

投资评级 **优于大市** 维持

邮储银行 23Q1 业绩点评: 未来营收利润增速可期

股票数据

 04月28日收盘价(元) 5.51
 52周股价波动(元) 3.84-5.66

股本结构

 总股本(百万股) 99161
 流通A股(百万股) 11274
 B股/H股(百万股) 0/19856

相关研究

《邮储银行 22Q3 业绩点评: 盈利能力和资产质量保持稳定》2022.10.27

《邮储银行 22 年半年报点评: 营收利润双位数增长, 手续费净收入增长强劲》2022.08.23

《22Q1 业绩点评: 营收利润连续 3 季度双位数增长, 资负及费类业务继续精进》2022.04.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	M
绝对涨幅(%)	19.3	22.0	12.2
相对涨幅(%)	19.9	23.3	16.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 孙婷

Tel: (010)50949926

Email: st9998@haitong.com

证书: S0850515040002

分析师: 林加力

Tel: (021)23154395

Email: lj12245@haitong.com

证书: S0850518120003

联系人: 董栋梁

Tel: (021) 23219356

Email: ddl13206@haitong.com

联系人: 徐凝碧

Tel: (021)23154134

Email: xnb14607@haitong.com

投资要点: 邮储银行非息增速表现亮眼, 我们认为息差低点或已度过, 未来营收利润增速可期。同时资产质量指标扎实改善。维持“优于大市”评级。

- **营收利润增速低点或已度过。** 23Q1 营收同比+3.51%, 归母净利润同比+5.22%。通过 A 股非公开发行募集 450 亿元后, 核心一级资本充足率较上年末提升 0.36pct 至 9.72%。我们认为公司或已度过业绩低点。
- **增加信贷投放支持实体经济, 存款结构优化。** 23Q1 净息差比 22 年下降 11bp 至 2.09%。考虑到 23Q1 付息负债的平均付息率较去年全年下降 6bps, 则净息差的压力主要源于资产端。在信贷投放上, 坚持贷款向实体、实体向零售倾斜, 贷款总额较上年末增长 5.72%, 超过去年同期增速, 带动存贷比和信贷资产占比分别提高 0.86pct 和 0.61pct。同时, 公司坚持发展价值存款, 优化业务结构, 一年期及以下存款增长带动。
- **非息表现亮眼, 个人 AUM 增速超去年同期。** 中收占比同比提升 2.47pct。手续费及佣金净收入同比增长 27.50%, 主要是公司提前储备客户和项目, 抢抓年初旺季营销的“黄金期”, 代理保险、信用卡、投行和交易银行等业务收入实现较快增长。个人 AUM 接近 14.5 万亿, 较上年末增加 4.4%, 增速超过去年同期。
- **资产质量扎实改善。** 23Q1 年化不良生成率较 22 年下降 0.06pct 至 0.76%。不良率环比下降 2bp 至 0.82%, 关注率环比下降 1bp 至 0.55%, 逾期率环比持平于 0.95%。拨备覆盖率环比下降 4.39pct 至 381.12%, 保持高水平。
- **投资建议。** 我们预测 2023-2025 年 EPS 为 0.89、1、1.12 元, 归母净利润增速为 10.30%、11.29%、11.30%。我们根据 DDM 模型 (见表 2) 得到合理价值为 6.61 元; 根据 PB-ROE 模型给予公司 2023E PB 估值为 0.80 倍 (可比公司为 0.49 倍), 对应合理价值为 6.1 元。因此给予合理价值区间为 6.1-6.61 元 (对应 2023 年 PE 为 6.82-7.38 倍, 同业公司对应 PE 为 4.17 倍), 维持“优于大市”评级。
- **风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。**

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	318762	334956	355283	399661	450442
YOY (%)	11.38%	5.08%	6.07%	12.49%	12.71%
净利润 (百万元)	76170	85224	94000	104612	116438
YOY (%)	18.65%	11.89%	10.30%	11.29%	11.30%
平均净资产收益率 (%)	12.91%	12.91%	12.32%	12.54%	12.78%
平均总资产收益率 (%)	0.59%	0.60%	0.60%	0.60%	0.61%
全面摊薄 EPS (元)	0.71	0.81	0.89	1.00	1.12
BVPS (元)	6.42	6.90	7.62	8.36	9.18

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	BVPS (元)			PB (倍)			PE (倍)	ROE (%)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2022
601288	农业银行	11969	6.37	6.95	7.57	0.54	0.49	0.45	4.04	11.28
601398	工商银行	16822	8.81	9.74	10.60	0.54	0.48	0.45	4.24	11.43
601939	建设银行	15776	10.87	11.77	12.87	0.58	0.54	0.49	4.30	12.27
601988	中国银行	10804	6.99	7.71	8.43	0.52	0.48	0.44	4.36	10.81
601328	交通银行	4136	11.43	12.45	13.49	0.49	0.45	0.41	3.91	10.35
均值			8.89	9.72	10.59	0.53	0.49	0.45	4.17	11.23

注：收盘价为 04 月 28 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。

资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

每股价值 (元) 风险折现率(列)	永续净利润增速(行)				
	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%	2.4%
9.00%	6.03	6.12	6.22	6.32	6.44
8.80%	6.20	6.30	6.41	6.52	6.64
8.60%	6.38	6.49	6.61	6.73	6.86
8.40%	6.58	6.69	6.82	6.95	7.09
8.20%	6.78	6.91	7.04	7.19	7.34

资料来源：海通证券研究所测算

注：我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.89、1、1.12 元，第四年至第十年的净利润增速为 7%、分红比例为 30%；永续阶段净利润增速为 2%、分红比例为 30%，风险折现率为 8.60%。

图 1 公司报告期营收、PPOP、归母净利润增速

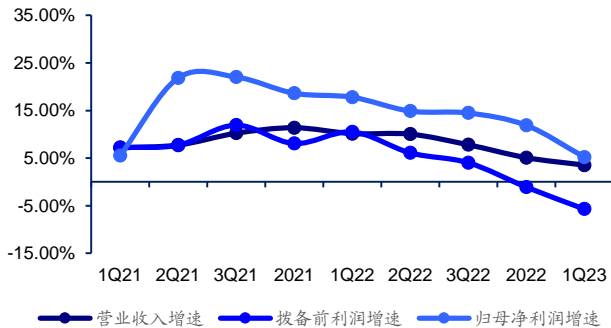

 资料来源：WIND，海通证券研究所
 注：1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图 2 公司报告期净利息收入、非息收入增速

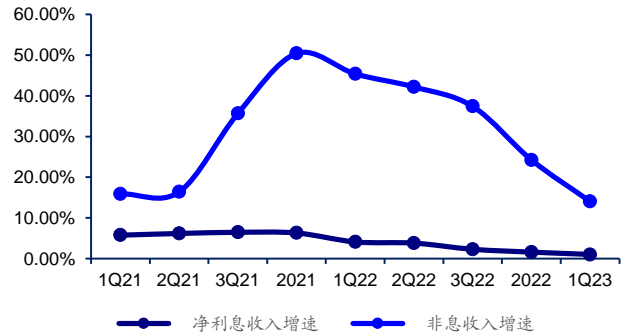
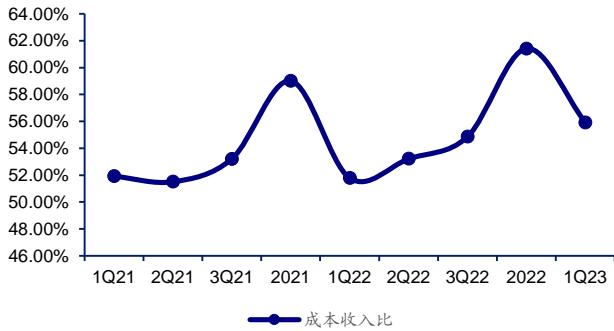
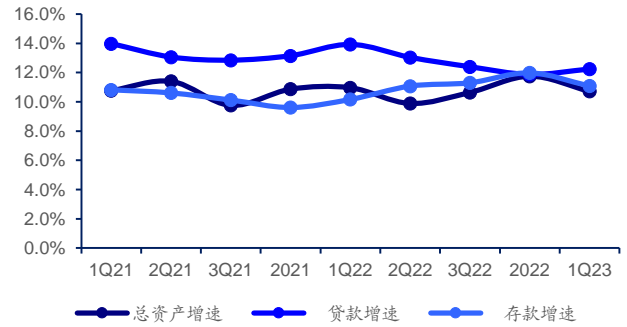
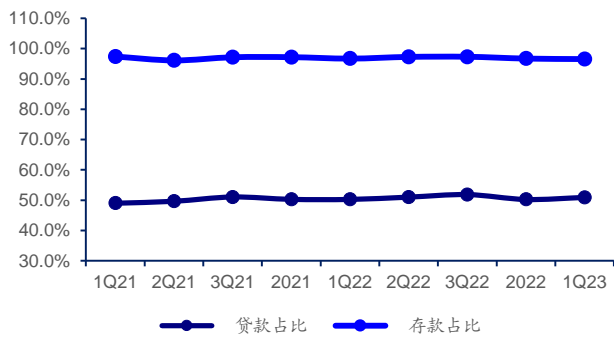

 资料来源：WIND，海通证券研究所
 注：1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图3 公司成本收入比


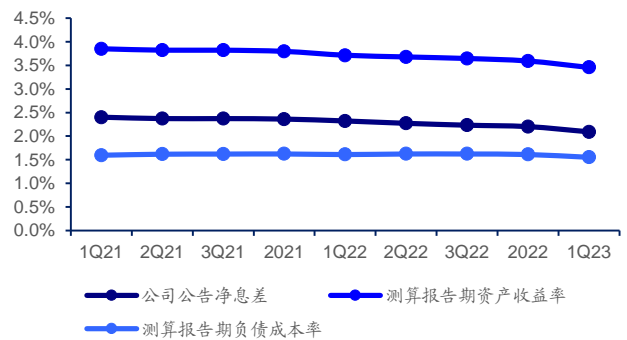
资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。

图4 公司总资产、贷款、存款增速


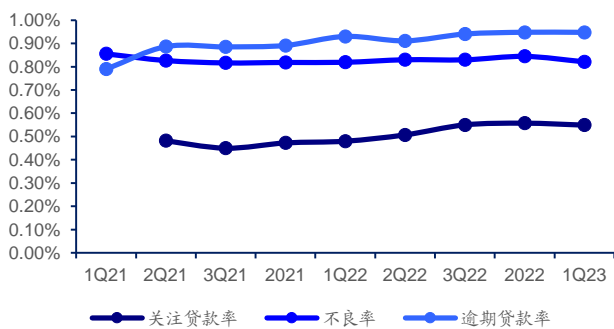
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图5 公司贷款、存款占比


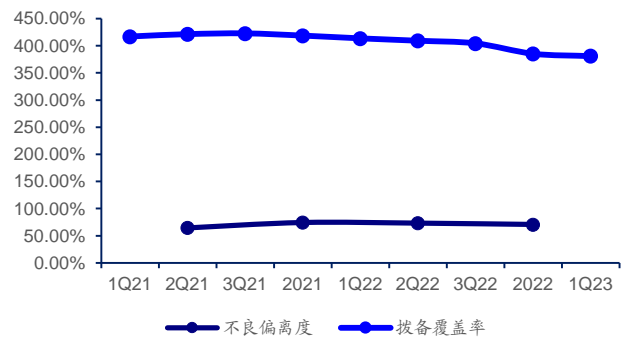
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图6 报告期公告净息差、资产及负债收益率


资料来源: WIND, 海通证券研究所
 注: 1Q\2Q\3Q 为期初 1Q 至期末值。公司重述了 2020 和 2019 年全年的净利息收入。

图7 公司不良率、逾期率、关注贷款率


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 公司拨备覆盖率、不良偏离度


资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
估值指标 (倍):					利润表 (百万元):				
PE	6.83	5.87	4.98	4.18	利息收入	474240	517649	576485	638176
PB	0.80	0.69	0.60	0.51	利息支出	-200647	-230060	-255006	-280801
P/B (扣除商誉)	0.80	0.69	0.63	0.57	净利息收入	273593	287589	321480	357374
每股指标 (元):					资产负债表 (百万元):				
EPS	0.81	0.89	1.00	1.12	手续费净收入	28434	36413	46900	61787
BVPS	6.90	7.62	8.36	9.18	营业收入	334956	355283	399661	450442
BVPS (扣除商誉)	6.87	7.60	8.33	9.16	业务及管理费	-205705	-218499	-243793	-272517
每股拨备前利润	1.28	1.35	1.54	1.75	拨备前利润	126711	133623	152333	173976
驱动性因素:					资产质量:				
生息资产增长	11.96%	11.19%	10.33%	10.40%	拨备	-35328	-30182	-37230	-45878
贷款增长	11.72%	12.00%	12.00%	12.00%	税前利润	91383	103441	115103	128098
存款增长	11.98%	11.00%	10.00%	10.00%	税后利润	85374	94131	104743	116569
贷款收益率	4.47%	4.32%	4.32%	4.32%	归属母公司净利	85224	94000	104612	116438
生息资产收益率	3.59%	3.53%	3.55%	3.56%	资本状况:				
存款付息率	1.60%	1.64%	1.64%	1.63%	贷款总额	7210433	8075685	9044767	10130139
计息负债付息率	1.61%	1.66%	1.66%	1.65%	贷款减值准备	-232723	-256020	-273003	-292033
净息差	2.07%	1.96%	1.98%	1.99%	贷款净额	6977710	7819665	8771764	9838106
风险成本	0.55%	0.40%	0.40%	0.40%	债券投资	4958899	5355420	5725956	6125288
净手续费增速	29.20%	28.06%	28.80%	31.74%	存放央行	1263951	1371791	1508970	1659867
成本收入比	61.41%	61.50%	61.00%	60.50%	同业资产	694602	902983	1038430	1194194
所得税税率	6.58%	9.00%	9.00%	9.00%	其他资产	172120	213015	235010	259446
盈利及杜邦分析:					生息资产				
ROAA	0.60%	0.60%	0.60%	0.61%	资产总额	13895162	15449859	17045120	18817455
ROAE	12.91%	12.32%	12.54%	12.78%	存款	12714485	14113078	15524386	17076825
净利息收入	2.05%	1.93%	1.95%	1.97%	同业负债	329930	412413	515516	644395
非净利息收入	0.46%	0.46%	0.47%	0.51%	发行债券	101910	107006	123056	141515
营业收入	2.51%	2.39%	2.43%	2.48%	计息负债	13146325	14632496	16162958	17862734
营业支出	1.56%	1.49%	1.50%	1.52%	负债总额	13241468	14765385	16309746	18024959
拨备前利润	0.95%	0.90%	0.92%	0.96%	股本	92384	99161	99161	99161
拨备	0.27%	0.20%	0.23%	0.25%	资本公积	124479	124479	124479	124479
税前利润	0.69%	0.70%	0.70%	0.70%	盈余公积	58478	67891	78365	90022
税收	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	一般风险准备	178784	178784	178784	178784
业绩年增长率:					未分配利润				
净利息收入					未分配利润	225196	280681	343102	413003
净利息收入	1.56%	5.12%	11.78%	11.17%	股东权益	825814	897489	970384	1051943
营业收入	5.08%	6.07%	12.49%	12.71%	负债和所有者权益合计	14067282	15662874	17280130	19076901
营业支出	-1.09%	5.46%	14.00%	14.21%	不良资产:				
拨备前利润	-1.09%	5.46%	14.00%	14.21%	不良率	0.84%	0.82%	0.82%	0.82%
归属母公司利润	11.89%	10.30%	11.29%	11.30%	拨备覆盖率	385.51%	385.95%	366.87%	350.03%
资产质量:					资本充足率:				
不良率	0.84%	0.82%	0.82%	0.82%	资本充足率	13.82%	13.43%	13.04%	13.01%
拨备覆盖率	385.51%	385.95%	366.87%	350.03%	核心资本充足率	11.29%	11.12%	10.95%	11.12%
拨贷比	3.26%	3.17%	3.02%	2.88%	杠杆率	17.03	17.45	17.81	18.13
不良净生成率	0.36%	0.32%	0.29%	0.30%	RORWA	1.17%	1.18%	1.19%	1.20%
					风险加权系数				
					51.65%				

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

注: 收盘价为 04 月 28 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股、永续债利息。

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业，非银行金融行业
林加力 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 浙商银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。