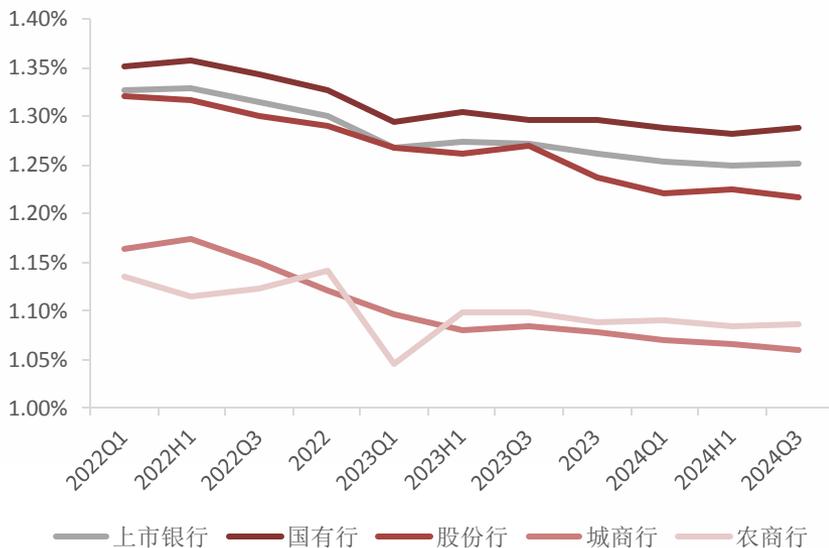
- 前三季度上市银行投资收益较去年同期增长23.89%，增幅环比收窄3.86pp，主要是三季度债券收益率总体震荡、降幅有所收窄。
- 具体来看，2024Q3国有行投资收益同比增长13.01%，环比增幅扩大2.48pp。股份行、城商行和农商行分别同比增长33.50%、21.43%、76.45%，环比增幅分别收窄6.25pp、9.77pp、12.92pp。



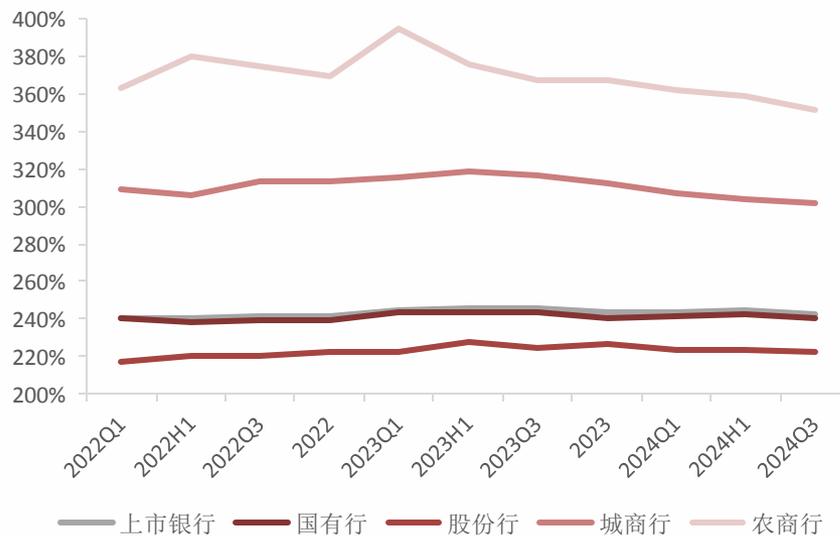
2 资产质量总体稳定

- 不良贷款率总体平稳。2024Q3上市银行不良贷款率环比持平于1.25%。其中，国有行不良率环比上升1bp至1.29%；股份行、城商行、农商行不良贷款率分别环比持平于1.22%、1.03%、1.01%。
- 拨备覆盖率环比下降，核销处置、拨备反哺利润有所加大。9月末，上市银行拨备覆盖率为242.34%，环比下降1.94pp；主要是加大核销处置力度及少提拨备反哺利润。其中，国有行、股份行、城商行、农商行拨备覆盖率环比分别下降 2.09pp、1.34pp、1.97pp、7.10pp 至 240.82%、222.50%、302.08%、351.33%。

不良贷款率情况



拨备覆盖率情况



目 录

◆ 2024年行情复盘

◆ 行业业绩总结

◆ 盈利五因子展望

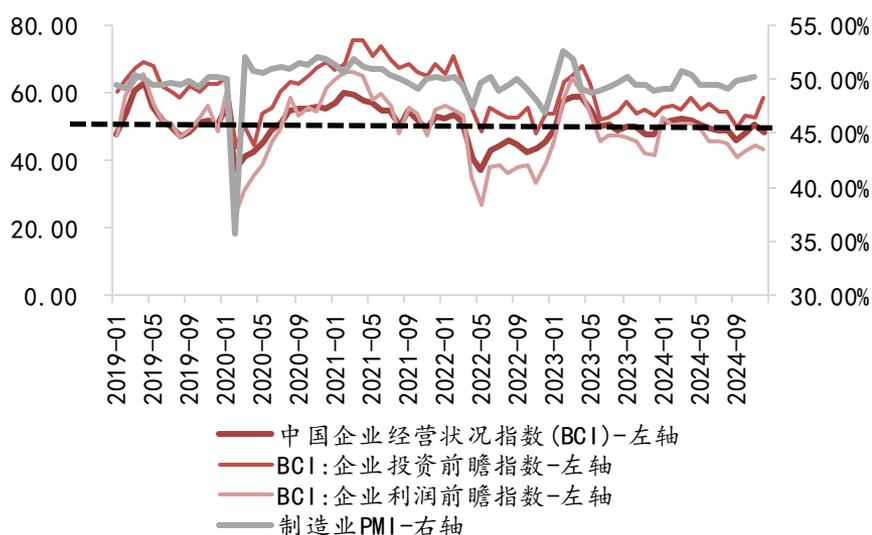
◆ 投资分析和建议

◆ 风险提示

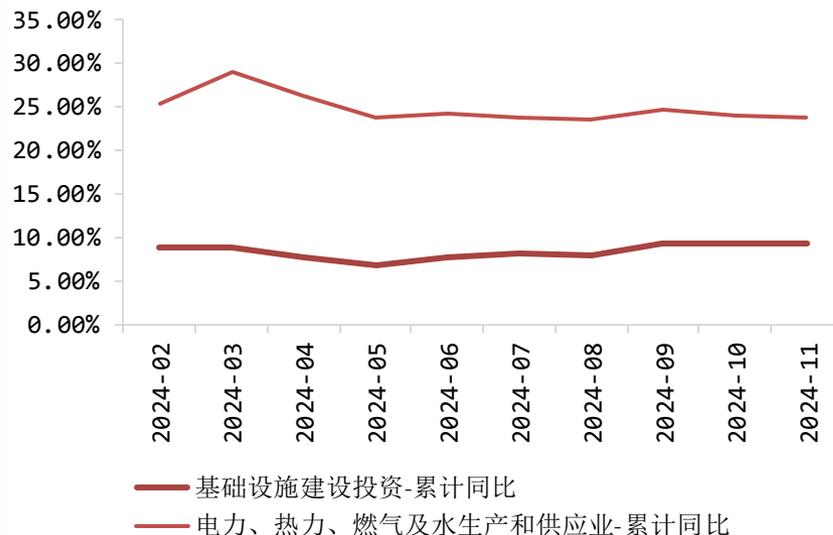
3 规模上：对公或继续主导

- **企业经营状况预期改善，投资前瞻指数回升至荣枯线之上，企业信贷有望继续占据主导。**反映企业经营状况（主要是民营中小企业）的长江商学院BCI指数，反映企业经营状况（主要是民营中小企业）的长江商学院BCI指数，2024年12月升至48.30%，虽环比略有下降且位于荣枯线下，但较9月回升了2.30个百分点，自9月24日以来，一揽子政策的出台，企业经营的预期和利润预期都有所改善，12月，BCI企业投资前瞻指数58.50%，环比提升6.00个百分点，较9月提高了8.80个百分点。
- **广义基建投资加速，发债力度加大，2025年基建投资增速有望进一步加快，基建类贷款有望同比多增。**2024年广义基建投资增速波动上行，1-11月，电力、基础设施建设和交通运输等行业投资增速维持了较快速增长。2025年积极财政继续加力，专项债和超长债发行有望加码，虽然专项债中化债和收储会占用一定新增限额，但总体来看，基建投资仍是政府投资的主要选项，预计2025年基建投资仍有加速之势，全年基础设施建设投资增速有望继续保持9%以上增速。

