

# 信贷扩张提速，非息收入亮眼

华泰研究

2023年4月29日 | 中国内地/中国香港

季报点评

国有大型银行

	1288 HK	601288 CH
投资评级:	买入(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 3.94	人民币: 4.15

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	安娜
SAC No. S0570522090001	anna@htsc.com
SFC No. BRR567	+(86) 10 6321 1166
联系人	贺雅亭
SAC No. S0570122070085	heyating@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

## 信贷扩张提速，非息收入亮眼

23Q1 归母净利润、营收、PPOP 分别同比+1.8%、+2.2%、+1.2% (22 年分别同比+7.4%、+0.7%、-1.9%)，息差下行为业绩主要拖累项，非息收入稳健增长支撑业绩。鉴于息差收窄压力仍存，我们预测 2023-25 年 EPS 为 0.77/0.80/0.84 元，预测 23 年 BVPS 为 6.92 元，A/H 股对应 PB 0.49/0.38 倍。A/H 股可比公司 23 年 Wind 一致预期 PB 0.53/0.40 倍，公司县域金融特色突出，应享一定估值溢价，我们给予 A/H 股 23 年目标 PB0.60/0.50 倍，A/H 股目标价 4.15 元/3.94 港币，A 股维持“增持”评级，H 股维持“买入”评级。

## 规模加速扩张，县域持续发力

23Q1 公司总资产、贷款、存款同比+19.2%、+16.4%、+17.7% (22 年分别同比+16.7%、+15.1%、+14.7%)，规模扩张动能强劲。Q1 新增贷款以对公为主，票据有所缩量，对公、零售、票据分别占比 92%、25%、-24%。公司持续加大服务实体经济力度，推动重点领域信贷投放，3 月末制造业贷款、绿色信贷、普惠金融贷款、普惠小微贷款余额分别较 22 年末+17%、+22%、+22%、+23%。公司秉承服务“三农”的初心，县域金融业务稳步发力，3 月末县域存贷款余额分别较 22 年末+9.8%、+9.8%。县域市场消费潜力挖掘空间仍然广阔，有望打开公司进一步成长空间。

## 息差较为承压，投资收益高增

23Q1 净息差 1.70%，较 22 年-20bp，息差较为承压是业绩的主要拖累，主要因受到资产端贷款重定价与负债端存款定期化共同影响。23Q1 非息收入同比+27.3% (22 年同比-5.0%)。其中，23Q1 中收同比+2.8% (22 年同比+1.2%)；中收在营收中占比 17.2% (22 年占比 11.2%)。公司持续做优做强大财富管理，深化客群分层，抢抓银保市场发展机遇，有望进一步拓宽客群、增厚中收。在前期低基数基础上，23Q1 投资类收益 (投资收益+公允价值变动+汇兑损益) 增长亮眼，同比+316.7% (22 年同比-13.0%)。

## 资产质量稳健，信用成本下行

23Q1 年化 ROA、ROE 同比-0.12pct、-0.87pct 至 0.82%、12.60%。3 月末不良率、拨备覆盖率分别为 1.37%、303%，均与 22 年末持平，资产质量整体维持稳健水平。经测算公司 23Q1 年化不良生成率为 0.45%，较 22Q4+0.47pct。23Q1 年化信用成本为 1.11%，同比-9bp。3 月末资本充足率、核心一级资本充足率分别为 16.80%、10.70%，较 22 年末-0.40pct、-0.45pct。

风险提示：经济修复力度不及预期，资产质量恶化超预期。

## 经营预测指标与估值

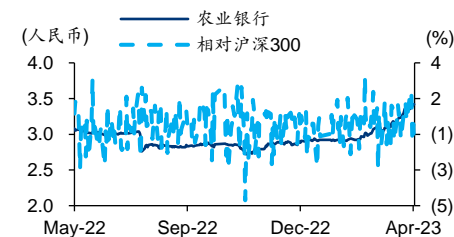
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	719,915	724,868	747,298	793,545	852,823
+/-%	9.42	0.69	3.09	6.19	7.47
归母净利润 (人民币百万)	241,183	259,140	269,804	281,627	295,714
+/-%	11.70	7.45	4.12	4.38	5.00
不良贷款率 (%)	1.43	1.37	1.35	1.33	1.31
核心一级资本充足率 (%)	11.44	11.15	10.53	9.93	9.42
ROE (%)	11.57	11.28	11.61	11.17	10.85
EPS (人民币)	0.69	0.74	0.77	0.80	0.84
PE (倍)	4.96	4.62	4.44	4.25	4.05
PB (倍)	0.58	0.54	0.49	0.46	0.42
股息率 (%)	6.05	6.50	6.76	7.06	7.41

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

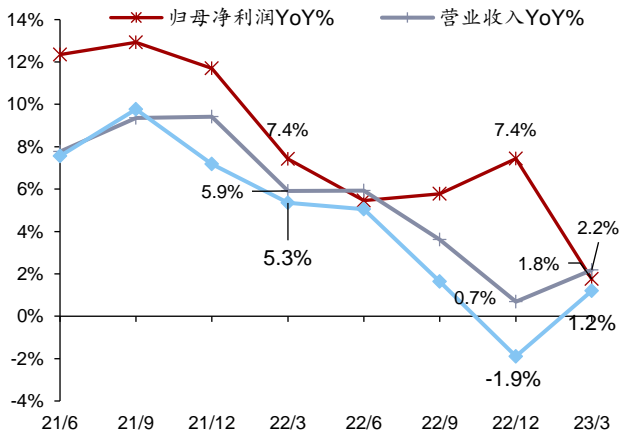
(港币/人民币)	1288 HK	601288 CH
目标价	3.94	4.15
收盘价 (截至 4 月 28 日)	3.03	3.42
市值 (百万)	1,060,449	1,196,942
6 个月平均日均成交额 (百万)	273.32	968.10
52 周价格范围	2.20-3.10	2.72-3.42
BVPS	6.37	7.79

## 股价走势图



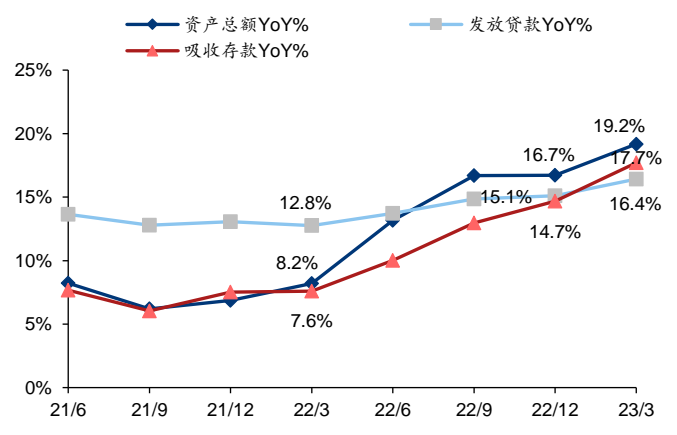
资料来源：Wind

图表1: 累计归母净利润、营业收入、PPOP 同比增速



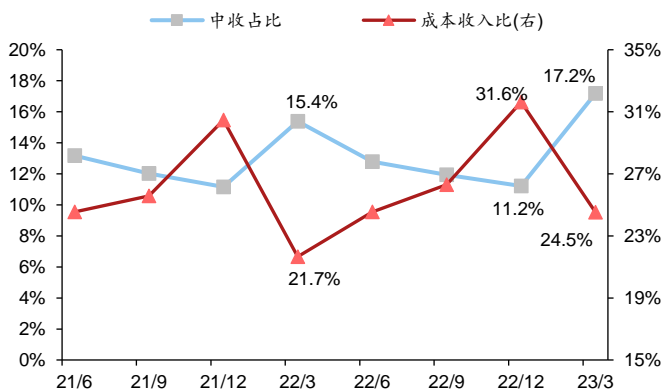
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表2: 资产、贷款、存款规模同比增速



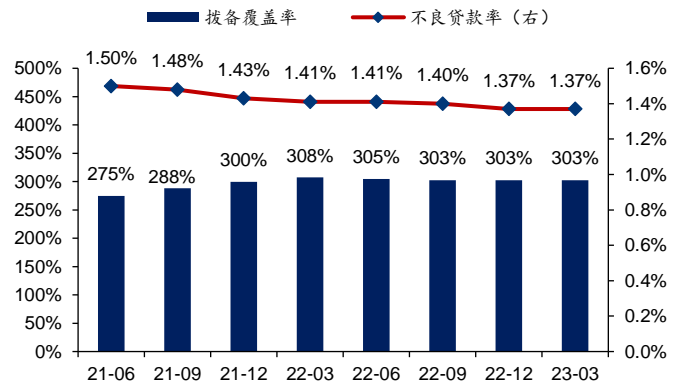
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表3: 中间业务收入占比及成本收入比



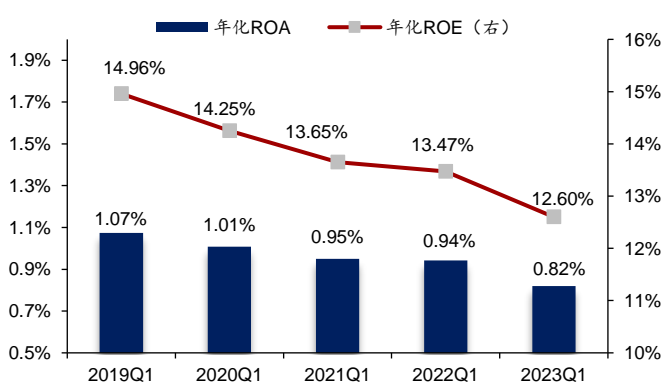
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表4: 不良贷款率及拨备覆盖率



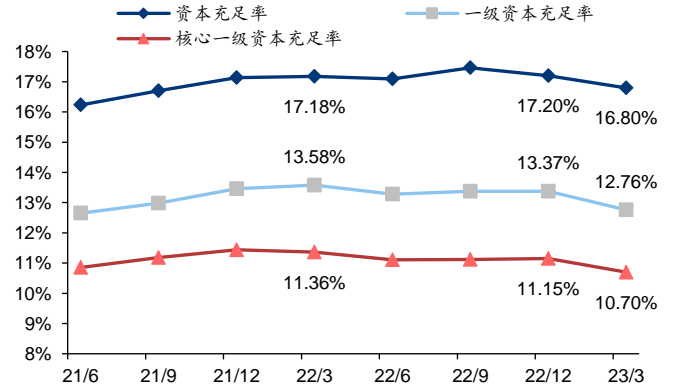
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表5: 年化 ROA、加权平均 ROE 变化趋势



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表6: 三级资本充足率



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表7: 可比 A 股上市银行 PB 估值 (Wind 一致预期、2023/04/28)

代码	简称	2023 年 PB 估值 (倍)
601658 CH	邮储银行	0.69
601398 CH	工商银行	0.48
601939 CH	建设银行	0.54
601988 CH	中国银行	0.48
601328 CH	交通银行	0.45
	<b>平均值</b>	<b>0.53</b>

资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 可比 H 股上市银行 PB 估值 (Wind 一致预期、2023/04/28)

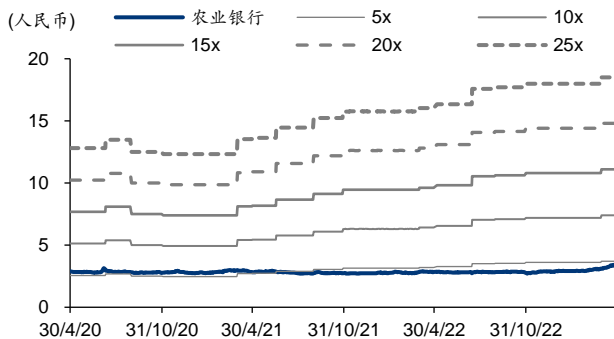
代码	简称	2023 年 PB 估值 (倍)
1658 HK	邮储银行	0.54
1398 HK	工商银行	0.38
0939 HK	建设银行	0.39
3988 HK	中国银行	0.36
3328 HK	交通银行	0.35
	<b>平均值</b>	<b>0.40</b>

资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

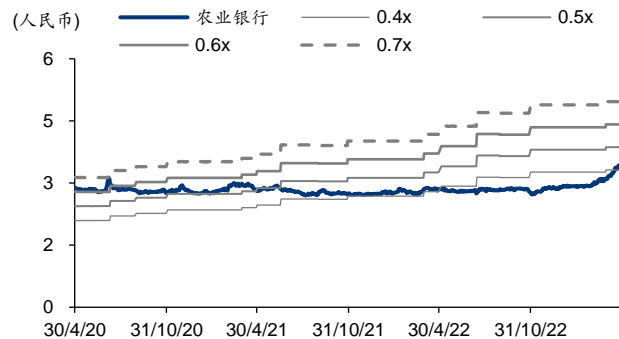
- 1) 经济修复力度不及预期。近期各项高频数据有所回温, 但经济复苏的强度与可持续性仍有不确定性。
- 2) 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定, 但资产质量可能因外部因素出现波动。

图表9: 农业银行 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 农业银行 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	719,915	724,868	747,298	793,545	852,823
利息收入净额	577,987	589,966	610,615	653,358	705,626
手续费收入净额	80,329	81,282	82,420	84,893	89,137
总营业费用	258,103	271,794	273,816	287,589	305,031
拨备前利润	461,812	453,074	471,797	504,103	545,752
所得税费用	53,944	47,528	49,590	51,763	54,352
减值损失	166,000	145,326	151,863	170,148	195,093
归母净利润	241,183	259,140	269,804	281,627	295,714

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>总资产</b>	29,069,155	33,927,533	39,279,494	45,100,737	51,351,477
贷款净额	16,454,503	18,982,886	22,097,123	25,670,190	29,718,535
投资	7,769,802	9,008,106	10,096,099	11,391,448	12,986,251
<b>总负债</b>	26,647,796	31,253,082	36,413,645	42,034,798	48,074,850
总存款	21,907,127	25,121,040	29,006,186	33,485,990	38,294,103
银行间负债	2,696,717	3,737,828	3,581,011	4,134,073	4,727,667
<b>权益合计</b>	2,421,359	2,674,451	2,865,849	3,065,939	3,276,627

### 估值指标

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE (倍)	4.96	4.62	4.44	4.25	4.05
PB (倍)	0.58	0.54	0.49	0.46	0.42
EPS (人民币)	0.69	0.74	0.77	0.80	0.84
BVPS (人民币)	5.87	6.37	6.92	7.49	8.09
每股股利 (人民币)	0.21	0.22	0.23	0.24	0.25
股息率 (%)	6.05	6.50	6.76	7.06	7.41

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 业绩指标

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>增长率 (%)</b>					
贷款	13.07	15.37	16.41	16.17	15.77
存款	7.53	14.67	15.47	15.44	14.36
利息收入净额	6.04	2.07	3.50	7.00	8.00
手续费收入净额	7.76	1.19	1.40	3.00	5.00
总营业费用	13.66	5.30	0.74	5.03	6.07
归母净利润	11.70	7.45	4.12	4.38	5.00
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
ROA	0.86	0.82	0.74	0.67	0.61
ROE	11.57	11.28	11.61	11.17	10.85
成本收入比	30.46	31.63	30.50	30.00	29.50
<b>营业收入结构 (%)</b>					
净利息收入/营业收入	80.29	81.39	81.71	82.33	82.74
净手续费收入/营业收入	11.16	11.21	11.03	10.70	10.45
成本收入比	30.46	31.63	30.50	30.00	29.50
减值损失/营业收入	23.06	20.05	20.32	21.44	22.88
<b>资产质量 (人民币百万)</b>					
贷款减值准备	720,570	782,859	850,597	964,604	1,101,713
不良贷款	235,299	260,066	298,311	341,414	389,313
不良贷款率 (%)	1.43	1.37	1.35	1.33	1.31
不良贷款拨备覆盖率 (%)	293.39	289.10	285.14	282.53	282.99
贷款拨备率 (%)	4.38	4.12	3.85	3.76	3.71
信用成本 (%)	1.14	0.88	0.80	0.77	0.76
<b>资本 (人民币百万)</b>					
核心一级资本净额	2,042,480	2,215,395	2,420,450	2,621,111	2,832,310
一级资本净额	2,402,361	2,655,273	2,860,450	3,061,111	3,272,310
资本净额	3,057,867	3,416,001	3,896,575	4,177,247	4,468,577
RWA	17,849,566	19,862,505	22,995,753	26,403,736	30,063,163
核心一级资本充足率 (%)	11.44	11.15	10.53	9.93	9.42
一级资本充足率 (%)	13.46	13.37	12.44	11.59	10.88
资本充足率 (%)	17.13	17.20	16.27	15.42	14.71

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、安娜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 农业银行（1288 HK）、农业银行（601288 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、安娜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 农业银行（1288 HK）、农业银行（601288 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 农业银行（1288 HK）、农业银行（601288 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司