

红利复苏兼备，以稳制胜

——银行业 2025 年度投资策略

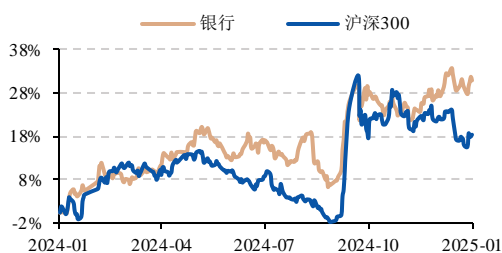
2025 年 01 月 17 日

评级

同步大市

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
银行	2.72	1.01	30.11
沪深 300	-2.54	-0.50	15.49

洪欣佼

分析师

执业证书编号:S0530524110002
hongxinjiao@hncasing.com

相关报告

- 1 银行业 2025 年 1 月月报：中期分红加速落地，板块行情有望持续 2025-01-08
- 2 银行业 11 月金融数据点评：居民中长贷改善，化债资金沉淀推升 M12024-12-17

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
建设银行	1.33	6.61	1.35	6.51	1.39	6.32	买入
宁波银行	3.87	6.28	4.31	5.64	4.72	5.15	买入
招商银行	5.81	6.76	5.88	6.68	6.08	6.46	买入

资料来源：iFinD，财信证券

投资要点：

- **经营展望：政策上**，展望 2025 年，我们认为政策总基调应会更积极，逆周期政策在中美博弈的压力下将会逐步加码，政策取向更加侧重稳增长、扩内需。预计央行将继续坚持支持性的货币政策立场和政策取向，中央财政仍有较大的举债空间。**规模上**，预计 2025 年政府债驱动下社融增速有望触底回升，信贷增速预计小幅下行。预计稳地产政策加码，房地产降幅有望收窄，金融数据挤水分影响消除，地方政府隐性债务置换将拖累信贷增速，但伴随稳增长效果显现，实体部门融资需求有望提振，我们预计全年信贷走势总体稳健，节奏上会更加平稳，增速略有下行至 7.6% 左右，信贷投放更重结构而非总量。**息差上**，预计利率传导机制将更加畅通，息差仍会继续下行，但下行压力小于 2024 年。**资产端收益率**：面临化债、LPR 下降带来的新发放贷款利率下行和存量贷款重定价、存量按揭贷款利率下调三重压力。**负债端成本率**：预计市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能将进一步发挥作用，存贷两端利率呈现跟随式下调态势，有效支持实体经济的同时，缓释银行业净息差下行压力。**非息收入上**，中收降幅有望收窄，其他非息收入高增或难以持续。无风险利率下行仍是大趋势，但在央行多次公开提示利率风险、财政政策有望进一步发力的背景下，债市下降曲线预计更加平缓，叠加非息收入的高基数影响，预计 2025 年非息收入对银行业利润贡献度将有所下降。**资产质量上**，政策力度加大，重点领域风险缓释。化债方面，一揽子化债政策对银行短期盈利产生压力，但长期来看，化债将有效化解潜在风险，扭转市场对银行资产质量的悲观预期。地产方面，政策逐步加码，底线思维下，系统性冲击有限，预计不良高峰已过，更加关注中期维度对银行利润表的影响。
- **投资策略**：展望 2025 年，宏观政策定调更为积极，在无风险利率下行与政策加力有望改善经济预期的背景下，银行板块稳健红利属性与复苏交易逻辑兼具，维持行业“同步大市”评级。投资逻辑上，建议把握三条主线：**主线一：稳健红利策略**。在无风险利率下行的背景下，低估值、高股息投资标的具备长期逻辑。此外，保险会计准则变更后，叠加债券收益率持续走低、非标资产缩量的资产荒场景下，险资对低

波动、高分红的权益类资产配置需求上升,险资有望为银行板块注入增量资金。**主线二:避险属性或承接结构性行情。**中美博弈的大框架下,外部环境不确定性上升。特朗普胜选,其政治主张对我国影响来看,加征关税力度和节奏充满不确定性,关税压力下出口回落压力增大。在中美贸易摩擦加大、关税等问题形势紧张、国内经济不确定加大时,银行板块避险属性突出,或有结构性行情。建议关注国有大行。**主线三:增量政策改善市场预期,关注复苏交易标的。**关注重要会议的窗口期,若政策力度超预期,板块内部核心资产,如招商银行、宁波银行有望率先迎来估值修复。

➤ **风险提示:经济增长不及预期,资产质量大幅恶化,金融让利超预期。**

内容目录

1 2024 年银行业回顾	4
1.1 行情回顾.....	4
1.2 经营回顾.....	5
1.2.1 行业景气度企稳，但总体依然承压.....	5
1.2.2 业绩拆分.....	6
1.2.3 个股业绩分化.....	7
2 2025 年银行业展望	8
2.1 宏观环境与政策展望.....	8
2.2 规模：信贷增速小幅回落，信贷投放更重结构.....	11
2.3 息差：预计仍将下行，但下行压力低于 2024 年.....	13
2.4 非息：中收降幅有望收窄，其他非息收入贡献或下降.....	16
2.5 资产质量：政策力度加大，重点领域风险缓释.....	17
3 投资策略	21
4 风险提示	22

图表目录

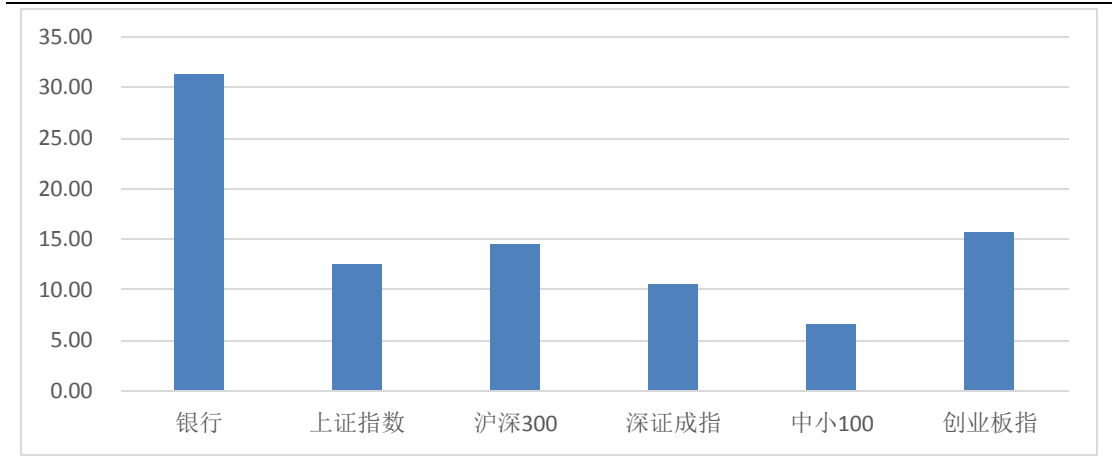
图 1：银行板块与大盘年度涨跌幅（截至 2024 年 12 月 23 日）.....	4
图 2：银行指数与沪深 300 走势（截至 2024 年 12 月 23 日）.....	4
图 3：银行 PB、PE 估值（截至 2024 年 12 月 23 日）.....	5
图 4：上市银行业绩归因（2024 年前三季度，%）.....	7
图 5：42 家上市银行营收同比增速（2024 年前三季度，%）.....	7
图 6：2024 年以来银行间市场 DR007 持续高于政策利率（%）.....	10
图 7：中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间（%）.....	11
图 8：我国政府杠杆率低于世界主要经济体（%）.....	11
图 9：社融、贷款、M2 同比增速（%）.....	12
图 10：新增人民币贷款结构（亿元）.....	13
图 11：2024 年各银行板块总资产同比增速（%）.....	13
图 12：2024 年新发放贷款利率持续下行（%）.....	14
图 13：M2-M1 剪刀差扩大（%）.....	15
图 14：全国性上市银行企业活期存款成本下行（%）.....	15
图 15：国债收益率处下行通道（%）.....	17
图 16：首次信用债违约房企数量（个）.....	19
图 17：房地产行业违约债券规模统计（亿元）.....	19
表 1：各类上市银行业绩概览（%）.....	6
表 2：42 家上市银行业绩概览.....	8
表 3：2024 年以来降准、降息调整时间表.....	10
表 4：房地产融资端、需求端政策及中央表态梳理.....	18
表 5：潜在对公房地产贷款不良率上升对上市银行业绩影响测算（亿元，%）.....	20
表 6：上市银行关键指标一览（截至 2024 年 12 月 22 日，%）.....	21

1 2024 年银行业回顾

1.1 行情回顾

银行板块跑赢大盘。截至 12 月 23 日，申万银行录得年度涨跌幅 31.42%，跑赢上证指数 18.77 个百分点，跑赢沪深 300 指数 16.78 个百分点，在 31 个申万行业中排名 2。

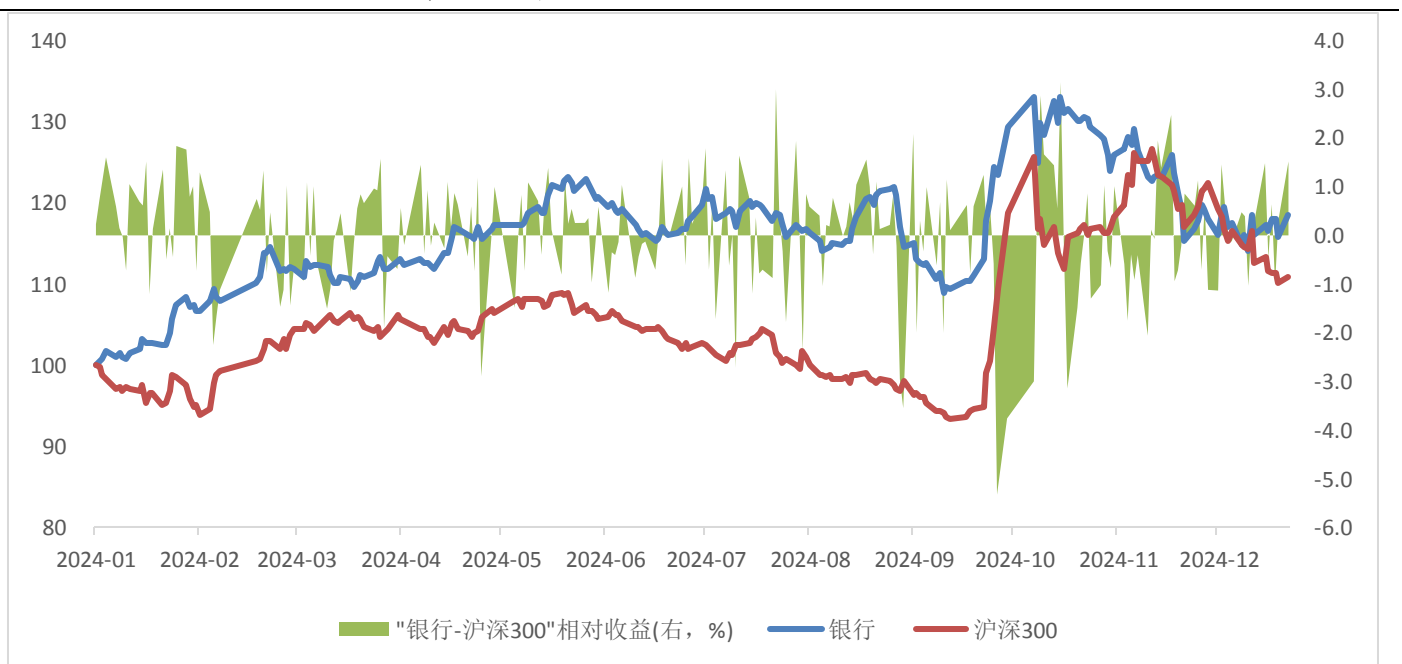
图 1：银行板块与大盘年度涨跌幅（截至 2024 年 12 月 23 日）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

