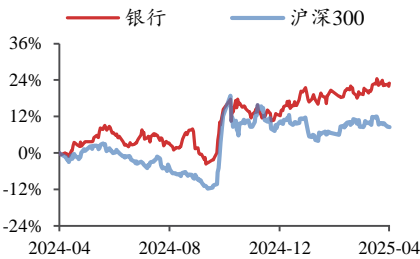


银行

2025 年 04 月 03 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《存款利率期限倒挂的原因简析—行业点评报告》-2025.3.24

《非银存款恢复增长，债务置换影响信贷—2月央行信贷收支表要点解读》-2025.3.17

《红利价值扩散与布局复苏脉络—行业点评报告》-2025.3.15

增资国有行后的投资策略：稳健红利与估值修复

——行业深度报告

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

丁黄石（分析师）

dinghuangshi@kysec.cn

证书编号：S0790524040004

朱晓云（分析师）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790524070010

● 四家国有大行获 5200 亿元注资支持，大幅提升资本实力

注资规模考虑各行资本充足性，注资价格兼顾各方股东利益。此次定增，建行、中行、交行、邮储分别获注资 1050/1650/1200/1300 亿元，其中 5000 亿元由财政部发行特别国债认购，剩余 200 亿元来自交行、邮储各自国有企业股东自有资金。注资规模主要考虑各行资本充足性，交行、邮储注资前核心一级资本充足率相对较低，注资后两家银行资本指标提升幅度更大。财政部于定增后成为交行控股股东，中行、建行控股股东仍为中央汇金未变，参与定增的邮储银行国有企业股东持股比例略下降。价格上，四家银行分别以 0.73、0.74、0.67 和 0.76 倍 PB 注资，溢价率 8%~22%，受摊薄影响更明显的交行、邮储溢价率跟高。溢价注资体现了增资股东对银行投资价值的认可，同时保护了原股东的利益。

此次定增目的：第一、银行资本内源性补充承压，以定增方式外源性补充资本，持续满足监管要求；第二、国有大行是支持实体经济的主力军，定增后信贷投放能力增强，同步提升政策导向领域资源配置力度；第三、国有行抵御非预期损失的能力上升，进一步推动国有行化解地产、地方隐债等领域的风险。

● ROE、股息率受摊薄影响有限，预计资本补充可支撑银行 5 年以上规模扩张定增短期摊薄 ROE、股息率，长期提升银行资产投放及盈利能力。测算定增后，建行、中行、交行、邮储 2025 年 ROE 降幅分别为 0.18/0.32/0.54/0.73pct，A 股股息率下降 0.21/0.37/0.81/0.86pct，H 股股息率下降 0.28/0.49/0.93/0.98pct，降幅均低于 1pct 符合市场预期。资本方面，定增后四家行核心一级资本充足率静态提升 0.49-1.51 pct；动态测算下，2030 年建行、中行、交行、邮储核心一级资本充足率分别为 13.49%、11.50%、9.89%、9.63%，高于各自监管要求 4.49/2.50/1.39/1.63pct，资本缓冲区间充足，可满足四家行至少 5 年的规模扩张。

● 信贷优先投向政策支持领域，AIC 股权投资、债券配置能力同步提升

政策支持领域投放加码，利率风险改善承债能力提升。资本补充后，四家国有行经营行为或有如下变化：第一、资本能力夯实，净息差资本平衡线放宽，信贷资源持续向普惠、绿色等领域倾斜；第二、AIC 子公司对科创、战略性新兴产业股权投资范围扩容、规模扩张；第三、持续推动房地产、地方隐债等领域风险化解；第四、利率风险指标改善，注资 5000 亿约改善大行 ΔEVE 0.06 -1.87pct，释放长债、信用债承接空间。

● 投资建议：红利价值依旧，增长动能稳固

增资后国有行股息率受摊薄影响有限，三年股东回报规划方案亦打开了分红上限，银行股仍具红利价值；同时资本增强延续了规模扩张动能，盈利或同步增长，伴随风险化解银行股 PB 估值有望进一步修复。外围环境不确定下，以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，推荐港股中信银行，受益标的农业银行。同时，关注经济复苏过程中客群基础好，财富业务突出的股份行，以及具有区位优势的城市商行，推荐苏州银行，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行。

● 风险提示：宏观经济下行、定增方案不及预期、海外经济不确定性外溢。

目 录

1、 5200 亿元定增预案公布，有效提升四家国有行资本水平.....	3
1.1、 注资规模考虑各行资本充足性，注资价格兼顾各方股东利益.....	4
1.2、 注资对 ROE、A/H 股息率影响均小于 1pct.....	7
1.3、 测算定增后，资本可支撑四家国有行 5 年以上规模扩张.....	10
2、 政策支持领域投放加码，利率风险改善承债能力提升.....	12
2.1、 资本补充优先用于政策支持方向.....	12
2.2、 放宽净息差的资本平衡线.....	13
2.3、 利率风险指标改善，释放长债承接空间.....	14
2.4、 自营投资或增加信用债配置空间.....	15
3、 投资建议：红利价值依旧，增长动能稳固.....	16
4、 风险提示.....	17

