下载日志已记录，仅供内部参考



申万宏源研究 SWS RESEARCH

银行

2026 年 09 月 29 日

# 中国银行 (601988)

## ——重估全球化基因，ROE 追赶正当时

**报告原因：强调原有的投资评级**

**买入**（维持）

| 市场数据： | 2026 年 09 月 29 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 6.65 |
| 一年内最高/最低（元） | 6.73/5.13 |
| 市净率 | 0.8 |
| 股息率%（分红/股价） | 3.41 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 1,397,375 |
| 上证指数/深证成指 | 3,830.45/12,901.95 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2026 年 06 月 30 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 8.54 |
| 资产负债率% | 91.94 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 322,212/210,766 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/83,622 |

**一年内股价与大盘对比走势：**




**相关研究**

-

**证券分析师**

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com
李禹昊 A0230525070004
liyh2@swsresearch.com

**联系人**

林颖颖 A0230522070004
linyy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- **“十四五”期间，国有大行完成了一轮从深度破净到估值系统性修复的重估行情，我们认为本轮行情的背后，是“确定性溢价+低利率下的红利资产选择”。**2020 年以来（截至 2026 年 9 月 24 日），国有大行累计上涨 116%，涨幅超沪深 300 指数（8%）以及上市银行平均（53%）。估值修复是对业绩确定性的肯定，国有大行净利润同比增速从 2023 年 2.1%提升至 1H26 的 4.4%，改善幅度为各类银行最显著。而业绩确定性，是风险有底（资产质量韧性、对公房地产占比低）及扩表能力（资本金与负债低成本优势）的共振。
- **中国银行头部属性强化，ROE 稳步追赶。**“十四五”期间，银行业头部化效应充分显现，国有大行总资产、贷款占商业银行比重分别提升 1.9pct、3.2pct 至 50.2%、52.8%。中国银行的头部属性同样在强化，扩表优势及息差企稳回升下，1H26 归母净利润同比+5.1%，增速跃升至国有大行首位。相应的，中行 ROE 较国有大行平均的差距已从 2020 年 0.78pct 收窄至 2025 年 0.35pct。
- **中行 ROE 追赶逻辑一：境外息差改善+境内息差企稳。**2022 年海外加息前，中行境外资产息差（估算）不足 1%拖累息差表现；而 2022 年海外加息周期中，中行是唯一息差逆势提升 1bp 的国有大行。2025 年以来，境内存款重定价红利集中释放叠加境外息差企稳，1H26 息差对营收贡献转正（+0.2pct）。展望 2026-2027 年，海外重启加息若落地 25-75bps，按海外资产约 22%占比简单测算，有望提振息差约 5-16bps。
- **中行 ROE 追赶逻辑二：全球化基因充当“利率对冲器”，综合化优势创造“营收缓冲垫”。**1H26 境外营收占比 21%，“境内+境外”双轮驱动赋予中行应对国内“资产荒、低利率”现实更多元选择。复盘海外 2022-2023 年加息周期，中行的全球化特色积极对冲国内降息影响；在 2024-2025 年外币利率转降时，凭借境内负债成本管控与投资收益兑现稳住营收。此外，中行有相对充沛的“浮盈蓄水池”：1H26 中行 AC+OCI 类债券浮盈占 2025 年营收比重约 34%，1H26 兑现规模占存量比重不足 6%，反映中行营收端弹药充足。
- **资产质量“早暴露、快处置”，夯实资产质量是 ROE 可预期的前提。**2Q26 中行不良率（1.22%）较 2016 年末累计下降 24bps；拨备覆盖率 201%，虽仍低于国有大行平均约 33pct，但差距已大幅收窄。中行资产质量的改善源于“两条路径”：境内对公房地产风险主动暴露、加速处置（对公房地产不良率较 2022 年高点下降 113bps 至 6.10%）；境外受益于降息与香港经济复苏，不良贷款率由 4Q24 的 1.73%高点降至 2Q26 的 1.36%。
- **投资分析意见：重申重视国有大行估值的系统性修复。在充足资本金支撑下，中行信贷资源禀赋优势、全球化基因有望充分兑现，看好中行 ROE 朝国有大行进一步追赶。**维持 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 5.3%、5.7%、6.1%的预测，目前股价对应市净率为 0.75 倍 2026 年 PB，估算 2026 年 DPS 对应股息率约 3.7%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1）国内经济复苏显著低于预期；2）零售、海外业务风险超预期暴露；3）海外降息节奏超预期；4）全球化地缘风险。

**财务数据及盈利预测**

| 百万元 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（百万元） | 630,090.00 | 658,310.00 | 717,187.04 | 770,749.01 | 823,835.42 |
| 营业总收入同比增长率（%） | 1.16 | 4.48 | 8.94 | 7.47 | 6.89 |
| 资产减值损失（百万元） | 102,722.00 | 103,087.00 | 140,583.51 | 167,930.86 | 190,782.26 |
| 资产减值损失同比增长率（%） | -3.60 | 0.36 | 36.37 | 19.45 | 13.61 |
| 归母净利润（百万元） | 237,841.00 | 243,021.00 | 255,993.90 | 270,656.39 | 287,106.03 |
| 归母净利润同比增长率（%） | 2.56 | 2.18 | 5.34 | 5.73 | 6.08 |
| 每股收益（元/股） | 0.75 | 0.71 | 0.75 | 0.80 | 0.85 |
| ROE（%） | 9.56 | 8.99 | 8.71 | 8.70 | 8.72 |
| 不良贷款率（%） | 1.25 | 1.23 | 1.22 | 1.21 | 1.20 |
| 拨备覆盖率（%） | 200.60 | 200.37 | 210.69 | 226.12 | 244.39 |
| 市盈率 | 8.84 | 9.35 | 8.85 | 8.34 | 7.84 |
| 市净率 | 0.81 | 0.80 | 0.75 | 0.70 | 0.66 |

# 投资案件

## 投资评级与估值

**“十四五”期间，银行头部化效应凸显，国有大行规模份额进一步提升，估值迎来系统性重估机会，我们认为国有大行兼具“确定性溢价”和“低利率下红利资产”优势，看好国有大行估值向 1 倍 PB 突破。“十四五”期间，中国银行规模、创收的市场份额均有提升，1H26 归母净利润同比增速更是升至国有大行首位，推动中行 ROE 向国有大行平均的追赶。我们认为，在 2025 年定增完成后，中行有充足的资本金支持优质资产的积极投放；同时，息差有望在海外加息、国内存款重定价加成下企稳回升，催化营收增长的稳健可预期。**维持 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 5.3%、5.7%、6.1%的预测，目前股价对应估值为 0.75 倍 2026 年 PB，估算 2026 年 DPS 对应股息率约 3.7%，维持“买入”评级。

## 关键假设点

预计中国银行 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 5.3%、5.7%、6.1%。1）规模：预计 2026-2028 年贷款同比增速分别为 7.2%、6.5%、6.5%。2）息差：预计 2026-2028 年息差分别同比+2bps、+1bps、+0bps。3）资产质量：预计 2026-2028 年不良率分别为 1.22%、1.21%、1.20%，拨备覆盖率分别为 211%、226%、244%。

## 有别于大众的认识

**1）市场对中行的全球化优势如何转化为盈利韧性的认知并不充分。**截至 2Q26，中行总资产规模达 40.2 万亿，与其他国有大行相比，中行高境外业务占比特点突出。2Q26 中行的境外资产占比（未抵消分部间资产）约 22%；境外贷款占比约 13%，显著高于其他国有大行平均水平（约 3-5%）。因此，海外利率、汇率变化以及全球金融市场表现仍对中行的经营产生重要影响。2022-2023 年加息背景下，受益于境外资产息差回升、非息收入的良好增长，中行营收表现改善。我们认为短期中行同样有望受益于海外加息，并且在全球化布局下，无论是资产端信贷需求还是综合化服务能力，都能成为营收的有力抓手。

**2）市场对中行资产质量风险出清改善的认知尚不充分。**2016 年以来中行步入资产质量改善周期，2Q26 中行不良贷款率较 2016 年末下降 24bps，对应拨备覆盖率较 2016 年末提升 38pct，且拨备覆盖率较国有大行平均的差距已从超 50pct（2022-2023 年）收窄至 2Q26 的 33pct。资产质量指标改善的背后，是中行采取“早暴露、快处置”风险处置策略，既有境内对公领域加大风险处置的决心、亦有境外资产质量周期拐点的加成。尽管当前行业的零售贷款风险未见改善拐点，以及海外加息带来不确定性，但考虑中行对存量零售风险压降、前瞻性强化境外潜在风险研判和化解、以及财务资源丰富能更好支持风险去化，预计不良贷款率指标保持稳健，且拨备覆盖率有望继续缩小与可比同业的差距。

## 股价表现的催化剂

1）国内规模头部效应持续，推动扩表增速维持相对优势；2）海外加息催化境外业务息差改善，叠加境内息差企稳，利息净收入有望继续实现正增长。

## 核心假设风险

1）国内经济复苏显著低于预期；2）零售、海外业务风险超预期暴露；3）海外降息节奏超预期；4）全球化地缘风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

# 目录

**1. 经济新常态下，银行马太效应愈发明显.....6**

1.1 “十四五”期间，国有行规模市占率提升.....6
1.2 融通中外，织就全球金融网络.....9

**2. 境内外齐驱，中行 ROE 加速追赶.....12**

2.1 息差企稳+非息收入良好增长，是中行 ROE 与国有大行平均差距收敛的关键.....12
2.2 顺势夯实资产质量根本，拨备覆盖率稳步提升.....14

**3. 如何辩证看中行的全球化基因？.....17**

3.1 加息短期利好海外资产息差改善.....17
3.2 借全球化势能，非息业务构筑营收缓冲垫.....19

**4. 投资分析意见：全球化基因赋能，维持“买入”评级.....21**

**5. 风险提示.....21**

# 图表目录

图 1：“十四五”以来国有大行涨幅超沪深 300 指数及上市银行平均..... 7
图 2：2020 年以来国有大行年度归母净利润保持正增长，1H26 归母净利润同比增速超股份行与农商行 ..... 7
图 3：国有大行对不良风险进行相对充分的拨备计提 ..... 7
图 4：2Q26 国有大行对公房地产贷款占总贷款比重 4%，低于同为全国性银行的股份行（5.5%） ..... 7
图 5：国有大行存款成本率长期低于上市银行平均..... 8
图 6：国有大行具备资本“余量”，支撑资产端扩张的持续性 ..... 8
图 7：国有大行（A 股）股息率超出十年期国债 200bps ..... 9
图 8：“十四五”期间，中行贷款份额不断提升 ..... 9
图 9：“十四五”期间，中行营收份额稳中有升 ..... 9
图 10：2Q26 中国银行总资产 40.2 万亿，在六大行中居中游..... 10
图 11：尽管 2020 年以来中国银行境外贷款占比趋于回落，但依然高于其他国有大行 ..... 10
图 12：2020 年以来中行贷款 CAGR 与六大行相近；2020 年以来中行境内贷款 CAGR 快于境外贷款..... 10
图 13：中行对公贷款占比高于国有大行平均 ..... 11
图 14： 中行涉政+制造业占贷款比重高于国有大行平均..... 11
图 15：中行 ROE 长期低于六大行平均，但 2022 年以来差距不断缩小..... 12
图 16：2022 年海外加息之前，中行境外资产息差不到 1%，拖累中行整体息差表现 ..... 12
图 17：1H26 中行 ROE 约 4.3%（未年化），与国有大行平均的差距收窄，主要得益于息差与同业差距缩小，以及相对更优的非息收入贡献..... 13
图 18：中行息差处于国有大行相对低位，但 2022 年以来差异有所收窄 ..... 14
图 19：海外加息环境是支撑中行息差与其他大行差距缩小的直接贡献..... 14
图 20：2022-2023 年境外加息环境下，中行利息净收入同比增速好于六大行平均14
图 21：中行非息收入占比高于六大行平均 ..... 14
图 22：2Q26 中行不良贷款率较 2016 年末下降 24bps..... 15
图 23：中行拨备覆盖率较六大行平均的差距已从超 50pct（2022-2023 年）收窄至

2Q26 的 33pct ..... 15
图 24：1H26 中行不良生成率低于国有大行平均 ..... 16
图 25：中行 2022 年以来加大核销处置力度 ..... 16
图 26：中行 2Q26 逾期率较年初提升 7bps 至 1.36%（国有行：1.42%） ..... 16
图 27：中行 2Q26 关注率较年初下行 3bps 至 1.44%（国有行：1.68%） ..... 16
图 28：2023 年以来中行境内外币贷款收益率超过人民币贷款收益率 ..... 18
图 29：2023 年中行境内外币存款成本率超过人民币存款成本率 ..... 18
图 30：2022-2023 中银香港利息净收入、净利润同比增速显著改善 ..... 18
图 31：中银香港净息差 2022-2023 年同比提升 ..... 18
图 32：海外资产端重定价快于负债端，加息红利呈现“前高后低”结构性特点 .. 19
图 33：2022-2023 年十年期美债收益率陡升 ..... 19
图 34：中国银行境外机构 ROA 高于境内（1H26） ..... 19
图 35：中国银行境外机构 ROE 高于境内（1H26） ..... 19
图 36：过去十年中行在境外非息收入占集团营收比重超 10%，1H26 为 10.7% 20
图 37：中行非息收入占比显著高于其他国有大行，主要受境外收入结构影响 ..... 20
图 38：海外业务放大中行其他非息收入的不确定性，随着海外重启加息，一方面可能带来汇兑增厚，另一方面海外债券估值波动或有放大 ..... 20

表 1：“十四五”期间国有行在规模、利润上的行业主导性进一步增强，城商行发展提速提质；股份行和农商行则相对承压 ..... 6
表 2：从信贷增量发力的结构来看，主要侧重于基建平台以及制造业贷款投放 .... 11
表 3：从盈利驱动因子来看，非息收入的良好增长以及息差的企稳，正在逐步支撑营收表现改善 ..... 13
表 4：2022 年以来加大境内对公领域风险确认与出清 ..... 15
表 5：得益于海外加息提振贷款定价，2022 年以来中行息差与同业差距缩小 ..... 17
表 6：中行营收端“蓄水池”依然能够为营收表现提供缓冲垫 ..... 21
表 7：中国银行盈利预测表 ..... 22
表 8：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 9 月 29 日） ..... 23

# 1. 经济新常态下，银行马太效应愈发明显

**“十四五”期间，银行的头部化效应凸显。**在经济增速换挡、房地产步入调整周期的背景下，银行业由“高速扩张”逐步转向“高质量发展”以适应经济新常态。行业整体扩张增速趋缓、市场风险偏好下降，以及监管强化服务实体经济的导向下，国有大行凭借政策、资金、客群、牌照、风控等综合优势，实现了市场份额的逆势提升。

## 1.1 “十四五”期间，国有行规模市占率提升

**“十四五”期间，国有行“头雁”效应凸显，总资产、贷款市场份额明显提升，反映出国有行主导性增强且压舱石地位更加突出。**国有行“十四五”期间总资产、贷款占商业银行比重分别提升 1.9pct、3.2pct 至 50.2%、52.8%，与政策导向下凸显头雁效应、加大政策支持领域信贷投放有关。**从盈利维度来看，2025 年国有大行净利润占商业银行比重为 56.3%，高于总资产、贷款的市场份额表明国有行 ROA 好于行业整体，这也支撑了国有大行业绩的确定性和稳定性。**

**表 1：“十四五”期间国有行在规模、利润上的行业主导性进一步增强，城商行发展提速提质；股份行和农商行则相对承压**

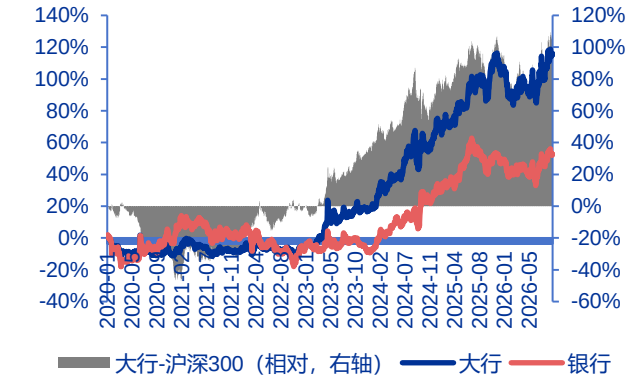
| 规模维度<br>市场份额-银行业口径 | 国有行 | | | | 股份行 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2015年末 | 2020年末 | 2024年末 | 2025年末 | 2015年末 | 2020年末 | 2024年末 | 2025年末 |
| 总资产 | 50.2% | 48.3% | 50.0% | 50.2% | 23.7% | 21.8% | 19.5% | 18.8% |
| 贷款 | 55.3% | 49.6% | 52.2% | 52.8% | 21.7% | 22.7% | 19.6% | 18.8% |
| 净利润 | 52.3% | 56.3% | 56.4% | 56.3% | 21.2% | 21.2% | 21.5% | 20.4% |
| 规模维度<br>市场份额-银行业口径 | 城商行 | | | | 农商行 | | | |
| | 2015年末 | 2020年末 | 2024年末 | 2025年末 | 2015年末 | 2020年末 | 2024年末 | 2025年末 |
| 总资产 | 14.6% | 15.5% | 15.8% | 16.2% | 16.5% | 15.6% | 15.2% | 15.0% |
| 贷款 | 11.4% | 13.8% | 14.2% | 14.5% | 9.8% | 12.5% | 12.7% | 12.7% |
| 净利润 | 13.4% | 11.1% | 11.0% | 12.1% | 11.4% | 10.1% | 9.3% | 9.5% |

资料来源：国家金融监督管理总局，申万宏源研究；注：红色越深表示占比越高、蓝色越深表示占比越低；各类银行净利润自 2018 年开始披露。

**对应股价表现来看，“十四五”以来，国有大行完成了一轮从深度破净到估值系统性修复的重估行情。**2020 年以来（截至 2026 年 9 月 24 日），国有大行累计上涨 116%，涨幅超沪深 300（8%）以及上市银行平均（53%）。*我们认为本轮国有大行估值重估的本质，是“确定性溢价+低利率下的红利资产选择”。*

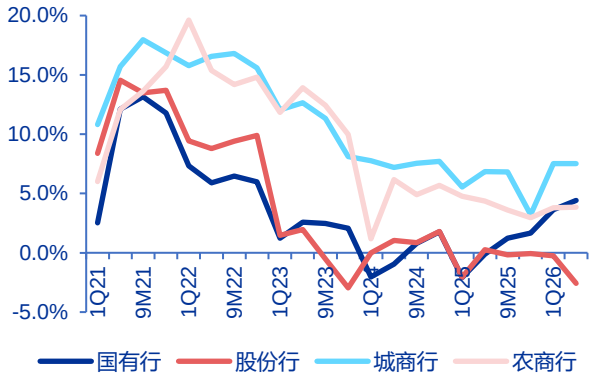
**“十四五”期间，国有大行业绩可预期构成“确定性溢价”。**尽管上市银行净息差一路下探冲击营收表现，但国有大行年度净利润始终维持正增长，且净利润同比增速自 2024 年以来底部上行，从 2023 年的 2.1%提升至 1H26 的 4.4%，提升幅度为各类银行最显著；从绝对水平来看，1H26 国有大行同比增速超股份行与农商行平均。

**图 1：“十四五”以来国有大行涨幅超沪深 300 指数及上市银行平均**




资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 2：2020 年以来国有大行年度归母净利润保持正增长，1H26 归母净利润同比增速超股份行与农商行**

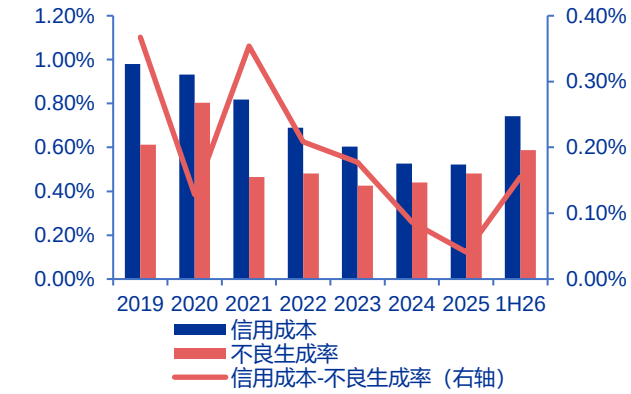



资料来源：公司财报，申万宏源研究

**资产质量韧性是国有大行业绩可预期的根基。**我们以“信用成本-不良生成率”来衡量风险拨备计提和消化能力，2020 年以来国有大行信用成本始终高于不良生成水平，反映国有大行对于不良风险相对充分的拨备计提，也意味着国有大行仍有“余量”来应对不确定性风险。

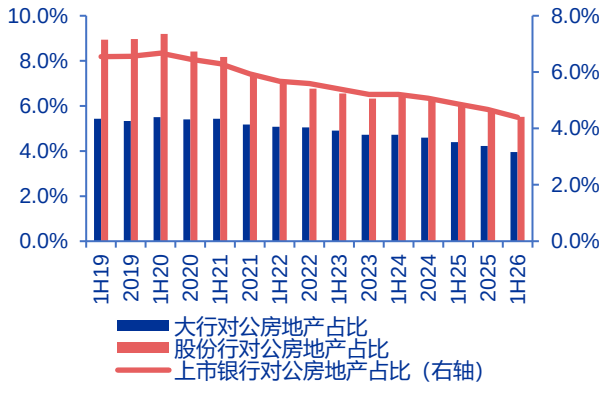
**尤其在“十四五”期间，国有大行在房地产领域风险暴露中执行“早压降、早暴露、早处置”策略，因此房地产等领域带来的潜在风险压力相对可控，资产质量表现也更为平稳。**从房地产风险来看，国有大行的对公房地产敞口占比更小：截至 2Q26，国有大行对公房地产贷款占总贷款比重 4.0%，低于同为全国性银行的股份行（5.5%），也低于上市银行平均（4.4%）。此外，国有大行无论是严格风控还是更丰富的财务资源，都支撑其更快确认、消化和处置房地产风险。

**图 3：国有大行对不良风险进行相对充分的拨备计提**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 4：2Q26 国有大行对公房地产贷款占总贷款比重 4%，低于同为全国性银行的股份行（5.5%）**



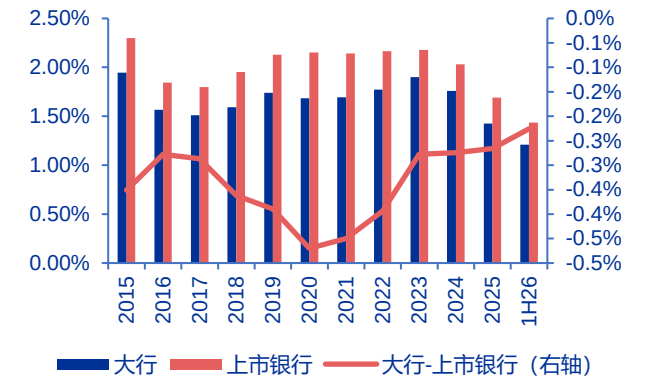

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**在资产质量守住底线的基础上，国有大行受益于负债端低成本和充裕资本金的双重优势，扩表能力再强化，从而在净息差收窄的环境下实现“以量补价”：**

**（1）负债端成本优势突出，以“低定价、低风险、扩规模”策略取胜。**国有大行依托广泛的网点、对公结算和零售客群基础，高存款占比以及高活期占比的结构优势实现了更低的计息负债成本，存款成本率长期低于上市银行平均。1H26 国有大行存款成本率 1.21%，低于上市银行平均 23bps。低负债成本使国有大行在贷款定价下行、优质客群议价能力增强的环境下，仍能有实力以低资金成本覆盖政府、国央企等低风险客群。此外，与其他银行相比，国有大行不需要通过下沉信用资质来博得收益，反而能以“低定价、低风险、扩规模”策略实现健康扩表。

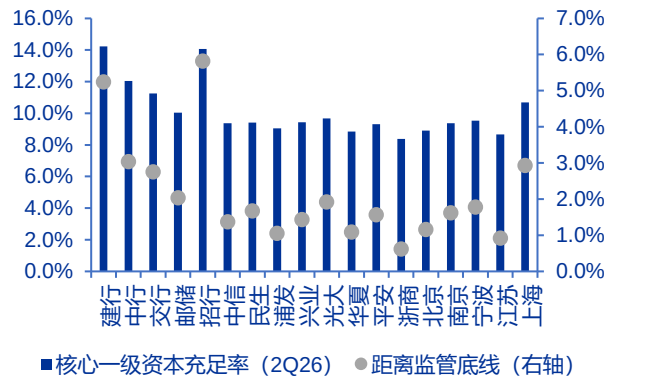
**（2）在一轮经济周期中，能够实现稳健扩表、业绩可持续的“长跑耐力选手”，既要具备扩表实力，亦要确保资本余粮充足以支撑资产端扩张的持续性，充裕的资本金是银行资产扩表必不可少的条件。**2025 年财政部通过特别国债向中行、建行、交行、邮储定向注资 5000 亿元，国有大行的资本金实力再次得到强化，使国有大行在满足监管要求的同时，仍有充足空间来支持实体经济发展。

**图 5：国有大行存款成本率长期低于上市银行平均**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 6：国有大行具备资本“余量”，支撑资产端扩张的持续性**

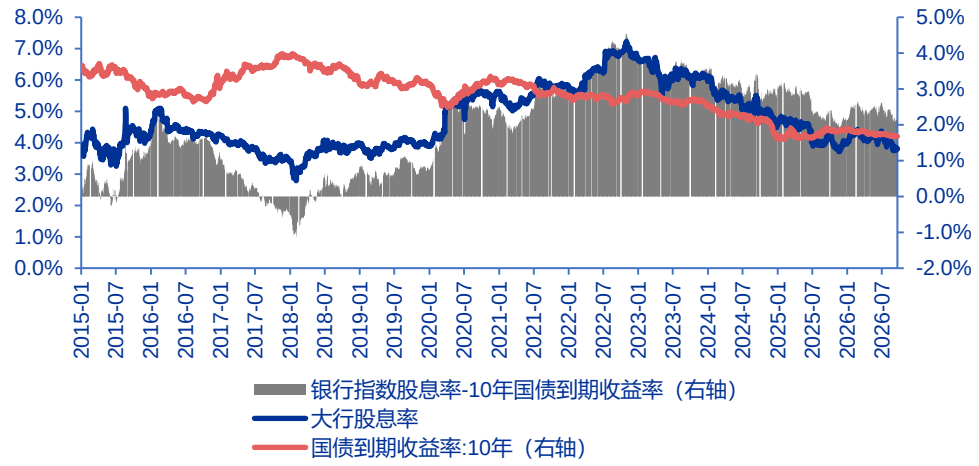



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：仅展示监管要求核心一级资本充足率底线为 7.75%及以上银行。

**从资金面角度，在无风险利率走势难现系统性扭转的情况下，红利板块价值被重视。**十年期国债收益率从 2021 年初 3.2%不断下探至 1.6%~1.8%区间，在此背景下，国有大行（A 股）股息率依然超 3.5%（H 股更高），较无风险利率超 200bps，具备显著的“类固收”配置价值，红利资产选择同样驱动国有大行估值抬升。

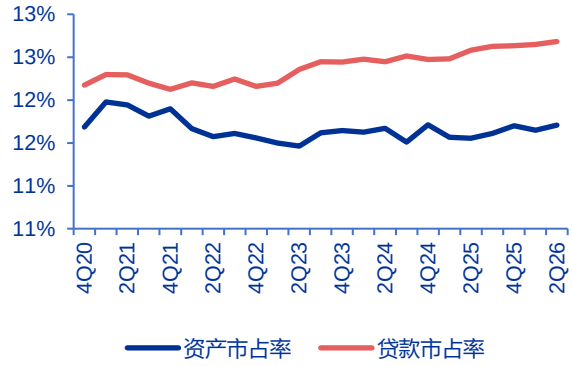
**进一步看中行在“十四五”期间的表现，中行同样验证了规模与创收能力增强趋势：1）从规模维度来看，**中行总资产占上市银行比重整体保持稳定，贷款份额不断提升，中行贷款占上市银行比重由 2020 年末的 12.2%提升至 2Q26 的 12.7%；**2）创收维度，**中行营收占上市银行份额稳中有升，由 2020 年的 10.6%提升至 1H26 的 11.4%，净利润市场份额整体保持稳定。从股价表现来看，中行 2020 年以来（截至 2026 年 9 月 24 日）股价上涨 162%，对应估值从 0.67 倍静态市净率提升至 0.79 倍。

**图 7：国有大行（A 股）股息率超出十年期国债 200bps**



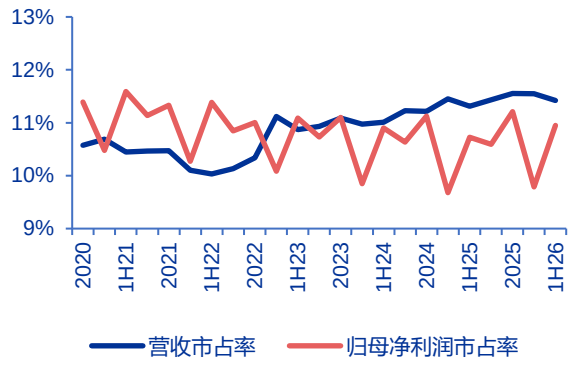

资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 8：“十四五”期间，中行贷款份额不断提升**




资料来源：公司财报、申万宏源研究；注：资产、贷款市占率均为占上市银行口径。

**图 9：“十四五”期间，中行营收份额稳中有升**



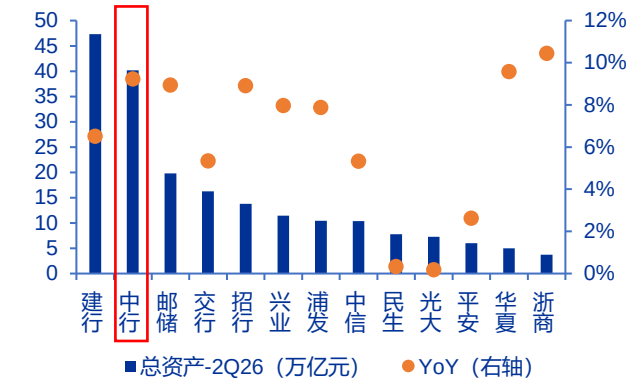

资料来源：公司财报、申万宏源研究；注：营收、归母净利润市占率均为占上市银行口径。

## 1.2 融通中外，织就全球金融网络

**中国银行于 1912 年 2 月成立，是中国持续经营时间最久的银行，先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。**中行在新中国成立初期，就负责经营国家外汇资金，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务。1994 年改组为国有独资商业银行；2006 年率先成功在香港联交所和上交所挂牌上市，成为国内首家“A+H”上市银行。

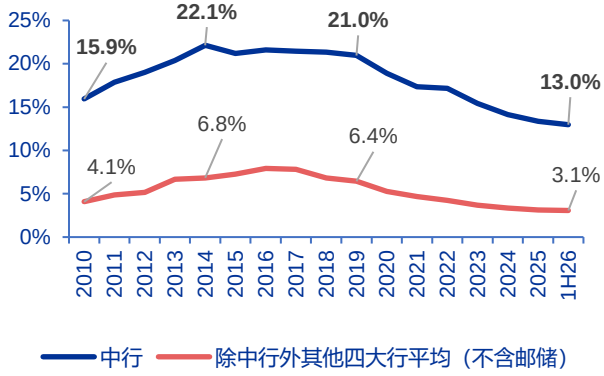
**截至 2Q26，中行总资产规模达 40.2 万亿，与其他国有大行相比，中行的高境外业务占比特点突出。**2Q26 中行的境外资产占比（未抵消分部间资产）约 22%，中银香港/中国澳门及台湾/其他国家和地区分别占比 9.8%/4.8%/7.1%。其中，2Q26 境外贷款占比约 13%，显著高于其他国有大行平均水平（约 3-5%）。**因此，海外利率、汇率变化以及全球金融市场表现仍对中行的经营产生重要影响。**

**图 10：2Q26 中国银行总资产 40.2 万亿，在六大行中居中游**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 11：尽管 2020 年以来中国银行境外贷款占比趋于回落，但依然高于其他国有大行**

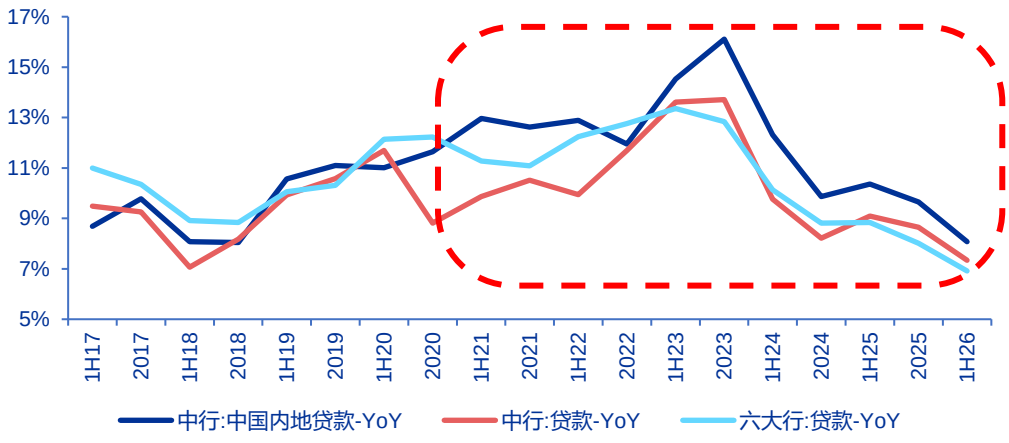



资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：境外为中国港澳台及其他国家和地区。

**从趋势来看，受海外不确定性局势以及对内经济支持的综合影响下，2020 年以来中行加大中国内地资产投放，境外资产占比趋势性下降。**2Q26 境外（主要是中国香港、澳门、台湾，以及其他国家和地区）资产、贷款占比较 2020 年末分别下降 3pct、6pct 至 22%、13%。

具体来看，2Q26 中行总贷款余额约 24.7 万亿，同比+7.3%；2020 年初以来 CAGR 约 10%，与六大行平均水平（11%）相近。2Q26 境内贷款余额约 21.5 万亿，同比+8.1%，2020 年初以来 CAGR 约 12%；境外贷款余额 3.2 万亿，同比+2.6%，2020 年初以来 CAGR 约 2%。

**图 12：2020 年以来中行贷款 CAGR 与六大行相近；2020 年以来中行境内贷款 CAGR 快于境外贷款**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**从中行境内贷款投向结构来看，存量结构中超 7 成为对公贷款，且投放聚焦于涉政类和五篇大文章等相关领域。**1）对公端，近年来涉政及制造业贷款为核心增量。截至 2Q26，基建及租赁与商务服务业、制造业贷款余额占总贷款比重分别约 43%、16%，对公房地产

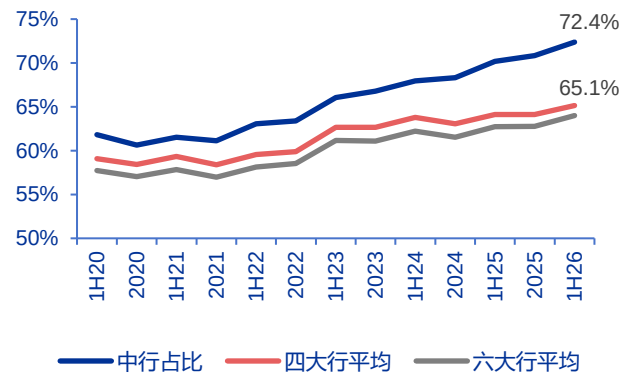
占总贷款比重约 6%；2）零售端，存量结构以按揭为主，按揭贷款占总贷款比重约 18%；1H26 零售贷款余额净减少 42 亿，其中按揭、信用卡分别净减少 744 亿、387 亿，除相关信贷弱需求外，预计严控信用卡增量风险并主动推进存量风险去化。

**表 2：从信贷增量发力的结构来看，主要侧重于基建平台以及制造业贷款投放**

| 增量-亿元 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 制造业 | 523 | (108) | 49 | 131 | 1,963 | 2,889 | 4,612 | 3,960 | 4,961 | 4,177 |
| 批零 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 房地产 | 699 | 949 | 1,269 | 948 | 749 | 1,473 | 1,087 | 744 | (245) | (418) |
| 租赁及商业服 | 2,434 | (407) | 1,903 | 576 | 2,790 | 4,333 | 7,614 | 3,977 | 7,439 | 6,159 |
| 基建类 | 1,639 | 2,137 | 1,603 | 3,411 | 4,257 | 4,249 | 7,614 | 6,210 | 4,151 | 2,688 |
| 其他对公 | (1,257) | 1,179 | 1,565 | 1,072 | 52 | 2,232 | 1,065 | (685) | 2,332 | 314 |
| **对公贷款** | **4,037** | **3,749** | **6,388** | **6,137** | **9,812** | **15,176** | **21,992** | **14,205** | **18,638** | **12,920** |
| 按揭 | 4,256 | 4,420 | 4,897 | 4,255 | 4,077 | 903 | (1,305) | (1,253) | (881) | (744) |
| 消费贷 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 经营贷 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用卡 | 720 | 520 | 504 | 217 | 87 | 133 | 436 | 427 | (1,079) | (387) |
| 其他 | 219 | 222 | 676 | 883 | 941 | 2,096 | 2,898 | 2,977 | 1,962 | 1,088 |
| **零售贷款** | **5,195** | **5,162** | **6,077** | **5,355** | **5,105** | **3,132** | **2,030** | **2,151** | **2** | **(42)** |
| **票贴** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **总贷款** | **9,232** | **8,911** | **12,465** | **11,492** | **14,916** | **18,308** | **24,022** | **16,356** | **18,639** | **12,878** |
| **存量-占比** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025** | **1H26** |
| 制造业 | 15.5% | 14.2% | 12.9% | 11.9% | 12.0% | 12.4% | 13.3% | 14.1% | 15.1% | 16.0% |
| 批零 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 房地产 | 7.5% | 7.8% | 8.0% | 8.0% | 7.7% | 7.8% | 7.4% | 7.2% | 6.5% | 6.0% |
| 租赁及商业服 | 14.3% | 12.9% | 13.1% | 12.4% | 13.0% | 14.1% | 16.3% | 16.9% | 18.7% | 20.2% |
| 基建类 | 18.6% | 19.0% | 18.4% | 19.3% | 20.2% | 20.5% | 21.9% | 23.1% | 23.0% | 22.9% |
| 其他对公 | 8.1% | 8.5% | 8.9% | 8.9% | 8.1% | 8.5% | 8.0% | 7.1% | 7.5% | 7.3% |
| **对公贷款** | **64.0%** | **62.3%** | **61.3%** | **60.6%** | **61.1%** | **63.4%** | **66.8%** | **68.3%** | **70.8%** | **72.4%** |
| 按揭 | 28.1% | 29.7% | 30.6% | 31.2% | 30.8% | 28.1% | 24.0% | 21.6% | 19.5% | 18.2% |
| 消费贷 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 经营贷 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 信用卡 | 3.4% | 3.6% | 3.7% | 3.5% | 3.2% | 3.0% | 2.8% | 2.8% | 2.1% | 1.9% |
| 其他 | 4.5% | 4.3% | 4.4% | 4.7% | 4.8% | 5.5% | 6.3% | 7.2% | 7.5% | 7.5% |
| **零售贷款** | **36.0%** | **37.7%** | **38.7%** | **39.4%** | **38.9%** | **36.6%** | **33.2%** | **31.7%** | **29.2%** | **27.6%** |
| **票贴** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** | **0.0%** |
| **总贷款** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** | **100.0%** |

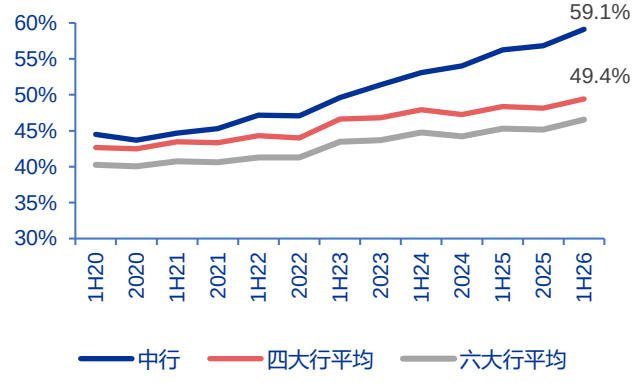
资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：对公中含票据贴现。

**图 13：中行对公贷款占比高于国有大行平均**




资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：四大行不包括交通银行和邮储银行。

**图 14：中行涉政+制造业占贷款比重高于国有大行平均**




资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：四大行不包括交通银行和邮储银行；涉政贷款包括基建贷款、租赁及商业服务业贷款。

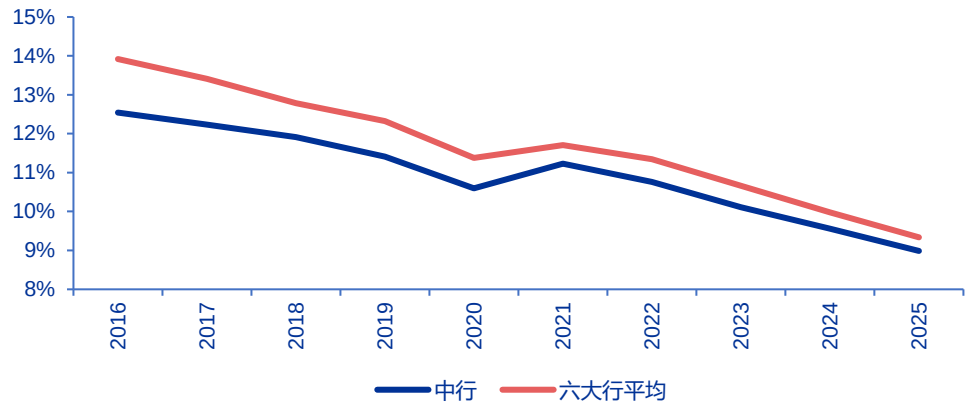
# 2. 境内外齐驱，中行 ROE 加速追赶

## 2.1 息差企稳+非息收入良好增长，是中行 ROE 与国有大行平均差距收敛的关键

**从 ROE 来看，尽管中行 ROE 低于国有大行平均，但差距已不断收窄。**2025 中行 ROE 约 9%，低于六大行平均约 0.35 个百分点，但差距已较 2020 年（0.78 个百分点）收窄。

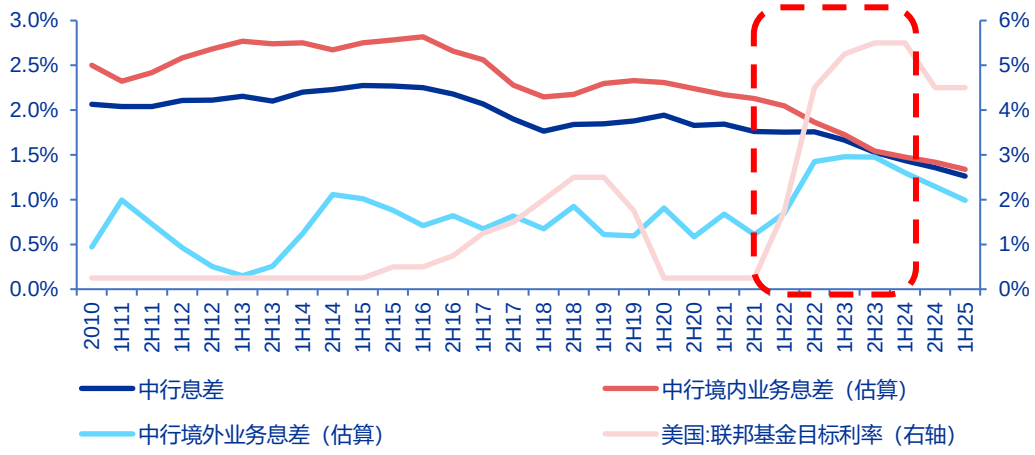
**分析来看，“十四五”期间，中行 ROE 弱于可比同业主因境外业务息差偏低拖累。**根据我们估算，2022 年海外加息之前，中行境外资产息差不到 1%（1H22 约 0.85%），导致中行整体息差低于其他国有大行平均水平超 20bps；2023 年境外业务平均息差最高提升至近 1.5%，支撑中行与其他国有大行息差趋近，但 2024 年海外降息周期境外资产息差有所回落。**展望来看，海外重启加息有助于提振中行境外业务息差，叠加境内息差的企稳，我们认为中行 ROE 有望继续追赶国有大行平均水平。**

**图 15：中行 ROE 长期低于六大行平均，但 2022 年以来差距不断缩小**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 16：2022 年海外加息之前，中行境外资产息差不到 1%，拖累中行整体息差表现**




资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

**非息收入的良好增长以及息差企稳，逐步支撑营收及业绩的趋势性改善。**从盈利驱动因子来看，2023-2024 年规模扩张以及非息收入是营收端的核心正贡献；受海外降息（2024 年下半年）以及国内让利实体的影响，息差对中行营收端形成拖累。**但 2025 年以来，境内息差压力缓解以及境外停止降息下息差企稳，1H26 息差对营收转为正贡献；同时，得益于国内债市投资收益以及全球资产配置优势，其他非息收入保持较好增长，共同推动营收同比增速由 2024 年 1.2%提升至 1H26 的 8.5%。**

**表 3：从盈利驱动因子来看，非息收入的良好增长以及息差的企稳，正在逐步支撑营收表现改善**

| 中国银行 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | *1Q26* | *1H26* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入同比增长** | **7.1%** | **-3.3%** | **6.4%** | **1.2%** | **4.5%** | ***8.4%*** | ***8.5%*** |
| 利息净收入贡献 | 1.6% | 5.6% | 1.2% | -2.8% | -1.3% | *5.1%* | *6.7%* |
| 其中：平均生息资产规模贡献 | 5.6% | 5.5% | 8.5% | 6.4% | 5.9% | *6.6%* | *6.4%* |
| 其中：息差变动贡献 | -4.0% | 0.1% | -7.2% | -9.2% | -7.2% | *-1.5%* | *0.2%* |
| 手续费净收入贡献 | 1.0% | -1.1% | 0.7% | -0.4% | 0.9% | *0.9%* | *0.1%* |
| 其他净收益贡献 | 4.4% | -7.9% | 4.5% | 4.3% | 4.9% | *2.5%* | *1.7%* |
| **营业支出贡献（成本收入比）** | **-2.9%** | **5.6%** | **-3.1%** | **-2.5%** | **-2.5%** | ***-1.4%*** | ***1.4%*** |
| **拨备贡献利润** | **8.4%** | **0.5%** | **0.5%** | **0.9%** | **0.5%** | ***-5.1%*** | ***-3.3%*** |
| **营业外收支贡献** | **-0.2%** | **-0.2%** | **0.4%** | **0.2%** | **-0.3%** | ***0.0%*** | ***-0.1%*** |
| **实际税率等变化贡献** | **-1.4%** | **1.6%** | **-0.1%** | **2.8%** | **-0.1%** | ***2.0%*** | ***-1.8%*** |
| **归母净利润同比增长** | **12.3%** | **4.6%** | **2.4%** | **2.6%** | **2.2%** | ***4.2%*** | ***5.1%*** |

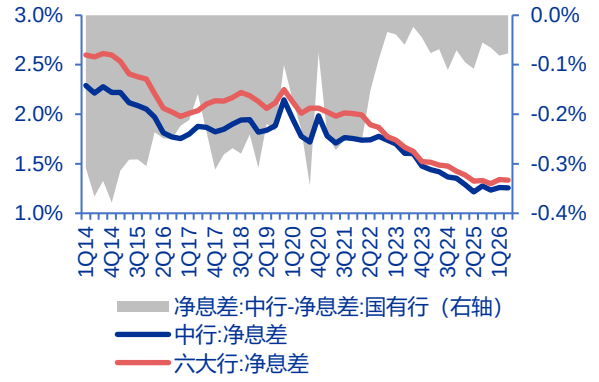
资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 17：1H26 中行 ROE 约 4.3%（未年化），与国有大行平均的差距收窄，主要得益于息差与同业差距缩小，以及相对更优的非息收入贡献**

| 1H26 | 中国银行 | 建设银行 | 交通银行 | 邮储银行 | 国有大行平均 |
|---|---|---|---|---|---|
| **净利息收入(+)** | **0.60%** | **0.67%** | **0.58%** | **0.76%** | **0.64%** |
| 净息差(+) | 0.63% | 0.68% | 0.61% | 0.81% | 0.66% |
| 有效资产占比(+) | 96% | 99% | 95% | 95% | 97% |
| **非息收入(+)** | **0.31%** | **0.27%** | **0.31%** | **0.24%** | **0.25%** |
| 非息收入占比(+) | 34% | 29% | 35% | 24% | 28% |
| 周转率(+) | 0.91% | 0.94% | 0.89% | 1.00% | 0.89% |
| **营业支出(-)** | **0.32%** | **0.23%** | **0.34%** | **0.53%** | **0.28%** |
| 成本收入比(-) | 34.33% | 23.84% | 36.44% | 52.05% | 30.68% |
| **信用成本(-)** | **0.17%** | **0.28%** | **0.22%** | **0.19%** | **0.22%** |
| **其他(-)** | **0.12%** | **0.06%** | **0.05%** | **0.04%** | **0.08%** |
| **ROAA** | **0.30%** | **0.36%** | **0.29%** | **0.25%** | **0.30%** |
| 杠杆倍数 | 14.4 | 13.2 | 13.8 | 18.7 | 14.9 |
| **ROAE** | **4.3%** | **4.8%** | **4.0%** | **4.6%** | **4.5%** |

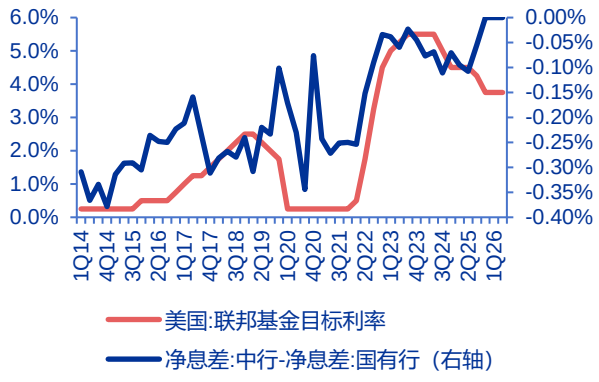
资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 18：中行息差处于国有大行相对低位，但 2022 年以来差异有所收窄**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

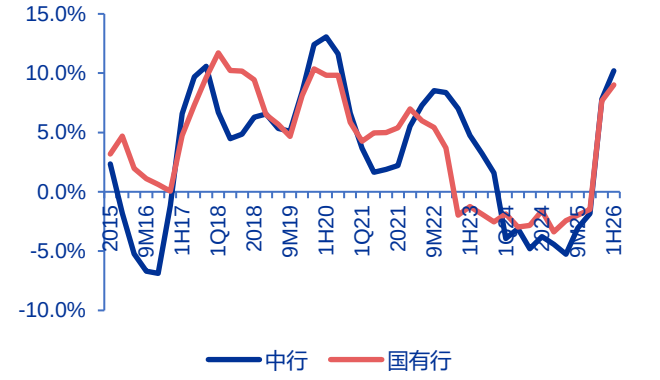
**图 19：海外加息环境是支撑中行息差与其他大行差距缩小的直接贡献**




资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

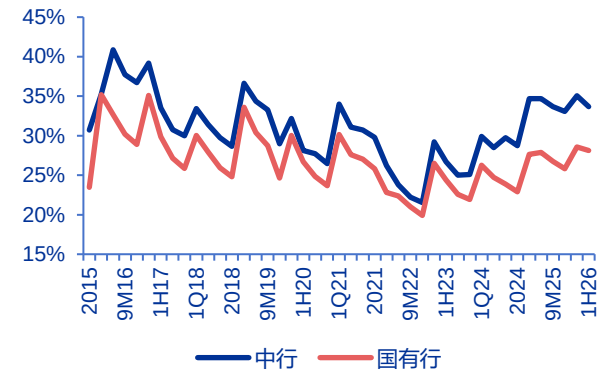
**由于中行境外资产占比更高，其营收的波动性相较于其他国有大行更显著；但在 2022 年以来“境内息差单边下行”环境里，中行“全球化”特色充当营收“缓震器”。**在 2022-2023 年海外加息周期中，中行外币资产收益率上行带来外币息差改善，支撑其 2023 年营收增速好于其他大行；而后在 2024-2025 年外币利率转降时，中行又靠境内负债成本管控（2025 年付息负债成本率降 38bps）和非息收入爆发式增长稳住营收果实。1H26 中行营收同比+8.5%，略低于六大行平均水平 0.9pct；带动归母净利润同比+5.1%，净利润增速已跃升至六大行首位。

**图 20：2022-2023 年境外加息环境下，中行利息净收入同比增速好于六大行平均**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 21：中行非息收入占比高于六大行平均**



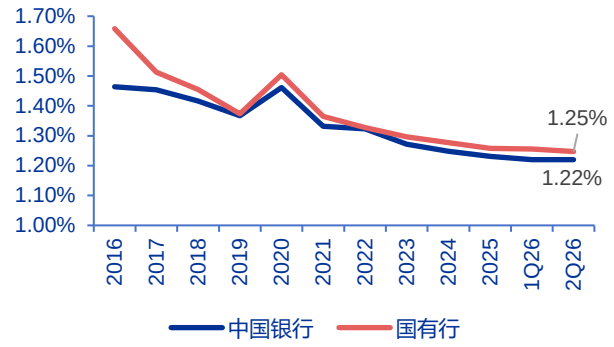

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 2.2 顺势夯实资产质量根本，拨备覆盖率稳步提升

**中行 ROE 追赶与国有大行平均的差距，资产质量稳健可预期是必不可少的前提：1）静态指标来看，**2Q26 中国银行不良贷款率为 1.22%，低于六大行平均（1.25%）；但拨备覆盖率仍有改善空间，2Q26 中行拨备覆盖率为 201%，低于六大行平均约 33pct。**2）动态趋势来看，**2016 年以来中行和行业一致，步入资产质量改善周期。2Q26 中行不良贷款率

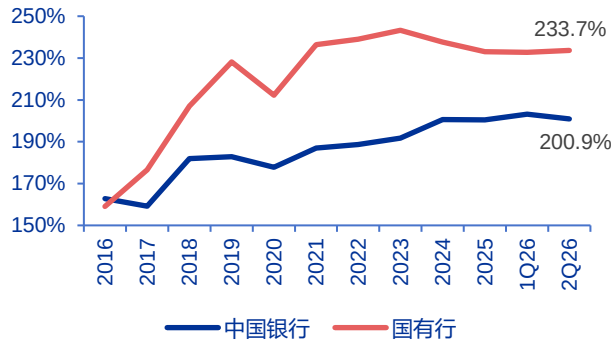
较 2016 年末下降 24bps，对应拨备覆盖率较 2016 年末提升 38pct，且拨备覆盖率较国有大行平均的差距已从峰值超 50pct（2022-2023 年）收窄至 2Q26 的 33pct。

**图 22：2Q26 中行不良贷款率较 2016 年末下降 24bps**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 23：中行拨备覆盖率较六大行平均的差距已从超 50pct（2022-2023 年）收窄至 2Q26 的 33pct**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**资产质量指标改善的背后，是中行采取“早暴露、快处置”风险处置策略，既有境内对公领域加大风险处置的决心、亦有境外资产质量周期拐点的加成：**

**① 境内房地产风险集中暴露+加速处置。**2022 年境内对公房地产不良率高达 7.23%，2023 年起运用重组、核销、转让等措施压降不良，2023 年对公房地产不良贷款余额下降约 78 亿；叠加“金融 16 条”、融资协调机制、一揽子增量政策托底地产风险。

**② 境外资产质量迎来改善。**2023–2024 年受美元加息、欧美商业地产的拖累，境外不良贷款率一度升至 1.73%（4Q24）；2025 年伴随海外降息、香港经济复苏，境外不良贷款率亦下降（4Q25 及 2Q26：分别为 1.56%、1.36%）。

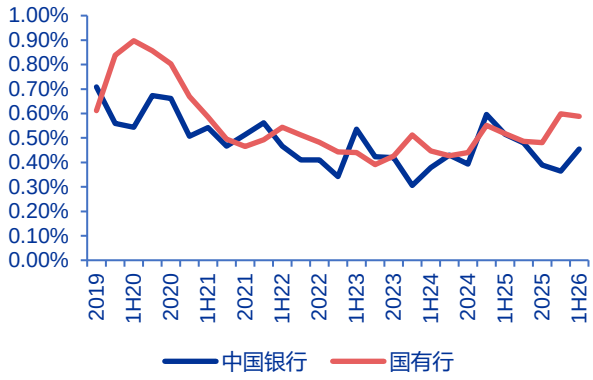
**表 4：2022 年以来加大境内对公领域风险确认与出清**

| 分行业不良贷款率 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 制造业 | 4.83% | 5.41% | 4.64% | 4.26% | 3.57% | 1.89% | 1.44% | 1.08% | 0.88% | 0.86% |
| 房地产 | 1.40% | 0.93% | 0.53% | 4.68% | 5.05% | 7.23% | 5.51% | 4.94% | 6.26% | 6.10% |
| 批发零售 | na | na | na | na | na | na | na | na | na | na |
| 租赁及商业服务业 | 2.72% | 3.41% | 3.55% | 3.01% | 1.89% | 1.70% | na | na | na | na |
| 交运仓储 | 0.93% | 0.74% | 0.73% | 1.09% | 1.14% | 0.63% | 0.44% | 0.28% | 0.30% | 0.31% |
| 建筑业 | 1.66% | 1.21% | 1.66% | 1.74% | 1.28% | 0.86% | 1.08% | 1.43% | 1.33% | 1.33% |
| 电力、燃气及水的生产 | 0.38% | 0.89% | 2.24% | 0.43% | 2.00% | 1.78% | 1.22% | 0.91% | 0.73% | 0.67% |
| 公用事业 | 0.23% | 0.78% | 0.85% | 0.95% | 0.76% | 0.54% | 1.09% | 1.10% | 1.01% | 1.63% |
| 采掘业 | 3.51% | 3.08% | 2.99% | 2.78% | 2.92% | 2.87% | 1.42% | 0.92% | 0.65% | 0.36% |
| 其他 | 1.22% | 0.57% | 0.91% | 0.27% | 0.43% | 0.54% | 2.13% | 1.18% | 1.07% | 0.97% |
| **公司贷款合计** | **2.48%** | **2.54%** | **2.43%** | **2.42%** | **2.20%** | **1.84%** | **1.48%** | **1.26%** | **1.22%** | **1.14%** |
| 个人住房按揭 | 0.35% | 0.32% | 0.29% | 0.32% | 0.27% | 0.47% | 0.42% | 0.61% | 0.60% | 0.96% |
| 个人消费及经营性贷款 | na | na | na | na | na | na | na | na | 2.02% | 2.06% |
| 信用卡 | 2.54% | 2.34% | 2.22% | 2.50% | 2.05% | 2.02% | 1.79% | 1.73% | 2.18% | 2.37% |
| 其他 | 2.36% | 2.03% | 1.78% | 1.47% | 0.99% | 1.13% | 1.14% | 1.73% | na | - |
| **零售贷款合计** | **0.79%** | **0.70%** | **0.63%** | **0.65%** | **0.52%** | **0.71%** | **0.76%** | **0.97%** | **1.10%** | **1.37%** |
| **票据贴现** | na | na | na | na | na | na | na | na | na | na |
| **境外及其他贷款** | **0.16%** | **0.17%** | **0.30%** | **0.64%** | **0.58%** | **0.97%** | **1.49%** | **1.73%** | **1.56%** | **1.36%** |
| **贷款合计** | **1.45%** | **1.42%** | **1.37%** | **1.46%** | **1.33%** | **1.32%** | **1.27%** | **1.25%** | **1.23%** | **1.22%** |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

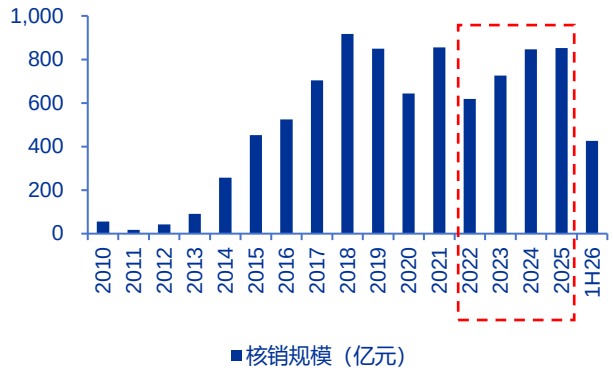
**从不良生成情况来看，2024 年以来不良生成压力由对公转向零售，但潜在风险指标仍处于国有大行较优水平，2Q26 关注率较年初下行 3bps 至 1.44%（国有行：1.68%）、逾期率较年初提升 7bps 至 1.36%（国有大行：1.42%）。**我们估算中行 1H26 加回核销回收的年化不良生成率 0.45%（2025 年/1Q26 分别为 0.39%/0.36%）。其中，2Q26 境内对公不良贷款率较年初下行 8bps 至 1.14%（房地产不良贷款率较年初下降 16bps 至 6.10%）；但境内零售不良贷款率较年初提升 27bps 至 1.37%。

**图 24：1H26 中行不良生成率低于国有大行平均**



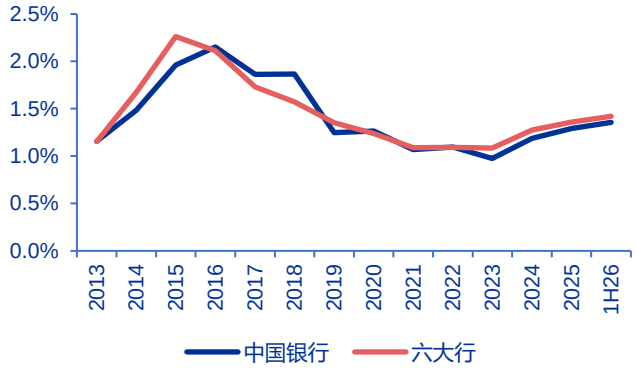

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 25：中行 2022 年以来加大核销处置力度**



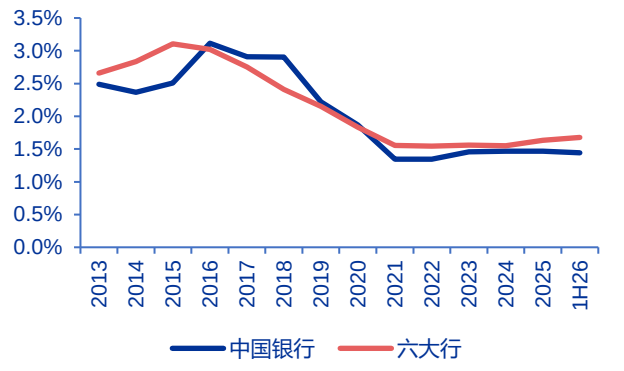

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 26：中行 2Q26 逾期率较年初提升 7bps 至 1.36%（国有行：1.42%）**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 27：中行 2Q26 关注率较年初下行 3bps 至 1.44%（国有行：1.68%）**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**展望后续，我们认为国内零售贷款风险演变、海外加息带来的不确定性依然值得持续跟踪，但考虑到中行对存量零售风险压降、前瞻性强化境外重点领域和重点区域风险研判和化解，以及财务资源丰富能更好支持风险去化，预计潜在资产质量风险压力可控。**从对公房地产来看，监管落地房地产新政策旨在引导房地产高质量发展以及守住房地产风险底线，现阶段需要下迁的个户也在中行关注名单内做到“心中有数”，预计不会对资产质量及减值计提造成意外波动，可静待核销处置推进。因此，我们认为中行不良生成出现超预期提升的概率有限；而营收端有望受益于海内外资产息差企稳甚至改善，叠加非息收入端相对充足的“浮盈”，中行或继续增厚拨备安全垫、以缩小自身拨备覆盖率与六大行平均之间差距。

# 3. 如何辩证看中行的全球化基因?

**全球化是中行与生俱来的基因和百年经营底蕴，是较其他国有大行的最大差异化标签。截至 2Q26，中行拥有 532 家境外分支机构，覆盖全球 64 个国家和地区，其中包括 45 个共建“一带一路”国家，是唯一对 21 个 APEC 经济体达成全覆盖的中资银行。**中行持续完善境外区域化和集约化发展机制，优化区域总部管理模式：2015 年，中行逐步将东南亚地区的 9 国市场纳入中银香港管理；2019 年，中银香港正式确立为东南亚区域总部；中行以中银香港为支点，持续重塑中国与东南亚跨境金融服务新格局。**在海外重启加息的当下，中行全球化特色对利润的潜在影响值得重点关注。**

## 3.1 加息短期利好海外资产息差改善

**复盘 2022-2023 年海外加息周期下中行基本面变化，作为本次海外加息对中行业绩带来影响的参考。**毋庸置疑，中行全球化特点充分发挥“天然利率对冲器”的作用，有效缓冲 2022-2023 年国内降息对息差的冲击；但加息对负债端成本的滞后影响以及海外债市波动同样对营收带来负面扰动。

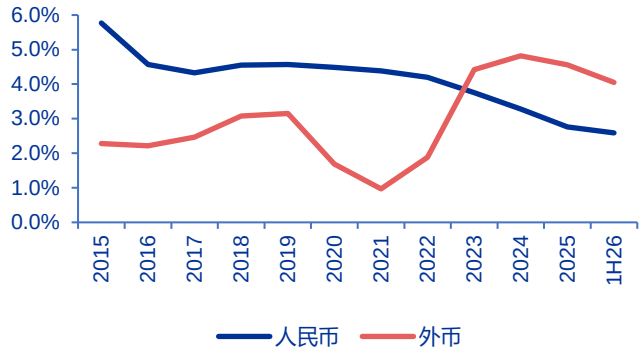
2022 年美联储加息的背景下，国有大行中仅中行息差逆势提升 1bp。*管理层表示，+1bp 息差= +7.52bps (资负结构优化) + 5.14bps (境外加息) - 12.29bps (国内 LPR 下调拖累)。*随后在 2023 年，中行更加受益加息红利（FED 利率上限在 2023 年 7 月见顶为 5.5%），在 2023 年其他大行息差降幅高达 30bps 之下，中行息差仅下降 17bps。

**表 5：得益于海外加息提振贷款定价，2022 年以来中行息差与同业差距缩小**

| 净息差 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 1H26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中行 | 1.84% | 1.90% | 1.92% | 1.85% | 1.75% | 1.76% | 1.59% | 1.40% | 1.26% | 1.27% |
| 农行 | 2.28% | 2.33% | 2.23% | 2.20% | 2.12% | 1.90% | 1.60% | 1.42% | 1.28% | 1.28% |
| 工行 | 2.22% | 2.30% | 2.30% | 2.15% | 2.11% | 1.92% | 1.61% | 1.42% | 1.28% | 1.29% |
| 建行 | 2.21% | 2.31% | 2.32% | 2.19% | 2.13% | 2.02% | 1.70% | 1.51% | 1.34% | 1.37% |
| 交行 | 1.51% | 1.51% | 1.58% | 1.57% | 1.56% | 1.48% | 1.28% | 1.27% | 1.20% | 1.23% |
| 邮储 | 2.40% | 2.69% | 2.53% | 2.42% | 2.36% | 2.20% | 2.01% | 1.87% | 1.66% | 1.63% |
| ***国有行*** | ***2.08%*** | ***2.17%*** | ***2.15%*** | ***2.06%*** | ***2.00%*** | ***1.88%*** | ***1.63%*** | ***1.48%*** | ***1.34%*** | ***1.34%*** |
| ***中行-国有行平均*** | ***-0.23%*** | ***-0.27%*** | ***-0.23%*** | ***-0.21%*** | ***-0.25%*** | ***-0.12%*** | ***-0.04%*** | ***-0.08%*** | ***-0.08%*** | ***-0.08%*** |
| **贷款收益率** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025** | **1H26** |
| 中行 | 3.91% | 4.22% | 4.29% | 3.96% | 3.83% | 3.90% | 3.97% | 3.56% | 2.96% | 2.76% |
| 农行 | 4.26% | 4.40% | 4.51% | 4.38% | 4.23% | 4.09% | 3.79% | 3.41% | 2.88% | 2.73% |
| 工行 | 4.23% | 4.38% | 4.50% | 4.26% | 4.16% | 4.05% | 3.81% | 3.40% | 2.81% | 2.64% |
| 建行 | 4.18% | 4.34% | 4.55% | 4.39% | 4.25% | 4.17% | 3.82% | 3.43% | 2.84% | 2.68% |
| 交行 | 4.59% | 4.87% | 4.89% | 4.55% | 4.33% | 4.21% | 3.95% | 3.61% | 3.03% | 2.86% |
| 邮储 | 4.90% | 4.96% | 4.88% | 4.75% | 4.68% | 4.48% | 4.13% | 3.78% | 3.17% | 2.96% |
| ***国有行*** | ***4.34%*** | ***4.53%*** | ***4.60%*** | ***4.38%*** | ***4.25%*** | ***4.15%*** | ***3.91%*** | ***3.53%*** | ***2.95%*** | ***2.77%*** |
| ***中行-国有行平均*** | ***-0.43%*** | ***-0.31%*** | ***-0.31%*** | ***-0.42%*** | ***-0.42%*** | ***-0.25%*** | ***0.06%*** | ***0.03%*** | ***0.01%*** | ***-0.02%*** |
| **存款成本率** | **2017** | **2018** | **2019** | **2020** | **2021** | **2022** | **2023** | **2024** | **2025** | **1H26** |
| 中行 | 1.52% | 1.63% | 1.78% | 1.58% | 1.52% | 1.65% | 2.09% | 1.99% | 1.64% | 1.40% |
| 农行 | 1.34% | 1.39% | 1.59% | 1.53% | 1.61% | 1.70% | 1.78% | 1.63% | 1.34% | 1.13% |
| 工行 | 1.42% | 1.45% | 1.59% | 1.61% | 1.62% | 1.75% | 1.89% | 1.72% | 1.36% | 1.15% |
| 建行 | 1.33% | 1.39% | 1.57% | 1.59% | 1.67% | 1.73% | 1.77% | 1.65% | 1.32% | 1.11% |
| 交行 | 2.06% | 2.27% | 2.35% | 2.20% | 2.10% | 2.19% | 2.33% | 2.12% | 1.74% | 1.49% |
| 邮储 | 1.38% | 1.41% | 1.55% | 1.59% | 1.63% | 1.61% | 1.53% | 1.44% | 1.15% | 0.98% |
| ***国有行*** | ***1.51%*** | ***1.59%*** | ***1.74%*** | ***1.68%*** | ***1.69%*** | ***1.77%*** | ***1.90%*** | ***1.76%*** | ***1.43%*** | ***1.21%*** |
| ***中行-国有行平均*** | ***0.01%*** | ***0.04%*** | ***0.04%*** | ***-0.10%*** | ***-0.17%*** | ***-0.12%*** | ***0.19%*** | ***0.23%*** | ***0.21%*** | ***0.19%*** |

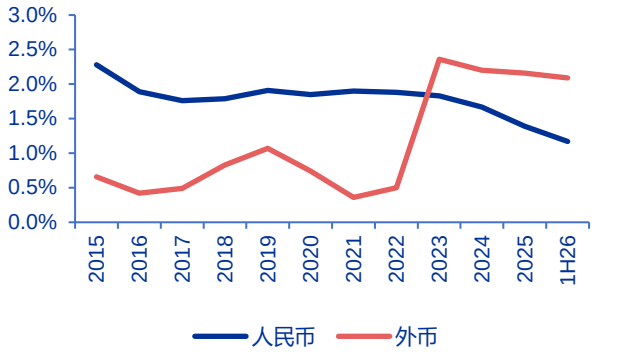
资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 28：2023 年以来中行境内外币贷款收益率超过人民币贷款收益率**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

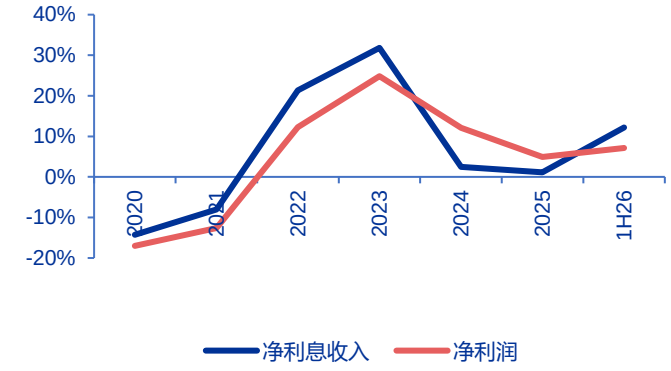
**图 29：2023 年中行境内外币存款成本率超过人民币存款成本率**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

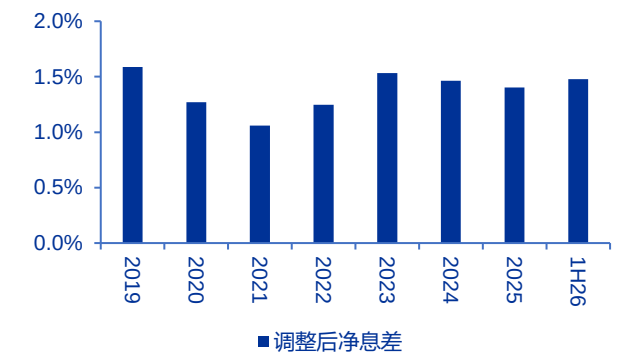
**换个角度，从中银香港看加息红利：**2022/2023 年中银香港归母净利润分别同比增长 12%/25%；净利息收入分别同比增长 21%/32%；调整后 NIM 分别为 1.25%、1.53%（分别同比提升 19bps/28bps，充分体现美联储加息对息差、利息净收入的正向影响。

**图 30：2022-2023 中银香港利息净收入、净利润同比增速显著改善**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 31：中银香港净息差 2022-2023 年同比提升**



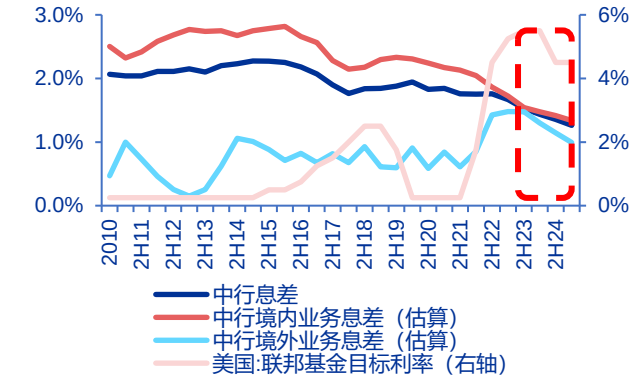

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**但需要注意的是，负债端成本提升、债券估值下跌带来的负面效应在 2023–2024 年（2022-2023 年加息）逐步显现。1）负债端成本滞后显现：**在境外“负债滞后资产重定价”之下，2023 年下半年以来外币存款利率抬升、息差改善幅度已明显收窄；**2）债券公允价值下降的冲击：**加息下海外债券熊市，债券估值下行导致 2022 年公允价值承压；**3）海外利率周期反转时，曾经的优势转为劣势：**2024 年下半年美联储开启降息，叠加 2023 年加息带来的负债端成本提升，2024 年中行息差同比降幅（19bps）大于 2023 年，而多数国有大行 2024 年息差降幅小于 2023 年。

**展望后续，我们认为 2026-2027 年中行息差有望企稳甚至改善。**1）2026 年下半年海外重启加息，有望对 2026-2027 年息差带来正向催化。若*加息 25-75bps，考虑海外资产约*

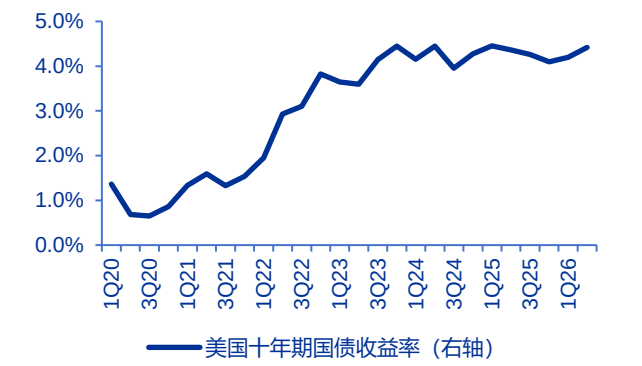
*22%占比，有助于提振息差约5-16bps*；2）境内资产来看，负债端存款将继续释放重定价空间，叠加资产端贷款收益率降幅趋缓，境内净息差也有望步入底部企稳改善周期。

**图 32：海外资产端重定价快于负债端，加息红利呈现“前高后低”结构性特点**




资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

**图 33：2022-2023 年十年期美债收益率陡升**

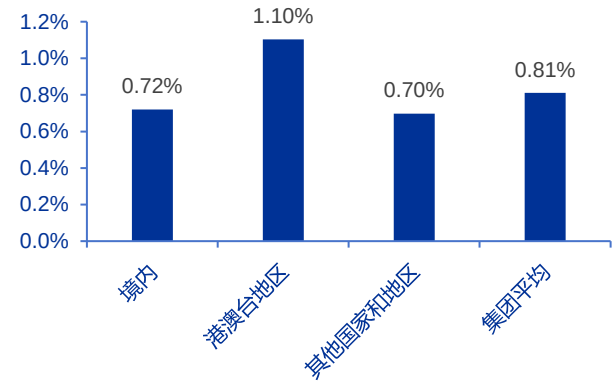



资料来源：公司财报，Wind，申万宏源研究

## 3.2 借全球化势能，非息业务构筑营收缓冲垫

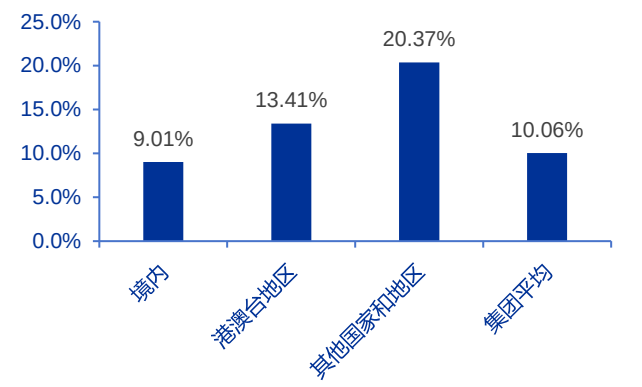
**1H26 境外营收占集团比重 21%，营收贡献领先其他大行；分部来看，中行境外资产相较于境内有更强的盈利能力。**1H26 港澳台业务的 ROA、ROE 均高于境内，其他国家和地区的 ROA 和境内相近、但 ROE 显著高于境内。**我们认为中行 “境内+境外”双轮驱动的优势，始终让中行在应对国内“资产荒”、“低利率”周期有更多元化选择和保利增收途径。**

**图 34：中国银行境外机构 ROA 高于境内（1H26）**



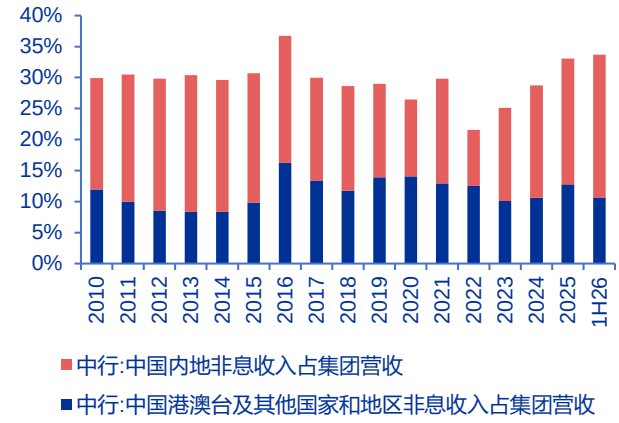

资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：因数据可得性，年化 ROA=2*（利润总额/资产总额）

**图 35：中国银行境外机构 ROE 高于境内（1H26）**



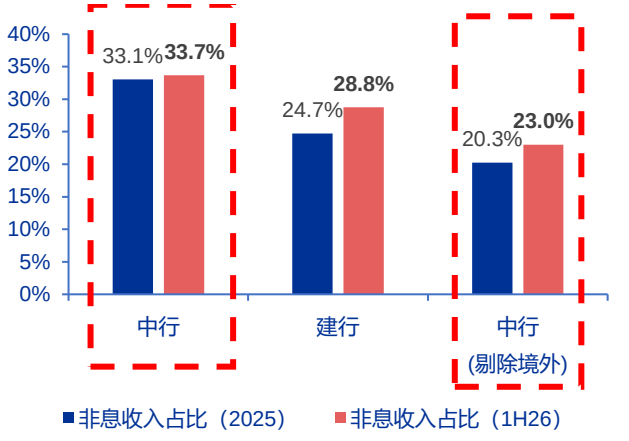

资料来源：公司财报，申万宏源研究；注：因数据可得性，年化 ROE=2*（利润总额/所有者权益）

**图 36：过去十年中行在境外非息收入占集团营收比重超 10%，1H26 为 10.7%**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**图 37：中行非息收入占比显著高于其他国有大行，主要受境外收入结构影响**

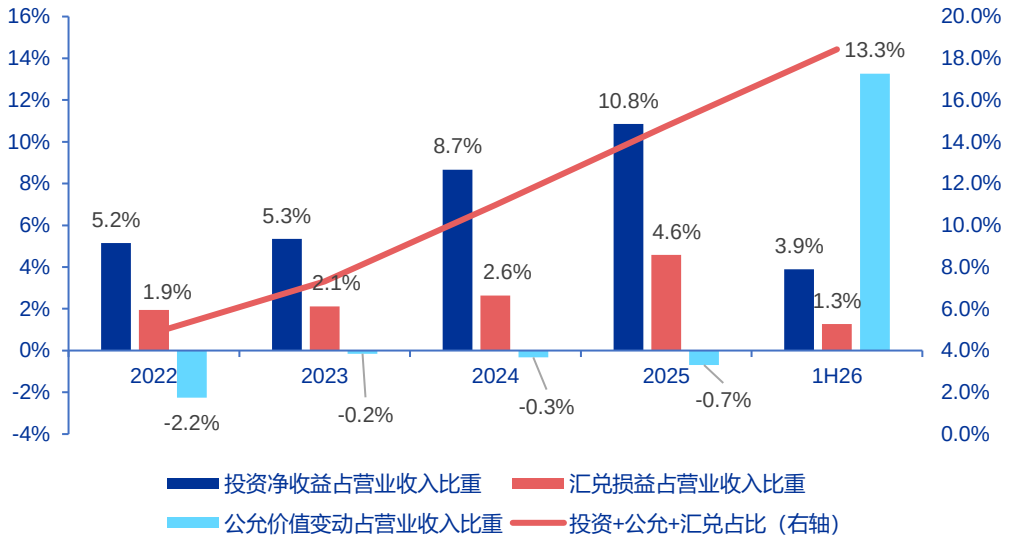



资料来源：公司财报，申万宏源研究

**2022-2023 年美联储累计加息 525 个基点、而中国央行降息带来中美利差深度倒挂、人民币贬值，对投资相关收益及对汇兑收入带来影响。**2022-2023 年加息背景下，投资收益+公允价值变动+汇兑损益合计收入同比增速从 2022 年-44%提升至 2024 年 53%，对应三者占营收比重，从 2022 年 5%提升至 11%。2022 年债市受加息波动，债券估值由盈转亏，资本市场的低迷表现也拖累中行财富管理业务表现，非息收入阶段性承压；但凭借全球外汇交易优势，汇兑收益及利率高波动下的投资收益形成有效对冲。

**展望来看，海外加息对中行非息收入带来不确定性影响，尤其是加息可能对债券投资估值带来扰动，但我们认为中行也将充分发挥全球化财富管理优势、金融市场投资经验及汇率避险需求以对冲波动，后续积极关注非息收入变化。**

**图 38：海外业务放大中行其他非息收入的不确定性，随着海外重启加息，一方面可能带来汇兑增厚，另一方面海外债券估值波动或有放大**




资料来源：公司财报，申万宏源研究

**我们以“AC 类和 OCI 类债券浮盈占 2025 年营收”衡量浮盈余粮；“1H26 兑现规模占存量比重”衡量浮盈消耗速度。**可以看到，中行 1H26 浮盈占 2025 年营收比重为 34%，1H26 兑现规模占存量比重不到 6%，也能够充分反映中行营收端“蓄水池”较充分，短期依然能够作为营收表现的缓冲垫。

**表 6：中行营收端“蓄水池”依然能够为营收表现提供缓冲垫**

| 亿元 | AC类和OCI类浮盈兑现规模 1H26 | 以浮盈兑现规模估算，卖出AC类与FVOCI类债券占期初存量比重 | |
|---|---|---|---|
| | | 2025 | 1H26 |
| 建行 | 205 | 5.6% | 3.6% |
| 中行 | 138 | 6.5% | 5.8% |
| 交行 | 30 | 3.5% | 2.3% |
| 邮储 | 166 | 14.6% | 8.8% |
| **国有行** | **1,002** | **6.0%** | **4.2%** |

| 亿元 | 金融投资浮盈余额 1H26 | 金融投资浮盈余额/(AC+OCI) | 金融投资浮盈占2025营收 | 金融投资浮盈占2025归母净利润 |
|---|---|---|---|---|
| 建行 | 5,421 | 4.15% | 71.2% | 120.0% |
| 中行 | 2,261 | 2.35% | 34.3% | 69.8% |
| 交行 | 1,318 | 3.28% | 49.7% | 103.4% |
| 邮储 | 1,714 | 2.83% | 48.2% | 147.1% |
| **国有行** | **22,677** | **3.37%** | **62.9%** | **119.4%** |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

# 4. 投资分析意见：全球化基因赋能，维持“买入”评级

**“十四五”期间，银行头部化效应凸显，中国银行规模、创收的市场份额均有提升，1H26 归母净利润同比增速升至国有大行首位，推动中行 ROE 实现向其他可比大行的追赶。我们认为，在 2025 年定增完成后，中行有充足的资本金支持优质资产的积极投放；同时，息差有望在海外加息、国内存款重定价加成下企稳回升，催化营收增长的稳健可预期。**维持 2026-2028 年归母净利润同比增速分别为 5.3%、5.7%、6.1%的预测，目前股价对应市净率为 0.75 倍 2026 年 PB，估算 2026 年 DPS 对应股息率约 3.7%，维持“买入”评级。

# 5. 风险提示

**1）国内经济复苏显著低于预期：**若宏观经济复苏偏慢，可能影响实体有效需求修复、压制量价表现；

**2）零售、海外业务风险超预期暴露：**零售客群、海外业务的风险超预期暴露，或将导致银行资产质量承压；

**3）海外降息节奏超预期：**若外币市场利率超预期下行，或影响境外资产收益；

**4）全球化地缘风险：**若境外国家/地区的经营与合规、跨境制裁与监管政策出现超预期变化，或对业绩稳定性带来影响。

## 表 7：中国银行盈利预测表

| | | | | | | 同比增速（%） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Income statement 利润表 （百万元，RMB mn）** | **2024** | **2025** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | **2024** | **2025** | **2026E** | **2027E** | **2028E** |
| **Net interest income 净利息收入** | **448,934** | **440,705** | **488,702** | **530,840** | **571,930** | ***-3.8%*** | ***-1.8%*** | ***10.9%*** | ***8.6%*** | ***7.7%*** |
| **Non-interest income 非利息收入** | **181,156** | **217,605** | **228,485** | **239,910** | **251,905** | ***15.9%*** | ***20.1%*** | ***5.0%*** | ***5.0%*** | ***5.0%*** |
| Net fee income 净手续费收入 | 76,590 | 82,237 | 82,237 | 84,704 | 87,245 | *-2.9%* | *7.4%* | *0.0%* | *3.0%* | *3.0%* |
| **Operating income 营业收入** | **630,090** | **658,310** | **717,187** | **770,749** | **823,835** | ***1.2%*** | ***4.5%*** | ***8.9%*** | ***7.5%*** | ***6.9%*** |
| **Operating expenses 营业支出** | **-234,905** | **-255,273** | **-262,931** | **-268,190** | **-273,554** | ***5.7%*** | ***8.7%*** | ***3.0%*** | ***2.0%*** | ***2.0%*** |
| Taxes and surcharges 营业税 | -6,210 | -6,307 | -6,433 | -6,562 | -6,693 | *1.8%* | *1.6%* | *2.0%* | *2.0%* | *2.0%* |
| **PPOP 拨备前营业利润** | **395,185** | **403,037** | **454,256** | **502,559** | **550,282** | ***-1.4%*** | ***2.0%*** | ***12.7%*** | ***10.6%*** | ***9.5%*** |
| Impairment losses on assets 资产减值损失 | -102,722 | -103,087 | -140,584 | -167,931 | -190,782 | *-3.6%* | *0.4%* | *36.4%* | *19.5%* | *13.6%* |
| Loan impairment charges 贷款减值损失 | -120,861 | -107,185 | -145,501 | -173,586 | -197,286 | *13.9%* | *-11.3%* | *35.7%* | *19.3%* | *13.7%* |
| **Operating profit 营业利润** | **292,463** | **299,950** | **313,672** | **334,628** | **359,500** | ***-0.5%*** | ***2.6%*** | ***4.6%*** | ***6.7%*** | ***7.4%*** |
| Other operating income/(expense), net 营业外收支净额 | 2,491 | 1,338 | 1,338 | 1,338 | 1,338 | *62.3%* | *-46.3%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| **Profit before taxation 利润总额** | **294,954** | **301,288** | **315,010** | **335,966** | **360,838** | ***-0.2%*** | ***2.1%*** | ***4.6%*** | ***6.7%*** | ***7.4%*** |
| Income tax 所得税 | -42,235 | -43,352 | -44,101 | -50,395 | -58,817 | *-14.2%* | *2.6%* | *1.7%* | *14.3%* | *16.7%* |
| **Net profit 净利润** | **252,719** | **257,936** | **270,909** | **285,571** | **302,021** | ***2.6%*** | ***2.1%*** | ***5.0%*** | ***5.4%*** | ***5.8%*** |
| Minority interest 少数股东权益 | -14,878 | -14,915 | -14,915 | -14,915 | -14,915 | *2.8%* | *0.2%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| **NPAT 归属股东净利润** | **237,841** | **243,021** | **255,994** | **270,656** | **287,106** | ***2.6%*** | ***2.2%*** | ***5.3%*** | ***5.7%*** | ***6.1%*** |
| AT1 shareholders 优先股股息 | 16,300 | 13,834 | 13,834 | 13,834 | 13,834 | *6.6%* | *-15.1%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| **NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润** | **221,541** | **229,187** | **242,160** | **256,822** | **273,272** | ***2.3%*** | ***3.5%*** | ***5.7%*** | ***6.1%*** | ***6.4%*** |
| | | | | | | | | | | |
| **Balance sheet 资产负债表（百万元，RMB mn）** | **2024** | **2025** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | ***2024*** | ***2025*** | ***2026E*** | ***2027E*** | ***2028E*** |
| Total loans 贷款总额 | 21,543,585 | 23,407,514 | 25,092,855 | 26,723,891 | 28,460,943 | *8.2%* | *8.7%* | *7.2%* | *6.5%* | *6.5%* |
| Total deposits 存款总额 | 23,844,817 | 25,822,027 | 27,629,569 | 29,425,491 | 31,338,148 | *5.5%* | *8.3%* | *7.0%* | *6.5%* | *6.5%* |
| NPLs 不良贷款余额 | 268,781 | 288,036 | 305,011 | 323,147 | 342,462 | *6.2%* | *7.2%* | *5.9%* | *5.9%* | *6.0%* |
| Loan provisions 贷款损失准备 | 539,177 | 577,144 | 642,619 | 730,708 | 836,939 | *11.1%* | *7.0%* | *11.3%* | *13.7%* | *14.5%* |
| Total assets 资产总额 | 35,061,299 | 38,358,076 | 41,817,926 | 45,143,364 | 48,534,451 | *8.1%* | *9.4%* | *9.0%* | *8.0%* | *7.5%* |
| Total liabilitis 负债总额 | 32,108,335 | 35,149,952 | 38,426,151 | 41,558,383 | 44,743,042 | *8.2%* | *9.5%* | *9.3%* | *8.2%* | *7.7%* |
| Equity attributable to parent company 母公司所有者权益 | 2,816,231 | 3,064,044 | 3,233,287 | 3,410,643 | 3,599,638 | *7.1%* | *8.8%* | *5.5%* | *5.5%* | *5.5%* |
| Other equity instruments 优先股及其他 | 409,513 | 369,953 | 369,953 | 369,953 | 369,953 | *2.5%* | *-9.7%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产 | 32,119,060 | 35,092,431 | 38,220,549 | 41,243,437 | 44,269,543 | *9.7%* | *9.3%* | *8.9%* | *7.9%* | *7.3%* |
| | | | | | | | | | | |
| **Per share data (Yuan) 每股数据（元）** | | | | | | | | | | |
| Shares 普通股股本（百万股） | 294,388 | 322,212 | 322,212 | 322,212 | 322,212 | *0.0%* | *9.5%* | *0.0%* | *0.0%* | *0.0%* |
| EPS | 0.75 | 0.71 | 0.75 | 0.80 | 0.85 | *2.3%* | *-5.5%* | *5.7%* | *6.1%* | *6.4%* |
| BVPS | 8.18 | 8.36 | 8.89 | 9.44 | 10.02 | *7.9%* | *2.3%* | *6.3%* | *6.2%* | *6.2%* |
| DPS | 0.24 | 0.23 | 0.25 | 0.26 | 0.28 | *2.5%* | *-6.6%* | *9.0%* | *6.1%* | *6.4%* |
| PPOP/sh | 1.34 | 1.25 | 1.41 | 1.56 | 1.71 | *-1.4%* | *-6.8%* | *12.7%* | *10.6%* | *9.5%* |
| | | | | | | | | | | |
| **Main indicators主要指标（%）** | **2024** | **2025** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | ***2024*** | ***2025*** | ***2026E*** | ***2027E*** | ***2028E*** |
| ROA | 0.75% | 0.70% | 0.68% | 0.66% | 0.64% | *-0.05%* | *-0.05%* | *-0.03%* | *-0.02%* | *-0.01%* |
| ROE | 9.6% | 9.0% | 8.7% | 8.7% | 8.7% | *-0.56%* | *-0.57%* | *-0.27%* | *-0.01%* | *0.02%* |
| **NIM 净息差** | 1.40% | 1.26% | 1.28% | 1.29% | 1.29% | *-0.20%* | *-0.14%* | *0.02%* | *0.01%* | *0.00%* |
| **Cost-to-income ratio 成本收入比** | 36.30% | 37.82% | 35.76% | 33.94% | 32.39% | *1.59%* | *1.52%* | *-2.05%* | *-1.82%* | *-1.55%* |
| Effective tax rate 有效所得税率 | 14.32% | 14.39% | 14.00% | 15.00% | 16.30% | *-2.34%* | *0.07%* | *-0.39%* | *1.00%* | *1.30%* |
| LDR 贷存比 | 90.35% | 90.65% | 90.82% | 90.82% | 90.82% | *2.27%* | *0.30%* | *0.17%* | *0.00%* | *0.00%* |
| **NPL ratio 不良率** | 1.25% | 1.23% | 1.22% | 1.21% | 1.20% | *-0.02%* | *-0.02%* | *-0.01%* | *-0.01%* | *-0.01%* |
| **Provision coverage ratio 拨备覆盖率** | 200.60% | 200.37% | 210.69% | 226.12% | 244.39% | *8.94%* | *-0.23%* | *10.32%* | *15.44%* | *18.27%* |
| Provision ratio 拨贷比 | 2.50% | 2.47% | 2.56% | 2.73% | 2.94% | *0.07%* | *-0.04%* | *0.10%* | *0.17%* | *0.21%* |
| **Credit cost 信用成本** | 0.58% | 0.48% | 0.60% | 0.67% | 0.72% | *0.02%* | *-0.11%* | *0.12%* | *0.07%* | *0.05%* |
| Non-interest income/operating income 非息收入占比 | 28.75% | 33.06% | 31.86% | 31.13% | 30.58% | *3.65%* | *4.30%* | *-1.20%* | *-0.73%* | *-0.55%* |
| Net fee income/operating income 净手续费收入占比 | 12.16% | 12.49% | 11.47% | 10.99% | 10.59% | *-0.51%* | *0.34%* | *-1.03%* | *-0.48%* | *-0.40%* |
| Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率 | 12.20% | 12.53% | 12.83% | 12.75% | 0.00% | *0.57%* | *0.33%* | *0.31%* | *-0.08%* | *-12.75%* |
| Tier 1 CAR 一级资本充足率 | 14.38% | 14.34% | 15.87% | 15.72% | 0.00% | *0.55%* | *-0.03%* | *1.52%* | *-0.15%* | *-15.72%* |
| CAR 资本充足率 | 18.76% | 18.85% | 18.84% | 18.58% | 0.00% | *1.03%* | *0.09%* | *-0.01%* | *-0.26%* | *-18.58%* |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

**表 8：上市银行估值比较表（收盘价日期：2026 年 9 月 29 日）**

| 上市银行 | 代码 | 收盘价（元） | 自由流通市值（亿元） | P/E(X) | | P/B(X) | | ROAE | | ROAA | | 股息收益率 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E | 26E | 27E |
| 建设银行 | 601939.SH | 11.03 | 787 | 8.34 | 8.01 | 0.78 | 0.73 | 9.6% | 9.4% | 0.75% | 0.74% | 3.5% | 3.7% |
| 中国银行 | 601988.SH | 6.65 | 813 | 8.85 | 8.34 | 0.75 | 0.70 | 8.7% | 8.7% | 0.68% | 0.66% | 3.4% | 3.7% |
| 交通银行 | 601328.SH | 7.62 | 1,750 | 7.25 | 6.92 | 0.56 | 0.53 | 7.9% | 7.8% | 0.63% | 0.62% | 4.3% | 4.4% |
| 邮储银行 | 601658.SH | 5.41 | 555 | 7.62 | 7.23 | 0.61 | 0.57 | 8.2% | 8.1% | 0.47% | 0.46% | 4.0% | 4.4% |
| 招商银行 | 600036.SH | 40.51 | 4,289 | 6.87 | 6.56 | 0.85 | 0.78 | 13.0% | 12.4% | 1.16% | 1.14% | 5.0% | 5.2% |
| 中信银行 | 601998.SH | 9.02 | 443 | 7.35 | 7.05 | 0.65 | 0.61 | 9.1% | 8.9% | 0.71% | 0.71% | 4.2% | 4.3% |
| 民生银行 | 600016.SH | 3.47 | 844 | 5.95 | 6.02 | 0.26 | 0.25 | 4.5% | 4.3% | 0.36% | 0.35% | 5.4% | 5.1% |
| 浦发银行 | 600000.SH | 9.18 | 1,103 | 6.31 | 6.01 | 0.40 | 0.38 | 6.4% | 6.4% | 0.51% | 0.50% | 4.6% | 4.8% |
| 兴业银行 | 601166.SH | 17.79 | 2,691 | 5.14 | 5.05 | 0.43 | 0.41 | 8.6% | 8.3% | 0.67% | 0.64% | 6.0% | 6.0% |
| 光大银行 | 601818.SH | 3.01 | 474 | 5.20 | 5.16 | 0.34 | 0.32 | 6.7% | 6.4% | 0.54% | 0.52% | 5.8% | 5.8% |
| 华夏银行 | 600015.SH | 6.21 | 317 | 4.66 | 4.53 | 0.30 | 0.29 | 6.6% | 6.5% | 0.48% | 0.45% | 6.8% | 5.7% |
| 平安银行 | 000001.SZ | 11.35 | 926 | 5.29 | 5.10 | 0.46 | 0.43 | 8.9% | 8.7% | 0.74% | 0.74% | 5.3% | 5.4% |
| 浙商银行 | 601916.SH | 2.87 | 417 | 6.58 | 6.56 | 0.42 | 0.40 | 6.6% | 6.3% | 0.39% | 0.38% | 4.9% | 4.9% |
| 南京银行 | 601009.SH | 11.79 | 623 | 6.47 | 5.91 | 0.74 | 0.68 | 11.9% | 12.0% | 0.73% | 0.69% | 4.7% | 5.1% |
| 宁波银行 | 002142.SZ | 34.81 | 1,177 | 7.20 | 6.34 | 0.93 | 0.84 | 13.6% | 13.9% | 0.86% | 0.85% | 3.4% | 3.9% |
| 江苏银行 | 600919.SH | 12.16 | 1,742 | 6.35 | 5.81 | 0.78 | 0.70 | 12.9% | 12.7% | 0.73% | 0.68% | 4.6% | 5.0% |
| 上海银行 | 601229.SH | 9.55 | 874 | 5.61 | 5.40 | 0.51 | 0.48 | 9.5% | 9.2% | 0.74% | 0.74% | 5.4% | 5.6% |
| 杭州银行 | 600926.SH | 16.81 | 826 | 6.06 | 5.43 | 0.82 | 0.73 | 14.2% | 14.2% | 0.84% | 0.84% | 3.9% | 4.4% |
| 苏州银行 | 002966.SZ | 9.23 | 339 | 7.35 | 6.65 | 0.76 | 0.71 | 10.8% | 11.0% | 0.72% | 0.69% | 3.9% | 4.3% |
| 成都银行 | 601838.SH | 18.88 | 411 | 5.93 | 5.53 | 0.82 | 0.74 | 14.5% | 14.0% | 0.95% | 0.92% | 4.9% | 5.1% |
| 重庆银行 | 601963.SH | 10.97 | 76 | 6.70 | 6.00 | 0.65 | 0.60 | 10.2% | 10.5% | 0.61% | 0.58% | 4.2% | 4.5% |
| 青岛银行 | 002948.SZ | 6.05 | 117 | 6.41 | 5.55 | 0.82 | 0.78 | 13.2% | 14.4% | 0.71% | 0.72% | 3.0% | 3.3% |
| 齐鲁银行 | 601665.SH | 6.94 | 291 | 6.87 | 5.97 | 0.80 | 0.73 | 12.1% | 12.8% | 0.76% | 0.75% | 3.6% | 4.1% |
| 厦门银行 | 601187.SH | 6.84 | 81 | 7.04 | 6.50 | 0.63 | 0.59 | 9.3% | 9.4% | 0.61% | 0.60% | 3.7% | 3.9% |
| 无锡银行 | 600908.SH | 5.84 | 89 | 5.63 | 5.40 | 0.53 | 0.49 | 9.7% | 9.4% | 0.81% | 0.78% | 4.3% | 4.4% |
| 常熟银行 | 601128.SH | 6.16 | 204 | 4.39 | 3.97 | 0.58 | 0.52 | 14.0% | 13.8% | 1.18% | 1.21% | 4.0% | 4.4% |
| 江阴银行 | 002807.SZ | 4.16 | 106 | 5.16 | 4.86 | 0.52 | 0.48 | 10.6% | 10.3% | 0.94% | 0.92% | 2.6% | 2.8% |
| 苏农银行 | 603323.SH | 4.43 | 85 | 4.56 | 4.30 | 0.48 | 0.44 | 10.9% | 10.6% | 0.90% | 0.89% | 4.3% | 4.5% |
| 张家港行 | 002839.SZ | 4.25 | 82 | 5.33 | 5.09 | 0.51 | 0.47 | 10.1% | 9.7% | 0.87% | 0.86% | 2.8% | 2.9% |
| 瑞丰银行 | 601528.SH | 5.04 | 86 | 5.00 | 4.91 | 0.47 | 0.43 | 9.7% | 9.1% | 0.79% | 0.73% | 4.2% | 4.2% |
| 紫金银行 | 601860.SH | 2.54 | 69 | 7.27 | 7.09 | 0.41 | 0.36 | 5.9% | 5.4% | 0.43% | 0.42% | 3.0% | 3.1% |
| 沪农商行 | 601825.SH | 8.58 | 483 | 6.60 | 6.40 | 0.61 | 0.57 | 9.5% | 9.2% | 0.79% | 0.77% | 5.1% | 5.2% |
| 渝农商行 | 601077.SH | 6.58 | 354 | 5.73 | 5.25 | 0.53 | 0.49 | 9.6% | 9.7% | 0.78% | 0.77% | 4.9% | 5.3% |
| | ***A 股板块平均*** | | | ***6.72*** | ***6.38*** | ***0.65*** | ***0.60*** | ***10.0%*** | ***9.8%*** | ***0.74%*** | ***0.72%*** | ***4.6%*** | ***4.7%*** |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

**证券分析师承诺**

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**与公司有关的信息披露**

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

**机构销售团队联系人**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swhysc.com |

**股票投资评级说明**

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|---|---|
| 买入（Buy） | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持（Outperform） | ：相对强于市场表现 5%～20%； |
| 中性（Neutral） | ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动； |
| 减持（Underperform） | ：相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|---|---|
| 看好（Overweight） | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性（Neutral） | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡（Underweight） | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。