

2023年04月02日

业绩增速领跑大行，股东溢价定增充实资本

邮储银行(601658)

评级:	买入	股票代码:	601658
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	5.8/3.84
目标价格:		总市值(亿)	4,610.99
最新收盘价:	4.65	自由流通市值(亿)	4,610.99
		自由流通股数(百万)	99,161.08

事件概述

邮储银行发布2022年报：营业收入3349.56亿元(+5.08%，YoY)，营业利润911.84亿元(+12.01%，YoY)，归母净利润852.24亿元(+11.89%，YoY)。年末总资产140672.82亿元(+11.75%，YoY；+4.02%，QoQ)，存款127144.85亿元(+11.98%，YoY；+3.66%，QoQ)，贷款72104.33亿元(+11.72%，YoY；+0.82%，QoQ)。2022年净息差2.20%(-16bp，YoY)；不良贷款率0.84%(+1bp，QoQ)，拨备覆盖率385.51%(-18.96pct，QoQ)，拨贷比3.26%(-0.05pct，QoQ)；资本充足率13.82%(-0.28pct，QoQ)；ROE11.89%(+0.03pct，YoY)。拟派现0.2579元/股，披露分红率30%。

分析判断：

► 营收增速趋缓，业绩增速继续领跑大行

2020年全年实现营收同比增长5.08%，较前三季度降2.71pct，四季度交易类非息收入负增的行业共性因素是主要拖累，此外：1)净利息收入增长略缓，全年同比+1.6%，较前三季度增速小幅下滑0.7pct，受让利实体经济影响息差收窄是主要拖累。2)净手续费及佣金收入全年同比+29.2%，其中代理业务和理财业务中收分别同比高增34.6%/47.1%，公司加快推进财富管理转型升级，虽然受资本市场影响代销规模阶段性减少，但零售客户数和AUM分别达到6.52亿人和13.89万亿元，零售AUM年增幅10.9%，尤其是其中财富客户数增速超19%。但边际来看，手续费净收入增速较前三季度下滑11.1pct，或源于四季度理财市场波动和赎回压力。减值准备同比少计提下，拨备反哺全年实现归母净利润同比增长11.9%，较前三季度小幅回落2.6pct，仍处于大行首位。

► Q4零售贷款投放放缓，存款成本改善、息差降幅收窄

邮储2022年净息差2.20%，较上年下滑16BP，环比前三季度下降3BP，降幅略有收窄。息差下行压力主要来自资产端，全年贷款收益率4.48%，同比下降20BP，较上半年下降13BP，其中零售和对公贷款收益率分别同比下降12BP/17BP至5.23%和3.84%。规模来看，2022年末总资产和贷款分别同比+11.75%/+11.72%，季度环比+4.0%/+0.8%，贷款增速略放缓。其中对公贷款同比+18.43%，环比Q3增长2.97%保持稳健；零售贷款同比+7.72%，环比仅增0.72%，增量仅为21Q4的39%。具体投向来看，对公领域政策引导加大重点领域信贷投放下，制造业、批发零售、房地产、建筑业贷款增速明显，均超25%；零售方面按揭贷款和信用卡增速都在4%左右，消费贷同比负增，但同时小额个人经营贷增长强劲，年增幅24%，支撑零售贷款投放。

负债端，全年存款增速12.3%，Q4季度环比扩增3.7%表现靓丽。虽然全年存款定期化程度加深，但下半年得益于居民活期存款的较好增长，定存率较中期有所回落，从结构上贡献负债端成本的下行。2022年存款成本率为1.61%，同比降2BP。考虑到公司去年调整了代理网点吸收存款分档计息机制，2022年综合费率同比降2BP至1.27%，代理网点存款占总存款的比例较上年小幅提升，“短升长降”也有望进一步引导代理网点加大活期存款沉淀，对冲资产端收益率的下行。

► 资产质量有波动，整体水平优异拨备充裕

2022年末公司不良率0.84%，环比升高2BP，其中下半年对公和零售贷款不良率均较中期微升1BP，一方面对公房地产行业不良率1.45%上升明显，较年中和上年末分别上升0.44pct/1.43pct；另一方面按揭和个人小额经营贷不良率分别环比中期升高5BP和24BP。前瞻指标来看，关注类贷款占比较中期升5BP至0.56%，逾期率较中

期升 4BP 至 0.95%，但同时逾期 90+/不良较中期降低 2.4pct 至 70.7%整体较为严格。年末拨备覆盖率 385.51%，环比年中降 23.74pct。虽然公司资产质量指标有波动，但整体认定审慎、绝对水平优异，风险抵御能力依旧维持稳定。

► 定增落地，核心资本充足助力扩张

3月29日邮储银行发布定增公告，非公开发行67.77亿股，发行价6.64元/股，总募集资金额达450亿元，测算定增后核心一级资本充足率将提升0.62pct至9.98%，核心资本充足有望支撑未来银行信贷进一步扩张。此次非公开发行对象仅为中国移动一家，定增完成后，中国移动将持有占比为6.83%，成为除邮政集团和香港结算公司外最大股东，表示了其对邮储银行未来发展的信心。

投资建议

总体来看邮储银行全年营收降速、但业绩双位数增速继续保持大行前列；Q4零售贷款同比少增，需求端待修复，不良率指标也有波动，但存款结构优化贡献息差降幅边际改善；财富战略推进落地，贡献中收全年高增。我们看好公司零售基因和客群优势，中国移动溢价定增彰显信心，进一步夯实资本，支撑扩表增速提升。结合公司2022年年报表现，我们调整公司23-25年营收3742/4135/-亿元的预测至3568/3959/4380亿元，23-25年归母净利润978/1096/-亿元的预测至913/1010/1146亿元，对应增速为7.1%/10.6%/13.5%；23-25年EPS 1.03/1.16/-元的预测至0.90/0.99/1.13元，对应2023年3月31日4.65元/股收盘价，PB分别为0.58/0.54/0.49倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	318,762	334,956	356,766	395,894	438,020
YoY (%)	11.38	5.08	6.51	10.97	10.64
归母净利润	76,170	85,224	91,279	100,950	114,590
YoY (%)	18.65	11.89	7.11	10.59	13.51
每股收益(元)	0.74	0.83	0.90	0.99	1.13
每股净资产(元)	6.42	6.90	7.97	8.64	9.42
ROE(%)	10.39	10.53	10.41	10.48	11.07
市净率	0.72	0.67	0.58	0.54	0.49

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	百万元；元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
平均生息资产	11,974,839	13,333,042	14,854,337	16,431,428	18,130,332	ROAA (%)	0.64	0.64	0.62	0.62	0.63
净息差	2.36	2.20	2.12	2.14	2.16	ROAE (%)	10.39	10.53	10.41	10.48	11.07
利息收入	451,567	474,240	520,287	586,542	657,139	每股净资产	6.42	6.90	7.97	8.64	9.42
利息支出	182,185	200,647	229,150	262,162	299,489	EPS	0.74	0.83	0.90	0.99	1.13
净利息收入	269,382	273,593	291,138	324,380	357,650	股利	22,856	25,574	28,195	31,182	35,395
非息收入						DPS	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
手续费和佣金收入	22,007	28,434	32,699	38,585	46,302	股息支付率	31	31	31	31	31
交易性收入	26,044	31,912	31,912	31,912	33,051	发行股份	92,384	92,384	99,161	99,161	99,161
其他收入	1,329	1,017	1,017	1,017	1,017						
非息总收入	49,380	61,363	65,628	71,514	80,370						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	188,102	205,705	214,886	238,226	263,498	增长率 (%)					
其他费用	129	100	78	60	47	净利息收入	6.3	1.6	6.4	11.4	10.3
营业税金及附加	2,468	2,620	5,937	6,786	7,804	非利息收入	50.4	24.3	7.0	9.0	12.4
非息总费用	190,699	208,425	220,901	245,072	271,349	非利息费用	13.5	9.3	6.0	10.9	10.7
税前利润	81,454	91,364	97,416	108,155	123,004	归母净利润	18.6	11.9	7.1	10.6	13.5
所得税	4,922	6,009	6,137	7,206	8,414	平均生息资产	11.0	11.3	11.4	10.6	10.3
归母净利润	76,170	85,224	91,279	100,950	114,590	总付息负债	10.4	12.5	10.7	10.4	10.5
						风险加权资产	13.3	13.5	11.2	10.2	10.2
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	12,587,873	14,067,282	15,580,727	17,164,475	18,931,879	净利息收入占比	84.5	81.7	81.6	81.9	81.7
贷款总额	6,454,099	7,210,433	8,109,582	9,129,143	10,326,850	佣金手续费收入占比	6.9	8.5	9.2	9.7	10.6
客户存款	11,354,073	12,714,485	14,049,506	15,454,457	16,999,902	营业效率 (%)					
其他付息负债	330,759	431,840	504,629	616,089	761,283	成本收入比	59.0	61.4	60.2	60.2	60.2
股东权益	794,091	824,225	929,860	997,197	1,073,962	流动性 (%)					
资产质量						贷款占生息资产比	50.8	51.2	51.6	52.5	53.7
不良贷款	52,685	60,736	66,872	72,992	79,480	资本 (%)					
不良率	0.82	0.84	0.82	0.80	0.77	核心一级资本充足率	9.9	9.4	9.7	9.6	9.5
贷款损失拨备	220,543	234,145	258,461	288,320	317,920	一级资本充足率	12.4	11.3	11.5	11.1	10.9
拨备覆盖率	419	386	387	395	400	资本充足率	14.8	13.8	13.6	13.4	13.1
拨贷比	3.42	3.25	3.19	3.16	3.08						
信用成本 (%)	0.48	0.44	0.52	0.51	0.46						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。