图表目录

图 1： 定增后财政部成为交行控股股东，邮储银行国企股东持股比例下降.....	5
图 2： 四家国有银行普惠贷款仍维持较高增速.....	12
图 3： 四家国有银行普惠贷款新发放利率逐年下降.....	12
图 4： 注资后，大行 Δ EVE/核心一级资本净额改善 0.06pct~1.87pct（2024H1）.....	14
图 5： 2021 年以来，商业银行三轮增持信用债，均发生在信用利差上行阶段（亿元）.....	15
表 1： 2024 年以来新闻发布会及政府工作报告中，多次提及补充国有大行核心一级资本.....	3
表 2： 注资方案中，建行、中行由财政部 100%注资，交行、邮储有国有企业股东参与.....	4
表 3： 四家行注资价格，溢价率为 8%~22%，注资倍数为 0.67~0.76 倍 PB.....	6
表 4： 测算定增后四家行 2025 年 ROE 下降 0.18pct~0.73pct.....	7
表 5： 定增后对股息率的影响幅度，交行、邮储大于建行、中行，H 股大于 A 股.....	8
表 6： 此次参与定增的四家国有行，近年来分红比例均超 30%（单位：%）.....	9
表 7： 未来三年股东回报规划方案，打开国有行近年 30%的分红上限.....	9
表 8： 测算定增后四家国有行核心一级资本充足率提升 0.49~1.51pct.....	10
表 9： 四家国有行核心一级资本充足率监管最低要求不同.....	11
表 10： 测算定增后，资本可支撑四家国有行 5 年以上的规模扩张.....	11
表 11： 若银行 RWA 增速维持 7%，六大行 ROE、净息差的资本平衡点情况.....	13
表 12： 注资后，大行净息差平衡线下移（单位：亿元）.....	13
表 13： 推荐及受益标的盈利预测与估值.....	17

1、5200 亿元定增预案公布，有效提升四家国有行资本水平

2025 年 3 月 30 日，建设银行、中国银行、交通银行、邮储银行四家国有大型商业银行均发布定增预案，拟计划向特定对象发行 A 股股票，补充核心一级资本。

此次注资是国家重大战略部署的落地执行。2024 年 9 月，金融监管总局在国新办新闻发布会中，首次提出“国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本”。此后，财政部及政府工作报告陆续明确将发行特别国债 5000 亿元用于国有大行资本补充，前期屡次的信息披露，使得市场对此次注资预期充分。本次定增预案发布，意味国有行资本补充方案将正式落地推进，同时高于市场价、低于每股净资产的注资价格，平衡了原股东与增资股东双方利益。

此次注资的主要目的：第一、弱复苏环境下，商业银行营收增长乏力，内源性资本补充承压，故需利用外源性融资工具补充核心一级资本，满足境内外资本监管要求；第二、国有大行承担着服务实体经济的责任，资本补充增强了大行信贷投放能力，更好支持经济向新质生产力的转型以及“五篇大文章”的落实；第三、资本是银行抵御风险的最后一道防线，此次注资增强了银行抵御非预期损失的能力。

表1：2024 年以来新闻发布会及政府工作报告中，多次提及补充国有大行核心一级资本

时间	会议报告	内容
2024 年 9 月	金融监管总局，国新办新闻发布会	国家计划对 六家大型商业银行增加核心一级资本 。
2024 年 10 月	财政部，国新办新闻发布会	财政部将坚持市场化、法治化原则，按照“统筹推进、分批分期、一行一策”的思路，积极通过 发行特别国债等渠道筹集资金 ，稳妥有序支持 国有大型商业银行 进一步 增加核心一级资本 。
2025 年 3 月	政府工作报告	拟发行 特别国债 5,000 亿元 ，支持 国有大型商业银行补充资本 。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

1.1、注资规模考虑各行资本充足性，注资价格兼顾各方股东利益

注资规模：财政 5000 亿元+国有企业股东 200 亿元。此次四家国有银行定增规模共计 5200 亿元，其中 5000 亿元由财政部发行特别国债后注资；剩余 200 亿元资金来自于银行国有企业股东，中国烟草及其子公司（双维投资）向交通银行合计注资 76 亿元，中国移动、中国船舶向邮储银行分别注资 79 亿元和 46 亿元。

注资规模考虑各行核心一级资本充足率绝对水平。注资额度分配上，中行、邮储、交行、建行，分别为 1650、1300、1200、1050 亿元。注资后，核心资本充足率绝对水平相对较低的银行（交行、邮储），其提升幅度越大（交行+1.28%、邮储+1.51%）。故注资分配额度充分考虑了各行资本充足性，注资后交行、邮储与四大行的差距显著缩窄。

表2：注资方案中，建行、中行由财政部 100%注资，交行、邮储有国有企业股东参与

发行情况	建设银行		中国银行		交通银行		邮储银行	
募集资金（亿元）	1,050		1,650		1,200		1,300	
发行价格（元/股）	9.27		6.05		8.71		6.32	
拟发行股数（亿股）	113		273		138		206	
发行对象及资金占比	财政部	100%	财政部	100%	财政部	93.7%	财政部	90.4%
					中国烟草	3.8%	中国移动	6.0%
					双维投资	2.5%	中国船舶	3.5%

