

日本银行股投资指南——走出负利率的日本银行业（4）



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn

- 银行 | 资产负债表的变迁——走出负利率的日本银行业（1）(2024.08.29)
- 银行 | 保持合理利润的经验——走出负利率的日本银行业（2）(2024.09.12)
- 银行 | 处理坏账的经验——走出负利率的日本银行业（3）(2024.09.12)

更多作者及其他信息请见文末披露页

观点聚焦

投资建议

本篇报告为“走出负利率的日本银行业”系列报告第四篇，我们重点分析日本银行业经营现状、估值水平，以及三大银行基本面情况等，以便于投资者理解日本银行股的现状。

理由

关注日本银行股的投资机会。在本系列报告前三篇《[资产负债表变迁](#)》、《[保持合理利润的经验](#)》、《[处理坏账的经验](#)》中，我们回顾了自1990年以来日本银行业的经营下行压力和风险处置经验。在近二十年间（2002-2022）日本银行业营收几乎“零增长”，然而自2022年以来，受益于本轮全球加息周期，日本银行业的业绩开始迎来转折点，日本主要银行的营收规模和资产规模均创新高，息差也开始见底回升。

盈利和估值的修复周期。截至2024年8月末，日本东证银行指数2020年初至今累计上涨107%，实现超额收益49%。1）**盈利端：**受益于海外加息周期，日本银行业已连续3个财年实现利润正增长。其中，城市银行优先受益于海外加息周期，增速高于行业。2）**估值端：**日本银行板块估值也自底部修复，从1Q20的阶段低点0.3x P/B修复至当前0.7x P/B，但仍低于2000年以来的历史均值（1.0x P/B）。

三大城市银行：行业的压舱石。三菱日联金融集团、三井住友金融集团、瑞穗金融集团（均未覆盖）是日本市值最高的三家银行股，也是日本业务牌照较为丰富、海外布局相对完善的城市银行，同时在日本和美国双重上市。截至2023年7月末，三者合计在东证银行指数的权重接近70%、总资产规模占日本上市银行总资产的52%。过去二十年间，日本三大银行业务布局逐渐多元化，非息收入占比较高，且海外营收占比稳步提升，是日本银行业出海的主要机构之一。基于Bloomberg一致预期，截至2024.09.12，日本三大银行估值分别为：三菱日联（1.0x 2024e P/B）、三井住友（0.9x 2024e P/B）、瑞穗（0.8x 2024e P/B），在全球同等盈利水平银行中处于相对较高水平。

风险

日本经济超预期波动，日本央行货币政策超预期，资产质量超预期下行。

目录

日本银行业结构一览.....	4
日本银行股的盈利与估值修复周期.....	8
盈利端：日本银行业正迎来一轮盈利修复	8
估值端：日本银行股已开启估值修复	12
日本三大银行基本面概况	15
三菱日联金融集团（Mitsubishi UFJ Financial Group, 8306.T & MUFG.N, 未覆盖）	16
三井住友金融集团（Sumitomo Mitsui Financial Group, 8316.T & SMFG.N, 未覆盖）	22
瑞穗金融集团（Mizuho Financial Group, 8411.T & MFG.N, 未覆盖）	28
风险提示.....	34

图表

图表 1：日本银行业结构及主要银行类型数量.....	5
图表 2：日本各类型银行数量及占比	6
图表 3：日本各类型银行资产规模及占比	6
图表 4：日本银行业境内外资产及贷款占比（2023）	6
图表 5：日本三大银行海外收入占比	7
图表 6：日本东证银行指数历史绝对收益与相对收益走势	8
图表 7：日本银行业营业收入	9
图表 8：日本银行业净利润	9
图表 9：日本银行业收入结构	10
图表 10：日本各类型银行收入结构对比	11
图表 11：日本银行业主要收入增速	11
图表 12：东证银行指数 P/B-ROE 估值	12
图表 13：日本三大银行 P/B-ROE 估值国际对比	13
图表 14：东证银行指数分红比例与 ROE	13
图表 15：三菱日联分红与回购情况	13
图表 16：三井住友分红与回购情况	14
图表 17：瑞穗分红情况	14
图表 18：东证银行指数历史 P/B 走势（2000 年至今）	14
图表 19：东证银行指数前 20 大成分股	15
图表 20：三菱日联金融集团业务布局	16
图表 21：三菱日联金融集团股东类型	17
图表 22：三菱日联金融集团前十大股东	17
图表 23：三菱日联金融集团营收与利润	17
图表 24：三菱日联金融集团营收结构（2023 财年）	18
图表 25：三菱日联金融集团净利润结构（按业务分部，2023 财年）	18
图表 26：三菱日联金融集团 ROE 与 ROA	18
图表 27：三菱日联金融集团资产负债结构及同比增速	19
图表 28：三菱日联金融集团年化净息差	20
图表 29：三菱日联金融集团日本境内贷款结构（2023 财年）	20

图表 30: 三菱日联金融集团日本境外贷款结构 (2023 财年)	20
图表 31: 三菱日联金融集团 (8306.T) P/B Band	21
图表 32: 三菱日联金融集团 (8306.T) P/E Band	21
图表 33: 三井住友金融集团业务布局	22
图表 34: 三井住友金融集团股东结构	22
图表 35: 三井住友金融集团前十大股东	22
图表 36: 三井住友金融集团营业收入	23
图表 37: 三井住友金融集团营收结构 (2023 财年)	23
图表 38: 三井住友金融集团营收结构 (按业务分部, 2023 财年)	23
图表 39: 三井住友金融集团 ROE 与 ROA	24
图表 40: 三井住友金融集团资产负债结构及同比增速	25
图表 41: 三井住友金融集团净息差	26
图表 42: 三井住友金融集团日本境内贷款结构 (2023 财年)	26
图表 43: 三井住友金融集团境外贷款结构 (2023 财年)	26
图表 44: 三井住友金融集团 (8316.T) P/B Band	27
图表 45: 三井住友金融集团 (8316.T) P/E Band	27
图表 46: 瑞穗金融集团业务布局	28
图表 47: 瑞穗金融集团股东类型	29
图表 48: 瑞穗金融集团前十大股东	29
图表 49: 瑞穗金融集团营业收入及同比增速	29
图表 50: 瑞穗金融集团营收结构 (2023 财年)	30
图表 51: 瑞穗金融集团营收结构 (按业务分部, 2023 财年)	30
图表 52: 瑞穗金融集团 ROE 与 ROA	30
图表 53: 瑞穗金融集团资产负债结构及同比增速	31
图表 54: 瑞穗金融集团净息差	32
图表 55: 瑞穗金融集团日本境内贷款结构 (2023 财年)	32
图表 56: 瑞穗金融集团境外贷款结构 (2023 财年)	32
图表 57: 瑞穗金融集团中小企业及个人贷款规模与占比	33
图表 58: 瑞穗金融集团存款结构 (2023 财年)	33
图表 59: 瑞穗金融集团 (8411.T) P/B Band	33
图表 60: 瑞穗金融集团 (8411.T) P/E Band	33

日本银行业结构一览

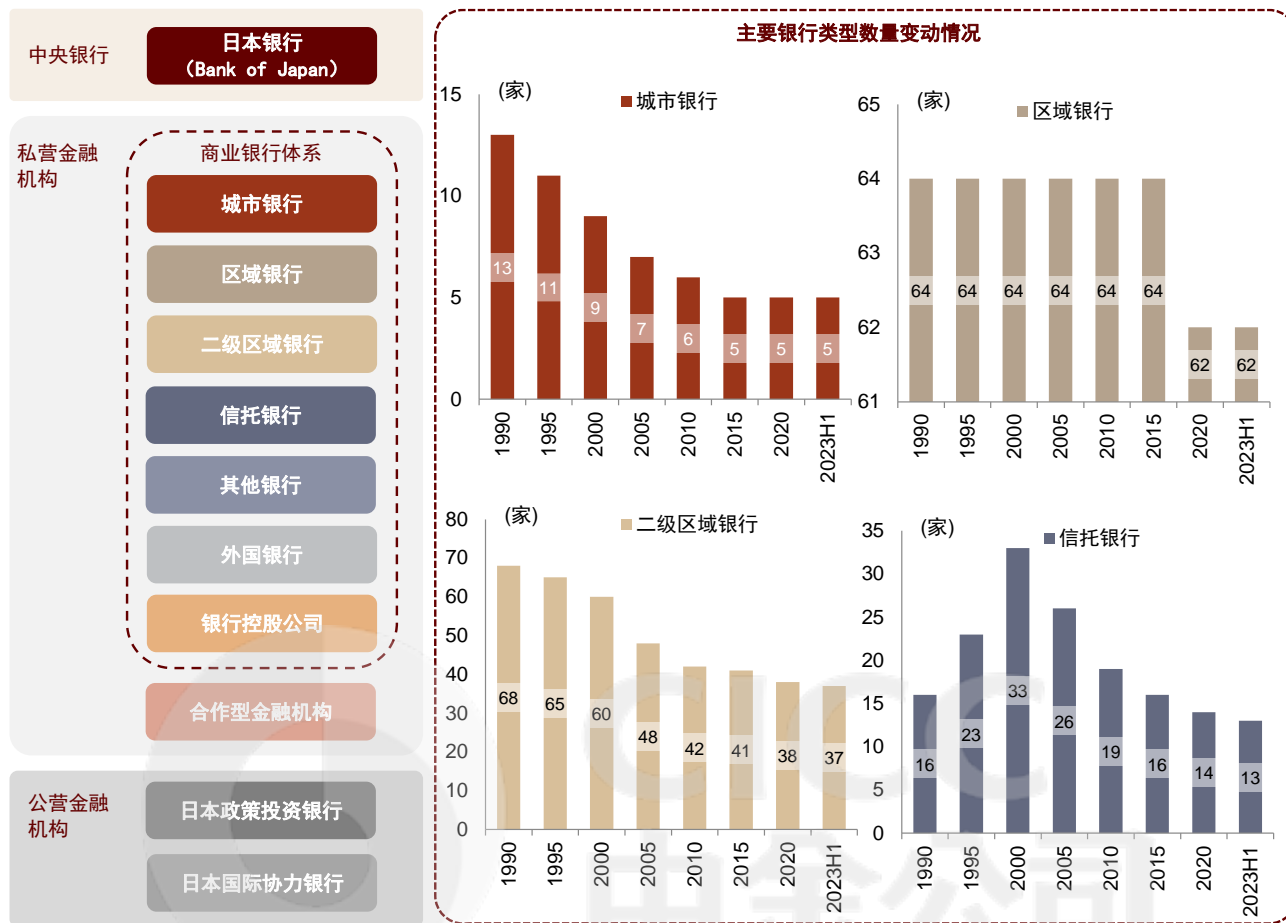
根据日本全国银行协会（Japanese Bankers Association），私营金融机构根据其业务职能或历史背景，一般可以分为城市银行、区域银行、第二区域银行、信托银行等。其中，城市银行和区域银行之间的区别不是基于法律，而是基于行政区划和统计习惯。具体来说：

- ▶ **城市银行（City banks）**：通常资产规模庞大，总部设在主要城市，并在东京、大阪等城市及其近郊设有分支机构。根据日本全国银行协会的统计口径，目前日本有 5 家城市银行，分别为瑞穗银行(Mizuho Bank)、三井住友银行(Sumitomo Mitsui Bank)、三菱日联银行(Mitsubishi UFJ Bank)、理索纳银行(Resona Bank)和埼玉理索纳银行 (Saitama Resona Bank)。
- ▶ **区域银行（Regional banks）**：此类银行总部通常设于各行政县之下的主要市¹，经营区域主要即在总部所在的行政县内，通常与当地企业和当地政府紧密合作。目前日本有 62 家区域银行。
- ▶ **二级区域银行（Regional banks II）**：1989 年 2 月后由互助储蓄银行转变而来，主要服务其所在地的小企业与居民。目前日本有 37 家二级区域银行。
- ▶ **信托银行（Trust banks）**：一般为日本主营信托业务的银行，既基于《银行法》获得银行经营许可证，又基于《兼营法》获得信托业务兼营许可。目前日本有 13 家信托银行。
- ▶ **其他银行（Other banks）**：主要包括从事结算业务的新型银行或互联网银行等。

此外，按照日本金融厅的统计口径（主要是基于牌照），截至 2024 年 5 月，日本各类型商业银行数量为：城市银行（4 家银行，将埼玉理索纳银行划分至其他银行）、区域银行（62 家）、二级区域银行（37 家）、信托银行（13 家）、其他银行（17 家）、银行控股公司（34 家）、外国银行（56 家）等。

¹ 按照日本行政区划，日本国内共 47 个一级行政区：分为 1 都（东京都）、1 道（北海道）、2 府（大阪府、京都府）和 43 县，并下设市、町、村。

图表 1：日本银行业结构及主要银行类型数量



注：数据截至 2023 年中报 (2023.09)

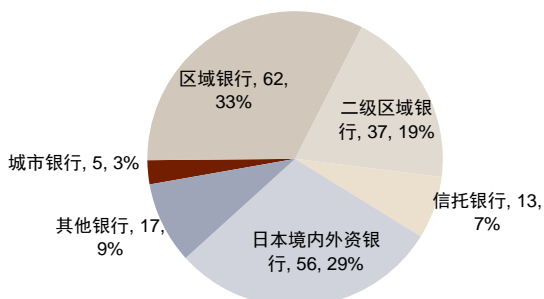
资料来源：日本全国银行协会，中金公司研究部

城市银行总资产规模约占日本银行业半数规模。自 1990 年以来，日本城市银行通过持续的并购整合，数量逐步从 1990 年的 13 家减少至 2015 年的 5 家，只占日本银行数量的 3%，但其规模体量却相当可观。根据日本全国银行协会及日本央行统计，截至 2023 年中报，日本的城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行、日本境内外资银行、其他银行的总资产规模分别为 714 万亿日元、415 万亿日元、82 万亿日元、117 万亿日元、85 万亿日元、67 万亿日元；占比分别为 48%、28%、6%、8%、6%、4%，日本 5 家城市银行几乎占据日本银行业半数资产规模。

城市银行是日本银行业境外扩张的主要机构。90 年代以来，日本国内长期低利率和通缩的经济环境对银行业的经营带来压力，日本银行业积极寻求“走出去”，尤其是规模较大、实力较强的城市银行，通过在境外设立分支机构、收购境外银行股权等方式布局海外市场。以日本三大银行为例，截至 2023 年 3 月，三菱日联、三井住友、瑞穗的海外收入占比分别达到 58%、53%、74%，成为银行营收的主要贡献之一。另据日本央行统计，截至 2023 年 12 月末，日本所有持牌银行的境外分支机构总资产规模 183 万亿日元，占比 13%；境外贷款规模 106 万亿日元，占比 18%。其中，城市银行的境外分支机构总资产 165 万亿日元，占比 23%；城市银行的境外贷款规模 99 万亿日元，占比 44%。

图表 2：日本各类型银行数量及占比

(家) 日本银行业结构（按数量，1H23）

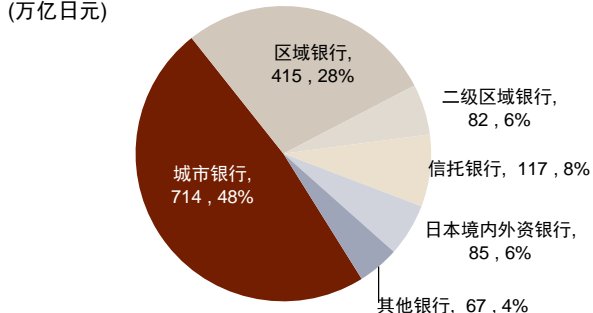


注：数据截至 2023 年中报（2023.09）

资料来源：日本全国银行协会，日本金融厅，中金公司研究部

图表 3：日本各类型银行资产规模及占比

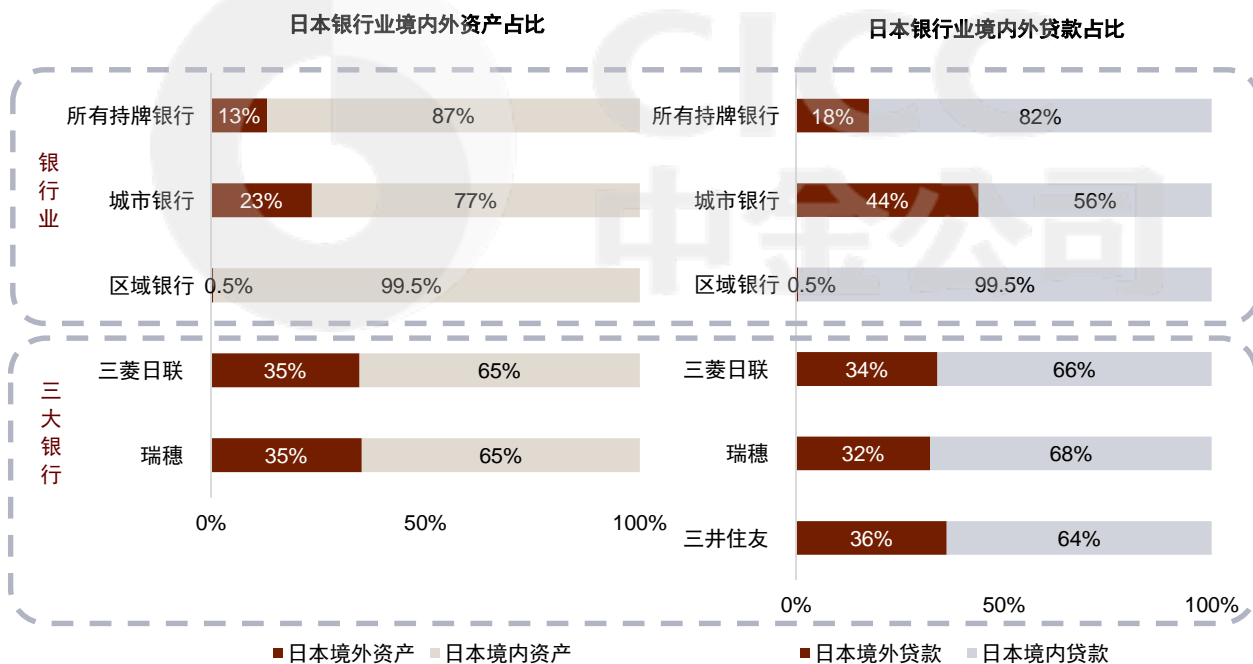
(万亿日元) 日本银行业结构（按总资产，1H23）



注：数据截至 2023 年中报（2023.09）

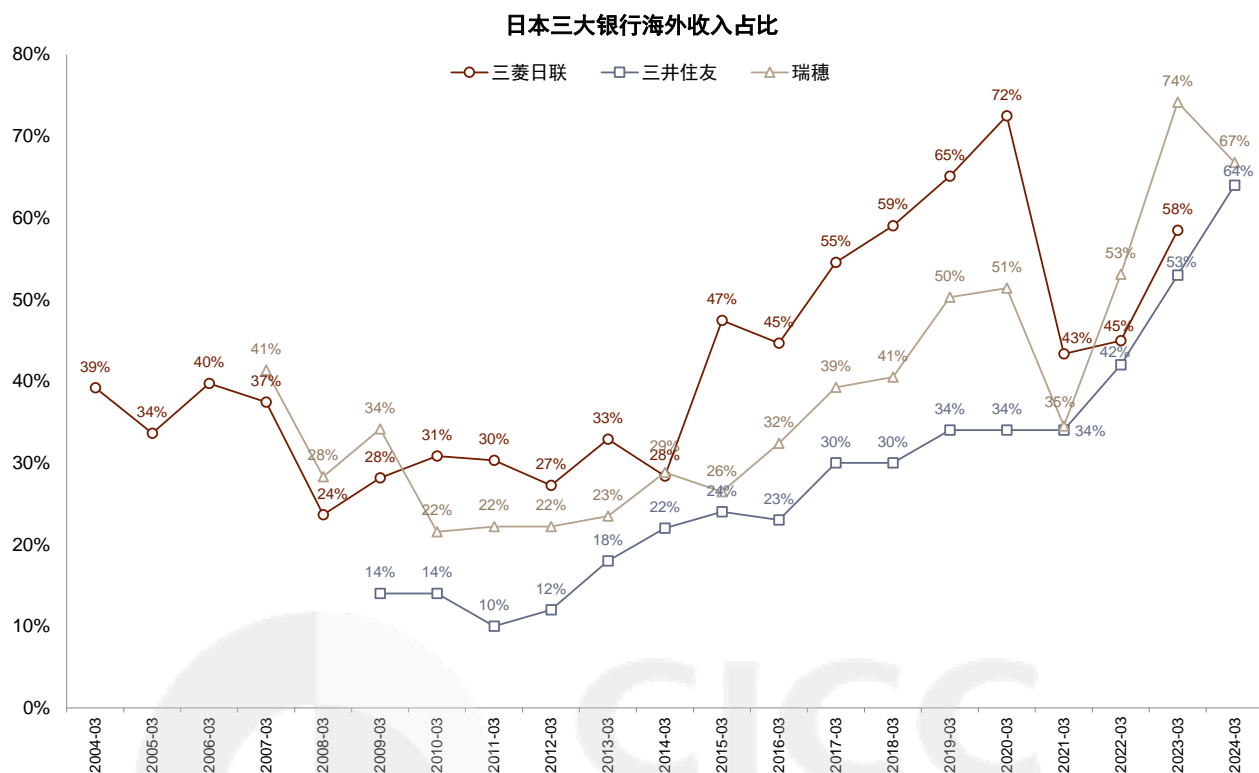
资料来源：日本全国银行协会，日本银行，CEIC，中金公司研究部

图表 4：日本银行业境内外资产及贷款占比（2023）



注：1) 所有持牌银行、城市银行、区域银行数据截至 2023.12；2) 三菱日联、瑞穗的资产数据截至 2023.03；3) 三菱日联、瑞穗、三井住友的贷款数据截至 2024.03
资料来源：日本银行，CEIC，公司公告，中金公司研究部

图表 5：日本三大银行海外收入占比



注：三井住友、瑞穗数据截至 2023 财报，三菱日联数据截至 2022 财报
资料来源：公司公告，中金公司研究部

日本银行股的盈利与估值修复周期

2020 年至今日本银行板块实现可观的绝对收益和相对收益。截至 2024 年 8 月 31 日，日本东证银行指数收盘 315 点，较 2020 年初的 152 点累计上涨 107%；而同期东证指数上涨 58%，东证银行指数实现超额收益 49%。我们认为，日本银行板块或正处于盈利和估值的修复周期。一方面，受益于海外加息周期，日本银行业已连续 3 个财年实现利润正增长；另一方面，日本银行板块的估值也自底部修复，估值从 1Q20 的阶段低点 0.31x P/B 修复至当前 0.71x P/B (2024.09.12)，但若回顾日本银行板块 2000 年至今的历史估值走势，当前板块估值仍较历史均值（0.98x P/B）有一定的空间。

图表 6：日本东证银行指数历史绝对收益与相对收益走势



注：以 1983 年初为起点，数据截至 2024.08，月频

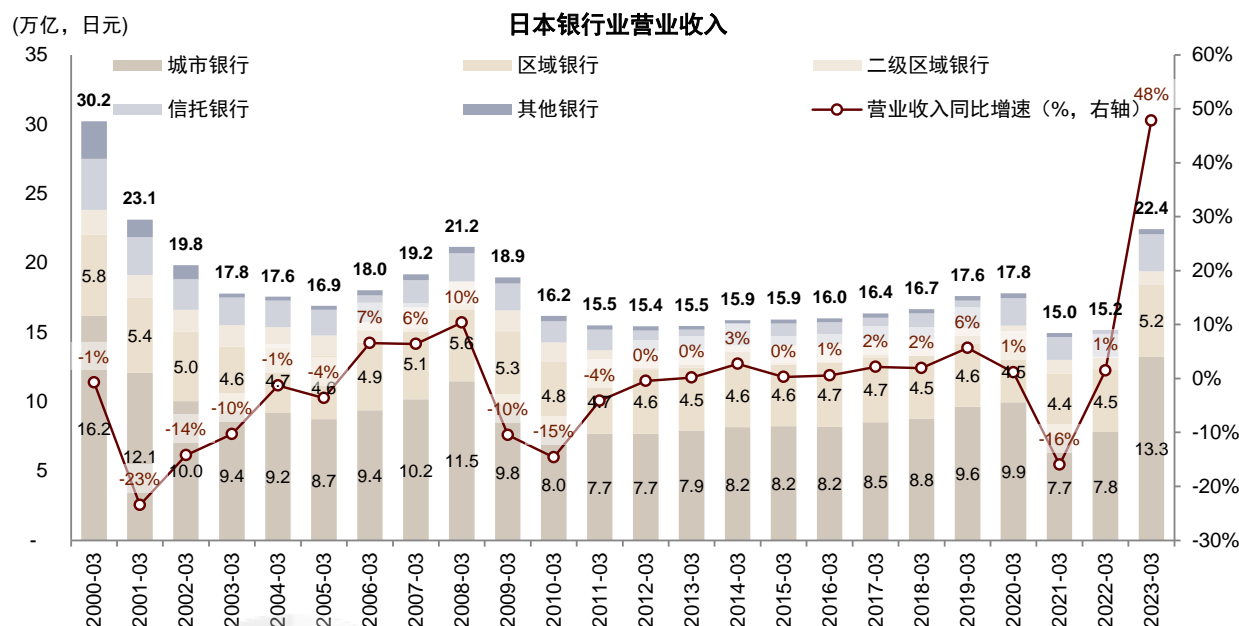
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

盈利端：日本银行业正迎来一轮盈利修复

日本银行业正迎来一轮盈利修复，城市银行优先受益于海外加息周期，增速高于行业。根据日本全国银行协会的统计，日本银行业已连续 3 个财年实现利润正增长。具体来说：

- ▶ 2022 财年（截至 2023.03）：日本银行业实现营业收入 22.4 万亿日元，同比增长 48%，其中城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行分别同比增长 70%、15%、3%、62%；实现净利润 3.4 万亿日元，同比增长 54%，城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行分别同比增长 120%、3%、-7%、1%。其中，受益于较高的海外资产占比，在本轮海外加息周期中，城市银行的境外息差提升带动收入增速跑赢行业。
- ▶ 2023 财年中报（截至 2023.09）：日本银行业实现营业收入 14.8 万亿日元，同比增长 39%，其中城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行分别同比增长 56%、6%、6%、36%；实现净利润 1.2 万亿日元，同比下降 0.5%，城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行分别同比变动+9%、-4%、-15%、-41%。

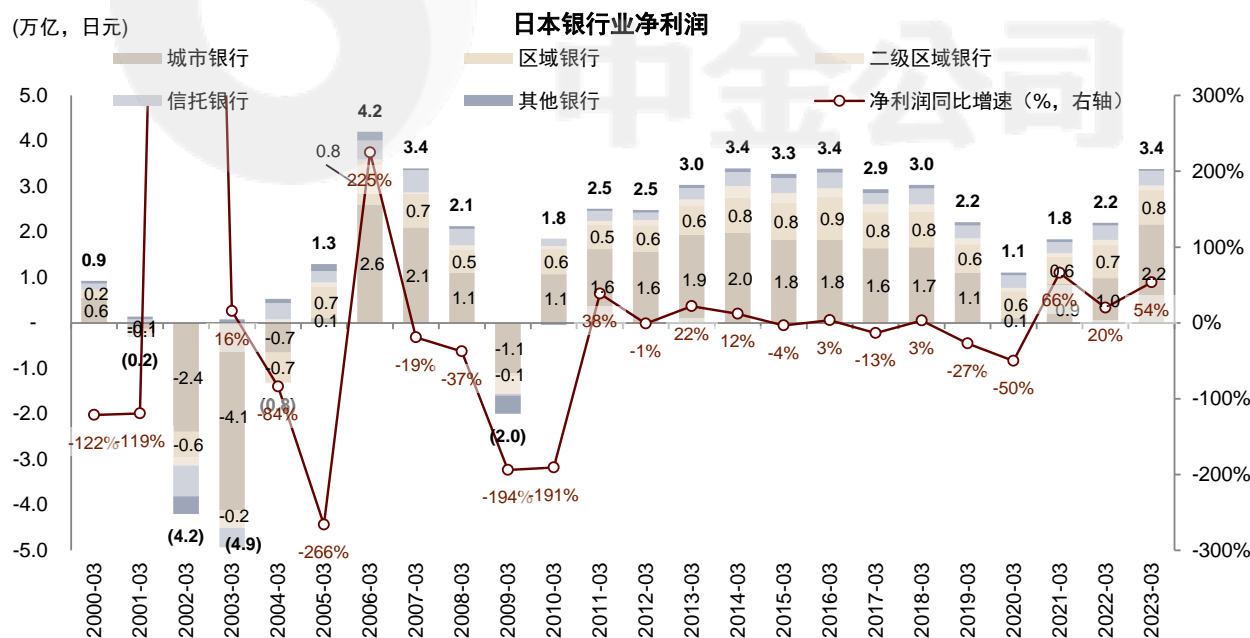
图表 7：日本银行业营业收入



注：数据截至 2022 财年（2023.03）

资料来源：日本全国银行协会，CEIC，中金公司研究部

图表 8：日本银行业净利润



注：数据截至 2022 财年（2023.03）

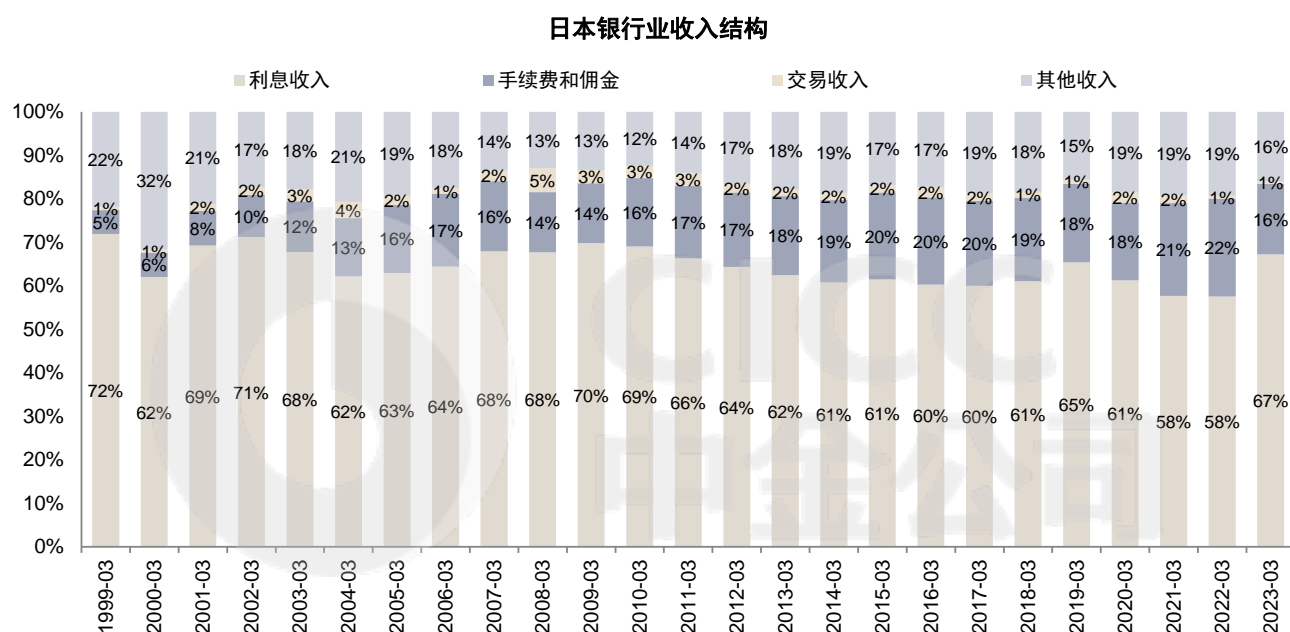
资料来源：日本全国银行协会，CEIC，中金公司研究部

非息收入的营收贡献持续提升，以抵御长周期的息差下行。在过往长期的低利率环境中，日本的银行除了积极“走出去”，也在不断寻求拓展非息业务以弥补持续收窄的息差空间。过去 30 年间，日本银行业手续费及佣金净收入同比增速在多数年份均高于利息净收入（仅 2007-2009 年出现手续费收入增速大幅下滑）。1999 年，日本银行业利息收入占比高达 72%，而 2022 年这

一比例已下降至 58%；与此同时，手续费及佣金收入占比从 1999 年的 5%提升至 2022 年度 22%。

本轮加息周期中，利息收入对营收的贡献开始出现一定的回升。2022 财年日本银行业利息收入、手续费和佣金收入、交易收入、其他收入分别为 15.1 万亿日元、3.6 万亿日元、0.1 万亿日元、3.7 万亿日元，分别同比增长 73%、7%、35%、22%；营收贡献为 67%、16%、1%、16%，分别同比+9.6ppt、-6.2ppt、-0.1ppt、-3.4ppt。分银行类型来看，2022 财年日本的城市银行、区域银行、二级区域银行、信托银行的利息收入占比分别为 69%、67%、74%、55%，其中信托银行的差异主要在于其较高的信托费收入占比（此处计入其他收入）；各类银行的手续费和佣金收入占比则基本接近，约 16%-18%区间。

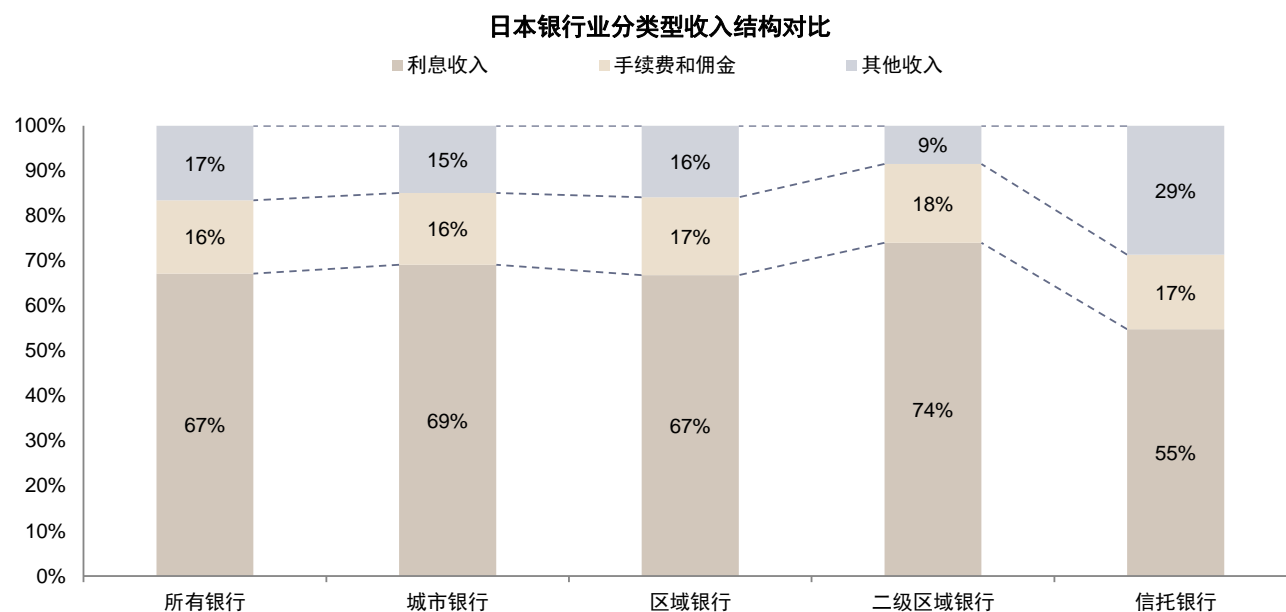
图表 9：日本银行业收入结构



注：数据截至 2022 财年（2023.03）

资料来源：日本全国银行协会，CEIC，中金公司研究部

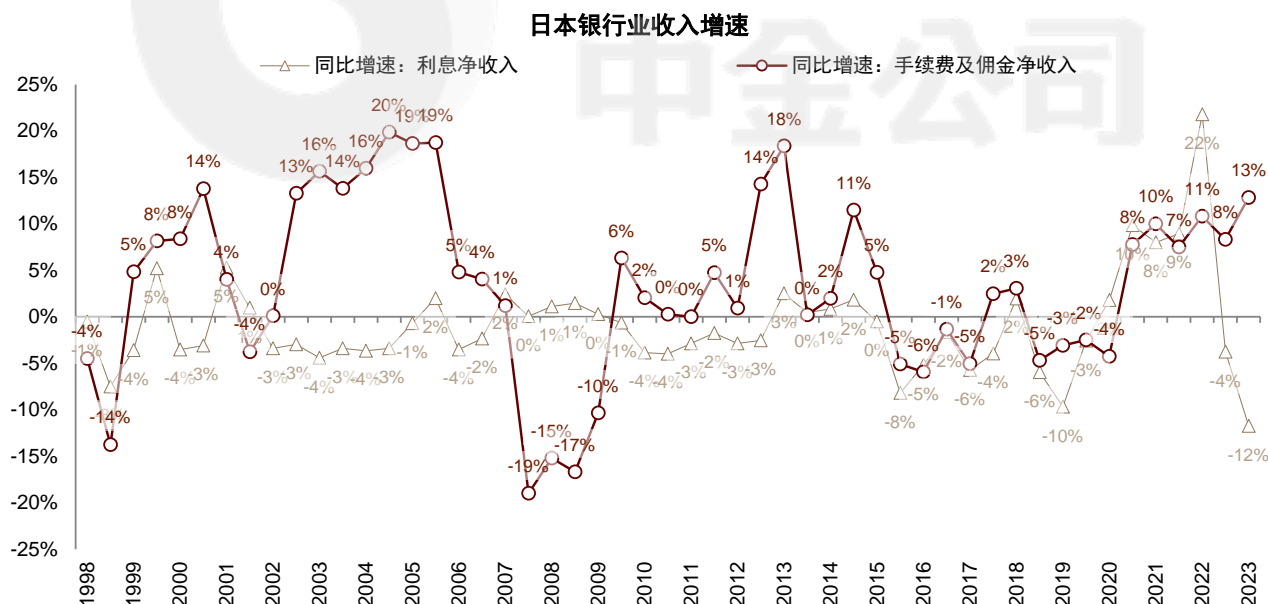
图表 10：日本各类型银行收入结构对比



注：数据截至 2022 财年（2023.03）

资料来源：日本全国银行协会，CEIC，中金公司研究部

图表 11：日本银行业主要收入增速



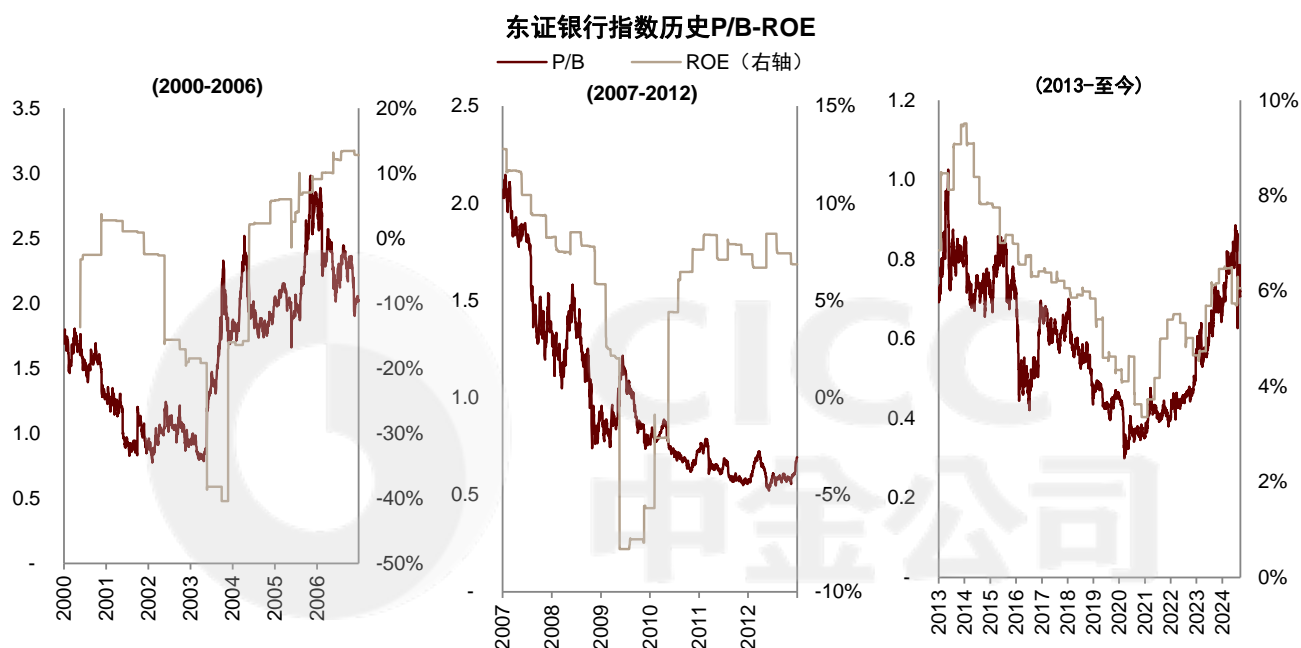
注：1）数据截至 2023.09；数据频率为半年度；2）此处均为扣除相应利息支出、手续费及佣金支出后的净收入

资料来源：日本全国银行协会，CEIC，中金公司研究部

估值端：日本银行股已开启估值修复

截至 2024 年 9 月 12 日收盘，东证银行指数平均 ROE 自 4Q20 触及阶段低点 3.4% 后波动回升，当前东证银行指数平均 ROE 为 6.1%，较 4Q20 上涨 2.7ppt，东证银行指数的估值也随之稳步修复，从 1Q20 的阶段低点 0.31x P/B 修复至当前 0.71x P/B。目前，日本三大银行估值分别为：三菱日联（1.0x 2024e P/B）、三井住友（0.9x 2024e P/B）、瑞穗（0.8x 2024e P/B），在全球同等盈利水平银行中处于较高水平。但另一方面，回顾日本银行板块 2000 年至今的历史估值走势，当前板块估值仍处于相对低位。2000 年至今，日本东证银行指数平均交易在 0.98x P/B，当前估值 0.71x P/B 仍较历史均值有一定的空间。

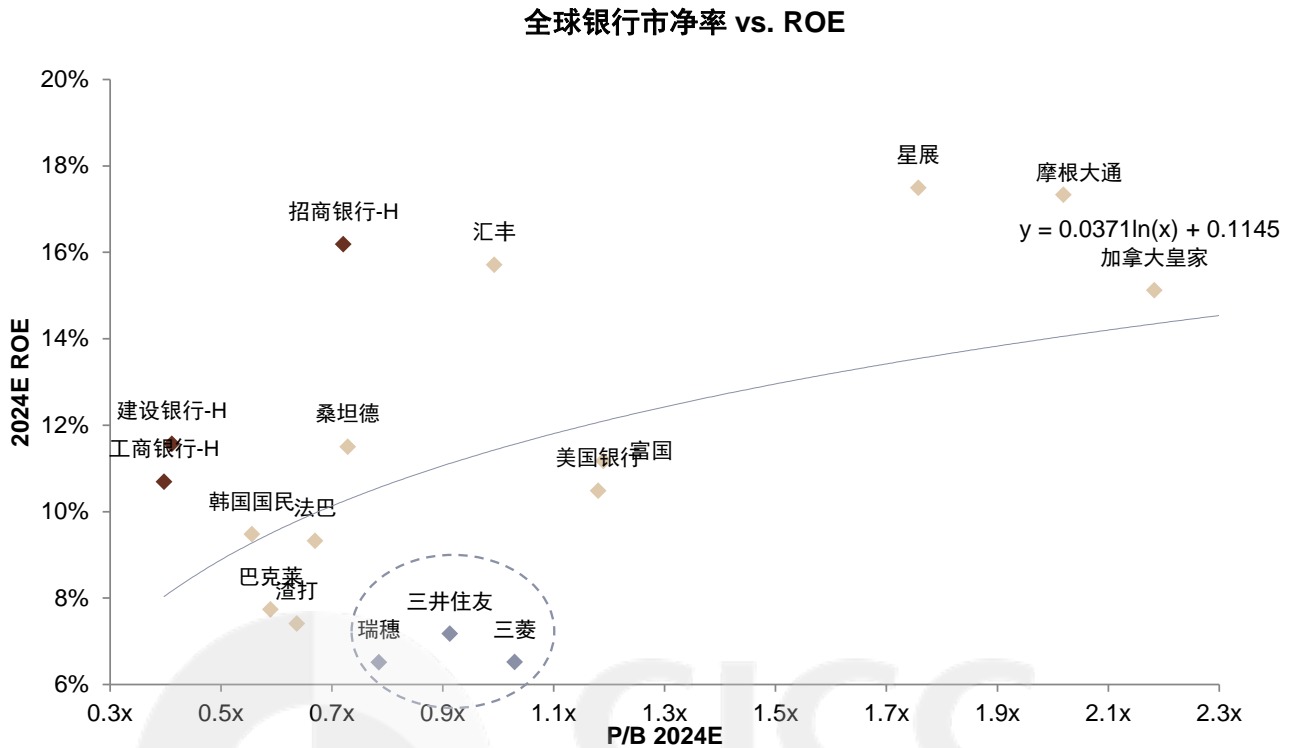
图表 12：东证银行指数 P/B-ROE 估值



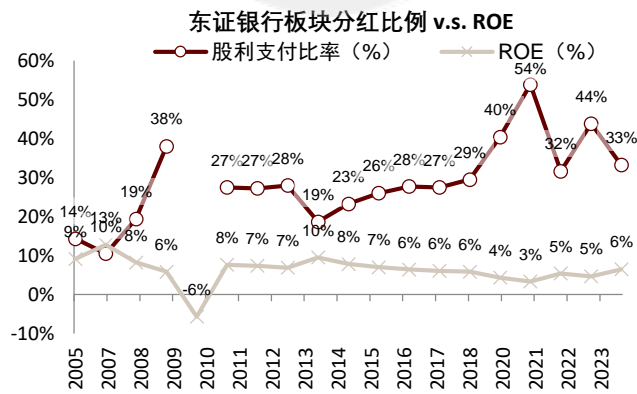
注：数据截至 2024.09.12

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

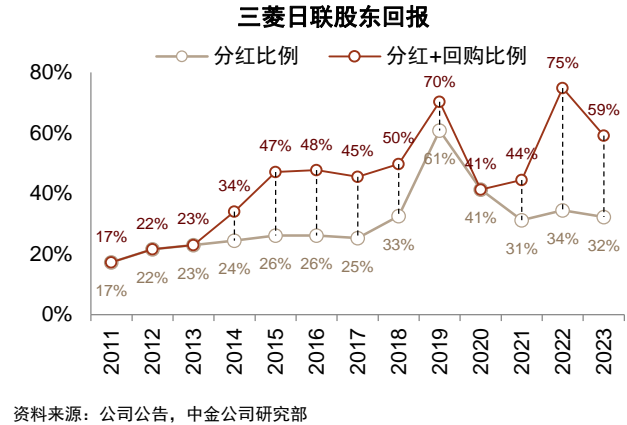
图表 13：日本三大银行 P/B-ROE 估值国际对比



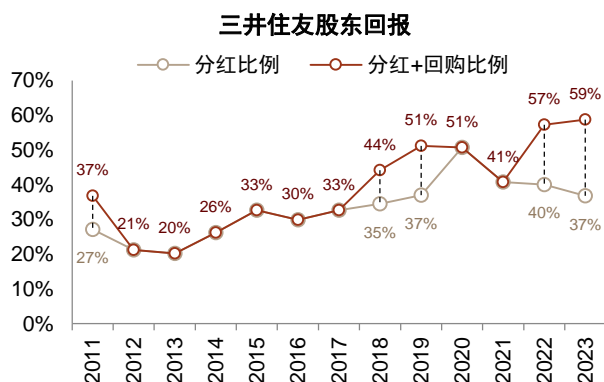
图表 14：东证银行指数分红比例与 ROE



图表 15：三菱日联分红与回购情况

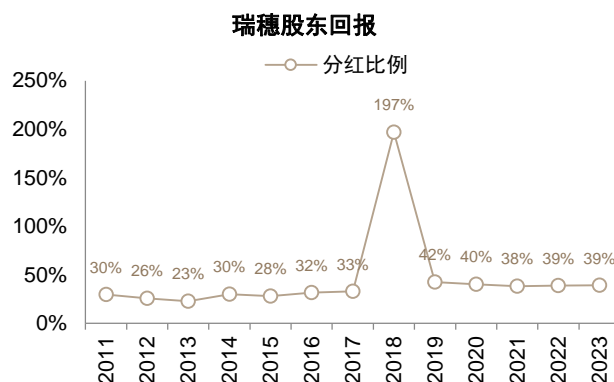


图表 16：三井住友分红与回购情况



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 17：瑞穗分红情况



注：瑞穗无回购

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 18：东证银行指数历史 P/B 走势（2000 年至今）



注：数据截至 2024.09.12

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

日本三大银行基本面概况

日本三大银行集团（三菱日联金融集团、三井住友金融集团、瑞穗金融集团）是日本市值领先、国际化程度较高的三家银行股，均在日本和美国两地上市。截至 2024 年 7 月 31 日，在东证银行指数 78 家成分股中，三大银行的指数权重均超过 10%，三者合计权重接近 70%，是日本银行指数的主要构成；三者的总资产规模超过日本上市银行总资产的 52%，可以说是日本银行业的压舱石。

图表 19：东证银行指数前 20 大成分股

代码	名称	股价（日元/股）	总市值（十亿日元）	指数权重	P/B	P/E	ROA（2023财年）	ROE（2023财年）	股息率	总资产（2023财年，十亿日元）
1	8306 JT Equity 三菱日联金融集团	1,750	21,591	32.0%	1.0	14.1	0.4%	8.1%	2.9%	403,703
2	8316 JT Equity 三井住友金融集团	10,915	14,383	22.9%	1.0	15.1	0.3%	7.0%	2.0%	295,237
3	8411 JT Equity 瑞穗金融集团	3,448	8,755	14.0%	0.8	12.1	0.3%	7.3%	3.3%	292,302
4	7182 JT Equity 日本邮政银行有限公司	1,576	5,700	5.2%	0.59	16.0	0.2%	3.7%	3.3%	233,908
5	8309 JT Equity 三井住友信托控股株式会社	3,841	2,771	4.1%	0.88	25.4	0.1%	3.7%	3.5%	77,191
6	8308 JT Equity 理索纳控股株式会社	1,092	2,537	3.8%	0.93	14.3	0.2%	6.7%	2.1%	76,611
7	7186 JT Equity Concordia金融集团有限公司	960	1,121	1.5%	0.87	16.8	0.3%	5.5%	2.7%	24,382
8	8331 JT Equity 千叶银行	1,429	1,165	1.2%	0.86	16.5	0.3%	5.6%	2.5%	21,324
9	8354 JT Equity 福岡金融集团	4,273	817	1.1%	0.79	13.2	0.2%	6.4%	3.0%	32,650
10	5844 JT Equity Kyoto Financial Group Inc	2,840	856	1.1%	0.73	26.7	0.3%	3.0%	2.1%	11,577
11	5831 JT Equity Shizuoka Financial Group Inc	1,518	880	1.0%	0.69	14.6	0.4%	4.9%	3.2%	16,142
12	7167 JT Equity Mebuki金融集团株式会社	635	646	0.9%	0.65	15.3	0.2%	4.6%	2.2%	21,786
13	8359 JT Equity 八十二银行	1,081	555	0.7%	0.47	14.0	0.3%	3.7%	2.4%	14,828
14	8334 JT Equity 群馬银行	1,034	440	0.6%	0.71	13.2	0.3%	5.7%	2.7%	10,818
15	8418 JT Equity 山口金融集团公司	1,888	443	0.6%	0.63	16.6	0.2%	4.0%	3.2%	12,549
16	5830 JT Equity Iyogin Holdings Inc	1,523	477	0.5%	0.55	11.8	0.4%	4.9%	2.6%	9,258
17	7180 JT Equity 九州金融集团股份有限公司	934	433	0.5%	0.56	15.3	0.2%	3.9%	1.9%	13,521
18	8304 JT Equity 青空银行有限公司	2,508	351	0.5%	0.76	N.A.	-0.7%	-12.1%	1.5%	7,603
19	7337 JT Equity 广岛银行	1,233	385	0.5%	0.70	13.7	0.2%	5.4%	3.2%	12,790
20	5838 JT Equity 乐天银行株式会社	3,370	588	0.5%	2.26	17.0	0.3%	14.5%	N.A.	13,480
东证银行指数（78家）			70,767	100%	0.90	14.8	0.3%	6.6%	2.7%	1,882,767

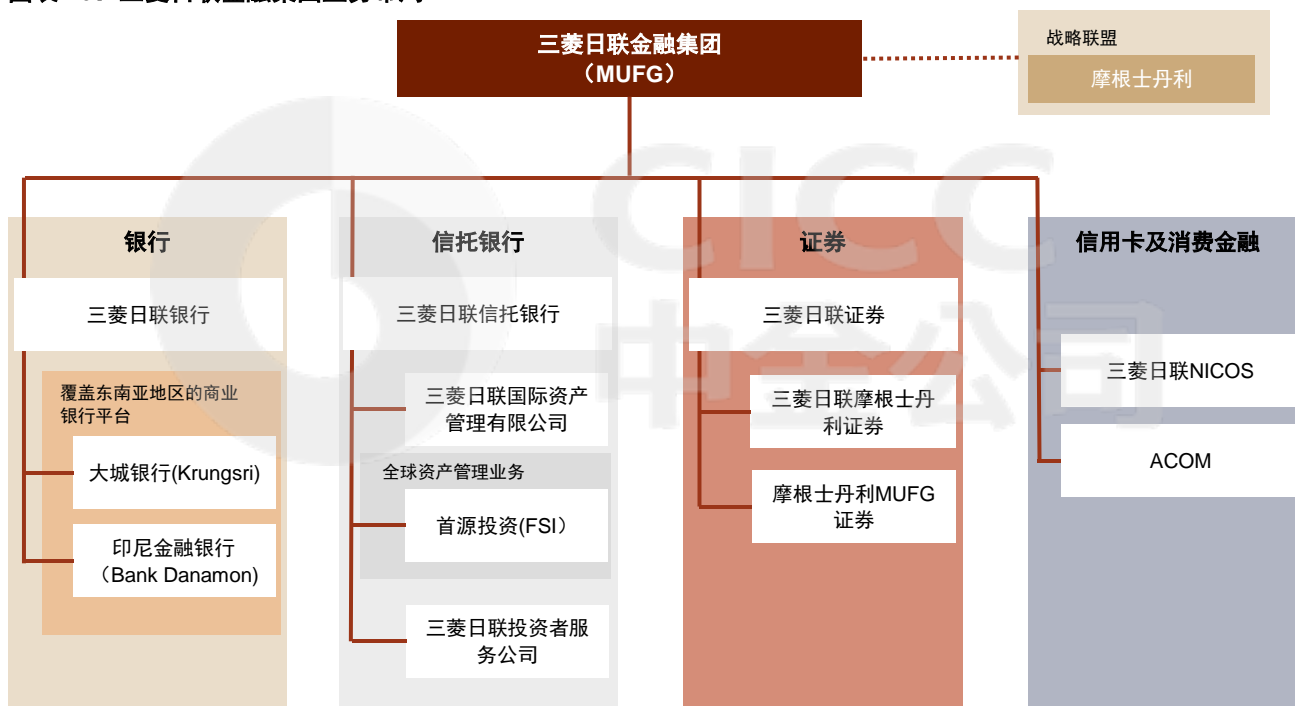
注：数据截至 2024.07.31

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

三菱日联金融集团（Mitsubishi UFJ Financial Group, 8306.T & MUFG.N，未覆盖）

三菱日联金融集团是日本资产规模最大的上市金融控股集团²，也是全球领先的综合型金融集团之一。三菱日联金融集团总部位于东京，2005 年由三菱东京金融集团（MTFG）和日联控股（UFJ Holding）合并而来，其前身拥有超过 360 年的历史，提供包括商业银行、信托银行、证券、信用卡、消费金融、资产管理和租赁在内的金融服务。三菱日联金融集团于 2008 年投资 90 亿美元入股摩根士丹利（持股 21%），双方在多个业务领域形成战略合作；2012 年开始拓展东南亚地区，先后收购泰国大城银行、印尼金融银行等机构。目前，三菱日联金融集团是日本拥有最庞大海外网络的金融机构之一，根据公司财报，截至 2023 年 3 月末，其在全球超过 50 个国家拥有约 2400 个办事处。三菱日联金融集团的股票在东京、名古屋、纽约三地证券交易所上市，股权结构相对分散，截至 2023 财年末，三菱日联的主要投资者类型为海外公司（33.87%）、金融机构（30.68%）、个人及其他（17.94%）。

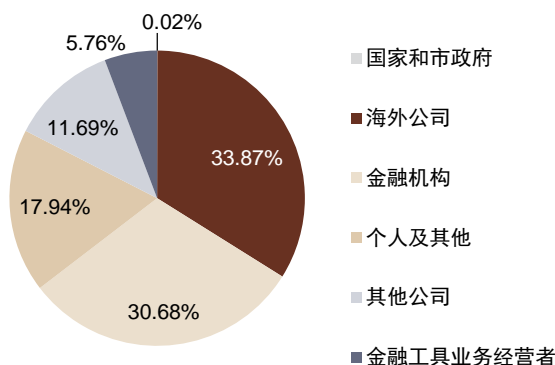
图表 20：三菱日联金融集团业务布局



注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

² 以 Bloomberg 最新市值统计。

图表 21：三菱日联金融集团股东类型



注：1) 数据截至 2023 财年；2) 金融工具业务经营者指根据日本《金融工具和交易法 FIEA》第 29 条在总理处注册的从事金融工具业务的人
资料来源：公司官网，中金公司研究部

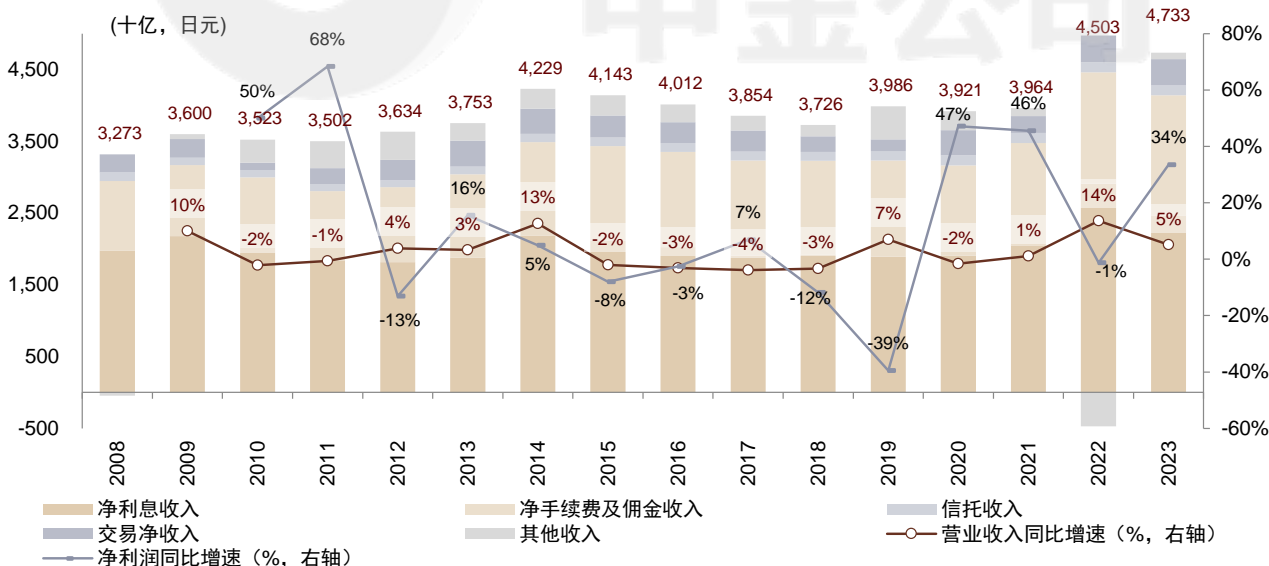
图表 22：三菱日联金融集团前十大股东

股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1 日本万事达信托银行 (信托账户)	1,827,847,300	15.55%
2 日本托管银行 (信托账户)	657,884,500	5.59%
3 纽约梅隆银行 (作为DR持有人的存托银行)	237,478,862	2.02%
4 道富银行西部客户	228,117,391	1.94%
5 SSBTC客户综合帐户	195,443,497	1.66%
6 日本万事达信托银行 (明治安田人寿保险公司退休福利信托账户)	175,000,000	1.48%
7 摩根大通银行	159,326,950	1.35%
8 挪威政府	157,536,315	1.34%
9 丰田汽车公司	149,263,153	1.26%
10 日本生命保险公司	142,562,953	1.21%
前十大股东合计	3,930,460,921	33.40%

注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司官网，中金公司研究部

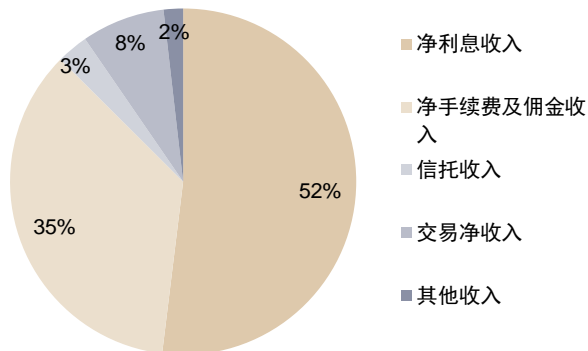
三菱日联金融集团 2023 财年实现营业收入 4.7 万亿日元，同比增长 5%，收入规模创历史新高。其中，净利息收入、信托收入、净手续费及佣金收入、交易净收入分别同比-15%、-1%、+8%、-1%。从收入结构上看，净利息收入、净手续费和佣金收入是营收的主要贡献，占比分别为 52%、35%；但交易净收入是近年来增速最快的业务，2018-2023 财年 CAGR 为 11% (vs. 营收 CAGR 5%)。从各主要业务分部的净利润贡献来看，日本公司&投资银行 (JCIB)、摩根士丹利 (MS)、零售&商业银行 (R&C) 的占比较高，分别为 29%、27%、11%。

图表 23：三菱日联金融集团营收与利润



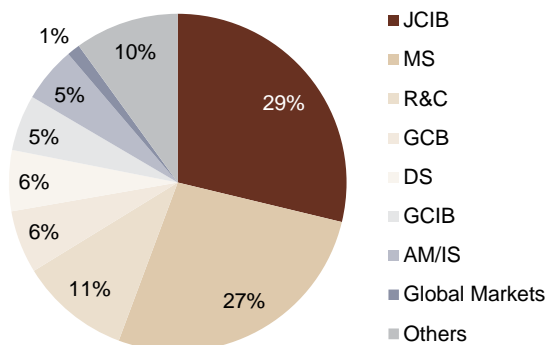
注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 24：三菱日联金融集团营收结构（2023 财年）



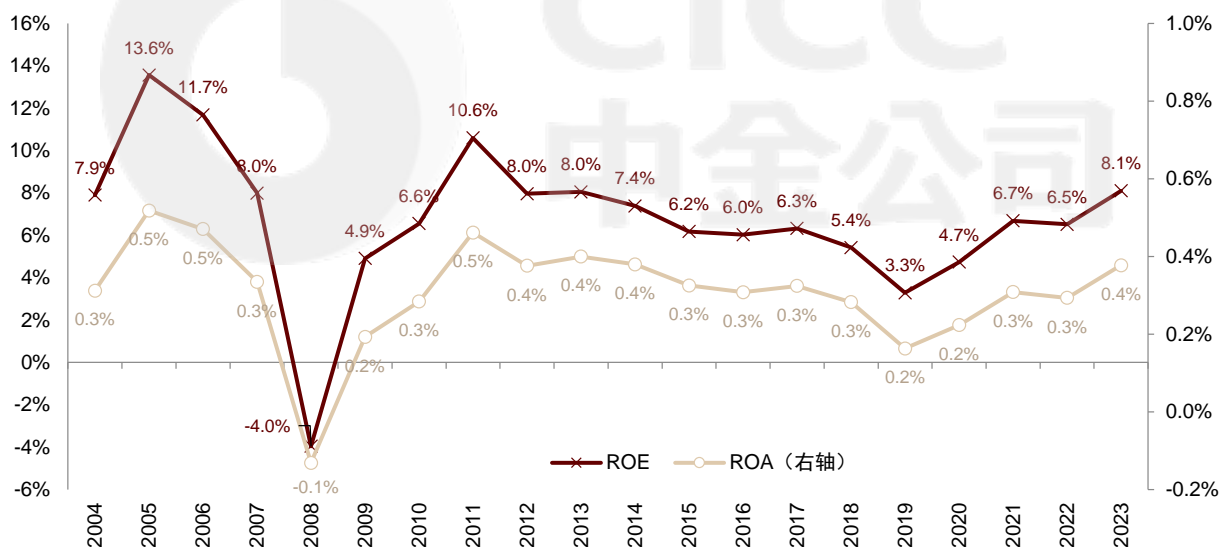
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 25：三菱日联金融集团净利润结构（按业务分部，2023 财年）



注：业务分部分别为：日本公司&投资银行（JCIB）、摩根士丹利（MS）、零售&商业银行（R&C）、全球商业银行（GCB）、数字服务（DS）、全球企业&投资银行（GCIB）、资产管理&投资者服务（AM、IS）、全球市场（Global markets）等
资料来源：公司公告，中金公司研究部

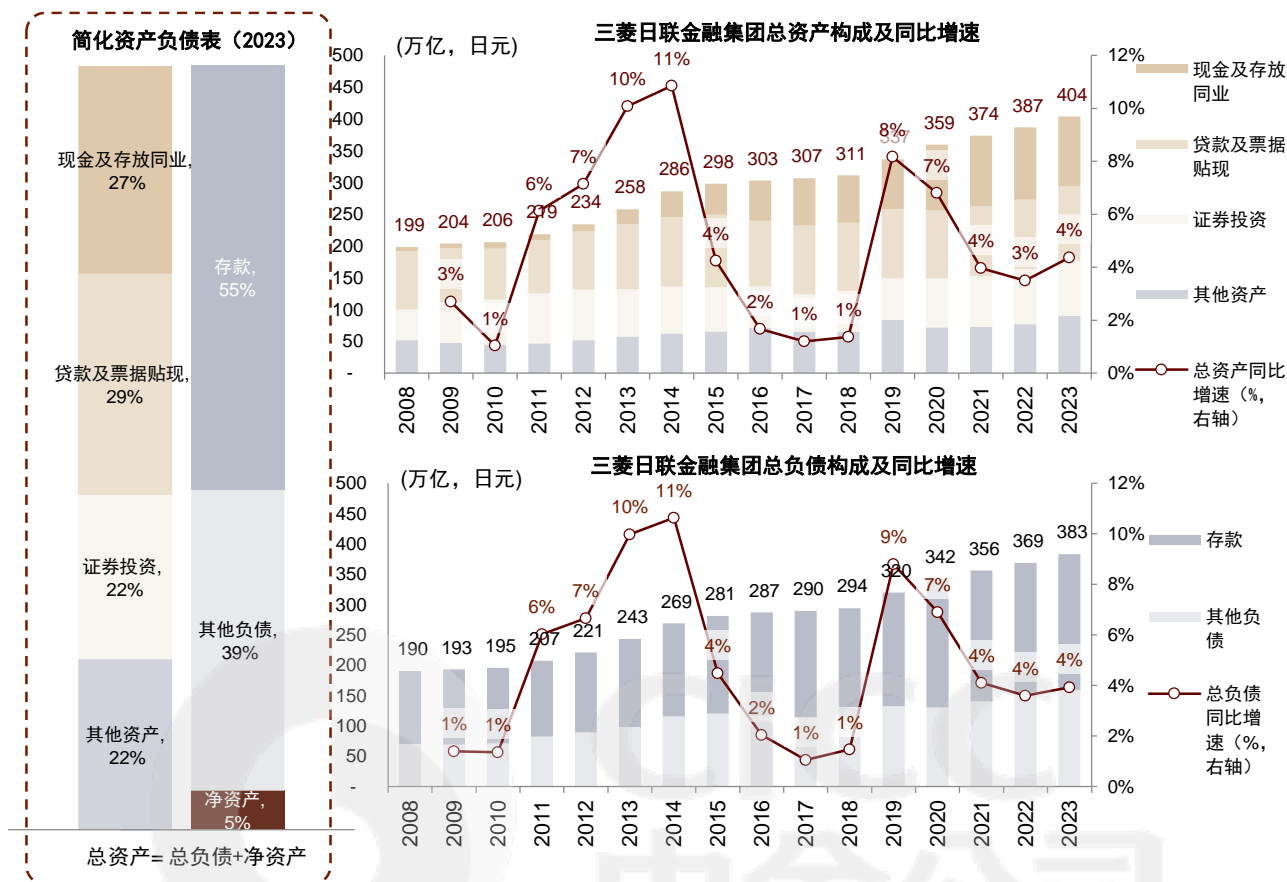
图表 26：三菱日联金融集团 ROE 与 ROA



注：1) 数据截至 2023 财年；2) ROE 为 JPX basis
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从资产端来看，截至 2023 财年末，三菱日联金融集团总资产为 404 万亿日元，同比增长 4%，规模稳步增长。其中，现金及存放同业 110 万亿日元、贷款及票据贴现 117 万亿日元、证券投资 87 万亿日元（包含日本股票 6 万亿日元、日本政府债券 36 万亿日元、外国债券 26 万亿日元），三者分别占总资产 27%、29%、22%。从负债端来看，截至 2023 财年末，三菱日联金融集团总负债 383 万亿日元，同比增长 4%。其中，存款 224 万亿日元，其他负债 159 万亿日元，分别占总资产的 55%、39%。此外，净资产 21 万亿日元，占总资产的 5%。

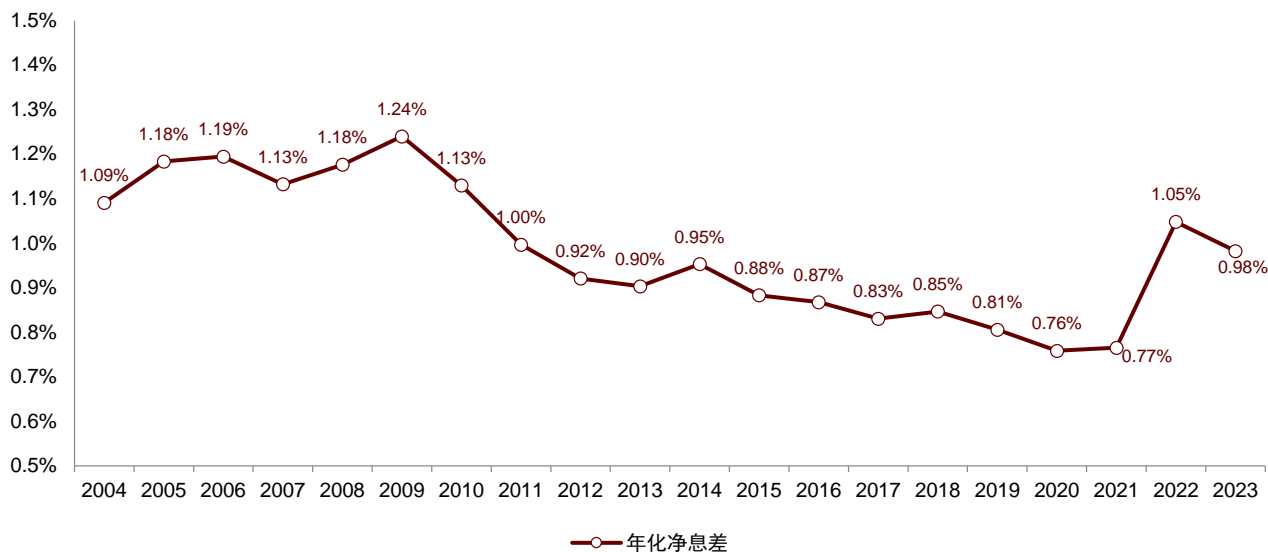
图表 27：三菱日联金融集团资产负债结构及同比增速



注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

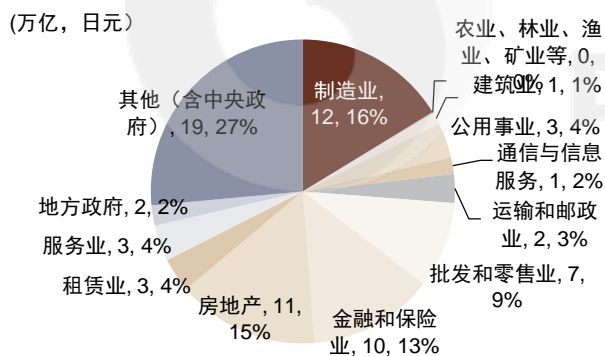
三菱日联金融集团 2023 财年年化净息差为 0.98%，较 2022 财年下行 7bps。其中，三菱日联境内贷款、境外贷款占比分别约为 60%和 40%。1) 日本境内贷款：2021-2023 财年平均贷款收益率为 0.79%、0.81%、0.89%，平均存款成本率均为 0.00%，存贷利差为 0.79%、0.81%、0.89%。行业投向主要为制造业（16%）、房地产（15%）、金融与保险（13%）、批发与零售（9%）等；中小企业贷款约占境内总贷款的 58%。2) 日本境外贷款：2021-2023 财年平均存贷利差为 1.08%、1.58%、1.68%。区域分布上，以美洲（35%）、亚洲-大洋洲（31%）、欧洲、中东和非洲（18%）等市场为主。

图表 28：三菱日联金融集团年化净息差



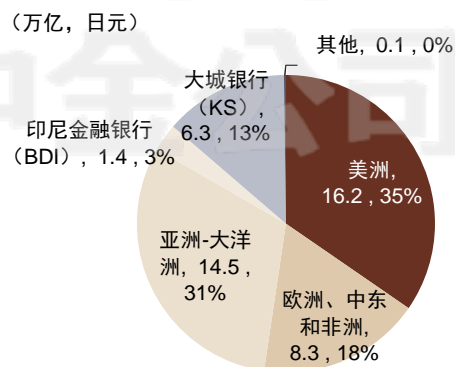
注：数据截至 2023 财年
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 29：三菱日联金融集团日本境内贷款结构（2023 财年）



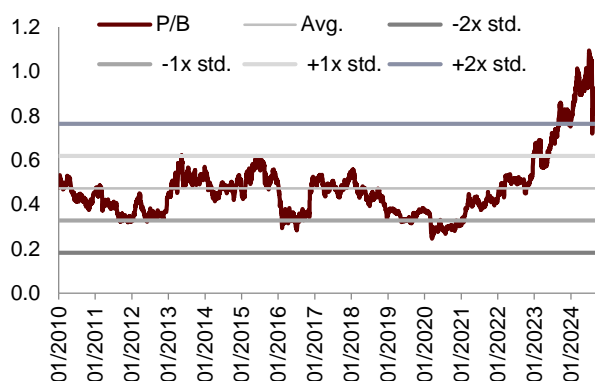
注：此处为三菱日联银行和信托银行合并数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30：三菱日联金融集团日本境外贷款结构（2023 财年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

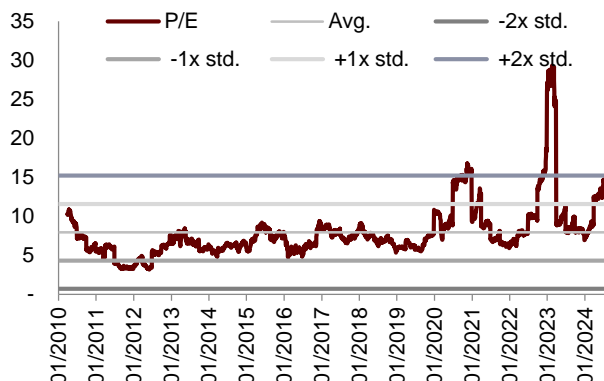
图表 31：三菱日联金融集团（8306.T）P/B Band



注：数据截至 2024.09.12

资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表 32：三菱日联金融集团（8306.T）P/E Band



注：数据截至 2024.09.12

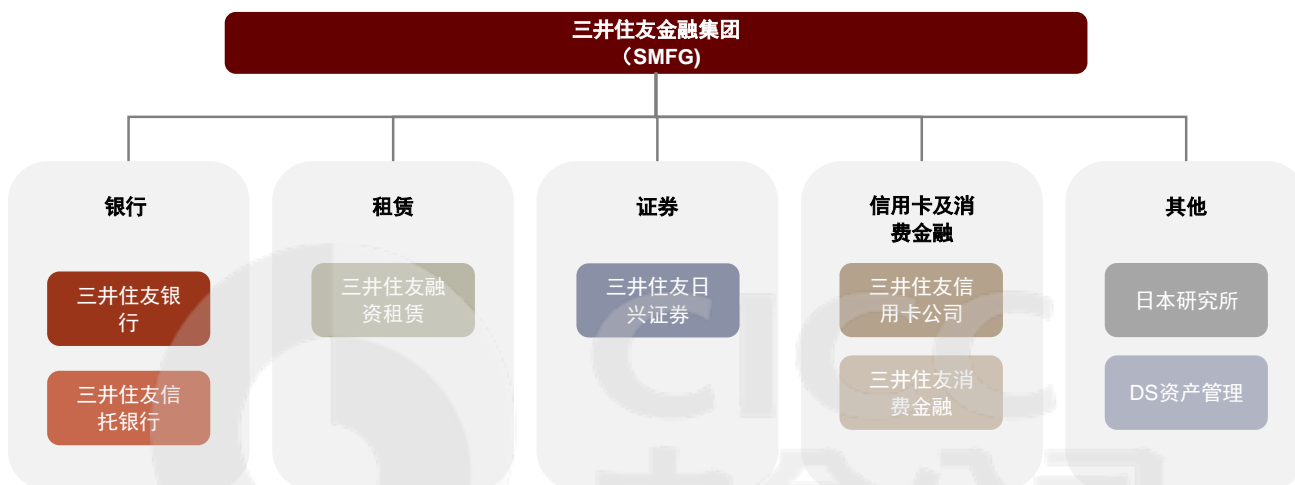
资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部



三井住友金融集团（Sumitomo Mitsui Financial Group, 8316.T & SMFG.N, 未覆盖）

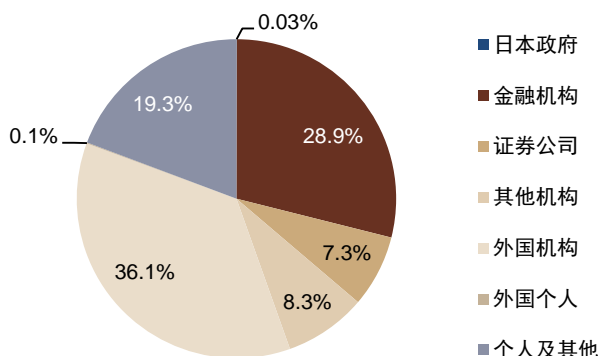
三井住友金融集团（也称“SMBC 集团”），是日本第二大金融控股集团，仅次于三菱日联金融集团，业务范围涵盖银行、租赁、证券、信用卡及消费金融等领域。三井住友金融集团于 2001 年由樱花银行和住友银行合并而成（其前身可追溯至 17 世纪），2002 年正式形成控股公司架构，并增加证券及消费金融等业务。三井住友金融集团的股票在东京、名古屋、纽约三地证券交易所上市，股权结构相对分散，截至 2023 财年末，三井住友的主要投资者类型为外国机构（36.07%）、金融机构（28.88%）、个人及其他（19.26%）。

图表 33：三井住友金融集团业务布局



注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部

图表 34：三井住友金融集团股东结构



注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 35：三井住友金融集团前十大股东

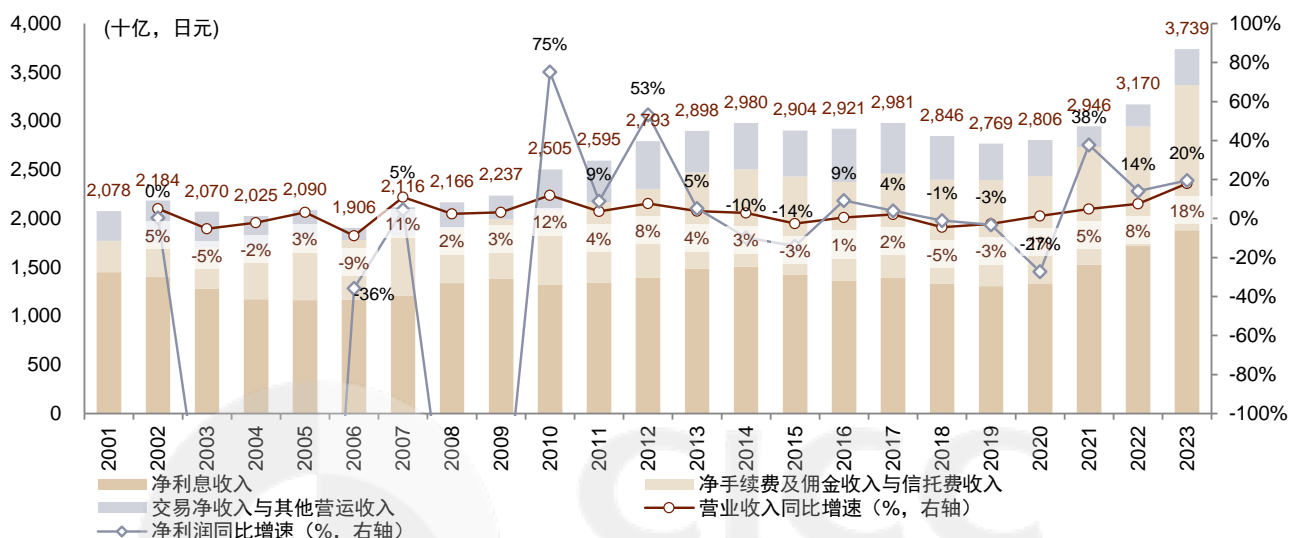
股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1 日本万事达信托银行 (信托账户)	215,056,200	16.08%
2 日本托管银行 (信托账户)	80,791,600	6.04%
3 道富银行西部客户 505234	25,863,627	1.93%
4 摩根大通证券日本有限公司	22,110,911	1.65%
5 NATSCUMCO*	20,191,153	1.51%
6 摩根大通银行 385781	17,410,293	1.30%
7 SSBTC 客户综合帐户	15,654,072	1.17%
8 巴克莱日本有限公司	15,580,100	1.16%
9 道富银行 505223	13,207,900	0.99%
10 道富银行 505001	12,862,232	0.96%
前十大股东合计	438,728,088	32.80%

注：1) 数据截至 2023 财年；2) *NATSCUMCO 常任代理人为株式会社三井住友银行
资料来源：公司官网，中金公司研究部

三井住友金融集团营业收入已实现连续 4 年上涨，2023 财年实现营业收入 3.7 万亿日元，同比增长 18%，收入规模及同比增速均创历史新高。其中，净利息收入、净手续费和佣金收入及信

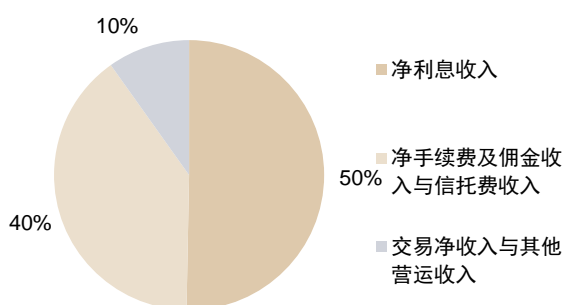
托收入、交易净收入及其他营运收入分别同比增长 9%、22%、62%。从收入结构上来看，2023 财年净利息收入、净手续费和佣金收入及信托收入、交易净收入及其他营运收入是主要贡献，占比分别为 50%、40%、10%。从业务分部营收贡献来看，三井住友银行（SMBC）、三井住友信用卡公司（SMCC）、三井住友日兴证券（SMBC Nikko）营收贡献较大，分别为 50%、15%、13%。

图表 36：三井住友金融集团营业收入



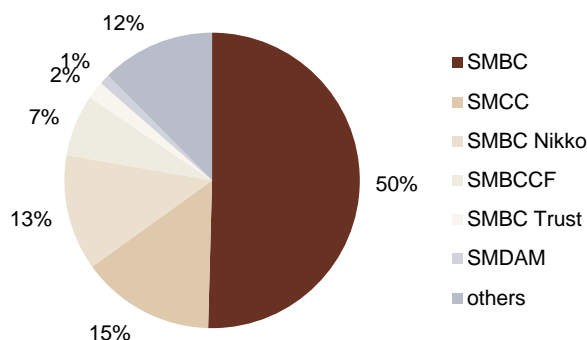
注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 37：三井住友金融集团营收结构（2023 财年）



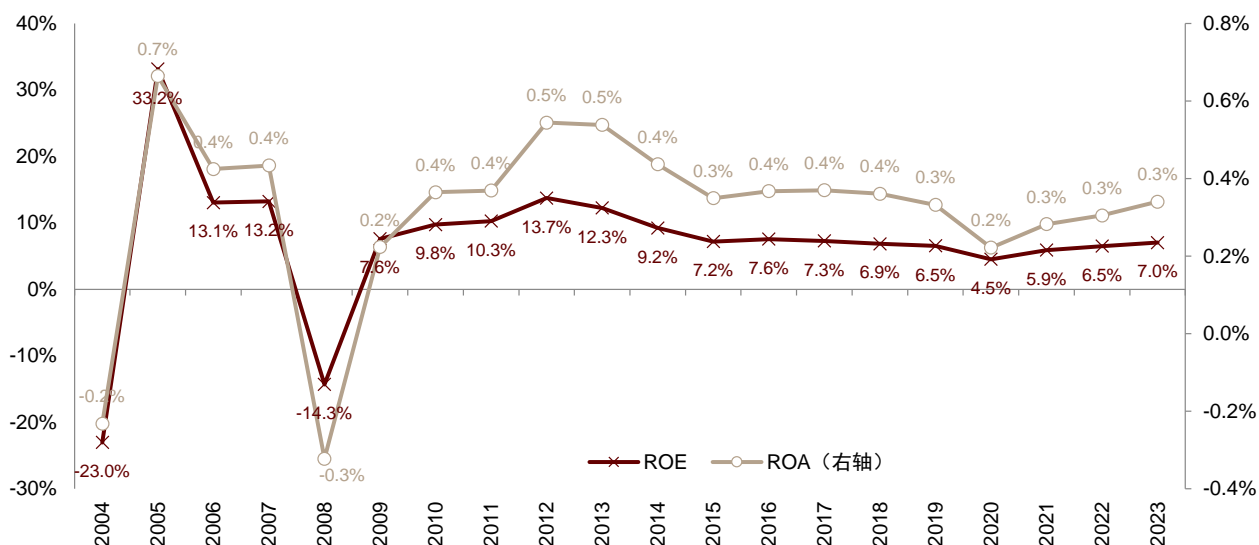
资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 38：三井住友金融集团营收结构（按业务分部，2023 财年）



注：业务分部分别为：三井住友银行（SMBC）、三井住友信用卡公司（SMCC）、三井住友日兴证券（SMBC Nikko）、三井住友消费金融（SMBCCF）、三井住友信托银行（SMBC Trust）、三井住友 DS 资产管理（SMDAM）等
资料来源：公司官网，中金公司研究部

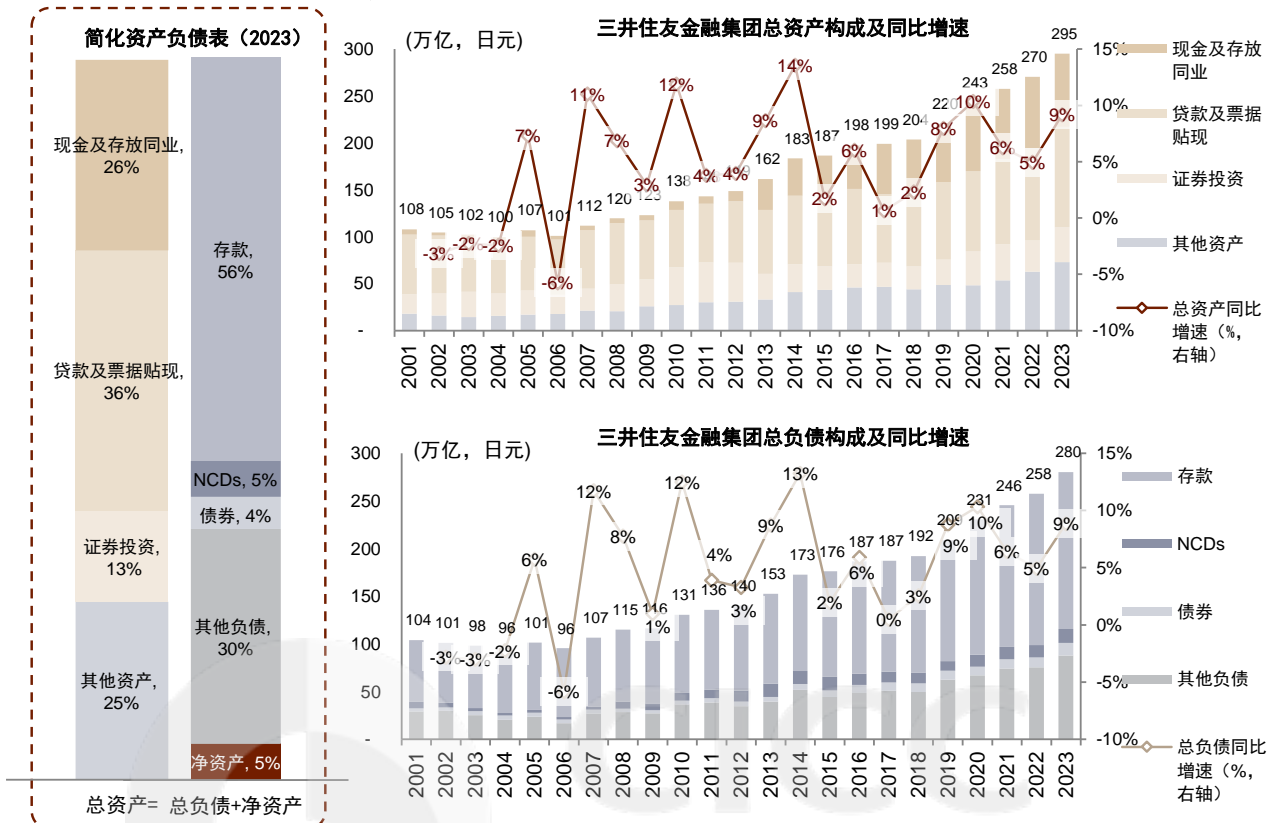
图表 39：三井住友金融集团 ROE 与 ROA



注：数据截至 2023 财年
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从资产端来看，截至 2023 财年末，三井住友金融集团总资产 295 万亿日元，同比增长 9%，创历史新高。其中，现金及存放同业 78 万亿日元、贷款及票据贴现 107 万亿日元、证券投资 37 万亿日元（包含日本政府债券 7.5 万亿日元、外国债券 16.8 万亿日元、股票 4.1 万亿日元），三者分别占总资产的 26%、36%、13%。从负债端来看，截至 2023 财年末，三井住友金融集团总负债 280 万亿日元，同比增长 9%。其中，存款 165 万亿日元、可转让存单 NCDs 15 万亿日元、应付债券 13 万亿日元，分别占总资产的 56%、5%、4%。此外，净资产 15 万亿日元，占总资产的 5%。

图表 40：三井住友金融集团资产负债结构及同比增速



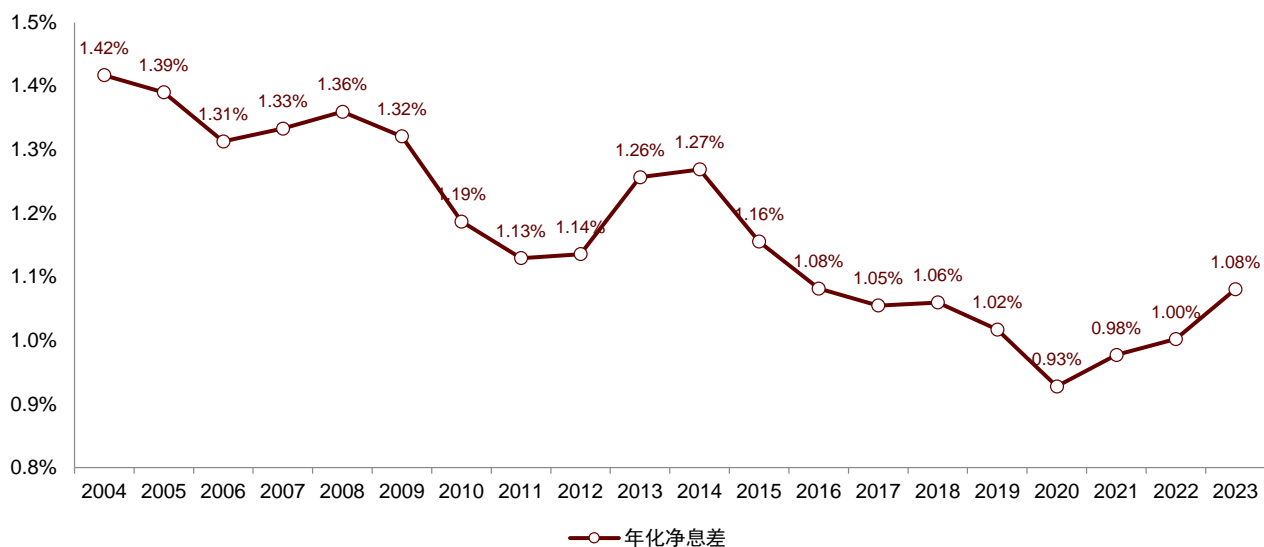
注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

三井住友金融集团近 3 年年化净息差稳步回升。2023 财年三井住友的净息差为 1.08%，较 2022 财年上行 8bps。三井住友日本境内贷款、境外贷款占比分别约为 64%、36%。

1) 日本境内贷款：2021-2023 财年平均贷款收益率为 0.84%、0.83%、0.84%，平均存款成本率均为 0%，存贷利差为 0.84%、0.83%、0.84%。贷款行业投向主要为房地产（17%）、制造业（15%）、金融和保险（12%）等。

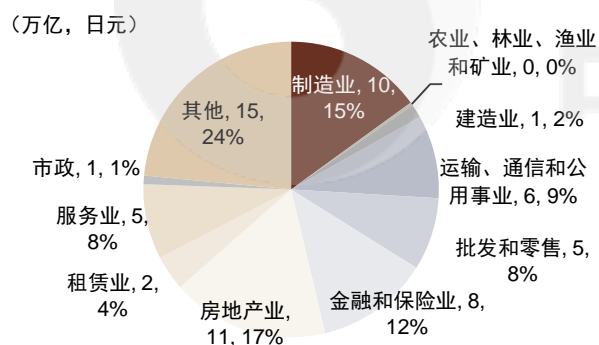
2) 日本境外贷款：2021-2023 财年平均贷款收益率从 2%以下逐渐上升至 6%左右，平均存款成本率同步上升，存贷利差基本保持在 1.5%-2.0%之间。区域分布上，以美洲（40%）、亚洲（31%）、欧洲、中东和非洲（29%）等市场为主。

图表 41：三井住友金融集团净息差



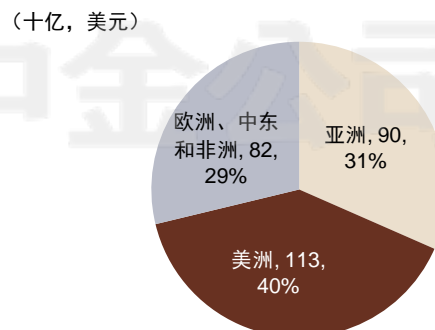
注：数据截至 2023 财年
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 42：三井住友金融集团日本境内贷款结构（2023 财年）



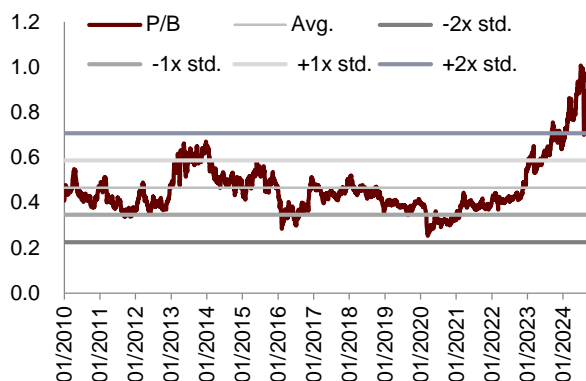
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 43：三井住友金融集团境外贷款结构（2023 财年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

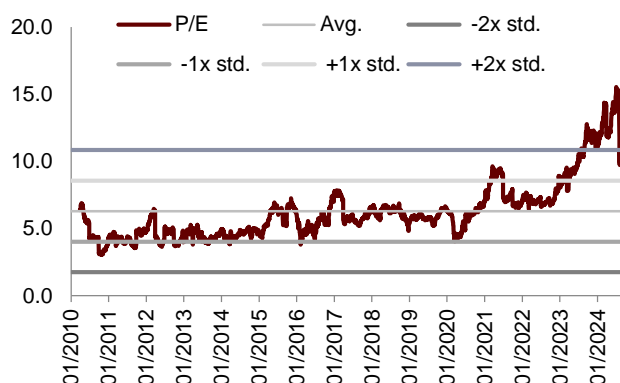
图表 44：三井住友金融集团（8316.T）P/B Band



注：数据截至 2024.09.12

资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表 45：三井住友金融集团（8316.T）P/E Band



注：数据截至 2024.09.12

资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部



CICC
中金公司

瑞穗金融集团（Mizuho Financial Group, 8411.T & MFG.N, 未覆盖）

瑞穗金融集团是目前日本领先的综合型金融机构之一，业务领域涵盖银行、证券、信托、资产管理和研究咨询等。瑞穗的前身是第一银行（1873 年）、安田银行（1880 年，后改名为富士银行）和日本兴业银行（1902 年）。2002 年，这三家银行合并为瑞穗金融集团，并于 2003 年在东京证券交易所上市（代码：8411.T），2006 年在纽交所上市（股票代码 MFG.N）。截至 2023 年末，瑞穗拥有超过 2000 万零售客群，并服务约 70% 的东京证券交易所上市公司。区域分布上，瑞穗在日本 47 个都道府县都设有分支机构³，同时其在海外约 40 个国家和地区亦设立了 109 个办公室。瑞穗股权结构相对分散，截至 2023.09，瑞穗的主要投资者类型为金融机构（29.33%）、外国投资者（28.10%）、个人及其他（24.37%）。

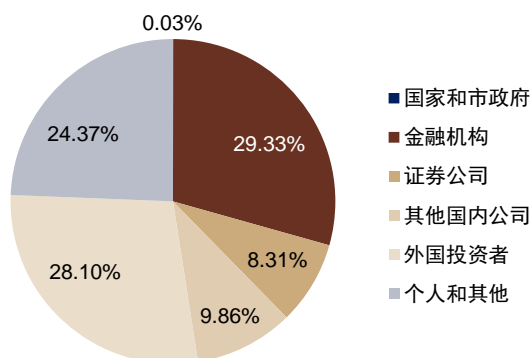
图表 46：瑞穗金融集团业务布局



注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司官网，中金公司研究部

³ <https://www.mizuhogroup.com/japan>

图表 47：瑞穗金融集团股东类型



注：数据截至 2023.09
资料来源：公司官网，中金公司研究部

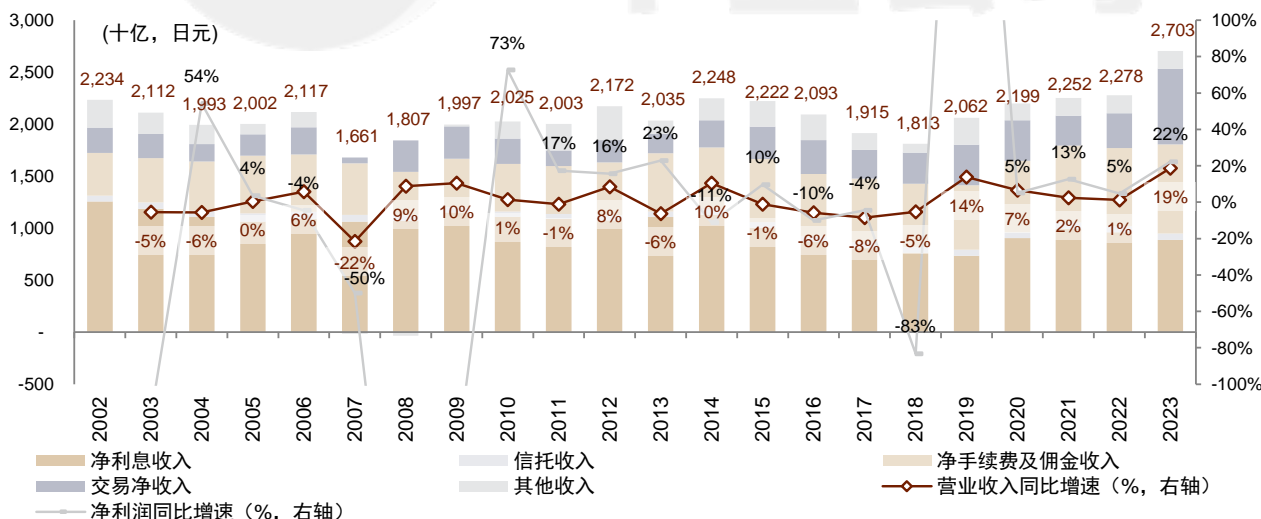
图表 48：瑞穗金融集团前十大股东

	股东名称	持股数量 (股)	持股比例 (%)
1	日本万事达信托银行 (信托账户)	392,039,100	15.44%
2	日本托管银行 (信托账户)	131,550,520	5.18%
3	摩根大通证券日本有限公司	52,063,113	2.05%
4	道富银行西部客户 505234	51,986,845	2.04%
5	摩根大通银行 385781	35,228,542	1.38%
6	三井住友日兴证券	32,100,612	1.26%
7	SSBTC 客户综合帐户	30,016,092	1.18%
8	高盛日本有限公司	27,539,848	1.08%
9	日本托管银行 (应税信托资金账户)	25,903,050	1.02%
10	日本托管银行 (信托账户4号)	24,371,300	0.96%
前十大股东合计		802,799,022	31.59%

注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司官网，中金公司研究部

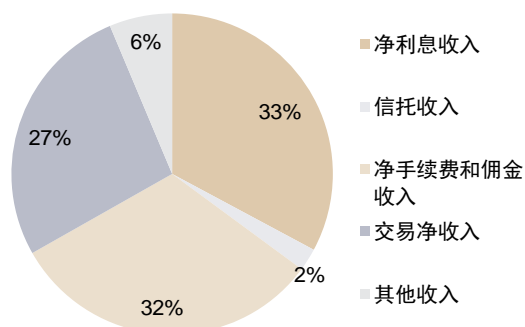
瑞穗金融集团营业收入已实现连续 5 年上涨，2023 财年实现营业收入 2.7 万亿日元，同比增长 19%，收入规模及同比增速均创历史新高。其中，净利息收入、信托收入、净手续费和佣金收入、交易净收入、其他收入分别同比增长-8%、4%、14%、117%、-1%；交易净收入是近 5 年增速最快的业务，2018-2023 CAGR 达到 20%(vs. 营收 CAGR 8%)。从收入结构上来看，2023 年净利息收入、净手续费和佣金收入、交易净收入是主要贡献，占比分别为 33%、32%、27%。从 5 大内部公司 (in household company) 营收贡献来看，零售&商业银行公司 (RBC)、全球企业&投资银行公司 (GCIBC)、企业&投资银行公司 (CIBC)、全球市场公司 (GMC)、资产管理公司 (AMC) 分别占比 28%、25%、20%、16%、9%。

图表 49：瑞穗金融集团营业收入及同比增速



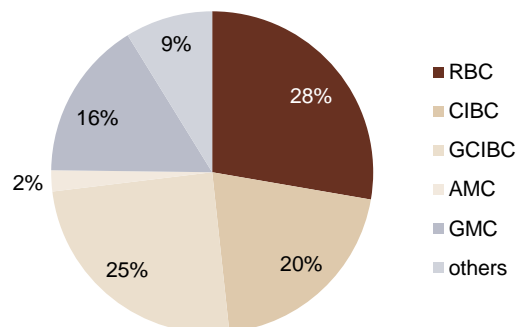
注：数据截至 2023 财年
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 50：瑞穗金融集团营收结构（2023 财年）



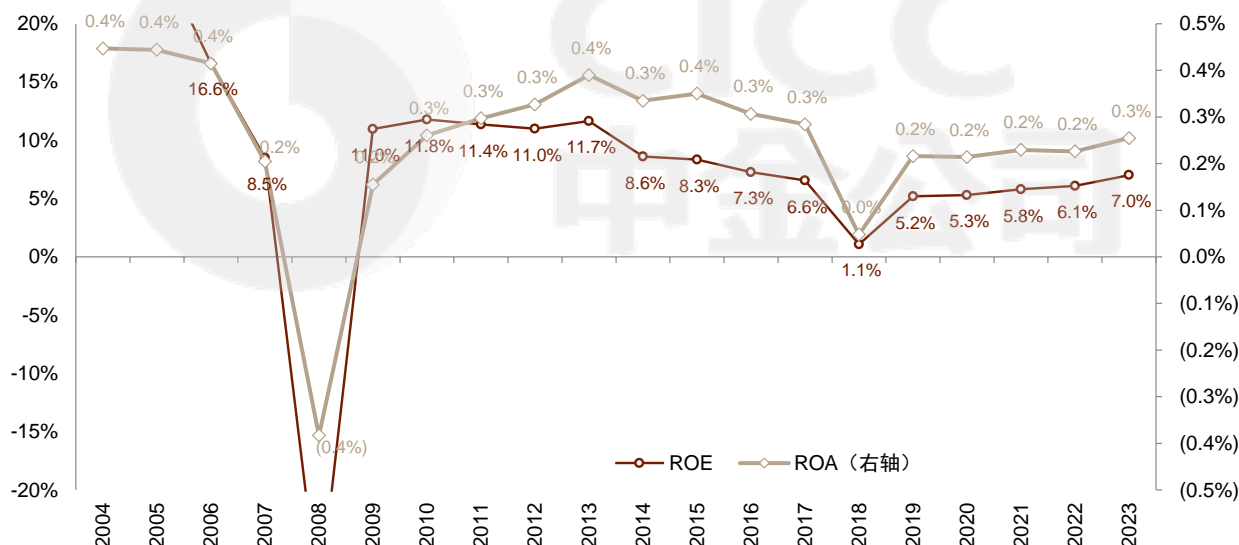
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 51：瑞穗金融集团营收结构（按业务分部，2023 财年）



注：5 大内部公司分别指：零售&商业银行公司（RBC）、企业&投资银行公司（CIBC）、全球企业&投资银行公司（GCIBC）、资产管理公司（AMC）、全球市场公司（GMC）
资料来源：公司公告，中金公司研究部

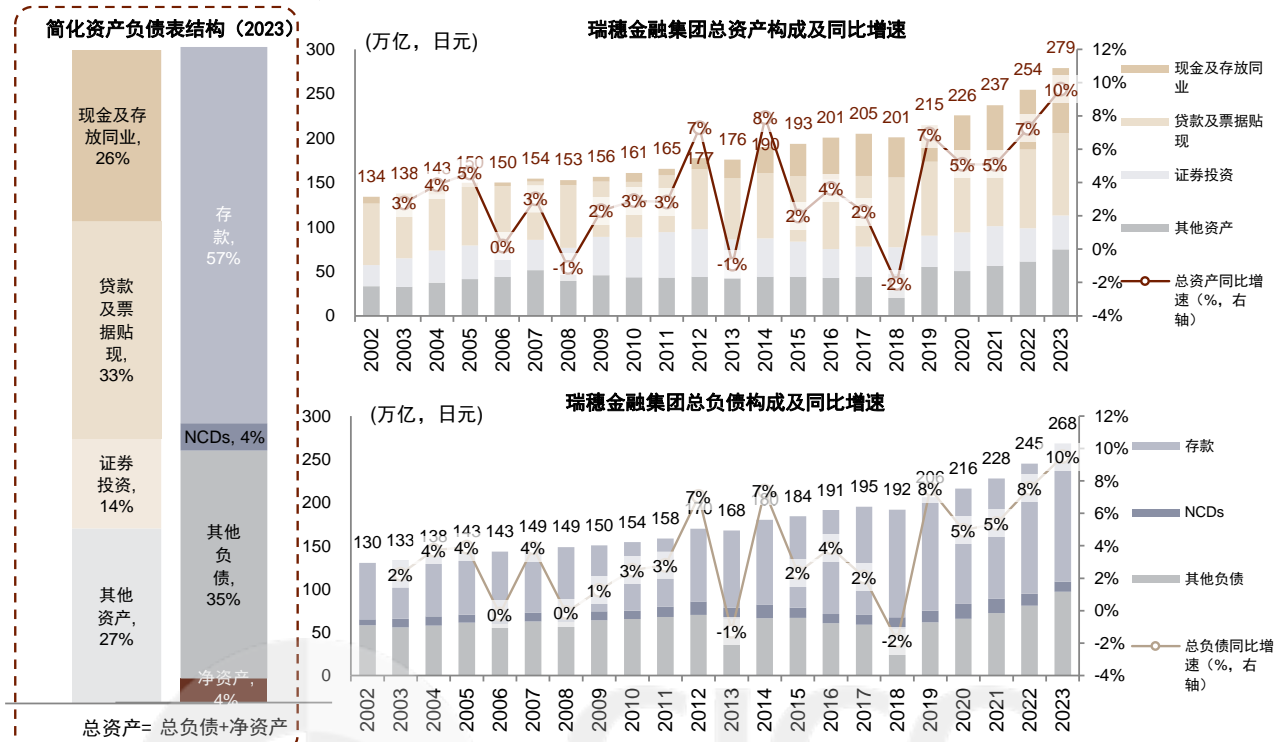
图表 52：瑞穗金融集团 ROE 与 ROA



注：数据截至 2023 财年
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

从资产端来看，截至 2023 财年末，瑞穗金融集团总资产 279 万亿日元，同比增长 10%，创历史新高。其中，现金及存放同业 73 万亿日元（包含日本央行经常账户余额 58 万亿日元）、贷款及票据贴现 92 万亿日元、证券投资 38 万亿日元（包含日本证券债券 11.4 万亿日元、外国债券 15.8 万亿日元、日本股票 3.7 万亿日元），三者分别占总资产的 26%、33%、14%。从负债端来看，截至 2023 财年末，瑞穗金融集团总负债 268 万亿日元，同比增长 10%。其中，存款 160 万亿日元、可转让存单 NCDs 12 万亿日元，分别占总资产的 57%、4%。此外，净资产 10 万亿日元，占总资产的 4%。

图表 53：瑞穗金融集团资产负债结构及同比增速

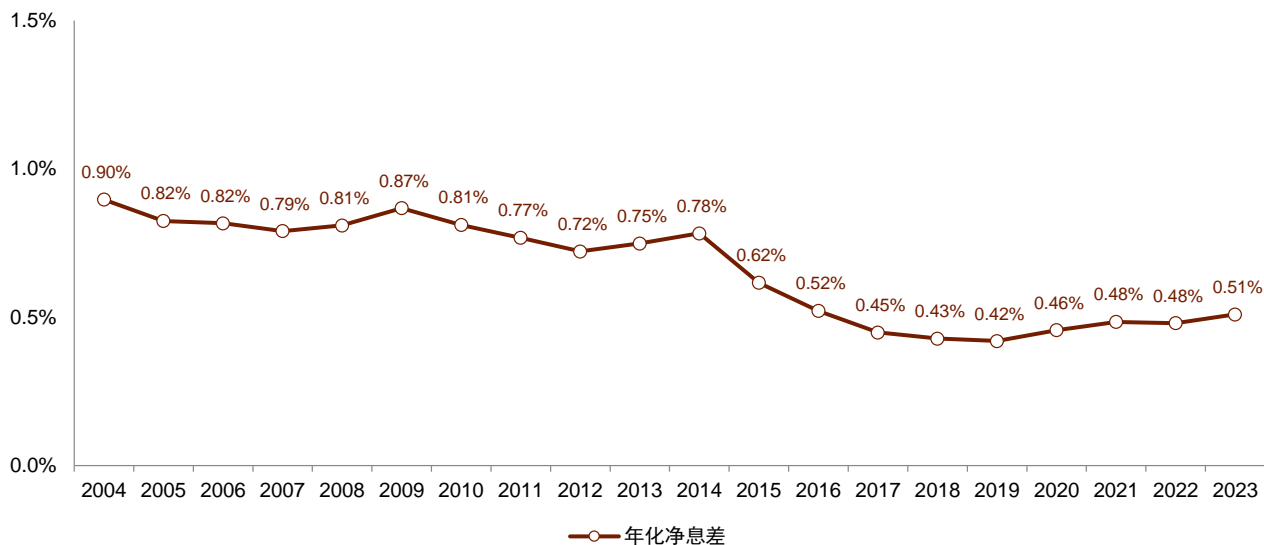


瑞穗金融集团近 5 年年化净息差小幅企稳回升。2023 财年瑞穗的净息差为 0.51%，较 2022 财年上行 3bps。其中，瑞穗日本境内贷款、境外贷款占比分别约为 68%、32%。

1) 境内贷款：2021-2023 财年平均贷款收益率为 0.74%、0.76%、0.76%，平均存款成本率均为 0.00%，存贷利差为 0.74%、0.76%、0.76%。行业投向主要为房地产（18%）、金融与保险（18%）、制造业（15%）、批发与零售（7%）等；中小企业及个人贷款约占境内总贷款的 58%。

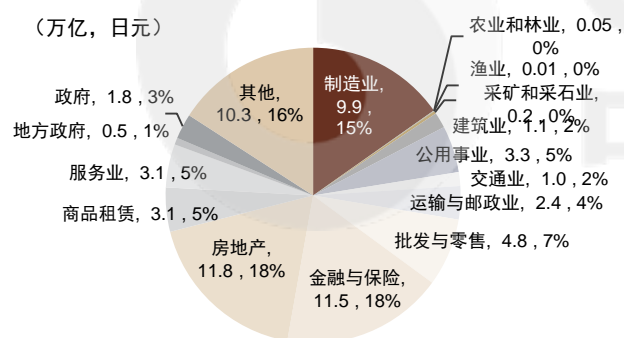
2) 境外贷款：2021-2023 财年平均贷款收益率为 1.29%、3.48%、5.84%，平均存款成本率均为 0.12%、2.35%、4.48%，存贷利差为 1.16%、1.12%、1.36%。区域分布上，以北美洲（37%）、亚洲（20%）、西欧（16%）等市场为主。

图表 54：瑞穗金融集团净息差



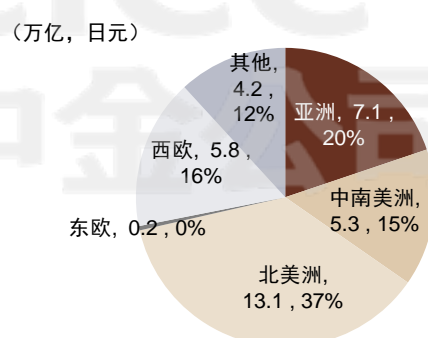
注：数据截至 2023 财年
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 55：瑞穗金融集团日本境内贷款结构（2023 财年）



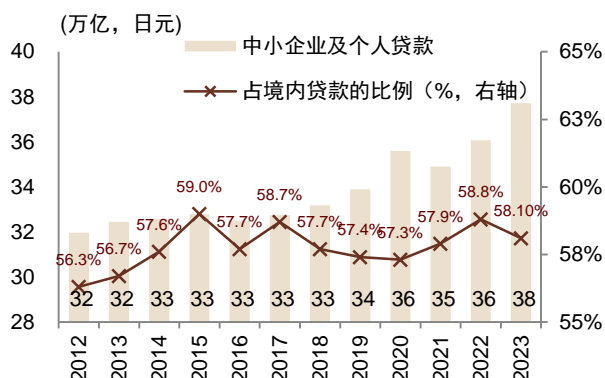
注：此处为瑞穗银行+瑞穗信托银行合并数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 56：瑞穗金融集团境外贷款结构（2023 财年）



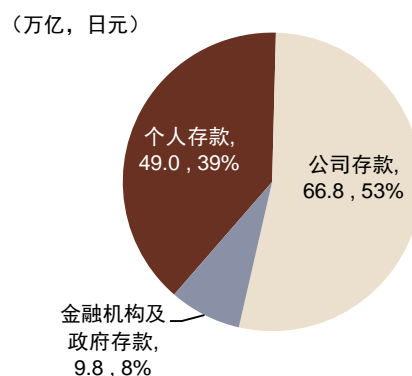
注：1) 此处统计的亚洲地区贷款不包括瑞穗在日本境内的贷款；2) 此处为瑞穗银行+瑞穗信托银行合并数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 57：瑞穗金融集团中小企业及个人贷款规模与占比



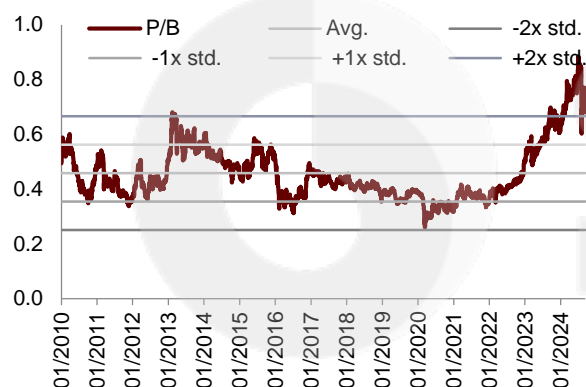
注：此处为瑞穗银行+瑞穗信托银行合并数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 58：瑞穗金融集团存款结构（2023 财年）



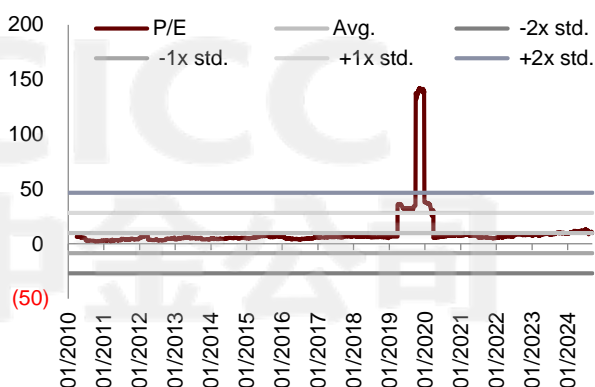
注：此处为瑞穗银行+瑞穗信托银行合并数据
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 59：瑞穗金融集团（8411.T）P/B Band



注：数据截至 2024.09.12
资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表 60：瑞穗金融集团（8411.T）P/E Band



注：数据截至 2024.09.12
资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

风险提示

1. **日本经济超预期波动。**银行业经营与一国的宏观经济高度相关，若日本经济出现超预期波动，可能会对日本银行业的信贷业务、中收业务等收入均带来不确定性。
2. **日本央行货币政策超预期。**近年来日本央行开启加息周期，货币政策操作频繁，若后续央行超预期加息，可能对日本银行业的利率水平和息差空间带来不确定性。
3. **资产质量超预期下行。**若借贷方违约率上升，银行资产质量面临考验，将会增加银行信用成本，进而对银行经营和利润表现带来不确定性。



团队信息



李佩凤 分析员

SAC 执证编号: S0080521070004
SFC CE Ref: BTO526
peifeng.li@cicc.com.cn



林英奇 分析员

SAC 执证编号: S0080521090006
SFC CE Ref: BGP853
yingqi.lin@cicc.com.cn



许鸿明 分析员

SAC 执证编号: S0080523080007
SFC CE Ref: BUX153
hongming.xu@cicc.com.cn



周基明 分析员

SAC 执证编号: S0080521090005
SFC CE Ref: BTM336
jiming.zhou@cicc.com.cn



张帅帅 分析员

SAC 执证编号: S0080516060001
SFC CE Ref: BHQ055
shuaishuai.zhang@cicc.com.cn



丁瑞, CFA 分析员

SAC 执证编号: S0080523120007
SFC CE Ref: BRO301
rui.ding@cicc.com



杨鑫, CFA 分析员

全球研究组长

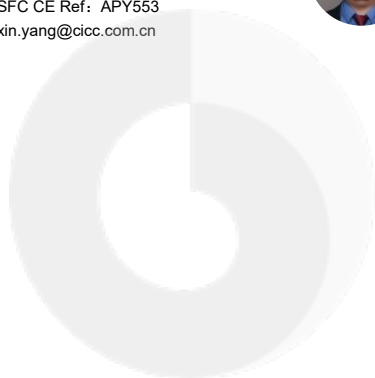
SAC 执证编号: S0080511080003
SFC CE Ref: APY553
xin.yang@cicc.com.cn



陈健恒 分析员

全球研究组长

SAC 执证编号: S0080511030011
SFC CE Ref: BBM220
chenjh@cicc.com.cn



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 72 层、
73 层 01A 单元、74 层 0203 单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3
号 丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560