



# 市值管理助力价值经营，坚守红利投资主线

## —— 央国企引领专题报告

2024年11月19日

- 央国企改革深化提升，市值管理带来央国企投资新机遇：**我国五轮央国企改革逐步从放权让利、建立现代企业制度，发展到聚焦提升核心竞争力、优化国有经济布局，并强调价值导向。市值管理成为本轮改革的重要抓手，旨在实现国有资产保值增值、提升央国企估值和股东回报、优化资源配置、促进央国企做优做强、服务资本市场改革和高质量发展需要。中特估的提出和市值管理全面纳入央企负责人考核进一步助推央国企价值实现和创造。新国九条提出了分红、回购、并购重组、股权激励和信息披露等多元有效的市值管理手段，为央国企带来新的投资机遇。不同阶段的央国企市值管理侧重点有所差异。
- 银行央国企属性突出，将显著受益本轮改革红利：**上市银行多由汇金和地方政府国资控股，在资本市场中占据重要地位。A股上市公司中，银行市值占比超过20%，贡献央国企近半利润。银行在推进改革、提升自身核心竞争力的同时也增加优质金融资源供给，助力其他央国企深化改革，有利于实现自身和央国企整体板块经营业绩和估值提升的同频共振。历次央国企改革均能催生主题行情，但银行表现有所分化，此前改革阶段的行情相较主题催化，与经济周期、不良风险、宏观政策、经营基本面相关性更高，但新一轮央国企改革开启，中特估主题升温，市值管理力度加大，价值经营逐步成为提振银行板块估值中枢的核心抓手，以国有大行为首的板块行情已有凸显。
- 市值管理维度重塑银行经营和投资逻辑：**（1）分红、增持、回购预期增强，关注股东回报。分红和增持是目前银行市值管理的主流方式。其中，国有行为核心的上市银行分红规模、比例和频率增加，股息率领先；优质区域性中小银行股东频繁增持，提振投资者预期。回购暂受制于资本补充压力，仍待突破。（2）拓展融资渠道，补充核心一级资本。市值管理打开银行估值修复空间，政策支持+市场化再融资带来资本补充契机。（3）经营模式转型，打破量价下行对ROE的制约。“一利五率”考核体系对银行经营质效和投资回报提出新要求，促进银行盘活金融资源、优化信贷结构、发展轻资本业务。（4）数字经济大发展，技术赋能银行提质增效。资金实力雄厚、数字金融领域布局领先的国有大型银行和股份行优势明显。（5）风险化解力度加大，改善信用成本。防范化解重点领域风险仍是央国企改革重点内容，当前房地产政策优化、地方化债力度加大，央国企及银行在其中发挥关键作用，有望受益风险预期改善。
- 投资建议：**新一轮央国企改革强化市值管理，银行分红力度加大，经营模式转型加速，强化价值创造和价值实现，为估值修复打开空间。与此同时，一揽子增量政策出台，加大逆周期调节，利好银行短期信贷投放，对息差的影响偏中性。地方政府债务风险化解力度加大，地产政策持续优化，加速不良风险出清，银行资产质量持续受益，风险预期改善。特别国债发行补充国有大行资本，进一步增强大行信贷投放和风险抵御能力。我们继续看好银行板块配置价值，坚守红利价值和高股息策略，维持推荐评级。个股方面，推荐工商银行（601398）、建设银行（601939）、邮储银行（601658）、江苏银行（600919）、常熟银行（601128）。
- 风险提示：**经济不及预期，资产质量恶化的风险；利率持续下行的风险。

### 银行

推荐 维持

### 分析师

张一纬

☎：010-8092-7617

✉：zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

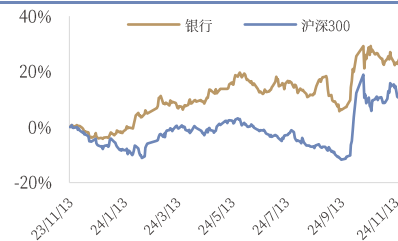
分析师登记编码：S0130519010001

### 研究助理 袁世麟

✉：yuanshilin\_yj@chinastock.com.cn

### 相对沪深300表现图

2024-11-19



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目录

### Catalog

<b>一、新一轮改革开启：从制度建设到价值管理</b> .....	<b>3</b>
(一) 五轮央国企改革历程及特点 .....	3
(二) 如何看待市值管理带来的央国企投资新机遇 .....	5
<b>二、银行央国企属性突出，将显著受益本轮改革红利</b> .....	<b>8</b>
(一) 上市银行央国企为主，在资本市场中占据重要地位 .....	8
(二) 中特估+市值管理主导下，银行估值上升空间打开 .....	10
<b>三、市值管理维度如何重塑银行经营和投资逻辑</b> .....	<b>13</b>
(一) 分红、增持、回购预期增强，关注股东回报 .....	13
(二) 拓展融资渠道，补充核心一级资本 .....	16
(三) 推动经营模式转型，打破量价下行对 ROE 的制约 .....	18
(四) 数字经济大发展，技术赋能银行提质增效 .....	23
(五) 风险化解力度加大，改善信用成本 .....	26
<b>四、投资建议</b> .....	<b>31</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>32</b>

# 一、新一轮改革开启：从制度建设到价值管理

## （一）五轮央企改革历程及特点

央企在国民经济中承担主导作用，是维系国家安全、推动创新与发展的核心力量。深化央企改革，有利于提升企业经营效率、增强核心竞争力与影响力，从而更好地服务现代化产业体系建设以及经济高质量发展的需求。改革开放至今，我国的央企共经历了五轮改革，前四轮改革逐步实现了放权让利、现代企业制度建立、国资管理体制确立、股权分置、混合所有制改革等；2023年以来，国企改革深化提升，聚焦增强国企竞争力和核心功能，关注价值管理。总体来看，顶层设计逐步完善，致力于更好地实现国有资产保值增值、提升国有经济竞争力和放大国有资本功能。具体来看：

### 1.1978-1993年：放权让利和建立经营责任制

这一阶段国企改革的主要特点是放权让利并且建立经营责任制，扩大企业经营管理自主权，逐步实现经营权和所有权分离，突破计划经济模式局限性，提升自主经营能力和市场适应能力。1978年党的十一届三中全会拉开了国企改革的序幕，并于1997年起开展一系列扩大企业自主权试点，逐步探索企业自主经营、自负盈亏。与之相配套的是经营责任制改革，包括经济责任制、利改税、承包经营责任制，以更好地实现两权分离，并且平衡国家、企业、职工之间的利益，明确权责利关系，激发国营企业生产积极性，提高经济效益，并为后续制度创新积累经验、奠定基础。

### 2.1993-2003年：建立现代企业制度，优化国有经济布局并推行三年脱困行动

这一阶段改革主要解决国有企业政企不分、产权不清问题，以建立现代企业制度，同时对国有经济结构进行战略性调整并且开展国有企业改革三年脱困攻坚战。主要措施包括：一是响应十四大建立社会主义市场经济体制的部署，提出建立现代企业制度。1993年，中共十四届三中全会通过了《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确提出要建立“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度。同年，《公司法》出台，标志着现代企业制度的建立。二是采取“抓大放小”的战略调整国有经济结构。在关系国民经济命脉的重要行业和关键领域，培育一批大型企业和企业集团，同时针对在一般竞争性领域从事生产经营且效益低下的国有中小企业采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营、股份合作制、出售等形式进行改革探索。三是针对受产能过剩、1997年金融危机以及非国有经济冲击的国有企业开展脱困攻坚工作，采取的方式包括兼并破产、债转股、技改贴息和减员增效等。这一阶段四大资产管理公司成立，通过债转股的形式化解企业债务，剥离国有大行不良资产，为银行股改上市创造条件。

### 3.2003-2013年：国资管理体制确立，股权分置改革落地，央企兼并重组

国有资产管理体制建立和股权分置改革为这一阶段国企改革的重大突破，同时国有经济结构和布局调整力度加大，央企并购重组增加。党的十六大明确提出建立中央政府和地方政府分别代表国家履行出资人职责，享有所有者权益，权利、义务和责任相统一，管资产和管人、管事相结合的国有资产管理体制。2003年，国有资产监督管理委员会成立，解决国有大型企业出资人缺位问题，理清政府与国企的关系，进一步推进政企分开、政资分开。此外，股权分置改革于2005年起正式开始试点并于2006年基本完成，解决了国有股无法自由流通的问题，有利于优化国有企业股权结构、公司治理，为国企改革引入市场化元素并获取资本市场金融支持，同时也促进了资本市场的健康发展。这一阶段，四大行开展了第二轮不良资产处置，并且相继完成了汇金注资、重组、发债、股份制改革、引进战略投资者和上市的过程，不良风险得以化解，竞争力实现提升。国有经济布局和结

构调整层面，国资委推动央企将有限资源投入到关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域，聚焦主业做强做优做大，增强核心竞争力，对非主业剥离重组。受此影响，央国企兼并重组增加，主要采取横向合并、纵向联合和专业化整合等形式，减少重复建设、优化资源配置、提高效率，盈利水平得以改善。

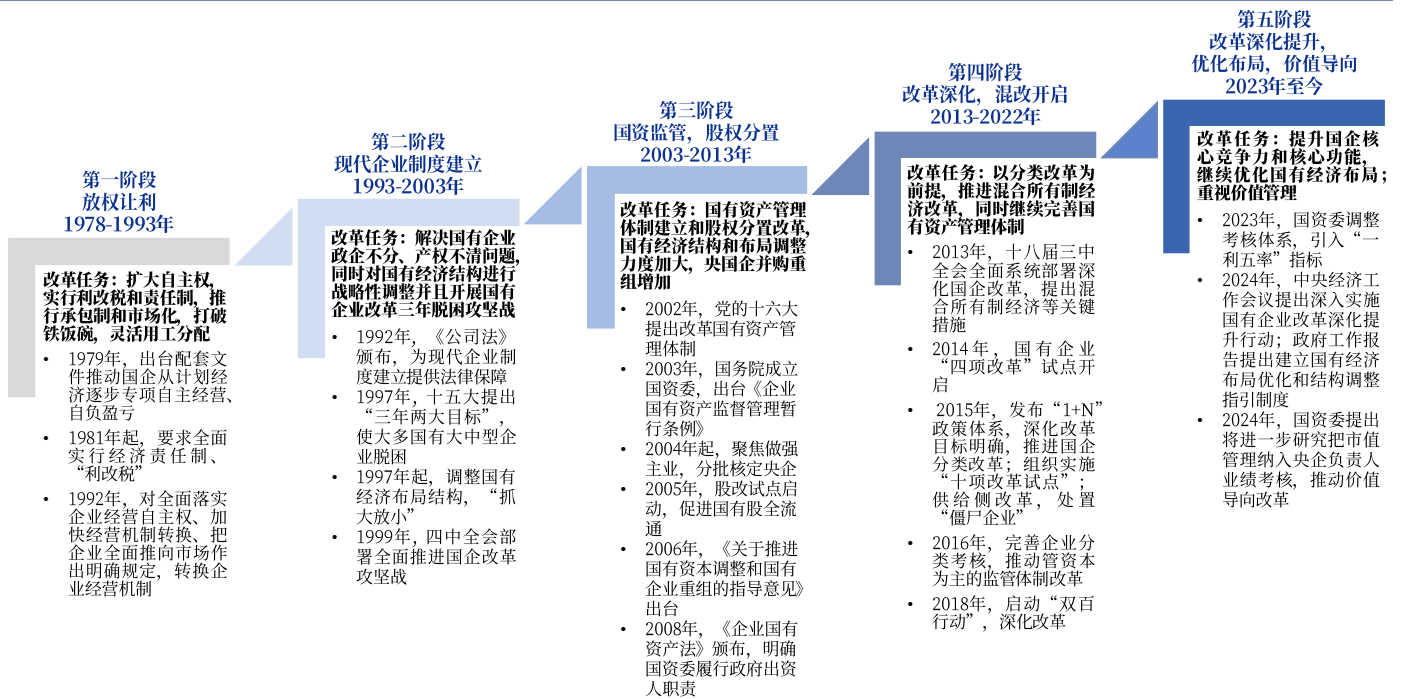
#### 4.2013-2022年：顶层设计出台，混合所有制改革启动

央国企改革进入全面深化阶段，顶层设计出台并加速落实，主要的特点是立足分类改革，推进混合所有制经济改革，同时继续完善国有资产管理体制。2013年11月，党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，开启新一轮国企改革，围绕完善产权保护制度、发展混合所有制经济、完善现代企业制度、支持非公有制经济健康发展等方面，对深化国企改革作出全面系统部署。随后，国务院印发了《关于深化国有企业改革的指导意见》，2015年8月《中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见》发布，要求分类推进国有企业改革、完善现代企业制度、完善国有资产管理体制、发展混合所有制经济等，并陆续出台上述领域相关配套政策，标志着“1+N”政策体系的正式出台，作为国企改革的顶层制度设计。为落实改革部署，国务院相继开展了“双百行动”“国企改革三年行动”。在这一阶段，混合所有制改革拉开序幕，员工持股试点开展。与此同时，逐步形成以管资本为主的国有资产管理体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

#### 5.2023年至今：国企改革深化提升，优化国有经济布局，强调价值导向

2023年以来的新一轮央国企改革侧重于提升国企核心竞争力和核心功能，并且继续优化国有经济布局，聚焦国家战略重点领域，助力现代化产业体系建设、支持科技创新和服务国家战略安全保障，同时市值管理的重要性上升，价值导向更加明显。二十大报告指出要深化国资国企改革，加快国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本和国有企业做强做优做大，提升企业核心竞争力。2023年7月全国国有企业改革深化提升行动动员部署电视电话会议部署新一轮国企改革（2023-2025年）的五大方向，强调以服务国家战略为导向，以提高核心竞争力和增强核心功能为重点，扎实推进国企改革深化提升行动，坚定不移做强做优做大国有企业，切实发挥国有经济主导作用，为构建新发展格局、推动高质量发展、推进中国式现代化作出更大贡献。2022年和2023年中央经济工作会议以及2024年的两会政府工作报告均强调要增强核心功能、提高核心竞争力，并提出要建立国有经济布局优化和结构调整指引制度。与之相配套的，2023年初央企考核体系将“两利四率”改成“一利五率”，经营目标为一增一稳四提升。2024年，党的二十届三中全会强调明晰国有企业功能定位，完善主责主业管理，明确国有资本重点投资领域和方向，优化国有金融资本管理体制。此外，价值管理得到重视，包括建设中国特色估值体系、加大市值管理力度等。2024年年初中央提出将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。同年7月的新闻发布会上，国资委表示将聚焦提升增加值、功能价值、经济增加值、战略性新兴产业收入和增加值占比、品牌价值这“五个价值”，开展国有经济增加值核算，引导国有企业高质量发展。

