

零售优势不断夯实，溢价定增彰显信心

2022 年 10 月 27 日

事件: 10 月 26 日，邮储银行发布 **22Q3 财报**，22 年前三季度实现营收 2569.3 亿元，YoY+7.8%；归母净利润 738.5 亿元，YoY+14.5%；不良率 0.83%，拨备覆盖率 404%。同时发布**非公开发行 A 股股票预案公告**，拟向不超过 35 名符合条件的特定对象，定向增发不超过 67.77 亿股，募集资金不超过 450 亿元。

➤ **归母净利润维持双位数增长。** 22 年前三季度营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别环比-2.2pct、-2.1pct、-0.4pct，归母净利润同比增速虽有下滑，但维持双位数增长，且降幅进一步收窄。**营收分项来看，非息收入贡献突出。** 22 年前三季度，其他非息同比+35.1%，环比+4.4pct；中收延续高增速，同比+40.3%，其中主要受益于代理、交易银行、投行收入高增长，分别同比+47%、+51%、+33%。而受净息差收窄影响，净利息收入同比+2.3%，环比下行 1.5pct。

➤ **息差略有下行，财富管理进展良好。** 22 年前三季度总资产、总贷款分别同比+10.6%、+12.3%；其中，公司贷款同比+16.6%，支撑信贷高增速。1-9 月净息差 2.23%，较 22H1 下降 4BP，预计主要原因为资产端定价下滑、贷款结构偏向对公带来的生息资产收益率下行。**财富管理战略推进下，零售优势不断夯实，**截至 22Q3，个人客户 AUM 达 13.6 万亿元，高基数上仍实现同比+11.5%的高增速。财富客户数量同比+19%至 413 万户，有益于推动 AUM 结构不断优化。

➤ **不良维持低水平，资产质量整体稳健。** 22Q3 不良率环比持平，处于同业内低位；拨备覆盖率环比-4.8pct，但仍维持较高水平。或主要受疫情因素冲击，关注率、逾期率有所波动，分别环比+4BP、+3BP 至 0.55%、0.94%。

➤ **拟溢价定增提振市场信心，补资本、助扩张。** 若成功募集 450 亿元全部补充核心一级资本，以 22Q3 数据静态测算，**将提升核心一级资本充足率 0.64pct 至 10.19%**；450 亿元资本将可支撑 4712 亿元 RWA 增量、8451 亿元生息资产提升，从而带来 **188 亿元净利息收入**。动态测算，2022 年预测 ROE 将下滑 7BP；预测 EPS 将下降 0.07 元/股至 0.89 元/股，稀释作用影响较微弱。此外，按上限测算本次定增价格为每股 6.64 元，较 10 月 26 日 A 股收盘价溢价 68%、H 股收盘价溢价 92%。**此次溢价定增彰显大股东对公司未来经营信心，也将提振二级市场信心、对股价形成有力支撑。**

➤ **投资建议：财富管理转型顺利，溢价定增提振信心**

22 年前三季度归母净利润双位数增长，非息收入维持高增；受益于财富管理战略进一步推进，零售优势不断夯实；风险管控能力强，资产质量维持优异水平；拟溢价定增补充资本、提振信心。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.89 元、1.07 元和 1.34 元，2022 年 10 月 26 日收盘价对应 0.6 倍 22 年 PB，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增速下行；监管政策变动超预期；信用风险暴露等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	318,762	354,292	396,027	445,798
增长率 (%)	11.4	11.1	11.8	12.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	76,170	88,471	106,378	132,389
增长率 (%)	18.6	16.1	20.2	24.5
每股收益 (元)	0.82	0.89	1.07	1.34
PE	5	4	4	3
PB	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