投资前瞻指数回升至荣枯线之上



广义基建投资同比增长情况



3 规模上：零售信贷或仍然承压

- **个人消费类贷款受收入和就业预期仍较弱影响或呈现低位运行特点。**同时部分细分信贷品类或受益于以旧换新。2024年11月19日，国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超在新闻发布会上透露，将研究提出未来继续加大“两新”政策支持力度、扩大支持范围的政策举措。2024年12月12日闭幕的中央经济工作会议部署了2025年经济工作的9项重点任务，其中“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”摆在首位。
- **个人住房贷款边际改善，近期仍面临挑战。**根据中指研究院测算，2025年全国房地产市场将呈现“销售规模恢复仍面临挑战，新开工面积、开发投资或继续回落”的特点。未来政策发力主要方向包括保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设等“三大工程”，这些措施预计对稳地产投资起到重要作用，同时也会对销售恢复、稳定预期起到积极作用。

居民就业、收入预期仍需修复



零售有反弹，住房成交小幅改善



3 规模上：节奏或继续前置

- 财政部蓝佛安部长表示“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，两会工作报告提及“从今年（2024年）开始拟连续几年发行超长期特别国债”，预计2025年中央赤字率有望出现明显提升，特别国债增量力度可期，或主要投向“两重”、“两新”等政策倾斜领域。具体从财政资金支用来看，有望略微滞后国债和地方债发行，呈现前高后低的特点。受财政发力影响，银行信贷投放节奏或明显前置，上半年信贷投放有望达到全年的70%以上。
- 央行例会释放政策新信号，“加大货币信贷投放力度”，表明对实体经济的支持力度可能会进一步提升，特别是在第一季度传统的信贷投放高峰期。
- 中性假设下信贷规模仍较为可观，我们假设2025年银行业净利润基本持平2024年，留存利润全部用于补充一级资本。中性假设1万亿资本补充特别国债，50%用于投放风险资产，50%用于完成不良资产处置，则2025年信贷增量有望达到201883.58亿元；乐观假设1万亿资本补充特别国债全部用于投放风险资产，则2025年信贷增量可达246095.80亿元。实际信贷投放仍需结合企业盈利预期改善和居民就业、收入、消费预期改善。

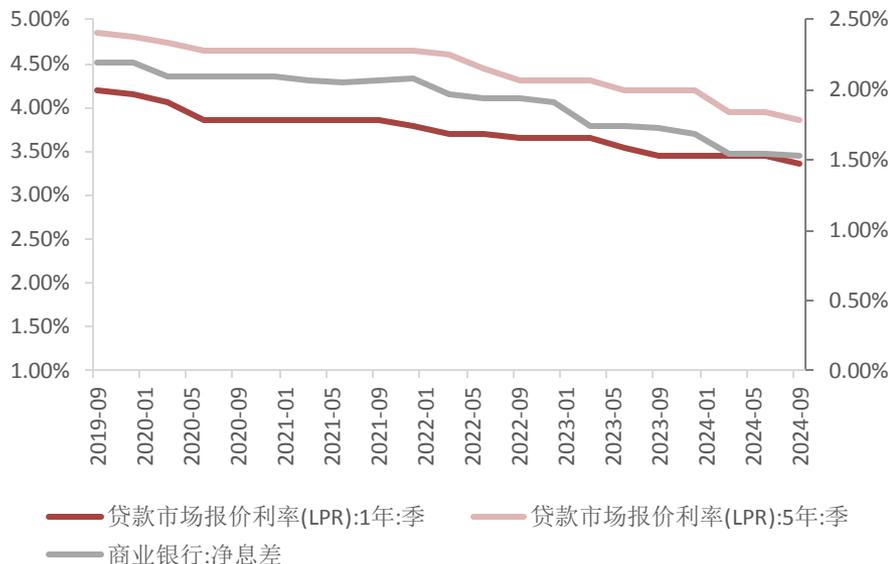
贷款有望同比多增，节奏继续前置

季度	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
新增贷款	106000	51288	40159	29984
贷款占比	46.61%	22.55%	17.66%	13.18%
季度	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
新增贷款	94600	38100	27500	20700
贷款占比	52.29%	21.06%	15.20%	11.44%
季度	2025Q1E	2025Q2E	2025Q3E	2025Q4E
新增贷款	90848	50471	30283	30283
贷款占比	45%	25%	15%	15%

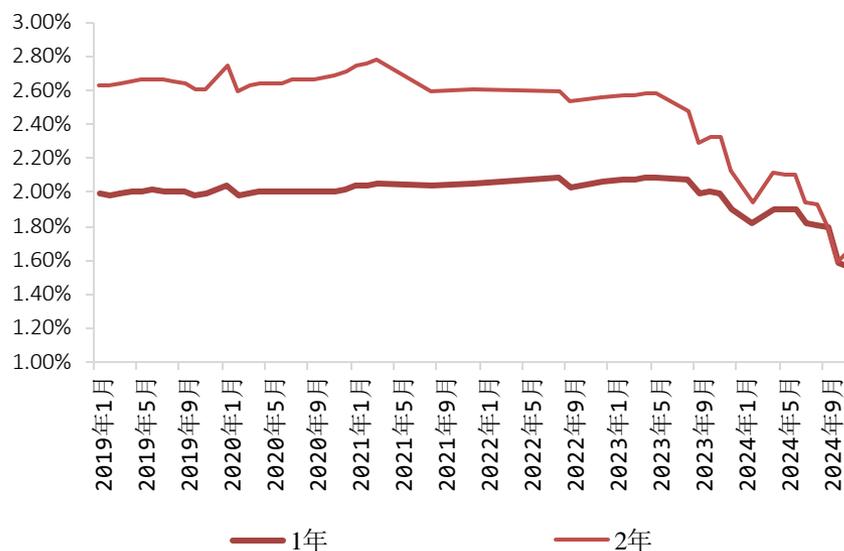
3 息差上：行业承压，机构有分化

- 受我国存贷款重定价周期节奏差和降存量按揭利率影响，银行业息差或继续承压，2025年一季度收窄幅度或超2024年同期，存量按揭调降影响超5BP；
- 2023年1年期LPR下降20BP、5年期LPR下降10BP，存量按揭利率调降约73BP，对应2024年Q1重定价15BP；2024年1年期LPR下降35BP、5年期LPR下降60BP，存量按揭利率调降约50BP，对应2025年Q1重定价压力或超20BP。

