

2025 年 03 月 30 日

首批国有大行注资方案落地影响几何

看好

事件：3 月 30 日，建设银行、中国银行、交通银行、邮储银行公告向特定对象发行 A 股股票预案，合计规模 5200 亿元。

- 符合预期的注资规模、符合预期的落地节奏：**自 2024 年 9 月国新办会议上提出计划对国有大行“统筹推进、分期分批、一行一策”实施核心一级资本补充，我们在 2024 年 11 月发布的专题深度报告《打开国有大行再融资窗口有其重要性、必要性》中已经预期，可能会通过财政部定增的形式落地注资。今年 3 月 5 日李强总理也已在政府工作报告中提出，拟发行 5000 亿元特别国债支持国有大行补充资本，市场对首批大行的注资规模也已有预期。此次四家大行公布定增预案，除财政部认购 5000 亿元外，中国移动集团和中国船舶集团向邮储银行注资 78.5 亿元、45.7 亿元，中国烟草和双维投资拟向交通银行注资 45.8 亿元、30 亿元，即**国有大行首批合计注资规模为 5200 亿元。这部分资金落地将在宣告的年度分红派发后执行，规模与节奏均符合预期。**
- 如何看待本轮大行注资：从保障银行资产负债表稳健性角度，推进国有大行资本补充尤其必要性。**我们在专题报告中明确指出，过去三轮注资伴随着风险资产转让、“四万亿”后信贷快速增长等特殊时代印记，而本轮注资，在利率下行周期中，国有大行充分让利实体、息差越来越薄的基础上，足以说明国有大行乃至整个银行业内生资本能力被削弱。但同时也要认识到，银行与实体不分家，实体经济需要银行信贷资产高效支持，就必须保障银行资产负债表的稳健性，必须要确保银行业可持续服务实体源泉不断，推进国有大行资本补充是有必要也尤为重要的。
- 从对价来看，高于市价的注资价格既体现对银行价值更积极的认可，也体现对中小股东权益的呵护：**根据定增预案，此次注资价格在“不低于定价基准日前 20 个交易日 A 股股票交易均价的 80%”的基础上，相较市价仍以一定溢价进行注资。以 3 月 28 日收盘价计算，四家大行发行对价（考虑年度分红除权后）平均较市价溢价 14%（其中建行/中行/交行/邮储分别较市价溢价 9%/10%/18%/22%），对应平均 PB(LF)约 0.7 倍。**尽管这一对价可能和部分投资者预期较高的落地价格有所偏差，但在当前国有大行估值深度破净的基础上，仍然以高于市价的价格进行注资，也充分体现财政部等股东对夯实国有大行资本、长期做优做强国有大行的重点支持。**
- 以 2024 年末数据静态估算，注资落地对资本、ROE、股息率影响几何？**① **资本：平均增厚核心一级资本充足率 0.88pct。**以 2024 年末 RWA 计算，注资落地将分别增厚建行/中行/交行/邮储核心一级资本充足率 0.48pct/0.86pct/1.27pct/1.48pct 至 14.97%/13.06%/11.52%/10.57%。② **ROE：平均摊薄 ROE 约 0.6pct 至 9.2%。**以 2024 年归属普通股股东净资产计算，注资落地分别影响建行/中行/交行/邮储 ROE 约 0.3pct/0.6pct/1pct/1.3pct 至 10.4%/8.9%/8.1%/8.6%。③ **股息率：A/H 股息率分别摊薄 0.6pct/0.4pct 至 4.24%/5.74%。**注资落地分别增厚建行/中行/交行/邮储股本约 4.6%/9.5%/19%/21%，对应 A 股股息率摊薄 0.2pct/0.4pct/0.8pct/0.9pct 至 4.52%/4.03%/4.33%/4.15%，H 股股息率摊薄 0.3pct/0.5pct/0.9pct/1pct 至 6.23%/5.23%/4.97%/4.71%。
- 投资分析意见：监管当局自上而下重视银行资本补充，足以说明当前银行内生资本补充能力已然偏弱的客观事实，也说明监管切实发力将呵护银行资产负债表健康性稳健性摆在银行支持实体同等待位。**国有大行注资方案落地后，不排除在阶段性股价承压后股息率再次凸显价值属性，港股相较 A 股更有股息优势；同时，对于不涉及股本摊薄影响的高股息中小银行，其股息率将更具吸引力，继续聚焦拨备扎实、政策东风下区域β赋予成长契机的优质区域性银行和估值超跌的股份行，城商行首推**重庆银行、苏州银行、成都银行**；股份行首推**兴业银行、中信银行、招商银行**。
- 风险提示：**稳增长政策成效低于预期；平台降息扰动、息差企稳进程不及预期。