3.95 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

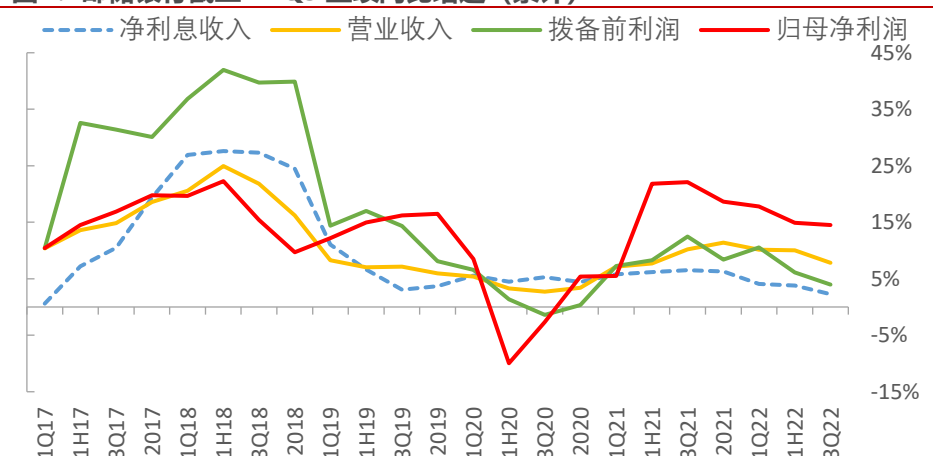
执业证书：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

相关研究

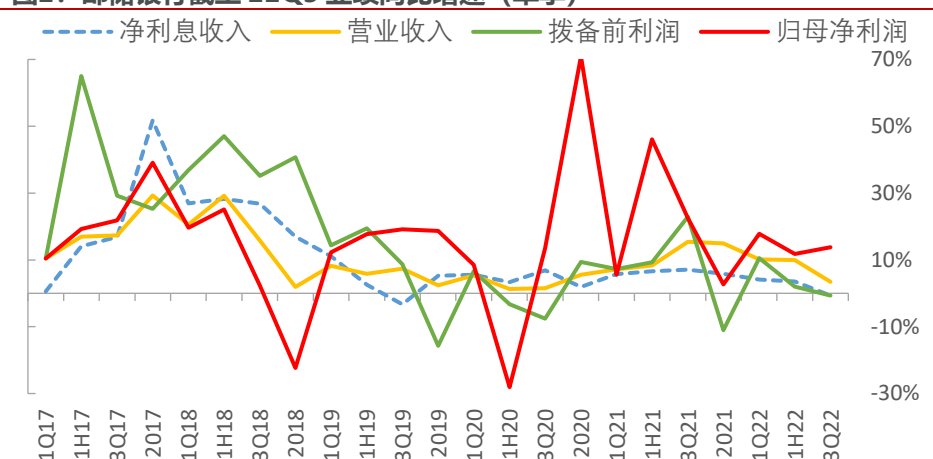
1. 邮储银行 (601658.SH) 代理费率调整点评：“短升长降”，助力财富转型-2022/10/03
2. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年中报点评：中收强势增长，财富转型成效显著-2022/08/23
3. 邮储银行 (601658.SH) 2022 年一季报详解：高扩张、高业绩，中收逆势崛起-2022/04/29
4. 邮储银行 (601658.SH) 2021 年报详解：代销收入接近翻倍，“零售新王”正崛起-2022/03/31

图1：邮储银行截至 22Q3 业绩同比增速（累计）



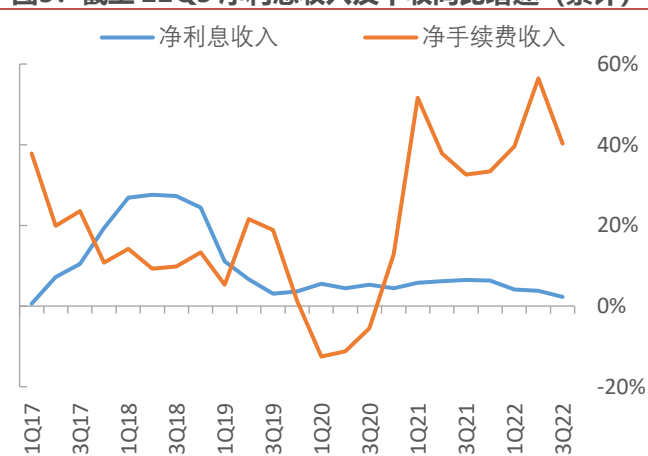
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：邮储银行截至 22Q3 业绩同比增速（单季）



