下载日志已记录，仅供内部参考

专题丨工行农行定增方案：六大行注资收官，股息率摊薄有限

银行

证券研究报告/行业专题报告

2026 年 09 月 07 日

评级：　增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email：daizf@zts.com.cn

分析师：邓美君

执业证书编号：S0740519050002

Email：dengmj@zts.com.cn

分析师：马志豪

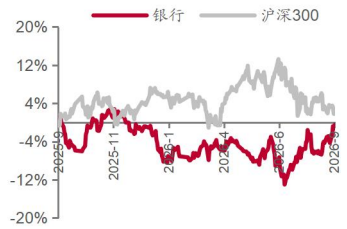
执业证书编号：S0740523110002

Email：mazh@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	42
行业总市值(亿元)	162,487.55
行业流通市值(亿元)	155,740.36

行业-市场走势对比



相关报告

1、《专题 | “固收+”基金权益配置与银行股投资：红利属性仍具价值》2026-09-06

2、《深度综述丨42 家银行 2026 年中报：息差企稳支撑业绩稳健，分红再提升》2026-08-31

3、《专题 | 详细拆解国有大型银行（六家）2026 年中报：营收与利润增速均边际向上，分红提升，红利价值凸显》2026-08-30

报告摘要

- **核心要点：**1、股息率测算：基准情景（利润增速 3%、分红率 31%、按 9 月 4 日收盘价）下，工行 2027E A 股股息率由 4.18%降至 4.04%（-14bp）、农行由 3.93%降至 3.69%（-24bp），摊薄有限、明显小于首批四家。2、影响：六大行注资收官、定向发行不分流资金、大股东以不低于市价增持对估值是托底，大行 4%上下的股息率没有实质变化，红利逻辑不受影响。

- **方案速览：**工行募资不超过 1,000 亿元（财政部 700、中国烟草及子公司 300），农行不超过 1,600 亿元（财政部 1,300、烟草系 300），合计不超过 2,600 亿元，扣除费用后全部补充核心一级资本，锁定期 5 年。定价不低于发行期首日前 20 个交易日均价，按最新收盘价测算，工行 8.13 元/股、发行 123.0 亿股、占发行前股本 3.5%，农行 6.96 元/股、发行 229.9 亿股、占 6.6%。核心一级资本充足率（1H26 静态）工行 13.21%→13.54%、农行 10.80%→11.41%，距 9%底线 4.5pct、2.4pct。

- **股息率摊薄：**工行 2026E 股息率由摊薄前 4.06%降至 3.93%（-14bp），2027E 由 4.18%降至 4.04%（-14bp）；农行 2026E 由 3.82%降至 3.58%（-24bp），2027E 由 3.93%降至 3.69%（-24bp）；H 股（免红利税）2027E 工行 5.11%→4.94%、农行 4.84%→4.54%。同一静态口径下首批四家摊薄 21bp–86bp，本轮 13bp、22bp。

- **对市场影响：**六大行注资就此收官，靴子落地，后续不再有大行融资的不确定性；定向发行、认购方是财政部和烟草系的长期资金、锁定 5 年，不向二级市场募资，既没有资金分流，也不会形成解禁抛压，大股东以不低于市价增持，对估值是托底而非压制；股息率摊薄十几到二十几个 bp，大行 4%上下的股息率水平没有实质变化，红利逻辑不受影响。

- **对个股影响：**工行募资规模小、摊薄最小（股本 3.3%、股息率-14bp），资本本就是六大行中最充裕的，注资主要应对 G-SIBs 升组后更高的附加资本要求，影响可以忽略；农行摊薄相对大一些（股本 6.2%、股息率-24bp），但其核心一级距底线由六大行最低的 1.8pct 升至 2.4pct，解决了未来两三年三农县域投放的资本约束，是两家中受益更实的一家；若最终参考首批溢价发行，摊薄还会略小。