LPR大幅下行下息差压力不小



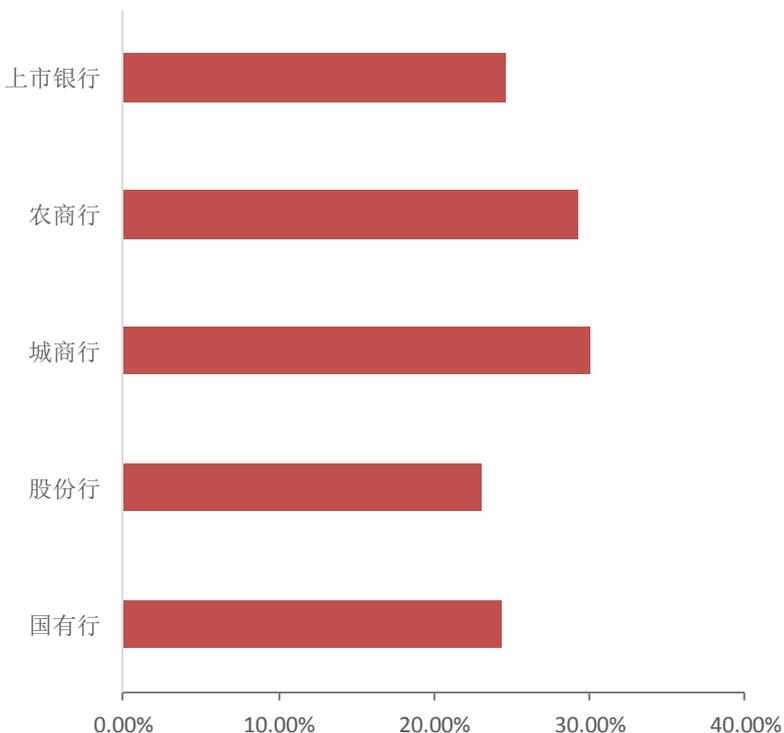
存款利率受缺负债影响下行幅度不及预期



3 息差上：行业承压，机构有分化

- 受2020-2023年吸收的长期限存款到期影响，不同银行的存款付息成本下降或呈现明显分化。当前高付息成本的银行或在存款重定价中明显受益。
- 同时个人住房按揭敞口较小，主要展业区域不在一线和准一线城市的城农商行受存量按揭调降冲击或相对较小。

2024H1存量长期限存款占比有明显差异



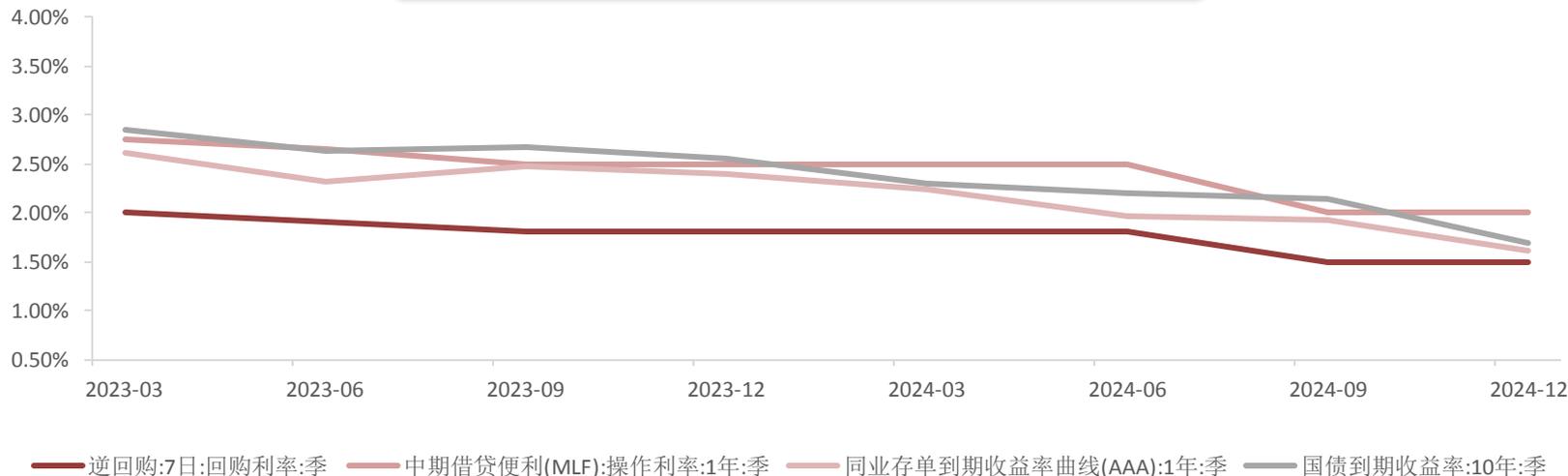
一线城市受存量按揭调降冲击或大于去年

主要城市住房按揭利率下限	2019.10	2019.11	2020.2	2020.4	2021.7	2022.5	2022.10	2024.11
北京	LPR+55							LPR-30
上海	LPR-20	LPR-15	LPR-10	LPR	LPR+35			LPR-30
广州	LPR							LPR-30
深圳	LPR+30							LPR-30
杭州	LPR						LPR-20	LPR-30
南京	LPR							LPR-30
苏州	LPR						LPR-20	LPR-30
天津	LPR					LPR-20	LPR-40	LPR-30
宁波	LPR						LPR-20	LPR-30
全国典型	LPR					LPR-20	LPR-40	LPR-30

3 投资收益上：受高基数影响，绝对数额可观，同比下降

- **2025年仍处于降息周期，但政策利率下行幅度或小于2024年。**根据西南证券宏观团队推断2025年预计全年降息25bp左右。结果上来看幅度或较难超过2024年OMO下降30BP，MLF下降50BP的组合，政策利率下降幅度收敛或导致市场利率中枢降幅收窄。
- **特朗普政府上台后，美元走强带来的汇率压力可能明显增大，稳定的汇率或需要一个紧平衡的资金利率中枢。**特朗普当选后，根据历史经验市场担忧美国通过加关税的方式为美国谋取利益，对中国以及欧洲等贸易伙伴挑起新的贸易摩擦，对全球贸易产生影响，进而导致人民币等非美元货币出现贬值。同时特朗普的政策预期导致市场对美联储的宽松预期重估，美债收益率和美元指数快速上行，这导致人民币承压。在汇率承压时，汇率稳定可能需要一个紧平衡的资金利率中枢，对应的资本利得或相应较少。
- **“资产荒”随着财政更加给力逐步缓解，利率中枢下行幅度或较为有限。**财政政策更加给力下供给压力或大于2024年，利率中枢下降幅度或较为有限。银行投资收益绝对数额仍可观，但受2024年高基数影响，贡献或有所下降。

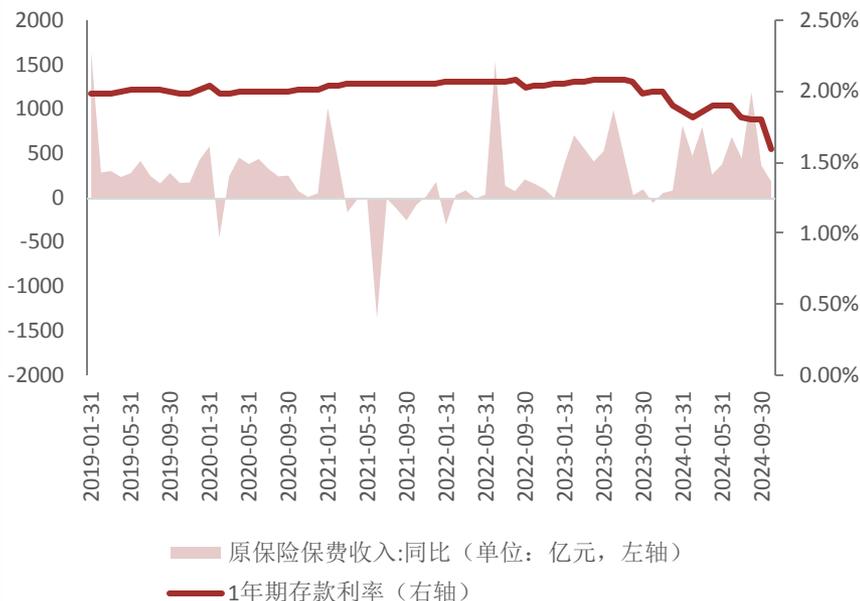
主要利率下降幅度或呈现收敛



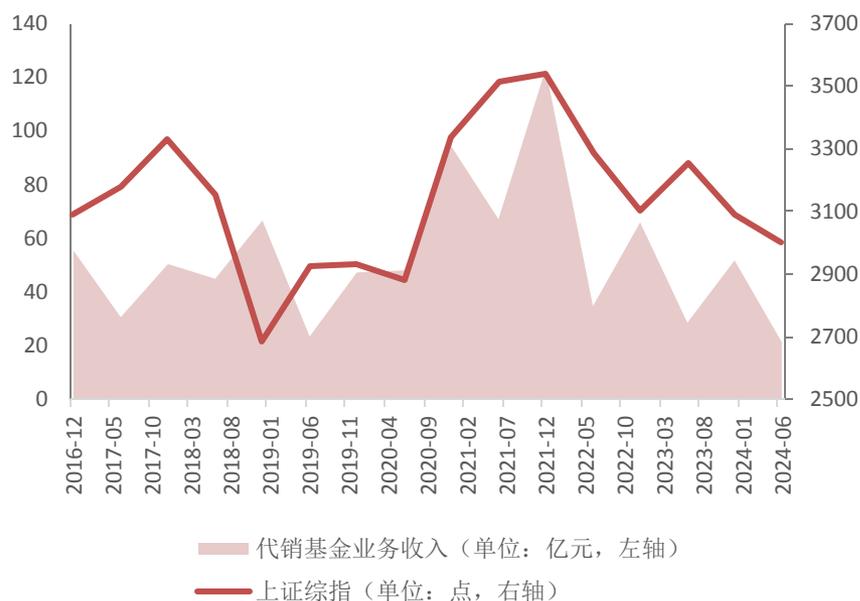
3 中收：利率中枢下行+“提高投资效益”中收或持续回暖

- 为对冲政策利率和LPR下降对银行息差冲击，明年存款利率继续下调可能性较大。在存款降息背景下，储蓄型分红险和银行理财或持续增长，增长幅度或基本持平2024年，代销手续费收入或持续回暖。
- 同时在“提高投资效益”背景下，资本市场回报率或较为可观从而带动银行公募和私募基金代销回暖。同时受益于资本市场边际向好，相关的清算结算和资金托管等手续收入或持续向好。

保险费收入



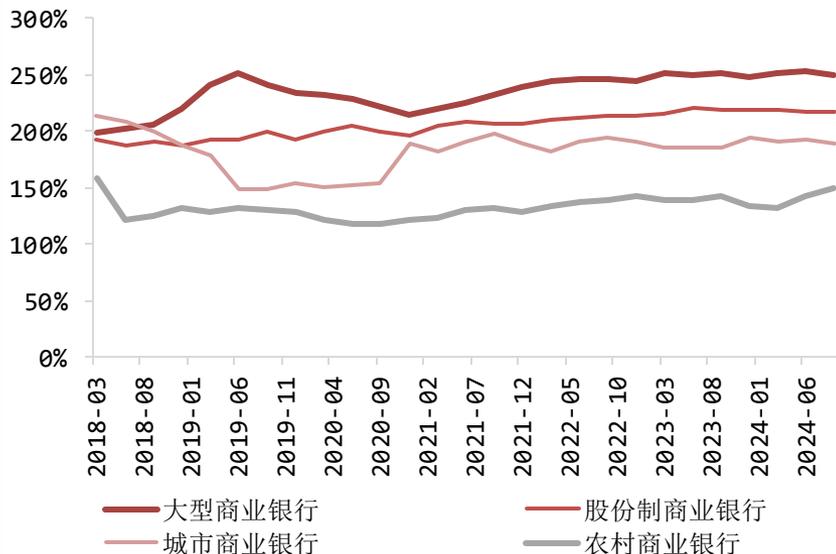
样本银行基金代销业务收入受益于资本市场回暖



3 成本端稳中有降，资产质量边际改善

- **降本增效成为银行业新常态。**根据每日经济新闻报道“降本增效”俨然成为各家银行共同的课题，渗透进业务结构、日常运营、资产配置、财务管理、岗位设置、人员调遣等各个环节。某省农商行印发《降本增效工作方案》提出压降一般消耗性支出、严格控制公务活动支出、控制广告宣传费支出、控制营业网点支出、控制第三方服务费用支出、有效降低中间业务成本。预计2025年银行业务及管理费用稳中有降。
- **受政策呵护支持，资产质量边际改善。**金融监管总局局长李云泽在国新办新闻发布会上表示，进一步打通小微企业融资的堵点和卡点，金融监管总局将优化无还本续贷政策。同时将续贷政策阶段性扩大到中型企业，期限暂定为三年，即对2027年9月30日前到期的中型企业流动资金贷款，可以参照小微企业的续贷政策。对公资产质量受逆周期支持政策和无还本续贷政策增点扩面影响，资产质量或呈边际改善，信用成本下降。零售信贷不良资产或持续暴露，但受预期边际好转影响，暴露规模有望同比少增。