证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
liny@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230123070008
liy2@swsresearch.com

联系人

冯思远
(8621)23297818x
fengsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

表 1: 根据方案, 定增对价对应大行静态 PB 平均约 0.7 倍, 较当前市价溢价 14%

国有大行	收盘价-元	BVPS-元	DPS-元			定增对价 (元/股)		对价对应静态PB		
	2025/3/28	2024	1H24	2024	年度分红 后除权	预案定价	年度分红除权 后	收盘价	预案定价	预案定价 (年度分红 除权后)
建设银行	8.52	12.65	0.20	0.40	0.21	9.27	9.06	0.67	0.73	0.72
中国银行	5.50	8.18	0.12	0.24	0.12	6.05	5.93	0.67	0.74	0.73
交通银行	7.36	13.06	0.18	0.38	0.20	8.71	8.51	0.56	0.67	0.65
邮储银行	5.20	8.37	0.15	0.26	0.11	6.32	6.21	0.62	0.76	0.74
							平均	0.63	0.72	0.71

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

表 2: 以 2024 年静态估算, 注资对 ROE 平均摊薄 0.6pct

银行	注资规模 亿元	对核心一级资本充足率增厚		对ROE影响		
		核心一级资本 充足率-4Q24	增厚幅度-以 2024年末 RWA计算	ROE-2024	注资后ROE-以 2024净资产为 基数估算	对ROE摊薄
建设银行	1,050	14.48%	0.48%	10.7%	10.4%	-0.3%
中国银行	1,650	12.20%	0.86%	9.6%	8.9%	-0.6%
交通银行	1,200	10.24%	1.27%	9.1%	8.1%	-1.0%
邮储银行	1,300	9.09%	1.48%	9.9%	8.6%	-1.3%
国有大行合计	5,200	12.27%	0.88%	9.8%	9.2%	-0.6%

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

表 3: 估算股本增厚后, A/H 股息率分别摊薄 0.6pct/0.4pct 至 4.24%/5.74%

对股息率摊薄 测算	A股-收盘价- 人民币	H股-收盘价- 港元	注资规模 (亿元)	对股本增厚幅 度 (以2024年 末为基数)	A股动态股息率影响			H股动态股息率影响		
	2025/3/28	2025/3/28			24年DPS/股价	股本增厚后	股息率变化	24年DPS/股价	股本增厚后	股息率变化
建设银行	8.52	6.70	1,050	4.6%	4.73%	4.52%	-0.21%	6.52%	6.23%	-0.29%
中国银行	5.50	4.59	1,650	9.5%	4.41%	4.03%	-0.38%	5.72%	5.23%	-0.49%
交通银行	7.36	6.94	1,200	19.0%	5.15%	4.33%	-0.82%	5.92%	4.97%	-0.94%
邮储银行	5.20	4.97	1,300	21.1%	5.03%	4.15%	-0.88%	5.70%	4.71%	-0.99%
国有大行合计	6.67	5.90	5,200	10.4%	4.85%	4.24%	-0.61%	6.17%	5.74%	-0.43%

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

表 4：上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 3 月 28 日）

上市银行	代码	收盘价 (元)	自有流通市值 (亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
工商银行	601398.SH	6.88	2,382	6.99	6.81	0.67	0.63	10.0%	9.6%	0.78%	0.74%	4.5%	4.5%
建设银行	601939.SH	8.52	566	6.49	6.43	0.67	0.62	10.7%	10.1%	0.83%	0.76%	4.7%	4.7%
农业银行	601288.SH	5.10	1,618	6.78	6.56	0.69	0.64	10.5%	10.1%	0.66%	0.61%	4.5%	4.7%
中国银行	601988.SH	5.50	1,209	7.31	7.06	0.67	0.63	9.6%	9.2%	0.75%	0.72%	4.3%	4.4%
邮储银行	601658.SH	5.20	538	6.43	6.34	0.62	0.58	9.9%	9.5%	0.53%	0.49%	5.0%	5.0%
招商银行	600036.SH	43.22	5,285	7.63	7.38	1.04	0.95	14.5%	13.5%	1.29%	1.23%	4.6%	4.6%
中信银行	601998.SH	7.11	349	6.06	5.92	0.57	0.54	9.9%	9.4%	0.75%	0.74%	5.0%	5.0%
民生银行	600016.SH	4.02	902	6.13	6.07	0.32	0.31	5.3%	5.2%	0.43%	0.42%	5.4%	4.9%
浦发银行	600000.SH	10.44	1,372	7.68	6.87	0.47	0.45	6.3%	6.7%	0.50%	0.52%	3.1%	3.9%
兴业银行	601166.SH	21.53	3,478	6.13	6.03	0.58	0.55	9.9%	9.4%	0.75%	0.73%	4.8%	4.9%
光大银行	601818.SH	3.82	684	6.16	6.11	0.48	0.45	8.0%	7.6%	0.62%	0.61%	4.5%	4.6%
华夏银行	600015.SH	7.74	395	4.78	4.33	0.41	0.38	8.9%	9.1%	0.66%	0.70%	5.0%	5.4%
平安银行	000001.SZ	11.35	976	5.29	5.34	0.52	0.48	10.1%	9.4%	0.78%	0.75%	6.3%	5.4%
南京银行	601009.SH	10.38	627	5.67	5.23	0.72	0.67	13.6%	13.3%	0.87%	0.84%	5.5%	5.6%
宁波银行	002142.SZ	26.35	891	6.67	6.31	0.84	0.75	13.6%	12.5%	0.93%	0.86%	2.3%	2.4%
江苏银行	600919.SH	9.51	1,415	5.76	5.36	0.75	0.66	13.7%	13.1%	0.95%	0.89%	4.9%	5.5%
上海银行	601229.SH	9.57	880	6.14	6.00	0.58	0.54	9.8%	9.3%	0.72%	0.70%	4.8%	4.9%
杭州银行	600926.SH	14.60	507	5.33	4.69	0.81	0.71	16.3%	16.1%	0.86%	0.86%	3.6%	4.2%
苏州银行	002966.SZ	7.87	288	6.24	6.69	0.71	0.69	12.0%	11.0%	0.83%	0.79%	5.0%	4.5%
成都银行	601838.SH	17.24	426	5.72	5.25	0.90	0.81	17.8%	16.4%	1.13%	1.09%	4.7%	5.3%
重庆银行	601963.SH	9.60	66	6.96	6.44	0.62	0.57	9.2%	9.2%	0.68%	0.66%	4.3%	4.3%
厦门银行	601187.SH	5.87	69	6.26	6.22	0.60	0.57	10.0%	9.4%	0.69%	0.67%	5.3%	5.1%
无锡银行	600908.SH	5.73	90	5.70	5.41	0.60	0.55	11.0%	10.6%	0.93%	0.88%	3.7%	3.8%
常熟银行	601128.SH	6.96	191	5.50	5.50	0.73	0.72	14.1%	13.8%	1.16%	1.16%	3.6%	3.6%
江阴银行	002807.SZ	4.23	98	5.17	4.85	0.59	0.54	12.0%	11.6%	1.11%	1.09%	4.5%	4.2%
苏农银行	603323.SH	5.24	83	4.99	4.55	0.54	0.50	11.4%	11.4%	0.96%	0.97%	3.4%	3.7%
张家港行	002839.SZ	4.23	82	5.09	4.83	0.56	0.51	11.5%	11.1%	0.87%	0.82%	4.7%	5.0%
瑞丰银行	601528.SH	5.37	88	5.48	5.01	0.56	0.51	10.8%	10.6%	0.93%	0.92%	3.4%	3.7%
紫金银行	601860.SH	2.77	75	6.46	5.99	0.49	0.44	8.0%	7.7%	0.60%	0.57%	3.6%	3.5%
沪农商行	601825.SH	8.27	456	6.49	6.38	0.66	0.62	10.5%	10.0%	0.87%	0.82%	4.6%	5.1%
渝农商行	601077.SH	6.02	327	6.02	5.69	0.54	0.52	9.4%	9.3%	0.80%	0.79%	4.8%	5.1%
A 股板块平均				6.53	6.30	0.69	0.63	11.0%	10.4%	0.84%	0.80%	4.6%	4.7%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

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

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

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

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。