数据来源：各行公告、开源证券研究所

注资后，中行、建行控股股东未变，财政部成为交行控股股东，邮储国企股东持股比例下降。此次财政部全额注资建行和中行，注资后财政部持股比例分别上升至 4.43% 和 8.48%，汇金公司持股比例仍超 50%，故两家行控股股东仍为汇金公司不变。交行注资前无控股股东，定增后财政部持股比例由 23.88% 上升至 34.80%，持股比例超过 30%，财政部正式成为交行控股股东；此外，国企股东中国烟草及下属 7 家子公司持股比例略有提升，由 3.00% 上升至 3.52%。邮储银行正式引入财政部作为股东，持股比例为 15.54%，加列董事席位同时对公司经营发展提供支持；而国企股东中国移动、中国船舶虽参与定增，但持股比例仍分别下降 0.13pct 和 0.08pct。

图1：定增后财政部成为交行控股股东，邮储银行国企股东持股比例下降



资料来源：Wind、各行公告、开源证券研究所

注资区间位于 0.67~0.76 倍 PB，溢价 8%~22% 兼顾原股东与增资股东利益。此次发行定价底线不低于定价基准日前 20 个交易日（不含定价基准日）A 股股票交易均价的 80%，实际四家行均较发行前日收盘价溢价发行。建行、中行、交行、邮储发行价分别为 9.27、6.05、8.71、6.32 元/股，较 3 月 28 日收盘价分别溢价 8.80%、10.00%、18.34%、21.54%，邮储、交行溢价率明显高于建行、中行。邮储、交行定增后股本增加幅度更显著，对 BVPS、ROE 等摊薄效应更明显，故以更高溢价率发行可有效保护原股东利益。结合注资倍数来看，建行、中行、交行、邮储分别以 0.73、0.74、0.67 和 0.76 倍 PB 注资，溢价发行体现了增资股东对四家银行长期投资价值的认可，低于 1 倍 PB 的价格亦避免注资过程中财政部与国企股东承担过高成本，有效兼顾了原股东与增资股东之间的利益平衡。

表3：四家行注资价格，溢价率为 8%~22%，注资倍数为 0.67~0.76 倍 PB

定增前后指标变化		建设银行	中国银行	交通银行	邮储银行
股本(亿股)	公告前	2,500	2,944	743	992
	发行后	2,613	3,217	880	1,197
	发行股数	113	273	138	206
每股净资产（元/股）	公告前	12.65	8.18	13.06	8.37
	发行后	12.50	8.00	12.38	8.02
	变化	-1.16%	-2.21%	-5.21%	-4.21%
股价（元/股）	公告前	8.52	5.50	7.36	5.20
	发行价	9.27	6.05	8.71	6.32
	发行溢价	8.80%	10.00%	18.34%	21.54%
	发行倍数	0.73	0.74	0.67	0.76

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、公告前股价采用 3 月 28 日当天收盘价；2、发行倍数为发行价/每股净资产；3、发行后每股净资产=（发行前股本*发行前 BVPS+募集资金）/发行后股本）

1.2、注资对 ROE、A/H 股息率影响均小于 1pct

测算定增后四家行 2025 年 ROE 下降 0.18pct~0.73pct。短期看，由于定增后净资产规模增加，每股净资产、净资产收益率等指标首次影响摊薄。测算（假设归属于母公司普通股股东的净利润不变，定增于 6.30 日实施完成）建行、中行、交行、邮储 2025 年 ROE 分别较 2024 年下降 0.18、0.32、0.54、0.73pct，降幅均小于 1pct，影响整体有限。

长期看，理论上资本补充提升了银行资产投放能力，业绩或受规模扩张而同步增长，未来盈利能力将增强，覆盖短期的摊薄影响。实际在银行经营的过程中，募集资金从投入到产生效益需要一定的时间周期，若盈利增长持续放缓，则业绩将持续受摊薄效应影响。

表4：测算定增后四家行 2025 年 ROE 下降 0.18pct~0.73pct

定增前后指标变化		建设银行	中国银行	交通银行	邮储银行
募集资金（亿元）		1,050	1,650	1,200	1,300
加权平均净资产 （亿元）	2024	30,739	23,327	9,481	8,073
	2025（测算）	31,264	24,152	10,081	8,723
	变化	525	825	600	650
ROE	发行前	10.69%	9.50%	9.08%	9.84%
	发行后	10.51%	9.18%	8.54%	9.11%
	变化	-0.18%	-0.32%	-0.54%	-0.73%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、测算定增后全年加权平均净资产时，假设定增于 6.30 日实施，对全年加权平均净资产影响为“募集资金/2”；2、测算时，假设 2025 年归属于母公司普通股股东的净利润较 2024 年不变；3、邮储银行未披露年末加权平均净资产，故用（年初数+年末数）/2 估算）

