

定增补充核心一级资本 提升资产端增长动能

——邮储银行（601658.SH/1658.HK）定增点评

A 股：买入（维持）

当前价：5.23 元

H 股：买入（维持）

当前价：4.38 港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：董文欣

010-56513030

dongwx@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	869.79
总市值(亿元)	5,006.17
一年最低/最高(元)	4.47-6.14
近3月换手率	161.3

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.4	8.6	-2.3
绝对	13.7	13.2	-2.9

资料来源：Wind

要点

事件：

11月30日，邮储银行（601658.SH/1658.HK）发布公告，经董事会审议通过，拟向大股东中国邮政集团定向增发不超过54.05亿股，募集不超过人民币300亿元，实际募集金额将全部用于补充核心一级资本。

点评：

定增完成后，核心一级资本将提升0.54个百分点，大股东占比升至67.3%。根据邮储银行公告，此次拟发行不超过54.05亿股，募集资金不超过300亿元，测算定增价格在5.55元左右，该价格高于公司最近一期末经审计归属于普通股股东的每股净资产除息除权后价格（2019年末每股净资产5.75元，每股分红0.21元），并没有突破国资委关于股票发行价不得低于1倍净资产的相关约束。定增完成后，邮储银行总股本将从869.79亿股增至923.84亿股，其中邮政集团持股从567.71亿股增至621.76亿股，持股比例由65.27%升至67.30%，具有绝对控股地位。截至2020年9月30日，邮储银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为9.51%、11.81%、13.86%；静态测算，定增实施后，核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率将各自提升0.54个百分点至10.05%、12.35%及14.40%。核心一级资本充足率相较监管要求（7.5%）的安全边际由2.01%升至2.55%。

资本夯实后，资产端增长动能将进一步提升。邮储银行各项业务开展相对其他国有行较晚，存贷比偏低，但近年来信贷投放力度持续加大，2017年至2019年，邮储银行贷款复合增速高达17.06%；2020年前三季度较上年末增长13.63%至5.65万亿元。信贷投放的高增也加快了资本消耗，邮储银行核心一级资本充足率由A股上市后的9.90%（2019年报）降至9.51%（2020年三季报）。静态测算定增完成后核心一级资本充足率将升至10.05%的历史高点，为后续信贷投放奠定坚实基础。截至2020Q3，邮储银行贷款占生息资产比重仅50.8%，仍为国有行最低水平。随着后疫情时代我国经济逐渐复苏、信贷需求回升，信贷投放具有较大拓展空间。

A股上市以来多次增持叠加本次溢价定增，彰显了邮政集团对公司未来发展信心。邮储银行A股上市以来，多次公告大股东增持行为，此次溢价定增进一步彰显了邮政集团对公司盈利能力及未来发展的信心。同时，持股比例的提升也有助于提高集团决策效率、发挥内部协同优势。

下一阶段，邮储银行整体资本充足率水平有望比肩国有大行。展望下一阶段，邮储银行有可能被纳入国内系统重要性金融机构（D-SIBs），核心一级资本充足率要求或将由7.5%升至8.5%，定增后核心一级资本充足率安全边际增厚，有助于缓解未来再融资压力。此外，预计后续邮储银行将转换为资本内评法，计量方式的优化，有望使得资本充足率水平进一步提升1-2个百分点，届时，邮储银行整体资本充足率水平将比肩国有大行。

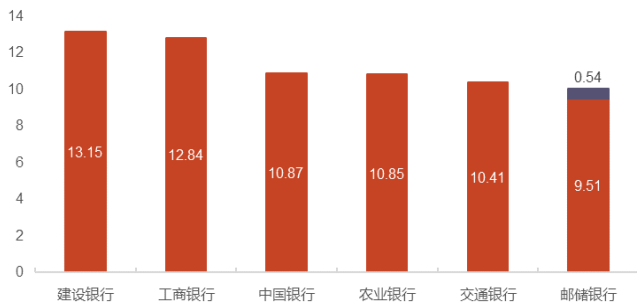
溢价定增提振二级市场信心，将对股价形成有力支撑。截至11月30日，邮储银行A股收盘价为5.23元，H股收盘价4.38港元（折人民币3.72元），拟定增价格相较A股溢价6.1%，相较H股溢价49.2%。溢价定增将提振二级市场信心，并对股价形成有力支撑（预计对H股提升作用更为明显）。

表 1：邮储银行定增后核心一级资本安全边际将处于大行中游水平（2020Q3）

	核心一级资本充足率			一级资本充足率	资本充足率
	2020Q3	监管要求	边际	2020Q3	2020Q3
建设银行	13.15%	8.50%	4.65%	13.86%	16.88%
工商银行	12.84%	9.00%	3.84%	13.94%	16.47%
交通银行	10.41%	7.50%	2.91%	12.13%	14.47%
邮储银行（补充后）	10.05%	7.50%	2.55%	12.35%	14.40%
农业银行	10.85%	8.50%	2.35%	12.76%	16.54%
邮储银行	9.51%	7.50%	2.01%	11.81%	13.86%
中国银行	10.87%	9.00%	1.87%	12.64%	15.69%

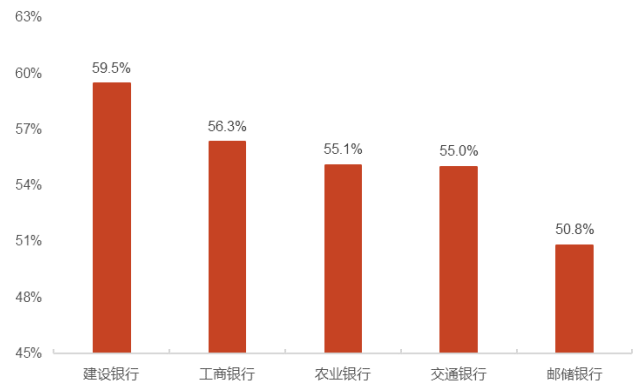
资料来源：公司财报，光大证券研究所

图 1：邮储银行定增后资本充足水平与同业比较（单位：%）



资料来源：公司财报，光大证券研究所；红色柱子表示各家行 2020Q3 核心一级资本充足率，蓝色表示邮储银行定增完成后预计提升的核心一级资本充足率

图 2：邮储银行资产结构优化空间大（2020Q3）



资料来源：公司财报，光大证券研究所；注：柱形表示贷款占生息资产比重

盈利预测、估值与评级：邮储银行作为唯一定位零售银行的国有大行，资产质量优质、存款来源稳定，资产端优化空间大。维持邮储银行 20-22 年净利润预测，考虑到定增完成后的摊薄影响，维持 2020 年 EPS 预测不变，下调公司 2021-22 年 EPS 预测为 0.67/0.71 元（2020 年 10 月预测值为 0.71/0.75 元），对应 A 股 PB 为 0.8/0.8/0.7 倍，H 股 PB 为 0.6/0.6/0.5 倍。但鉴于公司营收水平的稳健性，叠加随着零售战略推进及资产端增长动能提升，成长性有望进一步凸显，维持 A 股及 H 股“买入”评级。

风险提示：经济恢复不及预期可能使得市场预期再度转为悲观。

表 2：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	2,610	2,768	2,829	3,100	3,385
营业收入增长率	15.8%	6.1%	2.2%	9.6%	9.2%
净利润（亿元）	523	609	605	620	656
净利润增长率	9.7%	16.5%	-0.7%	2.4%	5.9%
EPS（元）	0.65	0.71	0.70	0.67	0.71
ROAE	11.6%	12.0%	10.0%	8.9%	8.7%
P/B（A 股）	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
P/B（H 股）	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2020-11-30

财务报表与盈利预测 (A股)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表摘要 (RMB : 亿元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	2,341	2,402	2,481	2,716	2,927	EPS (元)	0.65	0.71	0.70	0.67	0.71
非息收入	265	362	344	380	454	PPOPPS (元)	2.77	2.69	2.80	2.78	2.54
营业收入	2,610	2,768	2,829	3,100	3,385	BVPS (元)	5.26	5.75	6.22	6.66	7.17
业务管理费及营业税	(1,472)	(1,566)	(1,669)	(1,860)	(2,031)	P/E	5.76	5.26	5.35	5.55	5.24
拨备前利润	1,089	1,191	1,154	1,237	1,355	P/PPOP	2.77	2.69	2.80	2.78	2.54
税前利润	535	637	638	654	693	P/B	0.71	0.65	0.60	0.56	0.52
归母净利润	523	609	605	620	656	主要驱动因素 (%)					
资产负债表摘要 (RMB : 亿元)						总资产增速	5.6%	7.4%	10.7%	8.9%	8.4%
总资产	95,162	102,167	113,136	123,193	133,574	净息差 (NIM)	2.54%	2.44%	2.31%	2.28%	2.20%
贷款总额	42,769	49,742	57,701	66,356	75,977	净利差	2.46%	2.35%	2.20%	2.14%	2.02%
其他生息资产	52,086	52,313	54,843	59,479	64,400	生息资产收益率	3.91%	3.94%	3.82%	3.77%	3.67%
总负债	90,409	96,718	106,516	115,833	125,741	贷款收益率	5.00%	4.86%	4.73%	4.70%	4.60%
存款余额	86,274	93,141	101,430	110,255	119,626	付息负债付息率	1.45%	1.60%	1.62%	1.63%	1.66%
其他付息负债	3,251	2,687	2,956	3,262	3,600	存款付息率	1.41%	1.56%	1.58%	1.60%	1.62%
所有者权益	4,753	5,449	6,620	7,360	7,833	非息收入占比	10.2%	13.1%	12.2%	12.3%	13.4%
年增长率 (%)						成本收入比	56.4%	56.6%	59.0%	60.0%	60.0%
贷款余额	17.8%	16.3%	16.0%	15.0%	14.5%	盈利结构 (按平均总资产计 %)					
存款余额	7.0%	8.0%	8.9%	8.7%	8.5%	ROAA	0.57%	0.62%	0.56%	0.53%	0.51%
净利息收入	24.5%	2.6%	3.3%	9.5%	7.8%	ROAE	11.56%	11.97%	10.05%	8.89%	8.66%
净手续费及佣金收入	13.3%	18.4%	12.0%	11.0%	11.0%	资本 (%)					
营业收入	15.8%	6.1%	2.2%	9.6%	9.2%	核心一级资本充足率	9.8%	9.9%	9.6%	9.7%	9.5%
拨备前利润	39.9%	9.4%	-3.1%	7.2%	9.5%	资本充足率	13.8%	13.5%	14.0%	13.7%	13.1%
归母净利润	9.7%	16.5%	-0.7%	2.4%	5.9%						

数据来源: Wind,光大证券研究所测算; 股价日期为2020年11月30日; 注: 按定增后股本摊薄测算

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