- **投资建议：**本次定增不改变大行高股息、稳健收益的逻辑。1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），重点推荐江苏银行、宁波银行、齐鲁银行、渝农商行、杭州银行、南京、成都、上海、沪农等区域银行。二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。

- **风险提示事件：**经济下滑超预期；定增审批进度及最终发行价格不及预期；测算存在偏差等。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、方案速览：合计募资 2,600 亿元，定价底线为 20 日均价

1.1 规模与定价：财政部 2,000 亿元、烟草系 600 亿元，底线为 20 日均价

- **9 月 6 日，工行、农行董事会审议通过向特定对象发行 A 股股票预案，六大行注资至此全部落地。**工行拟募集资金不超过 1,000 亿元，发行对象为财政部（700 亿元）、中国烟草总公司（100 亿元）及上海烟草、云南中烟、湖南中烟、湖南烟草（各 50 亿元）；农行拟募集资金不超过 1,600 亿元，发行对象为财政部（1,300 亿元）、中国烟草总公司（100 亿元）及江苏烟草、浙江烟草、湖北烟草（各 50 亿元）、北京烟草（30 亿元）、双维投资（20 亿元）。两家合计不超过 2,600 亿元，扣除发行费用后全部用于补充核心一级资本；发行对象认购的股份自登记之日起五年内不得转让；方案尚需股东会审议，并经金融监管总局批准、上交所审核通过、证监会同意注册后实施。2024 年 9 月监管首次表态以来，“统筹推进、分期分批、一行一策”的六大行注资分两批推进：首批建行、中行、交行、邮储于 2025 年 3 月公告、6 月完成，合计 5,200 亿元；本轮工行、农行 2,600 亿元，财政部两轮合计出资 7,000 亿元。

图表 1：工行、农行定增方案要点

项目	工商银行	农业银行
募集资金上限（亿元）	1,000	1,600
发行对象及认购金额	财政部 700 亿元；中国烟草总公司 100 亿元；上海烟草、云南中烟、湖南中烟、湖南烟草各 50 亿元	财政部 1,300 亿元；中国烟草总公司 100 亿元；江苏烟草、浙江烟草、湖北烟草各 50 亿元；北京烟草 30 亿元；双维投资 20 亿元
定价规则	原则上不低于定价基准日（发行期首日）前 20 个交易日 A 股交易均价（按“进一法”保留两位小数）	同工行
发行数量上限	不超过发行前总股本的 10%	不超过发行前总股本的 15%
公告示意发行股数（对应价格）	127.9 亿股（7.82 元/股，约为前 20 日均价）	229.9 亿股（6.96 元/股，9 月 4 日收盘价）
本文测算发行价（9 月 4 日收盘价）	8.13 元/股	6.96 元/股
发行股数 / 占发行前股本	123.0 亿股 / 3.45%	229.9 亿股 / 6.57%
定价 PB(2025A 扣分红 / 1H26)	0.76x / 0.73x	0.89x / 0.85x
限售期	自股份登记之日起五年	自股份登记之日起五年
资金用途	扣除发行费用后全部补充核心一级资本	扣除发行费用后全部补充核心一级资本
公告摊薄测算假设完成日	2026 年 11 月 30 日	2026 年 11 月 30 日
后续程序	股东会审议→金融监管总局批准→上交所审核→证监会注册	股东会审议→金融监管总局批准→上交所审核→证监会注册