定增对股息摊薄有限，H股受影响大于A股。以定增方案发布前3月28日收盘价为基准，定增后建行、中行、交行、邮储A股股息率分别下降0.21/0.37/0.81/0.86pct，H股股息率分别降0.28/0.49/0.93/0.98pct，A/H股息率受摊薄影响均有限，H股降幅略高于A股。

国有行仍存高股息投资价值。定增后A股股息率仍位于4%上方，相较于无风险资产，其收益率仍具投资价值。建行、中行、交行、邮储定增后H股股息率分别为6.24%、5.24%、4.99%、4.72%，H股股息收益率仍显著高于A股，结合年初以来多家险资大幅增持H股银行，我们认为H股银行股息逻辑仍在，对长期投资者的吸引力未变。

注资或于2025年中期落地，对分红收益影响或将于2026年体现。由于定增方案仍需股东大会审议，并经金融监管总局、上交所、证监会批准，故注资最快或于2025年中期落地。此外，四家行2024年度分红方案已初步明确，此次定增股份不会参与2024年度分红，若定增方案落地先于中期分红方案，出于对原股东的保护，我们认为定增股份亦不会参与中期分红，故定增对股息影响或于2026方可体现。

表5：定增后对股息率的影响幅度，交行、邮储大于建行、中行，H股大于A股

定增前后 A/H 股息率变化测算		建设银行	中国银行	交通银行	邮储银行
A 股股价（元/股）	公告前	8.52	5.50	7.36	5.20
	发行价	9.27	6.05	8.71	6.32
H 股股价（公告前）	HKD	6.70	4.59	6.94	4.97
	CNY	6.18	4.24	6.40	4.59
A 股股息率	公告前	4.73%	4.41%	5.15%	5.03%
	发行后	4.53%	4.03%	4.34%	4.17%
	变化	-0.21%	-0.37%	-0.81%	-0.86%
H 股股息率	公告前	6.52%	5.72%	5.92%	5.70%
	发行后	6.24%	5.24%	4.99%	4.72%
	变化	-0.28%	-0.49%	-0.93%	-0.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：公告前股价及股息率计算，均采用3月28日当天收盘价）

股东回报规划方案打开了分红上限，未来分红率提高可期。在定增方案发布同时，四家行亦公布了未来三年（2025 年~2027 年）股东回报规划，方案中明确了未来分红现金底线（交行 30%，建行，中行，邮储均为 10%）。尽管略有不同，但我们认为 10% 的底线设置基于公司章程，实际分配中国有行均遵循 30% 的隐性下限，近年来分红比例均未低于 30%，未来降低分红比例的可能性较低。此外，建行、交行和邮储于回报规划中亦明确，未来在进行利润分配时：1、处于成熟期且无重大资金支出，分配比例最低为 80%；2、处于成熟期且有重大资金支出，分配比例最低为 40%；3、处于成长期且有重大资金支出，分配比例最低为 20%。故回报规划打开了 30% 分红比例的上限，长期视角看，时间推移下银行经营成长及盈利能力将持续改善，分红率较当前大幅提高可期。

表6：此次参与定增的四家国有行，近年来分红比例均超 30%（单位：%）

银行	2019	2020	2021	2022	2023	2024
建设银行	29.99	30.07	30.08	30.03	30.06	30.02
中国银行	30.00	30.07	30.04	30.03	30.01	30.00
交通银行	30.27	30.08	30.10	30.06	30.03	30.07
邮储银行	30.00	30.00	30.01	30.01	30.00	30.00

数据来源：Wind、开源证券研究所（年度现金分红比例=年度累计已宣告现金分红总额（不含特别派息）/归属母公司股东的净利润）

表7：未来三年股东回报规划方案，打开国有行近年 30% 的分红上限

未来三年股东回报规划方案		中国银行	建设银行	交通银行	邮储银行
现金分红底线（特殊情况除外）		10%	10%	30%	10%
现金分红比例	成熟期、无重大支出	未披露		最低 80%	
	成熟期、有重大支出	未披露		最低 40%	
	成长期、有重大支出	未披露		最低 20%	

资料来源：各行公告、开源证券研究所

1.3、测算定增后，资本可支撑四家国有行 5 年以上规模扩张

定增后核心一级资本充足率静态提升 0.49-1.51 pct。定增后募集资金全部计入核心一级资本，每股按 1 元面值计入股本，溢价部分计入资本公积。静态测算（假设风险加权资产不变），建行、中行、交行、邮储核心一级资本充足率分别提升 0.49/0.86/1.28/1.51pct。邮储和交行核心一级资本充足率较低，定增后提升幅度最大，定增规模亦根据各家行核心一级资本充足率水平“量体裁衣”。

表8：测算定增后四家国有行核心一级资本充足率提升 0.49~1.51pct

银行	核心一级资本充足率			一级资本充足率		资本充足率	
	发行前	发行后	增加	发行前	发行后	发行前	发行后
建设银行	14.48%	14.97%	0.49%	15.21%	15.69%	19.69%	20.17%
中国银行	12.20%	13.06%	0.86%	14.38%	15.24%	18.76%	19.62%
交通银行	10.24%	11.52%	1.28%	12.11%	13.39%	16.02%	17.30%
邮储银行	9.56%	11.07%	1.51%	11.89%	13.39%	14.44%	15.95%