拨备覆盖率维持稳定



资产质量或保持稳定



目 录

◆ 2024年行情复盘

◆ 行业业绩总结

◆ 盈利五因子展望

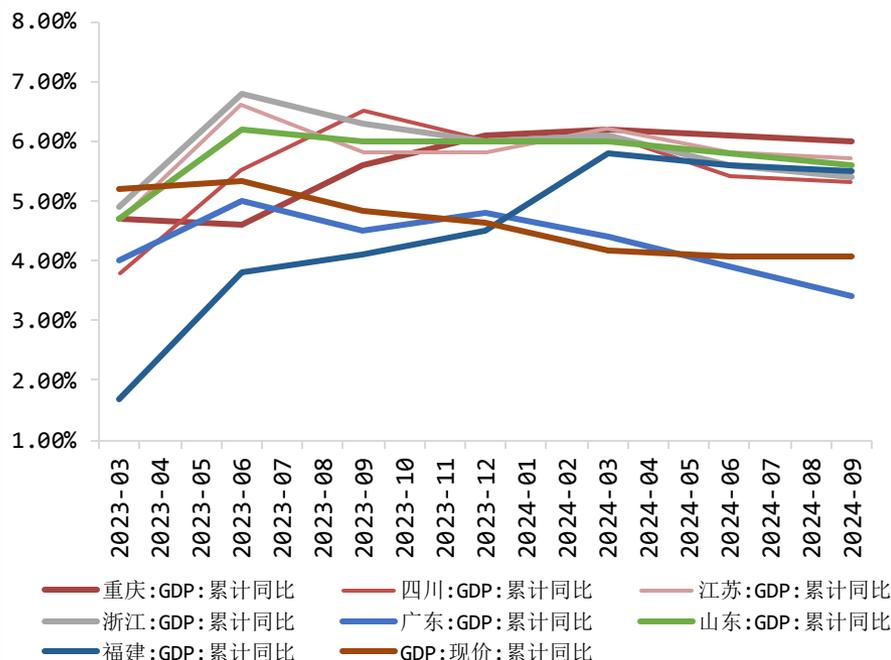
◆ **投资分析和建议**

◆ 风险提示

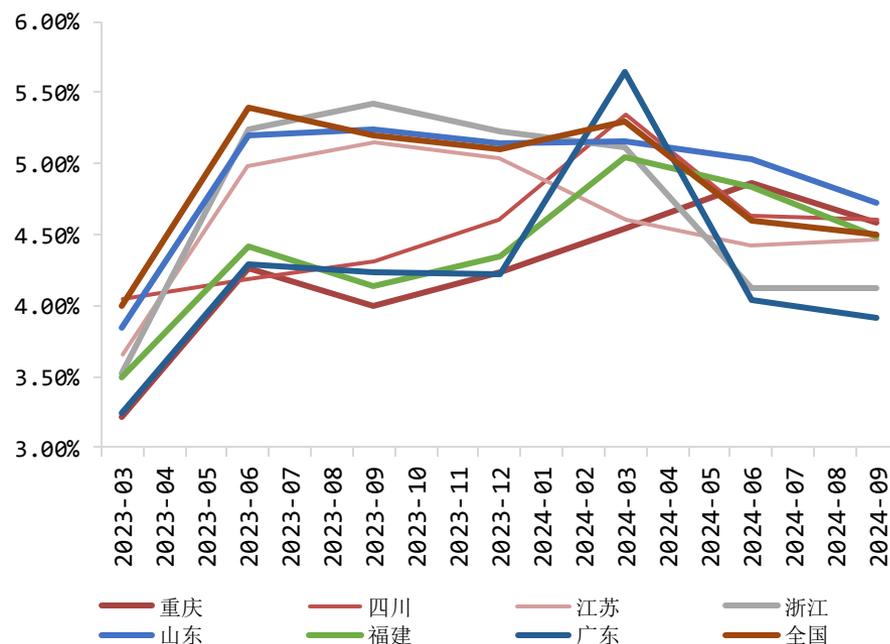
4 投资分析和建议(1)：顺势而为，关注区域和经济修复

- 顺势而为，关注区域政策催化下的川渝和山东地区城农商行。相关标的：成都银行（601838.SH）、重庆银行（601963.SH）、渝农商行（601077.SH）、齐鲁银行（601665.SH）。
- 看点一：中央经济工作会议定调财政政策更加给力，进一步激发消费，川渝和山东GDP和城镇居民可支配收入有望继续保持较快增长。区域内银行有望受益于区域经济和居民收入改善，业务与区域高频共振下有望保持较高速增长。

近两年川渝经济增速可观



今年来鲁、渝、川城镇居民可支配收入增速较快



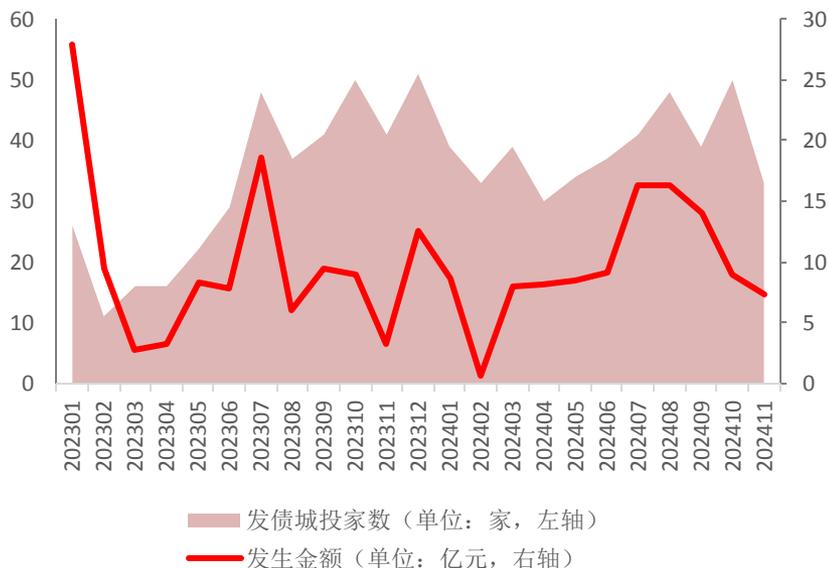
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理；注：2023年四川GDP增速较快；2024年前三季度重庆GDP增速较快。

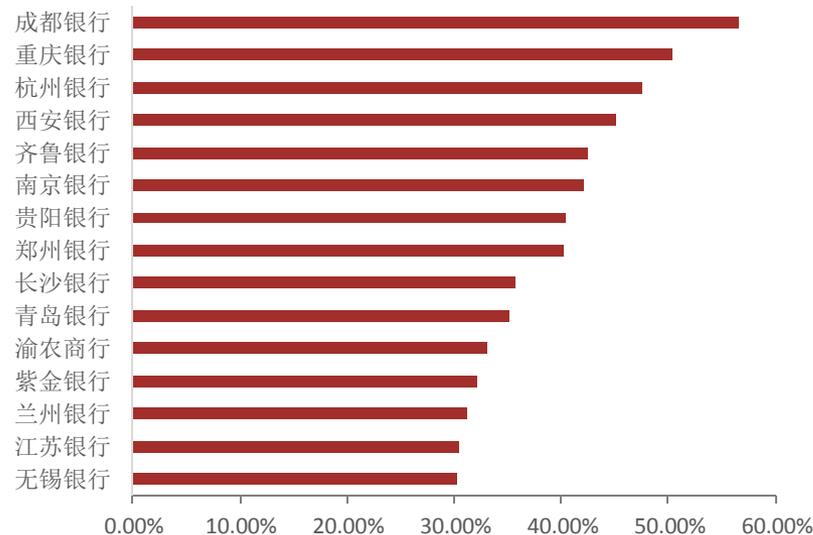
4 投资分析和建议(1)：顺势而为，关注区域和经济修复

- 看点二：“化债”主题下，区域涉城投资产有望得到修复，11月8日“6+4+2”万亿专项化债资金落地，一揽子化债政策的实施力度达到历史新高，地方政府债务压力将大幅缓解，财政部有关负责人提出“改善金融资产质量，增强信贷投放能力，利好实体经济”。区域内银行涉城投资产质量修复可期，相关信用成本或大幅下降。

城投票据逾期金额



2024H1部分上市城农商行城投贷款敞口



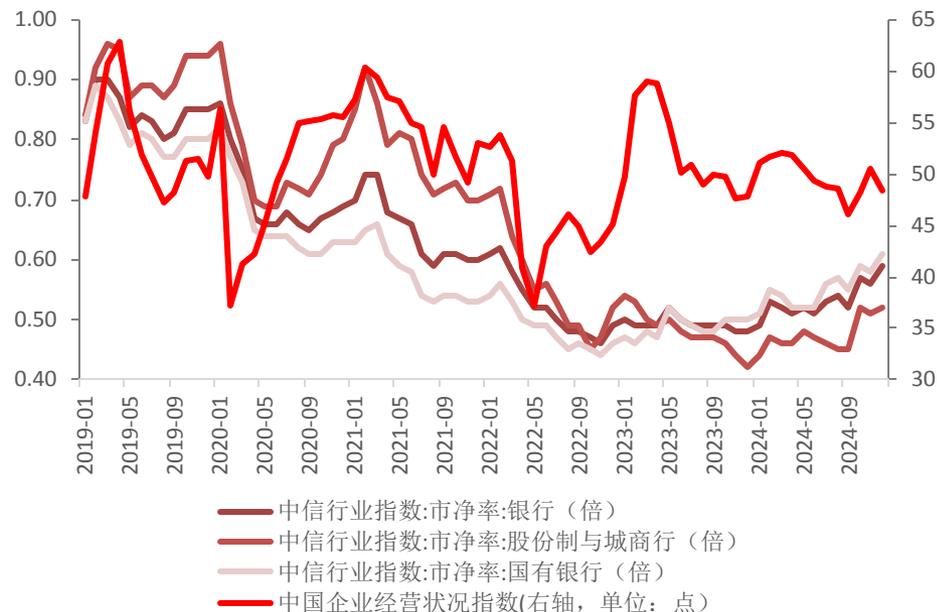
4 投资分析和建议(2)：顺势而为，关注区域和经济修复

- 顺势而为，关注经济复苏下受益明显的股份制银行和部分城商行银行。相关标的：招商银行（600036.SH）、中信银行（601998.SH）、宁波银行（002142.SZ）。
- 看点一：中央经济工作会议部署，2025年中国将动用更强有力的政策措施稳定经济增长。近十年经济预期改善下股份制银行和城商行估值弹性更大。
- 2008年为防止恶性通胀的风险，货币政策“从紧”定调；至2008年11月5日金融危机阶段，国常会对于货币政策定调首次调整为“适度宽松”，并在2009年至2010年延续。从2008年9月中旬至年底，央行5次下调存贷款利率，并四次下调存款准备金率。“适度宽松”货币政策落地后预期好转。

2008年11月货币转为“适度宽松”预期转好



预期好转下，股份制银行和城商行弹性更大



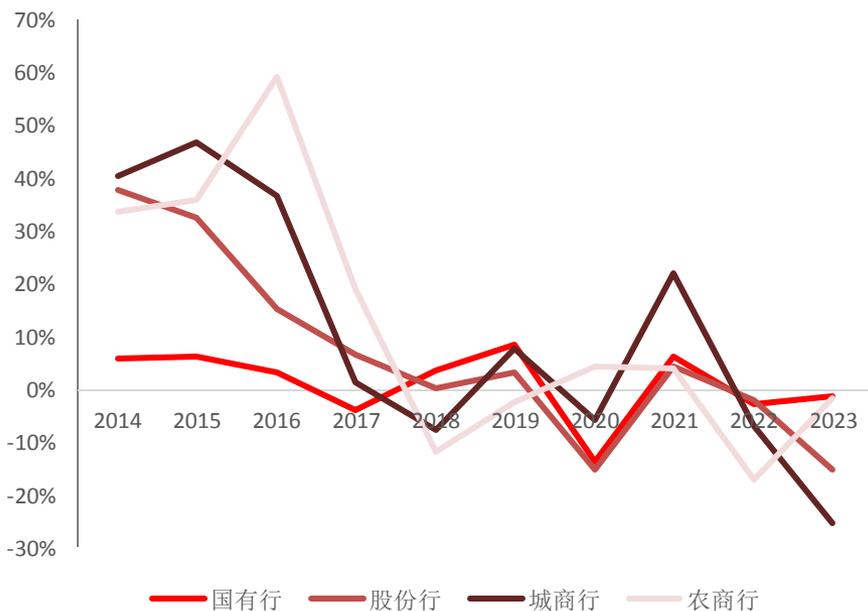
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理；注：中信行业指数市净率仅划分国有银行、股份制与城商行，无农商行分类。

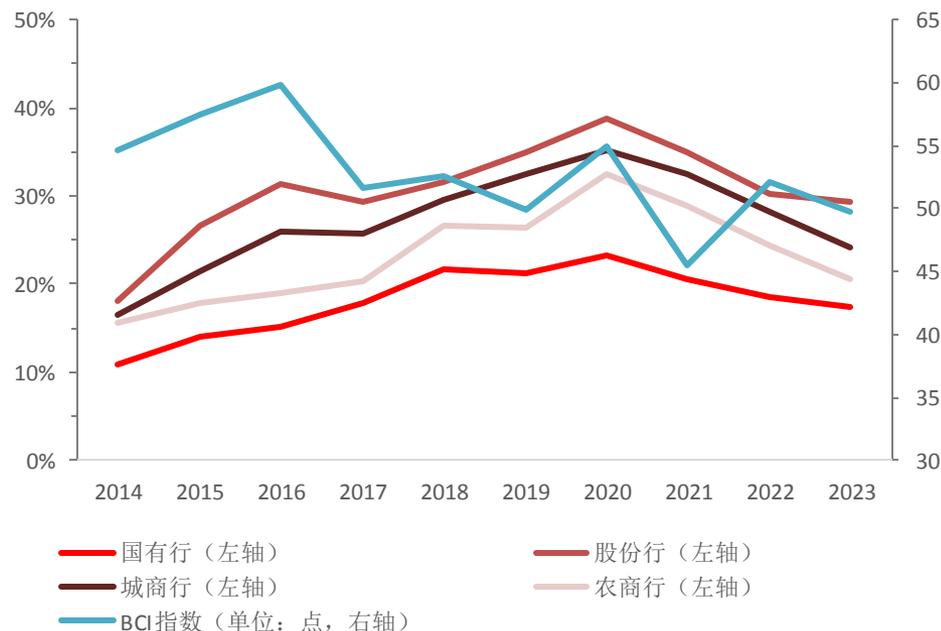
4 投资分析和建议(2)：顺势而为，关注区域和经济修复

- 看点二：经济修复通道下，城商行中收弹性较为显著，股份制银行和城商行信用成本改善更为明显，建议关注在推动经济持续回升向好进程中受益明显的部分股份行和城商行。

城商行和股份制银行中收弹性更大



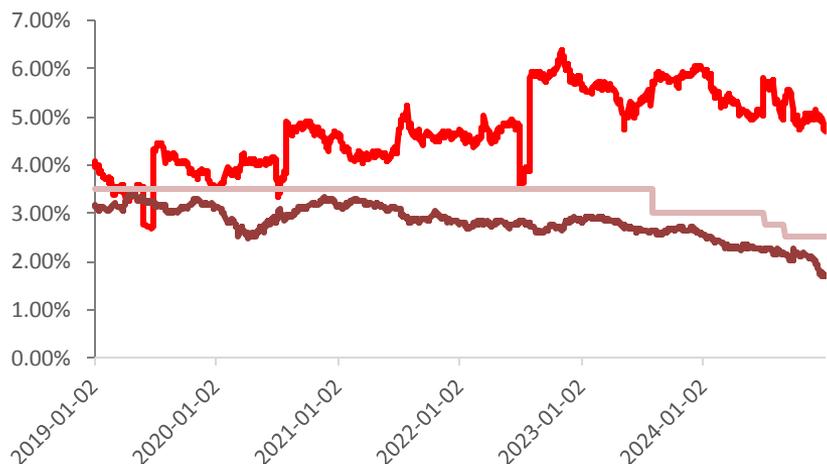
部分银行信用成本/营收弹性在经济上行周期更大



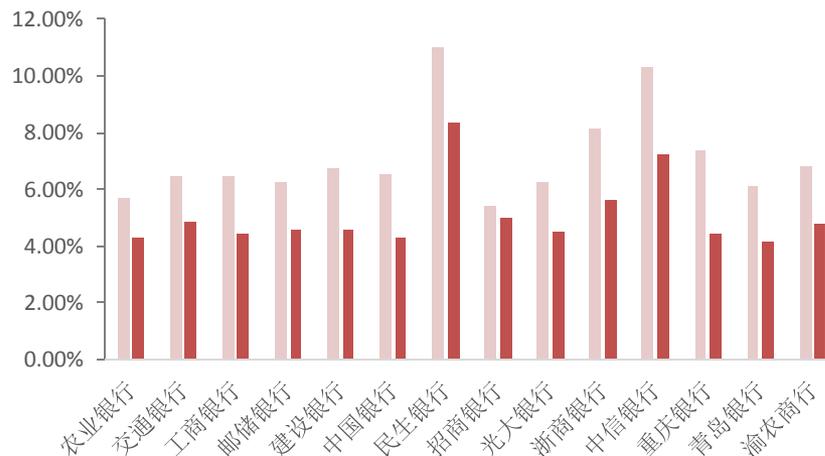
4 投资分析和建议(3)：稳中求胜，高股息仍有一定配置价值

- **稳中求胜，关注高股息红利品种。** 相关标的：工商银行（601398.SH）、农业银行（601288.SH）、中国银行（601988.SH）、建设银行（601939.SH）、招商银行（600036.SH）、中信银行（601998.SH）、渝农商行（601077.SH）等。
- **看点一：“适度宽松”基调下，无风险利率或仍处于下行通道，股息率-无风险利率持续走阔，高股息红利仍有配置价值。**
- **看点二：红利品种对于分红有着明确要求，**财政部2020年12月印发《商业银行绩效评价办法》，其中分红上缴比例（计算方式为分红金额/归母净利润）达到30%可获满分，在此背景之下，国有大行现金分红比例长期维持在归母净利润30%。招商银行“每年现金分红比例不低于30%”写进公司章程。中信银行、渝农商行则相对股息率较高，同时H股对应标的股息率更高。

股息率和无风险利率利差



A+H上市内资银行股息率对比



— 股息率:商业银行 — 国债到期收益率:10年 — 普通保险预定利率

■ H股股息率 ■ A股股息率

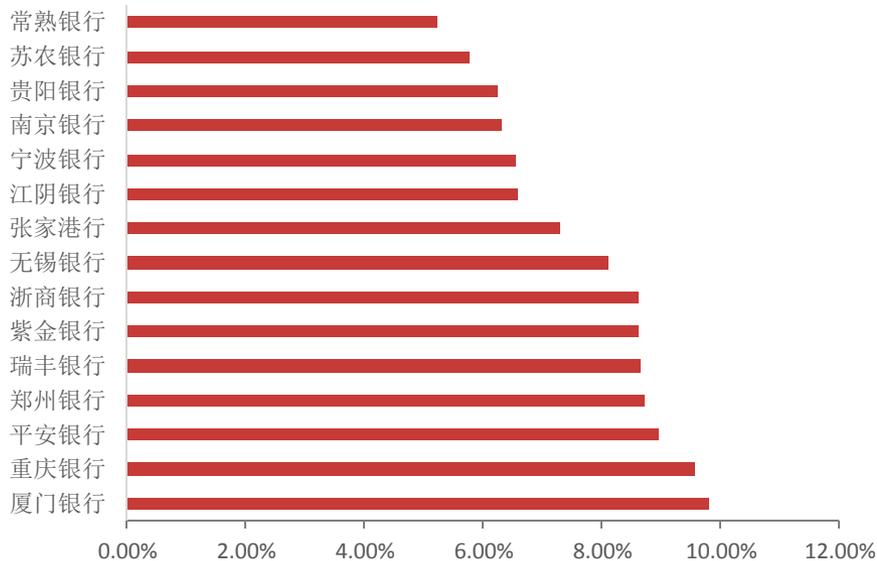
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理；注：股息率数据截至2024年12月31日；光大银行H股名称中国光大银行，渝农商行H股名称为重庆农村商业银行

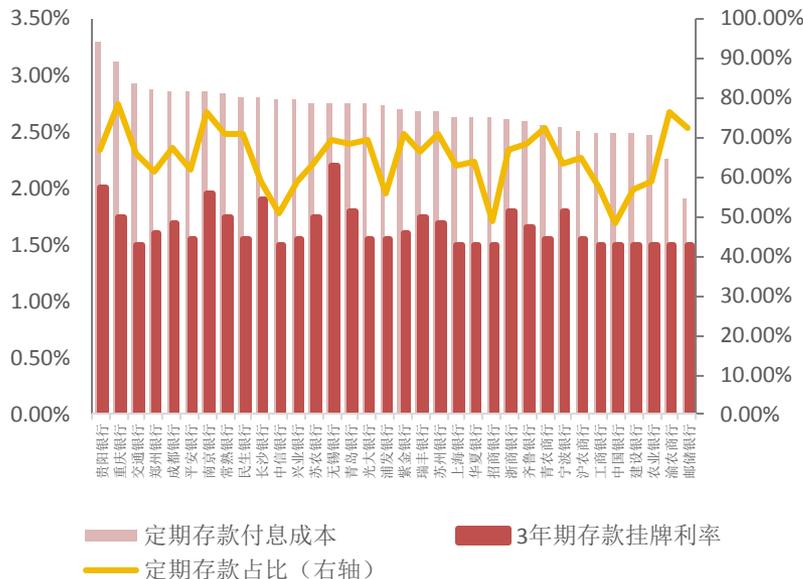
4 投资分析和建议(4)：稳中求胜，按揭敞口小，存款利率下降空间大，投资收益依赖较小，营利双增更具有确定性

- 稳中求胜，按揭敞口小，存量存款利率较高潜在下降空间较大、对投资收益依赖较小的标的营利双增更具有确定性。相关标的：重庆银行（601963.SH）、成都银行（601838.SH）、常熟银行（601128.SH）。
- 看点一：按揭敞口小+高息存款重定价，存量按揭冲击更小，2024H1存款付息成本+定期存款占“双高”存款重定价下调幅度更大，2025财年息差更具有确定性。

部分银行按揭敞口占比



部分银行定期存款平均利率



4 投资分析和建议(4)：稳中求胜，按揭敞口小，存款利率下降空间大，投资收益依赖较小，营利双增更具有高确定性

- 看点二：FVTPL投资收益/营收占比较小，财政政策更加给力下，债市震荡概率较大，投资收益高基数的影响更加可控。

42家上市银行金融投资和投资收益占比

银行	FVTPL	FVOCI	AC	金融投资/总资产	投资收益/营收	银行	FVTPL	FVOCI	AC	金融投资/总资产	投资收益/营收
国有行1	6.06%	23.26%	70.68%	27.49%	6.27%	城商行10	46.22%	23.22%	30.38%	42.01%	38.42%
国有行2	5.76%	23.08%	71.16%	25.37%	3.42%	城商行11	27.54%	40.93%	31.54%	36.18%	18.44%
国有行3	16.44%	23.53%	60.03%	28.96%	12.07%	城商行12	15.19%	43.03%	41.74%	42.90%	17.49%
国有行4	3.72%	26.34%	69.94%	30.43%	5.43%	城商行13	21.07%	9.78%	68.86%	42.19%	30.25%
国有行5	17.07%	9.60%	73.25%	34.51%	9.79%	城商行14	34.47%	33.88%	31.65%	36.65%	24.71%
国有行6	7.66%	51.04%	41.30%	23.18%	6.81%	城商行15	19.45%	3.88%	76.51%	40.23%	18.98%
股份行1	25.26%	25.53%	48.92%	28.27%	16.55%	城商行16	21.76%	34.37%	43.78%	31.68%	20.83%
股份行2	25.88%	18.31%	55.42%	37.14%	22.08%	城商行17	21.31%	12.94%	65.74%	30.60%	14.41%
股份行3	14.51%	21.59%	63.90%	30.47%	9.91%	农商行1	13.39%	36.54%	50.06%	29.31%	20.18%
股份行4	14.99%	29.26%	55.13%	28.73%	10.99%	农商行2	12.64%	38.40%	48.75%	40.69%	15.84%
股份行5	27.58%	17.78%	54.53%	32.48%	19.27%	农商行3	15.12%	32.67%	51.42%	26.18%	13.93%
股份行6	19.54%	29.44%	50.96%	32.37%	13.25%	农商行4	13.09%	50.07%	36.70%	32.19%	27.39%
股份行7	22.28%	30.93%	46.66%	31.29%	20.37%	农商行5	10.73%	53.28%	35.92%	35.28%	14.36%
股份行8	26.85%	32.61%	40.36%	28.14%	15.67%	农商行6	2.59%	74.78%	22.63%	17.92%	10.27%
股份行9	39.19%	11.35%	49.08%	27.57%	17.87%	农商行7	22.18%	36.44%	40.55%	30.22%	33.50%
城商行1	24.39%	25.87%	49.67%	32.94%	19.13%	农商行8	17.79%	33.58%	47.97%	29.83%	24.30%
城商行2	27.79%	18.95%	53.26%	26.70%	20.09%	农商行9	16.38%	40.62%	42.48%	29.18%	25.83%
城商行3	14.76%	32.48%	52.72%	35.68%	15.63%	农商行10	29.49%	23.97%	46.54%	35.62%	26.27%
城商行4	30.89%	16.40%	52.64%	41.65%	18.80%	国有行平均	7.63%	65.81%	26.55%	27.66%	6.36%
城商行5	29.68%	24.43%	45.78%	39.62%	17.98%	股份行平均	23.31%	52.07%	24.37%	30.27%	15.35%
城商行6	25.45%	26.25%	48.25%	47.67%	24.29%	城商行平均	28.15%	45.79%	25.97%	38.64%	23.79%
城商行7	36.36%	25.23%	38.40%	37.35%	24.39%	农商行平均	14.24%	43.26%	42.29%	34.28%	18.31%
城商行8	29.68%	26.06%	43.89%	30.82%	21.32%	上市场平均	13.89%	59.75%	26.29%	29.35%	10.55%
城商行9	23.81%	45.78%	30.38%	43.20%	22.36%	-	-	-	-	-	-

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理；注：颜色越深受债市同比走弱影响越大

4 投资分析和建议：重点公司——重庆银行（601963.SH）

□ 投资逻辑：

1) 重庆经济蓬勃发展，2024Q3，重庆GDP同比增速达6.0%，位居全国第二，且受益于多方位因素，未来增长潜力巨大；2) 受益于按揭敞口较小以及未来存款重定价，息差相对稳健，重庆银行个人住房按揭贷款占比为9.6%，低于上市银行平均水平，且未来或有大量现存限高息存款到期重定价，可对息差形成较为明显支撑；3) 不良贷款率持续下降，截至2024Q3，重庆银行不良贷款率降至1.26%，较上年末下降0.08个百分点。

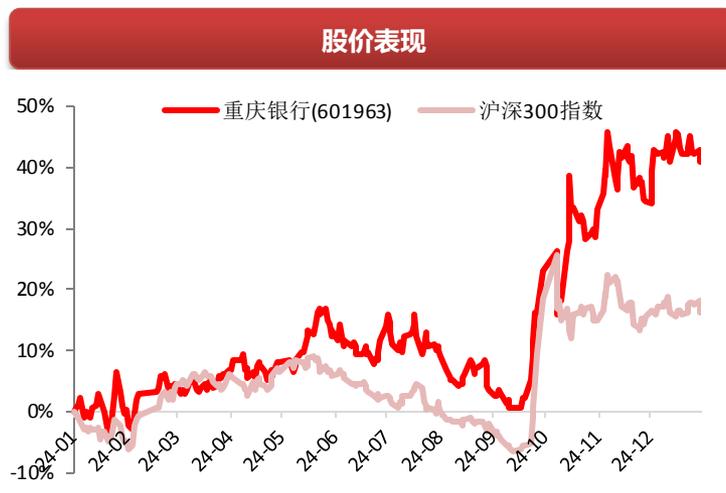
□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2024-2026年BVPS分别为15.28/16.26/17.47元，对应的PB分别为0.62X/0.58X/0.54X。考虑到公司作为西部区域A+H上市城商行，在政策背景下公司竞争优势凸显，再结合大量长周期、高利率存款到期重定价，整体表现有望向川渝地区的成都银行靠拢，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

信贷投放不及预期、存款定期化和大规模未流失、中间业务盈利不及预期、资产质量大幅下行、模型假设与事实有较大偏差等风险。

业绩预测与估值指标				
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13,029.87	13,330.34	14,015.21	14,548.62
增长率	-2.45%	2.31%	5.14%	3.81%
归属母公司净利润（百万元）	4,929.79	5,161.19	5,676.76	5,951.88
增长率	1.27%	4.69%	9.99%	4.85%
净资产收益率ROE	8.95%	8.74%	9.03%	8.93%
BVPS	14.06	15.28	16.26	17.47
PE	6.65	6.35	5.77	5.51
PB	0.67	0.62	0.58	0.54



4 投资分析和建议：重点公司——渝农商行（601077.SH）

□ 投资逻辑：

1) 在明年积极的宏观政策+成渝双城经济圈+地区产业转型的大背景下，重庆整体信贷需求有望提振，渝农商行扩表有望稳步推进，且24H1贷款占总资产比例仅46.8%，较对标行平均水平57.2%有较大差距，渝农商行存在通过优化资产结构来抵御降息给生息资产收益率带来负面效应的空间；2) 网点分布广泛，2023年县域存款内市占率达到32.2%，2024H1渝农商行存款利率仅1.8%，较对标行低18bp，具有较强且稳固的成本优势；3) 主动出清历史包袱，资产质量逐步改善，渝农商行不良率由2020年的1.3%下降至2024Q3的1.2%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2024-2026年BVPS分别为10.97/11.73/12.50元，对应的PB分别为0.54X/0.51X/0.48X。考虑到渝农商行资产质量持续改善，作为深耕重庆的地区农商行，有望受益于重庆地区经济企稳回升，扩表稳健推展，且股息率分红率保持在较高水平，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

经济修复不及预期风险、资产质量恶化风险、存款成本上升超预期风险、利率波动超预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27,955.76	26,914.16	27,534.09	28,617.17
增长率	-3.57%	-3.73%	2.30%	3.93%
归属母公司净利润（百万元）	10,902.36	10,882.90	11,655.33	12,374.99
增长率	6.10%	-0.18%	7.10%	6.17%
净资产收益率ROE	9.00%	8.64%	8.66%	8.62%
BVPS	10.19	10.97	11.73	12.5
PE	6.21	6.22	5.81	5.47
PB	0.58	0.54	0.51	0.48



重点公司估值表

证券代码	公司名称	股价（元）	每股净资产（元）				PB（倍）				投资评级
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
601963.SH	重庆银行	11.19	14.06	15.28	16.26	17.47	0.67	0.62	0.58	0.54	买入
601077.SH	渝农商行	8.14	10.19	10.97	11.73	12.5	0.58	0.54	0.51	0.48	买入

数据来源：wind，西南证券；注：股价为2024年12月31日收盘价。

目 录

◆ 2024年行情复盘

◆ 行业业绩总结

◆ 盈利五因子展望

◆ 投资分析和建议

◆ 风险提示

风险提示

- 模型假设与实际有偏差；
- 财政政策和货币政策不及预期；
- 存款利率下降不及预期导致银行净息差下降幅度过大；
- 资产质量大幅度下降，出现风险事件。



分析师：张银新
执业证号：S1250524110001
电话：010-57758534
邮箱：zhyx@swsc.com.cn

联系人：潘妍洁
电话：18108396193
邮箱：panyj@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jyj@swsc.com.c
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn				
	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	杨举	销售经理	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzz@swsc.com.cn