

银行业深度研究报告

低利率时代银行行为和投资范式变化

——金融聚焦改革之行为篇

- 低利率时代的银行经营：“卷”成本走向“卷”客户。**在资产端定价充分市场化竞争的年代，银行护城河更多指向负债成本，对应网点覆盖和基础客户经营。过去三年银行让利实体下，银行资产端利率快速走低，但负债端存款综合利率不降反升，拖累行业息差持续下行至历史低位。存款下行空间短期难以“有效突破”的情况下，低利率时代银行核心竞争力的内涵更多延展到了综合收益和成本，“卷”成本走向“卷”客户。长期低利率环境下银行业的稳健发展仍需拓宽盈利来源，包括发展中收业务、拓展国内市场份额、“走出去”投资国外资产，背后反映仍旧是抢占优质客户、拓展客户市场份额，但目前从宏观和监管环境、到银行内部实际操作之间仍面临较多堵点，如银行在国内外兼并收购过程中需要较长时间进行标的选择、资产估值定价、中间或伴随中小股东历史梳理问题，因此银行业无论是中长期收入结构转型还是“走出去”扩大份额仍需要较长时间实践。
- 同步降负债成本、资产端风偏下降、多手段拓展盈利来源，是全球银行业在低利率息差收窄时期做出的共同选择。全面梳理全球银行业在低利率时期的行为变化：**1) **同步降存款成本：**以美国、中国香港为代表的完全利率市场化的国家/区域为主，这类国家/区域的银行整体息差水平并不会随当下区域的宏观环境和基准利率产生较大波动，总体维持稳定的区间水平，银行在存贷两端的市场化定价/经营是在低利率环境中稳定息差的先决条件。2) **资产端降低风险偏好：**进而降低信用成本。3) **多手段拓展盈利来源、对内兼并收购、对外业务扩展：**长期低利率环境下息差持续走低，需要银行多手段拓展盈利来源，包括发展财富业务，对内兼并收购优化市场份额降低综合成本、对外业务扩展稳定息差。
- 他山之石：“卷”客户仍旧是王道，但低利率环境赋予更多内涵。**客户理解力是关键，理解客户、和客户共成长、综合运用对于行业发展、监管和法律政策等多方面的理解、综合配置金融产品，银行才能与客户产生强关联，提供独特且不可替代的金融服务，才能更好地践行金融工作的政治性、人民性。1) **提供综合服务。**对公业务利用数字化平台促进企业存款留存。个人业务以养老和教育为契机深化财富管理转型。同时强化内部联动，打破条线壁垒，深度挖掘客户需求；同步通过外部合作打造丰富的金融生态圈，拓展获客途径与优化客户服务方式。2) **客户角度：拓展信用类贷款，积极挖掘中小企业客户需求，或帮扶初创企业渗透企业全周期发展。**可以配合政府进行联合融资担保增信，挖掘中小企业贷款需求，如日本建立了全国一体化的中小企业融资担保体系，日本银行业中小企业贷款余额近十年占比高达 70% 左右。另一方面，注重和有潜力的初创企业建立客户关系，利用银行自身优势和关系网络，扶持企业发展，如日本银行业成立专门针对初创企业的业务团队，选择发展前景好的初创企业提供贷款、咨询、介绍客户等一体化服务，深度介入初创企业发展，以实现未来全周期合作。3) **重视成本控制和金融创新，降低日常运营成本。**数字化转型是关键的工具。荷兰 ING 银行采用了数字渠道优先的经营策略，以数字化平台为客户提供全渠道金融服务，投入期后其成本收入比大幅下降。4) **国内拓展市场份额、或者“走出去”投资国外资产，丰富收入结构。**在低利率时期，除了新设海外分支机构外，日本大型银行注重通过海外投资布局全球，收购当地银行加速融入当地市场，以本土化的方式更好满足海外客户需求。
- 内银股和海外银行股相比，估值更低、盈利韧性更强、高股息特征更明显。低利率时期日本银行股：**1) **PB 低位震荡，大型都市银行和优质地区银行股价表现相对更优。**PB 估值整体在 0.6X-0.8X 震荡，且日本银行业 PB 估值和板块盈利高度相关，拟合度在 74% 以上。2016 年 YCC（收益率曲线控制）后日股银行板块估值跟随板块盈利最低下移至 0.36X，但对应当时银行业 ROE 下行至 3.36%（2020 年）。考虑头部都市银行可以通过兼并收购、海外投资等方式稳定综合盈利，整体竞争实力和业绩表现都要好于行业整体，日本头部

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：贾靖

邮箱：jiating@hcyjs.com

执业编号：S0360523040004

证券分析师：徐康

电话：021-20572556

邮箱：xukang@hcyjs.com

执业编号：S0360518060005

联系人：林宛慧

邮箱：linwanhui@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	42	0.01
总市值(亿元)	112,467.20	13.14
流通市值(亿元)	76,524.88	11.44

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.2%	18.5%	14.2%
相对表现	0.7%	13.5%	23.7%


相关研究报告

《银行业周报（20240617-20240623）：优化货币政策框架，健全市场化利率调控机制》

2024-06-23

《银行业 5 月金融数据点评：政府债发行支撑社融，存款搬家扰动 M1 增速》

2024-06-16

《银行业周报（20240610-20240616）：商业银行加速发行永续债，资本充足率有望提升》

2024-06-16

都市银行估值持续高于行业水平。三菱日联、瑞穗等都市银行 PB 在 0.7-0.9 倍；青空、千叶银行 PB 估值 0.8~1.0 倍，高于行业。2) 股息率总体 2-3% 区间波动。2010 年以来大盘股息率基本围绕 2% 中枢小幅波动，低利率时期大型银行（以三菱日联、瑞穗银行）股息率整体在 2~3% 的区间，YCC 后由于银行股估值快速下行，股息率有所上行，但也维持在 4~5.5% 的空间。3) 内银股和海外银行股相比，估值更低、盈利韧性更强、高股息特征更明显。日本银行业自 90 年代迈入低利率后，银行业的息差持续下行，整体 ROE 维持在 6~8% 的区间，期间日本银行股的估值在 0.6X~0.8XPB 震荡。但国内银行业估值自 2022 年 7 月以来板块估值就一直处于 0.55X 以下的极低位置震荡，对应 10% 左右的较高 ROE。从分红比例看，内地银行在国资考核体系要求下，分红率长期稳定在 30% 左右，日欧大型银行整体看分红波动率更大，跟宏观经济周期更加相关。

- **持续看好低利率时代的银行股投资：兼具分红确定性，又有中长期资金支撑，高股息投资策略进程未半。** 1) **分红确定性：**国九条背景下，银行高比例稳定分红有较强的政策支持环境。并且多家银行响应号召将加大分红力度，增加中期分红，目前已有 7 家银行 2024 年度中期利润分配安排已获董事会通过，将提请股东大会审议；9 家银行股东大会已审议通过相关议案。2) **中长期资金支撑：**低利率环境下，保险公司利差损压力和会计准则切换共同推动险资选择“高股息”资产。2023 年以来长端利率持续下行，拖累险资净投资收益表现，而负债端预定利率相对刚性，长期低利率环境下“利差损”隐患加大，对于保险等中长期资金，短期只能通过增配超长债等方式，稳定投资端收益率。当前在新旧准则切换期，在 IFRS17 新会计准则下，险资可以通过增配 OCI 类资产满足资配要求。2026 年 1 月 1 日起，所有非上市险企将正式切换至新准则，OCI 类资产配置需求再加码，而符合股票 FVOCI 计量标准的风格中则以高股息为主。3) **低利率环境下，投资者存在“追求高股息”的行为。**根据学者（Jiang Hao and Zheng Sun）在 2020 年发布的研究，在长期低利率的环境中，投资者对于股票、特别是高股息的股票，具有行为上的青睐；且在利率快速下行的周期，高股息股票的估值反弹空间更大。
- **看好当前板块绝对收益，高股息策略进程未半。**若要维持有吸引力的股息率水平（4% 以上），银行整体估值仍有 23~54% 的上行空间。当前银行板块估值在低位，且低估值背后银行板块面临的宏观和政策环境已经边际趋暖：包括但不限于金融业增加值核算考核优化、地产相关提振政策加快出台、化债有序推进、央行货币执行报告强调“信贷均衡投放”、“防范高息揽储”等，行业发展更趋理性。考虑业绩传导滞后性，2024 年上市银行业绩仍有承压，但在宏观和政策环境趋暖下，行业经营正在回归“新稳态”，金融迈向高质量发展的同时竞争格局也在进一步优化。仍看好当前板块绝对收益。
- **投资策略建议两条主线：1) 高股息策略中途未半：关注稳健大行+高股息优质区域城商行。**和全球低利率时期银行相较而言，国内银行业总体盈利和分红稳定，估值更加低估，股息率更高；尽管国内银行营收结构调整和“走出去”仍需时间，但我们认为国内银行经营压力最大的时间点已经过去，短期盈利和分红仍具备较强的确定性，且资金端看无论是投资者行为、还是增量资金角度仍有中长期的支撑，“低估值+高股息”的银行个股作为“类配置”资产，对追求稳健收益的资金、以及长期资金仍有吸引力。建议关注国有大行、江苏银行、成都银行、南京银行。2) **长期优选商业模式：最终银行核心竞争力仍在客户理解和运营，优质银行仍能穿越周期实现高质量发展。**低利率时期银行更多需要提供专业、可持续的金融综合服务，才能获取优质客户，拓展盈利来源，改善收入结构。低利率时代的银行经营，客户理解力是关键，银行如何深入理解客户的需求，包括对于个人客户的生命周期的不同需求、对于企业产供销的不同需求、政府部门的社会治理诉求等。经过 1~2 年的调整，当前银行板块内部各项银行品种的估值都已经下行至历史低位，进一步下行空间有限。对于有优秀商业模式的银行，现在估值已经趋于合理甚至低估，对于其长期的基本面表现和预期，已经进入合适配置区间，建议关注常熟银行、招商银行、宁波银行、成都银行。
- **风险提示：**经济下行压力加大、城投和地产风险暴露、信贷投放不及预期。考虑到假设差异，测算结果或与实际有一定偏差，仅供参考。

投资主题

报告亮点

- 1、深度复盘梳理海外银行业在低利率时期的息差和行为表现：**同步降负债成本、资产端风险下降、多手段拓展盈利来源，是全球银行业在低利率息差收窄时期做出的共同选择。
- 2、通过复盘海外银行经营行为变化，我们认为当前银行业“卷”客户仍旧是王道，但低利率环境赋予更多内涵，需要深度理解客户、和客户共成长。**包括提供综合服务、拓展信用类/中小/科创类客户、重视成本控制和金融创新、国内拓展市场份额、或者“走出去”投资国外资产等。
- 3、银行股投资角度：通过对比内银股和海外银行股，认为国内银行估值更低、盈利韧性更强、高股息特征更明显。**日本银行业自 90 年代迈入低利率后，银行业的息差持续下行，整体 ROE 维持在 6~8% 的区间，期间日本银行股的估值在 0.6X~0.8XPB 震荡。但国内银行业估值自 2022 年 7 月以来板块估值就一直处于 0.55X 以下的极低位置震荡，对应 10% 左右的较高 ROE。从分红比例看，内地银行在国资委考核体系要求下，分红率长期稳定在 30% 左右，日欧大型银行整体看分红波动率更大，跟宏观经济周期更加相关。
- 4、从银行分红确定性、中长期资金支撑、低利率环境下投资者行为变化三个维度出发，论证持续看好低利率时代的银行股投资。**1) **分红确定性：**国九条背景下，银行高比例稳定分红有较强的政策支持环境。并且多家银行响应号召将加大分红力度，增加中期分红，目前已有 7 家银行 2024 年度中期利润分配安排已获董事会通过，将提请股东大会审议；9 家银行股东大会已审议通过相关议案。2) **中长期资金支撑：**低利率环境下，保险公司利差损压力和会计准则切换共同推动险资选择“高股息”资产。3) **低利率环境下，投资者存在“追求高股息”的行为。**根据学者 (Jiang Hao and Zheng Sun) 在 2020 年发布的研究，在长期低利率的环境中，投资者对于股票、特别是高股息的股票，具有行为上的青睐；且在利率快速下行的周期，高股息股票的估值反弹空间更大。

投资逻辑

看好当前板块绝对收益，高股息策略进程未半。若要维持有吸引力的股息率水平 (4% 以上)，银行整体估值仍有 23~54% 的上行空间。当前银行板块估值在低位，且低估值背后银行板块面临的宏观和政策环境已经边际趋暖，虽然考虑业绩传导滞后性，2024 年上市银行业绩仍有承压，但在宏观和政策环境趋暖下，行业经营正在回归“新稳态”，金融迈向高质量发展的同时竞争格局也在进一步优化。

上市银行整体经营基本面稳定，利润合理增长，投资风格上建议两条主线：1) **高股息策略中途未半：关注稳健大行+高股息优质区域城商行。**经济存量运行下，市场风险偏好仍以避险为主，“低估值+高股息”的银行个股作为“类配置”资产，对追求稳健收益的资金、以及长期资金仍有吸引力。建议关注国有大行、江苏银行、成都银行、南京银行。2) **长期优选商业模式：底部拥抱核心资产。**经过 1~2 年的调整，当前银行板块内部各项银行品种的估值都已经下行至历史低位，估值都在其历史低位，进一步下行空间有限。对于有优秀商业模式 (背后对应优质客群) 的银行，现在估值已经趋于合理甚至低估，对于其长期的基本面表现和预期，已经进入合适配置区间，建议关注常熟银行、招商银行、宁波银行、成都银行。

目录

一、低利率时代的银行经营：“卷”成本走向“卷”客户	7
二、全球低利率时代的银行：为应对低利率有什么行为变化？	9
（一）同步降存款成本：以美国、中国香港为代表的完全利率市场化的国家/区域	9
（二）控制其他综合成本：资产端降低风险偏好，以欧元区、台湾地区为例	10
（三）多手段拓展盈利来源、对内兼并收购、对外业务扩展，以日本为例	12
三、他山之石：面对低利率，内地银行还能做什么？	15
四、低利率时代的银行股投资：从短期确定性到中长期支撑	18
（一）低利率时代的全球银行股投资：低位波动，大型银行表现更优	18
（二）国九条背景下，银行高比例稳定分红是短期可以看到的确定性	20
（三）市场风险偏好和资金均衡：增量中长线资金提供进一步支撑	22
五、投资建议：高股息策略进程未半	24
六、风险提示	27

图表目录

图表 1 上市银行历史存款付息率变化	7
图表 2 银行业净息差 (%)	8
图表 3 2023 年来商业银行调整负债成本的步伐加快	8
图表 4 工商银行跨境并购案例梳理	9
图表 5 美国银行业净息差和 ROE 情况	9
图表 6 美国银行业资负两端定价情况	9
图表 7 中国香港银行业净息差和资产回报情况	10
图表 8 中国香港银行业资负两端定价及利差情况	10
图表 9 欧元区银行资产和信贷增速情况	11
图表 10 欧元区银行业资产端结构变化	11
图表 11 欧元区银行净息差和 ROE 情况	11
图表 12 欧元区银行业负债端利率情况	11
图表 13 中国台湾地区银行净息差和资负两端定价情况	12
图表 14 中国台湾地区银行业资产结构	12
图表 15 日本银行存贷款利率及利差情况	13
图表 16 日本银行贷款中外币贷款占比	13
图表 17 日本三大行外币贷款区域分布	13
图表 18 日本银行的久期缺口	14
图表 19 日本银行业各类资产期限结构 (利率风险)	14
图表 20 日本银行手续费及佣金收入占比总收入情况	14
图表 21 日本银行业兼并收购案例数量 (家)	14
图表 22 日本银行业格局变化 (家)	15
图表 23 日本都市银行三巨头的境外可售资产占比	15
图表 24 三菱日联境外资产收益率显著高于境内	15
图表 25 日本银行业对中小企业的贷款占比	16
图表 26 荷兰 ING 银行成本收入比	17
图表 27 股份行 2023 年网点区域变化情况	17
图表 28 工商银行中收结构 (2023 年)	18
图表 29 三菱日联银行中收结构 (2023 年)	18
图表 30 全球排名前 20 名中的日本银行	18
图表 31 日本大中型银行及指数 PB 估值	19
图表 32 欧元区斯托克银行价格指数 PB 估值	19
图表 33 日本银行业 PB-ROE	19

图表 34 日欧大型银行历史分红率波动较高 (%)	20
图表 35 目前已经披露中期分红的银行	20
图表 36 上市银行自 2010 年来分红情况 (股利支付率) 统计	21
图表 37 银行现有资本可支撑分红的静态测算	22
图表 38 利率下行周期时, 股票相对债券的吸引力提升	23
图表 39 银行业 PB-ROE	24
图表 40 上市银行营收同比预测	25
图表 41 二季度以来村镇银行村改支、村改分案例提速	25
图表 42 A+H 上市银行股息率 (截至 6/27)	26
图表 43 A 股各行业股息率及 ROE 情况	26

一、低利率时代的银行经营：“卷”成本走向“卷”客户

在资产端定价充分市场化竞争的年代，银行护城河更多指向负债成本，对应网点覆盖和基础客户经营。国内银行 70% 以上的收入来自传统利差业务，而资产端 50% 投向贷款，负债端 80% 来自存款。在过去银行业尚未进行大幅让利的时代，资产端利率相对可以实现市场化定价，银行能够在覆盖存款成本基础上依据客户风险自主定价，实现相对良性运营。而存款成本管理成为银行的重要能力体现，存款成本足够低一方面意味着在同样的资产定价下，银行可以赚取更多的息差；另一方面意味着资产端能够容忍的价格底线更低，在风险上升时银行可以通过降低风险偏好，降低信用成本，间接利好资产质量。

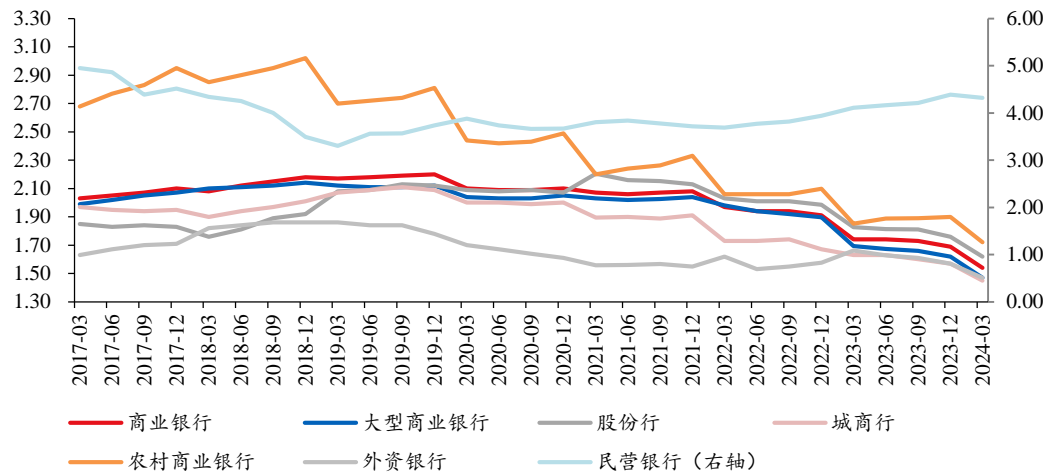
图表 1 上市银行历史存款付息率变化

	2019	2020	2021	2022	2023		2019	2020	2021	2022	2023
工商银行	1.59%	1.61%	1.62%	1.75%	1.89%	成都银行	1.70%	1.85%	1.98%	2.15%	2.23%
农业银行	1.59%	1.53%	1.61%	1.70%	1.78%	长沙银行	2.00%	2.15%	2.09%	2.12%	2.02%
建设银行	1.57%	1.59%	1.67%	1.73%	1.77%	重庆银行	2.93%	2.95%	2.85%	2.88%	2.79%
中国银行	1.78%	1.58%	1.52%	1.65%	2.09%	贵阳银行	2.20%	2.54%	2.79%	2.57%	2.55%
邮储银行	1.55%	1.59%	1.63%	1.61%	1.53%	郑州银行	2.58%	2.51%	2.49%	2.37%	2.25%
交通银行	2.35%	2.20%	2.10%	2.19%	2.33%	青岛银行	1.83%	2.04%	2.09%	2.21%	2.23%
招商银行	1.58%	1.55%	1.41%	1.52%	1.62%	齐鲁银行	2.15%	2.18%	2.24%	2.17%	2.11%
兴业银行	2.39%	2.26%	2.22%	2.26%	2.24%	苏州银行	2.33%	2.34%	2.25%	2.22%	2.21%
中信银行	2.08%	2.10%	2.00%	2.06%	2.12%	兰州银行	3.05%	3.21%	3.11%	3.09%	2.90%
浦发银行	2.16%	2.10%	2.01%	2.10%	2.16%	西安银行	2.10%	2.50%	2.65%	2.66%	2.72%
民生银行	2.36%	2.26%	2.18%	2.29%	2.31%	厦门银行	2.68%	2.66%	2.63%	2.50%	2.47%
光大银行	2.28%	2.30%	2.22%	2.30%	2.32%	渝农商行	1.93%	1.97%	1.98%	1.97%	1.88%
平安银行	2.46%	2.23%	2.04%	2.09%	2.20%	沪农商行	1.99%	2.05%	2.06%	2.01%	1.95%
华夏银行	1.85%	1.88%	1.90%	2.03%	2.06%	青农商行	1.75%	1.85%	2.02%	2.09%	2.04%
浙商银行	2.53%	2.64%	2.47%	2.29%	2.24%	常熟银行	2.21%	2.33%	2.27%	2.31%	2.28%
北京银行	1.93%	2.00%	1.97%	2.02%	1.97%	紫金银行	1.85%	1.93%	2.11%	2.24%	2.26%
江苏银行	2.55%	2.47%	2.32%	2.34%	2.33%	无锡银行	2.32%	2.24%	2.34%	2.30%	2.29%
上海银行	2.19%	2.15%	2.07%	2.12%	2.08%	张家港行	2.11%	2.19%	2.33%	2.35%	2.33%
宁波银行	1.88%	1.86%	1.83%	1.77%	2.01%	苏农银行	1.78%	1.87%	1.97%	2.01%	2.04%
南京银行	2.59%	2.51%	2.35%	2.37%	2.45%	瑞丰银行	2.27%	2.22%	2.27%	2.29%	2.28%
杭州银行	2.33%	2.33%	2.21%	2.26%	2.19%	江阴银行	2.10%	2.22%	2.24%	2.13%	2.02%

资料来源：各公司公告，华创证券

过去三年银行让利实体下，银行资产端利率快速走低，但负债端存款综合利率不降反升，拖累行业息差持续下行至历史低位。尽管 2023 年有三轮存款挂牌利率调整，但上市银行平均存款成本同比仍出现小幅回升，展现出较强的存款成本刚性。2024 年银行在控制存款成本方面行动步伐进一步加快，包括停售部分长期大额存单、下线智能通知存款产品、严禁手工补息等，存款付息率有一定下行，但仍难抵资产端利率下行幅度。存款付息率易上难下主要有两方面的原因：一是商业银行面临存款竞争的“囚徒困境”，在监管和自律机制未统一引导下，银行个体难以单方面降低存款利率，否则面临存款流失；二是居民风偏下降背景下，存款定期化趋势明显，结构上推升负债成本。在存款利率刚性特征下，资产端利率的快速下行拖累商业银行净息差不断向下，截至 24Q1 行业整体净息差已经下行至 1.54% 的历史低位。

图表 2 银行业净息差 (%)



资料来源：国家金融监督管理总局，华创证券

图表 3 2023 年来商业银行调整负债成本的步伐加快

日期	存款利率调整事件
2022/4/1	央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年期贷款市场报价利率（LPR）为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。
2022/9/15	国有大行和招商银行于2022年9月15日起调整存款挂牌利率。其中，活期存款挂牌利率下调5bp，2年期及以下和5年期均下调10bp，3年期下调15bp。此后多家股份行跟进，其他中小银行跟进调整。
2023/5/10	《关于调整协定存款及通知存款自律上限的通知》根据全国自律机制5月10日电话通知，现对协定存款及通知存款自律上限进行调整，主要内容如下：1) 协定存款及通知存款自律上限:国有银行(特指工、农、中、建四大行)执行基准利率加10BP; 其它金融机构执行基准利率加20BP; 2) 停办不需要客户操作、智能自动滚存的“通知存款”，存量自然到期; 3) 自律上限调整自2023年5月15日起执行。
2023/6/8	多家国有大行2023年6月8日下调存款挂牌利率，其中活期降5bp，2年期降10bp，3年期和5年期降15bp，其他存款挂牌利率不变。股份行、中小行分别陆续跟进。
2023/9/1	六家国有大行及12家股份制银行2023年9月下调存款挂牌利率。其中，1年期降10bp，2年期降20bp，3年期和5年期降25bp。随后股份行及中小行陆续跟进。
2023/12/21	2023年12月22日，国有银行同步下调存款挂牌利率，1年、2年、3年、5年期定期存款挂牌利率将分别下调10BP、20BP、25BP、25BP。
2024/4/8	市场利率定价自律机制向成员机构下发了《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，严禁通过事前承诺、到期手工补息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。
2024年4-5月	招行和民生银行停售部分长期限大额存单。
2024/5/15	2024年5月15日，包括招行、光大、兴业、平安银行等多家银行正式下线智能通知存款产品。
2024/6/1	多家中小银行宣布自6月起下调存款挂牌利率，是2023年底存款利率下调的延续。

资料来源：央行，京报网，央广网，光明网，财经网，财新，第一财经，财联社等，华创证券

存款下行空间短期难以“有效突破”的情况下，低利率时代银行核心竞争力的内涵更多延展到了综合收益和成本，“卷”成本走向“卷”客户。即不单纯依托资产负债定价“卷”价格，而是根据客户“综合收益”进行定价，抢占优质客户、拓展客户市场份额成为银行当下竞争的主要方向。从过去的“卷”成本变成“卷”客户，本质考验的是银行客户理解能力，体现更多差异化获客和经营。

第二条路？长期低利率环境下银行业的稳健发展仍需拓宽盈利来源，包括发展中收业务、拓展国内市场份额、“走出去”投资国外资产。 仍然需要解决客户选择和客户理解的难题，且目前从宏观和监管环境、到银行内部实际操作之间仍面临较多堵点，如银行在国内外兼并收购过程中需要较长时间进行标的选择、资产估值定价、中间或伴随中小股东历史梳理问题，因此银行业无论是中长期收入结构转型还是“走出去”扩大份额仍需要较长时间实践。

图表 4 工商银行跨境并购案例梳理

时间	国家	收购标的	持股比例	成立后机构名
2007	印度尼西亚	哈利姆银行	90%	工银印尼
2008	中国澳门	诚兴银行	89.33%	工银澳门（澳门分行）
2008	南非	标准银行	20%	-
2010	加拿大	东亚银行	70%，行使期权以后增持到 80%	工银加拿大
2010	泰国	ACL 银行	97.24%	工银泰国
2012	美国	东亚银行	80%	工银美国
2012	阿根廷	标准银行	80%	-
2015	土耳其	纺织银行	75.50%	工银土耳其

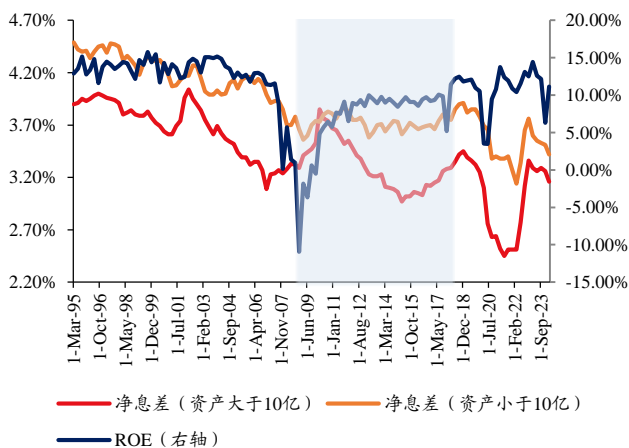
资料来源：工商银行官网，公司公告，华创证券

二、全球低利率时代的银行：为应对低利率有什么行为变化？

（一）同步降存款成本：以美国、中国香港为代表的完全利率市场化的国家/区域

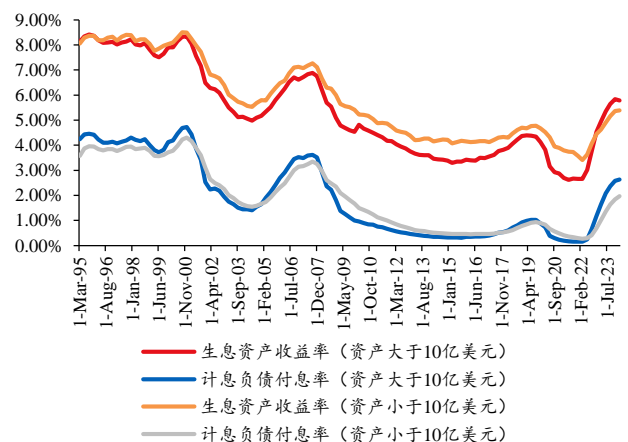
美国： 资负两端利率市场化促使行业息差始终维持在较为稳定的水平。2008 年金融危机后，美国联邦基金目标利率快速下行至 0~0.25% 的区间，并维持低利率至 2015 年底。在此期间，美国银行业息差持续稳定在 3% 以上的水平，主要由于美国 90 年代完全完成利率市场化后，存贷两端已经完全实现市场化定价，在基准利率快速下行的时候贷款利率快速下行、同时存款定价也同步快速下降实现对冲，且银行始终坚持商业化原则开展业务（如小微企业和零售贷款），美国银行业得以维持 NIM 处于健康水平。宏观环境对美国银行业的影响更多体现在行业 ROE 上，更多是由于美国银行业资产质量暴露周期跟经济周期相对同步，在全球金融危机期间和之后的两到三年内，银行业资产减值激增，最终体现在行业整体的 ROE 上。

图表 5 美国银行业净息差和 ROE 情况



资料来源：FDIC，华创证券

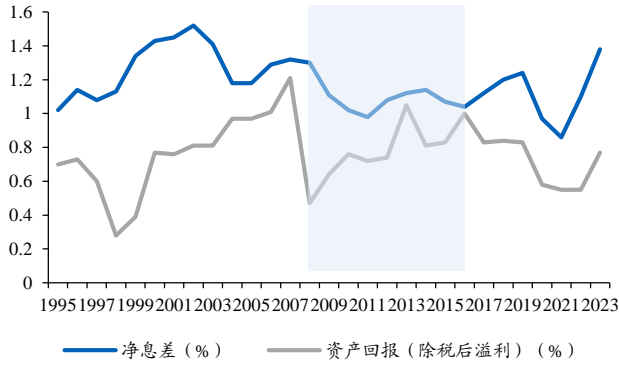
图表 6 美国银行业资负两端定价情况



资料来源：FDIC，华创证券

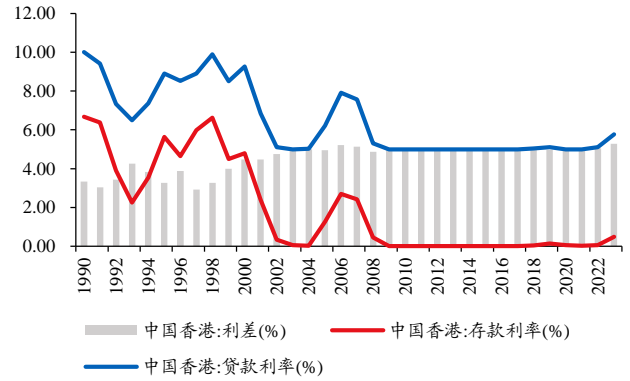
中国香港：和美国类似，实际 NIM 降幅比 Hibor 降幅更加温和。由于港币盯住美元的联系汇率制度，香港金管局基本放弃了货币政策独立性，香港基准利率紧跟美联储，一般高出联邦基金利率下限 50bp，且香港银行业的存贷定价也已经完全完成利率市场化。因此即使在金融危机后香港银行同业拆借利率（Hibor）一度跌至 0.21%，香港银行业的息差实际降幅也相比 HIBOR 显著较为温和，整体仍在 1~1.3% 的区间波动。

图表 7 中国香港银行业净息差和资产回报情况



资料来源：HKMA，华创证券

图表 8 中国香港银行业资负两端定价及利差情况



资料来源：Wind，华创证券

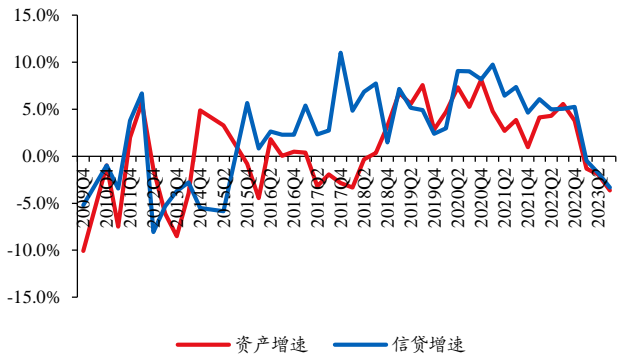
银行在存贷两端的市场化定价/经营是在低利率环境中稳定息差的先决条件。结合美国和中国香港的经验，在完全完成利率市场化的国家/区域，银行业整体息差水平并不会随当下区域的宏观环境和基准利率产生较大波动，总体维持在稳定的区间水平，该区间取决于银行在进行贷款投放时基于负债成本的加点水平。

（二）控制其他综合成本：资产端降低风险偏好，以欧元区、台湾地区为例

欧洲低利率政策及持续时间：2008 年金融危机爆发之前，欧元区整体维持 2% 左右的经济增速，后伴随金融危机爆发及之后欧债危机蔓延，经济增速逐步降到 1% 左右，危机连续冲击下，欧元区也逐步步入低利率时代，2008-2011 年欧元区基准利率（主要再融资利率）从 4.25% 快速下行至 1% 左右，2011 年欧债危机进一步蔓延，基准利率再次快速下行，至 2014 年 9 月基准利率下降至 0.05%。

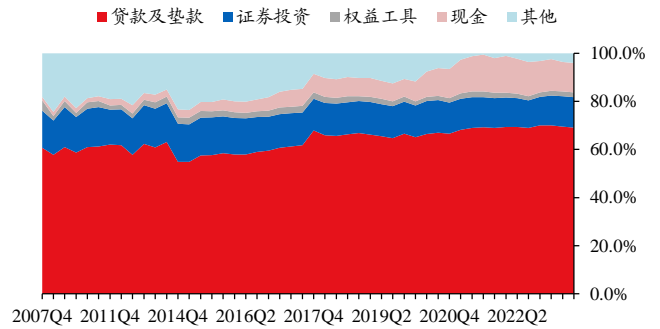
低利率时期欧元区银行行为变化：规模降速、降低风偏、期限结构拉长、综合控制成本。2008-2011 年，在全球金融危机的影响下，欧元区银行呈现缓慢恢复，但随着欧债危机蔓延，欧洲银行业资产和信贷增速继续回归低位震荡，且 2012-2018 年银行业 NIM 在 1.2~1.4%，ROE 在 -3%~6% 低位徘徊。在欧洲整体经济恢复偏弱背景下，银行风险偏好下降，以控制信用成本在低位，现金资产成为银行资产配置的避风港。

图表 9 欧元区银行资产和信贷增速情况



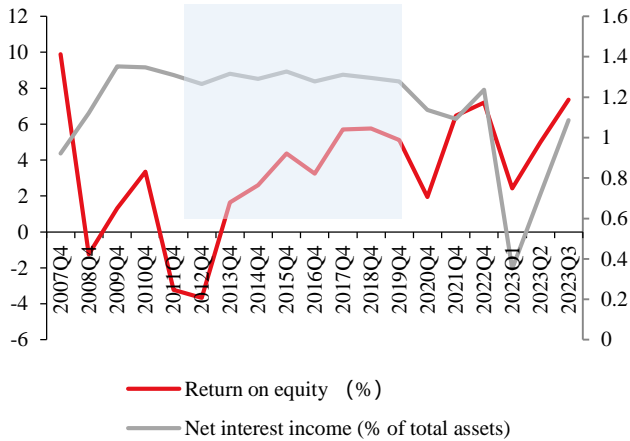
资料来源: ECB, 华创证券

图表 10 欧元区银行业资产端结构变化



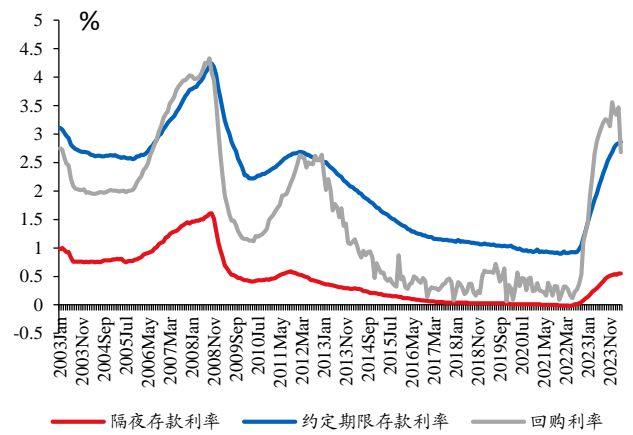
资料来源: ECB, 华创证券

图表 11 欧元区银行净息差和 ROE 情况



资料来源: ECB, 华创证券

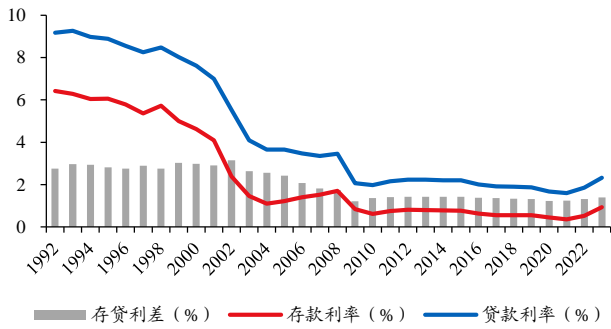
图表 12 欧元区银行业负债端利率情况



资料来源: Wind, 华创证券

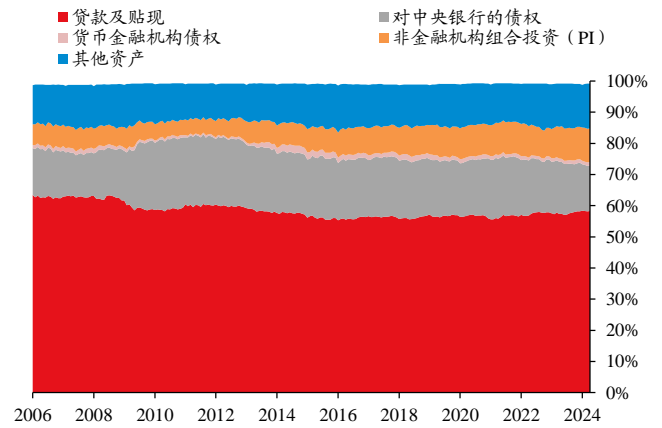
中国台湾地区银行业呈现的行为特征跟欧元区类似：在低利率环境中适度降低信贷资产比重、增加货币政策主管机关的债权。在 2008 年金融危机后，中国台湾地区银行业跟全球银行业一致在 2008 年至 2015 年经历了长期的低利率，资产结构中信贷占比对应从 2006 年 63% 下降 7pct 至 2016 年 56%，同时对货币政策主管机关债券占比从 2006 年 15% 上升至 2011 年最高占比 22%，随后稍有回落但也维持在 18% 以上。

图表 13 中国台湾地区银行净息差和资产负债定价情况



资料来源：彭博，华创证券

图表 14 中国台湾地区银行业资产结构



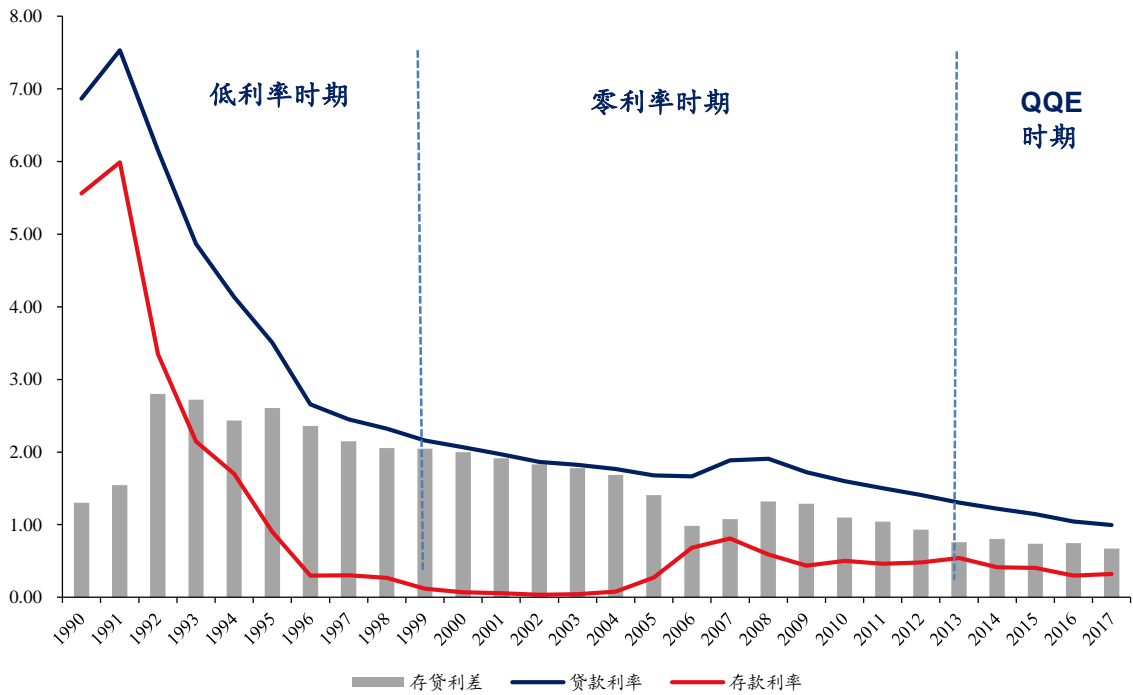
资料来源：Wind，华创证券

(三) 多手段拓展盈利来源、对内兼并收购、对外业务扩展，以日本为例

日本实施低利率政策的时间：自 20 世纪 90 年代以来，长期持续宽松。1990 年以来，随着日本房价和股价见顶，日本国债和贷款利率中枢步入长期下行区间，日本银行业息差持续承压。1999 年 2 月，日本央行将无担保隔夜拆借利率降低 0.15%，日本央行开始执行零利率政策，同年，日央行开始购买国库券，2001 年，日央行资产购买范围扩大至长期国债。2013 年开始，日央行正式开启 QQE（量化、质化宽松），包括将操作目标由无担保隔夜拆借利率变更为基准利率、扩大长期国债购买额、延长购买国债的期限、增加 ETF 和 J-REIT 的购买等内容，并在 2016 年之后开始进行“收益率曲线控制”操作，直到 2024 年 3 月退出 YYC。

低利率时代日本银行息差：存贷款利差不断压缩，最低存贷款利差不足 1%。贷款利率自 1990-1996 年持续快速下行，从 6.86% 下行至 2.45%，随后下行幅度趋缓但仍保持下行趋势，2000 年贷款利率下降至 2%。2000-2010 年间平均贷款利率保持在 1.5%-2% 之间，2013 年开启 QQE 后，贷款利率进一步下行至 2017 年低于 1%。从负债端看，1996 年日本金融“大爆炸”后存款利率快速下行至 0%~0.5% 的极低利率区间，推动日本银行业存贷利差在此之前仍能维持在 2% 以上的水平，随后由于储户存款利率下调粘性影响，存款利率受到“零利率”的隐形下限约束，存贷款利差跟随贷款利率缓慢下行，2000-2010 年持续压缩至 1.40%，直至 QQE 开启后日本银行业进入不足 1% 的超低息差经营时期。

图表 15 日本银行存贷款利率及利差情况

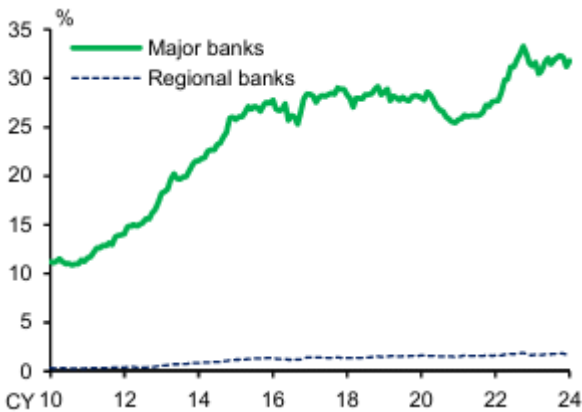


资料来源: Wind, 华创证券

日本银行业在低利率时代的资产负债表现: 资产扩张降速、久期拉长, 增配海外资产。

1) 90年代初期: 由于日本银行业的坏账发酵和确认较为滞后, 直到90年代后期才出现银行的集中破产, 从90年代初到后期, 日本银行业的资产结构调整幅度不大。2) 1998-2012年: 房地产领域风险发酵带动银行信贷规模开始收缩, 同时伴随日本股市下跌, 银行开始增加债券投资仓位, 同时小幅增加海外资产的配置; 3) 2013年以后: 日本进入QQE时代, 银行现金类资产和超长国债占比快速提升, 大型银行进一步增加海外贷款和证券投资。此外, 从资产负债的相对久期看, 低利率环境下日本银行业的贷款期限整体拉长, 且中小银行的久期错配程度更高。

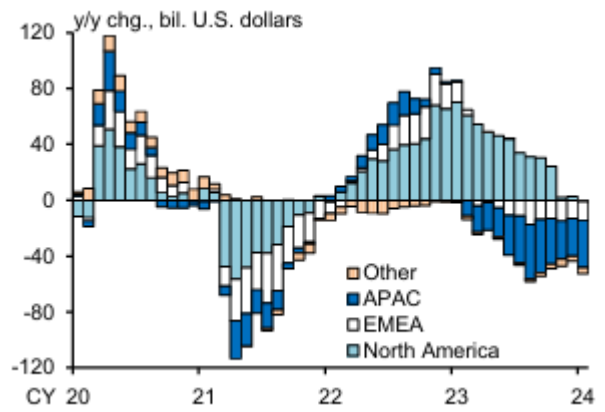
图表 16 日本银行贷款中外币贷款占比



资料来源: BOJ 《Financial System Report》(2024 April)

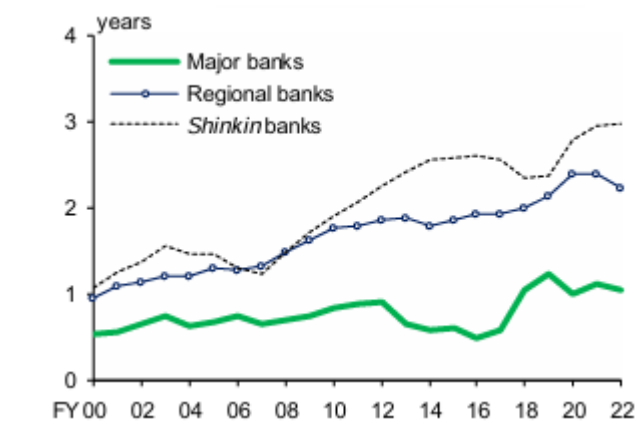
注: 最新数据截至2024年1月

图表 17 日本三大行外币贷款区域分布



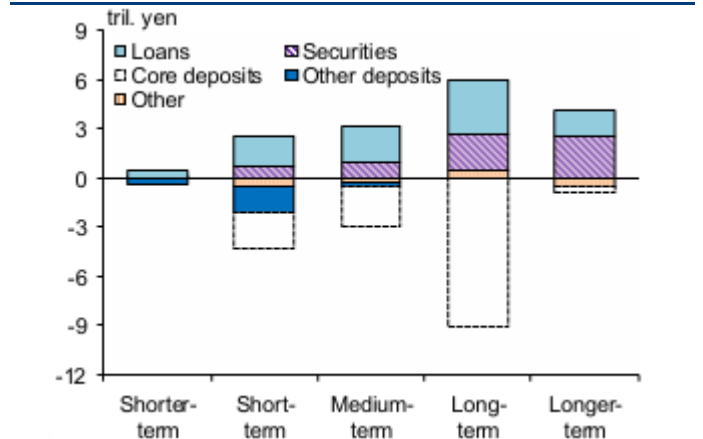
资料来源: BOJ 《Financial System Report》(2024 April)

图表 18 日本银行的久期缺口



资料来源: BOJ 《Financial System Report》(2023 October)

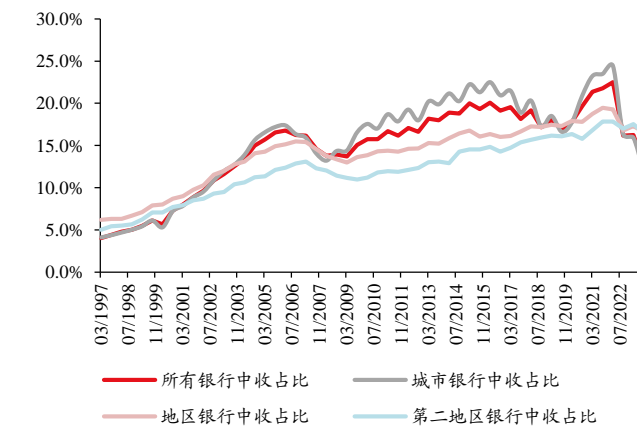
图表 19 日本银行业各类资产期限结构 (利率风险)



资料来源: BOJ 《Financial System Report》(2023 October)

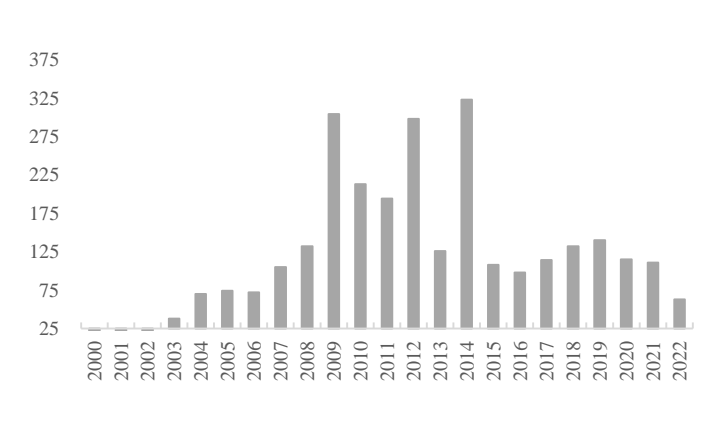
日本银行业在低利率时代的业务模式变化: 发展私人银行和财富管理、银行间合并重组、海外并购拓展国际业务。 1) 从收入结构看: 1996到2021年日本银行业利息收入的规模下降了7成, 2021年仅录得8.7万亿日元, 从营收占比来看, 利息收入在营业收入中下降至60%。“金融大爆炸”之后日本金融业走向混业经营, 银行手续费及佣金净收入的规模和占比较前期有明显提升, 至15~20%左右。2) 从业务模式看: 通过提高收费标准、拓宽业务类型, 日本银行业开始更加重视私人银行和财富管理业务; 同时重视信用贷款投放以应对居民收入下降和抵押品价值下跌; 且更加关注另类投资。3) 从机构设置看: 日本国内银行间合并重组步伐加快, 并且通过减少分支机构数量, 来降低运营成本。此外大型银行依托日本完善的金融环境和金融自由便利化, 通过“走出去”的方式进行海外并购, 以拓展国际业务稳定整体营收和利润水平。

图表 20 日本银行手续费及佣金收入占比总收入情况



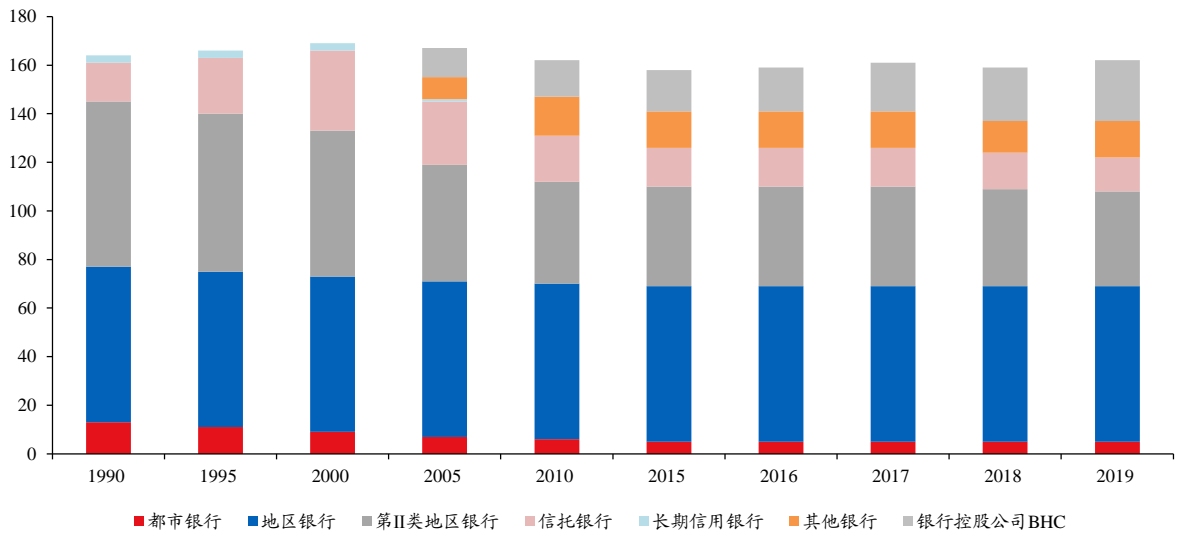
资料来源: 日本全国银行协会, 华创证券

图表 21 日本银行业兼并收购案例数量 (家)



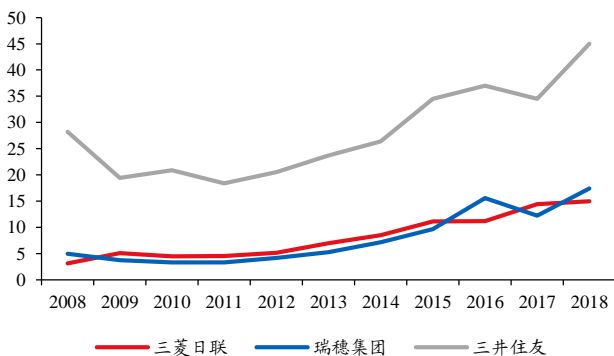
资料来源: 日本全国银行协会, 华创证券

图表 22 日本银行业格局变化（家）



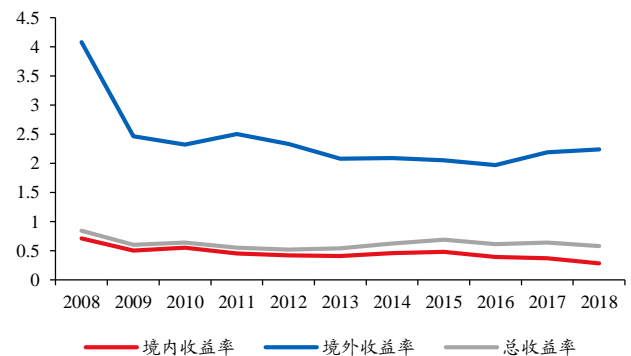
资料来源：日本全国银行协会，华创证券

图表 23 日本都市银行三巨头的境外可售资产占比



资料来源：《日本都市银行三巨头的国际经营效益及启示》（王应贵、姜世艳，《现代日本经济》2020年第4期），华创证券

图表 24 三菱日联境外资产收益率显著高于境内



资料来源：《日本都市银行三巨头的国际经营效益及启示》（王应贵、姜世艳，《现代日本经济》2020年第4期），华创证券

三、他山之石：面对低利率，内地银行还能做什么？

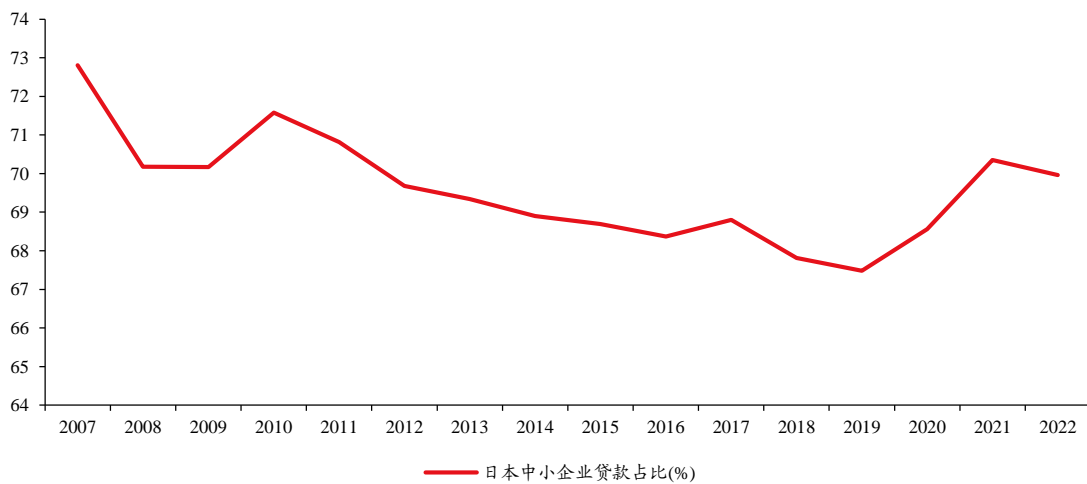
“卷”客户仍旧是王道，但低利率环境赋予更多内涵。低利率时期净息差下降，传统存贷业务盈利模式受到挤压，银行过去通过低价竞争客户的模式性价比在逐步降低，甚至会酝酿潜在的信用风险，未来更多需要提供专业、可持续的金融综合服务，才能获取优质客户，拓展盈利来源，改善收入结构。低利率时代的银行经营，客户理解力是关键，银行如何深入理解客户的需求，包括对于个人客户的生命周期的不同需求、对于企业产供销的不同需求、政府部门的社会治理诉求等。理解客户、和客户共成长、综合运用对于行业发展、监管和法律政策等多方面的理解、综合配置金融产品，银行才能与客户产生强关联，提供独特且不可替代的金融服务，才能更好地践行金融工作的政治性、人民性。

低利率时代，“卷客户”的内涵从之前的低价竞争客户，到现在提供综合服务。1) 对公业务可以利用数字化平台促进企业存款留存。通过不断完善产业数字化系统平台建设，

强化支付结算和现金管理产品功能，加大产业链金融发展力度，增加客户黏性，促进中小企业客户低息存款获取与留存，提高交易性资金沉淀，提升活期存款占比，优化负债期限结构。2) 个人业务以养老和教育为契机深化财富管理转型。财富管理能够沉淀为大量的低成本存款，提高客户的品牌忠诚度与综合贡献度。银行客户基础广泛，可将客户画像细分归类，兼顾高净值、中端和长尾客群经营，满足客户财富保值增值外的个性化需求，以服务深度获取优势，进一步增强客户黏性，以财富管理业务带动活期存款沉淀。3) 强化内部联动，增强外部合作。内部强调以客户为中心的理念，打破条线壁垒，深度挖掘客户需求，积极进行交叉销售，提供综合金融咨询服务，为客户量身定制金融服务方案；通过外部合作打造丰富的金融生态圈，拓展获客途径与优化客户服务方式，既帮助客户寻求竞争优势和业务增长机会，也拓宽了银行提供综合性客户服务的收入来源。

客户角度：拓展信用类贷款，积极挖掘中小企业客户需求，或帮扶初创企业渗透企业全周期发展。一方面，可以配合政府进行联合融资担保增信，挖掘中小企业贷款需求。如日本建立了全国一体化的中小企业融资担保体系，地方信用保证协会为商业银行对中小企业的贷款提供无抵押担保服务，中央层面的政策金融公库为地方信用保证协会提供再担保分散风险。经过层层风险分担后，商业银行对中小企业的贷款一般仅承担 20%左右的风险。在完善的融资担保体系下，日本银行业积极展开对中小企业的融资服务，日本银行业中小企业贷款余额近十年占比高达 70%左右。另一方面，注重和有潜力的初创企业建立客户关系，利用银行自身优势和关系网络，扶持企业发展，陪同客户成长，培育潜在需求。如日本银行业成立专门针对初创企业的业务团队，选择发展前景好的初创企业提供贷款、咨询、介绍客户等一体化服务，深度介入初创企业发展，以实现未来全周期合作。

图表 25 日本银行业对中小企业的贷款占比



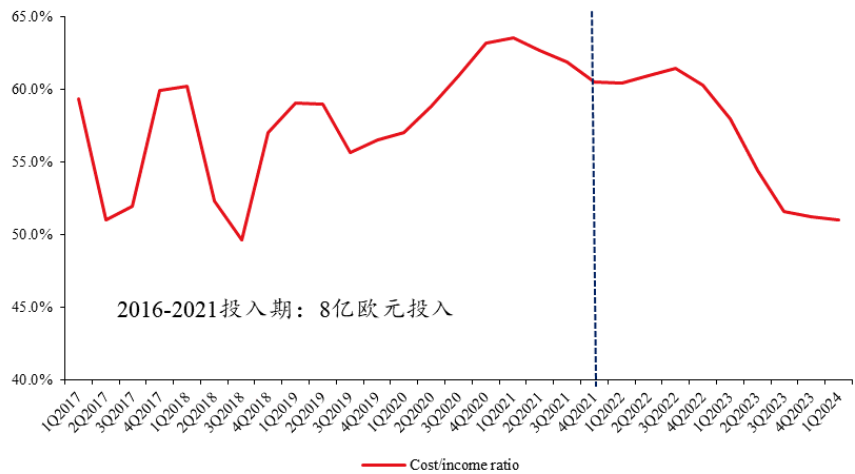
资料来源：OECD，华创证券

重视成本控制和金融创新，降低日常运营成本。低利率环境下，收入端跟随利率快速下行，银行业需要更加注重成本控制和效率提升，数字化转型是关键的工具。“数字化转型不是简单地从线下搬到线上，而是依托场景将金融嵌入客户生活，通过触达、嵌入式场景化进行营销，实现平台化获客。”¹未来依赖传统物理网点的渠道营销将会被全场景客户服务平台逐步替代，形成银行经营管理新业态。荷兰 ING 银行采用了数字渠道优先

¹ 《银行 4.0》，布莱特·金

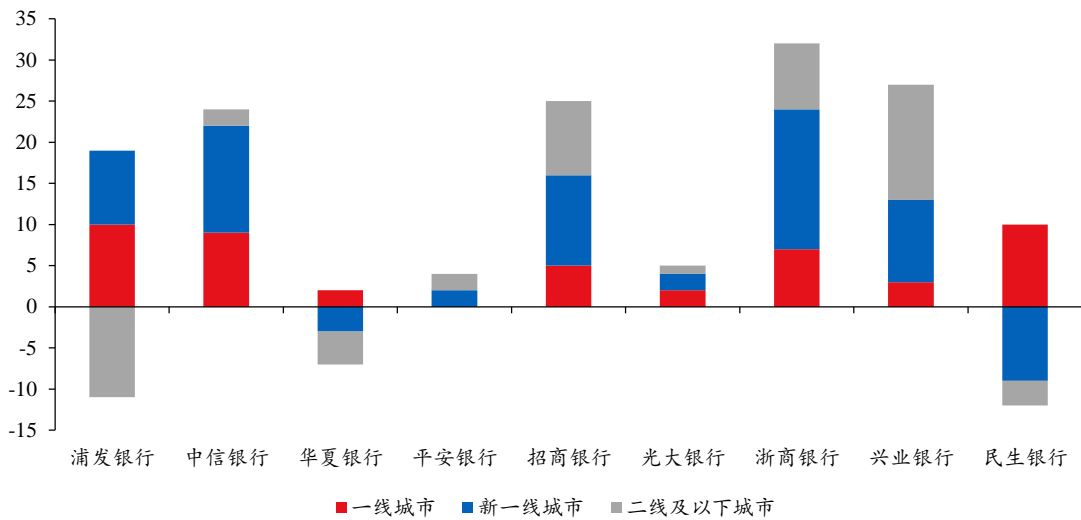
的经营策略，以数字化平台为客户提供全渠道金融服务，投入期后其成本收入比大幅下降。

图表 26 荷兰 ING 银行成本收入比



资料来源: ING 银行年报, 华创证券

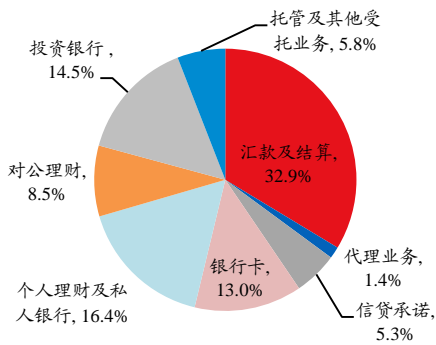
图表 27 股份行 2023 年网点区域变化情况



资料来源: 公司公告, 华创证券

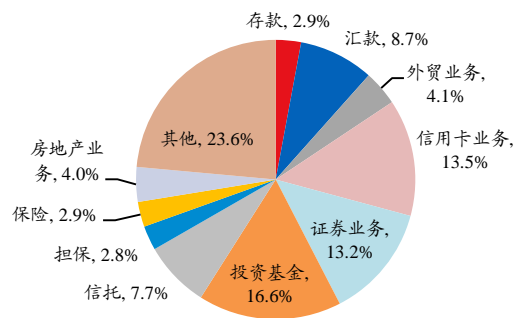
国内拓展市场份额、或者“走出去”投资国外资产，丰富收入结构。在低利率时期，除了新设海外分支机构外，日本大型银行注重通过海外投资布局全球，收购当地银行加速融入当地市场，以本土化的方式更好满足海外客户需求。三菱日联银行中收结构中，汇款和外贸业务的贡献占比分别在 8.7%和 4.1%，且结构更加多元。一些资本实力较弱的地方银行会选择共同出资设立海外分支机构、通过共同举办客户推介会等合作方式开拓海外市场。例如，在同一海外地区的日本地方银行事务所会定期举行交流会议，以共享投资项目等业务信息。同时，日本地方银行也会积极组成联盟与当地政府共同主办商务洽谈会，以拓展潜在客户。

图表 28 工商银行中收结构（2023 年）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 29 三菱日联银行中收结构（2023 年）



资料来源：公司公告，华创证券

四、低利率时代的银行股投资：从短期确定性到中长期支撑

（一）低利率时代的全球银行股投资：低位波动，大型银行表现更优

日本低利率时期银行股整体 PB 估值及股息率情况：1) **PB 估值：**日本低利率时期，日本银行股 PB 估值整体在 0.6X-0.8X 震荡，且日本银行业 PB 估值和板块盈利高度相关，拟合度在 74%以上。YCC 后（2016 年后）日股银行板块估值跟随板块盈利最低下移至 0.36X，但对应当时银行业 ROE 下行至 3.36%（2020 年）。2) **股息率：**2010 年以来大盘股息率基本围绕 2%中枢小幅波动，低利率时期大型银行（以三菱日联、瑞穗银行）股息率整体在 2~3%的区间，YCC 后由于银行股估值快速下行，股息率有所上行，但也维持在 4~5.5%的空间。

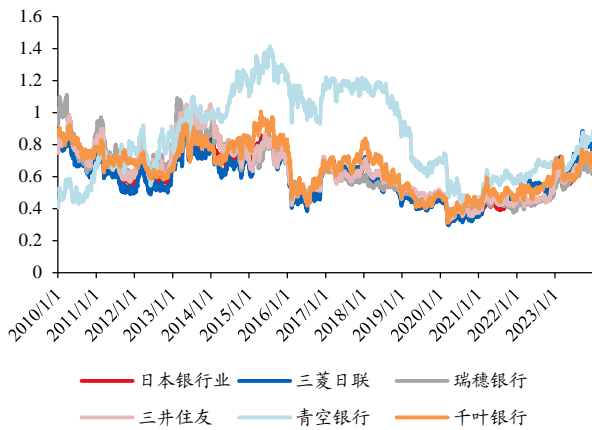
低利率环境下头部银行的竞争力和 PB 表现更优。考虑头部都市银行可以通过兼并收购、海外投资等方式稳定综合盈利，整体竞争实力和业绩表现都要好于行业整体，日本头部都市银行估值持续高于行业水平。三菱日联、瑞穗等都市银行 PB 在 0.7-0.9 倍；青空、千叶银行 PB 估值 0.8~1.0 倍，高于行业。

图表 30 全球排名前 20 名中的日本银行

年份	入围全球前 20 名的日本银行
1990（9 家）	住友银行(1)；第一劝业银行(2)；富士银行(3)；三和银行(5)；三菱银行(6)；兴业银行(10)；东海银行(14)；长期信贷银行(17)；东京银行(20)
2000（7 家）	东京三菱银行(4)；第一劝业银行(6)；樱花银行(8)；富士银行(9)；三和银行(11)；住友银行(12)；兴业银行(19)
2010（1 家）	三菱日联银行(11)
2022（1 家）	三菱日联银行(12)

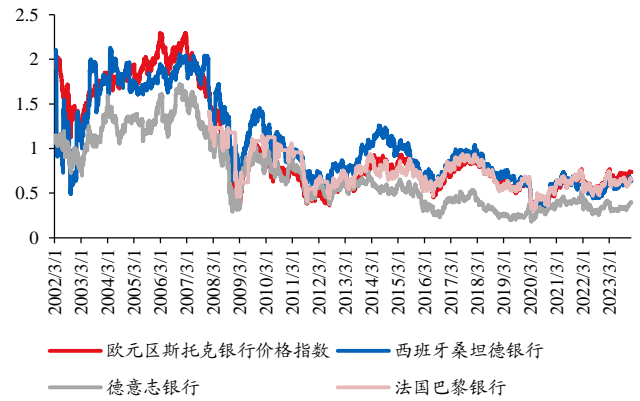
资料来源：银行家，转引自《日本银行业在不利环境中的生存模式研究及对我国银行业的启示》（韩丰泽 闫晗，《工程经济》2023 年第 5 期），华创证券

图表 31 日本大中型银行及指数 PB 估值



资料来源：彭博，华创证券

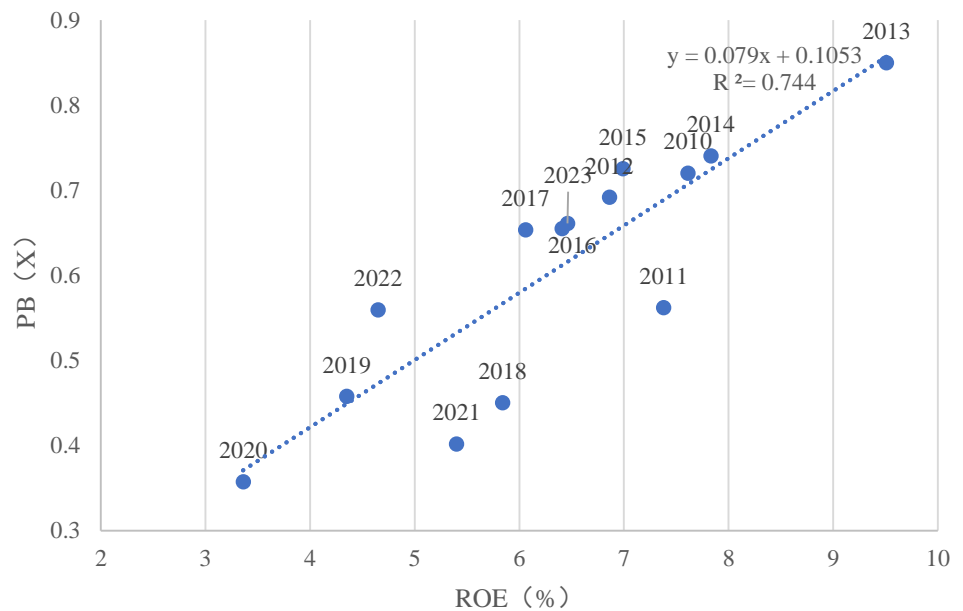
图表 32 欧元区斯托克银行价格指数 PB 估值



资料来源：彭博，华创证券

内银股和海外银行股相比，估值更低、盈利韧性更强、高股息特征更明显。1) 估值相对盈利更加低估。日本银行业自 90 年代迈入低利率后，银行业的息差持续下行，ROE 在“金融复兴计划”后处于低位波动的状态，整体 ROE 维持在 6~8% 的区间，直至 2016 年迈入负利率和 YCC 阶段。期间日本银行股的估值在 0.6X~0.8XPB 震荡。但国内银行业估值自 2022 年 7 月以来板块估值就一直处于 0.55X 以下的极低位置震荡，对应 10% 左右的较高 ROE。2) 且国资考核体系下，内银分红率长期更加具有稳定性。从分红比例看，内地银行在国资考核体系要求下，分红率长期稳定在 30% 左右，日欧大型银行整体看分红波动率更大，跟宏观经济周期更加相关。

图表 33 日本银行业 PB-ROE



资料来源：彭博，华创证券

图表 34 日欧大型银行历史分红率波动较高 (%)

	三菱日联银行	瑞穗银行	法国巴黎银行	西班牙桑坦德银行	汇丰银行	巴克莱银行	德意志银行
2010/3/31	42.46	54.26	33.42	60.91	49.65	18.32	30.17
2011/3/31	30.06	32.36	25.12	98.97	45.14	24.90	16.87
2012/3/31	17.64	30.28	29.66	275.42	61.40	-	290.49
2013/3/31	22.05	26.17	38.66	162.29	58.70	193.95	114.86
2014/3/31	23.44	23.10	1190.45	129.25	71.06	-	62.18
2015/3/31	24.54	30.28	45.09	48.39	77.24	-	-
2016/3/31	26.21	27.98	45.07	37.34	780.14	49.31	-
2017/3/31	26.29	31.54	50.01	43.36	105.27	186.45	-
2018/3/31	25.45	33.02	52.63	37.12	80.80	69.73	-
2019/3/31	32.87	197.16	48.69	32.67	102.09	63.35	-
2020/3/31	61.14	42.45	53.10	-	78.38	11.38	-
2021/3/31	41.42	40.43	54.22	17.01	40.27	7.88	21.29
2022/3/31	31.59	38.28	56.03	16.44	44.54	22.91	12.17
2023/3/31	34.93	38.84	71.76	20.45	51.50	28.37	21.28

资料来源：彭博，华创证券

(二) 国九条背景下，银行高比例稳定分红是短期可以看到的确定性

国九条背景下，银行高比例稳定分红有较强的政策支持环境。今年4月国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(新“国九条”)明确，强化上市公司现金分红监管；加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率；增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红。证监会发布的《关于加强上市公司监管的意见(试行)》中也提出“引导优质大市值上市公司中期分红，发挥示范引领作用”。随后多家银行响应号召将加大分红力度，增加中期分红，目前已有7家银行2024年度中期利润分配安排已获董事会通过，将提请股东大会审议；9家银行股东大会已审议通过相关议案。

图表 35 目前已经披露中期分红的银行

日期	银行	进度
4月26日	苏州银行	股东大会已审议通过
	紫金银行	股东大会已审议通过
	兰州银行	董事会通过、提请股东大会审议
4月30日	工商银行	董事会通过、提请股东大会审议
	农业银行	股东大会已审议通过
	中国银行	董事会通过、提请股东大会审议
	建设银行	董事会通过、提请股东大会审议
	交通银行	披露中期分红自愿性公告
5月8日	南京银行	股东大会已审议通过
5月10日	齐鲁银行	股东大会已审议通过
5月13日	苏农银行	股东大会已审议通过
5月14日	上海银行	股东大会已审议通过
5月17日	沪农商行	股东大会已审议通过
	江苏银行	股东大会已审议通过
5月30日	邮储银行	董事会通过、提请股东大会审议
5月31日	民生银行	董事会通过、提请股东大会审议
6月5日	杭州银行	董事会通过、提请股东大会审议

资料来源：各公司公告，华创证券

图表 36 上市银行自 2010 年来分红情况（股利支付率）统计

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
招商银行	24.3	25.1	30.0	30.2	30.2	30.2	30.1	30.2	29.4	32.6	32.5	32.0	31.8	33.9
苏州银行										27.0	31.1	30.0	30.9	31.1
厦门银行											26.1	30.4	30.5	30.7
兰州银行												36.4	39.4	30.6
沪农商行												55.7	30.1	30.1
建设银行	39.3	34.9	34.7	34.9	33.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.1	30.1	30.0	30.1
渝农商行										26.8	30.0	30.0	30.0	30.1
平安银行			10.3	10.0	10.0	10.0	12.0	10.1	10.0	15.0	12.1	12.2	12.2	30.0
交通银行	17.3	12.2	30.5	31.0	30.4	30.1	30.0	30.2	30.3	30.3	30.1	30.1	30.1	30.0
中国银行	39.0	34.8	35.0	34.9	33.0	30.2	30.1	30.1	30.1	30.0	30.1	30.0	30.0	30.0
南京银行	25.7	27.7	30.0	30.4	30.0	19.2	19.1	30.3	30.0	31.5	30.0	30.0	30.0	30.0
农业银行	18.5	35.0	35.0	34.6	32.9	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
工商银行	38.9	34.0	35.0	35.0	33.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
江苏银行							19.4	17.5	30.0	22.0	31.0	30.0	30.0	30.0
邮储银行										30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
浙商银行										39.5	27.8		32.8	29.9
成都银行								25.9	27.2	27.3	27.6	29.1	29.2	29.3
上海银行							21.0	25.5	27.3	28.0	27.2	25.8	25.5	29.0
重庆银行											29.3	29.1	28.2	28.8
兴业银行	14.9	15.6	20.9	21.3	23.0	23.1	23.5	23.6	23.6	24.0	25.0	26.0	27.0	28.0
北京银行	19.8	16.4	30.2	11.8	16.9	18.8	21.4	30.1	30.2	30.1	29.5	29.0	26.5	26.4
民生银行	15.2	30.5	22.7	17.3	14.8	18.6	21.4	15.4	30.0	30.1	27.2	27.1	26.6	26.4
青岛银行									44.6	39.5	33.9	31.9	30.2	26.2
中信银行		30.4	22.6	30.1		25.2	25.3	30.0	25.3	24.4	25.4	26.6	25.9	26.0
浦发银行	12.0	20.5	30.0	30.1	30.0	20.0	8.1	5.4	18.4	29.9	24.2	22.7	18.4	25.7
齐鲁银行											32.7	27.8	23.8	25.1
光大银行	29.9	29.8	9.9	30.1	30.1	30.0	15.1	30.1	25.1	30.1	30.0	25.0	25.1	25.1
江阴银行							34.1	21.9	10.6	38.6	37.0	30.7	24.2	24.8
张家港行							26.2	23.7	32.5	28.4	28.9	22.2	25.8	24.3
华夏银行	16.7	18.6	25.2	25.0	21.5	20.5	9.8	9.8	12.8	17.5	21.8	22.1	24.3	23.2
紫金银行									29.2	25.8	25.4	24.2	22.9	22.6
青农商行									34.4	29.5	28.2	18.1		21.6
杭州银行							19.5	24.2	23.7	31.4	29.1	22.4	20.3	21.4
常熟银行							38.5	31.6	33.2	30.7	30.4	25.1	25.0	20.9
长沙银行									21.4	21.6	24.1	22.3	20.7	20.5
瑞丰银行												21.4	14.8	20.4
无锡银行							31.1	27.9	30.4	26.6	25.5	21.2	21.5	19.9
贵阳银行							16.4	16.7	17.9	17.2	18.5	18.1	18.0	19.1
苏农银行							10.3	29.7	20.4	29.6	28.4	24.9	20.4	18.6
宁波银行	24.8	17.7	17.7	23.8	26.0	26.8	17.5	21.7	19.2	21.9	20.0	16.9	14.3	15.5
西安银行									30.1	30.7	30.6	30.1	30.2	10.1
郑州银行									29.0	18.0				

资料来源：各公司公告，华创证券

注：根据 2023 年最新分红情况排序统计

现阶段银行也有意愿和能力实现稳定分红，未来分红能力取决银行资本能力，仍需回归银行盈利。维持现有规模投放和分红能力下，当前银行资本能力仍可以支撑至少 3 年发展，后续银行在面临资本临近监管要求底线的情况下，势必要面临规模扩张和分红比例的再调节。但现阶段而言，银行仍有能力维持稳定的较高比例的分红。此外在国资委加强央企国企利润/市值等方面的考核背景下，叠加地方政府收入转型的诉求都进一步强化了国企的利润、分红诉求，预计银行也有意愿进一步维持或小幅提高分红比例。

图表 37 银行现有资本可支撑分红的静态测算

银行	监管底线要求	核心一级资本充足率			资本缺口测算			静态测算满足要求年数
		2023 CET-1	高于监管要求	RWA增速	每年资本内生增长	每年CET-1变化		
1	9.00%	13.7%	4.72%	10.9%	7.46%	-0.4%	11.18	
2	9.00%	10.7%	1.72%	12.5%	7.64%	-0.5%	3.74	
3	9.00%	11.6%	2.63%	10.5%	7.08%	-0.4%	7.23	
4	9.00%	13.2%	4.15%	13.3%	8.08%	-0.6%	6.86	
5	8.50%	10.2%	1.73%	6.0%	6.77%	0.07%	-	
6	8.00%	9.5%	1.53%	12.7%	7.59%	-0.4%	3.56	
7	8.25%	13.7%	5.48%	13.1%	10.72%	-0.3%	18.80	
8	7.75%	9.3%	1.53%	4.2%	4.49%	0.0%	-	
9	8.25%	9.8%	1.51%	8.4%	7.66%	-0.1%	22.90	
10	8.00%	9.0%	0.97%	7.8%	3.87%	-0.3%	2.93	
11	8.00%	9.0%	0.99%	6.5%	7.99%	0.1%	-	
12	7.75%	9.2%	1.43%	5.3%	6.28%	0.1%	-	
13	7.75%	9.2%	1.41%	7.9%	6.69%	-0.1%	14.15	
14	7.75%	9.2%	1.47%	5.0%	7.96%	0.3%	-	
15	7.50%	8.2%	0.72%	15.1%	6.62%	-0.6%	1.20	
16	7.75%	9.2%	1.46%	11.4%	6.86%	-0.4%	3.92	
17	7.75%	9.6%	1.89%	16.8%	12.74%	-0.3%	5.69	
18	7.75%	9.4%	1.64%	15.0%	9.18%	-0.5%	3.43	
19	7.75%	9.5%	1.78%	6.7%	7.36%	0.1%	-	
20	7.75%	9.5%	1.71%	16.0%	10.16%	-0.5%	3.58	
21	7.50%	8.2%	0.66%	14.4%	12.23%	-0.2%	4.19	
22	7.50%	11.8%	4.34%	0.8%	7.94%	0.8%	-	
23	7.50%	8.2%	0.72%	21.4%	13.28%	-0.5%	1.32	
24	7.50%	9.6%	2.09%	12.2%	9.94%	-0.2%	10.69	
25	7.50%	8.9%	1.40%	4.8%	3.29%	-0.1%	11.17	
26	7.50%	10.7%	3.23%	1.6%	7.39%	0.6%	-	
27	7.50%	9.4%	1.88%	15.0%	8.27%	-0.5%	3.45	
28	7.50%	8.4%	0.92%	15.5%	7.90%	-0.6%	1.67	
29	7.50%	9.9%	2.36%	5.7%	7.76%	0.2%	-	
30	7.50%	9.8%	2.28%	8.7%	7.22%	-0.1%	16.97	
31	7.50%	10.2%	2.66%	8.3%	9.66%	0.1%	-	
32	7.50%	8.4%	0.91%	6.0%	4.15%	-0.1%	6.26	
33	7.50%	13.3%	5.82%	6.6%	7.93%	0.2%	-	
34	7.50%	13.5%	6.03%	4.5%	6.70%	0.3%	-	
35	7.50%	11.3%	3.77%	6.8%	9.19%	0.3%	-	
36	7.50%	10.4%	2.92%	13.5%	10.83%	-0.2%	11.73	
37	7.50%	13.1%	5.60%	7.9%	9.44%	0.2%	-	
38	7.50%	10.2%	2.69%	7.3%	9.50%	0.2%	-	
39	7.50%	9.8%	2.26%	6.9%	8.82%	0.2%	-	
40	7.50%	9.9%	2.41%	5.4%	5.74%	0.0%	-	
41	7.50%	10.3%	2.78%	10.2%	7.04%	-0.3%	9.48	
42	7.50%	12.7%	5.18%	26.7%	8.73%	-1.8%	2.88	

资料来源：公司公告，华创证券

（三）市场风险偏好和资金均衡：增量中长线资金提供进一步支撑

低利率环境对保险等机构行为的影响：利差损压力和会计准则切换共同推动险资选择“高股息”资产。2023 年以来长端利率持续下行，拖累险资净投资收益表现，而负债端预定利率相对刚性，长期低利率环境下“利差损”隐患加大。2023 年，国寿/平安/太保/新华综合投资收益率分别为 3.23%/3.60%/2.70%/2.61%，均不及长期投资收益率假设（4.5%）。对于保险等中长期资金，短期只能通过增配超长债等方式，稳定投资端收益率。此外，当前在新旧准则切换期，在 IFRS17 新会计准则下，险资可以通过增配 OCI

类资产满足资配要求。2026年1月1日起，所有非上市险企将正式切换至新准则，OCI类资产配置需求再加码，而符合股票FVOCI计量标准的风格中则以高股息为主。

低利率环境对投资者行为的影响：低利率环境下，投资者存在“追求高股息”的行为。根据学者（JiangHaoandZhengSun）在2020年发布的研究，在利率长期处于低位时，投资者存在“追求高股息”的行为，而且这种行为在低利率的时期会更加明显。此外，高股息的股票对利率的敏感性会相比于成长型股票更大，因为相对于成长股，高股息股票的现金流会更密集的分布在近期。因此在长期低利率的环境中，投资者对于股票、特别是高股息的股票，具有行为上的青睐；且在利率快速下行的周期，高股息股票的估值反弹空间更大。

图表 38 利率下行周期时，股票相对债券的吸引力提升

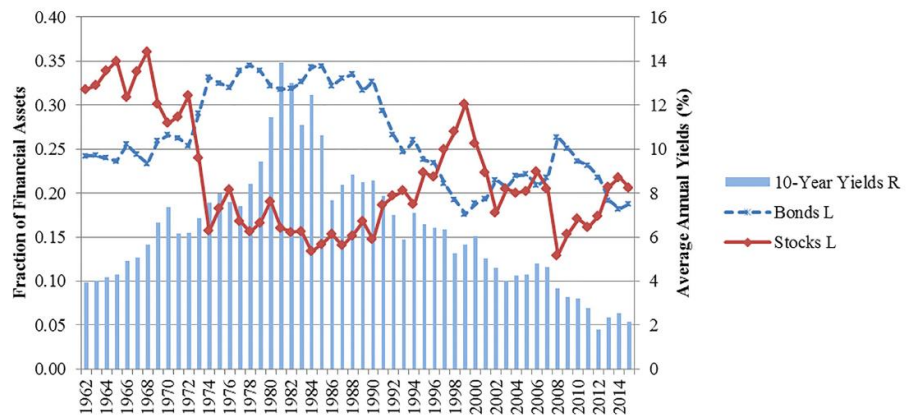


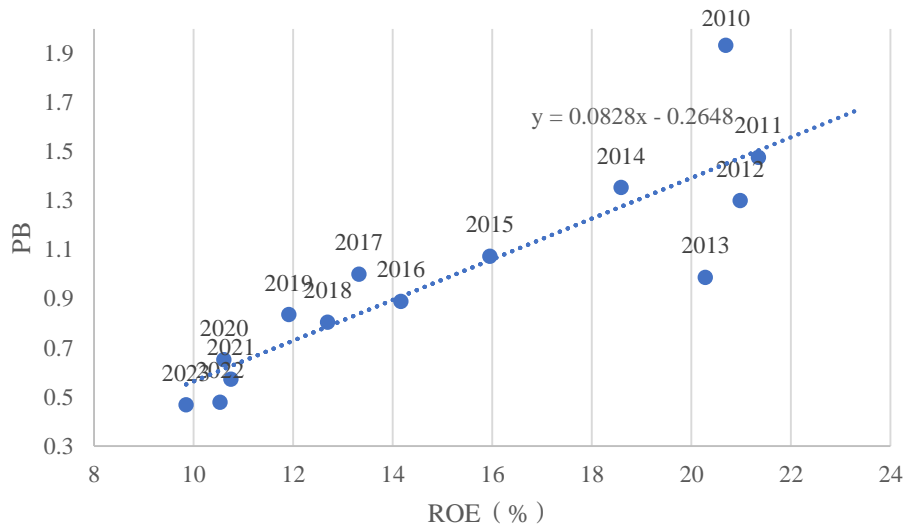
Fig. 1. Household Financial Asset Allocation and Interest Rates. This figure plots the fraction of household financial assets invested in stocks and bonds (left axis) and the level of interest rates as captured by the yearly yields on 10-year Treasury notes (right axis) using the flow of funds data.

资料来源：Jiang,Hao,andZhengSun.2020.“ReachingforDividends.”*JournalofMonetaryEconomics*115:321–38.doi:10.1016/j.jmoneco.2019.08.003.

五、投资建议：高股息策略进程未半

在前期银行基本面预期走弱的影响下，板块估值已经下行至历史低位，当前银行板块估值安全性仍较高。尽管银行板块年初至今涨幅第二（+14.75%，截至 2024/6/21），但目前整体估值仍在申万 31 个行业排名最后。截至 6 月 26 日，银行整体 PB 估值仅为 0.48X（申万银行指数），处于近 5 年 17.84%的分位点，其中国有行（0.53）> 农商行（0.52）> 城商行（0.49）> 股份行（0.44）。其中 42 家上市银行全面破净。

图表 39 银行业 PB-ROE

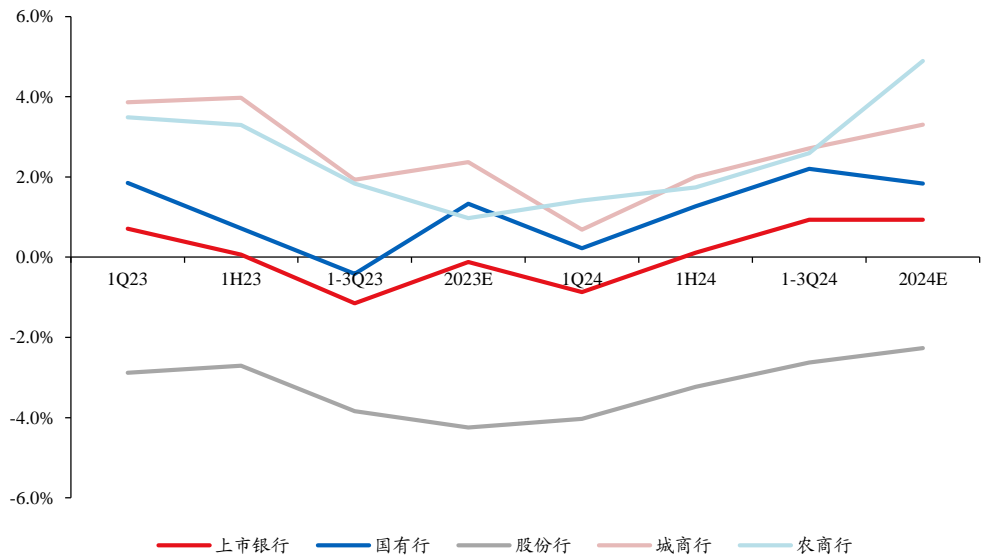


资料来源：Wind，华创证券

但是低估值背后银行板块面临的宏观和政策环境已经边际趋暖：1）**金融业增加值核算考核优化**。今年一季度统计局、央行调整优化金融业核算方法，对金融业增加值的季度核算方式进行优化，优化后主要参考银行利润指标，包括营业收入中的利息净收入增速、手续费及佣金净收入增速等进行推算。在金融业增加值考核方式优化下，过往地方政府通过金融机构冲规模满足 GDP 目标的诉求减弱，能够更加科学地反映金融高质量发展的成果。2）**央行货币执行报告强调“信贷均衡投放”、“防范高息揽储”，行业发展趋于理性**。2024 年 5 月 10 日，央行发布了一季度货币政策执行报告，报告在货币政策展望部分多次强调信贷合理增长、均衡投放，以及盘活存量、提高效率。同时新增提法“防范高息揽储”，今年以来已经陆续看到保险资管协议存款、手工补息等被限制，后续打击压降高息存款依然是重点方向，意在缓解银行息差压力。3）**地产相关提振政策加快出台，化债有序推进**。前期制约板块的因素已经缓解。

考虑业绩传导滞后性，2024 年上市银行业绩仍有承压，但在宏观和政策环境趋暖下，行业经营正在回归“新稳态”，金融迈向高质量发展的同时竞争格局也在进一步优化。从当前行业基本面预期看，今年营收和盈利仍有一定承压，但资产端重定价影响或基本在年内消化，负债端成本节约效果将持续显现，预计营收增速或将于 2024 年完成探底。同时考虑拨备反哺利润的力度边际减少，利润增速或逐步向营收增速靠近。此外，在中央金融工作会议定调化解中小银行风险的背景下，国家金融监管总局在 2023 年工作综述提及村镇银行重组全面启动，年初以来村改支、村改分的案例进一步提速，2024 年银行业格局进一步呈现优化。

图表 40 上市银行营收同比预测



资料来源：公司公告，华创证券测算

注：详细测算逻辑请见我们年度报告《银行2024年度策略：不变和变化，挑战和转机》

图表 41 二季度以来村镇银行村改支、村改分案例提速

时间	发起行/母行	事件
今年1月底	国家金融监管总局	在2023年工作综述提及，村镇银行重组全面启动
4月2日	广东南粤银行	收购中山古镇南粤村镇银行，并设立广东南粤银行中山分行
4月3日	龙江银行	对集贤润生村镇银行、克山润生村镇银行吸收合并，并分别设立龙江银行双鸭山集贤支行和齐齐哈尔克山支行
4月9日	浙江稠州商业银行	收购浙江舟山普陀稠州村镇银行和浙江岱山稠州村镇银行，并分别设立相应的分支机构。
4月11日	北京银行	收购北京延庆村镇银行设立分支机构
4月12日	恒丰银行	收购重庆江北恒丰村镇银行股份有限公司设立支行
5月14日	成都银行	拟收购本行控股子公司四川名山锦程村镇银行其他股东股份将其改建为雅安分行
6月14日	民生银行	收购梅河口民生村镇银行，并设立民生银行梅河口支行
6月20日	东莞农商行	吸收合并惠州仲恺东盈村镇银行股份有限公司和东莞大朗东盈村镇银行股份有限公司
6月20日	辽宁农商行	吸收合并辽宁新民农商行等省内36家农村中小银行机构，其25家为农商银行，11家为村镇银行
6月24日	河北银行	收购平山西柏坡冀银村镇银行有限责任公司并设立河北银行股份有限公司平山支行、河北银行股份有限公司平山冶河西路支行。

资料来源：各地监管网站，转引自央广网、财联社，华创证券

高股息策略中途未半，仍看好当前板块绝对收益。若要维持有吸引力的股息率水平（4%以上），银行估值仍有23%-54%的上行空间。截至6月26日，银行板块股息率为5.99%，仅次于煤炭行业，高于10年期到期国债收益率（2.22%）3.77个百分点，个股中仍有50%的银行股息率超5%。简化计算下， $股息率 = ROE * 分红率 / PB$ ，目前银行2023年年化ROE为9.85%，在保持30%分红率不变的情况下，5%股息率对应的PB为0.59X，4%股息率对应的PB为0.74X，当前板块PB在0.48X，若要维持有吸引力的股息率水平，银

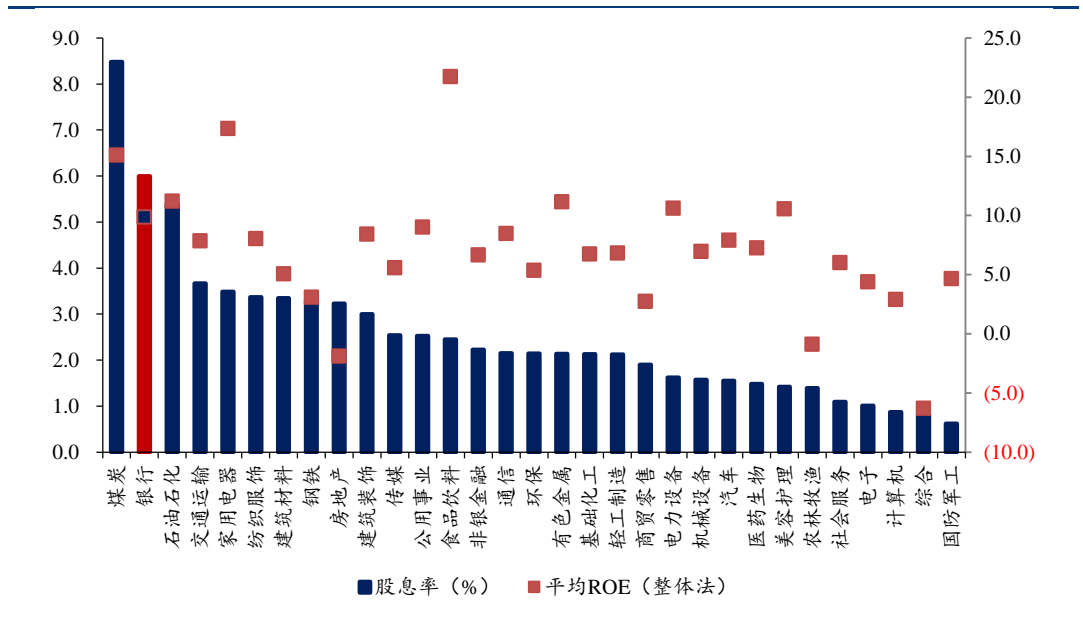
行估值仍有 23~54% 的上行空间。

图表 42 A+H 上市银行股息率（截至 6/27）

A 股银行	股息率 TTM (%)	A 股银行	股息率 TTM (%)	H 股银行	股息率 TTM (%)
平安银行	7.10	交通银行	5.04	汇丰控股	9.64
上海银行	6.46	青岛银行	4.91	大新银行集团	9.23
江苏银行	6.39	长沙银行	4.80	大新金融	9.20
华夏银行	6.05	齐鲁银行	4.58	重庆银行	9.06
成都银行	5.94	兰州银行	4.18	浙商银行	8.71
厦门银行	5.93	紫金银行	4.03	中国光大银行	8.38
招商银行	5.76	杭州银行	4.01	重庆农村商业银行	8.36
民生银行	5.74	浦发银行	3.91	青岛银行	7.68
沪农商行	5.63	瑞丰银行	3.86	农业银行	7.45
贵阳银行	5.56	无锡银行	3.82	建设银行	7.38
北京银行	5.53	苏农银行	3.76	工商银行	7.20
渝农商行	5.51	常熟银行	3.35	中信银行	7.14
光大银行	5.46	宁波银行	2.70	交通银行	6.75
建设银行	5.41			中国银行	6.63
工商银行	5.38			恒生银行	6.60
重庆银行	5.36			恒生银行-R	6.46
农业银行	5.34			邮储银行	6.16
中信银行	5.33			中银香港	6.00
苏州银行	5.31			江西银行	5.86
南京银行	5.27			东亚银行	5.51
邮储银行	5.20			招商银行	5.32
中国银行	5.13			渣打集团	3.11
江阴银行	5.12			广州农商银行	2.68
张家港行	5.05			中银香港-R	2.15

资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 A 股各行业股息率及 ROE 情况



资料来源: Wind, 华创证券

仍看好当前板块绝对收益。和全球低利率时期银行相较而言，国内银行业总体盈利和分红稳定，估值安全垫仍较高、股息率更高；且目前国内银行业经营的宏观和政策环境已经在发生积极变化。投资策略建议两条主线：

1) 高股息策略中途未半：关注稳健大行+高股息优质区域城商行。和全球低利率时期银行相较而言，国内银行业总体盈利和分红稳定，估值更加低估，股息率更高；尽管国内

银行营收结构调整和“走出去”仍需时间，但国内银行经营压力最大的时间点已经过去，短期盈利和分红仍具备较强的确定性，且资金端看无论是投资者行为、还是增量资金角度仍有中长期的支撑，“低估值+高股息”的银行个股作为“类配置”资产，对追求稳健收益的资金、以及长期资金仍有吸引力。建议关注国有大行、江苏银行、成都银行、南京银行。

2) 长期优选商业模式：最终银行核心竞争力仍在客户理解和运营，优质银行仍能穿越周期实现高质量发展。低利率时期银行更多需要提供专业、可持续的金融综合服务，才能获取优质客户，拓展盈利来源，改善收入结构。低利率时代的银行经营，客户理解力是关键，银行如何深入理解客户的需求，包括对于个人客户生命周期的不同需求、对于企业产供销的不同需求、政府部门的社会治理诉求等。经过 1~2 年的调整，当前银行板块内部各项银行品种的估值都已经下行至历史低位，进一步下行空间有限。对于有优秀商业模式的银行，现在估值已经趋于合理甚至低估，对于其长期的基本面表现和预期，已经进入合适配置区间，建议关注常熟银行、招商银行、宁波银行、成都银行。

六、风险提示

经济下行压力加大、城投和地产风险暴露、信贷投放不及预期。考虑到假设差异，测算结果或与实际有一定偏差，仅供参考。

金融组团队介绍

金融业研究主管，金融组组长、首席分析师：徐康

曾任职于平安银行，2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队；2019 年金牛奖非银金融最佳分析师团队，2019 年 Wind 金牌分析师非银金融第五名团队；2020 年新财富最佳金融产业研究团队第 8 名；2020 年水晶球非银研究公募榜单入围；2021 年金牛奖非银金融第五名，2021 年新浪财经金麒麟非银金融新锐分析师第二名；2022 年第十三届中国证券业分析师金牛奖非银最佳分析师，2022 年第十届东方财富 Choice 非银最佳分析师，2022 年水晶球非银研究公募第五名，2022 年第四届新浪财经金麒麟非银金融行业最佳分析师。覆盖非银金融行业、多元金融、金融科技等。

高级研究员：贾靖

上海交通大学经济学学士、金融硕士。曾供职于中泰证券，作为团队核心成员，所在团队获 2018 年新财富银行业最佳分析师第二名、2019 年新财富银行业最佳分析师第二名、2020 年新财富银行业最佳分析师第三名、2021 年新财富银行业最佳分析师第二名、2022 年新财富银行业最佳分析师第四名；2018-2021 年水晶球银行最佳分析师第二名、2022 年水晶球银行最佳分析师第五名；2022 年中国证券业分析师金牛奖第三名；2018 年保险资管最受欢迎银行分析师第一名。2023 年加入华创证券研究所，负责银行业研究。

研究员：刘潇伟

意大利博科尼大学管理学硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖证券行业及财富管理领域研究。

助理研究员：陈海椰

浙江大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖保险行业及养老金领域研究。

助理研究员：崔祎晴

杜克大学商业分析硕士。2023 年加入华创证券研究所。主要覆盖金融科技及资产管理领域研究。

研究员：林宛慧

厦门大学学士，对外经济贸易大学硕士。曾任职于长城证券，2024 年加入华创证券研究所，主要负责银行业研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A股市场基准为沪深300指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来6个月内超越基准指数20%以上;
推荐: 预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%;
中性: 预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街26号恒奥中心C座3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路1061号中投国际商务中心A座19楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路33号花旗大厦12层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522