数据来源：Wind、各行公告、开源证券研究所

动态测算下，定增可满足四家行 5 年以上的规模扩张。建行、中行、交行、邮储需满足的核心一级资本充足率最低要求分别为 9.00%/9.00%/8.50%/8.00%，差异源于系统性重要银行附加要求不同。我们认为在实际资本考量时，各家行会预留 1.00% 的缓冲区间，核心一级资本充足率规划将高于监管最低要求+1.00pct。

测算中我们做如下假设：1、RWA 年增速为 8%；2、归母净利润年增速为 0%；3、归母净利润 30%用于分红，其余均为留存收益计入核心一级资本（一般准备+盈余公积+未分配利润），不考虑其他权益工具付息影响。

测算增资后至 2030 年，建行、中行、交行、邮储核心一级资本充足率分别为 13.49%、11.50%、9.89%、9.63%，分别高于各自监管要求 4.49/2.50/1.39/1.63pct，建行与中行资本持续充足，交行与邮储缓冲区间亦高于 1.00pct。故我们认为此次增资后，国有行的资本优势仍将持续，在上述假设下可满足至少 5 年的规模扩张。同时新资本管理办法实施后，资本节约效应亦将逐步体现，叠加邮储银行采用高级法计量后对资本压力的减轻，实际对规模扩张的支撑或超过 5 年。

表9：四家国有行核心一级资本充足率监管最低要求不同

银行	最低要求	核心一级资本	储备资本	系统性重要银行附加	
建设银行	9.00%	5.00%	2.50%	全球	1.50%
中国银行	9.00%	5.00%	2.50%		1.50%
交通银行	8.50%	5.00%	2.50%		1.00%
邮储银行	8.00%	5.00%	2.50%	国内	0.50%

数据来源：各行公告、开源证券研究所

表10：测算定增后，资本可支撑四家国有行5年以上的规模扩张

银行	2025	2026	2027	2028	2029	2030
建设银行	14.85%	14.67%	14.44%	14.16%	13.84%	13.49%
中国银行	12.89%	12.68%	12.43%	12.14%	11.83%	11.50%
交通银行	11.31%	11.07%	10.80%	10.51%	10.21%	9.89%
邮储银行	10.90%	10.70%	10.46%	10.20%	9.93%	9.63%

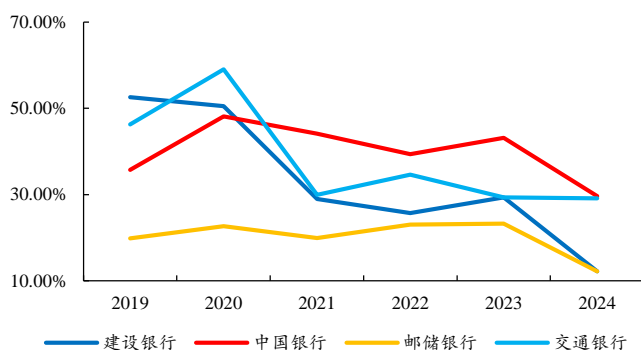
数据来源：Wind、开源证券研究所（测算假设：1、RWA 年增速为 8%；2、归母净利润年增速为 0%；3、归母净利润 30%用于分红，不考虑其他权益工具付息对资本影响）

2、政策支持领域投放加码，利率风险改善承债能力提升

2.1、资本补充优先用于政策支持方向

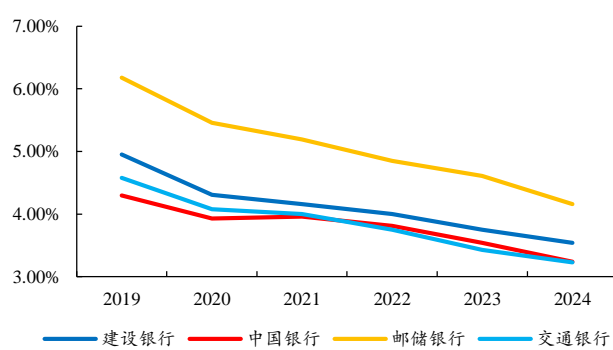
第一、国有行承担着支持实体经济发展的任务，在落实国家重大战略部署中起着“头雁”作用。在经济由传统产业向新质生产力转轨的过程中，及时的资本补充支撑国有行向政策导向领域加大信贷投放，国有行信贷资源将持续向“五篇大文章”中科技、绿色、普惠、养老、数字领域优先配置。

图2：四家国有银行普惠贷款仍维持较高增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：四家国有银行普惠贷款新发放利率逐年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

第二、夯实 AIC 股权直投能力。2024 年 9 月金融监管总局将五家大型商业银行设立的 AIC 股权投资试点范围由上海扩大至北京等 18 个城市，截至 2025 年 3 月初签约金额超过 3500 亿元。2025 年 3 月 5 日，金融监管总局进一步扩大投资范围至试点城市所在省份。由于股权业务资本消耗大（对工商企业的其他股权投资风险权重为 1250%），此次定增补充资本，增强了国有行对科创、战略性新兴产业项目的投资能力。

第三、推动国有行持续化解风险。监管理论框架中，拨备抵补预期损失，资本抵补非预期损失，当拨备不足以弥补银行损失时将直接冲减资本。在不良资产处置过程中，计提拨备将形成递延税资产，净递延税资产超出核心一级资本净额 10% 的部分扣减核心一级资本。故定增后，各家行核销处置不良能力将进一步增强（核销需全额计提拨备），推测核销方向主要是房地产行业，剩余资源将通过清收、重组等方式，处置地方隐债、城投经营性贷款以及零售不良。

2.2、放宽净息差的资本平衡线

大行因其资本充足率相对富裕,更能形成约束的是核心一级资本,我们按 G-SIBs 所要求的核心一级资本底线形成约束,推测六家大行达到资本平衡的息差底线,若维持 RWA 增速为 7%,其他各项财务数据采用 2024 年财报披露值,据此将六大行的资本平衡点展示如下:

表11: 若银行 RWA 增速维持 7%, 六大行 ROE、净息差的资本平衡点情况

	工商银行	中国银行	建设银行	农业银行	交通银行	邮储银行
RWA 增速假设	7%	7%	7%	7%	7%	7%
核心一级资本充足率监管底线	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%
ROE 情况						
平衡状态	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	8.50%	8.00%
2024 年实际	9.88%	9.50%	10.69%	10.46%	9.08%	9.84%
生息资产占比	68.2%	72.7%	71.5%	66.0%	67.3%	92.6%
(手续费及佣金收入+其他非息收入)/总资产	0.38%	0.52%	0.40%	0.30%	0.60%	0.37%
业务及管理费/总资产	0.47%	0.52%	0.53%	0.57%	0.52%	1.31%
资产减值损失/总资产	0.26%	0.29%	0.30%	0.30%	0.36%	0.17%
权益乘数	12.24	11.87	12.13	13.96	12.89	16.56
净息差情况						
平衡状态	1.60%	1.45%	1.64%	1.84%	1.40%	1.72%
2024 年实际	1.42%	1.40%	1.51%	1.42%	1.27%	1.87%

数据来源: Wind、开源证券研究所

本次注资后,静态可提升核心一级资本充足率 0.4-1.51pct, 同时也可放宽净息差的资本平衡线 3-10 BP。

表12: 注资后, 大行净息差平衡线下移 (单位: 亿元)

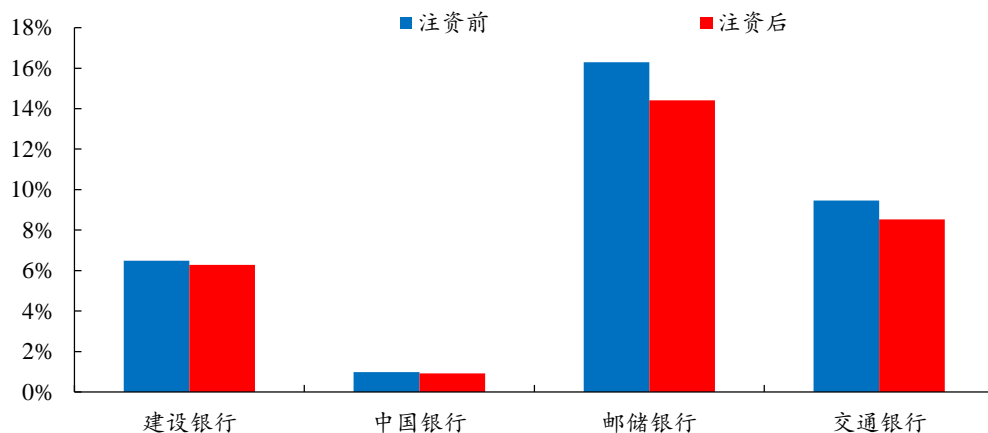
银行名称	核心一级资本净额		风险加权资产 总额	核心一级资本 充足率	注资后	
	注资前	注资后			核心一级资本充足率提 升 (PCT)	净息差平衡线下移 (BP)
工商银行	36243	36243	257109	14.10%	-	-
中国银行	23443	25093	192176	12.20%	0.86	9.9
建设银行	31655	32705	218546	14.48%	0.49	5.6
农业银行	25823	25823	226039	11.42%	-	-
交通银行	9646	10846	94169	10.24%	1.28	9.0
邮储银行	8242	9542	86177	9.56%	1.51	3.3

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、利率风险指标改善，释放长债承接空间

根据 2024H1 数据静态测算，国有大行 ΔEVE 均值在 7% 左右，部分大行逼近 17%，注资 5000 亿约改善大行 ΔEVE 0.06 -1.87pct，有助于释放政府债承接空间，增长长债承接能力。