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **定价：底线为 20 日均价，最终价格待审批后确定。**本次发行价格原则上不低于定价基准日（发行期首日）前 20 个交易日 A 股交易均价（按“进一法”保留两位小数）；首批四家的规则底线是均价的 80%，本轮取消了折价空间。最终价格将在上交所审核通过、证监会注册后，由董事会与主承销商结合市场情况确定；发行数量按募集资金总额除以发行价格确定，工行不超过发行前总股本的 10%、农行不超过 15%。两行《摊薄即期回报》公告的示意发行股数分别为 127.9 亿股、229.9 亿股，对应 7.82 元/股（与工行截至 9 月 4 日的前 20 个交易日均价基本一致，即按定价底线示意）和 6.96 元/股（农行注明为 9 月 4 日收盘价）。本文两行统一按 9 月 4 日收盘价测算，工行发行价 8.13 元/股、发行 123.0 亿股、占发行前股本 3.45%，对应 2025 年末每股净资产（扣除末期分红）0.76 倍 PB、1H26 每股净资产 0.73 倍 PB；农行 6.96 元/股、发行 229.9 亿股、占 6.57%，对应 PB 分别为 0.89 倍、0.85 倍。首批四家最终按较市价溢价 8.8%–21.5%、PB 0.69–0.78 倍发行，若本轮同样溢价发行，发行股数与摊薄幅度会小于本文按收盘价的测算。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 股权：财政部持股升至 32.4%、38.1%，烟草系新进或增持

- **发行完成后财政部与汇金合计持股 66.1%、75.8%，控制权不变；财政部持股超过 30%、承诺五年不转让，提请股东会同意免于要约。**财政部持股工行由 31.14%升至 32.44%、农行由 35.29%升至 38.12%；中国烟草及下属公司持股工行由 0 升至 1.00%、农行由 1.65%升至 2.71%。汇金、社保基金与 H 股股东不参与认购，持股比例被动摊薄，汇金持股工行由 34.79%降至 33.63%、农行由 40.14%降至 37.67%。

图表 2：发行前后股权结构（持股比例）

股东	工行·发行前	发行后	变化	农行·发行前	发行后	变化
财政部（认购方）	31.14%	**32.44%**	+1.30pct	35.29%	**38.12%**	+2.83pct
中央汇金	34.79%	**33.63%**	-1.16pct	40.14%	**37.67%**	-2.47pct
财政部+汇金合计	**65.93%**	**66.07%**	**+0.14pct**	**75.43%**	**75.79%**	**+0.36pct**
中国烟草及下属公司（认购方）	0.00%	**1.00%**	+1.00pct	1.65%	**2.71%**	+1.05pct
全国社保基金理事会	3.46%	**3.34%**	-0.12pct	6.72%	**6.31%**	-0.41pct
H 股（港交所代理人）	24.19%	**23.38%**	-0.81pct	8.73%	**8.19%**	-0.54pct
其他 A 股股东	6.42%	**6.20%**	-0.21pct	7.46%	**7.00%**	-0.46pct

来源：公司公告，公司 2026 年中报，中泰证券研究所；注：发行前持股按 2026 年中报十大股东，汇金不含汇金资管。

二、资本：核心一级静态提升 34bp、61bp，农行距底线升至 2.4 个百分点

- **以 2026 年 6 月末数据静态测算，工行核心一级资本充足率由 13.21%升至 13.54%，农行由 10.80%升至 11.41%，与两行预案披露一致。**静态测算假设募足上限、不考虑发行费用、风险加权资产不变：工行核心一级提升 34bp，一级资本充足率、资本充足率分别升至 14.77%、18.90%；农行核心一级提升 61bp，一级、总资本充足率分别升至 13.20%、18.11%。注资后工行距 9%监管底线 4.5 个百分点（工行 2025 年 11 月升入 G-SIBs 第三组，2027 年起附加资本要求升至 2.0%、底线升至 9.5%，对应距离 4.0 个百分点）；农行距底线由 1.8 个百分点（注资前为六大行中最低）升至 2.4 个百分点，已高于邮储的 2.0 个百分点；按 9%底线测算，1,600 亿元核心一级资本可支撑约 1.8 万亿元风险加权资产，相当于当前规模的 6.8%，足以覆盖未来两到三年三农县域投放的资本消耗。

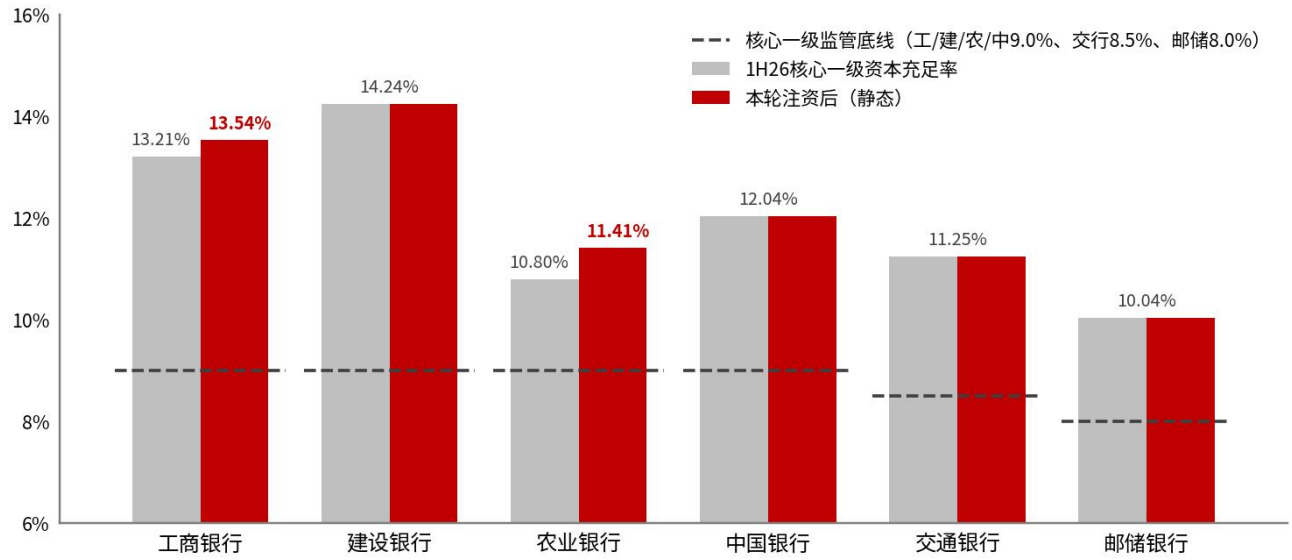
图表 3：注资前后资本充足率（1H26 静态测算）

指标	工行·发行前	发行后	变化	农行·发行前	发行后	变化
核心一级资本充足率	13.21%	**13.54%**	+34bp	10.80%	**11.41%**	+61bp
一级资本充足率	14.43%	**14.77%**	+34bp	12.59%	**13.20%**	+61bp
资本充足率	18.57%	**18.90%**	+34bp	17.50%	**18.11%**	+61bp
核心一级距监管底线（pct）	4.21	**4.54**	+0.34pct	1.80	**2.41**	+0.61pct
按 9%底线可支撑的新增 RWA（亿元 / 占当前 RWA）	11,111 亿元 / 3.7%			17,778 亿元 / 6.8%		
预案披露：发行后核心一级 / 一级 / 资本充足率	13.54% / 14.77% / 18.90%			11.41% / 13.20% / 18.11%		

来源：公司公告，中泰证券研究所；注：静态测算按募足上限、不考虑发行费用、RWA 不变；监管底线=5%+2.5%储备资本+1.5%系统重要性附加，工行 2027 年起附加升至 2.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：六大行核心一级资本充足率：1H26 与本轮注资后（静态）



来源：公司财报，公司公告，中泰证券研究所；注：首批四家 2025 年注资已包含在 1H26 数据中。

三、摊薄测算：股息率摊薄 14bp、24bp，EPS、ROE 影响有限

3.1 EPS、每股净资产与 ROE：摊薄有限

- **EPS、ROE、每股净资产的摊薄均有限。**测算基准情景取公告《摊薄即期回报》的中档假设：2026 年、2027 年归母净利润增速 3%，分红率 31%（两行 2026 年中期分红比例），新股按公告假设于 2026 年 11 月 30 日完成登记。EPS 方面，2026 年按公告口径（新股仅计入 1 个月加权股本）摊薄工行 0.29%、农行 0.54%，与公告披露的三档情景一致；2027 年新股全年计入，摊薄 3.3%、6.2%，等于新股占发行后股本的比例。ROE 方面，2027E 归属普通股股东的 ROE 工行由 8.94%降至 8.74%（-0.21 个百分点），农行由 9.63%降至 9.15%（-0.48 个百分点）。每股净资产方面，发行价低于每股净资产（1H26 PB 0.73 倍、0.85 倍），按 1H26 静态测算工行、农行分别摊薄 0.90%、0.91%，2026 年末摊薄 0.98%、1.09%；2027 年末发行后的每股净资产（12.12 元、8.90 元）已高于发行前的 2026 年末水平（11.53 元、8.46 元）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：发行前后核心指标摊薄测算（基准情景：利润增速 3%、分红率 31%）

指标	工行·发行前	发行后	摊薄	农行·发行前	发行后	摊薄
总股本（亿股）	3,564.06	**3,687.06**	-3.34%	3,499.83	**3,729.72**	-6.16%
2026E EPS（元，公告口径：新股计入 1 个月）	1.032	**1.029**	-0.29%	0.816	**0.812**	-0.54%
2027E EPS（元，全年口径）	1.064	**1.028**	-3.34%	0.842	**0.790**	-6.16%
1H26 每股净资产（元，静态）	11.12	**11.02**	-0.90%	8.17	**8.09**	-0.91%
2026E 末每股净资产（元）	11.53	**11.42**	-0.98%	8.46	**8.37**	-1.09%
2027E 末每股净资产（元）	12.25	**12.12**	-1.12%	9.03	**8.90**	-1.41%
2026E ROE（普通股股东口径）	9.23%	**9.21%**	-0.02pct	9.98%	**9.93%**	-0.05pct
2027E ROE（普通股股东口径）	8.94%	**8.74%**	-0.21pct	9.63%	**9.15%**	-0.48pct
2026E 每股分红（元）	0.330	**0.319**	-3.34%	0.266	**0.249**	-6.16%
2027E 每股分红（元）	0.340	**0.329**	-3.34%	0.273	**0.257**	-6.16%
2026E A 股股息率	4.06%	**3.93%**	-14bp	3.82%	**3.58%**	-24bp
2027E A 股股息率	4.18%	**4.04%**	-14bp	3.93%	**3.69%**	-24bp
2027E H 股股息率（免红利税）	5.11%	**4.94%**	-17bp	4.84%	**4.54%**	-30bp
2027E H 股股息率（含 20%红利税）	4.09%	**3.95%**	-14bp	3.87%	**3.63%**	-24bp

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所；注：股价截至 2026-09-04；EPS 按归属普通股股东净利润（归母净利润扣除优先股股息及永续债利息）计算；新股按公告假设 2026 年 11 月 30 日完成登记并参与 2026 年度分红；H 股按港元价×汇率折算。

3.2 股息率：摊薄 14bp、24bp，对发行价不敏感

- **股息率摊薄（利润增速 3%、分红率 31%、按 9 月 4 日收盘价）：工行 2026E 股息率由摊薄前 4.06%降至 3.93%（-14bp），2027E 由 4.18%降至 4.04%（-14bp）；农行 2026E 由 3.82%降至 3.58%（-24bp），2027E 由 3.93%降至 3.69%（-24bp）；H 股（免红利税）2027E 工行 5.11%→4.94%、农行 4.84%→4.54%。**2026E 与 2027E 的摊薄幅度基本一致：2026 年中期每股分红虽已由董事会确定（工行 0.1511 元、农行 0.1297 元），但新股若在 12 月中旬的股权登记日前完成登记同样领取，全年分红总额按分红率由发行后股本分摊，因此两年的摊薄都等于新股占发行后股本的比例。交行 2025 年即是此例：6 月完成定增后，新股参与了当年的中期与末期分红，全年分红比例维持 30%，每股分红由 0.375 元降至 0.3247 元。
- **摊薄幅度主要取决于募资规模，对发行价并不敏感。**发行价越高、发行股数越少，但即便较收盘价溢价 20%发行，2027E 股息率摊薄也仅由-14bp、-24bp 收窄至-12bp、-20bp；按 1 倍 PB（2025 年末每股净资产扣分红，工行 10.66 元、农行 7.78 元）发行，摊薄为-11bp、-22bp。反过来看，若最终定价接近底线，摊薄也不会明显扩大；ROE 的摊薄只与募资规模和到位时间有关，与发行价无关。

图表 6：A 股股息率对发行价的敏感性（2027E，发行后）

发行价情景	工行·发行价（元）	股本摊薄	2027E 股息率	变化	农行·发行价（元）	股本摊薄	2027E 股息率	变化
摊薄前（不发行）	—	—	**4.18%**	—	—	—	**3.93%**	—
最新收盘价（基准）	**8.13**	**-3.34%**	**4.04%**	**-14bp**	**6.96**	**-6.16%**	**3.69%**	**-24bp**
较收盘价溢价 5%	8.54	-3.18%	**4.05%**	-13bp	7.31	-5.89%	**3.70%**	-23bp
较收盘价溢价 10%	8.94	-3.04%	**4.06%**	-13bp	7.66	-5.63%	**3.71%**	-22bp
较收盘价溢价 20%	9.76	-2.80%	**4.07%**	-12bp	8.35	-5.19%	**3.73%**	-20bp
1 倍 PB（2025 年末每股净资产扣分红）	10.66	-2.56%	**4.08%**	-11bp	7.78	-5.55%	**3.71%**	-22bp

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所；注：股本摊薄=新增股份/发行后股本，即全年口径下每股分红的摊薄幅度；变化为相对摊薄前股息率的 bp。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 对比首批四家：本轮摊薄明显更小

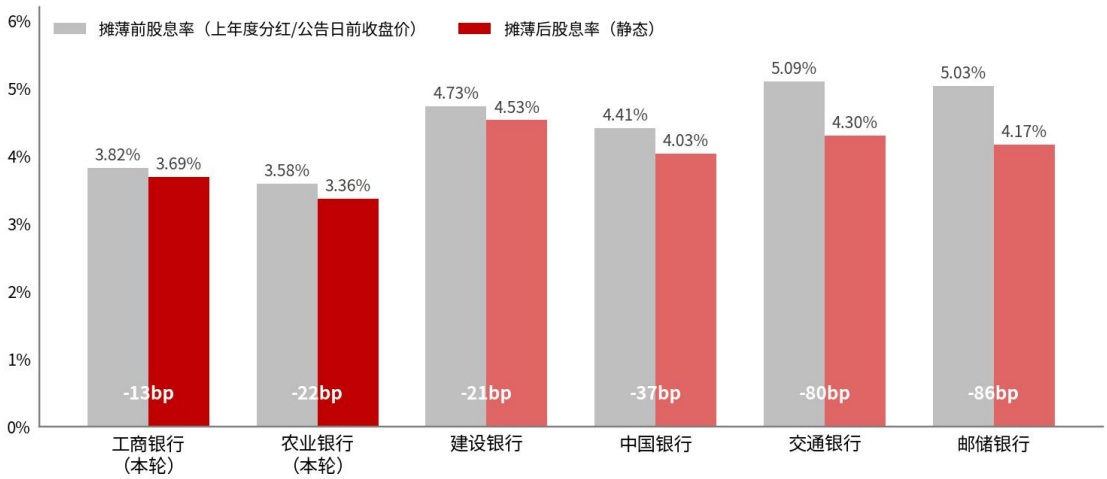
- **与首批四家相比，本轮的摊薄明显更小，原因在于募资规模相对股本的比例更低。**同一静态口径（摊薄前股息率=上年度每股分红/公告日前收盘价，摊薄后=摊薄前×(1−新增/发行后股本)，不含利润增长），首批四家的股息率摊薄为建行 21bp、中行 37bp、交行 80bp、邮储 86bp，本轮工行、农行为 13bp、22bp。首批四家新增股份占定增前股本 4.5%–20.7%，本轮两家为 3.5%、6.6%；此外首批四家最终按溢价 8.8%–21.5%发行，本轮若同样溢价，摊薄还会略小。

图表 7：对比首批四家：定价与股息率摊薄（静态口径）

银行	公告日	规模（亿元）	定增价（元）	溢价率（vs 市价）	定价 PB（扣分红）	新增股份/定增前股本	摊薄前股息率	摊薄后股息率	变化
工商银行（本轮）	**2026-09-06**	**1,000**	**8.13**	**0.0%**	**0.76x**	**3.5%**	**3.82%**	**3.69%**	**-13bp**
农业银行（本轮）	**2026-09-06**	**1,600**	**6.96**	**0.0%**	**0.89x**	**6.6%**	**3.58%**	**3.36%**	**-22bp**
建设银行	2025-03-30	1,050	9.27	+8.8%	0.76x	4.5%	4.73%	4.53%	-21bp
中国银行	2025-03-30	1,650	6.05	+10.0%	0.76x	9.3%	4.41%	4.03%	-37bp
交通银行	2025-03-30	1,200	8.71	+18.3%	0.69x	18.6%	5.10%	4.30%	-80bp
邮储银行	2025-03-30	1,300	6.32	+21.5%	0.78x	20.7%	5.03%	4.17%	-86bp

来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所；注：首批四家按最终定价、2025-03-28 收盘价与 2024 年度分红计算，本轮两家按 9 月 4 日收盘价与 2025 年度分红计算；PB 按上年末每股净资产扣当年分红。

图表 8：六家大行定增前后股息率（静态口径）



来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

四、对市场与个股的影响：靴子落地，红利逻辑不受影响

4.1 对市场：靴子落地、不分流资金，红利逻辑不受影响

- **六大行注资就此收官，靴子落地，后续不再有大行融资的不确定性。**2024 年 9 月监管首次表态以来，大行融资的规模与定价方式一直是市场关注的不确定因素。首批四家 5,200 亿元于 2025 年 6 月完成，本轮两家 2,600 亿元公告后，财政部两轮合计出资 7,000 亿元，六家国有大行的核心一级资本补充全部落地。
- **定向发行、认购方是财政部和烟草系的长期资金、锁定 5 年，不向二级市场募资，既没有资金分流，也不会形成解禁抛压；大股东以不低于市价的价格增持，对估值本身是托底而不是压制。**
- **股息率摊薄十几到二十几个 bp，大行 4%上下的股息率水平没有实质变化，红利逻辑不受影响；中期看，资本约束缓解后信贷投放和分红的稳定性反而更有保障。**按 9 月 4 日收盘价，工行、农行 2027E A 股股息率摊薄后仍

下载日志已记录，仅供内部参考

有 4.04%、3.69%，H 股（免红利税）4.94%、4.54%，相对 1.68%左右的十年期国债收益率（9 月 4 日）仍有 2.0–2.4 个百分点的利差保护。

4.2 对个股：工行影响可忽略，农行受益于资本补充

- **工行募资规模小、摊薄最小（股本 3.3%、股息率-14bp），资本本来就是六大行中最充裕的，注资主要是应对 G-SIBs 升组后更高的附加资本要求，对基本面和估值的影响可以忽略。**注资后核心一级资本充足率 13.54%，距 9%底线 4.5 个百分点；工行 2025 年 11 月升入 G-SIBs 第三组，2027 年起附加资本要求升至 2.0%、底线升至 9.5%，对应距离仍有 4.0 个百分点。
- **农行摊薄相对大一些（股本 6.2%、股息率-24bp），但农行是六大行中核心一级距底线最近的（注资前仅 1.8pct），本次注资后升到 2.4pct，解决了未来两三年三农县域投放的资本约束，是两家中受益更实的一家；其市价 PB 0.89 倍高于工行，每股净资产摊薄与工行相当。**按 9%底线测算，1,600 亿元核心一级资本可支撑约 1.8 万亿元风险加权资产，相当于当前规模的 6.8%；1H26 静态每股净资产摊薄工行 0.90%、农行 0.91%。
- **两家共同的后续变量是最终发行价：要等股东会和监管审批后确定，若参考首批溢价发行，摊薄还会略小；两行 2026 年中期分红比例均已提升至 31%，分红总额随利润增长，按 3%–4%的利润增速，股息率摊薄预计一两年内回补。**完成时间决定新股是否参与 2026 年中期分红，但不改变全年口径的摊薄幅度。

图表 9：本次定增对市场与个股影响的要点

维度	要点	判断
市场：融资不确定性	六大行注资分两批全部落地，财政部两轮合计出资 7,000 亿元（首批 5,000 亿元、本轮 2,000 亿元）	靴子落地，后续不再有大行股权融资的不确定性
市场：资金面	定向发行，认购方为财政部与中国烟草系的长期资金，认购股份锁定五年，不向二级市场募资	没有资金分流，也不会形成解禁抛压
市场：定价	底线由首批的“20 日均价八折”抬升至 20 日均价；首批四家最终溢价 8.8%–21.5%发行	大股东以不低于市价的价格增持，对估值是托底而非压制
市场：红利逻辑	A 股股息率摊薄工行 14bp、农行 24bp，摊薄后 2027E 仍有 4.04%、3.69%；H 股（免税）4.94%、4.54%	大行 4%上下的股息率没有实质变化，红利逻辑不受影响；资本约束缓解后分红稳定性更有保障
个股：工行	股本摊薄 3.3%、股息率摊薄 14bp；注资后核心一级 13.54%，六大行最充裕；应对 G-SIBs 升组后 2027 年起 9.5%的底线	募资规模小、摊薄最小，对基本面和估值的影响可以忽略
个股：农行	股本摊薄 6.2%、股息率摊薄 24bp；核心一级距底线由六大行最低的 1.8 个百分点升至 2.4 个百分点；市价 PB 0.89 倍高于工行 0.76 倍	摊薄相对大一些，但解决了未来两三年三农县域投放的资本约束，受益更实
后续变量	最终发行价待股东会及监管审批后确定；完成时间决定新股是否参与 2026 年中期分红	若参考首批溢价发行，摊薄还会略小；完成时间不改变全年口径的摊薄幅度

来源：公司公告，中泰证券研究所

五、投资建议与风险提示

- **投资建议：**本次定增不改变大行高股息、稳健收益的逻辑。1、全年银行确定性业绩会带来银行股 2026 年的稳健收益，短期与市场风格相关；经济发展模式会持续（政策定力强），对公业务强劲和居民持续的低风险偏好会推动息差筑底回升、营收增速会持续是亮点，业绩确定性强。2、银行股两条投资主线：一是拥有区域优势、确定性强的城农商行，区域包括江苏、上海、成渝、山东和福建等（详见我们区域经济系列深度研究），重点推荐江苏银行、宁波银行、齐鲁银行、渝农商行、杭州银行、南京、成都、上海、沪农等区域银行。二是高股息稳健的逻辑，重点推荐大型银行：六大行（如农行、建行和工行）；以及股份行中招行、兴业和中信等。
- **风险提示：**经济下滑超预期；定增方案审批进度、最终发行价格及完成时间不及预期；数据更新不及时，测算存在偏差等。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