图1：国企改革五个发展阶段

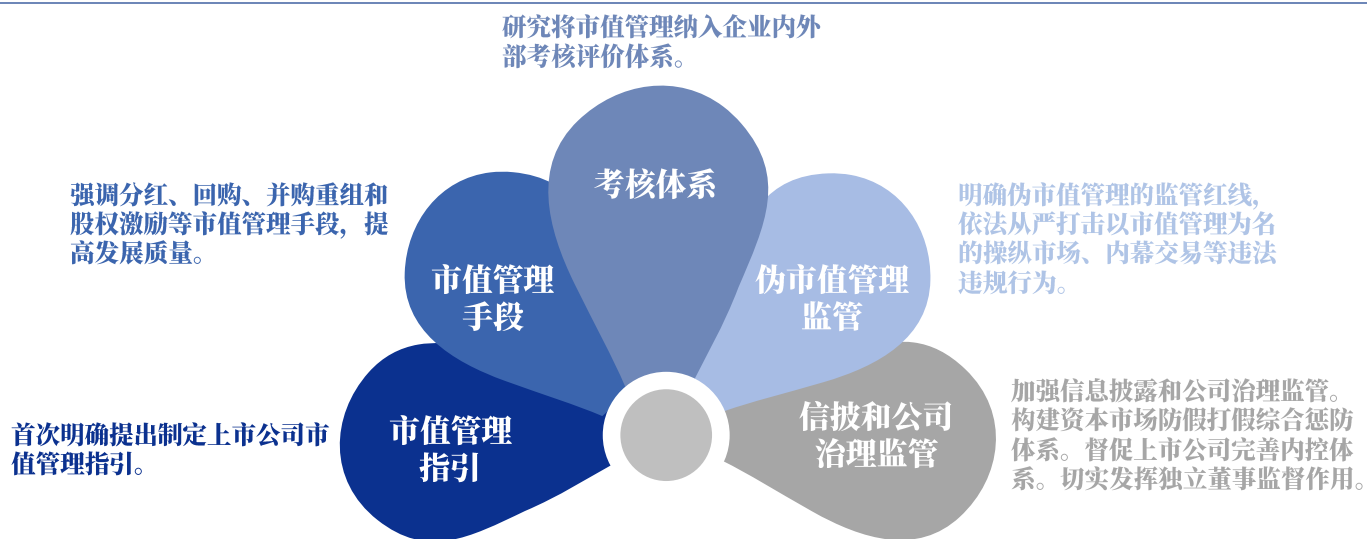


资料来源：国资委，中国政府网，中国银河证券研究院

## （二）如何看待市值管理带来的央企投资新机遇

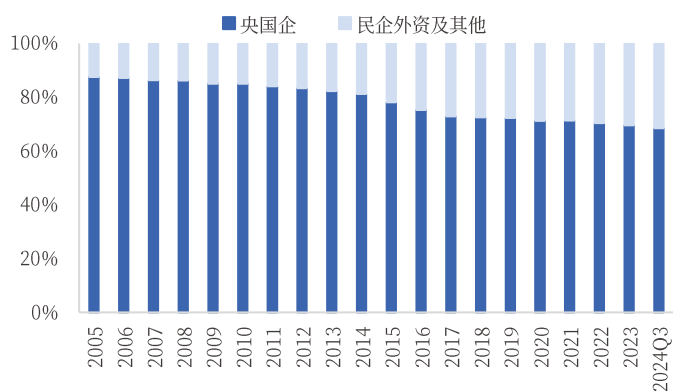
市值管理概念在前几轮央企改革措施中已经有所体现，但是在本轮改革中的重要性上升，央企价值经营逐步成为主流。我们认为主要受以下因素驱动：一是满足新一轮央企改革下国有资产保值增值的需求。二是改善央企的市场价值和内在价值存在偏差、股东回报低下问题，从而优化资源配置，增强央企中长期持续低成本融资能力与核心竞争力。就当前阶段而言，尽管央企的利润在上市公司中已经占据主导低位，但估值相比于民企、外资差距明显。截至2024年11月19日，国企估值相对于民企折价约44.88%，有较大的提升空间。通过市值管理，一定程度上能够倒逼央企改善经营、提质增效、做优做强，提升内在价值。三是服务资本市场改革和高质量发展的需要。例如新国九条除了科学的市值管理手段外，还对伪市值管理进行明确界定，有助于保护投资者权益，稳定市场预期和信心，同时有利于培育长期资本和耐心资本，助力直接融资发展，更好地服务新质生产力的需要。2024年11月，证监会发布《上市公司监管指引第10号-市值管理》，进一步明确市值管理手段和市值管理红线，并且要求长期破净公司应当制定估值提升计划，有利于促进央企估值提升。总体来看，市值管理可以体现为通过有效的价值实现为价值创造扫清障碍，催生央企板块投资新机遇。

图2：新“国九条”提及市值管理的五个主要方面



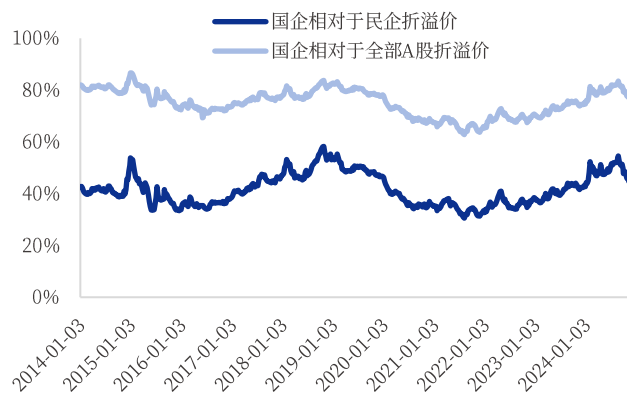
资料来源：证监会，中国银河证券研究院

图3：A股央企与民企外资及其他企业归母净利润占比



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图4：A股央企相对民企和全部A股估值折溢价



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

中国特色估值体系建设的提出和市值管理全面纳入央企负责人考核将有助于推动央企价值实现和价值创造。中特估方面，中国特色估值体系概念最早由易会满主席在 2022 年 11 月 21 日金融街年会上提出，表示“需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”，“估值高低直接体现市场对上市公司的认可程度。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要‘练好内功’，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好地认识企业内在价值，这也是提高上市公司质量的应有之义”。2022 年 12 月，上交所发布《中央企业综合服务三年行动计划》，提及“服务推动央企估值回归合理水平”。央企考核层面，2024 年 1 月，国资委明确表示市值管理成效将纳入央企负责人的考核，并将于 2024 年全面推开相关考核。二十届三中全会做出开展国有经济增加值核算的决定；7 月国资委在新闻发布会上再次提到，央企下阶段聚焦高质量发展，在五个方面着力提升价值创造能力，增强核心功能、提高核心竞争力。随着中国特色估值体系建立和市值管理力度强化，相关考核体系建立与完善能够促使央企优化经营指标、改善公司治理和增强投资者关系，从而有效提升央企核心竞争力、品牌影响力和资本市场市场表现，增强股东回报，吸引长期

投资者,为企业中长期发展和价值创造提供基础性支撑,也有利于引导市场资源向优质央国企倾斜,更好地服务国家战略。

表1: “中特估” 相关会议及政策内容

时间	会议或政策	相关内容
2022/11/21	央行等六部门金融街年会	中国证监会主席易会满表示,需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑,探索建立具有中国特色的估值体系,促进市场资源配置功能更好发挥。上市公司尤其是国有上市公司,一方面要“练好内功”,加强专业化战略性整合,提升核心竞争力;另一方面,要进一步强化公众公司意识,主动加强投资者关系管理,让市场更好认识企业内在价值。
2022/12/2	上交所《中央企业综合服务三年行动计划》	一是服务推动央企估值回归合理水平。二是服务助推央企进行专业化整合。三是服务完善中国特色现代企业制度。
2023/2/2	证监会 2023 年系统工作会议	推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素,推动各相关方加强研究和成果运用,逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系,更好发挥资本市场的资源配置功能。
2023/3/3	国资委国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动启动会议	国务院国资委党委书记、主任张玉卓出席会议并讲话强调,牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标,用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径,以价值创造为关键抓手,扎实推动企业高质量发展,加快建成世界一流企业,为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑。
2024/1/24	国务院国资委聚焦增强核心功能、提升核心竞争力更好实现中央企业高质量发展发布会	进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。前期已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中,在此基础上,将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核,引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现,及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期,加大现金分红力度,更好地回报投资者。
2024/4/12	国务院《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》	推动上市公司提升投资价值。制定上市公司市值管理指引。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。引导上市公司回购股份后依法注销。鼓励上市公司聚焦主业,综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。
2024/11/15	证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》	明确市值管理定义:上市公司开展市值管理应当以提高公司质量为基础,依法依规运用并购重组、股权激励、员工持股计划、现金分红、投资者关系管理、信息披露、股份回购等方式促进上市公司投资价值合理反映上市公司质量。 明确相关主体的责任义务:对上市公司董事会、董事和高级管理人员、控股股东等相关主体责任义务进行了明确,其中,控股股东可以通过股份增持等方式提振市场信心。 明确两类公司的特殊要求:对主要指数成份股公司和长期破净公司作出专门要求。其中,长期破净公司应当披露估值提升计划,市净率低于所在行业平均水平的长期破净公司还应在年度业绩说明会中就估值提升计划执行情况进行专项说明。 明确禁止事项:上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等切实提高合规意识,不得在市值管理中出现操纵市场、内幕交易、违规信息披露等各类违法违规、损害中小投资者合法权益的行为。

资料来源:中国政府网,上交所,证监会,国资委,中国银河证券研究院

不同阶段上市公司市值管理的方式亦有不同。新国九条提出的市值管理手段包括分红、回购、并购重组和股权激励,同时还需增强信息披露。依据银河策略发布的报告《上市公司的市值管理实现路径》,不同行业上市公司市值管理路径的选择包括三个方面:(1)萌芽期至成长期——加强股权激励与投资者交流。萌芽期和成长初期的企业,如电子、计算机等行业的部分公司,加强公司股权激励可以更好地吸引人才和留住人才,持续加强与投资者关系管理工作可以更好地传递企业价值。(2)成长期至成熟期——并购重组快速整合产业链资源,回购增持缓解投资者担忧。对于成长期或

成熟期前期的如科技、高端制造等行业上市公司，并购重组能快速让公司实现市场规模扩张，快速整合产业链资源。而回购增持可以一定程度上增强投资者信心，改善资本结构，对上市公司股价形成支撑。（3）成熟期至衰退期——善用分红回报投资者，并购重组实现商业模式转型，加强投资者交流提高市场形象。对于处于成熟期或衰退期的行业，如上游资源品行业、金融和部分消费行业等，持续性经营能力较强，更适合通过实施分红回报投资者，回购和增持等方式提振投资者信心，强化投资者关系也有利于增进市场对公司价值的认同。

## 二、银行央国企属性突出，将显著受益本轮改革红利

### （一）上市银行央国企为主，在资本市场中占据重要地位

上市银行央国企属性突出。根据上市银行 2024 年三季报最新披露的情况，目前我国 42 家上市银行多为央国企。从服务实体经济和防范风险的角度来看，银行业的重要性、业务的特殊性和我国商业银行历史沿革决定了国资控股的必要性，也将显著受益本轮央国企改革红利。截至 2024 年 6 月，银行业总资产占全部金融资产的比重高达 90.11%，远超证券业和保险业。商业银行作为信用创造的主体，发挥着金融服务实体经济主力军的作用，国资控股有利于提高国有资本配置效率，高效满足不同发展阶段符合国家战略导向的重点领域和关键行业大规模信贷需求，落实国家宏观调控政策，在经济下行阶段发挥跨周期、逆周期调节作用。与此同时，基于其在我国金融体系中的主导地位，银行自身的风险具有放大效应，一旦暴露将迅速蔓延扩张至整个金融体系，影响宏观经济平稳运行，因此，通过国资控股，有利于实现严格监管，最大程度防范和化解系统性风险，保障国民经济安全。

表2：上市银行企业性质

类型	银行	企业性质	第一大股东
国有行	工商银行	中央国有企业	中央汇金投资有限责任公司
国有行	农业银行	中央国有企业	中央汇金投资有限责任公司
国有行	建设银行	中央国有企业	中央汇金投资有限责任公司
国有行	中国银行	中央国有企业	中央汇金投资有限责任公司
国有行	邮储银行	中央国有企业	中国邮政集团有限公司
国有行	交通银行	中央国有企业	中华人民共和国财政部
股份行	招商银行	中央国有企业	招商局轮船有限公司
股份行	兴业银行	地方国有企业	福建省金融投资有限责任公司
股份行	浦发银行	地方国有企业	上海国际集团有限公司
股份行	中信银行	中央国有企业	中国中信金融控股有限公司
股份行	民生银行	中央国有企业	大家人寿保险股份有限公司
股份行	光大银行	中央国有企业	中国光大集团股份公司
股份行	平安银行	其他	中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金
股份行	华夏银行	地方国有企业	首钢集团有限公司
股份行	浙商银行	地方国有企业	浙江省金融控股有限公司
城商行	北京银行	地方国有企业	ING BANK N.V.



城商行	江苏银行	地方国有企业	江苏省国际信托有限责任公司
城商行	上海银行	地方国有企业	上海联和投资有限公司
城商行	宁波银行	地方国有企业	宁波开发投资集团有限公司
城商行	南京银行	地方国有企业	法国巴黎银行
城商行	杭州银行	地方国有企业	杭州市财开投资集团有限公司
城商行	成都银行	地方国有企业	成都交子金融控股集团有限公司
城商行	长沙银行	地方国有企业	长沙市财政局
城商行	重庆银行	地方国有企业	大新银行有限公司
城商行	贵阳银行	地方国有企业	贵阳市国有资产投资管理公司
城商行	苏州银行	地方国有企业	苏州国际发展集团有限公司
城商行	青岛银行	地方国有企业	意大利联合圣保罗银行
城商行	齐鲁银行	地方国有企业	澳洲联邦银行
城商行	郑州银行	地方国有企业	郑州市财政局
城商行	兰州银行	地方国有企业	兰州市财政局
城商行	西安银行	地方国有企业	西安市人民政府
城商行	厦门银行	地方国有企业	厦门金圆投资集团有限公司
农商行	渝农商行	地方国有企业	重庆市国资委
农商行	沪农商行	地方国有企业	上海国有资产经营有限公司
农商行	青农商行	地方国有企业	青岛国信发展(集团)有限责任公司
农商行	常熟银行	地方国有企业	交通银行股份有限公司
农商行	紫金银行	地方国有企业	南京紫金投资集团有限责任公司
农商行	无锡银行	地方国有企业	无锡市太湖新城资产经营管理有限公司
农商行	苏农银行	地方国有企业	亨通集团有限公司
农商行	张家港行	地方国有企业	江苏沙钢集团有限公司
农商行	瑞丰银行	地方国有企业	浙江柯桥转型升级产业基金有限公司
农商行	江阴银行	地方国有企业	江苏江南水务股份有限公司

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

央国企上市银行在资本市场中的地位同样举足轻重。截至 11 月 19 日, 上市银行总市值 12.5 万亿元, 占 A 股上市央国企的 22.45%。截至 2024 年 9 月末, 上市银行总资产 298.66 万亿元, 占 A 股上市央国企的比重为 75.37%; 前三季度, 上市银行实现营收、归母净利润分别为 4.28 万亿元、1.66 万亿元, 在 A 股上市央国企中分别占比 11.88%, 48.14%。整体来看, 上市银行在全部央国企中利润贡献高, 市值影响大, 在上市银行中推行改革、强化市值管理能够起到增强央国企板块业绩中枢、助力估值修复、提升股东回报和央国企投资吸引力的作用, 对于稳定市场信心、实现国有资产保值增值具有积极意义。与此同时, 银行通过做优做大主责主业, 提升自身核心竞争力, 有利于增加优质金融服务供给, 助力其他央国企改革深入有效开展, 实现自身经营业绩和估值改善与实体经济的同频共振。