图4：注资后，大行 ΔEVE /核心一级资本净额改善 0.06pct~1.87pct（2024H1）

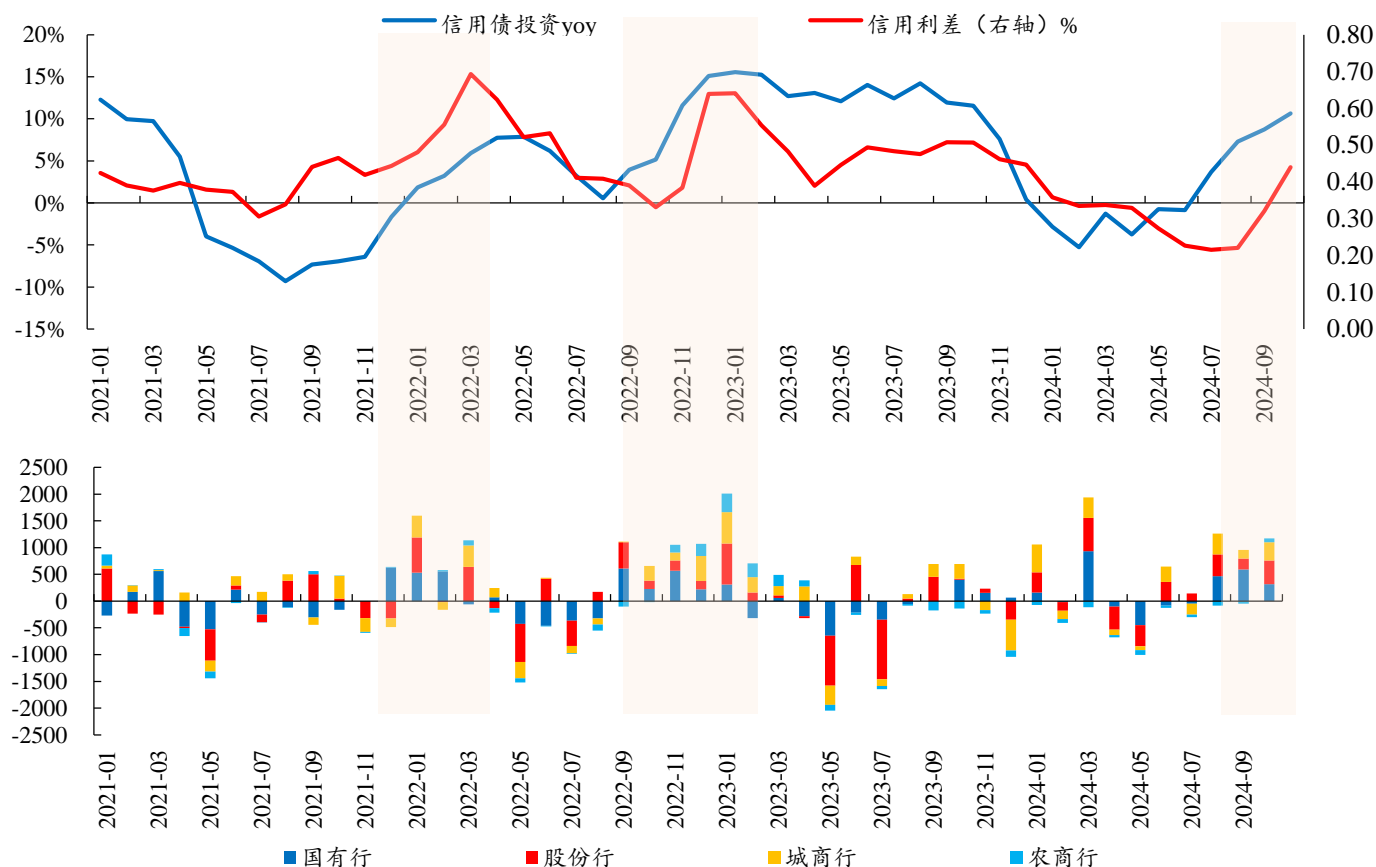


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、自营投资或增加信用债配置空间

资本水平更加充裕，大行可能增加信用债和基金的配置空间。复盘银行自营持仓信用债规模变化和信用利差历史走势发现，银行往往在信用利差走阔时增配信用债，增量资金主要来自国股行。从配置的角度说可取得更多的票息收入，另一方面利率高位抄底债券也可在利率低位卖出获取价差收入；在信用利差下降阶段，银行自营减配信用债，及时止盈兑现收益。基金投资偏好或将从偏好利率债基到信用债基，科创主题的债券基金在银行或有拓展机会。

图5：2021年以来，商业银行三轮增持信用债，均发生在信用利差上行阶段（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、信用利差=企业债（AAA，5年）到期收益率-国开债（5Y）到期收益率；2、柱状图为上清所各类型银行信用债托管规模月度变化数据）

3、投资建议：红利价值依旧，增长动能稳固

市场前期对于注资预期较为充分，从公告后的交易日表现来看，首个交易日，四大行均录得涨幅，且溢价率越低的涨幅越大；公布后三个交易日，两日录得涨幅。市场给予正面反馈或源于：