2024 年，银行板块取得绝对收益和相对收益。前三季度，市场避险情绪较强，银行演绎高股息行情，取得超额收益。9 月底“一行一局一会”推出政策大礼包，降准、降息、降低存量房贷利率、支持资本市场等一揽子政策陆续落地，市场风险偏好明显抬升，银行板块整体行情较为震荡，跑输沪深 300。

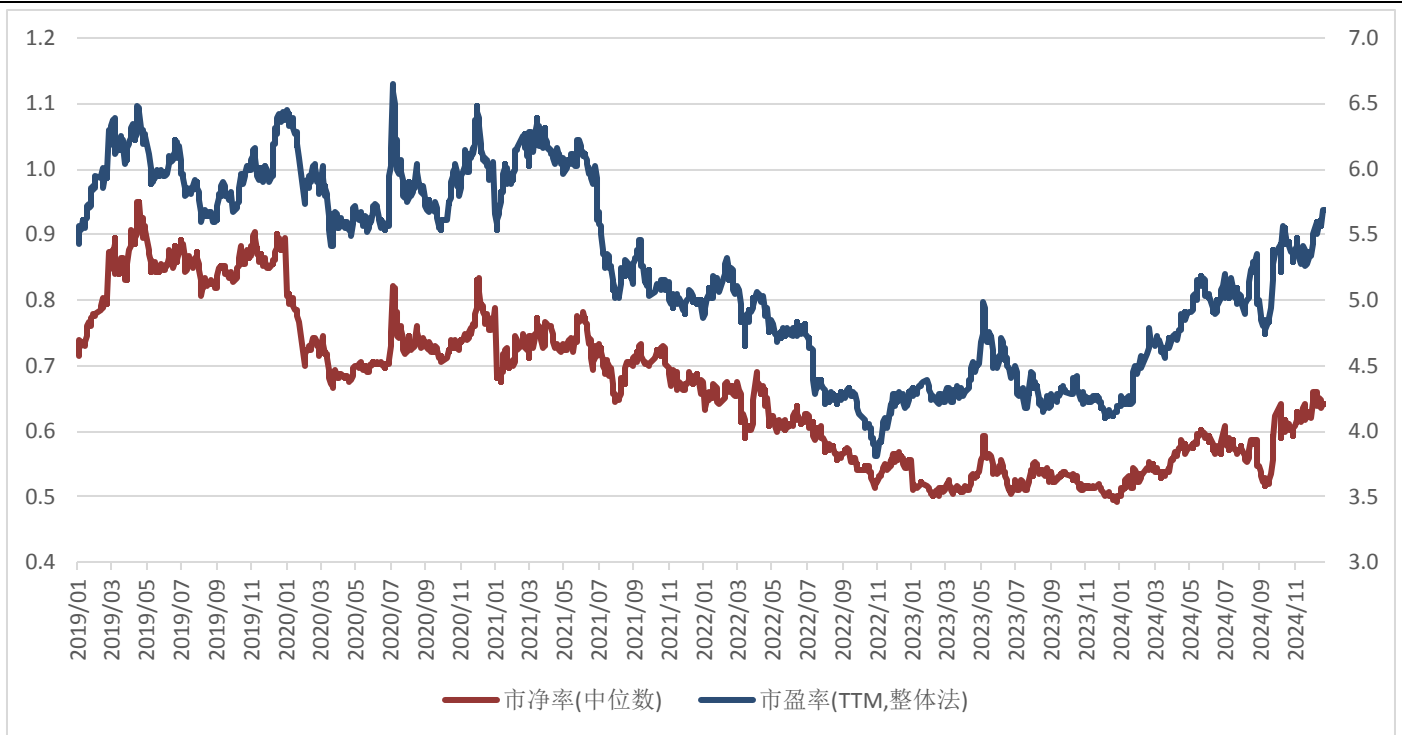
图 2：银行指数与沪深 300 走势（截至 2024 年 12 月 23 日）



资料来源：同花顺 IFind，财信证券

板块估值回升。截至 2024 年 12 月 23 日，银行板块市净率（中位数）为 0.64X，市盈率（TTM，整体法）为 5.69X，分别处于 2019 年以来的 45%、66%分位数水平。

图 3：银行 PB、PE 估值（截至 2024 年 12 月 23 日）



资料来源：同花顺 IFinD、财信证券

1.2 经营回顾

1.2.1 行业景气度企稳，但总体依然承压

2024 年前三季度上市银行营收同比增速为-1.05%，较 2023 年下降 0.24pct.，较半年报提升 0.90pct.，第三季度上市银行营收同比增速为 0.89%，较二季度营收增速单季环比提升 3.07pct.。分板块看，国有大行、股份行、城商行、农商行前三季度营收分别同比增长/减少-1.19%、-2.49%、3.93%、2.15%，较 2023 年分别提升/下降-1.17、1.18、1.39、0.88pct.，较半年报分别提升/下降 1.37、0.43、-0.68、-1.25pct.。

2024 年前三季度上市银行归母净利润同比增速为 1.43%，较 2023 年下降 0.01pct.，较半年报提升 1.06pct.，第三季度上市银行归母净利润同比增速为 3.53%，较二季度归母净利润增速单季环比提升 2.07pct.。分板块看，国有大行、股份行、城商行、农商行前三季度归母净利润分别同比增长 0.79%、0.85%、6.67%、4.88%，较 2023 年分别提升/下降-1.29、3.81、-0.90、-5.10pct.，较半年报分别提升/下降 1.75、-0.20、0.50、-1.28pct.。

上市银行整体业绩增速有所回升，但绝对值偏低，显示今年三季度上市银行经营景气度较上半年有所企稳，但依旧承压。细分类下，城农商行业绩增速绝对值占优，国有行、股份行营收增速边际回暖。

表 1：各类上市银行业绩概览（%）

	营收同比增速				归母净利润同比增速			
	2023A	2024H1	24Q1-Q3	较半年报	2023A	2024H1	24Q1-Q3	较半年报
国有大型银行	-0.02	-2.56	-1.19	1.37	2.07	-0.96	0.79	1.75
股份制银行	-3.68	-2.92	-2.49	0.43	-2.96	1.05	0.85	-0.20
城商行	2.54	4.61	3.93	-0.68	7.57	6.17	6.67	0.50
农商行	1.27	3.40	2.15	-1.25	9.98	6.16	4.88	-1.28
上市银行	-0.81	-1.95	-1.05	0.90	1.44	0.37	1.43	1.06

资料来源：同花顺 IFind、财信证券

1.2.2 业绩拆分

从 42 家上市银行合计归母净利润增长驱动因素来看，净息差是最主要拖累项，另外净手续费收入、成本收入比也对业绩形成一定拖累；而生息资产扩张、其他非息收入增长、减值损失计提减少、以及投资政府债券等轻税资产带动的所得税减少是主要的正贡献因素。

（1）规模：信贷扩张放缓

24Q3 末 42 家上市银行合计生息资产平均余额同比增速 8.27%，增速较 24Q2 末下降 1.15pct。资产分项来看，24Q3 末上市银行合计贷款同比增速 8.13%，增速较 24Q2 末下降 0.83pct，显示有效需求仍偏弱，同时存款增长放缓或也对信贷扩张形成一定制约。资产结构上看，贷款占总资产比重为 57.79%，较半年末环比下降 0.46pct。Q3 末金融投资类资产占比为 29.33%，季度环比上升 0.41pct。整体来看，贷款增速回落，金融投资、同业资产增速回升，预计主要是信贷有效需求不足背景下增配金融投资和同业资产，支撑规模扩张。

（2）净息差：负债成本延续改善

2024 年前三季度 42 家上市银行测算合计净息差为 1.53%，较 24H1 变动-3bp。测算前三季度生息资产收益率、计息负债成本率分别为 3.42%、2.06%，较 24H1 分别变动-8bp、-3bp。在降息、有效需求偏弱等因素影响下，资产端收益率依然承压，但前期存款挂牌利率调整成效继续释放，负债成本延续改善趋势，对息差提供一定支撑。

（3）非息：中收拖累，其他非息收入支撑

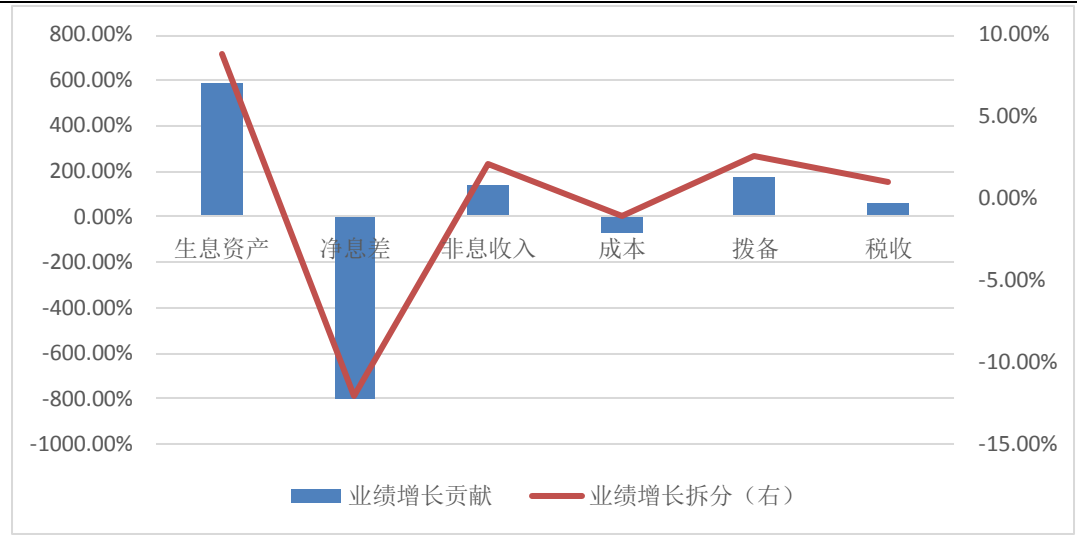
2024 年前三季度 A 股上市银行合计非息收入同比增速 5.20%，较 24H1 回升 3.17pct，其中 2024 年前三季度手续费及佣金净收入同比增长-10.75%，较 24H1 回升 1.28pct，其他非息收入同比增长 25.61%，增速较 24H1 提升 5.30pct。受降费政策、风险偏好较低的影响，保险、权益基金代理手续费收入下降，拖累中收。其他非息高增，金融投资同比增速依旧保持高位，对营收形成有力支撑。

（4）资产质量：表现稳定，前瞻波动

上市银行整体以及各子板块不良率继续保持稳定。24Q3 末 A 股上市银行整体不良贷

款率为 1.25%，与 24Q2 末持平。前瞻性指标波动，关注率环比上升，24Q3 末披露关注率的 33 家 A 股上市银行中，有 21 家银行 24Q3 末关注率较 24Q2 末环比有所回升，回升幅度为 3bp-84bp，农商行整体上行较多。

图 4：上市银行业绩归因（2024 年前三季度，%）

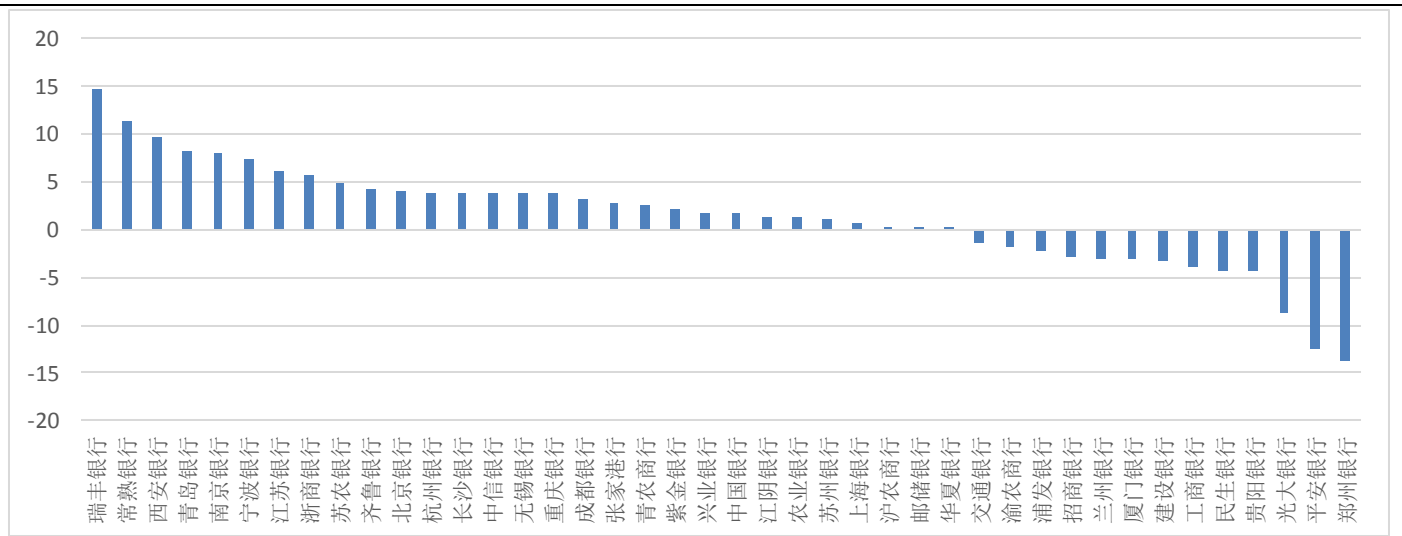


资料来源：同花顺 IFind、财信证券

1.2.3 个股业绩分化

2024 年前三季度 29 家上市银行营收实现正增长，其中瑞丰银行、常熟银行实现双位数增长，增速分别为 14.67%、11.30%，西安银行、青岛银行、南京银行、宁波银行、江苏银行、浙商银行营收增速排名相对靠前，增速均在 5% 以上。上市银行 ROE（年化）整体承压，其中 30 家上市银行 ROE（年化）较年初下滑，12 家较年初提升。从个股表现看，国股行中建设银行（10.54%）、招商银行（13.54%），城商行中成都银行（16.26%）、杭州银行（15.16%）、江苏银行（13.62%），农商行中常熟银行（14.98%），2024 年前三季度年化 ROE 绝对值领跑同业。

图 5：42 家上市银行营收同比增速（2024 年前三季度，%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

表 2：42 家上市银行业绩概览

2024Q1-Q3		营业收入			归母净利润		ROE		
		规模 (亿元)	YoY (%)	增速较年初 (ppt.)	规模 (亿元)	YoY (%)	2024Q3(年化)	2023A	较年初
国有大行	农业银行	5402.12	1.29	1.26	784.80	3.38	9.70	10.91	-1.21
	交通银行	1961.23	-1.39	-1.70	234.03	-0.69	8.27	9.68	-1.41
	工商银行	6264.22	-3.82	-0.09	985.58	0.13	9.37	10.66	-1.29
	邮储银行	2603.49	0.09	-2.17	270.03	0.22	10.18	10.85	-0.67
	建设银行	5690.22	-3.30	-1.51	914.50	0.13	10.54	11.56	-1.02
	中国银行	4783.48	1.64	-4.77	571.62	0.52	8.73	10.12	-1.39
股份制银行	平安银行	1115.82	-12.58	-4.13	138.50	0.24	11.00	11.38	-0.38
	浦发银行	1298.39	-2.24	5.81	82.35	25.86	6.49	5.21	1.28
	华夏银行	711.35	0.04	0.68	60.51	3.10	7.36	8.71	-1.35
	民生银行	1016.60	-4.37	-3.20	80.12	-9.21	6.46	6.10	0.36
	招商银行	2527.09	-2.91	-1.27	384.41	-0.62	13.54	16.22	-2.68
	兴业银行	1642.17	1.81	7.00	199.57	-3.02	10.09	10.64	-0.55
	光大银行	1023.99	-8.76	-4.84	139.27	1.92	9.05	8.38	0.67
	浙商银行	524.91	5.64	1.35	49.06	1.19	9.02	9.45	-0.43
中信银行	1622.10	3.83	6.43	163.36	0.76	9.04	10.80	-1.76	
城商行	兰州银行	60.53	-3.02	-10.61	5.51	0.95	5.92	5.98	-0.06
	宁波银行	507.53	7.45	1.04	70.58	7.02	13.04	15.08	-2.04
	郑州银行	90.41	-13.71	-4.22	6.50	-18.41	5.57	3.29	2.28
	青岛银行	104.86	8.14	1.03	8.14	15.60	11.28	10.71	0.57
	苏州银行	92.89	1.10	0.22	12.27	11.09	11.89	12.00	-0.11
	江苏银行	623.03	6.18	0.90	95.04	10.06	13.62	14.52	-0.90
	杭州银行	284.94	3.87	-2.46	38.73	18.63	15.16	15.57	-0.41
	西安银行	55.29	9.69	-0.02	5.90	1.14	8.09	8.22	-0.13
	南京银行	385.58	8.03	6.79	50.68	9.02	12.74	13.12	-0.38
	北京银行	517.59	4.06	3.40	60.39	1.90	8.08	9.32	-1.24
	厦门银行	41.61	-3.07	1.89	7.20	-6.27	8.46	11.20	-2.74
	上海银行	395.42	0.68	5.48	46.18	1.40	9.67	10.36	-0.69
	长沙银行	194.71	3.83	-4.63	20.66	5.85	11.60	12.50	-0.90
	齐鲁银行	94.85	4.26	-3.77	10.95	17.19	10.59	12.90	-2.31
成都银行	172.41	3.23	-3.99	28.71	10.81	16.26	18.78	-2.52	
重庆银行	106.34	3.78	5.66	14.02	3.70	10.06	10.14	-0.08	
贵阳银行	109.37	-4.42	-0.92	13.04	-6.81	8.37	9.81	-1.44	
农商行	江阴银行	30.18	1.33	-0.92	4.02	6.79	9.00	12.55	-3.55
	张家港行	36.33	2.88	8.81	5.40	6.28	11.28	11.65	-0.37
	青农商行	84.42	2.58	-1.26	11.75	5.16	10.84	7.33	3.51
	无锡银行	36.25	3.82	2.55	4.34	5.38	10.78	11.48	-0.70
	渝农商行	215.14	-1.76	1.81	29.50	3.55	10.91	9.58	1.33
	常熟银行	83.70	11.30	-0.75	12.41	18.17	14.98	13.69	1.29
	瑞丰银行	33.22	14.67	6.77	5.99	14.57	11.14	10.97	0.17
	沪农商行	204.84	0.34	-2.73	35.14	0.81	12.05	11.34	0.71
	紫金银行	34.61	2.09	4.02	4.40	0.16	9.46	9.10	0.36
苏农银行	32.18	4.82	4.61	5.07	12.18	13.19	11.67	1.52	

资料来源：同花顺 IFinD、财信证券

2 2025 年银行业展望

2.1 宏观环境与政策展望

中美博弈的大框架下，外部环境不确定性上升。特朗普胜选，其政治主张主要包括

对内降低个税和企业税，驱逐非法移民，放松金融管制，对外提高关税，加大贸易壁垒。从对我国影响来看，加征关税力度和节奏充满不确定性，关税压力下出口回落压力增大，预计我国将采取更加积极的政策来刺激内需；且美国再通胀压力可能延缓美联储降息进程，导致人民币贬值，参考 2018 年中美贸易摩擦下的人民币汇率面临的贬值压力，预计 2025 年人民币汇率仍会有贬值压力，对国内政策形成掣肘。

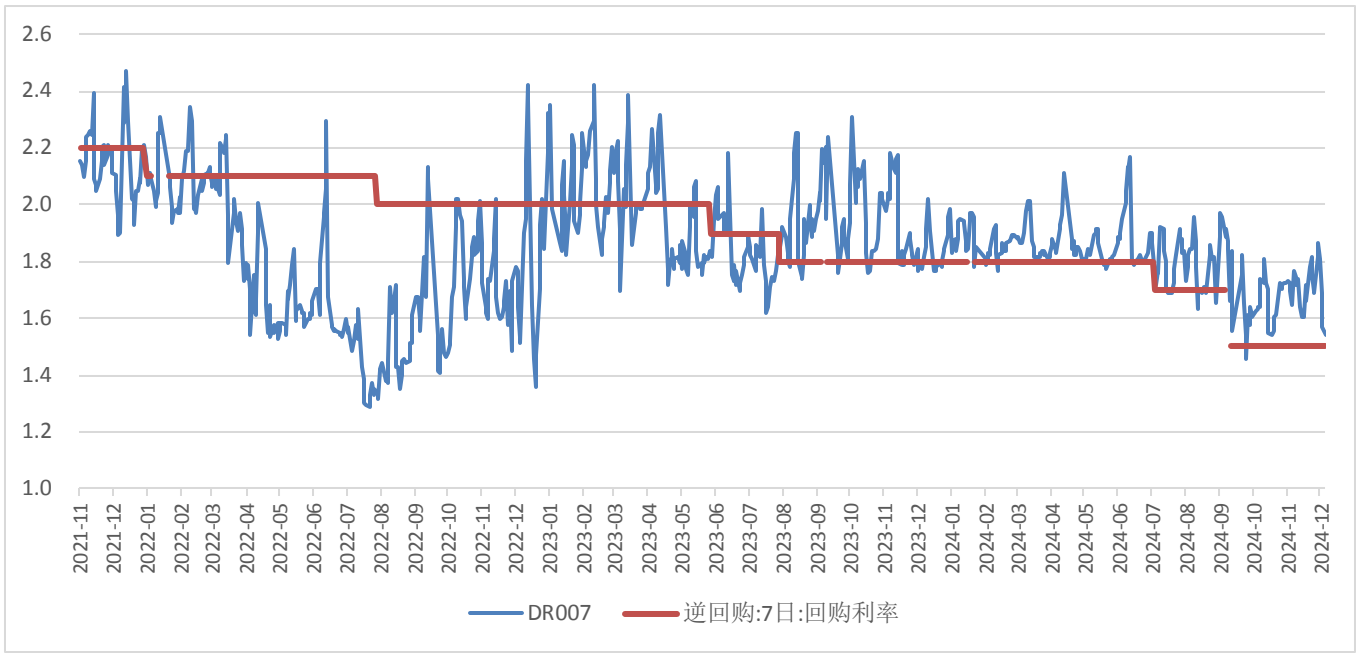
展望 2025 年，我们认为政策总基调应会更积极，逆周期政策在中美博弈的压力下将会逐步加码，政策取向更加侧重稳增长、扩内需。

(1) 货币政策：继续坚持支持性的货币政策立场

回顾 2024 年，中国人民银行坚持支持性的货币政策立场，保持流动性合理充裕，数次实施货币政策调整，先后 2 次降准、3 次降息，特别是 9 月下旬以来，推出了一揽子增量政策，全力推动实现全年经济发展预期目标。防空转、稳汇率背景下，银行间市场流动性保持中性略偏紧，DR007 持续在逆回购利率上方运行。但信贷、社融增速持续回落，M1 持续创新低，其中有金融数据挤水分、暂停银行手工补息等因素影响，但核心仍是需求不足，宽信用仍待加码。

展望 2025 年，央行将继续坚持支持性的货币政策立场和政策取向，综合运用多种货币政策工具，加大逆周期调控力度，保持流动性合理充裕，降低企业和居民综合融资成本，结构性货币政策也将持续发挥精准导向作用，重点加强对科技创新、绿色金融、消费金融等领域的支持力度，促进房地产市场和资本市场平稳发展。积极推动货币政策框架改革，强化利率政策执行和传导，强化央行政策利率引导作用，发挥市场利率定价自律机制效能。中共中央政治局 12 月 9 日召开会议，会议指出“明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节。”此次为 2008 年后再次重新提及“适度宽松的货币政策”，在 2008 年 9 月至 2009 年 7 月，央行四次有区别地下调存款准备金率，五次下调存贷款基准利率，适度宽松的货币政策一直持续至 2010 年，2011 年才逐步退出。1998 年以来，中国货币政策的表述包括了“适度从紧”、“稳健”、“稳中从紧”、“从紧”和“适度宽松”，“稳健”基调，“适度宽松”或意味着明年货币政策将更加积极。预计 2025 年有 50-75bp 降准空间，30-40bp 降息空间，旨在稳增长、稳地产、稳物价、配合化债等。

图 6：2024 年以来银行间市场 DR007 持续高于政策利率 (%)



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

表 3：2024 年以来降准、降息调整时间表

时间	调整对象	调整幅度
2024 年 2 月 5 日	降准	0.5 个百分点
2024 年 2 月 20 日	LPR 利率	1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 3.95%，分别与前次持平 and 下降 0.25 个百分点
2024 年 7 月 22 日	LPR 利率	1 年期 LPR 为 3.35%，5 年期以上 LPR 为 3.85%，均较前次下降 0.1 个百分点。
2024 年 9 月 27 日	降准	0.5 个百分点
2024 年 9 月 29 日	存量房贷利率	原则上不低于 LPR-30BP，部分城市需考虑当地政策下限

资料来源：中国人民银行、财信证券

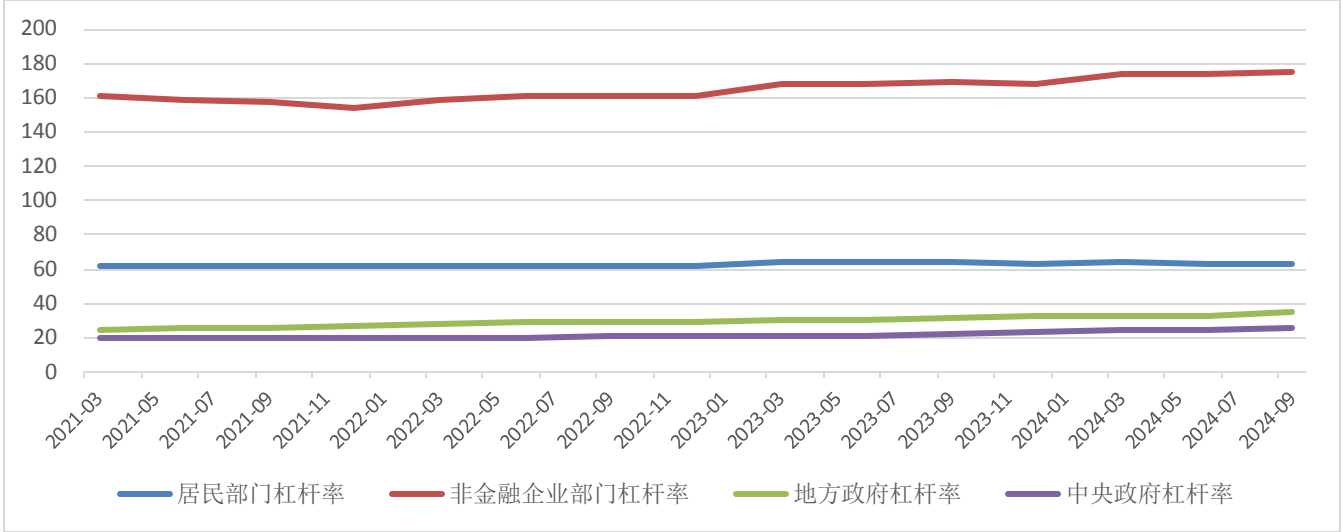
(2) 财政政策：中央财政有较大的举债空间

9 月 24 日国新办发布会以来，宽货币、宽财政政策密集出台，财政部已就地方化债、国有大行注资、支持房地产市场等方面积极表态，并提到“中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”。12 万亿化债计划已经由人大常委会审议通过（《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》），包括新增 6 万亿地方债务限额置换隐债、合计安排 4 万亿新增地方专项债用于化债，以及按照原合同偿还 2029 年及以后到期的 2 万亿棚户区改造隐性债务。

展望 2025 年，预计中央加杠杆，财政政策更加积极有为，关注财政政策的力度和方向。杠杆率是经济增长的重要驱动力，当前居民、企业部门杠杆率已处高位，地方政府债务风险承压，而中央负债率低于其他世界主要经济体，具备加杠杆的空间。中央财政发力彰显了我国应对内外部复杂局势的政策决心，展望 2025 年，百年未有变局下，我国处于经济动能转换和产业结构转型的关键时期，国际环境复杂多变，经济增长仍面临诸多挑

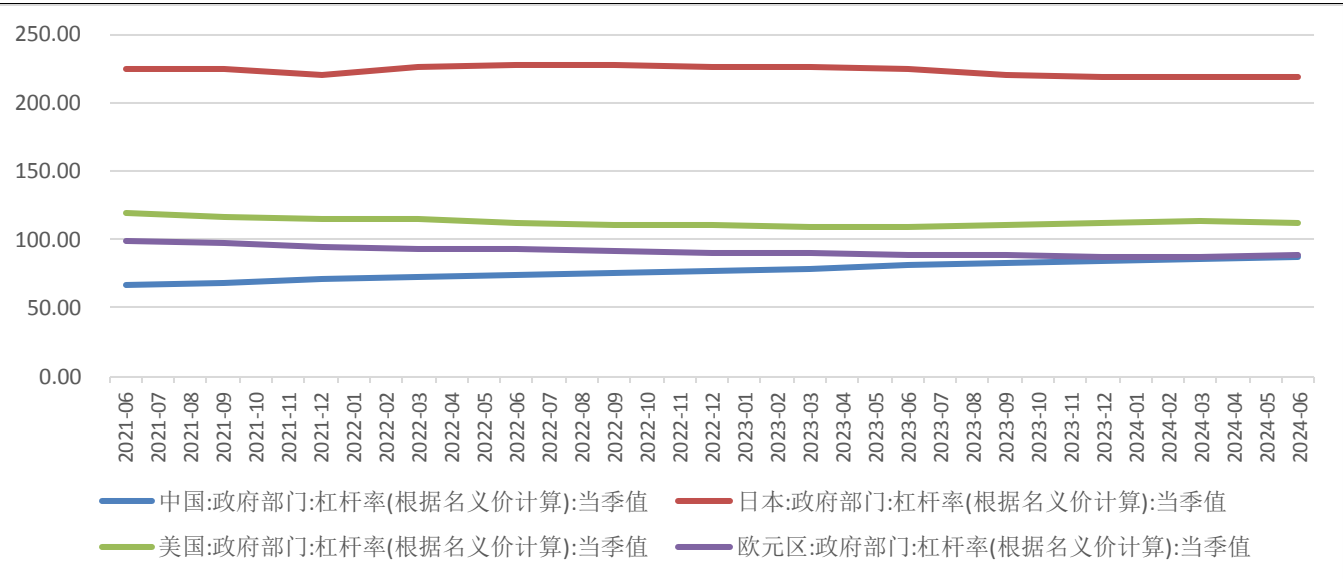
战，扩内需、稳经济、防风险均需要加强逆周期调节，预计 2025 年中央财政仍将积极发力，释放新一轮稳增长的重要信号，预计赤字率由 3.0% 提高到约 3.8%，专项债和特别国债规模进一步扩张。财政支出有望优化结构，从投资为主转向投资与消费并重，持续关注财政政策的力度和方向。

图 7：中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间（%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

图 8：我国政府杠杆率低于世界主要经济体（%）



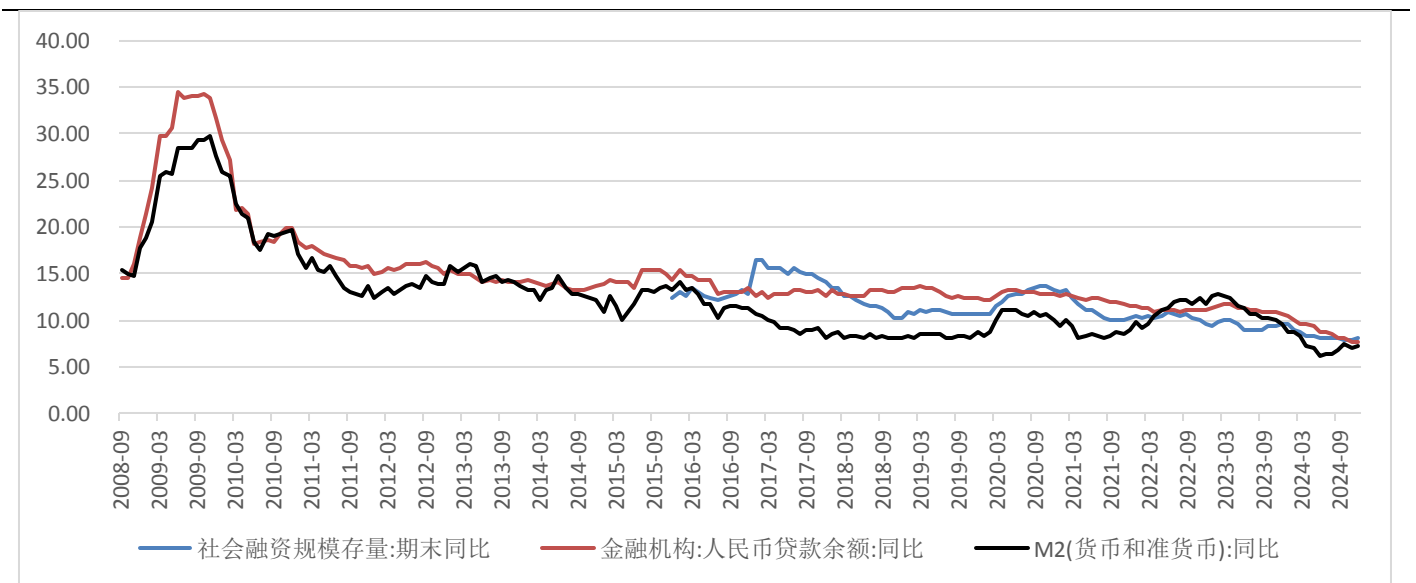
资料来源：同花顺 IFind、财信证券

2.2 规模：信贷增速小幅回落，信贷投放更重结构

信贷淡化“规模情节”，重视结构优化，预计 2025 年政府债驱动下社融增速有望触底回升，信贷增速预计小幅下行。对于社融，2024 年 12 月份新增社会融资规模 2.85 万亿元，同比多增 9181 亿元；12 月末社融存量规模 408.34 万亿元，同比增速 8.0%，前值 7.8%。结构上，社融口径下新增贷款 8402 亿元，同比少增 2690 亿元，信贷投放继续同

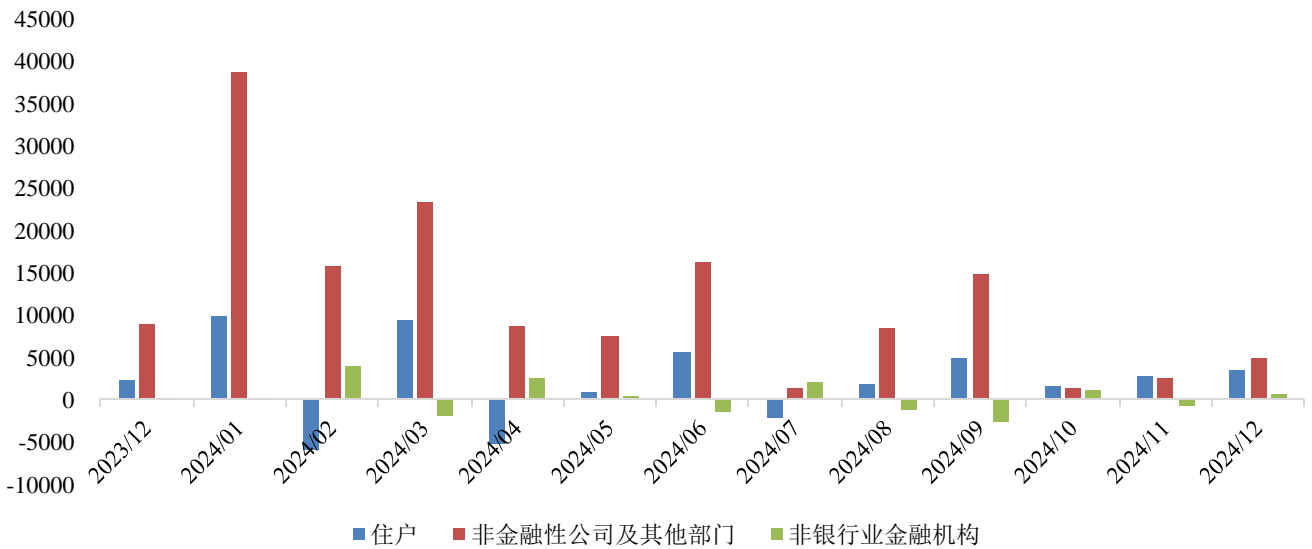
比大幅少增，对社会融资形成明显拖累；政府债券净融资 17566 亿元，同比多增 8242 亿元，政府债券融资仍处于高位。在适度宽松货币政策和财政政策逆周期调节的背景下，预计未来社融中政府债占比进一步上升，社融增速有望触底回升，预计 2025 年社融增速约为 8.8%。**对于贷款**，2024 年 12 月新增人民币贷款 9900 亿元，同比少增 1800 亿元，人民币贷款余额增速降至 7.61%，较上月下滑 0.09 个百分点。2024 年以来贷款面临三点拖累：一是房地产下行导致居民信用扩张放缓，二是经济承压、企业投资意愿持续偏弱，三是治理手工补息等资金空转等措施造成金融数据“挤水分”。央行在一季度货币政策报告中，设《专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系》，强调随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济的关系趋于弱化。央行表示，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续，经济结构调整、转型升级在加快推进，信贷需求较前些年会出现“换挡”，信贷结构也在优化升级。当前，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，当贷款投放超过实体经济真实有效的融资需求时，不仅会使得低效企业长期占用信贷资源、难以出清和优胜劣汰，低价恶性竞争拖累经营高效企业，也容易带来企业资金空转套利问题。展望 2025 年，稳地产政策加码，房地产降幅有望收窄，金融数据挤水分影响消除，地方政府隐形债务置换将拖累信贷增速，但伴随稳增长效果显现，实体部门融资需求有望提振，我们预计全年信贷走势总体稳健，节奏上会更加平稳，增速略有下行至 7.6% 左右，信贷投放更重结构而非总量，高质量发展导向下，“五篇大文章”等重点领域信贷投放有望维持较高增速。

图 9：社融、贷款、M2 同比增速 (%)



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

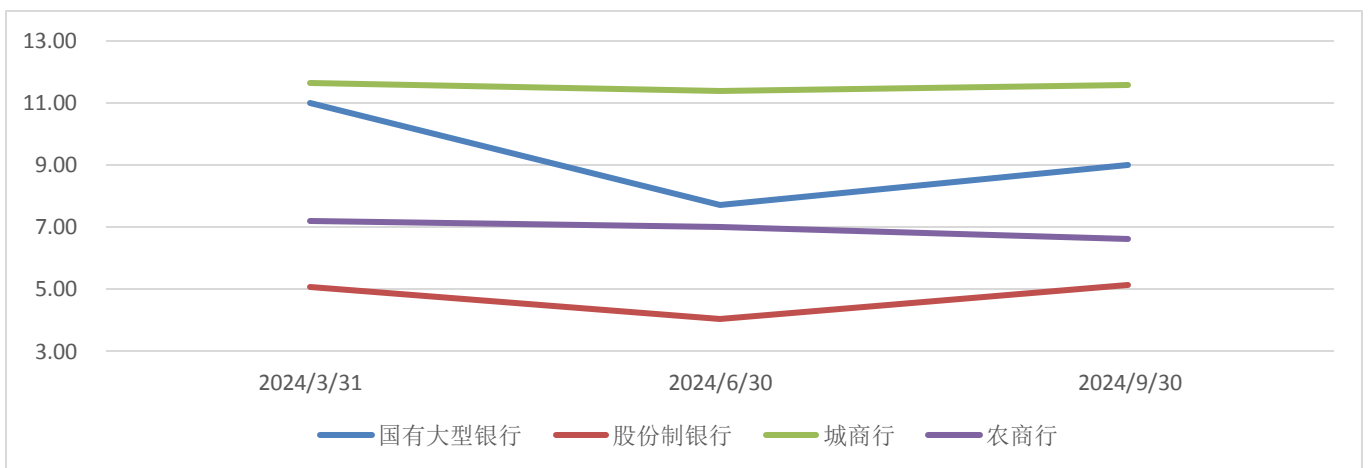
图 10：新增人民币贷款结构（亿元）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

预计板块内部呈现分化。2024 年银行板块间规模扩张呈现明显分化，其中国有大行、城商行规模扩张速度显著强于其他板块，而对零售、小微需求依赖度较高的股份行和农商行，在经济预期偏弱环境下，规模增长相对放缓。展望 2025 年，我们预计国有大行在国家注资背景下，将继续发挥服务实体主力军作用，且在化债背景下，中小行资产端的隐债将变成标准化资产由大行承接，预计资产端将会向国有大行集中。上市城商行规模增长有望保持平稳，股份制、农商行取决于实体经济复苏情况，板块内各家银行可能有所分化。

图 11：2024 年各银行板块总资产同比增速（%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

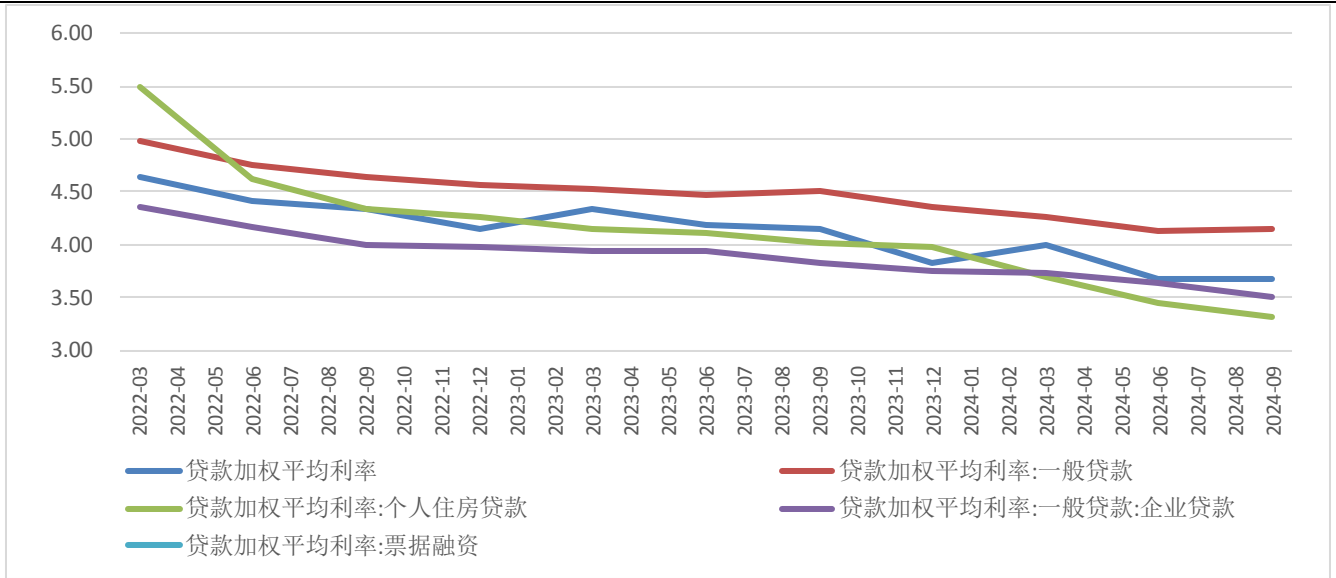
2.3 息差：预计仍将下行，但下行压力低于 2024 年

2024 银行业息差依然处在下行通道。根据国家金融监管总局 2024 年三季度银行业

主要监管指标数据，2024 年前三季度商业银行净息差为 1.53%，环比下降 1bp，细分类下，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.45%、1.63%、1.43%、1.72%，环比分别变动-1.2bp、-0.6bp、-1.7bp、0.1bp。

资产端：新发放贷款利率继续下行，但降幅明显收窄。截至 2024 年三季度末，金融机构新发放贷款利率 3.67%，较年初下降 16bp，其中按揭贷款利率在取消政策利率下限后大幅下降 66bp 至 3.31%，一般企业贷款利率较年初下降 24bp 至 3.51%，票据融资利率下降 12bp 至 1.35%。环比来看，三季度新发放贷款利率环比降幅已明显收窄，环比 24H1 仅下降 1bp，此外，据证券时报 12 月 9 日报道，目前浙江、江苏多地以及广州、佛山、福州、厦门、长沙、武汉、青岛等城市均上调了首套、二套房贷利率下限，部分城市首套房贷利率最低水平已上调至 3.1%。

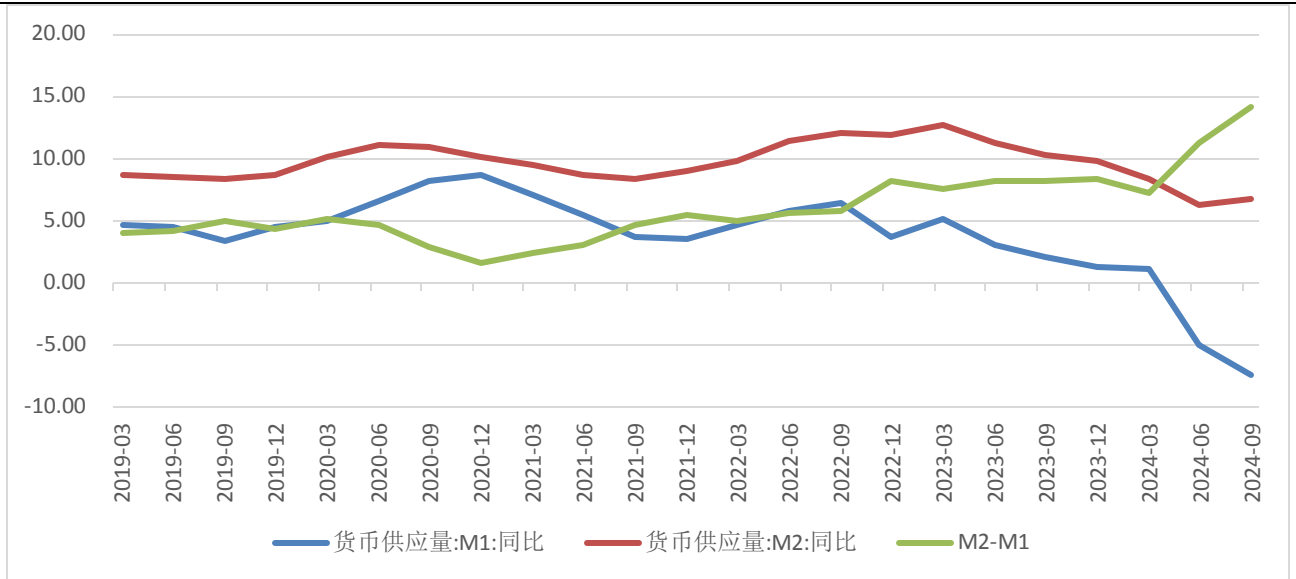
图 12：2024 年新发放贷款利率持续下行 (%)



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

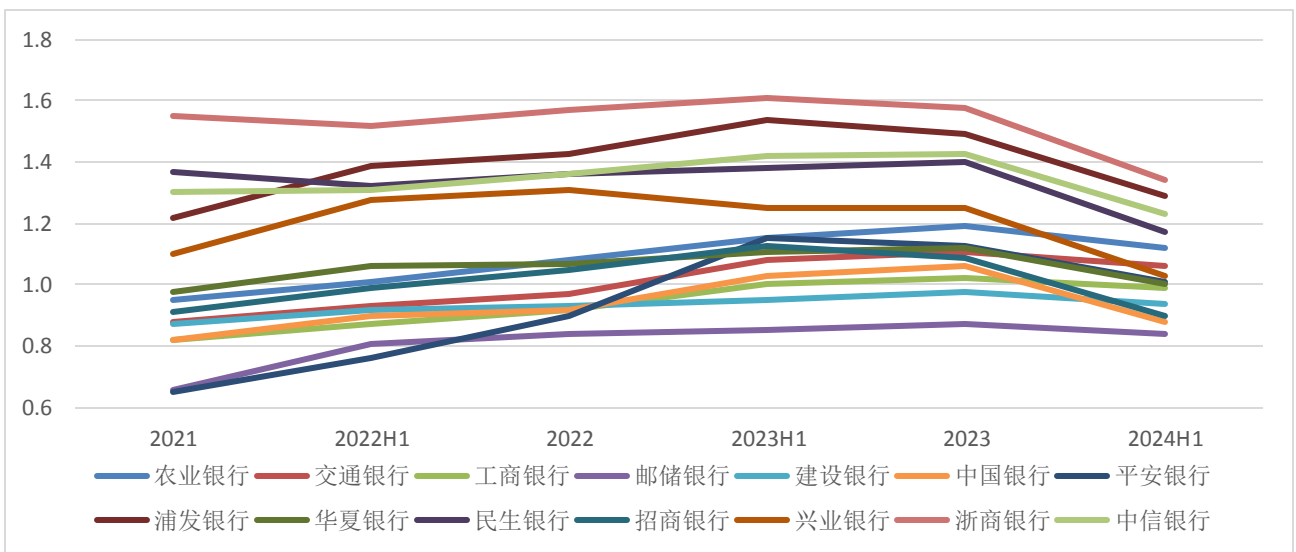
负债端：存款利率下调效果逐步显现。今年以来，货币利率传导不断畅通，得益于 4 月规范手工补息，7 月、10 月两轮存款挂牌利率下调，11 月规范非银存款定价，银行负债端成本缓释。此前由于银行激烈竞争处高位的企业活期存款利率，在 2024 年显著下降，后续随着政策发力，经济活跃度提升，存款资金有望活期化，进而从结构上缓释银行负债成本。

图 13: M2-M1 剪刀差扩大 (%)



资料来源: 同花顺 IFind、财信证券

图 14: 全国性上市银行企业活期存款成本下行 (%)



资料来源: 同花顺 IFind、财信证券

展望 2025 年, 预计利率传导机制将更加畅通, 息差仍会继续下行, 但下行压力小于 2024 年。资产端收益率: 面临化债、LPR 下降带来的新发放贷款利率下行和存量贷款重定价、存量按揭贷款利率下调三重压力。(1) 地方隐性债务化解: 根据 11 月人大常委会新闻发布会, 本轮隐债置换将大幅节约地方政府利息支出, 预计五年累计达 6000 亿元左右。该部分利息收入减少, 不仅反应了利率调降的价格影响, 还部分反应了资产端债券置换贷款的结构影响。(2) LPR 下调及存量重定价: 12 月政治局会议定调“适度宽松的货币政策”, 2025 年货币政策仍将保持支持性立场, 推动居民和企业融资成本稳中有降, 资产端收益率仍将处于下行通道。**负债端成本率:** 为了打破“贷款利率下调, 存款成本相对刚性”的局面, 2022 年 4 月, 人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整

机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。这一机制的建立，可促进银行跟踪市场利率变化，提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。在存款自律机制指导下，2023 年已进行两轮存款下调，一轮通知、协定存款利率下调，实现了机构主体和产品种类的全覆盖。2024 年以来已进行两轮存款利率下调，规范手工补息、非银存款等高息存款利率，帮助银行有效对冲资产端利率的下行压力。除存款利率调降外，2023 年和 2024 年央行分别降准两次，释放低成本长期资金。预计 2025 年，市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能将进一步发挥作用，存贷两端利率呈现跟随式下调态势，有效支持实体经济的同时，缓释银行业净息差下行压力。

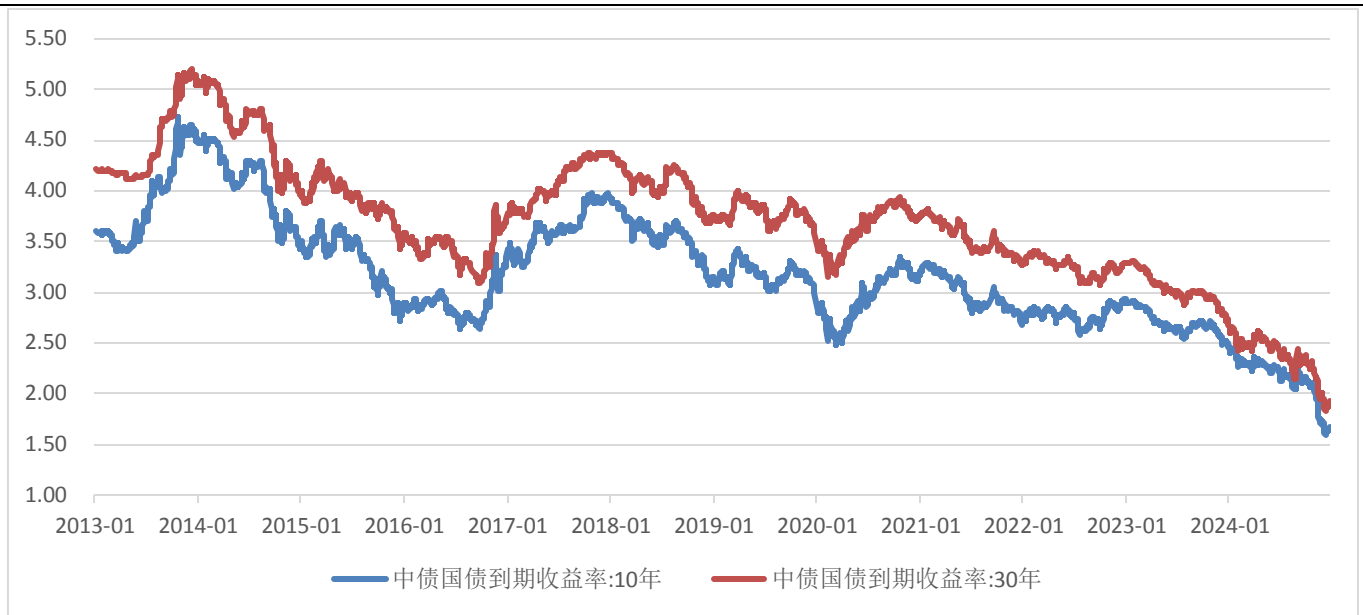
2.4 非息：中收降幅有望收窄，其他非息收入贡献或下降

中间业务收入受财富管理“降费”冲击，但长期来看，仍取决于保有量及业务模式转型。金融机构降低费率是大势所趋，是政策引导和激烈市场竞争下的必然选择，更是促进财富管理行业和资本市场的长远发展必然要求。2022 年 7 月，证监会发布公募基金费率改革工作安排，多家公募基金公司宣布下调管理费和托管费率。2023 年 8 月，监管部门加强对银行渠道代理销售的保险产品“报行合一”的要求，银行代销保险佣金率面临压降。资管行业“降费”潮，短期将会对银行中收产生冲击，显著减少申购、赎回等渠道费用。但长期来看，我国财富管理市场蓝海广阔，资本市场将成为未来居民投资的主要途径。目前，“房住不炒”的主基调不会改变，楼市的投资属性正逐步剥离。未来，股市、基金、理财等将成为居民重要的投资途径。对银行而言，通过“以量补价”的方式扩大保有量，从产品销售模式全面转向以客户为中心的买方服务模式，将会是财富管理业务可持续发展的大方向。

2025 年中收降幅有望收窄。2024 年，银行业中间业务收入普遍承压，一是受“降费”政策影响，代理手续费收入下降；二是经济预期偏弱、资本市场震荡背景下，居民消费需求不足，风险偏好降低，代理业务量和银行卡相关业务收入下降。展望 2025 年，预计中收降幅有望收窄。从三季度开始，手续费收入同比增速已有所改善，随着基数效应消退、政策加力改善市场预期、无风险利率持续下行、资本市场逐渐回暖等因素催化下，投资者风险偏好有望得到提升，从而带动上市银行财富管理手续费的增长，并有效缓解存款定期化趋势下负债端成本压力。

2025 年其他非息收入高增或难以持续。2024 年受益于债券收益率震荡下行，截至 2024 年 12 月 31 日，10 年期国债收益率下行 84bp，带动银行其他非息收入高增，投资收益和公允价值变动损益支撑利润端表现。展望 2025 年，无风险利率下行仍是大趋势，但在央行多次公开提示利率风险、财政政策有望进一步发力的背景下，债券收益率下降曲线预计更加平缓，叠加非息收入的高基数影响，预计 2025 年非息收入对银行业利润贡献度将有所下降。

图 15：国债收益率处下行通道（%）



资料来源：同花顺 IFind、财信证券

2.5 资产质量：政策力度加大，重点领域风险缓释

（1）城投化债政策加码，信用风险压力可控

2024 年 11 月 8 日人大常委会办公厅新闻发布会披露化债方案，未来 5 年增加地方化债资源 10 万亿，具体包括以下举措：一是增加地方政府债务限额 6 万亿置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施；二是从 2024 年起，连续五年每年从新增地方政府专项债中安排 0.8 万亿用于化债。短期来看，一揽子化债政策对银行短期盈利产生压力，一是隐债对应的贷款项目提前偿还，部分银行贷款净额规模压降，面临资产压力，二是化债带来的资产收益率下滑将会对息差造成压力。但长期来看，化债将有效化解潜在风险，扭转市场对银行资产质量的悲观预期，带动银行估值修复，且地方化债压力减轻后，可以更大力度支持地方经济发展，有利于商业银行资产更加良性增长。

（2）地产不良高峰已过，短期压力边际改善

政策逐步加码，底线思维下，系统性冲击有限。1)2022 年至今房地产政策逐步放松，从供给侧发力，到聚焦需求侧，政策密集落地，具体体现在供求关系、房贷利率、融资贷款、土地市场、楼盘处置等方面。2022 年 11 月“金融十六条”支持房企贷款合理展期，此后地产融资三支箭上逐步放松；2023 年 1 月人民银行提出建立首套住房贷款利率政策动态调整机制；2023 年 7 月中央政治局会议上首次未提“房住不炒”，强调供需关系变化；2023 年 7 月政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”；2023 年 12 月中央经济会议指出“一视同仁满足合理融资需求”；2024 年 1 月央行指出，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业相关贷款和公开市场债券；同月住建部召开城市房地产融资协调机制部署会议，要求各地针对具体项目，研究并提出可获融资支持的房地产项目名单，随后强调“加快推进城市房地产

融资协调机制落地见效”；2024年4月政治局会议提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，政策转向去库存。5月17日监管部门落地多项政策举措，“取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限”，“首套房最低首付比例调整为不低于15%，二套不低于25%”，“设立3000亿元保障性住房再贷款”。6月7日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，再次强调“加快构建房地产发展新模式”。2) 2024年上半年，行业未摆脱周期惯性下行，供需关系重构对居民资产、企业生产、经济发展等多维度连锁影响持续，房地产行业的基本状态为“去库存、去杠杆”，市场调整在短期内或仍有一定惯性，但地产政策推进下，降幅有望趋缓。长期来看，2024年政府工作报告指出“健全风险防控长效机制，完善商品房相关基础性制度”，房地产行业长期改革方向明确，一是扩大保障性住房建设规模，保障与市场并行；二是进行商品房基础性制度改革，如预售制度向现房销售转型，财税制度改革，城乡融合提速释放刚需等。二十届三中全会指明下阶段行业发展方向，即“既防风险、又促发展”，为加速新模式构建留有相对充足政策优化及改革空间。3) 中央自上而下高频强调守住不发生系统性风险的底线，动态化解风险，确保金融体系稳定安全，银行稳健、可持续经营已上升到国家金融安全层面，关系到经济稳定大局，底线思维下，系统性冲击有限。

表 4：房地产融资端、需求端政策及中央表态梳理

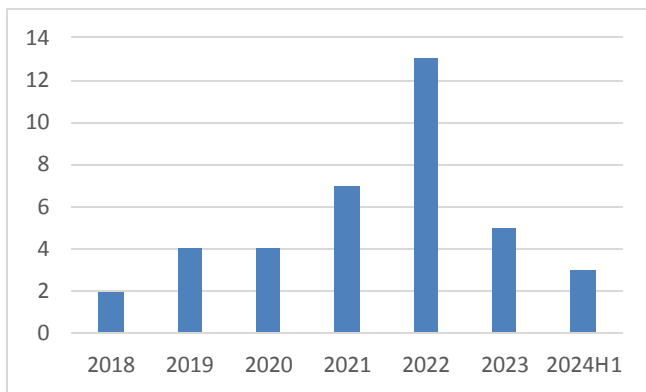
	时间	会议文件	内容
中央表述	2023.10	中央金融工作会议	坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题；建立防范化解地方债务风险长效机制，促进金融与房地产良性循环。
	2023.12	中央经济工作会议	持续有效防范化解重点领域风险，要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。
融资端政策	2023.11	央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会	一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，对正常经营房企不惜贷、抽贷、断贷。
	2024.01	央行、金融监管总局关于金融支持住房租赁市场发展的意见	加大住房租赁开发建设信贷支持力度，满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求，支持发放住房租赁经营性贷款。
	2024.01	住建部和金融监管总局联合发布关于建立城市房地产融资协调机制的通知	建立各城市属地住建部门、金融监管总局派出机构等为成员的房地产融资协调机制。提出可以给予融资支持的房地产项目名单，1月底前第一批白名单或落地，推行贷款尽职免责制度。
	2024.01	央行、金融监管总局关于做好经营性物业贷款管理的通知	2024年底前，对符合条件的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。
需求端政策	2023.08	住建部、央行、金融监管总局关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女，下同）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱。

2023.08	央行、金融监管总局关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	2023年9月25日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请协商变更合同约定的利率水平。存量首套房贷利率下调至贷款发放时所在城市政策房贷利率下限。
2024.05	央行、金管局关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。
2024.05	央行关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。

资料来源：中国人民银行、国家监督管理总局、住建部、中国政府网、财信证券

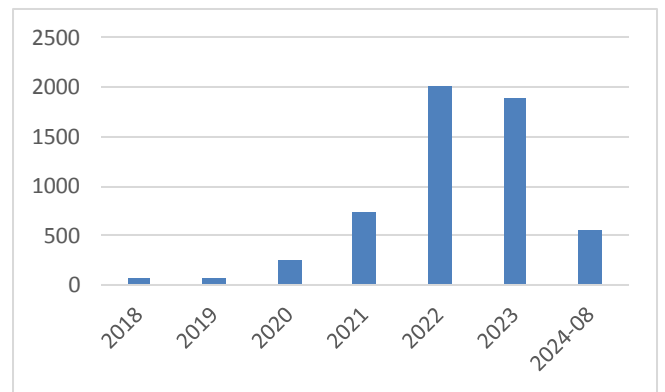
预计增量风险可控，存量风险将有序消化。再新增扩散式的房企风险暴露概率极低，这是由中央层面对金融安全的宏观考虑和微观数据跟踪所决定的。回顾来看，2018年开始信用债违约房企数量逐年上升，并在2022年进入违约高峰，但2023年新增首次违约房企的数量大幅回落，房地产行业债券违约规模也在2022年见顶，2023年违约规模回落，且主要集中在前期已经出险的房企上。

图 16：首次信用债违约房企数量（个）



资料来源：同花顺 IFinD、财信证券

图 17：房地产行业违约债券规模统计（亿元）



资料来源：同花顺 IFinD、财信证券

中期维度对银行利润表的影响。对银行而言，彻底消化房地产风险仍需合理时间，政策层面优先确保守住不发生系统性风险的底线，并严格把控增量风险。因此，我们更加关注的是银行所面临的房地产风险暴露峰值是否过去、边际压力有无明显改善、中期维度是否会影响上市银行的利润表。在《上市银行地产敞口规模与风险评估》报告中，我们通过对潜在不良上升进行测算分析，来评估房地产不良对上市银行业绩的影响。假设对公房地产业不良率分别上升1%/3%/5%/10%，针对新发生不良计提拨备比例为25%，税率为25%，以上市银行2023年年报数据为基准，测算对银行净利润负向影响相当于净利润的0.66%/1.99%/3.31%/6.62%。分板块看，对公房地产业贷款风险对国有大行影响较小，农商行次之，对股份行和上市城商行影响相对较大。

表 5：潜在对公房地产贷款不良率上升对上市银行业绩影响测算（亿元，%）

银行	1%		3%		5%		10%	
	补提拨备	对归母净利润影响	补提拨备	对归母净利润影响	补提拨备	对归母净利润影响	补提拨备	对归母净利润影响
工商银行	19.06	0.39	57.17	1.18	95.28	1.96	190.56	3.93
农业银行	21.52	0.60	64.55	1.80	107.59	3.00	215.18	5.99
建设银行	21.35	0.48	64.05	1.44	106.74	2.41	213.49	4.81
中国银行	21.87	0.71	65.61	2.12	109.34	3.54	218.69	7.07
邮储银行	6.33	0.55	18.98	1.65	31.64	2.75	63.27	5.50
交通银行	12.23	0.99	36.68	2.97	61.14	4.94	122.27	9.89
国有大行	102.35	0.56	307.04	1.67	511.73	2.79	1023.45	5.57
招商银行	8.17	0.42	24.50	1.25	40.83	2.09	81.67	4.18
兴业银行	10.94	1.06	32.81	3.19	54.68	5.32	109.36	10.64
中信银行	6.48	0.73	19.45	2.18	32.42	3.63	64.84	7.26
浦发银行	8.64	1.77	25.93	5.30	43.22	8.83	86.44	17.66
民生银行	8.66	1.81	25.97	5.44	43.29	9.06	86.57	18.13
光大银行	4.14	0.76	12.43	2.29	20.72	3.81	41.44	7.62
平安银行	6.38	1.03	19.15	3.09	31.92	5.15	63.83	10.31
华夏银行	2.42	0.69	7.26	2.06	12.09	3.44	24.18	6.88
浙商银行	4.44	2.21	13.33	6.64	22.22	11.07	44.44	22.15
股份行	60.28	0.92	180.83	2.76	301.38	4.60	602.77	9.19
上海银行	3.08	1.02	9.24	3.07	15.39	5.12	30.78	10.24
北京银行	2.99	0.87	8.96	2.62	14.93	4.37	29.86	8.74
宁波银行	2.89	0.85	8.66	2.54	14.44	4.24	28.88	8.48
江苏银行	2.05	0.54	6.16	1.61	10.27	2.68	20.53	5.36
南京银行	1.21	0.49	3.64	1.47	6.06	2.46	12.13	4.92
成都银行	0.96	0.62	2.89	1.86	4.82	3.10	9.64	6.19
贵阳银行	0.93	1.25	2.78	3.75	4.64	6.25	9.27	12.50
杭州银行	0.92	0.48	2.76	1.44	4.60	2.40	9.20	4.80
郑州银行	0.73	2.96	2.19	8.87	3.65	14.78	7.29	29.56
青岛银行	0.57	1.20	1.70	3.59	2.83	5.98	5.66	11.97
兰州银行	0.55	2.21	1.64	6.62	2.74	11.03	5.48	22.06
厦门银行	0.21	0.59	0.63	1.76	1.04	2.93	2.08	5.87
苏州银行	0.42	0.69	1.26	2.06	2.10	3.43	4.21	6.86
长沙银行	0.36	0.36	1.08	1.08	1.80	1.80	3.59	3.61
西安银行	0.26	0.78	0.77	2.33	1.28	3.89	2.55	7.78
重庆银行	0.24	0.36	0.72	1.09	1.20	1.82	2.39	3.64
城商行	18.36	0.76	55.07	2.27	91.78	3.78	183.56	7.57
紫金银行	0.19	0.88	0.57	2.64	0.95	4.41	1.90	8.81
瑞丰银行	0.05	0.21	0.15	0.64	0.25	1.07	0.49	2.13
常熟银行	0.05	0.10	0.14	0.31	0.23	0.52	0.46	1.04
张家港行	0.04	0.16	0.12	0.49	0.19	0.81	0.39	1.63
无锡银行	0.03	0.11	0.09	0.32	0.16	0.54	0.32	1.07
江阴银行	0.03	0.12	0.09	0.35	0.15	0.59	0.30	1.18

青农商行	0.53	1.56	1.60	4.68	2.67	7.79	5.34	15.59
沪农商行	2.62	1.62	7.85	4.85	13.08	8.08	26.17	16.16
苏农银行	0.07	0.29	0.21	0.88	0.34	1.47	0.69	2.95
渝农商行	0.09	0.06	0.26	0.18	0.43	0.30	0.86	0.59
农商行	3.69	0.69	11.07	2.08	18.45	3.47	36.90	6.94
上市银行	184.67	0.66	554.00	1.99	923.34	3.31	1846.68	6.62

资料来源：公司财报、同花顺 IFinD、财信证券

3 投资策略

展望 2025 年，宏观政策定调更为积极，无风险利率下行与政策加力有望改善经济预期的背景下，银行板块稳健红利属性与复苏交易逻辑兼具，维持行业“同步大市”评级。投资逻辑上，建议把握三条主线：

主线一：稳健红利策略。在无风险利率下行的背景下，低估值、高股息投资标的具备长期逻辑。此外，保险会计准则变更后，叠加债券收益率持续走低、非标资产缩量的资产荒场景下，险资对低波动、高分红的权益类资产配置需求上升，险资有望为银行板块注入增量资金。

主线二：避险属性或承接结构性行情。中美博弈的大框架下，外部环境不确定性上升。特朗普胜选，其政治主张对我国影响来看，加征关税力度和节奏充满不确定性，关税压力下出口回落压力增大。在中美贸易摩擦加大、关税等问题形势紧张、国内经济不确定加大时，银行板块避险属性突出，或有结构性行情。建议关注国有大行。

主线三：增量政策改善市场预期，关注复苏交易标的。关注重要会议的窗口期，若政策力度超预期，板块内部核心资产，如招商银行、宁波银行有望率先迎来估值修复。

表 6：上市银行关键指标一览（截至 2024 年 12 月 22 日，%）

	股息率	市净率(LF)	PB 分位数 (2018 年以 来)	年化净资产 收益率	不良贷款比例 (2024 年三季度末)	
国有大行	农业银行	4.58	0.69	61.45	9.70	1.32
	交通银行	5.00	0.58	60.78	8.27	1.32
	工商银行	4.69	0.65	43.61	9.37	1.35
	邮储银行	4.82	0.65	33.46	10.18	0.86
	建设银行	4.72	0.68	44.71	10.54	1.35
	中国银行	4.49	0.66	67.92	8.73	1.26
股份制银行	平安银行	8.30	0.54	13.63	11.00	1.06
	浦发银行	3.35	0.44	33.53	6.49	1.38
	华夏银行	4.95	0.42	46.37	7.36	1.61
	民生银行	8.59	0.32	22.36	6.46	1.48
	招商银行	5.20	0.95	18.61	13.54	0.94
	兴业银行	5.62	0.51	21.96	10.09	1.08

	光大银行	4.68	0.46	30.22	9.05	1.25
	浙商银行	5.64	0.47	28.06	9.02	1.43
	中信银行	7.51	0.55	49.30	9.04	1.17
	兰州银行	3.98	0.49	11.32	5.92	1.83
	宁波银行	2.55	0.79	6.87	13.04	0.76
	郑州银行	/	0.43	10.16	5.57	1.86
	青岛银行	4.28	0.60	16.25	11.28	1.17
	苏州银行	7.40	0.72	33.58	11.89	0.84
	江苏银行	5.02	0.74	75.38	13.62	0.89
	杭州银行	6.22	0.84	21.26	15.16	0.76
	西安银行	1.54	0.49	10.04	8.09	1.64
城商行	南京银行	8.21	0.78	23.76	12.74	0.83
	北京银行	5.46	0.47	42.81	8.08	1.31
	厦门银行	8.26	0.59	18.81	8.46	0.75
	上海银行	8.55	0.55	37.41	9.67	1.20
	长沙银行	4.46	0.53	19.85	11.60	1.16
	齐鲁银行	4.17	0.69	51.91	10.59	1.23
	成都银行	5.28	0.92	37.70	16.26	0.66
	重庆银行	4.36	0.62	59.16	10.06	1.26
	贵阳银行	4.88	0.36	13.22	8.37	1.57
	江阴银行	4.50	0.59	16.19	9.00	0.90
	张家港行	4.12	0.67	14.57	11.28	0.93
	青农商行	/	0.48	15.21	10.84	1.80
	无锡银行	3.47	0.61	12.24	10.78	0.78
	渝农商行	5.08	0.52	63.02	10.91	1.17
农商行	常熟银行	3.10	0.82	11.73	14.98	0.77
	瑞丰银行	3.23	0.61	22.49	11.14	0.97
	沪农商行	7.48	0.67	81.05	12.05	0.97
	紫金银行	3.51	0.54	14.51	9.46	1.30
	苏农银行	3.44	0.55	16.37	13.19	0.91

资料来源：同花顺 IFinD、财信证券

4 风险提示

经济增长不及预期，资产质量大幅恶化，金融让利超预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438