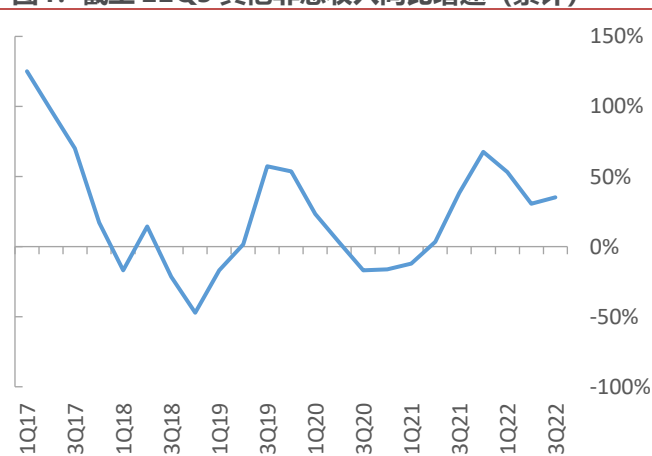
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：截至 22Q3 净利息收入及中收同比增速（累计）

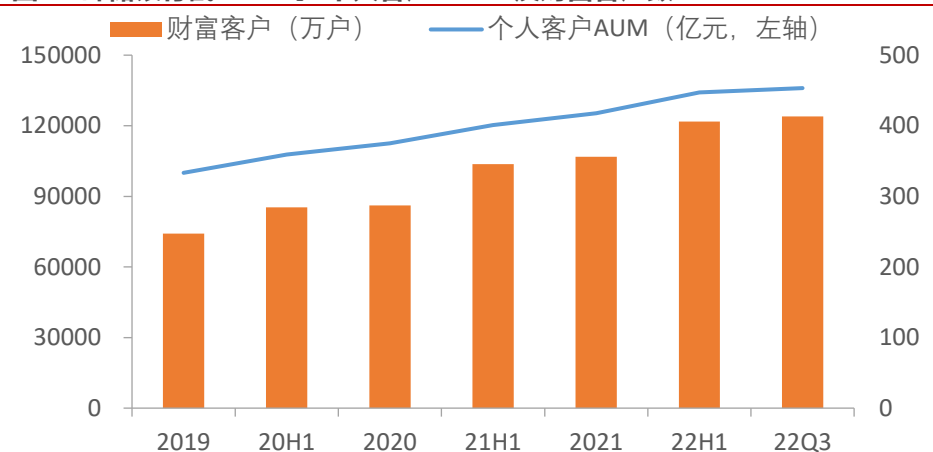


资料来源：Wind，民生证券研究院

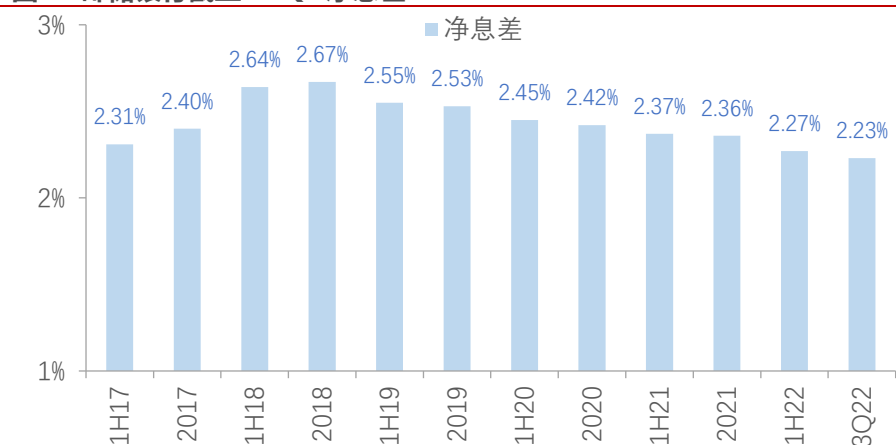
图4：截至 22Q3 其他非息收入同比增速（累计）



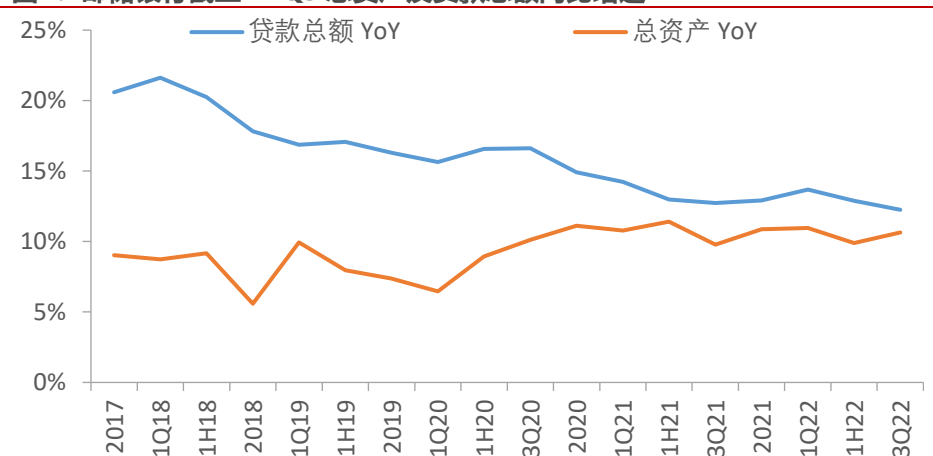
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：邮储银行截至 22Q3 个人客户 AUM 及财富客户数


资料来源：Wind，民生证券研究院

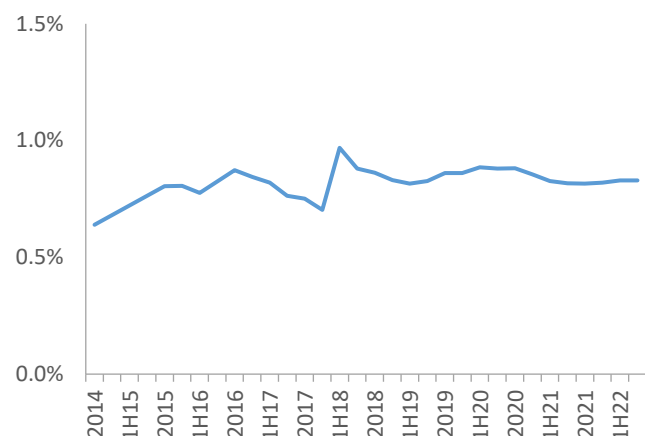
图6：邮储银行截至 22Q3 净息差


资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：邮储银行截至 22Q3 总资产及贷款总额同比增速


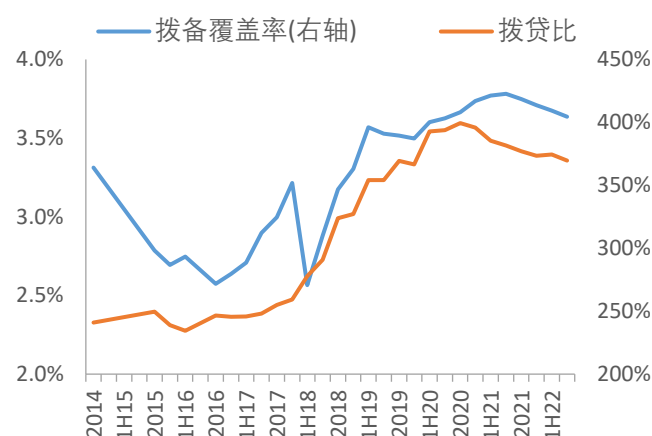
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：邮储银行截至 22Q3 不良贷款率



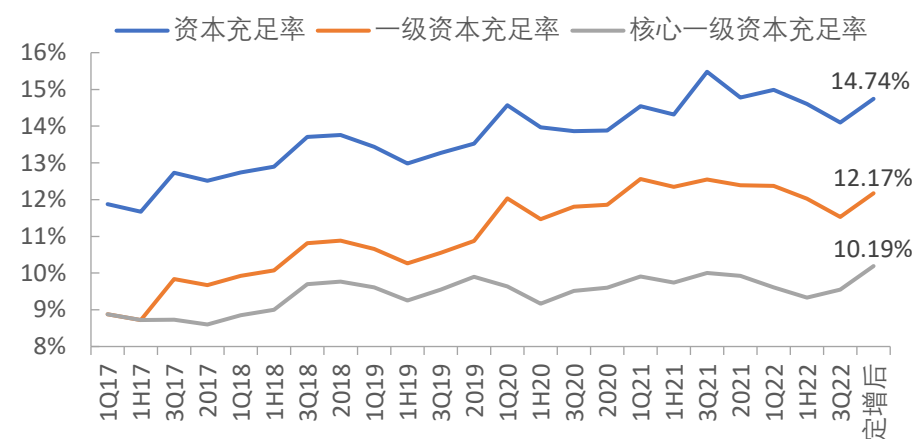
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：邮储银行截至 22Q3 拨备情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：以 22Q3 静态测算，邮储银行定增成功后三档资本充足率提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

表1：邮储银行定增预计将带来 188 亿元净利息收入增长

邮储银行定增 450 亿元对净利息收入影响测算

补充 450 亿元核心一级资本	÷	以 22Q3 核心一级资本充足率 9.55% 测算	=	可支撑 4712 亿元 RWA
4712 亿元 RWA	×	22Q3 总资产/RWA	=	可支撑 9016 亿元资产扩张
9016 亿元资产	×	22Q3 生息资产/总资产	=	可支撑 8415 亿元生息资产扩张
8415 亿元生息资产	×	22Q3 净息差 2.23%	=	188 亿元净利息收入

资料来源：Wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
利息净收入	2,694	2,911	3,151	3,455
手续费及佣金	220	319	415	506
其他收入	274	313	394	497
营业收入	3,188	3,543	3,960	4,458
营业税及附加	-25	-25	-28	-31
业务管理费	-1,881	-1,956	-2,035	-2,136
拨备前利润	1,281	1,560	1,896	2,289
计提拨备	-467	-615	-759	-874
税前利润	814	945	1,137	1,415
所得税	-49	-57	-68	-85
归母净利润	762	885	1,064	1,324

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	64,541	72,286	82,045	92,710
同业资产	6,361	6,679	7,013	7,364
证券投资	43,367	44,668	47,348	50,189
生息资产	125,678	135,385	148,510	162,730
非生息资产	2,406	6,547	9,489	14,020
拨备	-2,205	-2,406	-2,717	-3,106
总资产	125,879	139,525	155,283	173,644
客户存款	113,541	126,030	140,524	157,387
其他计息负债	3,134	3,489	3,884	4,327
非计息负债	1,248	1,373	1,510	1,661
总负债	117,923	130,892	145,918	163,374
股东权益	7,955	8,634	9,364	10,270
每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	0.82	0.89	1.07	1.34
每股拨备前利润(元)	1.39	1.57	1.91	2.31
每股净资产(元)	6.89	7.10	7.84	8.75
每股总资产(元)	136.26	140.71	156.60	175.11
P/E	5	4	4	3
P/PPOP	3	3	2	2
P/B	0.6	0.6	0.5	0.5
P/A	0.03	0.03	0.03	0.02

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.36%	2.23%	2.22%	2.22%
净利差(Spread)	2.30%	2.31%	2.33%	2.34%
贷款利率	4.68%	4.66%	4.66%	4.66%
存款利率	1.63%	1.61%	1.60%	1.60%
生息资产收益率	3.95%	3.92%	3.92%	3.92%
计息负债成本率	1.65%	1.61%	1.59%	1.58%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.64%	0.67%	0.72%	0.81%
ROAE	12.91%	13.20%	14.37%	16.10%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	18.6%	16.1%	20.2%	24.5%
拨备前利润增速	8.4%	21.8%	21.5%	20.7%
税前利润增速	19.5%	16.1%	20.3%	24.5%
营业收入增速	11.4%	11.1%	11.8%	12.6%
利息净收入增速	6.3%	8.1%	8.3%	9.6%
手续费及佣金增速	33.4%	45.0%	30.0%	22.0%
营业费用增速	13.6%	4.0%	4.0%	5.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	10.8%	7.7%	9.7%	9.6%
贷款增速	12.9%	12.0%	13.5%	13.0%
同业资产增速	15.2%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	10.9%	3.0%	6.0%	6.0%
其他资产增速	13.6%	172.1%	44.9%	47.7%
计息负债增速	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
存款增速	9.6%	11.0%	11.5%	12.0%
同业负债增速	63.6%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益增速	18.2%	8.5%	8.5%	9.7%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	34.4%	34.9%	35.4%	35.9%
定期	65.6%	65.1%	64.6%	64.1%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	34.9%	34.9%	34.9%	34.9%
个人贷款	58.2%	58.2%	58.2%	58.2%
票据贴现	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.82%	0.83%	0.81%	0.82%
正常	98.41%	98.72%	98.76%	98.76%
关注	0.47%	0.45%	0.43%	0.42%
次级	0.24%	0.23%	0.22%	0.21%
可疑	0.19%	0.18%	0.17%	0.16%
损失	0.39%	0.42%	0.43%	0.45%
拨备覆盖率	418.6%	403.0%	407.8%	410.6%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	14.78%	13.90%	13.19%	12.64%
核心资本充足率	9.92%	9.61%	9.40%	9.29%
资产负债率	93.68%	93.81%	93.97%	94.09%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	923.8	991.6	991.6	991.6

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026