表3: 上市银行在上市央企中的重要地位 (截至 2024/11/19)

类型	总市值 (亿元)	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)
上市银行	124,834.74	2,986,634.59	42,815.42	16,584.78
上市央企	556,120.98	3,962,867.96	360,449.07	34,451.17
上市银行占比	22.45%	75.37%	11.88%	48.14%

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

## (二) 中特估+市值管理主导下, 银行估值上升空间打开

回顾相关指数的历史表现, 股权分置改革之后, 历次央国企改革均能催生相关主题行情, 但银行指数表现受央国企行情影响偏弱。除了上市初期经营成效、风险和流动性大幅改善外, 其余阶段银行表现多弱于央国企板块。相比于主题催化, 银行板块与经济周期、不良风险、宏观政策以及自身经营基本面高度相关, 但随着新一轮央国企改革开启, 中特估主题升温, 市值管理力度加大, 价值经营逐步成为提振银行板块估值中枢的核心抓手。

图5: 国企改革、上市银行板块行情走势



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

具体来看:

(1) 2006年5月到2007年末, 股权分置改革成功、国企重组整体上市提振市场情绪, 叠加公募基金入市, 带动整体A股上涨: 2006年5月IPO重启至2007年末上证指数累计上涨218.27%; 银行板块累计上涨311.15%。这一时期, 国有银行股改如火如荼, 一方面, 四大AMC公司帮助四大行剥离不良资产, 四大行摆脱沉重的不良包袱后经营成效逐渐改善; 另一方面, 国家成立中央汇金公司向四大行注资, 在此基础上, 四大行相继通过财务重组、引进战投等方式完成股份制改革, 2006至2007年, 工建中三大行在A股集中上市, 带动银行板块跑赢大盘。

(2) 2014年7月-2015年6月: 继十八届三中全会深化改革之后, 2014年7月首批央企试点开启, 市场热度升温, 11月顶层方案设计推进, 催生指数行情。期间, 上证指数累计上涨106.55%, 国企改革指数累计上涨118.66%, 银行指数累计上涨68.5%, 银行表现弱于国企改革板块和大盘。这一阶段, 国资委宣布了首批四项改革试点企业名单, 主要涉及农业、医药、建筑、环保等行业;

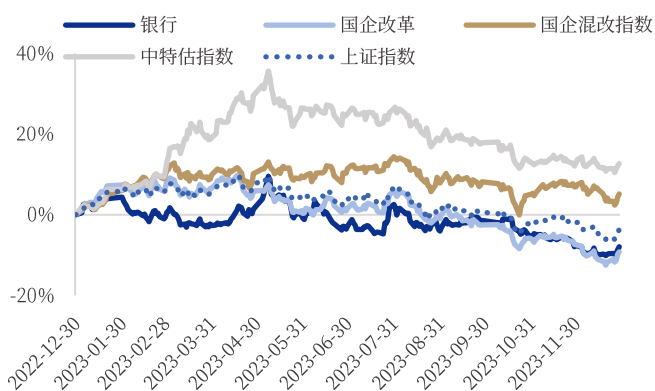
而在宏观经济基本面出现下行压力的背景下，央行实施宽松货币政策，多次降准降息，银行息差承压，叠加前期信贷扩张的潜在风险有所暴露，减值损失拖累盈利，ROE明显下滑，基本面较整体央企板块偏弱，一定程度拖累银行市场表现。

(3) 2016年6月-2017年12月，混改试点启动并推进，供给侧改革成效于2017年显现。期间，上证指数累计上涨12.54%，国企改革、国企混改指数分别累计上涨27.38%、20.71%，银行指数累计上涨15.49%，银行板块表现优于大盘但弱于国企改革及混改板块。国企改革方面，混改取得阶段性突破，第一批混改试点公布，主要分布在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工七大领域。供给侧改革方面，“三去一降一补”解决我国经济发展中的结构性问题，行业受影响存在差异，市场表现有所分化。2017年，供给侧改革成效释放，宏观经济温和复苏，银行净利润增速企稳回升，邮储银行在H股成功上市，叠加市场风格偏好的影响，银行指数跑赢大盘。与此同时，监管趋严，2017年7月的全国金融工作会议上，防范金融风险被列为三大任务之一，监管机构引导银行加强全面风险管理，整治互联网金融，银行加大新增不良管控和存量不良处置力度，在严监管下趋向稳健经营。

(4) 2020年疫情以来至2022年，国企指数表现总体优于大盘。一方面，国企在疫情期间承担着经济发展与安全的稳定器作用。另一方面，国企改革三年行动实施，落实1+N政策体系，同时“双百行动”“科改示范行动”“对标世界一流管理提升行动”正式启动，国有企业加快锻长板、补短板，在有序进退中推动国有资本向重要行业和关键领域集中。期间，上证指数累计上涨0.18%，国企改革、国企混改指数分别累计上涨3.88%、27.05%，银行指数累计下跌18.9%，弱于大盘和国企改革板块。受制于疫情对宏观经济基本面的冲击，银行经营业绩显著承压，2020-2022年净利润增速均低于上市央企整体水平；期间，在经济稳增长和前期估值偏低因素作用下，银行表现出现过短期阶段性反弹，但是在国内疫情反复、国际地缘政治风险上升的影响下，宏观经济复苏不稳定，叠加市场对银行资产质量的担忧，银行板块整体收益为负。

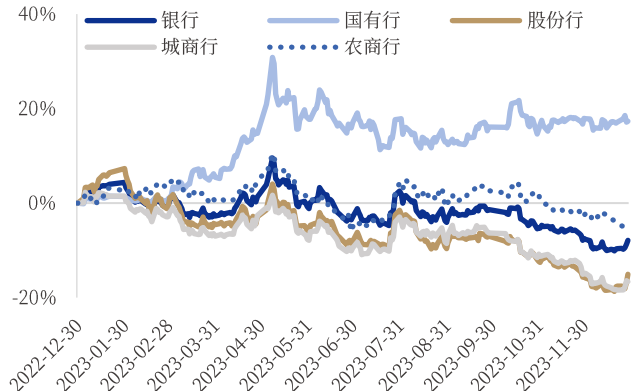
(5) 2023年至今，中特估行情显著，以国有大行为代表的银行板块价值凸显。截至2023年末，上证指数累计下跌5.79%，国企改革、国企混改指数分别累计下跌11.51%、上涨3.12%，中特估指数上涨10.44%，银行指数下跌9.88%，银行板块表现弱于市场，但是高股息、低估值、低风险的国有大行在中特估主题催化下一路高涨，截至2023年末累计上涨16.24%，优于市场和中特估整体板块。相比之下，中小银行业绩不确定性相对较高，且受中特估投资主题催化较少，此外，2023年上半年以硅谷银行为代表的欧美银行系列风险事件蔓延，引发国内市场对中小银行风险的担忧，股份行和区域行板块表现均偏弱。这一阶段，宏观经济修复仍面临较大压力，市场避险情绪上升，自2022年末中特估概念提出后，“三桶油”、建筑、煤炭、钢铁等“中字头”企业集中的行业龙头央企行情高涨，红利价值逐步成为市场主线。

图6：2023年中特估主线下的银行、国企改革市场表现



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

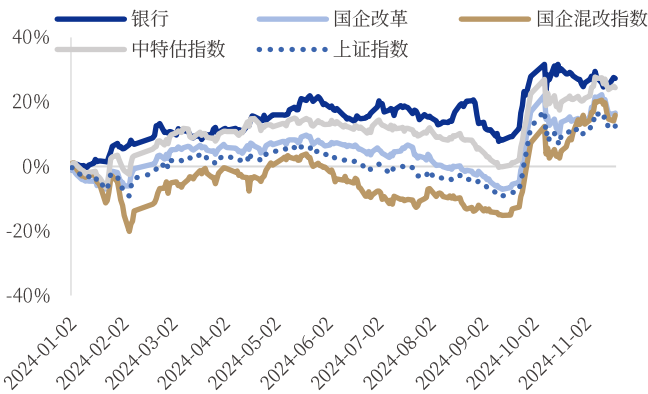
图7：2023年中特估主线下银行细分板块市场表现



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

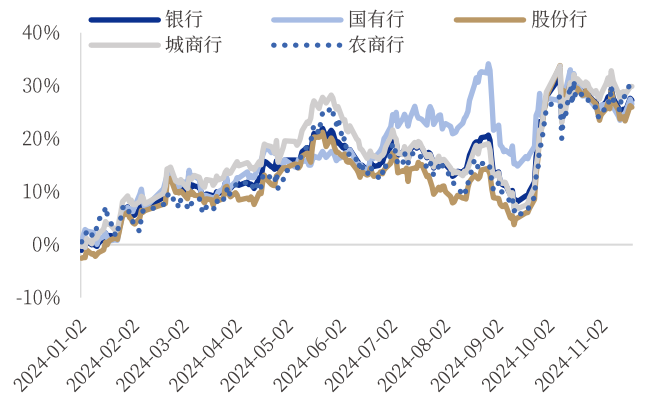
2024年以来，中特估行情热度不减，市值管理力度加大，银行板块持续受益。银行分红率稳中有升，业绩相对于2023年实现边际改善，叠加长线资金增持以及5月地产新政及后续一揽子增量政策催化，银行板块表现优于国企改革、中特估和市场大盘。2024年初至今，银行指数上涨27.28%，上证指数累计上涨12.47%，国企改革、国企混改指数分别累计上涨16.61%、15.89%，中特估指数上涨24.46%。与2023年相比，市值管理推动部分银行估值中枢处于上行通道，国有大行尤为突出，2024年估值中枢较2023年已有显著提升。预计随着政策拐点后成效逐渐显现，宏观经济边际回暖，银行业绩基本面积极因素积累，叠加央企国企改革深化、市值管理主题行情延续，以国有大行为首的银行板块估值上行空间有望进一步打开。

图8：2024年至今中特估主线下的银行、国企改革市场表现



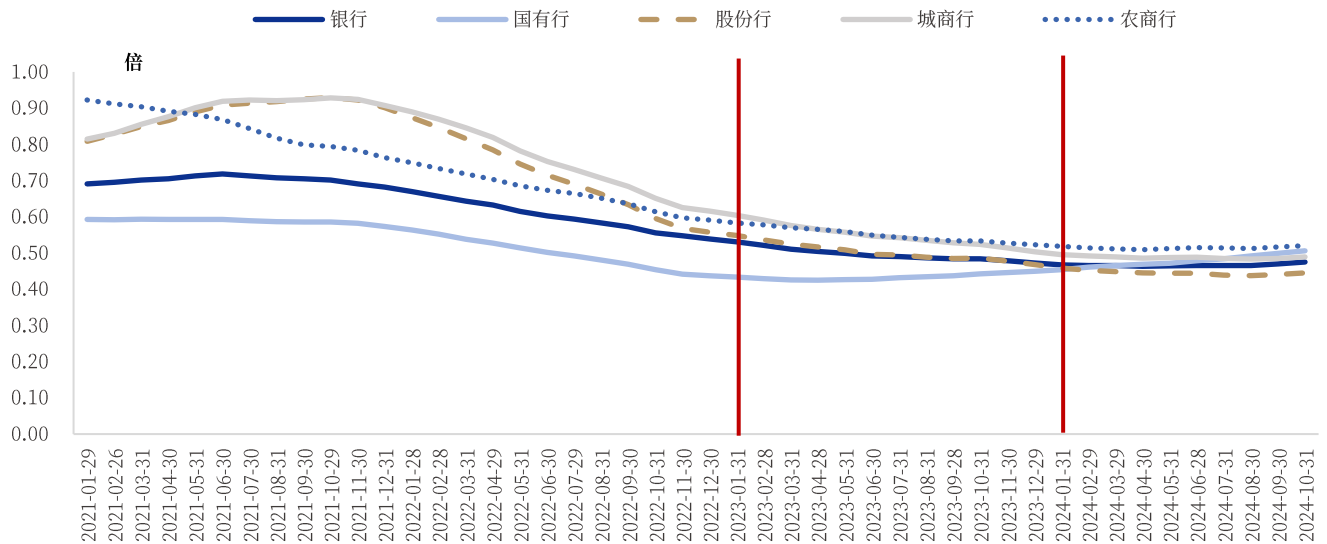
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图9：2024年至今中特估主线下银行细分板块市场表现



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图10：银行板块估值中枢



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

### 三、市值管理维度如何重塑银行经营和投资逻辑

从市值管理维度来看,银行不仅要运用新的估值体系和市值实现手段实现内在价值的充分定价,改善估值长期破净的困局,还需借助央企改革机遇,补充资本、防范化解风险、优化商业模式、增强公司治理,提升核心竞争力,推动内在价值与市场价值的同步提升,实现价值创造和价值实现的有机结合。

#### (一) 分红、增持、回购预期增强,关注股东回报

参照不同阶段上市公司市值管理的方式,银行当前处于成熟期,分红、回购、增持为提升估值的有效方式。就目前而言,分红和增持是主流的方式,分别适用于国有大行和优质的区域性城农商行。具体来看:

(1) 以国有大行为核心的上市银行分红规模、比例和频率增加,股息率居于市场领先水平。新“国九条”提出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。截至11月19日,银行板块股息率5.07%,在市场中排名第二,仅次于煤炭板块,并且有18家银行股息率超过5%。银行分红长期以来较为稳定,分红参与程度不断提升,实施分红的上市银行家数从2019年的37家逐渐上升至2023年的41家。2024年,多家银行首次实施中期分红或三季度分红,分红率稳中有升。截至11月19日,已有20家银行宣布中期分红方案,累计分红金额达2514.08亿元,平均分红率26.18%;其中,六大国有行累计分红2048.23亿元,平均分红率29.96%。

表4: 上市银行2024年中期分红情况(截至2024/11/19)

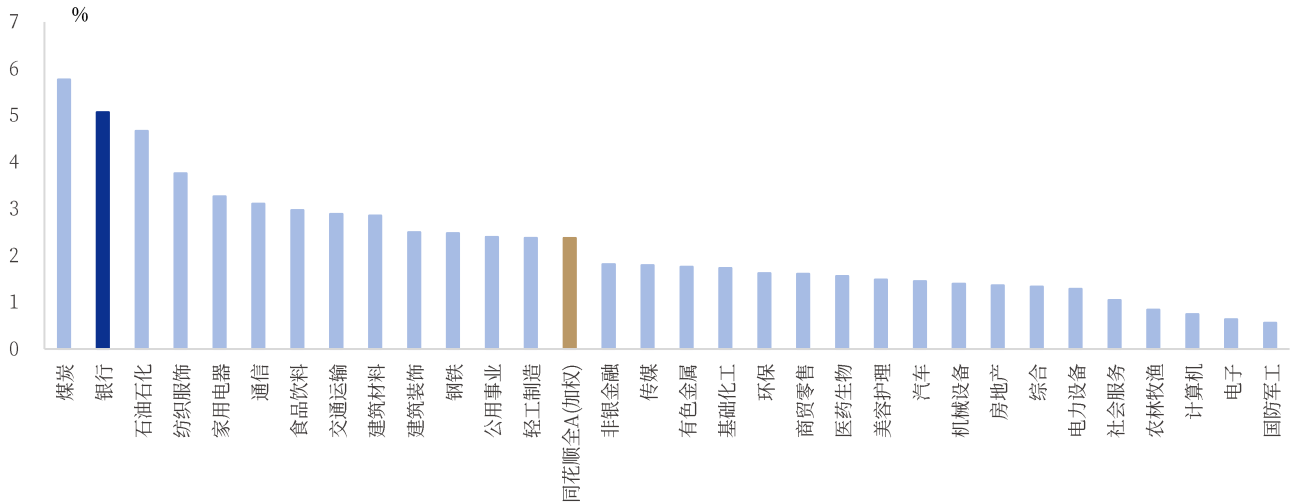
	分红金额(亿元)	归母净利润(亿元)	2024年中期分红率 <sup>1</sup>	2023年分红率
工商银行	511.09	1,704.67	29.98%	29.72%
农业银行	407.38	1,358.92	29.98%	28.87%
建设银行	492.52	1,643.26	29.97%	29.24%
中国银行	355.62	1,186.01	29.98%	29.45%
邮储银行	146.46	488.15	30.00%	29.64%
交通银行	135.16	452.87	29.84%	29.87%
中信银行	98.74	354.90	27.82%	24.04%
民生银行	56.92	224.74	25.33%	26.15%
光大银行	61.45	244.87	25.09%	27.52%
平安银行	47.74	258.79	18.45%	11.91%
华夏银行	15.92	124.60	12.77%	23.12%
北京银行	25.37	145.79	17.40%	25.58%
上海银行	39.78	129.69	30.67%	25.21%
南京银行	37.10	115.94	32.00%	29.85%
杭州银行	21.94	99.96	21.95%	16.49%
重庆银行	5.77	44.28	13.03%	27.84%
苏州银行	7.33	29.53	24.84%	26.30%
厦门银行	3.96	12.14	32.62%	28.73%

<sup>1</sup> 重庆银行为首度实施三季度分红。

渝农商行	22.08	73.58	30.00%	28.27%
沪农商行	23.05	69.71	33.07%	30.10%

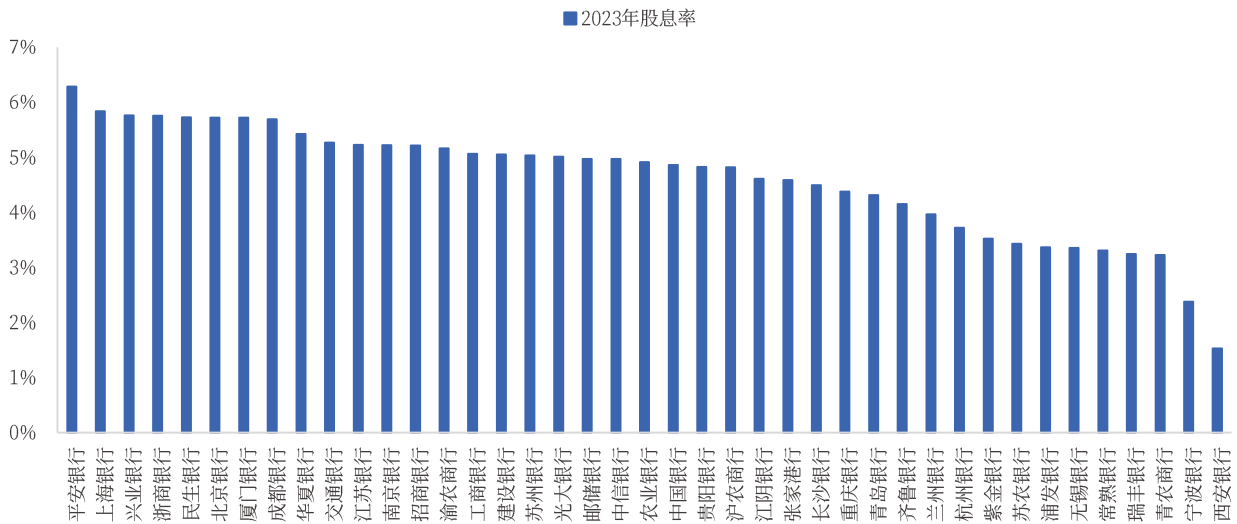
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图11: A股市场各行业股息率(截至2024/11/19)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图12: 2023年上市银行股息率排名(截至2024/11/19)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(2) 优质区域性中小行股东频繁增持, 有利于提振投资者预期, 引导公司价值理性回归。大股东增持彰显对公司发展前景的信心, 向市场释放积极信号, 促进公司估值提升, 从而实现回馈股东的正向循环。从持股比例超 5% 的大股东增持比例超 1% 的情况来看, 中小银行增持发生较多, 并且主要集中在江浙成渝地区的区域性城农商行。这类地区的中小银行多为地方国企, 区位优势明显, 信贷需求旺盛, 且自身经营基本面良好, 资产质量优异, 未来发展可期。

表5: 2020年以来上市银行持股5%以上股东增持比例超1%事件

时间	银行	事件	主动增持比例
2020/9/13	邮储银行	中国邮政集团有限公司通过上海证券交易所交易系统买入方式累计增持本行 869,786,091 股, 持有本行股份比例从 64.21%增加至 65.21%。	1.00%
2020/10/15	光大银行	控股股东中国光大集团股份公司通过可转债转股的方式增持本行 A 股普通股 1,542,553,191 股, 持股比例由 48.53%上升至 49.999%	1.47%
2021/1/6	南京银行	南京紫金投资集团有限责任公司及其一致行动人南京高科股份有限公司持有公司股份比例将从 20.096%增加至 21.112%。	1.02%
2022/3/4	南京银行	南京紫金投资集团有限责任公司及其控股子公司紫金信托有限责任公司、南京高科股份有限公司, 一致行动人南京市国有资产投资管理控股(集团)有限责任公司合计持有公司股份比例从 22.82%增加至 23.87%。	1.05%
2022/5/18	南京银行	公司第一大股东法国巴黎银行及法国巴黎银行(QFII) 合计持有公司股份比例从 14.04%增加至 16.37%, 增持比例 2.33%。	1.42%
2022/8/6	南京银行	江苏交通控股有限公司及其全资子公司江苏云杉资本管理有限公司合计持有公司股份比例从 9.99%增加至 11.03%。	1.04%
2022/8/26	南京银行	江苏交通控股有限公司及其全资子公司江苏云杉资本管理有限公司合计持有本公司股份比例从 11.03%增加至 12.08%。	1.05%
2022/11/21	南京银行	江苏交通控股有限公司及其全资子公司江苏云杉资本管理有限公司合计持有本公司股份比例从 13.05%增加至 14.10%。	1.05%
2023/3/21	杭州银行	杭州城投集团与其子公司杭州市水务集团有限公司及其下属子公司杭州市城市基础设施开发总公司合计持有的公司股份比例由 5.30%增至 7.30%。	2.00%
2023/4/17	重庆银行	重庆市水利投资(集团)有限公司持有股份占重庆银行股份有限公司总股份的比例从 5.0000% 增加至 6.0057%	1.01%
2023/5/8	成都银行	丰隆银行所持可转债转股后持有本公司股份比例为 19.57%, 持股比例合计增加 1.58%。	1.58%
2023/11/15	宁波银行	雅戈尔集团股份有限公司通过参与配股、集中竞价方式增持公司股份 117,777,737 股, 持股比例由 8.32%增加至 9.35%。	1.02%
2023/11/30	宁波银行	雅戈尔集团股份有限公司以集中竞价交易方式增持 108,607,233 股, 持股占公司总股本比例从 8.32%增至 9.97%。	1.65%
2024/1/21	无锡银行	长城人寿保险股份有限公司将所持有的“无锡转债”转股导致所持股份增加, 持股比例由 5.31%上升至 6.36%。	1.40%
2024/2/21	苏州银行	第一大股东苏州国际发展集团有限公司持股比例由 9.6%增加至 11.82%。	2.22%
2024/4/1	中信银行	控股股东中国中信金融控股有限公司因可转债转股增持本行 A 股 4,325,901,639 股, 持股比例由 64.14%上升至 67.05%。	2.91%
2024/4/29	江苏银行	第一大股东江苏信托及其一致行动人江苏投管合计增持本行股份 4,325,901,639 股, 持股比例由 8.89%上升至 9.98%。	1.09%
2024/11/8	南京银行	第一大股东法国巴黎银行及法国巴黎银行(QFII) 合计持有本公司股份比例从 17.04%增加至 18.04%。	1.00%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

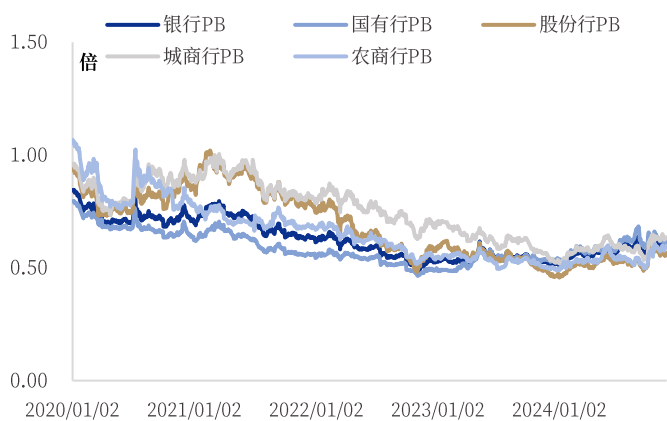
(3) 上市银行通过回购回馈投资者的情况较少, 预计受制资本补充压力。新“国九条”引导上市公司回购股份后依法注销, 央行于 2024 年 10 月创设股票回购增持再贷款工具, 多项政策鼓励上市公司以此提升股东回报, 优化公司治理。目前我国暂无上市银行进行股票回购, 预计与银行核心一级资本压力上升有关。近年来银行业绩普遍下滑, 内源资本补充不足, 外源资本补充受限, 同时需要保持充足的资本安全垫以应对部分重点领域不良资产暴露的风险。与此同时, 由于我国资本市

场仍以间接融资为主，银行信贷发挥着金融支持实体经济的主要作用，资本消耗较大。综合来看，银行需要在保持可持续经营、稳定分红和资本充足之间寻求均衡。

## (二) 拓展融资渠道，补充核心一级资本

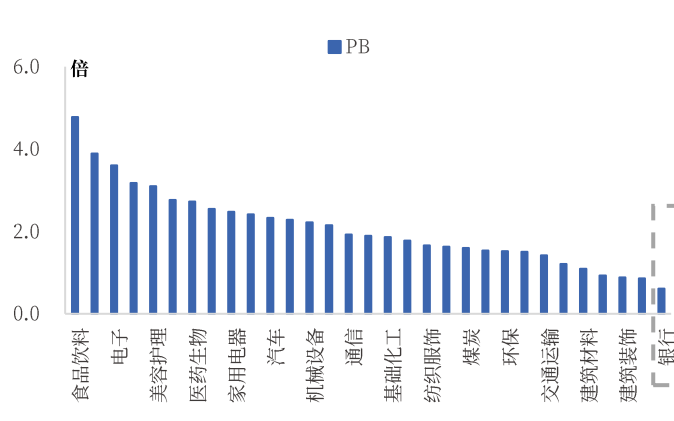
市值管理力度加大有望为银行估值进一步修复打开空间，对于改善银行再融资困境、补充核心一级资本、实现中长期稳健发展具有重要意义。尽管受益于中特估催化，银行估值仍然处于长期破净的状态，对市场化融资造成挑战。截至 2024 年 11 月 19 日，银行板块 PB 为 0.61X，国有行、股份行、城商行和农商行的 PB 为 0.63X、0.57X、0.64X 和 0.60X，分别为位于 2020 年以来 47.9%、66.7%、27.8%、22.4% 和 39.5% 百分位。2023 年再融资新规加强了对大额再融资的管控和对破净公司的限制，银行市场化融资面临一定制约，市值管理的必要性凸显。

图13：2020 年以来银行板块历史 PB（截至 2024/11/19）



资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图14：银行板块与其他行业 PB 对比（截至 2024/11/19）

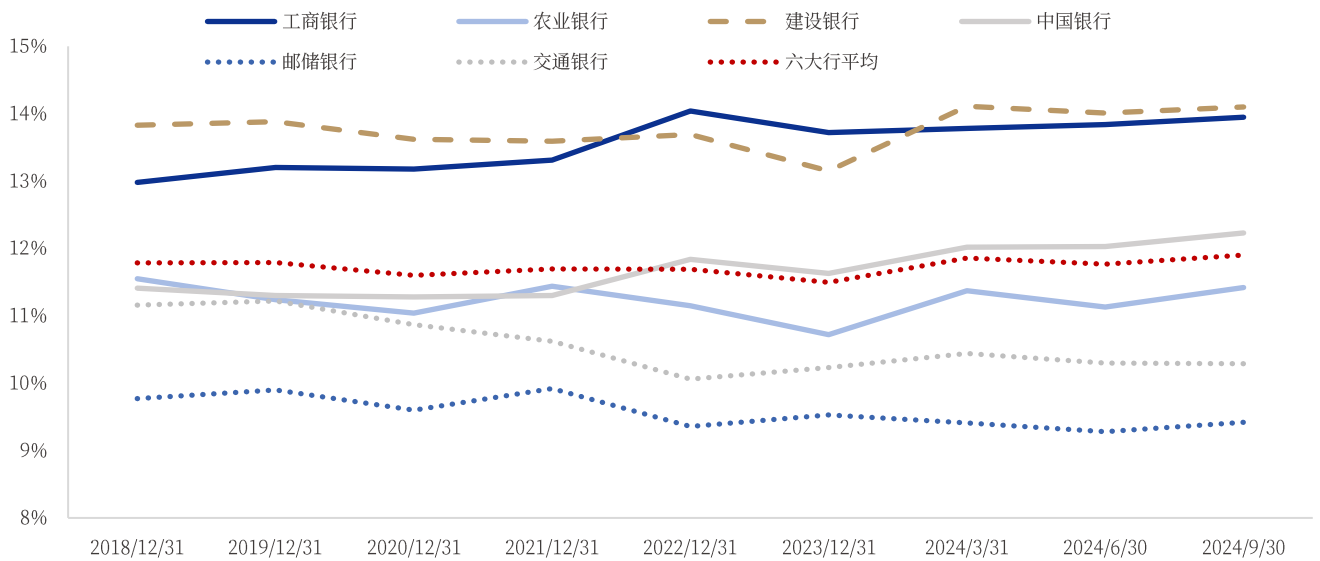


资料来源：ifind，中国银河证券研究院

估值提升为银行补充核心一级资本带来契机。短期而言，国家层面主导的核心一级资本补充将承担主导作用，以应对息差下行、银行利润负增长、内源式资本补充渠道收窄等困境，从而提升银行的信贷投放和风险抵御能力，更好地落实逆周期调节和服务实体经济高质量发展的需求，也为后续负债端成本优化和经营模式转型预留时间和空间。10 月，财政部已经明确发行特别国债为国有大行补充核心一级资本，预计规模在 1-1.5 万亿元之间，提升国有大行核心一级资本充足率 1.5-1.97 个百分点。本轮大行补充核心一级资本预计采用汇金注资+市场化融资相结合的方式。目前，银行主流再融资工具包括定增、配股和可转债转股。其中，可转债转股率偏低；配股以低于市场价的形式发行，吸引力较强；但也不排除定增方式，主要考虑到再融资新规设置了不受破净限制的情形，包括符合国家重大战略方向和董事会确定全部发行对象。国家主导资本补充更多地体现过渡性质。中长期来看，市场化再融资方式有望增加，市值管理将发挥核心作用。

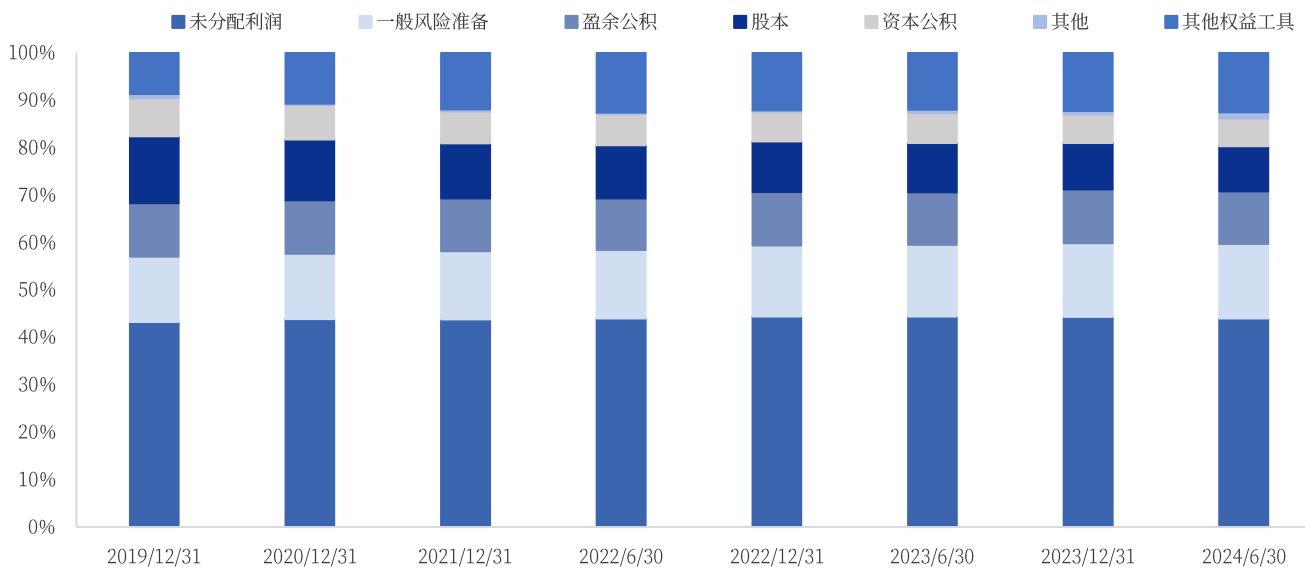


图15: 六大行核心一级资本充足率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图16: 六大行资本结构



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表6: 近5年来银行再融资事件

名称	行业	最新公告日期	融资类型	上市板	审核状态	拟融资金额 (万元)
民生银行	股份制银行	2023-08-11	可转债	主板	终止	5,000,000.00
中信银行	股份制银行	2024-06-21	配股	主板	已受理	2,783,511.96
长沙银行	城商行	2023-03-03	可转债	主板	已受理	1,100,000.00
厦门银行	城商行	2023-03-02	可转债	主板	已受理	500,000.00
浙商银行	股份制银行	2023-07-03	配股	主板	已实施	1,800,000.00
华夏银行	股份制银行	2022-10-20	增发	主板	已实施	2,000,000.00

青岛银行	城商行	2022-01-27	配股	主板	已实施	500,000.00
宁波银行	城商行	2021-12-13	配股	主板	已实施	1,200,000.00
中信银行	股份制银行	2023-09-25	配股	主板	已回复	2,783,511.96
齐鲁银行	城商行	2022-11-25	可转债	主板	实施	--
重庆银行	城商行	2022-03-21	可转债	主板	实施	--
成都银行	城商行	2022-03-01	可转债	主板	实施	--
兴业银行	股份制银行	2021-12-23	可转债	主板	实施	--
杭州银行	城商行	2024-06-27	增发	主板	股东大会通过	800,000.00
厦门银行	城商行	2022-09-28	可转债	主板	股东大会通过	--

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

表7: 近 5 年银行可转债累计转股比例前十 (截至 2024/11/19)

转债简称	累计转股比例(%)
苏银转债	100%
平银转债	100%
中信转债	71.59%
江银转债	69.39%
成银转债	52.53%
张行转债	45.50%
南银转债	35.30%
齐鲁转债	17.44%
苏行转债	12.54%
杭银转债	5.39%

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

### (三) 推动经营模式转型, 打破量价下行对 ROE 的制约

“一利五率”考核体系对银行的经营质效和投资回报提出新要求, 经营模式转型加速助力盈利能力提升, 增强内在价值创造的能力。2023 年“两利四率”(“两增一控三提高”)考核体系变为“一利五率”(一增一稳四提升)。央企经营考核指标体系的优化指引新发展方向, 与 2023 年以来国企改革进入深化提升的新阶段, 加快国有经济布局优化和结构调整, 推动国有资本和国有企业做优做强做大, 提高企业核心竞争力、增强核心功能的要求相契合。2023 年的考核体系一方面用 ROE 替换原有的净利润指标, 要求“实现进一步提升”, 主要考虑为 ROE 可以衡量权益资本的投入产出效率, 反映国有企业为股东创造价值的能力, 体现国资委作为出资人对央企资本回报率的要求, 符合以“管资本”为主的监管导向, 促进央企提高资本投入产出效率和盈利能力。另一方面, 用营业现金比率替换营业收入利润率指标, 与 ROE 结合, 实现财务三表的紧密耦合, 体现国资委“要有利润的收入和要有现金的利润”, 关注现金流安全和可持续投资能力, 实现国有资产保值增值的高质量发展。“一利五率”中与银行经营和价值创造密切相关的包括利润总额、资产负债率和净资产收益率, 具体如下:

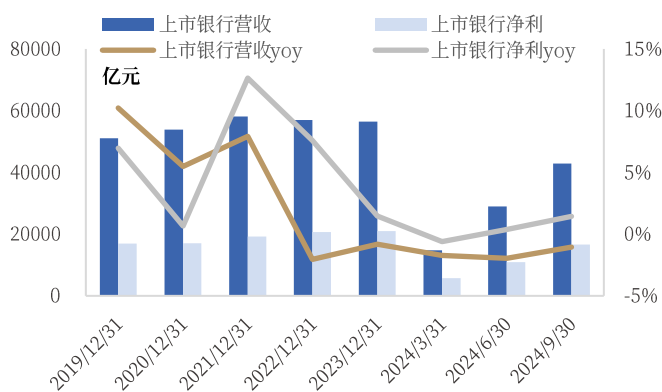
图17: 央企考核体系及要求变化



资料来源: 国资委, 中国政府网, 中国银河证券研究院

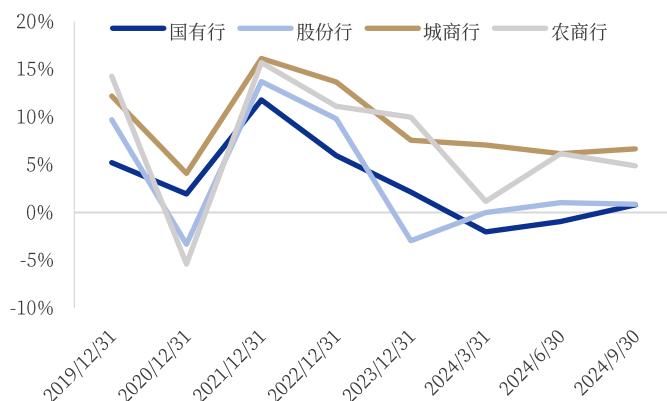
(1) 利润总额增速要高于 GDP。这意味着银行业尤其是国有大行利润负增长的局面从中长期角度不可持续, 监管对于稳息差、保持合理利润的关注度不减, 存款挂牌利率调降成效有望加速释放。此外, 央行在 2024 年三季度货币政策执行报告专栏中指出, 当前银行面临资产端利率下行过快而负债端成本率下降难的问题, 主要由于银行过度竞争, 资产端利用低息贷款争夺市场份额, 负债端高息揽储、手工补息、高息吸收同业存款、高息进行存款投标等问题突出, 未来需要银行切实提升自主理性定价能力, 引导银行通过市场化方式保持资、负两端合理的收益、成本, 负债成本有望进一步优化, 呵护银行净息差。回顾近年来银行资负两端的利率表现, 存款重定价滞后是息差下行、业绩增长承压的主因。2024 年存款挂牌利率调降成效进一步释放, 银行利息支出增速放缓, 7 月和 10 月存款挂牌利率再度调降, 以优化银行负债端成本, 稳定息差。从当前阶段银行存款期限结构来看, 国有大行和部分股份行 1 年期以下存款 (含活期) 占比较高, 短期受益负债成本下降, 而中小银行预计在后续年份受益。

图18: 上市银行营收、净利



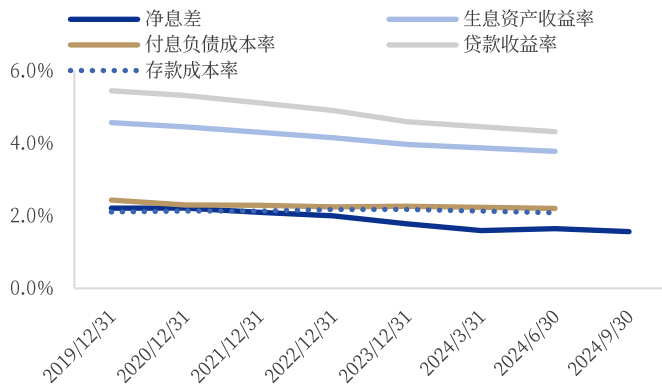
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图19: 上市银行细分板块归母净利润增速



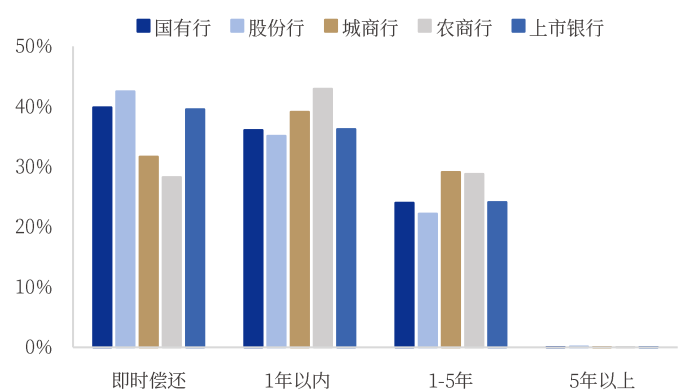
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图20: 上市银行净息差、资产/负债端收益/成本率



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

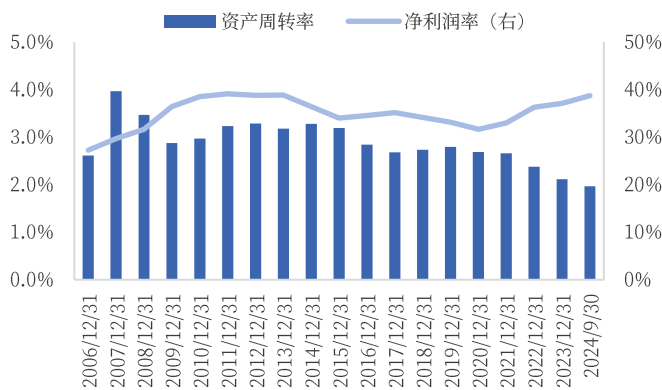
图21: 上市银行存款期限结构 (2024H1)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

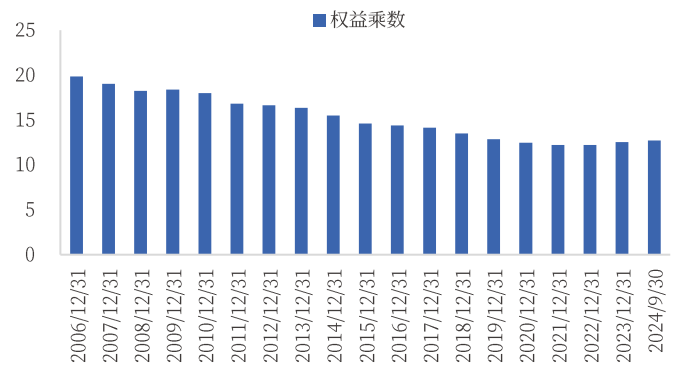
(2) 资产负债率趋势性下降, 杠杆经营面临挑战, 模式亟待转型。依据杜邦分析, 上市银行权益乘数呈下降趋势, 在 ROE 中的贡献度逐渐降低, 信贷规模导向弱化, 杠杆驱动效应减弱。与此同时, 资产周转率低位下行、净利率受投资收益和信用成本影响波动加大, 拉低 ROA 水平, 显示资金使用效率整体不高, 以量补价效果减弱, 对 ROE 提升形成制约。数据上看, 2024 年 1-9 月, 上市银行年化 ROE、ROA 分别为 9.83%、0.77%, 权益乘数和资产周转率分别为 12.73%和 1.97%, 四项指标近年来均持续走低; 净利率 38.74%, 2020 年之后出现阶段性拐点向上, 预计主要受利率下行、债券投资收益增加以及拨备回冲影响, 不具备可持续性和穿越周期的能力。从中长期来看, 银行盈利空间会更多地取决于业务模式的转型而非单纯依赖规模扩张和定价管理, 优结构、轻资本、控风险是核心关键。

图22: 上市银行杜邦分析: 权益乘数



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图23: 上市银行杜邦分析: 资产周转率、净利率



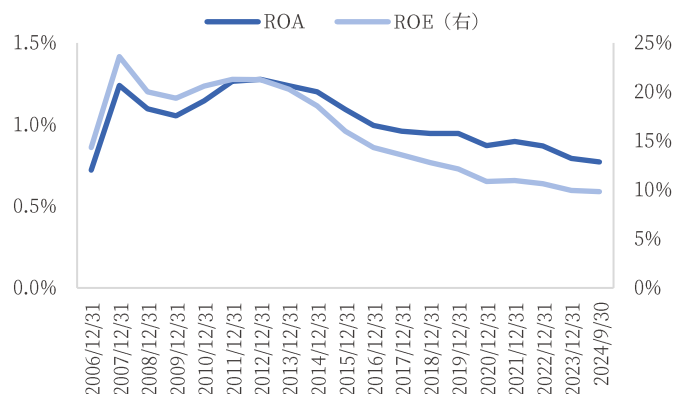
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图24: 上市银行信用成本



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

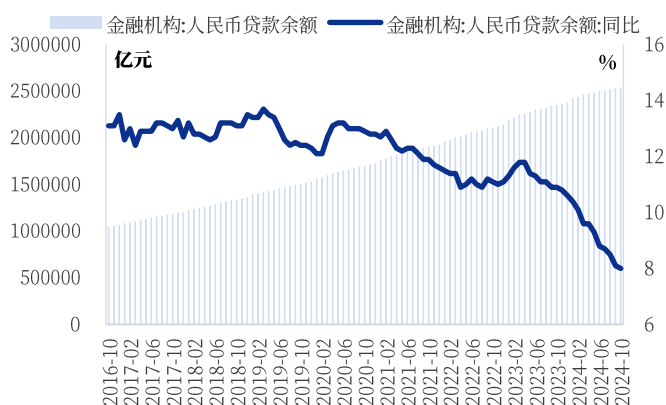
图25: 上市银行 ROA、ROE



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

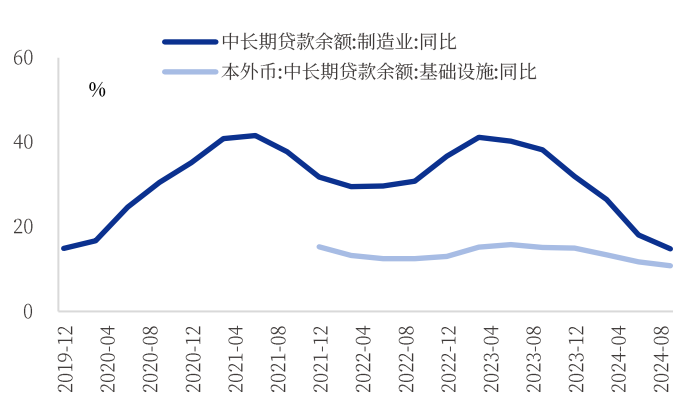
**(3) 盘活存量金融资源、优化信贷结构、发展中间业务成为提升资产周转率和净利率、改善 ROE 的突破口。**就目前而言,上市银行基建+地产类贷款(含按揭)占总贷款比重仍处于偏高水平,尽管短期地产政策回暖、财政发力,从中长期角度而言受房地产后周期和地方化债持续影响,增长空间有限。以五篇大文章为代表的重点领域信贷如小微、科创、绿色等以及财富管理、投行一体化等轻资本业务成为未来方向,从而更好地服务经济结构转型、打造新质生产力的需求。最新数据显示,截至 2024 年 9 月末,金融机构贷款余额同比增长 8.1%。其中,基建中长期贷款和房地产开发贷分别同比增长 10.8%、2.7%;普惠小微、科技型中小企业、绿色贷款余额分别同比增长 14.5%、20.8%、25.1%,均高于全部贷款平均增速,保持高景气度,但在银行贷款中占比有限,有较大的提升空间。与此同时,银行的财富管理业务前景广阔,是轻资本转型的抓手。截至 2024 年 6 月,样本银行中,工农中建邮五大行 AUM 规模均突破 15 万亿元,招商银行紧随其后, AUM 规模约 14.2 万亿元,而从 AUM 中个人存款占比来看,招商、兴业、平安银行占比较低,分别为 26.79%、29.7%、31.31%,财富管理多元化发展程度更高,相应地,零售业务特色明显的股份行 ROE 也高于上市银行平均水平。截至 2024 年 9 月,上述零售 AUM 中个人存款占比较低的三家股份行 ROE 分别为 15.38%、10.92%、12.13%,高于上市银行的 9.83%。因此,加速财富管理转型,推动个人存款向各类产品转化将为轻资本业务的发展和盈利空间的提升带来持续的增量需求。

图26: 金融机构贷款余额及增速



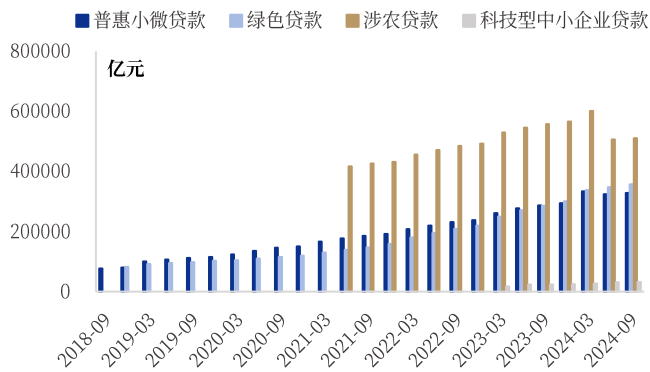
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图27: 制造业和基建中长期贷款增速



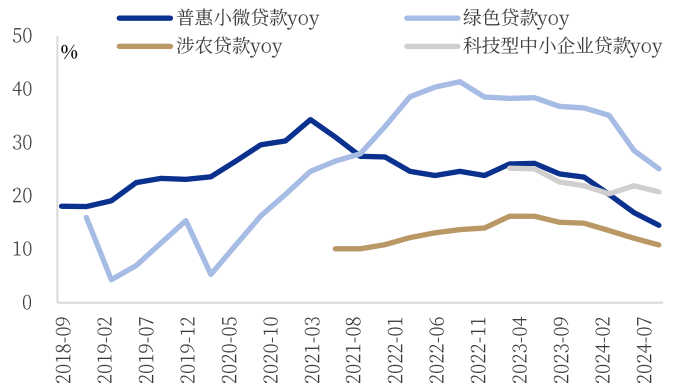
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图28: 部分重点领域贷款余额



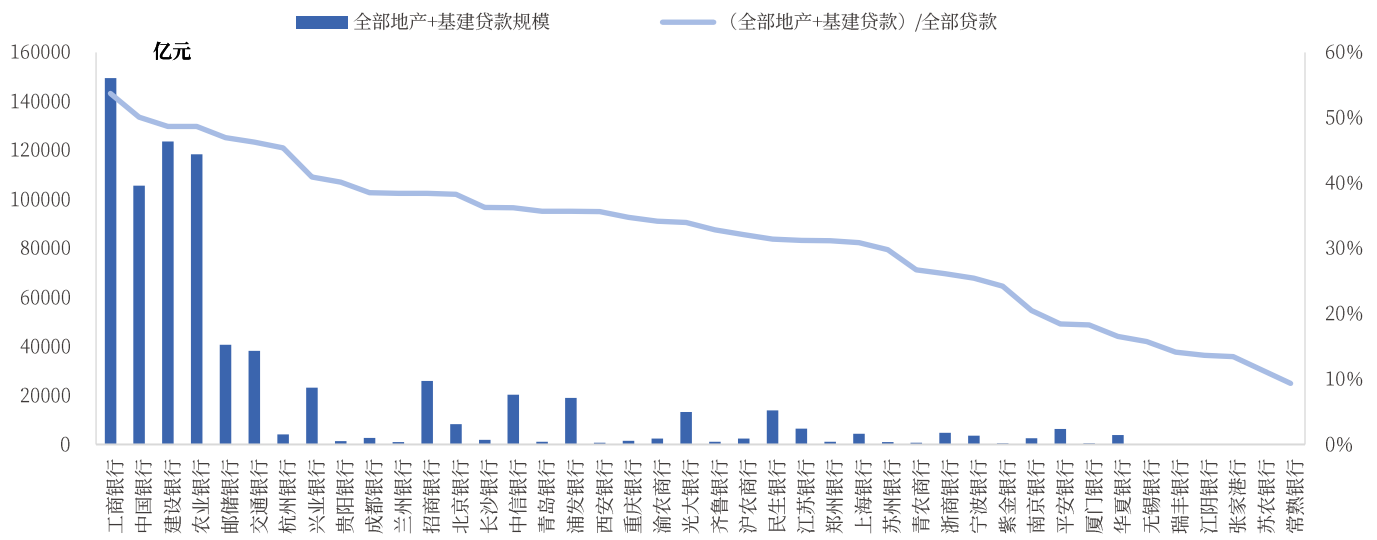
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图29: 部分重点领域贷款增速



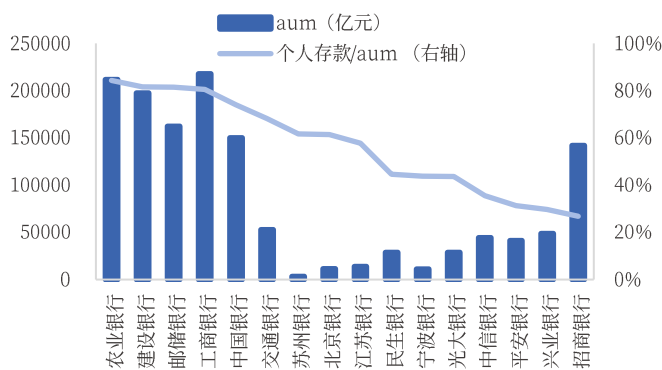
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图30: 上市银行全部地产（含按揭）+基建贷款规模及占比（2024H1）



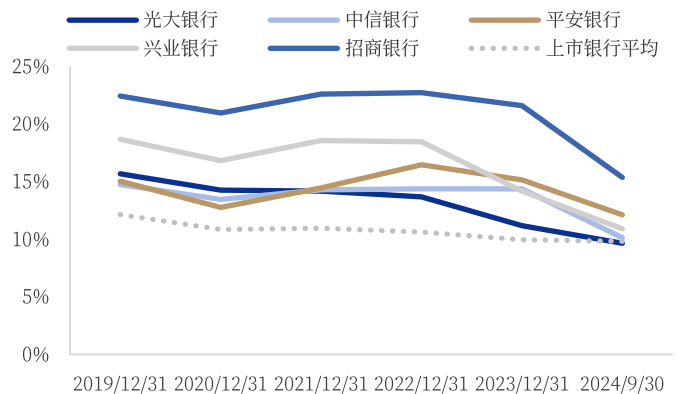
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图31: 样本银行 AUM 规模及存款占 AUM 比重



资料来源: ifind, 公司公告, 中国银河证券研究院

图32: 部分零售股份行 ROE

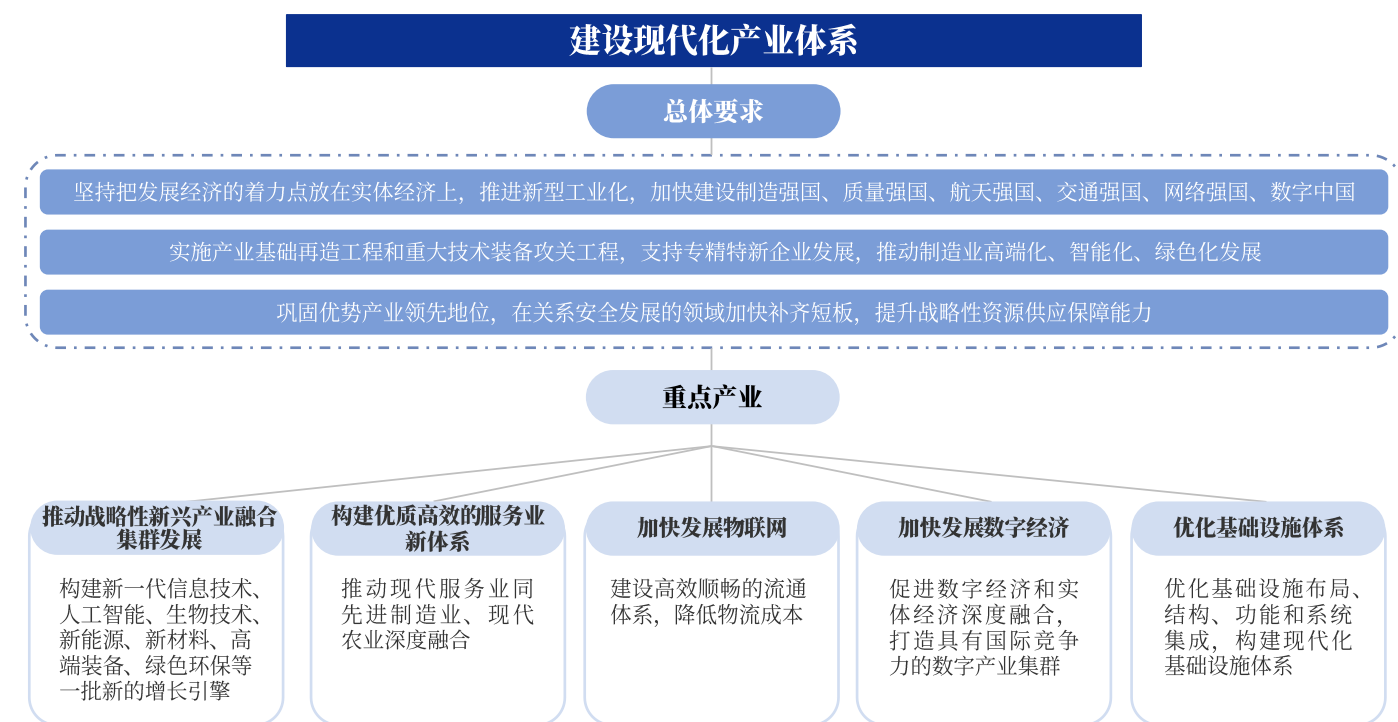


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

#### (四) 数字经济大发展，技术赋能银行提质增效

建设现代化产业体系为央国企改革优化经济布局的重要目标，数字经济是核心一环，也是重塑经营模式、提升内在价值、打破估值天花板的有效手段。二十大报告提出“建设现代化产业体系，推进新型工业化，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国”，同时要求加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群。二十届三中全会强调深化国有企业改革，推进国有经济布局优化和结构调整，推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中，与二十大报告中现代化产业体系提及的领域相契合。

图33：二十大报告中关于建设现代化产业体系的布局



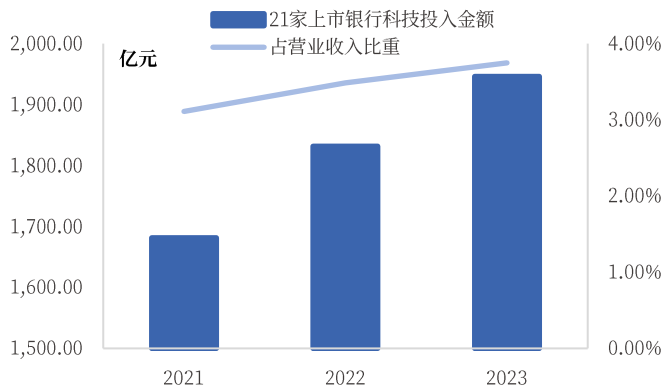
资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

考虑到数字经济投入大、技术研发门槛高、回报周期长等特点，央国企有望发挥“领头羊”作用。根据 2023 年 2 月国资委党委书记张玉卓署名文章《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》，从深化新一轮国企改革和加快产业体系升级发展两个维度对央国企数字化转型提出要求。一方面要大力提升国资监管智能化水平，推动从“人防人控”向“技防技控”转型升级。加快推进国资央企云体系、大数据体系和司库体系建设，实现企业重要经营信息的动态归集和穿透监测，提升监管工作即时性。另一方面要突出优化布局，推动中央企业在建设现代化产业体系、加快构建新发展格局上发挥“领头羊”作用。其中包括制定重点行业领域布局结构调整指引，加快传统产业数字化转型。

资金实力雄厚、数字金融领域布局领先的国有大型银行和股份行在实现自身数字化转型以及服务数字经济发展中的优势更加明显。近年来上市银行科技投入规模保持在较高水平，占营业收入的比例稳步提升，人员配置力度也在不断加大。据不完全统计，2023 年，21 家 A 股上市银行累计科技投入 1946.13 亿元，同比增长 6.24%，增速较 2022 年有所放缓，但远超营业收入增速，科技投

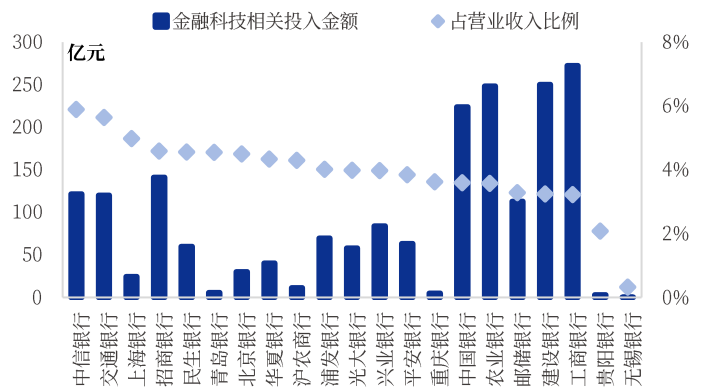
入占营业收入比重 3.75%，较 2022 年稳步上升，显示银行对数字化转型的重视力度不减。其中，工农中建四大行的科技投入均维持在 200 亿元以上，中信银行、交通银行的投入在 100-200 亿元之间，但是占营业收入比例高达 5.9%和 5.64%，领先同业。人员配置层面，上市银行加大了对科技人才队伍建设的重视程度。截至 2023 年末，四大行和招商银行的科技人员数量均在万人以上，多数银行的科技人员数量增速都在 10%以上。与此同时，主要银行均针对金融科技/数字化领域设立了专门的人才培养计划，以应对复合型人才不足挑战，提升全员数字化素养。

图34：21 家上市银行金融科技投入及占比



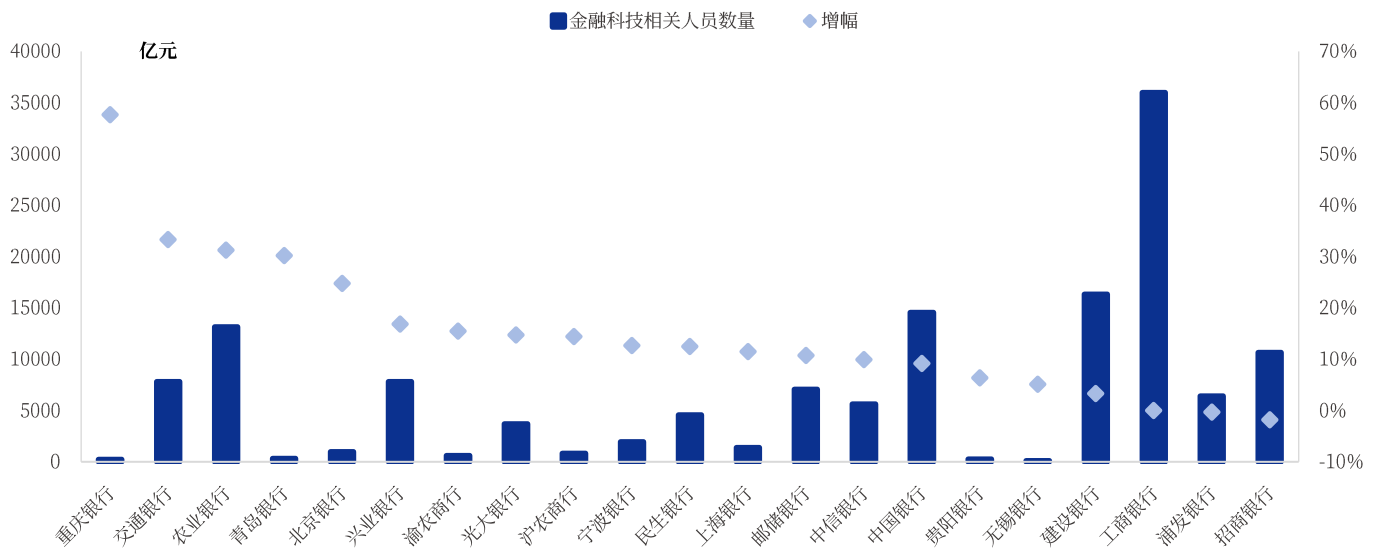
资料来源：安永，中国银河证券研究院

图35：2023 年 21 家上市银行金融科技投入及占比排名



资料来源：安永，中国银河证券研究院

图36：2023 年 21 家上市银行金融科技人员及增幅排名



资料来源：安永，中国银河证券研究院

表8：上市银行数字化人才培养计划

银行	四大行与招商银行的数字化人才培养计划
工商银行	夯实创新人才队伍基础。依托“科技菁英”招聘品牌及集中培养机制，带动基层金融科技职能加速向创新研发与营销服务支持转型；深化人才分层培训，围绕数字化转型和金融科技两个主线，聚焦经营管理人员和科技骨干人才开展数字化培训。
农业银行	面向优秀科技类毕业生创新实施“智领计划”。



中国银行	打造数字化管理、行业规划和架构设计人才，数字化营销、产品、运营、风控和交易人才，数据分析和信息科技人才等 10 支队伍；实施名单制管理，首批储备人才 5500 余名，通过集中培训、项目攻坚、实战锻炼培养科技业务复合型人才；举办数字金融学堂等活动提升全员数字化素养；与上海交通大学合作设立“中银科技金融学院”，举办首届中银科技金融高峰论坛，共同推进科技金融人才培养。深入落实加快多层次数字人才培育决策部署，成功入选全国首批数字化转型与人工智能产业人才基地。
建设银行	金融科技人才工程列为全行首个重大人才项目，着力推进“懂科技的管理人才”“懂业务的科技人才”“懂行情的市场化 IT 人才”三类人才队伍建设。
招商银行	建立多层次、专业化、数字化的人才培养体系。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

与此同时，为了应对传统银行组织架构的局限性，主要上市银行均设立了金融科技子公司，全面支持数字化战略实施落地。截至目前，累计有 15 家上市银行成立了金融科技子公司。其中，国有行 5 家，股份行 7 家，城农商行 3 家。

表9：上市银行金融科技子公司成立情况

金融科技子公司	所属上市银行	成立时间	注册地	注册资本(亿元)
建信金科	建设银行	2018/4/12	上海	17.30
浦银金科	浦发银行	2021/5/28	上海	10.00
工银科技	工商银行	2019/3/25	北京	9.00
中银金科	中国银行	2019/6/11	上海	6.00
农银金科	农业银行	2020/7/28	北京	6.00
交银金科	交通银行	2020/8/25	上海	6.00
光大科技	光大银行	2016/12/20	北京	4.00
兴业数金	兴业银行	2015/11/10	上海	3.50
招银云创	招商银行	2016/2/23	深圳	2.49
民生科技	民生银行	2018/4/26	北京	2.00
渝银金科	渝农商行	2023/11/29	重庆	1.00
北银金科	北京银行	2019/5/16	北京	0.50
龙盈智达	华夏银行	2018/5/23	北京	0.21
易企银	浙商银行	2020/2/27	杭州	0.20
长银数科	长沙银行	2022/7/1	长沙	0.10

资料来源：ifind，中国银河证券研究院

通过数字化转型，银行将大数据、云计算、人工智能、区块链等一系列技术创新，全面应用于支付清算、借贷融资、财富管理等各个金融领域，智能化程度大幅提升，对金融业降本增效、增强风险管控能力起到积极支撑，有望成为银行盈利和估值天花板的突破口。与此同时，银行通过金融科技子公司探索向外输出成熟的技术和数字化转型经验，与各类场景生态深度融合，服务金融同业、政府以及企业的数字化转型需求，更好地服务数字经济的发展，同时从中长期角度有望实现技术投入变现，为银行拓展新的盈利增长点，并重新赋予银行成长性溢价。

图37: 建信金科业务方阵

金融机构解决方案	政府及公共事业解决方案	企业解决方案	通用解决方案
测试质量管控	智慧政务平台	综合金融	即时通讯
核心银行云	党群关系管理	企业采购平台	云客服
集约化运营	善行宗教平台	企业共享平台	云档案
双录	公益教育平台	财务结算审核管理业务	智能知识管理
对公信贷业务流程管理	智慧社区平台	区块链贸易融资	短信服务
押品房屋估值	慈善云服务平台		快捷支付
普惠金融	安心养老平台		
催收	电子功德箱		
房产大数据	建融慧学		
证券化	建融智医		
贷后预警			
影像业务流程			
财务公司云			
第三方支付			
统一凭证库			
数据中心运维			
房改金融平台			

资料来源: 建信金科官网, 中国银河证券研究院

### (五) 风险化解力度加大, 改善信用成本

防范化解重点领域风险仍是央国企改革的重点内容, 应成为中特估和市值管理关注的焦点。2023年2月国资委党委书记张玉卓在署名文章《为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步作出国资央企更大贡献》中指出要突出守牢底线, 有效防范化解重大风险。抓好重点领域风险防范化解, 压实各级企业主体责任, 增强风险处置的精准性、有效性, 稳妥做好重点领域、重点企业风险处置, 强化资产负债率刚性约束, 抓好房地产、金融等领域风险防范应对。2023年12月25日至26日, 国务院国资委召开中央企业负责人会议, 全面贯彻落党的二十大精神和中央经济工作会议精神, 总结2023年国资央企工作, 研究部署2024年重点任务, 提出扎实做好2024年中央企业改革发展重点工作, 突出抓好“六个着力”, 其中包括着力防范化解重大风险, 牢牢守住安全发展底线。2024年, 国资央企将持续做好重大风险评估监测和及时处置, 坚决有力防控重点领域风险, 严控债务违约。从市值管理角度而言, 央国企需要承担额外社会责任, 因此也面临着社会责任带来的风险和成本, 例如地方债务和房地产风险化解、支持科技创新等, 一定程度上导致估值折价。因此, 落实央国企改革防范化解重点领域风险的要求, 有助于改善银行风险, 是稳定投资者预期的重要举措之一, 也是市值管理不可忽视的重要维度。

图38：2024 年央企改革发展重点工作突出抓好“六个着力”



资料来源：国资委，中国银河证券研究院

就当前阶段而言，房地产政策优化、地方化债力度加大，央国企以及银行有望在其中发挥关键作用，利好资产质量优化，降低信用成本。

(1) **房地产领域，政策持续优化，改善房企现金流，违约风险降低。**9 月末以来，房地产支持政策密集出台，供给端方面，白名单贷款规模扩大、商品房和土地收储、保障房再贷款优化、存量优惠政策延期、房地产相关领域贷款和债券等融资工具组合发力，有力促进房地产现金流改善。其中，地方国企是收购存量商品房的主体，目前，各地国资收储已加速落地，据中指研究院统计，截至 2024 年 10 月，约 60 城表态支持国有企业收购存量商品房用作保障性住房；其中，超 30 城发布征集细则，对征集房源作出明确要求。此外，监管部门表示正在研究允许商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。需求端方面，商业银行存量房贷利率调整基本完成、重定价机制调整，叠加房地产税收政策优化，居民购房成本降低、按揭贷款需求边际修复，利好房企销量回升，降低房企违约风险。短期来看，房地产违约率仍处于高位，2025-2027 年仍为房地产信用债到期高峰，但是剔除展期后的实质性违约已经改善，银行对公房地产不良贷款余额增速下降、不良率上升斜率趋缓，后续展期现象或受益于流动性改善逐步缓解，而根本性扭转的关键在于房企销量企稳。截至 2024 年 10 月，房企商品房销售面积、销售额分别同比下降 15.8%、17.7%，降幅环比继续收窄。建议持续关注相关指标改善进展。

表10：2024 年以来房地产政策持续优化

时间	部门要求或政策事件	政策措施主要内容
2024 年 1 月	中国人民银行国家金融监督管理总局关于金融支持住房租赁市场发展的意见	从加强住房租赁信贷产品和服务模式创新、拓宽住房租赁市场多元化投融资渠道、加强和完善住房租赁金融管理等方面推出 17 条举措，支持住房租赁市场发展。
2024 年 1 月	城市房地产融资协调机制	根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，提出可以给予融资支持的房地产项目名单。

2024年1月	关于做好经营性物业贷款管理的通知	2024年底前,对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上,还可发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域相关贷款和公开市场债券。
2024年4月	政治局会议	结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待,统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施,抓紧构建房地产发展新模式,促进房地产高质量发展。
2024年5月	国务院政策例行吹风会	介绍切实做好保交房工作配套政策有关情况,全面放宽楼市政策,从供需两端同时发力,改善购房需求和融资环境。
2024年5月	关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
2024年5月	关于下调个人住房公积金贷款利率的通知	自2024年5月18日起,下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点,5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%,5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。
2024年6月	国常会	继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。
2024年6月	住建部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	推动县级以上城市有力有序开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。
2024年9月	央行、金融监管总局、证监会联合新闻发布会	一、引导银行降低存量房贷利率。将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近,预计平均下降幅度在0.5个百分点左右。 二、全国层面的商业性个人住房贷款将不再区分首套房和二套房,最低首付比例统一为15%。 三、房企存量融资展期、经营性物业贷款等阶段性政策延长到2026年12月31日。 四、将保障性住房再贷款政策中人民银行出资比例,由原来的60%提高到100%。 五、支持收购房企存量土地。在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上,研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地,盘活存量用地,缓解房企资金压力。在必要的时候,也可以由人民银行提供再贷款支持。
2024年9月	中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳,对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切,调整住房限购政策,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,推动构建房地产发展新模式。
2024年9月	中国人民银行指导市场利率定价自律机制发布《关于批量调整存量房贷利率的倡议》	各商业银行原则上应于2024年10月31日前统一对存量房贷(包括首套、二套及以上)利率实施批量调整,对于LPR基础上加点幅度高于减30个基点的存量房贷,降为不低于LPR减30个基点,且不低于所在城市目前执行的新发放商业性个人住房贷款利率加点下限(如有)。
2024年10月	发改委新闻发布会	针对楼市持续偏弱,采取综合性政策措施,促进房地产市场止跌回稳。对商品房建设严控增量、优化存量、提高质量,加大“白名单”项目贷款投放力度,运用专项债券等支持盘活存量闲置土地,调整住房限购政策,释放刚性和改善性住房需求,加快消化存量商品房,降低存量房贷利率,抓紧完善土地、财税、金融等政策,加快构建房地产发展新模式。
2024年10月	财政部新闻发布会	叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具,支持推动房地产市场止跌回稳:一、允许专项债券用于土地储备。确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。二、支持收购存量房,优化保障性住房供给。用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。继续用好保障性安居工程补助资金,适当减少新建规模,支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。三、及时优化完善相关税收政策。
2024年10月	住建部等五部门联合新闻发布会	一、通过货币化安置等方式,新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。主要政策:一是重点支持地级以上城市。二是开发性、政策性金融机构可以给予专项借款。三是允许地方发行政府专项债。四是给予税费优惠。五是商业银行根据项目评估还可以发放商业贷款。 二、年底前,将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿,做到“应进尽进”、“应贷尽贷”、“能早尽早”。

2024年11月	财政部、国家税务总局、住建部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	<p>一、加大住房交易环节契税优惠力度，积极支持居民刚性和改善性住房需求；降低土地增值税预征率下限，缓解房地产企业财务困难。契税方面，将现行享受1%低税率优惠的面积标准由90平方米提高到140平方米。土地增值税方面，将各地区土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。</p> <p>二、明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策，降低二手房交易成本，保持房地产企业税负稳定。</p>
----------	--	---

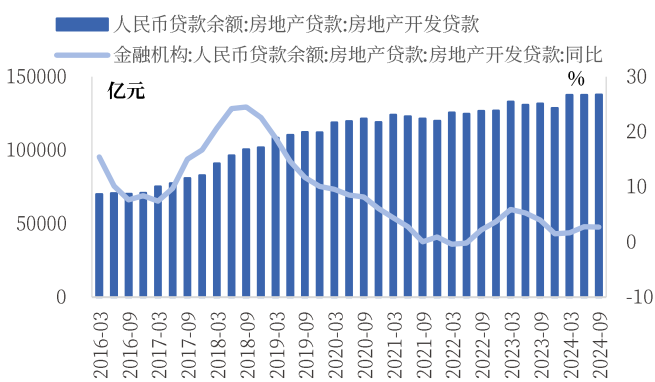
资料来源：国家金融监管总局，中国人民银行，财政部，住建部，发改委，国新办，中国政府网，中国银河证券研究院

表11：重点城市存量房收购进展

城市	规模	运营主体	用途
福州	9501套	福州安住发展有限公司	保租房
重庆	6807套房源	重庆嘉寓房屋租赁公司、重庆建渝住房租赁基金	保租房
天津	4个项目1826套	天津滨海新区建设投资集团地产公司	保租房
郑州	81个存量项目	郑州城发安居有限公司	保租房
武汉	500余套	武汉安家保障性住房有限公司	保租房
青岛	7个项目2319套	青岛建融投资置业有限公司	保租房

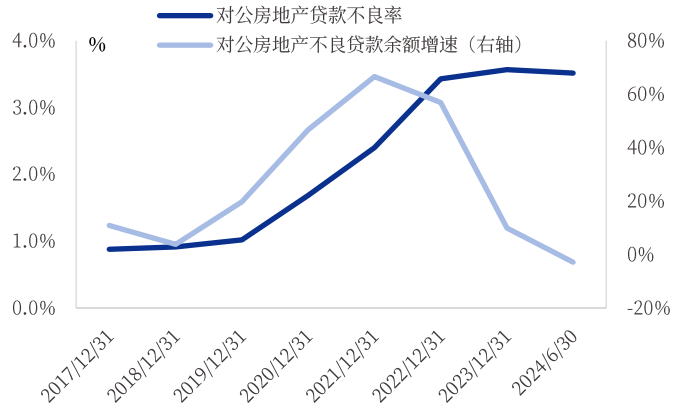
资料来源：克尔瑞，中国银河证券研究院

图39：房地产开发贷规模及增速



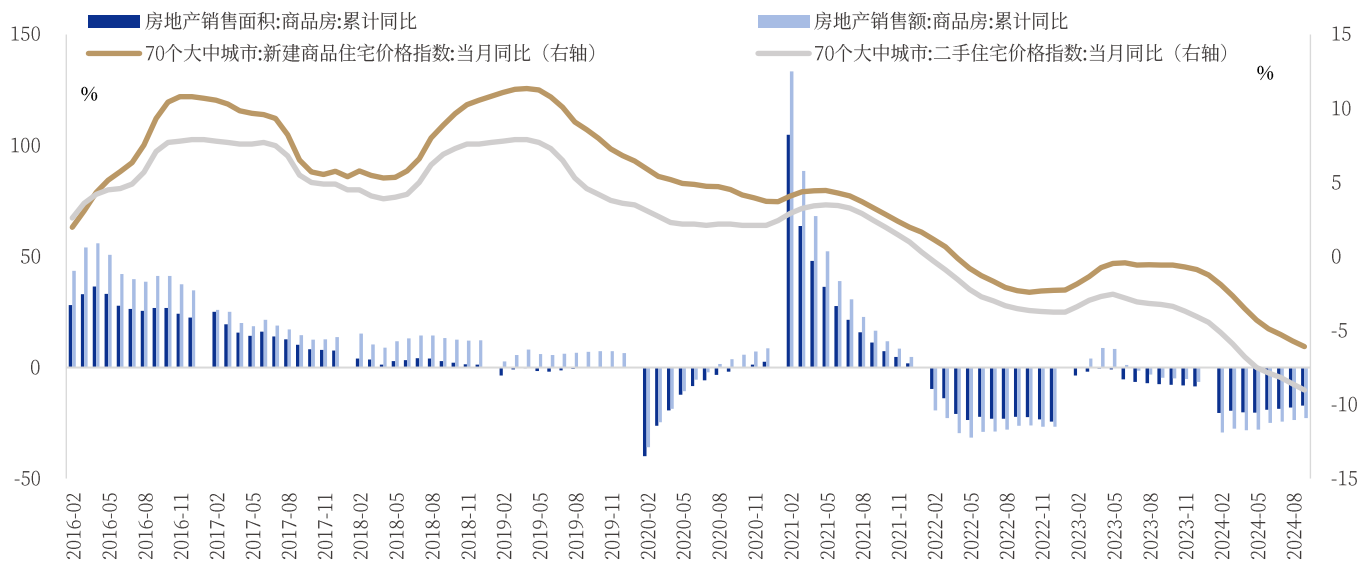
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图40：样本银行对公地产不良贷款余额增速及不良率



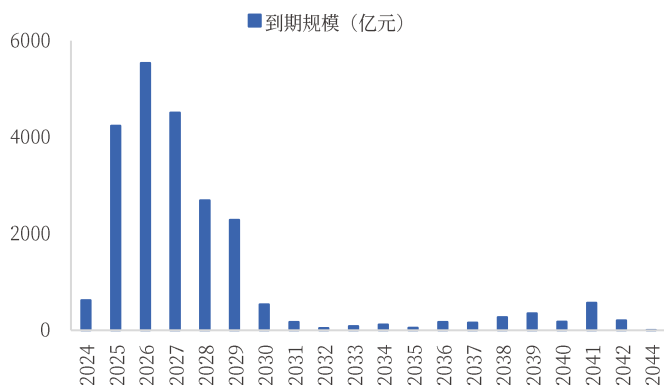
资料来源：ifind，中国银河证券研究院

图41: 商品房销售和住宅价格指数情况



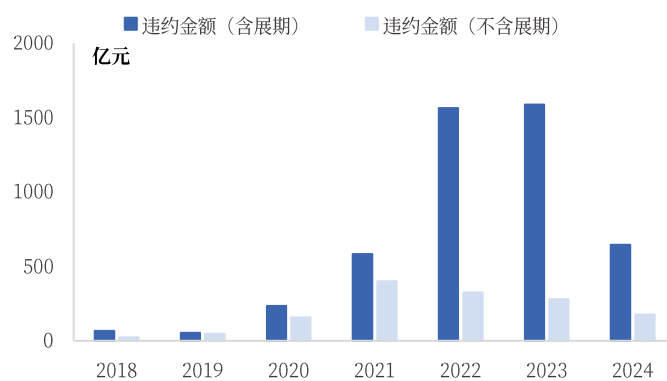
资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图42: 未来 20 年房企信用债到期规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

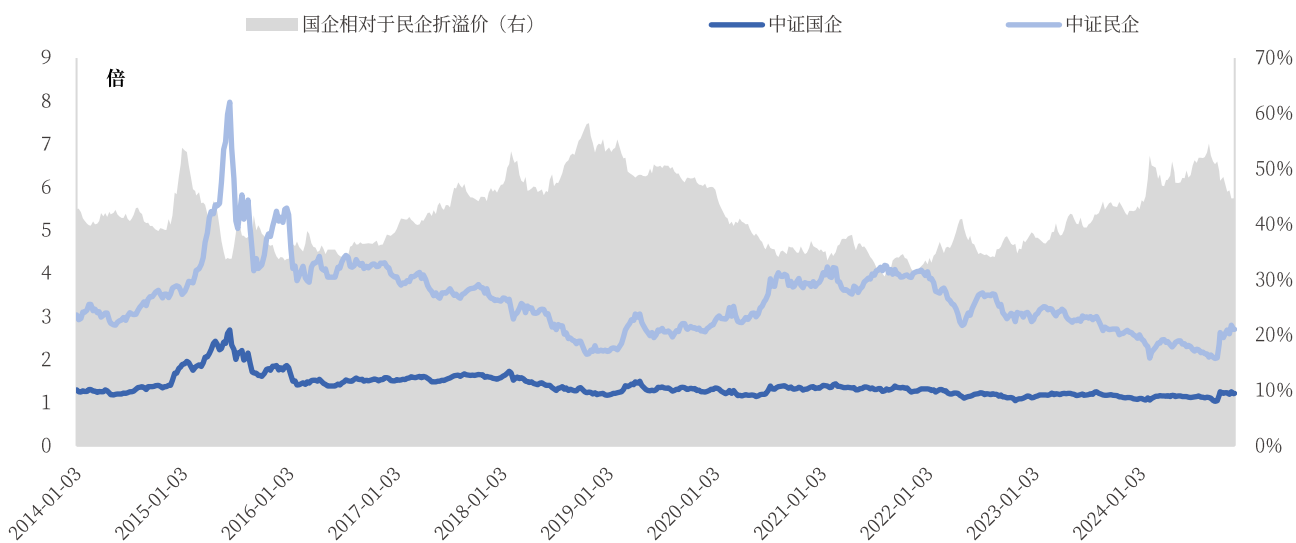
图43: 房企信用债违约规模



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

(2) 地方化债领域，10 万亿化债方案出台，加速地方债务风险释放。人大常委会决议安排增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，分三年实施，每年 2 万亿元。同时，从 2024 年起，连续五年每年从新增地方政府专项债中安排 8000 亿元，专门用于化债。两项政策直接增加地方化债资源 10 万亿元，会议还明确 2029 年到期的棚改隐债 2 万亿元按原合同偿还。三项政策协同发力，到 2028 年之前，我国地方政府隐债总额将从 2023 年末的 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元。中长期来看，地方政府债务风险将得到缓释，地方经济基本面有望改善，利好银行资产质量。此外，随着央企改革的推进、盈利能力和估值的修复，股权财政有望对土地财政形成替代效应，进一步助力地方债务风险化解。截至 2024 年 11 月 19 日，A 股上市公司中地方国企总市值为 21.41 万亿元，5% 股权现有价值约 1.1 万亿元；国企相对民企估值折价 44.88%，假设估值修复、市值提升至民企水平，测算地方国企 5% 股权交易能够带来约 2.4 万亿元增量资金，为地方债务风险化解和区域经济中长期可持续发展提供有力支持。

图44: 国企相对于民企的折价比例



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

## 四、投资建议

新一轮央国企改革强化市值管理, 银行分红力度加大, 经营模式转型加速, 强化价值创造和价值实现, 为估值修复打开空间。与此同时, 一揽子增量政策出台, 加大逆周期调节, 利好银行短期信贷投放, 对息差的影响偏中性。地方政府债务风险化解力度加大, 地产政策持续优化, 加速不良风险出清, 银行资产质量持续受益, 风险预期改善。特别国债发行补充国有大行资本, 进一步增强大行信贷投放和风险抵御能力。我们继续看好银行板块配置价值, 坚守红利价值和股息策略, 维持推荐评级。个股方面, 推荐工商银行(601398)、建设银行(601939)、邮储银行(601658)、江苏银行(600919)、常熟银行(601128)。

表12: 重点上市公司估值 (2024/11/19)

公司代码	公司名称	BVPS (元)				PB(X)			
		2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601398.SH	工商银行	8.81	9.55	10.18	10.91	0.51	0.52	0.60	0.56
601939.SH	建设银行	10.87	11.80	12.76	13.75	0.53	0.57	0.62	0.58
601658.SH	邮储银行	7.41	7.92	8.64	9.31	0.63	0.56	0.62	0.58
600919.SH	江苏银行	8.24	8.99	12.92	14.28	0.66	0.60	0.71	0.65
601128.SH	常熟银行	14.81	16.99	9.10	10.40	0.96	0.74	0.83	0.72

资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

---

经济增速不及预期导致资产质量恶化的风险；利率持续下行导致净息差承压的风险。



## 图表目录

图 1: 国企改革五个发展阶段 .....	5
图 2: 新“国九条”提及市值管理的五个主要方面.....	6
图 3: A 股央国企与民企外资及其他企业归母净利润占比 .....	6
图 4: A 股央国企相对民企和全部 A 股估值折溢价 .....	6
图 5: 国企改革、上市银行板块行情走势.....	10
图 6: 2023 年中特估主线下的银行、国企改革市场表现 .....	11
图 7: 2023 年中特估主线下银行细分板块市场表现 .....	11
图 8: 2024 年至今中特估主线下的银行、国企改革市场表现.....	12
图 9: 2024 年至今中特估主线下银行细分板块市场表现 .....	12
图 10: 银行板块估值中枢.....	12
图 11: A 股市场各行业股息率（截至 2024/11/19） .....	14
图 12: 2023 年上市银行股息率排名（截至 2024/11/19） .....	14
图 13: 2020 年以来银行板块历史 PB（截至 2024/11/19） .....	16
图 14: 银行板块与其他行业 PB 对比（截至 2024/11/19） .....	16
图 15: 六大行核心一级资本充足率.....	17
图 16: 六大行资本结构.....	17
图 17: 央企考核体系及要求变化.....	19
图 18: 上市银行营收、净利.....	19
图 19: 上市银行细分板块归母净利润增速 .....	19
图 20: 上市银行净息差、资产/负债端收益/成本率.....	20
图 21: 上市银行存款期限结构（2024H1） .....	20
图 22: 上市银行杜邦分析：：权益乘数 .....	20
图 23: 上市银行杜邦分析：资产周转率、净利润率.....	20
图 24: 上市银行信用成本.....	21
图 25: 上市银行 ROA、ROE .....	21
图 26: 金融机构贷款余额及增速.....	21
图 27: 制造业和基建中长期贷款增速 .....	21
图 28: 部分重点领域贷款余额.....	22
图 29: 部分重点领域贷款增速.....	22
图 30: 上市银行全部地产（含按揭）+基建贷款规模及占比（2024H1） .....	22
图 31: 样本银行 AUM 规模及存款占 AUM 比重.....	22
图 32: 部分零售股份行 ROE.....	22
图 33: 二十大报告中关于建设现代化产业体系的布局.....	23
图 34: 21 家上市银行金融科技投入及占比 .....	24

图 35: 2023 年 21 家上市银行金融科技投入及占比排名.....	24
图 36: 2023 年 21 家上市银行金融科技人员及增幅排名.....	24
图 37: 建信金科业务方阵.....	26
图 38: 2024 年央企改革发展重点工作突出抓好“六个着力” .....	27
图 39: 房地产开发贷规模及增速.....	29
图 40: 样本银行对公地产不良贷款余额增速及不良率.....	29
图 41: 商品房销售和住宅价格指数情况 .....	30
图 42: 未来 20 年房企信用债到期规模.....	30
图 43: 房企信用债违约规模.....	30
图 44: 国企相对于民企的折价比例.....	31
表 1: “中特估” 相关会议及政策内容 .....	7
表 2: 上市银行企业性质.....	8
表 3: 上市银行在上市央企中的重要地位（截至 2024/11/19） .....	10
表 4: 上市银行 2024 年中期分红情况（截至 2024/11/19） .....	13
表 5: 2020 年以来上市银行持股 5% 以上股东增持比例超 1% 事件 .....	15
表 6: 近 5 年来银行再融资事件 .....	17
表 7: 近 5 年银行可转债累计转股比例前十（截至 2024/11/19） .....	18
表 8: 上市银行数字化人才培养计划 .....	24
表 9: 上市银行金融科技子公司成立情况.....	25
表 10: 2024 年以来房地产政策持续优化.....	27
表 11: 重点城市存量房收购进展.....	29
表 12: 重点上市公司估值（2024/11/19） .....	31

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一纬，银行业分析师。瑞士圣加仑大学银行与金融硕士，2016年加入中国银河证券研究院，证券从业8年。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn