

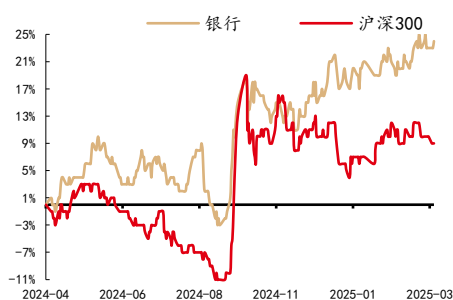
行业投资评级

强于大市|首次评级

行业基本情况

收盘点位	4000.98
52 周最高	4048.07
52 周最低	3132.76

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 钟双营
SAC 登记编号: S1340522080006
Email: zhongshuangying@cnpsec.com

近期研究报告

国有银行增资方案落地：提升风险抵御能力、助力更好服务实体经济

● 投资要点

事件：3 月 30 日，中国银行、中国建设银行、交通银行分别发布公告宣布拟向特定对象募集资金，用于补充银行核心一级资本。

对三家国有银行影响：一是强化稳健经营同时提升其服务实体经济能力：给三家国有银行进行资本补充有望提高其信贷投放能力，促进外部“输血”→自身“造血”的正向循环，强化其服务实体经济能力。总体有望撬动资产规模 48807 亿元，撬动风险资产约 27936 亿元。二是提升风险抵御能力：有望提升三家银行核心一级资本充足率 0.5-1.3pct，发行后中国银行/建设银行/交通银行三家银行核心一级资本充足率分别提升 0.9pct/0.5pct/1.3pct 至 13.06%/14.97%/11.52%，有效提升了国有银行风险抵御能力，同时国有银行或加快不良资产处置。三是稳定分红能力，助力国有银行市值管理：多家银行提出估值提升计划，外源资本补充理论上可适当降低留存利润补充资本的要求，在利润呈现一定波动时维持较为稳定的分红能力。

对资本市场和投资者影响：一是对银行 ROE/EPS 小幅摊薄：定增对于三家国有银行的盈利水平和股息收益率会带来小幅摊薄，中国银行/建设银行/交通银行三家银行 ROE（加权）分别较定增前下降约 0.41pct/0.42pct/0.83pct 至 9.09%/10.27%/8.25%，EPS 分别较定增前下降 0.07/0.06/0.20 元至 0.79/1.29/1.07 元。二是对银行投资价值短期有小幅负面影响，长期利多：短期对股息率形成一定摊薄效应，以 2025/3/28 股息率测算，三家国有银行 A+H 股股息率摊薄 0.1pct~0.9pct，摊薄后三家国有银行 A 股股息率仍高于 4.2%，H 股股息率维持在 4.6%以上。注资落地分别摊薄中国银行/建设银行/交通银行 A 股股息率 0.16pct/0.2pct/0.8pct 至 4.24%/4.53%/4.35%，H 股股息率摊薄 0.2pct/0.26pct/0.85pct 至 5.09%/5.75%/4.61%。中长期来看中长期受益于银行估值提升。三是推动以国有银行为代表的中国核心资产估值提升。

对宏观经济影响：一是头部金融机构做大做强，打好中国金融品牌，助力金融强国建设；二是促进房地产等行业存量风险化解；三是培育新兴产业，促进经济结构优化升级。

投资建议：一是以国有银行为代表的中国核心资产或仍处于估值修复通道，稳定+较高股息或仍有重要配置价值。相关标的：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。二是未来中小银行资本补充方案可期，建议关注信贷增速较快地区的上市城农商行，相关标的：齐鲁银行、成都银行、重庆银行、渝农商行等。

● 风险提示

数据测算误差；宏观经济复苏不及预期；不良贷款大面积暴露。

1 三家国有银行增资方案落地

事件：3月30日，中国银行、中国建设银行、交通银行分别发布公告宣布拟向特定对象募集资金，用于补充银行核心一级资本。

中国银行：中国银行拟向特定对象发行A股股票。发行股票的价格为6.05元/股，拟发行股票的数量为272.73亿股，募集资金规模不超过1650亿元，在扣除相关发行费用后，将全部用于增加该行的核心一级资本。本次发行前，财政部未直接持有中国银行的股份。增发股份的限售期为五年。

建设银行：中国建设银行拟引入财政部战略投资，财政部将以现金方式认购本次向特定对象发行的A股股票。发行价格为9.27元/股，拟发行股数为113.27亿股，募集资金总额不超过1050亿元，用于补充核心一级资本。财政部作为国家行政机关，此次增资前财政部不直接持有建设银行股份。限售期为五年。

交通银行：交通银行拟向财政部、中国烟草和双维投资发行A股股票，募集资金规模不超过1200亿元。其中，财政部拟认购1124.2亿元，中国烟草拟认购45.79亿元，双维投资拟认购30亿元。此次发行股票的价格为8.71元/股，拟发行的股票数量为137.77亿股。发行完成后，财政部持股比例超过30%，将成为该行控股股东。限售期为五年。

图表1：国有银行资本补充情况表

银行	定增对象	定增规模	新增股本(亿股)	定增价格(元/股)	3月28日收盘价格(元/股)	定增PB	3月28日PB
中国银行	财政部	不超过1650亿元	272.73	6.05	5.5	0.74	0.67
建设银行	财政部	不超过1050亿元	113.27	9.27	8.52	0.73	0.67
交通银行	财政部、中国烟草、双维投资	不超过1200亿元	137.77	8.71	7.36	0.67	0.56

资料来源：Wind，中邮证券研究所；注：数据采集自2025年3月28日收盘。

2 增资落地影响分析

2.1 对三家国有银行影响

强化国有银行稳健经营提升其服务实体经济能力

受宏观经济和金融让利影响，三家国有银行息差明显收窄，盈利能力下降较为明显。考虑到银行资本内源补充=分红后的留存利润，盈利的下滑拖累了其资本内源补充能力，给三家国有银行进行资本补充有望提高其信贷投放能力，促进外部“输血”→自身“造血”的正向循环，强化其服务实体经济能力。

从三家国有银行权益乘数来看，截至 2024 年末，中国银行、建设银行、交通银行权益乘数分别为 12.39、12.19、12.97，总体有望撬动资产规模 48807 亿元；考虑到资本补充主要用于风险资产，尤其是信贷和投资联股权投资，总体有望撬动风险资产约 27936 亿元。

图表2：三家国有银行资本补充撬动资产和风险资产规模

银行	资本补充额度（亿元）	权益乘数	风险加权资产/总资产	撬动资产规模（亿元）	撬动风险资产规模（亿元）
中国银行	1650	12.39	54.81%	20444	11205
建设银行	1050	12.19	53.87%	12800	6895
交通银行	1200	12.97	63.20%	15564	9836
合计	3900	-	-	48807	27936

资料来源：Wind，中邮证券研究所

增资后在息差降幅收窄过程中，较为充足的资本有助于合理采用以量补价形式推动银行自身盈利的改善，以近三年交通银行为例，在净息差处于国有银行最低水平的前提下，通过加快风险资产投放实现了一定程度的“以量补价”，达到了营收和归母净利润增速好于国有银行平均水平。

图表3：三家国有银行资本补充对于主要信贷和股权投资规模测算（单位：亿元）

银行	撬动风险资产规模（亿元）	撬动中小企业贷款规模（85%权重）	撬动普惠小微贷款规模（75%权重）	房地产开发贷（居民住房 100%权重）	撬动产业基金投资规模（400%权重）	撬动产业基金投资规模（国务院特批 250%权重）
中国银行	11205	13183	14940	1650	2801	4482
建设银行	6895	8111	9193	1050	1724	2758
交通银行	9836	11572	13115	1200	2459	3934
合计	27936	32866	37248	3900	6984	11174

资料来源：Wind，中邮证券研究所

提升风险抵御能力

虽各家银行资本充足率均高于监管要求，但金融支持实体+利润增速下降导致了国有银行资本消耗，基于 2024 年报数据静态测算本轮资本补充有望提升三家银行核心一级资本充足率 0.5-1.3pct。此次定向增发有效增厚了三家银行资本，发行后中国银行/建设银行/交通银行三家银行核心一级资本充足率分别提升 0.9pct/0.5pct/1.3pct 至 13.06%/14.97%/11.52%，其中交行一级资本充足率提升超过 1 个百分点，有效提升了国有银行风险抵御能力。

图表4：增资前后三家国有银行核心一级资本充足率变化

银行	增资后核心一级资本充足率	增资前核心一级资本充足率	变化幅度
交通银行	11.52%	10.24%	1.27%
建设银行	14.97%	14.48%	0.48%
中国银行	13.06%	12.20%	0.86%

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

国有银行或加快不良资产处置。考虑到银行增量资本=外源再融资+外源次级资本工具+内源资本留存，其中内源资本留存=净利润-分红。净利润=营收收入-减值损失准备（拨备）-其他营业支出，考虑到当前国有银行拨备覆盖率均高于 200%，远高于监管 150%底线要求，直接来看资本金补充能够明显缓解核销不良对利润的消耗压力，在一定程度上能减少资本对于不良资产处置的“隐性”约束。

图表5：全球系统性重要银行名单

等级	附加资本	全球系统性重要银行名单
第五档	3.50%	空缺
第四档	2.50%	摩根大通银行
第三档	2.00%	花旗集团、汇丰银行
第二档	1.50%	中国农业银行、美国银行、中国银行、巴克莱银行、法国巴黎银行、中国建设银行、德意志银行、高盛集团、法国农业信贷银行、中国工商银行、三菱日联金融集团、瑞银集团
第一档	1.00%	交通银行、纽约梅隆银行、法国 BPCE 银行集团、荷兰国际集团、瑞穗金融集团、摩根士丹利、加拿大皇家银行、桑坦德银行、法国兴业银行、渣打银行、美国道富银行、三井住友金融集团、多伦多道明银行、美国富国银行

资料来源：FSB 官网，中邮证券研究所

稳定分红能力，助力国有银行市值管理

多家银行提出估值提升计划，外源资本补充理论上可适当降低留存利润补充资本的要求，在利润呈现一定波动时维持较为稳定的分红能力。2024 年 11 月，证监会发布《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》。其中明确，长期破净公

司应当制定上市公司估值提升计划，并经董事会审议后披露。截至 3 月 31 日，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行均提出了估值提升相关计划，强调了加强现金分红规划，着力提升投资者回报，国有银行增资方案落地或助力其现金分红维持相对稳定，助力其估值提升。

图表6：近五年五家国有银行现金分红比例

银行	2019	2020	2021	2022	2023	2024
工商银行	30.00%	30.01%	30.01%	30.01%	30.00%	30.00%
农业银行	30.02%	30.00%	30.01%	30.01%	30.00%	30.01%
中国银行	30.00%	30.07%	30.04%	30.03%	30.01%	30.00%
建设银行	29.99%	30.07%	30.08%	30.03%	30.06%	30.02%
交通银行	30.27%	30.08%	30.10%	30.06%	30.03%	30.07%

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

假设国有银行能稳定分红规模，根据股利折现模型，国有银行估值定价或得到明显提升。股票当前价值=第一年预期股利÷(1+必要回报率)+第二年预期股利÷(1+必要回报率)²+第三年预期股利÷(1+必要回报率)³+...+第 n 年预期股利÷(1+必要回报率)ⁿ，我们假设未来股利维持稳定，则股票当前价值=n*股利*(1-1÷(1+必要回报率)ⁿ)÷(1-1÷(1+必要回报率))≈股利÷必要回报率，考虑到市场资本回报率与以 10 年期国债到期收益率为代表无风险利率高度正相关，则在无风险利率趋于下降过程中，国有银行估值定价理应得到持续修复。

2.2 对资本市场和投资者影响

对银行 ROE/EPS 小幅摊薄

定增对于三家国有银行银行的盈利水平和股息收益率会带来小幅摊薄，根据 2024 年年报盈利数据静态测算，定增完成后，中国银行/建设银行/交通银行三家银行 ROE（加权）分别较定增前下降约 0.41pct/0.42pct/0.83pct 至 9.09%/10.27%/8.25%，EPS 分别较定增前下降 0.07/0.06/0.20 元至 0.79/1.29/1.07 元。

图表7：定增对于 ROE 和 EPS 影响测算

银行	增资后 ROE	增资前 ROE	ROE 摊薄幅度	增资后 EPS (元/股)	增资前 EPS (元/股)	EPS 摊薄幅度 (元/股)
中国银行	9.09%	9.50%	-0.41%	0.79	0.86	-0.07
建设银行	10.27%	10.69%	-0.42%	1.29	1.35	-0.06

交通银行	8.25%	9.08%	-0.83%	1.07	1.27	-0.20
------	-------	-------	--------	------	------	-------

资料来源：Wind，iFind，中邮证券研究所

短期对股息率形成一定摊薄效应

增资后对三家国有银行股息率略有摊薄，但影响基本符合预期。以 2025/3/28 股息率测算，三家国有银行 A+H 股股息率摊薄 0.1pct~0.9pct，摊薄后三家国有银行 A 股股息率仍高于 4.2%，H 股股息率在 4.6% 以上。注资落地分别摊薄中国银行/建设银行/交通银行 A 股股息率 0.16pct/0.2pct/0.8pct 至 4.24%/4.53%/4.35%，H 股股息率摊薄 0.2pct/0.26pct/0.85pct 至 5.09%/5.75%/4.61%。

图表8：定增对于 A 股和 H 股股息摊薄影响

银行	新增股本(亿股)	增资后 A 股股息率	增资前 A 股股息率	下降幅度	增资后 H 股股息率	增资前 H 股股息率	下降幅度
中国银行	272.73	4.24%	4.41%	-0.16%	5.09%	5.28%	-0.20%
建设银行	113.27	4.53%	4.73%	-0.20%	5.75%	6.01%	-0.26%
交通银行	137.77	4.35%	5.15%	-0.80%	4.61%	5.46%	-0.85%

资料来源：Wind，中邮证券研究所；注：数据自 2025 年 3 月 28 日收盘价测算。

中长期受益于银行估值提升

中长期来看，一是行业盈利增长的可持续性在资本补充完成后有望得到明显强化，随着盈利状况改善长期股息水平仍有上行空间；二是资本注入明显提升了三家国有银行风险抵御能力，或加快其不良资产处置，从历史经验看银行估值会受益于其不良资产出清，后续国有银行估值或持续提升；三是溢价发行这一动作清晰且明确地向市场传递出强化国有银行国家信用背书的政策导向，这一信号将有力提振市场信心，吸引更多以保险资金为代表的长期资金入场，在市场信心逐步恢复与资金持续流入的双重作用下，国有银行长期估值中枢有望稳步抬升推动长期估值中枢上行。

推动以国有银行为代表的中国核心资产估值提升

长期以来，国有银行等为代表的央企国企核心资产的股价长期低于净资产，价值被严重低估。此次溢价增资事件强化了国家对国有银行这一中国核心资产未来经营发展的信心，有助于促使其股价回归合理区间，并逐步扩散到其他国有上市企业，推动中国核心资产估值的整体提升。

2.3 对于宏观经济影响

头部金融机构做大做强，打好中国金融品牌，助力金融强国建设

三家国有银行增资落地后，国有银行核心一级资本/银行业核心一级资本占比进一步提升，有助于头部国有银行做大做强，助力于金融强国建设。一是增强了国内金融体系的稳定性，国有银行作为国内金融体系的重要压舱石，在面对经济波动、市场冲击或突发金融风险时，有足够的资本缓冲来吸收损失，防止银行体系出现系统性风险，保障金融体系的稳定运行，构建金融强国建设的重要基础；二是更好服务实体经济，有效通过信贷投放等实现金融的可得性，激发实体经济活力，为金融强国建设提供物质基础；三是通过补充资本壮大自身实力，能够更积极地参与国际金融市场竞争，提升在国际金融机构中的话语权和影响力。

促进房地产存量风险化解

三家国有银行资本得到有力补充后，其对于房地产行业的信贷支持效能或将显著增强。在能贷愿贷层面，能够全力维持房地产企业融资的平稳有序，满足其合理融资需求，确保房地产企业资金链稳定。在“保交楼”这一关乎民生的关键任务上，持续加大信贷投放力度，切实保障楼盘顺利交付，助力推动房地产行业风险以市场化方式逐步出清。与此同时，在资本压力明显缓释前提下能主动对房地产信贷结构进行优化，积极投身住房租赁市场培育、城中村改造攻坚以及保障性住房建设等重点领域，为构建多层次住房供应体系提供强有力的金融支撑。

培育新兴产业，促进经济结构优化升级

补充资本将为国有银行注入强大动力，助力其显著加大对“五篇大文章”相关领域的信贷投放与债权、股权资金布局，为新兴产业发展源源不断地输送“金融血液”。有效满足像高端制造业、人工智能、生物医药、新能源这类新兴产业，在研发攻坚、基础设施搭建以及市场开拓进程中对资金的需求。

在推动技术创新与研发层面，国有银行可充分运用投贷联动等创新金融模式，深度介入企业的前沿技术探索与产品研发环节，加速科技成果从实验室到市场的转化进程，全面助推新兴产业实现技术迭代与能级跃升。同时，借助金融资产投资公司（AIC）等专业平台开展股权投资，并积极参产业基金和引导基金，发挥资金的撬动效应，吸引社会资本汇聚，共同为新兴产业发展“添砖加瓦”，为经济结构的优化升级注入强劲动能。

3 投资建议

以国有银行为代表的中国核心资产或仍处于估值修复通道，稳定+较高股息或仍有重要配置价值。建议关注后续可能的工商银行和农业银行增资方案落地，相关标的：工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

未来中小银行资本补充方案可期，建议关注信贷增速较快地区的上市城农商行，相关标的：齐鲁银行、成都银行、重庆银行、渝农商行等。

4 风险提示

数据测算误差；宏观经济复苏不及预期；不良贷款大面积暴露。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048