第一、四家行受摊薄影响有限，股息逻辑仍具投资价值。测算定增后四家行 2025 年 ROE 下降 0.18~0.73pct，A 股股息率下降 0.21~0.86pct，H 股下降 0.28~0.98pct，摊薄幅度均小于 1pct，符合市场预期。定增摊薄为一次性冲击，且 2024 年度分红不受影响，推测定增股份亦不会参与 2025 年中期红利分配，故股息影响于 2026 年方体现。定增后 A 股股息率仍位于 4% 上方，H 股股息率仍显著高于 A 股，结合年初以来多家险资大幅增持 H 股银行，我们认为银行股（尤其是 H 股）仍具红利价值，股息逻辑仍持续吸引长期投资者。此外三年股东回报规划方案亦打开了分红上限，未来分红率提高可期。

第二、资本实力提升，规模扩张动能延续，估值修复可期。测算定增后至 2030 年，四家银行核心一级资本充足率据监管底线仍有较高缓冲区间。此外考虑到假设条件严格（归母净利润增速 0%、RWA 增速 8%），以及邮储采用高级法后对资本压力的缓释，实际或支撑更长期的规模扩张。受益于资本补充，国有行将加大政策支持领域（普惠、绿色、养老）的信贷投放，扩大高资本占用的 AIC 股权直投范围及规模，并持续推动房地产、地方隐债、零售业务等领域的风险化解。盈利增长或与规模扩张同步，伴随风险化解，银行股 PB 估值有望进一步修复。

第三、业绩释放仍有空间，预计 Q1 营收盈利增速平稳。从 2024 年报来看，上市银行（尤其是国有行）信贷增速较 2024Q3 整体放缓。尽管规模增长承压，但 2024 营收及盈利增速均较 Q3 环比提升，贡献主要来自拨备反哺。当前国有行拨备覆盖率均超 200%，仍有较大的安全边际及释放空间。展望上市银行 2025Q1 业绩，非按揭贷款利率随 LPR 下调的重定价影响将逐步体现，息收入端仍承压，但高息定存到期将对冲部分资产端压力；此外 1 月份信贷数据不弱，叠加上市银行拨备均充足，OCI 账户亦存债券浮盈，故盈利仍调整空间较大，故我们预计 2025Q1 上市银行营收和净利润将保持稳定，增速预计环比 2024Q4 持平，部分银行增速或进一步抬升。

当前市场风险偏好虽有所提升，但经济复苏状况仍需数据进一步验证。叠加美国全面征收对等关税，全球供应链面临重塑风险，外围环境不确定下，以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，此外银行 H 股股息率显著高于 A 股，对长期投资者而言，H 股银行更显配置价值。推荐港股**中信银行**，受益标的**农业银行**。同时，关注经济复苏过程中客群基础好，财富业务突出的股份行，以及具有区位优势的城市商行，推荐**苏州银行**，受益标的**招商银行**、**宁波银行**、**江苏银行**。

表13：推荐及受益标的盈利预测与估值

代码	银行名称	PB		ROE(%)	总营收同比增长(%)			归母净利润同比增长(%)			EPS			评级
		2025-04-02	2025E		2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
601288.SH	农业银行	0.7	0.7	10.5	2.3	0.8	2.2	4.7	2.0	2.8	0.8	0.8	0.8	未评级
600036.SH	招商银行	1.0	0.9	14.5	-0.5	-1.8	2.2	1.2	-0.1	3.2	5.9	5.8	6.0	未评级
601998.SH	中信银行	0.6	0.5	9.8	3.8	3.7	2.5	2.3	0.4	3.3	1.3	1.3	1.3	买入
600919.SH	江苏银行	0.8	0.7	13.6	8.8	6.5	7.1	10.8	9.2	10.2	1.7	1.7	1.9	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.8	0.8	13.6	8.2	7.3	8.0	6.2	6.8	8.2	4.0	4.1	4.5	未评级
002966.SZ	苏州银行	0.8	0.5	11.7	3.0	6.5	8.2	10.2	12.9	12.9	1.3	1.6	1.6	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（1、已评级标的盈利预测来自开源证券研究所，未评级标的预测来自万得一致预测；2、未发布年报银行数据来自业绩快报）

4、风险提示

宏观经济下行。1月金融数据反映银行信贷需求不弱，前两月经济数据亦有亮点，3月制造业PMI连续两个月处于扩张区间，宏观数据反映Q1数据反映经济复苏态势稳固。伴随两会结束后，一系列政策陆续出台，未来经济能否持续修复，仍取决于政策的实际成效，若后续政策落地不及预期，则经济指标或仍有波动。

定增方案不及预期。定增发行方案经银行董事会审议通过后，仍需经股东大会审议通过，并经金融监管总局批准、上交所审核通过、中国证监会同意注册后方可实施，最终批复的方案或与预案存有差异。

海外经济不确定性外溢。美国关税战持续加码，全球供应链面临重塑风险，同时美国通胀数据亦因关税承压，年内美联储降息次数仍存疑虑。若海外经济持续放缓或形成外需不足，对我国出口企业形成压力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn