

超配（维持）

高股息托底，基本面复苏蓄势待发

股份行深度报告

2025年1月23日

投资要点：

分析师：吴晓彤
SAC 执业证书编号：
S0340524070001
电话：0769-22119430
邮箱：
wuxiaotong@dgzq.com.cn

银行指数走势



资料来源：IFinD，东莞证券研究所

- **复盘：减轻拨备释放利润，涨幅落后其他板块。**近年来，面对经济环境变化给公司业绩带来的冲击，股份行积极采取应对措施，一方面削减业务管理费用，另一方面减轻减值损失计提，以此实现利润释放，缓解业绩压力。2024年股份行实现涨幅30.45%，落后于其他银行板块。涨幅落后或与以下几方面原因相关：一是股份行的业绩增长以及资产扩张压力相对更大，二是股份行与零售地产相关资产质量引发市场担忧，三是市场避险情绪高涨，增量基金主要来自指数基金和险资，更加倾向于流入大盘权重股和高股息股，国有行和部分城农商行则更匹配资金的偏好。
- **信贷扩张：消费与房地产信贷有望实现双扩张，增长动能增强。**股份行贷款主要受到消费贷款以及按揭贷款的拖累。在多维度刺激消费政策的发力下，2025年促消费政策的范围和力度有望有所突破，有助于股份行在消费领域相关业务向好，比如消费贷款、信用卡贷款和信用卡交易。如果消费回升，这些业务也将受益，会给相关贷款和收入增长带来正面的贡献，前期受到零售端拖累的股份行具备更强的修复预期与更大的修复弹性。房地产方面，政策力度不断加大，房地产市场止跌回稳动能增强，股份行按揭贷款有望实现稳健复苏。
- **中间业务收入：保险降费冲击减弱，财富管理与股市回暖共振。**相对于其他板块，股份行的业绩受到手续费的拖累更为严重，主因为股份行营收结构中，手续费占营收比例为15.13%，高于其他板块。前期手续费增长放缓主要受到保险降费以及财富管理收入萎缩两方面因素的压制，预计2025年保险降费冲击减弱，政策发力下资本市场活跃度回暖，股份行中收业务最艰难的时刻或已过去。
- **2025年股份行负债端后续表现或更为积极。**2024年上半年，股份行负债端已出现改善迹象，加权平均负债成本较2023年下降4bp至2.22%，上市股份行全部个股均有所改善。预计2025年存款成本改善效果将持续释放，一定程度对冲资产端的下行压力，进而带动净息差降幅收窄。
- **房地产市场风险水平大幅弱化，股份行更加受益。**2024年以来，中央及有关部门多次部署促进房地产市场平稳健康发展工作，政策力度持续加大，不仅帮助房企重构财务结构，恢复其可持续发展的能力，银行的不良贷款率和不良生成也将受益逐步回落，前期压制股份行板块的因素有望逐步缓释。后续仍需继续关注楼市销售的改善情况与房企化债的进程，以及其对银行贷款的传导效果。对公房地产规模占比更高的银行的股份行后续边际改善的空间更大。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

- **维持对行业的“超配”评级。**展望2025年，股份行板块兼具“高股息”与“基本面复苏”逻辑。截至1月22日，股份行板块股息率为5.85%，平安银行股息率高至8.70%，多家银行实施中期分红，在1.67%长端利率下，高股息价值凸显。中长期看，1月新“国九条”实施，低利率环境中，银行高股息、稳定分红仍是确定性布局方向，险资增配高股息板块趋势或持续增强。待经济好转获数据验证，股份行投资主线有望从“高股息”切换至“基本面复苏”，在稳增长、扩内需、化风险的政策定调下，股份行的信贷扩张、中收业务、净息差以及资产质量等方面将发生积极变化，成为业绩增长以及估值修复的关键原生动力。个股建议关注业绩稳健、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显、负债成本低的招商银行（600036），以及受益于房地产风险缓释的平安银行（000001），业绩与资产质量边际好转的浦发银行（600000）和兴业银行（601166）。
- **风险提示：**经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

目 录

1. 复盘：减轻拨备释放利润，涨幅落后其他板块	5
1.1 业绩回顾：营收面临较大压力，减轻拨备释放利润	5
1.2 行情复盘：股份行涨幅落后于其他板块	8
2. 信贷扩张：消费与房地产信贷有望实现双扩张，增长动能增强	9
3. 中间业务收入：保险降费冲击减弱，财富管理与股市回暖共振	12
4. 净息差：负债端表现更为积极，对冲资产端下行压力	15
5. 资产质量：房地产市场风险水平大幅弱化，股份行更加受益	18
6. 投资建议	21
7. 风险提示	23

插图目录

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）	5
图 2 股份行 2024 年单季营收增速（单位：%）	6
图 3 2024 年前三季度上市银行营收同比增速排名（单位：%）	6
图 4 上市银行归母净利润增速（单位：%）	7
图 5 股份行 2024 年单季归母净利润增速（单位：%）	7
图 6 2024 年全年申万一级行业涨幅（%）	8
图 7 2024 年银行业细分板块涨跌幅（%）	8
图 8 2024 年上市股份行涨幅（%）	8
图 9 上市银行总资产增长情况（亿元，%）	9
图 10 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）	9
图 11 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）	10
图 12 股份行贷款总额同比增速（单位：%）	10
图 13 股份行个人贷款和公司贷款增速（单位：%）	10
图 14 股份行信用卡贷款和按揭贷款增速（单位：%）	10
图 15 30 大中城市商品房成交增长情况（%）	12
图 16 居民中长期贷款同比多增量（亿元）	12
图 17 上市股份行手续费净收入（%）	13
图 18 上市股份行手续费净收入占营收比重（%）	13
图 19 招商银行财富管理手续费增长情况（亿元，%）	14
图 20 商业银行净息差（单位：%）	15
图 21 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）	15
图 22 上市银行各板块净息差（单位：%）	16
图 23 股份行净息差排名（%）	16
图 24 LPR 变动情况（单位：%）	17
图 25 个人住房贷款加权平均贷款利率（%）	17
图 26 2024H1 上市银行按揭贷款占总贷款比重（单位：%）	17
图 27 上市股份行负债成本变化（单位：%）	18
图 28 上市股份行不良率（单位：%）	18
图 29 银行板块估值情况（截至 1 月 20 日）	21
图 30 银行个股估值情况（截至 1 月 20 日）	22

图 24 10 年国债到期收益率 (%)	22
图 25 股份行股息率 (截止 2025/1/22, %)	22

表格目录

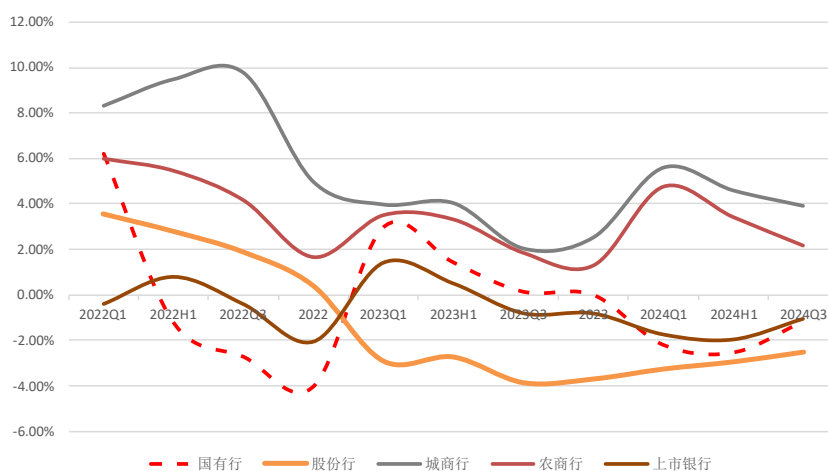
表 1: 上市股份银行盈利要素同比增长情况 (单位: %)	7
表 2: 中央经济会议工作要点	11
表 3: 9 月 24 日国新办新闻发布会政策整理	14
表 4: 近期房地产政策梳理	19
表 5: 2024 年上半年上市银行房地产贷款资产质量情况 (%)	20
表 6: 2024 年 9 月末保险持仓前 10 个股 (%)	22
表 7: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2025/1/22)	23

1. 复盘：减轻拨备释放利润，涨幅落后其他板块

1.1 业绩回顾：营收面临较大压力，减轻拨备释放利润

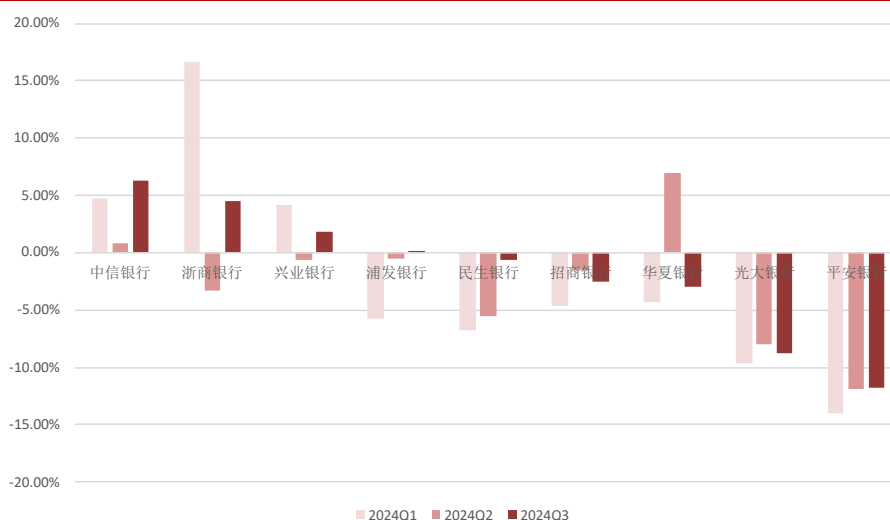
2023 年至今，股份行营收面临较大压力，2024 年降幅逐季收敛。受到新冠疫情的影响，全球经济受到了巨大的冲击，国内经济增速放缓，银行业整体经营环境面临着诸多挑战，在各子板块中，由于股份行相对于其他类型的银行，资金来源的稳定性相对较弱、零售业务依赖高，以及受到房地产的拖累较为严重，股份行的处境更为艰难，所面临的经营压力更为突出。2023 年/2024 年前三季度上市股份行的营收同比增速分别为-3.68%/-2.49%，同期上市银行的同比增速为-0.81%/-1.05%，股份行在各子板块中营收增速均处于末位，利息收入和中间业务收入是最主要的拖累项。而从单季度来看，2023Q3 股份行营收降幅最大，为-6.19%，随后降幅收敛至 3%以内，2024Q1/2024Q2/2024Q3 降幅分别为-3.24%/-2.60%/-1.57%，呈现边际收敛的趋势。从个股上看，2024 年前三季度，浙商、中信、兴业和华夏银行录得营收正增长，增速分别为+5.64%/+3.83%/+1.81%/+0.04%，2024 年第三季度 9 家股份行中有 6 家营收增速环比改善，4 家增速转正，整体呈现边际改善的趋势。

图 1 上市银行营收同比增速（单位：%）



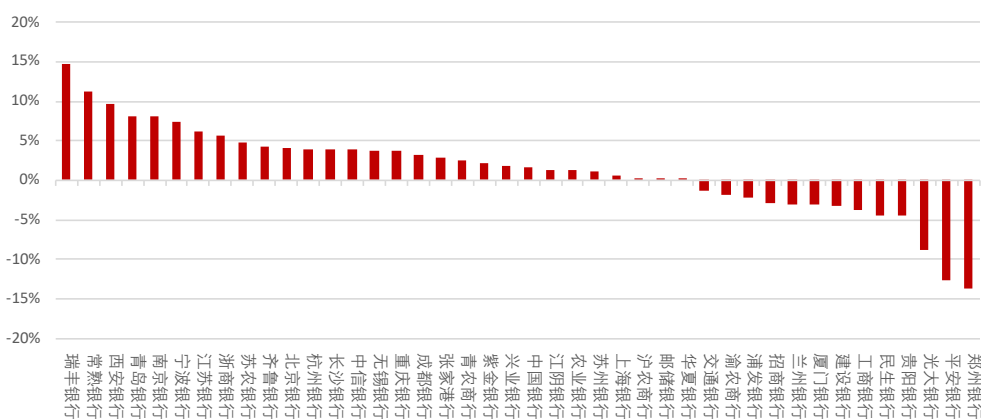
数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 2 股份行 2024 年单季营收增速（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

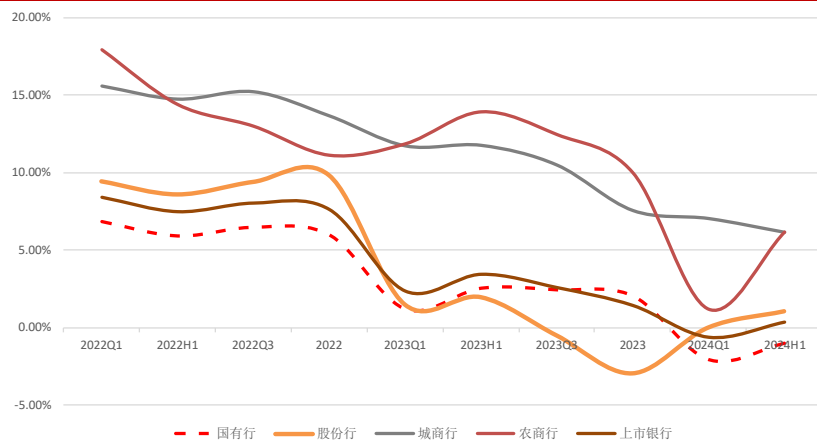
图 3 2024 年前三季度上市银行营收同比增速排名（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

2024 年股份行依靠减轻拨备释放利润。2024 年前三季度，42 家上市银行实现归母净利润 1.66 万亿元，同比增速为+1.43%，国有行/股份行/城商行/农商行归母净利润分别同比+0.79%/+0.85%/+6.67%/+4.88%，股份行增速排名第 3。近年来，面对经济环境变化给公司业绩带来的冲击，股份行积极采取应对措施，一方面削减业务管理费用，另一方面减轻减值损失计提，以此实现利润释放，缓解业绩压力。从个股来看，6/9 家股份行 2024 年前三季度归母净利润录得正增长，个股延续分化，其中浦发银行增速为+25.86%，民生银行为-9.21%。

图 4 上市银行归母净利润增速（单位：%）



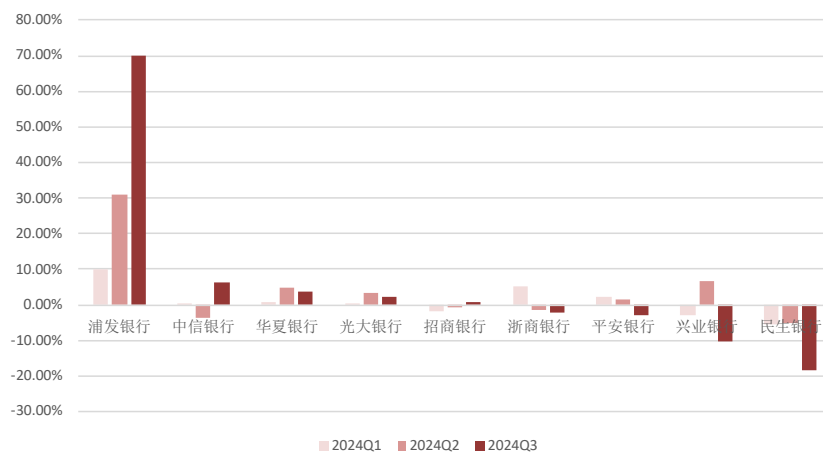
数据来源：iFind，东莞证券研究所

表 1：上市股份银行盈利要素同比增长情况（单位：%）

	2023	2024Q1	2024H1	2024Q3
利息净收入	-4.59%	-6.64%	-5.57%	-5.17%
手续费及佣金净收入	-15.12%	-16.40%	-17.12%	-14.37%
其他非息收入	+11.61%	+12.08%	+9.89%	+13.28%
营业收入	-3.68%	-3.24%	-2.92%	-2.49%
业务及管理费	-0.87%	-2.13%	-1.50%	-1.23%
减值损失	-6.45%	-6.85%	-9.90%	-8.39%
所得税费用	-12.41%	-11.58%	+3.27%	+2.20%
归母净利润	-2.96%	0.00%	+1.05%	+0.85%

数据来源：iFind，东莞证券研究所

图 5 股份行 2024 年单季归母净利润增速（单位：%）

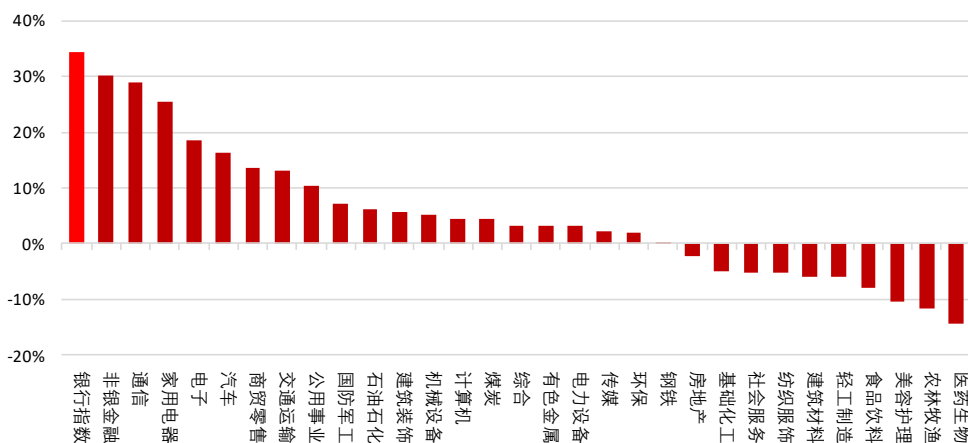


数据来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 行情复盘：股份行涨幅落后于其他板块

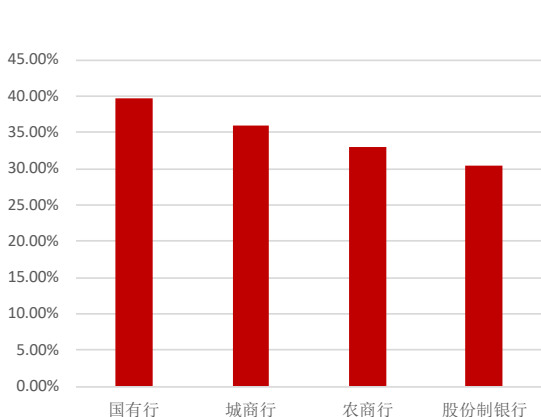
2024年股份行实现涨幅30.45%，落后于其他银行板块。2024年全年，申万银行业上涨34.39%，跑赢沪深300指数19.71个百分点，在申万31个行业中排名第1。各子板块实现全面普涨，国有行(+39.77%)>城商行(+36.00%)>农商行(+33.10%)>股份行(+30.45%)，股份行涨幅落后于其他板块。涨幅落后或与以下几方面原因相关：一是股份行的业绩增长以及资产扩张压力相对更大，二是股份行与零售地产相关资产质量引发市场担忧，三是市场避险情绪高涨，增量基金主要来自指数基金和险资，更加倾向于流入大盘权重股和高股息股，国有行和部分城农商行则更匹配资金的偏好。从个股上看，浦发银行、华夏银行和招商银行涨幅领先，分别为+55.44%/+42.53%/+41.27%。

图6 2024年全年申万一级行业涨幅(%)



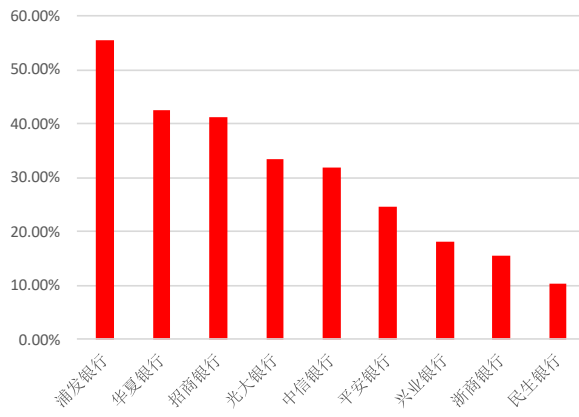
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图7 2024年银行业细分板块涨跌幅(%)



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

图8 2024年上市股份行涨幅(%)



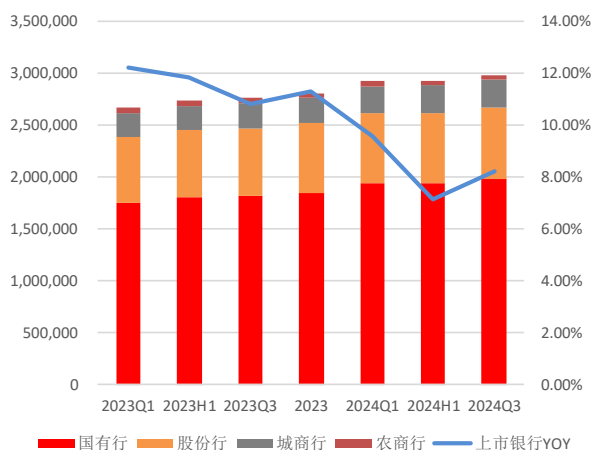
资料来源：iFinD，东莞证券研究所

展望 2025 年，股份行板块兼具“高股息”与“基本面复苏”逻辑。截至 1 月 22 日，股份行板块股息率为 5.85%，平安银行股息率高至 8.70%，多家银行实施中期分红，在 1.67%长端利率下，高股息价值凸显。中长期看，1 月新“国九条”实施，低利率环境中，银行高股息、稳定分红仍是确定性布局方向，险资增配高股息板块趋势或持续增强。待经济好转获数据验证，股份行投资主线有望从“高股息”切换至“基本面复苏”，在稳增长、扩内需、化风险的政策定调下，股份行的信贷扩张、中收业务、净息差以及资产质量等方面将发生积极变化，成为业绩增长以及估值修复的关键原生动力。

2. 信贷规模：消费与房地产信贷有望实现双扩张，增长动能增强

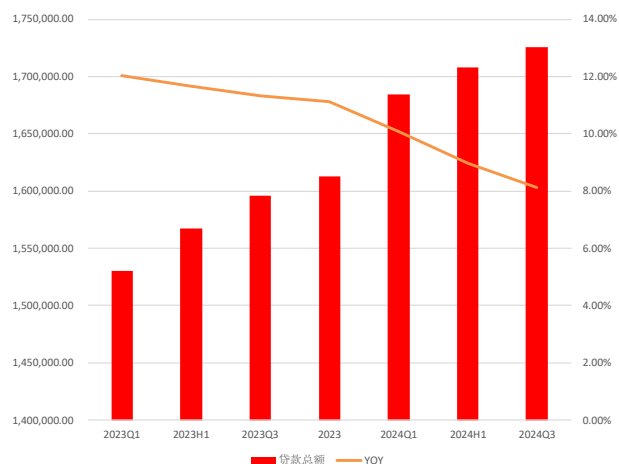
股份行信贷扩张速度明显滞后。由于高基数效应与有效需求不足，2024 年以来上市银行总资产规模扩张速度持续降至 10%以下，同期上市股份行增速仅为+5.11%。2024 年前三季度贷款增速降至+8.13%，信贷节奏继续放缓，除了实体融资需求这个主要影响因素，金融监管机构加强了对资金空转和虚增存贷款的打击力度也是重要原因之一。城商行受益于区域经济优势，贷款增速仍能保持两位数，股份行贷款增长乏力，增速仅为+4.38%，信贷扩张速度明显滞后。

图 9 上市银行总资产增长情况（亿元，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10 上市银行贷款总额同比增速（单位：%）

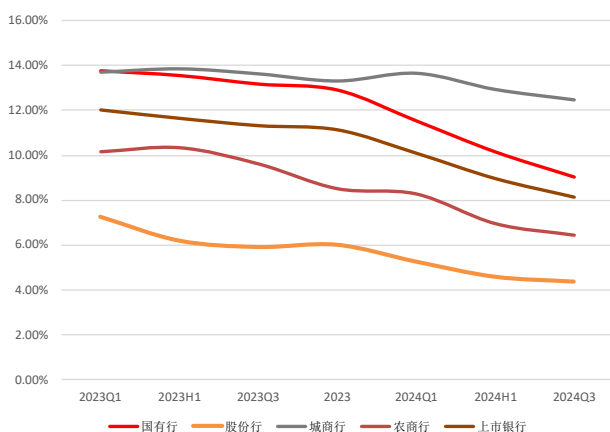


资料来源：iFind，东莞证券研究所

股份行贷款主要受到消费贷款以及按揭贷款的拖累。与其他板块银行相比，股份行的信贷扩张在以下三个方面面临更大的压力：一方面，市场定位和业务策略的调整。近年来，房地产市场历经深度调整，市场活跃度大幅下滑，房贷业务提前还款潮涌现，同时投放量呈现少增态势，叠加消费市场持续疲弱不振等一系列因素，股份行的零售业务发展遭遇严峻挑战，增长动力显著不足，股份行零售贷款增速由 2019 年的+16.74% 降至 2024 年前三季度的-1.81%，部分银行的零售贷款规模甚至出现负增长的情况，平安银行、兴业银行、民生银行等均在此列。更具体地，上市股份行贷款投放速度从

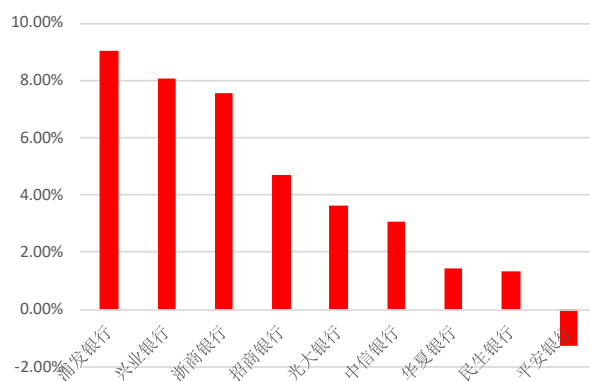
2019年的+25.16%降至2024年上半年的-12.84%，信用卡对应增速则从+12.67%降至-10.49%。回溯过往，零售业务一直是股份行实现快速发展的关键增长引擎，然而当下其增长受限，对股份行的整体资产扩张进程以及信贷投放速度产生了较大的负面影响。另一方面，在经济下行压力较大、市场不确定性增加的情况下，股份行的风险偏好普遍趋于谨慎。为了控制信用风险，银行或加强对贷款项目的审核和评估，严格控制信贷投放规模和节奏，这在一定程度上会导致信贷投放速度放缓。

图 11 各板块银行贷款总额同比增速（单位：%）



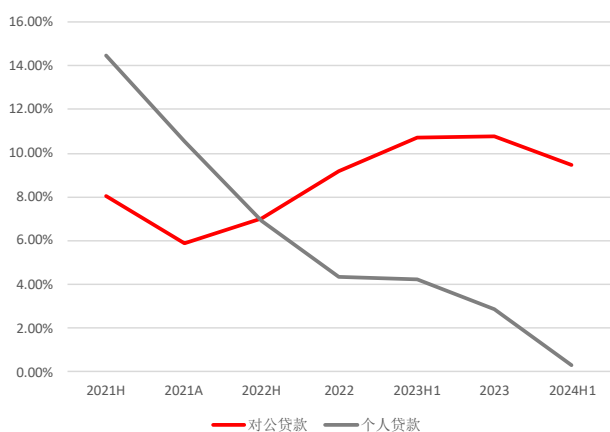
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 12 股份行贷款总额同比增速（单位：%）



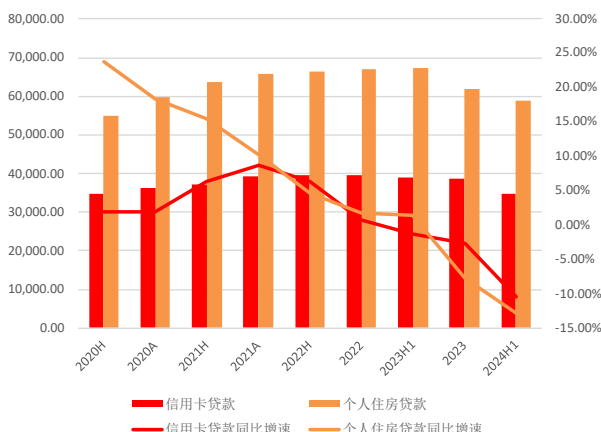
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13 股份行个人贷款和公司贷款增速（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14 股份行信用卡贷款和按揭贷款增速（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

中央经济工作会议将提振消费放在 2025 年经济工作的首位，股份行消费类贷款具备更强修复预期。从宏观经济形势来看，全球贸易环境的复杂性和不确定性持续攀升，特别是在特朗普正式上台后，其对外加税的举措或将在短期加速落地，我国的产

品出口和海外拓展或将面临放缓压力，在此背景下，提振消费在当前经济发展格局中被赋予关键使命。中央经济会议强调，2025 年要大力提振消费，提高投资效益，全方位扩大国内需求。一是从改善收入端提高居民消费能力。实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。二是加力扩围实施“两新”政策，中央财政已预下达 2025 年消费品以旧换新资金 810 亿元，支持各地做好政策持续实施的衔接工作，对冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑等 12 类家电产品给予补贴，每件补贴不超过 2000 元。三是培育更多更新的消费产业和消费场景。创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。在多维度刺激消费政策的发力下，2025 年促消费政策的范围和力度有望有所突破，有助于股份行在消费领域相关业务向好，比如消费贷款、信用卡贷款和信用卡交易。如果消费回升，这些业务也将受益，会给相关贷款和收入增长带来正面的贡献，前期受到零售端拖累的股份行具备更强的修复预期与更大的修复弹性。

表 2：中央经济工作会议工作要点

政策要点	详细内容
要实施更加积极的财政政策	提高财政赤字率，加大财政支出强度，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，优化财政支出结构，提高资金使用效益。
要实施适度宽松的货币政策	适时降准降息，保持流动性充裕，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。
打好政策“组合拳”	完善部门间有效沟通、协商反馈机制，增强政策合力。把经济政策和非经济性政策统一纳入宏观政策取向一致性评估，统筹政策制定和执行全过程，提高政策整体效能。
2025 年重点任务	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。 发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。 扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。 有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。 统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。 加大区域战略实施力度，增强区域发展活力。 协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。 加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感、幸福感、安全感。

数据来源：金融监管总局，东莞证券研究所

房地产政策力度不断加大，房地产市场止跌回稳动能增强，股份行按揭贷款有望实现稳健复苏。2024 年 9 月以来，中央及有关部门多次部署促进房地产市场平稳健康发展工作，政策力度持续加大。2024 年 12 月 12 日，中央经济工作会议表明，牢牢守住不发生系统性风险底线，持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危

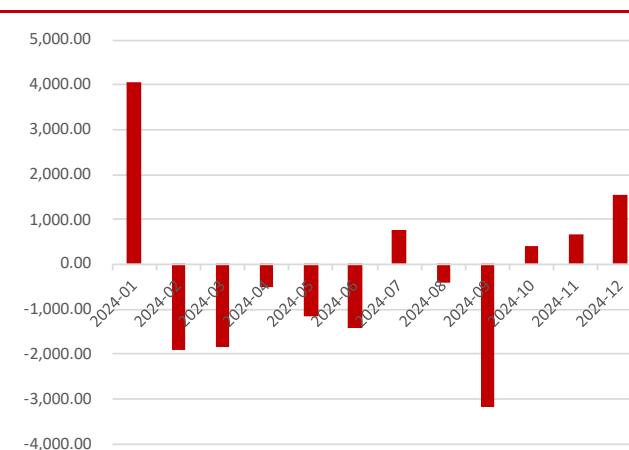
旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险。2024年10月份以来，房地产市场呈现出积极的变化趋势，进入11月，楼市交易更趋活跃，市场预期得以改善，整体正稳步朝向止跌企稳的方向发展。一是市场交易活跃度显著提升，11月30日大中城市商品房的成交套数和成交面积同比增速由负转正，且在12月继续保持正增长。二是房价出现回稳势头，12月份，70个大中城市中，一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二、三线城市环比总体降幅收窄；一二三线城市同比降幅均继续收窄。三是市场预期继续改善，11月份的房地产业市场预期指数较上月+1.1pct。房地产的修复趋势也在社融数据中得到印证，2024年10-12月，居民中长期贷款均同比多增，反映在房地产一揽子政策刺激下房市交易有所回暖，以及存量房贷调整后提前还款现象有所减少。随着房地产市场修复态势的持续巩固，股份行按揭贷款业务有望迎来业务量的可观增长，资产规模得以有效扩充。

图15 30大中城市商品房成交增长情况 (%)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图16 居民中长期贷款同比多增量 (亿元)

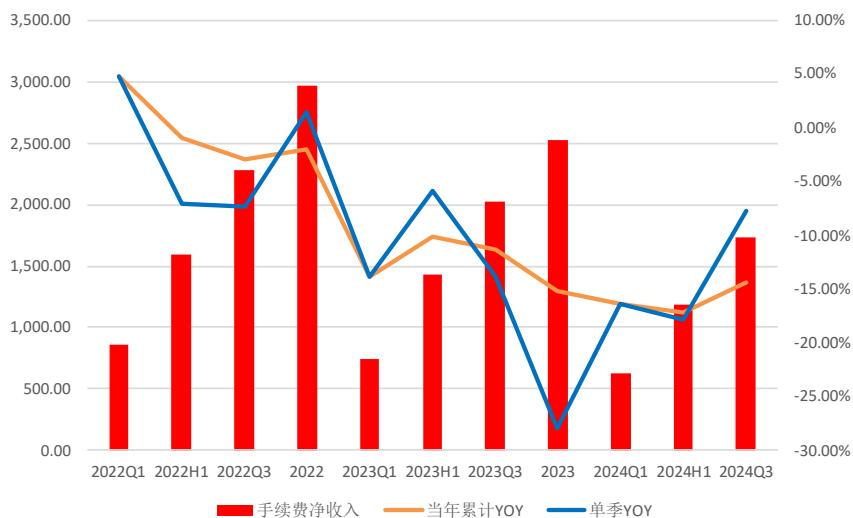


资料来源：iFind，东莞证券研究所

3. 中间业务收入：保险降费冲击减弱，财富管理与股市回暖共振

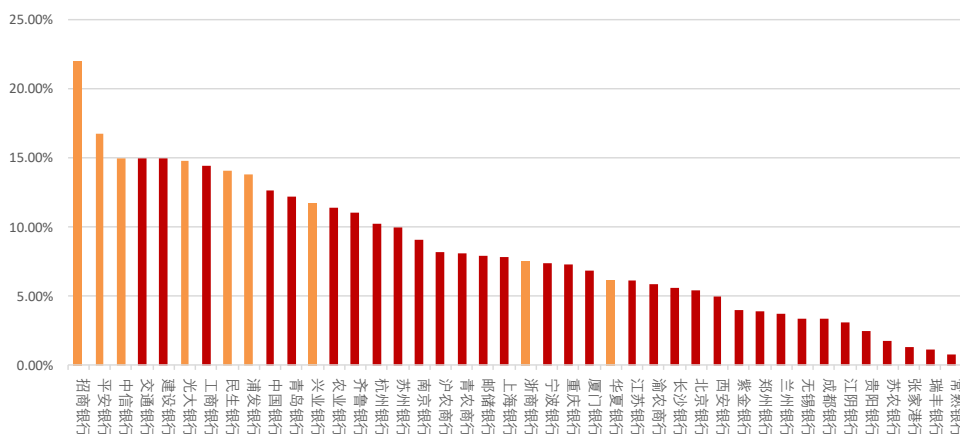
股份行手续费占比更高，业绩受其压制最为严重。2022年至今上市银行手续费整体处于下滑趋势，2022年、2023年、2024年前三季度，上市银行手续费同比降幅分别为-2.88%、-7.72%、-10.75%，同期股份行对应降幅分别为-1.94%、-15.12%和-14.37%，9家股份行无一例外面临中收下滑的压力。相对于其他板块，股份行的业绩受到手续费的拖累更为严重，主因为股份行营收结构中，手续费占营收比例为15.13%，高于其他板块，其中招商银行该比例高达22.04%，领先所有上市银行。

图 17 上市股份行手续费净收入 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

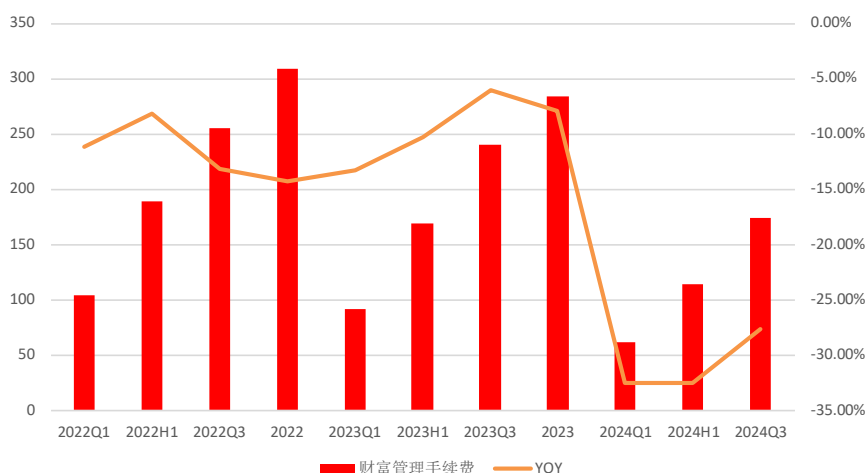
图 18 上市股份行手续费净收入占营收比重 (%)



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

前期手续费增长放缓主要受到保险降费以及财富管理收入萎缩两方面因素的压制。一方面是宏观经济与金融市场波动，居民投资热度下降，更倾向于增加储蓄存款等安全性较高的资产，理财产品、公募基金等代销难度上升，代销收入萎缩，进而影响托管收入减少。如招商银行 2024 年前三季度代理基金收入同比下降 26.47%。另一方面是政策引导下的降费改革。2023 年 7 月公募基金行业费率改革工作正式启动，第一阶段调降主动权益类基金产品的管理费、托管费，统一降至 1.2%、0.2% 以下。多家银行推出基金买入费率优惠活动，这是代销基金收入下降的其中重要影响因素。此外，“报行合一”的落地使得银行代理保险费率集中调降，银保渠道佣金费用平均下滑约 30%，招商银行在 2024 年前三季度该下滑幅度为 54.56%。

图 19 招商银行财富管理手续费增长情况（亿元，%）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

预计 2025 年保险降费冲击减弱，政策发力下资本市场活跃度回暖，股份行中收业务最艰难的时刻或已过去。保险降费方面，“报行合一”于 2023 年 9 月后正式落地实施，故在 2024 年四季度政策冲击的高基数效应已基本释放完毕。尽管保险产品费率降低，但考虑到在居民储蓄意愿高企以及低利率环境下 2.5% 预定利率的传统储蓄险仍保持一定竞争力，股份行代理保险业务有望实现以量补价。其他权益类产品销售方面，9 月 24 日后一揽子新政引爆市场情绪，本轮政策力度大、范围广，稳增长、稳市场政策的决心和力度超预期，多措并举提振市场信心，市场活跃度显著回暖，投资者风险偏好的修复带动权益类产品销售增长，股份行的零售财富管理业务、资产管理业务、资产托管业务等都将有所受益，2024 年第三季度股份行手续费整体已出现边际修复的迹象。截至 2024 年三季度末，招商银行 AUM 余额较上年末增长了 1.02 万亿，增幅为 7.7%，市场份额也稳步提升；零售客户数达到 2.06 亿户，年增速接近 5%。招商银行重视 AUM 和客群的持续增长，将其视为零售发展的基本盘，当市场和客户同频共振时，零售基础较为夯实、中收业务占比最高的招商银行或迎来更大的修复机遇。

表 3：9 月 24 日国新办新闻发布会政策整理

政策分类	政策内容
货币政策	降准：下调存款准备金率 50BP，预计年内可能择机进一步下调存款准备金率 25-50BP。
	降息：降低政策利率 20BP，引导 LPR、存款利率同步下行，预计带动 MLF 下调约 30BP，带动 LPR、存款利率下调 20-25BP。
资本市场	创设证券、基金、保险公司互换便利，计划首期操作规模为 5000 亿元，未来规模可视情况扩大。
	创设股票回购增持专项再贷款，首期额度为 3000 亿元，未来规模可视情况扩大，提供的资金支持比例为 100%，再贷款利率为 1.75%，商业银行对客户发放的贷款利率在 2.25% 左右。

	证监会将发布促进中长期资金入市的意见和促进并购重组的六条措施，将发布上市公司市值管理指引，很快将征求意见。
金融政策	促进大型商业银行稳健经营，计划增加六家大型商业银行核心一级资本。
	鼓励商业银行发展创业投资，金融资产投资公司股权投资试点扩大至 18 城。
	着力解决小微企业融资的堵点和卡点，将续贷对象由原来的部分小微企业扩展至所有小微企业，阶段性（3 年）扩大到中型企业。
房地产	引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅约 0.5 个百分点。
	统一首套房和二套房的房贷最低首付比例至 15%。
	研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，必要时，央行可提供再贷款支持。
	将年底前到期的经营性物业贷款和“金融 16 条”两项政策文件到期日期延期至 2026 年底。
	将 3000 亿元保障性住房再贷款的央行资金支持比例由原来的 60%提高到 100%。

资料来源：中央人民政府官网，东莞证券研究所

4. 净息差：负债端表现更为积极，对冲资产端下行压力

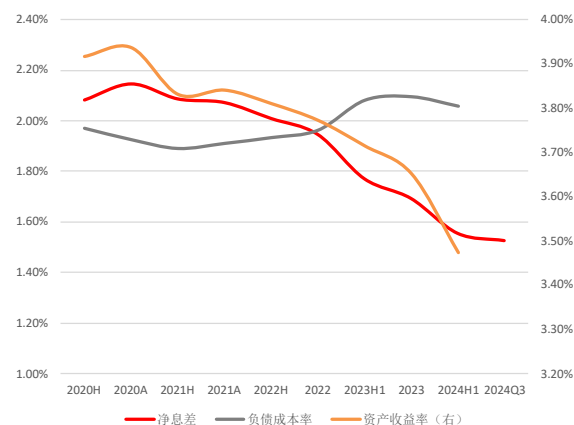
股份行整体净息差领先同业。新冠疫情开始于 2019 年 12 月初，全球经济受到了巨大的冲击，国内经济增速放缓，投资和消费需求显著减弱，商业银行净息差资产负债两端利率不对称下降，从 2019 年的 2.20% 降至今年三季度末的 1.53%，低于监管合意水平 1.80%。资产端方面，受融资需求收缩、政策利率持续下调等因素影响，贷款加权平均利率从 2019 年末的 5.74% 降至今年 9 月末的 4.15%，降幅达 159bps，这主要是由于 LPR 与存量房贷利率的多次下调。负债端，经济增速放缓也导致了居民储蓄意愿增强，定期化趋势延续，尽管政策利率下调，但银行存款成本仍呈现显著的刚性。具体到上市银行层面，今年三季度，上市银行加权平均净息差降至 1.53%，同比下降 18bps。其中股份行加权平均净息差为 1.71%，高于其他银行板块，个股净息差水平延续分化，招商银行净息差为 1.99% 领先同业，其负债成本优势凸显。

图 20 商业银行净息差（单位：%）



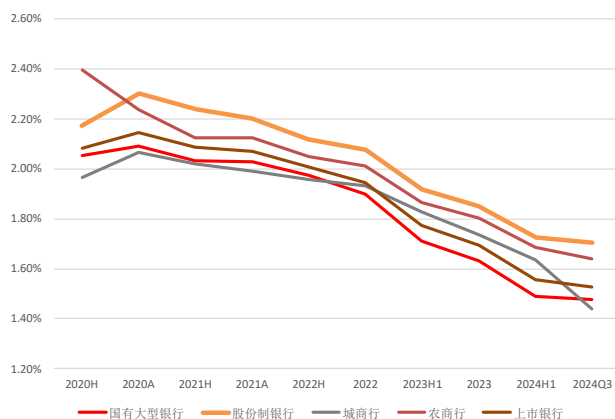
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 21 上市银行净息差、资产收益率与负债成本率（%）



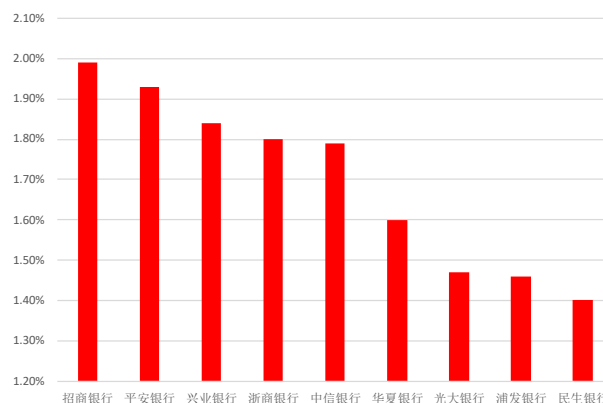
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 22 上市银行各板块净息差（单位：%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

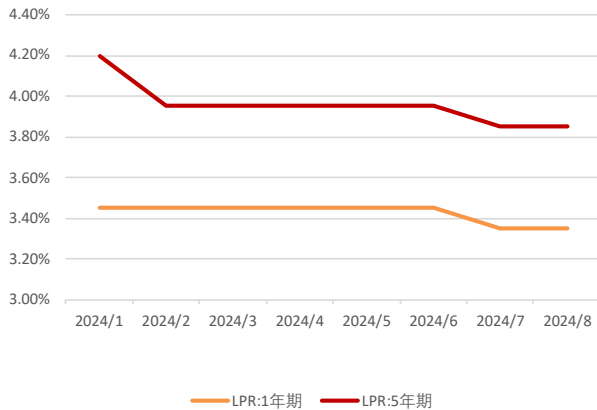
图 23 股份行净息差排名（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

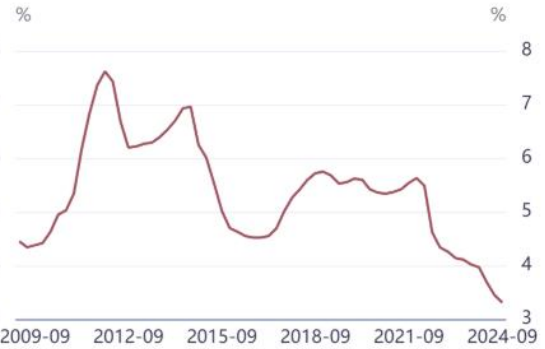
2025 年股份行资产端收益率或仍在下滑通道中。在定价方面，预计 2025 年资产端收益率受制于 LPR 下调、存量按揭贷款调降以及化债政策，将延续下行态势。一是 **LPR 调降**：今年 2 月、7 月和 10 月 LPR 进行 3 次下调，1 年期和 5 年期 LPR 分别调降 30 和 65 个基点，贷款重定价将使得资产端价格继续承压。二是 **存量按揭贷款利率调整**：2024 年 10 月末大部分存量房贷将完成批量调整，对于加点幅度高于-30 基点的存量房贷利率，将统一调整到不低于-30 个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放房贷加点下限（如有），使得利率水平靠近全国新发放房贷利率附近，预计平均降幅 0.5 个百分点左右。截至 2024 年 9 月末，个人住房贷款利率已降至历史新低 3.31%。预计按揭贷款占比更高的国有行受到影响更大，其次是股份行。三是 **置换隐性债务**：11 月 8 日，《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》通过，从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。银行参与化债，利息收入减少，资产端结构上的调整也会影响资产端的收益率。但考虑到股份行对应城投风险敞口较小，化债对资产端收益率的影响相对其他银行较小。综合中央经济工作会议表示将实施适度宽松的货币政策，适时降准降息，2025 年 LPR 等利率政策仍有进一步向下调整的预期，股份行的资产端收益率或仍在下滑趋势中。

图 24 LPR 变动情况（单位：%）



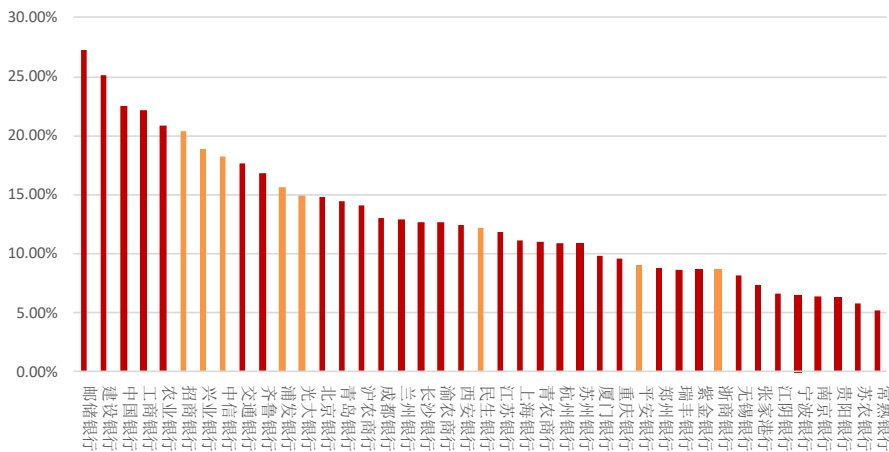
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 25 个人住房贷款加权平均贷款利率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 26 2024H1 上市银行按揭贷款占总贷款比重（单位：%）

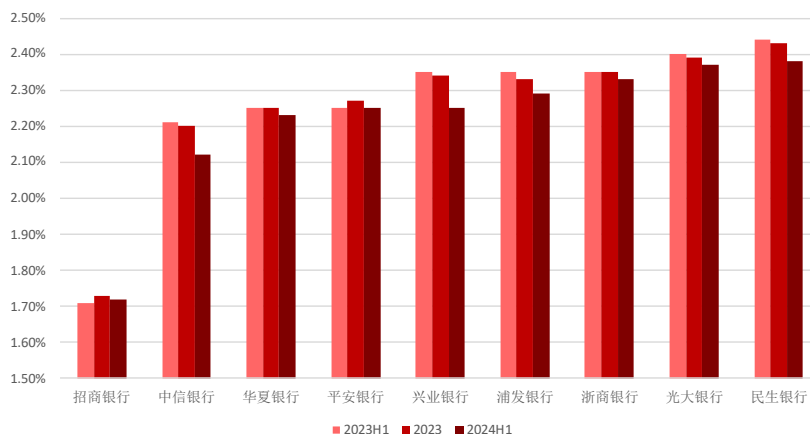


数据来源：iFind，东莞证券研究所

2025 年股份行负债端后续表现或更为积极。在存款成本上，自 2022 年 9 月以来，商业银行共历经 6 轮存款利率的调降，上一次调降为今年 10 月。6 轮调降后，活期挂牌利率下降了 20bps，一年期、三年期和五年期整存整取挂牌利率分别下调了 65bps、125bps 和 120bps，长期限挂牌利率下调幅度更大，在最新挂牌利率中，股份行的五年期整存整取已降至 1.55%。中央经济会议提出，“实施更加积极有为的宏观政策”“实施更加积极的财政政策”和“实施适度宽松的货币政策”，表明 2025 年政策层面将加大稳增长力度的明确意图，继续通过调整利率等货币政策工具来引导市场利率下行的预期更加强烈，在此背景下，存款利率或仍有进一步下调的空间。至于高息揽储方面，市场利率定价自律机制发布了倡议，明确禁止通过手工补息高息揽储，并要求银行遵守存款利率授权上限。除手工补息外，多家银行已正式下线智能通知存款产品。同时，长期大额存单也被部分银行停售或缩减额度，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，以减

轻负债成本压力。根据央行数据，2024 年二季度规范手工补息为银行节省利息支出超过 800 亿元。2024 年上半年，股份行负债端已出现改善迹象，加权平均负债成本较 2023 年下降 4bp 至 2.22%，上市股份行全部个股均有所改善。预计 2025 年存款成本改善效果将持续释放，一定程度对冲资产端的下行压力，进而带动净息差降幅收窄。

图 27 上市股份行负债成本变化（单位：%）

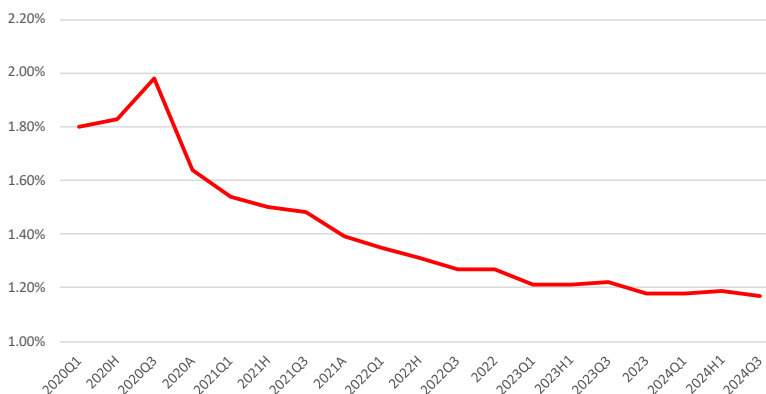


数据来源：iFind，东莞证券研究所

5. 资产质量：房地产市场风险水平大幅弱化，股份行更加受益

股份行不良率整体呈现稳中向好趋势。2024 年三季度末，上市银行不良贷款率为 1.25%，其中国有行、股份行、城商行和农商行的不良率分别为 1.29%、1.22%、1.06% 和 1.09%。从个股上来看，42 家银行中有 26 家银行不良贷款率较 2024 年上半年改善，16 家银行的不不良率控制在 1% 以下。股份行中，招商银行不良率为 0.94%，其次为平安银行和兴业银行为 1.06% 和 1.08%。尽管近年来股份行整体不良率整体呈现稳中向好的趋势，但在房企偿债能力下降、行业成交活跃度走弱的背景下，由于股份行房地产贷款占比相对较高，市场对于股份行房地产领域风险敞口的担忧显著升温，成为制约股份行板块估值提升的主要因素。

图 28 上市股份银行不良率（单位：%）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

银行对公房地产贷款不良压力有望加速缓释，股份行更加受益。2024年以来，中央及有关部门多次部署促进房地产市场平稳健康发展工作，政策力度持续加大。在需求端，调整相关税收政策，降低交易、开发环节的税收负担，对包括住房交易契税、土地增值税等税种提供优惠或减免政策，降低居民置业成本、降低企业资金压力。同时，通过降低存量房贷利率、降低二套房首付比例等刺激购房需求，推动房地产销售回暖，从而帮助房企改善现金流，降低违约风险，并间接减少了银行的不良贷款。在供给端，地方政府专项债券可用于回收闲置的存量土地，新增土地收储和收购存量商品房，这将加快房地产市场的去库存，实现房地产市场的止跌回稳，经营主体通过调整经营策略、债务重组等方式进行的自我修复，房地产市场的风险水平已大幅弱化，市场成交水平总体提高。2024年10月份以来，中国30个大中城市商品房的销售面积连续3个月环比增长，连续2个月同比增长。这些措施共同作用，不仅帮助房企重构财务结构，恢复其可持续发展的能力，银行的不良贷款率和不良生成也将受益逐步回落，前期压制股份行板块的因素有望逐步缓释。后续仍需继续关注楼市销售的改善情况与房企化债的进程，以及其对银行贷款的传导效果。对公房地产规模占比更高的银行的股份行后续边际改善的空间更大。

表 4：近期房地产政策梳理

日期	会议	详细内容
9.24	国务院新闻 发布会	降低存量房贷利率、降低二套房首付比例、优化保障性住房再贷款政策以及延长两项房地产金融政策文件的期限。
9.26	中央政治局	强调要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
10.12	国新办新闻 发布会	首提专项债用于收购存量商品房，将其用作各地的保障性住房，同时将保障性安居工程补助资金更多用于地方；允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目；房地产税收政策有望优化。
10.17	国新办新闻 发布会	延续促进房地产市场止跌回稳的政策基调，提出“四个取消、四个降低、两个增加”的地产组合拳。
11.11	自然资源部	公开《运用地方政府专项债券资金回收收购存量闲置土地的通知》，明确了地方政府专项债券收购闲置土地的操作细则。
11.13	财政部、国 家税务总 局、住房城 乡建设部	发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确了多项支持房地产市场平稳健康发展的税收优惠政策。随后北京、上海等地快速跟进。

12.9	中共中央政 治局	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。
12.12	中央经济工 作会议	有效防范化解重点领域风险。牢牢守住不发生系统性风险底线，持续用力推动房地产市场止跌回稳。加力实施城中村和危旧房改造，推动构建房地产发展新模式，稳妥处置地方中小金融机构风险。

数据来源：中央人民政府官网整理，东莞证券研究所

表 5：2024 年上半年上市银行房地产贷款资产质量情况（%）

	房地产贷款占比	房地产不良率	按揭贷款占比	不良按揭贷款率
农业银行	3.91%	5.08%	20.84%	0.58%
交通银行	6.39%	4.97%	17.67%	0.48%
工商银行	3.95%	4.14%	22.15%	0.60%
邮储银行	3.30%	2.25%	27.27%	0.50%
建设银行	4.05%	4.61%	25.11%	0.54%
中国银行	7.37%	3.03%	22.54%	0.48%
国有行	4.71%	4.06%	22.66%	0.54%
平安银行	7.58%	1.26%	8.98%	0.44%
浦发银行	7.18%	2.74%	15.68%	0.75%
华夏银行	4.28%	2.56%	0.00%	-
民生银行	7.70%	5.29%	12.21%	0.83%
招商银行	5.04%	5.12%	20.38%	0.40%
兴业银行	8.42%	1.08%	18.79%	0.65%
光大银行	4.27%	4.51%	14.89%	-
浙商银行	10.38%	1.26%	8.61%	-
中信银行	4.96%	2.30%	18.27%	-
股份行	6.45%	2.89%	14.99%	0.42%
兰州银行	8.72%	2.03%	12.89%	1.25%
宁波银行	9.73%	0.10%	6.55%	-
郑州银行	7.76%	6.86%	8.72%	1.12%
青岛银行	7.00%	2.17%	14.41%	-
苏州银行	8.20%	1.64%	10.89%	0.27%
江苏银行	3.98%	2.83%	11.89%	-
杭州银行	4.11%	7.07%	10.91%	0.16%
西安银行	4.97%	-	12.39%	-
南京银行	3.09%	-	6.33%	-
北京银行	5.62%	-	14.85%	-
厦门银行	3.96%	0.03%	9.80%	-
上海银行	8.42%	1.39%	11.10%	0.35%
长沙银行	3.13%	0.00%	12.71%	-
齐鲁银行	1.34%	1.38%	16.77%	-
成都银行	5.22%	1.82%	13.01%	0.63%
重庆银行	2.34%	5.78%	9.59%	1.08%

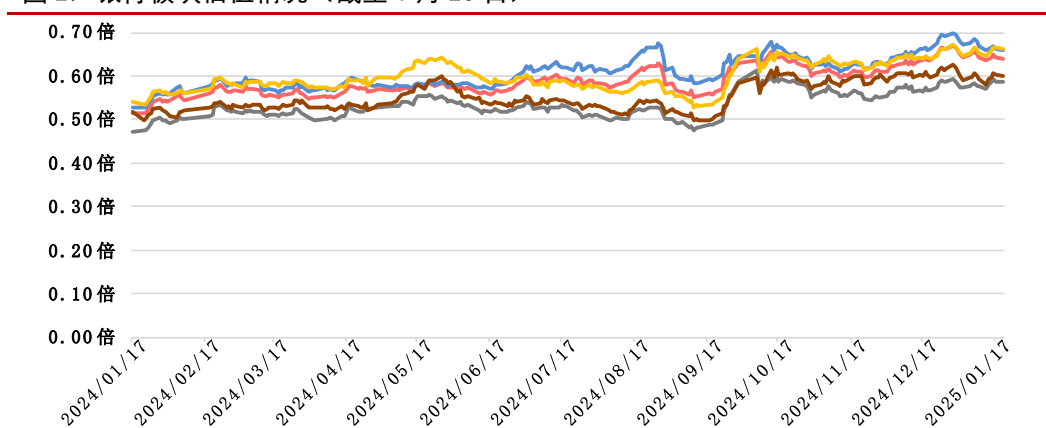
贵阳银行	12.29%	0.50%	6.25%	-
城商行	5.79%	1.95%	11.08%	0.22%
江阴银行	0.90%	-	6.60%	-
张家港行	1.05%	-	7.29%	-
青农商行	5.60%	4.79%	11.01%	1.33%
无锡银行	0.96%	-	8.10%	-
渝农商行	0.66%	6.88%	12.70%	1.05%
常熟银行	0.76%	-	5.24%	-
瑞丰银行	1.90%	-	8.65%	-
沪农商行	14.80%	1.73%	14.04%	-
紫金银行	4.70%	-	8.63%	-
苏农银行	2.09%	-	5.77%	-
农商行	5.29%	2.26%	10.70%	0.44%

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

6. 投资建议

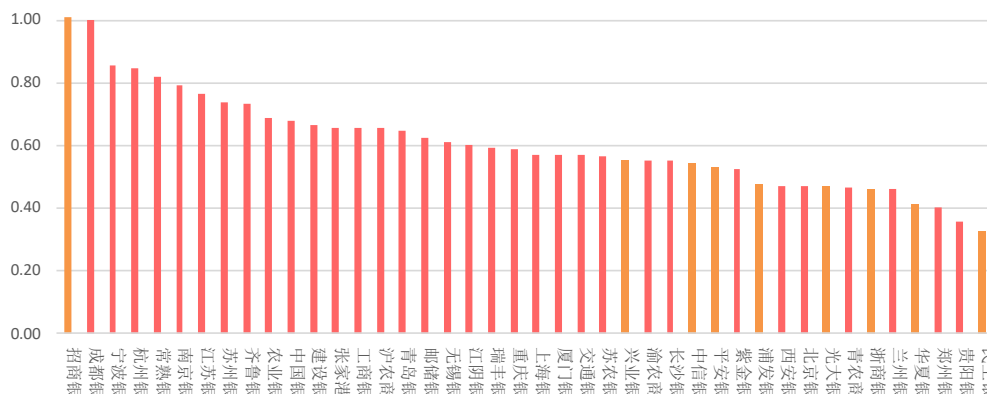
截至1月20日，银行板块的PB为0.64，处于近10年的30.67%历史分位点，其中国有行、股份行、城商行和农商行的PB为0.66、0.59、0.66和0.60，股份行的估值最低，处于近10年的22.20%历史分位点。板块内部估值延续分化，估值最高位招商银行PB为1.01，末位是民生银行0.32，除招商银行以外，其余股份行估值均在行业估值以下。我们认为，上市股份行的估值在经历了前期房地产以及零售深度压制后，已经充分包含了过去的悲观因素，处于较低水平。

图 29 银行板块估值情况（截至1月20日）



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 30 银行个股估值情况（截至 1 月 20 日）



数据来源：iFind，东莞证券研究所

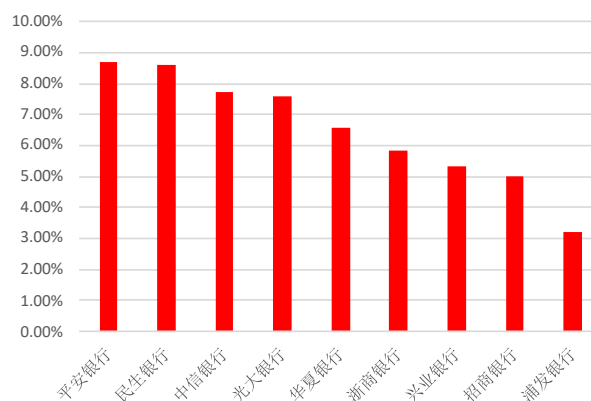
当下股份行板块同时兼顾“高股息”和“基本面复苏”逻辑。截至 1 月 22 日，股份行板块股息率为 5.85%，平安银行股息率高至 8.70%，中信银行、民生银行、平安银行、光大银行和华夏银行实施中期分红，招商银行把“每年现金分红比例不低于 30%”写进公司章程，在 1.67% 的长端利率背景中高股息价值更为凸显。目前出台了增很多增量政策，但是政策落地“疗效”有待经济数据的持续验证，“强预期”与“弱现实”或将持续“拉扯”。中长期而言，1 月新“国九条”正式实施，在资本市场审美重塑过程中，低利率环境下银行的高股息、稳定分红逻辑仍是确定性较强的布局方向，险资增配银行等高股息板块并将其计入 FVOCI 的趋势或将持续并增强。

图 31 10 年国债到期收益率（%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 32 股份行股息率（截至 2025/1/22，%）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

表 6：2024 年 9 月末保险持仓前 10 个股（%）

股票简称	所属行业	占保险总持仓	股息率（%）
中国人寿	非银金融	剔除	1.52
平安银行	银行	剔除	8.30
浦发银行	银行	12.08%	3.35

兴业银行	银行	11.04%	5.62
招商银行	银行	8.73%	5.20
长江电力	公用事业	6.09%	2.81
华夏银行	银行	3.91%	4.95
中国联通	通信	3.50%	2.77
民生银行	银行	2.35%	8.59
贵州茅台	食品饮料	1.96%	4.85

资料来源：金融监管总局，东莞证券研究所（计算占比均剔除中国人寿集团持有的中国人寿和中国平安持有的平安银行）

待经济好转获得数据的进一步验证，股份行投资主线或将从“高股息”逻辑切换至“基本面复苏”逻辑。展望 2025 年，稳增长、扩内需、化风险政策定调积极，我们预计前期经营压力较大的股份行基本面预期有所改善。随着一系列扩内需促消费政策落地显效，以及房地产政策下带动的按揭贷款回暖，有望推动股份行信贷投放实现温和修复。与此同时，提振资本市场政策工具持续发挥效能，股份行财富管理业务与股市共振，叠加保险降费冲击减弱，中收业务逐步企稳修复。净息差方面，2025 年监管将继续引导降低银行整体负债成本，缓解银行净息差压力，更好平衡银行业资产负债表健康性和实体经济融资成本下降之间的关系。资产质量方面，房地产政策积极优化推进，市场风险水平大幅弱化，股份行的不良贷款率和不良生成也将受益逐步回落，前期压制股份行板块的因素有望逐步缓释，成为股份行估值修复的重要催化剂。

个股建议关注业绩稳健、宏观经济修复下零售业务与财富管理业务优势凸显、负债成本低的招商银行（600036），以及受益于房地产风险缓释的平安银行（000001），业绩与资产质量边际好转的浦发银行（600000）和兴业银行（601166）。

表 7：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2025/1/22）

股票代码	简称	股价	BVPS（元）			PB（X）			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
600036	招商银行	39.45	36.71	41.36	45.48	1.07	0.95	0.87	买入	维持
000001	平安银行	11.09	20.74	22.42	24.26	0.53	0.49	0.46	买入	维持
600000	浦发银行	10.03	20.95	22.47	23.82	0.48	0.45	0.42	买入	维持
601166	兴业银行	19.51	34.20	37.04	39.83	0.57	0.53	0.49	买入	维持

数据来源：iFinD，东莞证券研究所。

7. 风险提示

- （1）经济波动导致居民消费、企业投资恢复不及预期的风险；
- （2）房地产恢复不及预期导致信贷需求疲软、银行资产质量承压的风险；
- （3）市场利率下行导致银行资产端收益率下滑，净息差持续承压的风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn