

邮储银行 (601658.SH)

营收经受住考验，成长大行优势尽显

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	318,762	334,956	353,025	389,879	432,645
增长率 yoy (%)	11.4	5.1	5.4	10.4	11.0
归母净利润(百万元)	76,170	85,224	93,860	105,191	118,319
增长率 yoy (%)	18.6	11.9	10.1	12.1	12.5
ROE (%)	12.0	11.9	12.1	12.5	12.8
EPS 最新摊薄(元)	0.77	0.85	0.94	1.07	1.21
P/E (倍)	7.2	6.5	5.8	5.2	4.6
P/B (倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

事件: 邮储银行发布 2023 年一季报, 实现营业收入 881.6 亿, 同比增长 3.5%, 实现归母净利润 262.8 亿, 同比增长 5.2%; 不良贷款率 0.82%, 环比下降 2bp, 拨备覆盖率 381.1%, 环比-4.4pct.

营收顶住压力实现正增长, 利润增速高出商业银行整体 3.9pct. 1) 相较于一季度相当部分大中型银行营收负增长, 公司一季度营收仍增长了 3.5%, 主要是贷款同比多增、资产负债优化、中收实现高增; 2) 净利润增速同比增长 5.2%, 其中费用两位数增长较为刚性, 但资产质量改善推动信用减值损失同比下降 25.7%, 拨备少提反哺利润。

息差环比下降 2bp 至 2.09%, 主要是按揭重定价因素, 息差降幅已明显趋缓。 公司按揭贷款占比 31%, 年初重定价对息差影响较大, 展望后续, 贷款定价逐渐趋稳、存款成本保持下降等积极因素不断增多, 未来息差降幅将明显趋缓。1) 资产端: 个人经营性贷款、对公贷款新发放利率在去年四季度、今年一季度相继企稳, 虽然零售贷款还有所承压(行业普遍情况, 但公司今年一季度新增零售贷款占比恢复到了 40%), 导致整体新发放贷款收益率还有些许下行, 但是随着需求的恢复, 以及公司不参与低价竞争, 二季度整体贷款收益率有望实现企稳; 2) 负债端: 存款成本率较 2022 年全年下降 6bp 至 1.55%, 公司去年 4 月和 9 月两次下调存款利率, 政策利率下调的影响在今年还会继续体现, 公司也提出了稳活比、压降高成本、存款差异化定价的三大策略, 今年一季度已经初见成效, 预计后面三个季度也会进一步显现。同时近期中小银行开始下调存款利率, 也有利于缓解存款竞争和价格压力。

财富管理、对公中收表现亮眼, 一季度行业中收低迷情况下, 公司手续费净收入逆势增长 27.5%。 1) 财富管理聚焦 AUM 结构优化, 代理保险、代销基金等带动代理类业务手续费收入同比增长 45.8%, 零售客户基础继续夯实, VIP 客户数/财富客户数/零售 AUM 同比分别增长 10.2%/18.3%/15.7%; 2) 对公中收提前主动布局贸易融资、供应链融资、银团等, 带动交易银行、银团业务手续费收入分别同比增长 118%、163%。

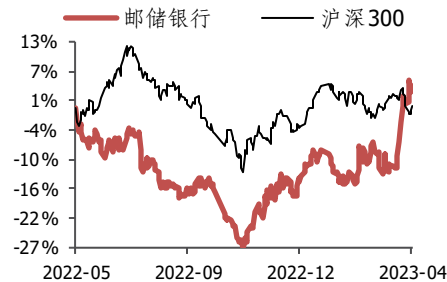
资产质量改善, 不良率/关注率/逾期率环比-2bp/-1bp/持平至 0.82%/

买入 (维持评级)

股票信息

行业	银行
2023 年 4 月 28 日收盘价(元)	5.51
总市值(百万元)	546,377.53
流通市值(百万元)	62,122.28
总股本(百万股)	99,161.08
流通股本(百万股)	11,274.46
近 3 月日均成交额(百万元)	861.86

股价走势



作者

分析师 邹恒超

执业证书编号: S1070519080001

邮箱: zouhengchao@cgws.com

联系人 林宛慧

执业证书编号: S1070122070010

邮箱: linwanhui@cgws.com

相关研究

- 《高成长零售大行, 定增助力规模扩张》2023-04-03
- 《高成长国有行, 定增补充弹药—邮储银行(601658) 2022 年三季报点评》2022-10-27
- 《储蓄代理费率下调, 大零售竞争力提升—邮储银行(601658) 储蓄代理费率下调点评》2022-10-11

0.55%/0.95%。公司一季度年化的不良生成率为 **0.76%**，较去年全年下降了 **6bp**，非信贷资产实现不良双降，整体资产质量稳中向好。 1) 对公端：对公不良生成保持低位，风险相对较高的房开贷和地方融资平台占比均不到 **2%**； 2) 零售端：个人客户资产负债表还处于修复过程中，主要是信用卡和个人经营贷还面临一定压力，一季度零售不良生成处于相对高位，但基本也企稳了。随着经济复苏、消费预期改善，零售资产质量有望边际改善。

投资建议：公司营收增长逆势超预期，成长性突出，一季度最大考验已过，二季度息差有望企稳，中收有望继续高增，零售资产质量有望边际改善，预计公司营收、利润增速将逐渐回升。我们预计公司 **2023-2025** 年净利润增速分别为 **10.1%/12.1%/12.5%**，目前股价对应 **0.67x23PB**，维持“买入”评级。

风险提示：经济超预期下滑、零售修复不如预期、资本市场波动、金融让利。

图表1: 邮储银行业绩主要指标

累计业绩增长	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M22	2022	1Q23
净利息收入	5.8%	6.2%	6.5%	6.3%	4.1%	3.8%	2.3%	1.6%	1.0%
非息净收入	15.9%	16.4%	35.7%	50.4%	45.4%	42.2%	37.4%	24.3%	14.0%
净手续费收入	51.6%	37.9%	32.6%	33.4%	39.6%	56.4%	40.3%	29.2%	27.5%
其他非息收入	-12.1%	3.4%	38.3%	67.6%	53.3%	30.7%	35.1%	20.3%	-2.6%
营业收入	7.1%	7.7%	10.2%	11.4%	10.1%	10.0%	7.8%	5.1%	3.5%
业务管理费	7.1%	7.2%	8.3%	13.6%	9.8%	13.7%	11.1%	9.4%	11.8%
拨备前利润增速	7.3%	8.3%	12.5%	8.4%	10.5%	6.1%	4.0%	-1.2%	-5.6%
资产减值损失	7.8%	-12.3%	-8.1%	-7.5%	-5.9%	-8.0%	-15.6%	-24.2%	-25.7%
净利润增速	5.5%	21.8%	22.1%	18.6%	17.8%	14.9%	14.5%	11.9%	5.2%
单季业绩增长	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
净利息收入	5.8%	6.6%	7.1%	5.8%	4.1%	3.5%	-0.7%	-0.5%	1.0%
非息净收入	15.9%	16.8%	110.4%	128.6%	45.4%	39.7%	27.2%	-17.1%	14.0%
净手续费收入	51.6%	23.1%	22.7%	36.1%	39.6%	78.8%	6.3%	-7.0%	27.5%
其他非息收入	-12.1%	13.7%	421.8%	375.3%	53.3%	19.0%	44.6%	-24.8%	-2.6%
营业收入	7.1%	8.3%	15.4%	15.0%	10.1%	9.9%	3.4%	-3.0%	3.5%
业务管理费	7.1%	7.3%	10.4%	26.2%	9.8%	17.4%	6.6%	5.7%	11.8%
拨备前利润增速	7.3%	9.3%	22.9%	-11.0%	10.5%	2.0%	-0.7%	-31.8%	-5.6%
资产减值损失	7.8%	-22.7%	12.2%	-4.9%	-5.9%	-9.5%	-44.3%	-58.6%	-25.7%
净利润增速	5.5%	46.0%	22.5%	2.7%	17.8%	11.8%	13.8%	-2.5%	5.2%
盈利指标	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M22	2022	1Q23
净息差（日均余额口径）	2.40%	2.37%	2.37%	2.36%	2.32%	2.27%	2.23%	2.20%	2.09%
净息差（期初期末口径）	2.26%	2.22%	2.23%	2.22%	2.12%	2.09%	2.04%	2.04%	1.92%
成本收入比	51.9%	51.5%	53.2%	59.0%	51.8%	53.2%	54.9%	61.4%	55.9%
净手续费收入占比	8.4%	7.2%	7.1%	6.9%	10.7%	10.3%	9.2%	8.5%	13.1%
非息收入占比	14.6%	16.2%	15.7%	15.5%	19.3%	21.0%	20.0%	18.3%	21.3%
资产质量	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M22	2022	1Q23
不良率	0.86%	0.83%	0.82%	0.82%	0.82%	0.83%	0.83%	0.84%	0.82%
关注率	0.50%	0.48%	0.45%	0.47%	0.48%	0.51%	0.55%	0.56%	0.55%
逾期率	0.79%	0.89%	0.89%	0.89%	0.93%	0.91%	0.94%	0.95%	0.95%
不良净生成率		0.22%		0.29%		0.32%		0.39%	
核销转出率		22.10%		27.93%		19.89%		31.84%	
逾期90+偏离度		64.44%		74.15%		73.07%		70.66%	
信用成本		0.53%		0.47%		0.78%		0.55%	
拨备覆盖率	416.98%	421.33%	422.70%	418.61%	413.58%	409.27%	404.47%	385.52%	381.12%
拨贷比	3.57%	3.48%	3.45%	3.43%	3.39%	3.39%	3.33%	3.26%	3.13%
资本情况	1Q21	1H21	9M21	2021	1Q22	1H22	9M22	2022	1Q23
核心一级资本充足率	9.91%	9.74%	10.00%	9.92%	9.61%	9.33%	9.55%	9.36%	9.72%
一级资本充足率	12.56%	12.35%	12.55%	12.39%	12.37%	12.02%	11.53%	11.29%	11.54%
资本充足率	14.54%	14.32%	15.48%	14.78%	14.99%	14.60%	14.10%	13.82%	14.01%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

图表2: 盈利预测表

利润表 (百万)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	增长指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	269,382	273,593	284,219	311,369	342,891	业绩增长					
手续费及佣金	22,007	28,434	32,584	36,854	41,850	净利息收入	6.3%	1.6%	3.9%	9.6%	10.1%
其他收入	27,373	32,929	36,222	41,655	47,903	手续费及佣金	33.4%	29.2%	14.6%	13.1%	13.6%
营业收入	318,762	334,956	353,025	389,879	432,645	非息收入	50.4%	24.3%	12.1%	14.1%	14.3%
营业税及附加	(2,468)	(2,620)	(2,837)	(3,125)	(3,462)	营业收入	11.4%	5.1%	5.4%	10.4%	11.0%
业务管理费	(188,102)	(205,705)	(208,108)	(228,469)	(250,501)	营业支出	13.5%	9.3%	1.3%	9.8%	9.7%
拨备前利润	128,063	126,531	141,969	158,163	178,548	拨备前利润	8.4%	-1.2%	12.2%	11.4%	12.9%
计提拨备	(46,658)	(35,347)	(41,431)	(45,427)	(51,768)	税前利润	19.5%	12.2%	10.0%	12.1%	12.5%
税前利润	81,454	91,364	100,539	112,736	126,780	净利润	18.6%	11.9%	10.1%	12.1%	12.5%
所得税	(4,922)	(6,009)	(6,535)	(7,384)	(8,279)	规模增长					
净利润	76,170	85,224	93,860	105,191	118,319	贷款	12.9%	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
资产负债表 (百万)						存放央行	-2.5%	6.3%	5.1%	10.0%	10.0%
贷款总额	6,454.09	7,210.43	8,075.68	9,044.76	10,130.1	同业资产	15.2%	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%
存放央行	1,189.45	1,263.95	1,328.39	1,461.23	1,607.36	证券投资增速	11.1%	14.0%	8.0%	6.8%	6.7%
同业资产	636.104	694.602	764.062	840.468	924.515	总资产	10.9%	11.8%	9.9%	9.9%	9.9%
证券投资	4,348.62	4,958.89	5,354.14	5,720.28	6,104.99	存款	9.6%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%
总资产	12,587.8	14,067.2	15,459.5	16,993.3	18,682.4	同业负债	49.2%	32.3%	10.0%	10.0%	10.0%
客户存款	11,354.0	12,714.4	13,985.9	15,384.5	16,922.9	发行债券	40.5%	25.2%	10.0%	10.0%	10.0%
同业负债	249.333	329.930	362.923	399.215	439.137	总负债	10.4%	12.3%	10.0%	10.0%	10.0%
发行债券	81,426	101,910	112,101	123,311	135,642	结构指标					
总负债	11,792.3	13,241.4	14,565.6	16,022.1	17,624.3	存款结构					
财务指标						活期存款	34.4%	32.3%	32.6%	32.8%	33.0%
每股指标						定期存款	65.6%	67.7%	67.3%	67.1%	67.0%
每股净利润(元)	0.77	0.85	0.94	1.07	1.21	其他存款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股净资产(元)	6.89	7.41	8.14	8.98	9.92	贷款结构					
每股拨备前利润	1.39	1.37	1.54	1.71	1.93	公司贷款	34.9%	37.0%	36.5%	36.0%	36.0%
P/E	7.2	6.5	5.8	5.2	4.6	个人贷款	58.2%	56.1%	56.5%	56.5%	56.8%
P/B	0.80	0.74	0.68	0.61	0.56	票据贴现	6.9%	6.9%	7.0%	7.5%	7.2%
P/PPOP	4.0	4.0	3.6	3.2	2.9	其他指标					
股息收益率	4.49%	4.68%	5.14%	5.80%	6.58%	资产质量					
利率指标						不良贷款率	0.82%	0.84%	0.82%	0.81%	0.80%
净息差	2.24%	2.05%	1.92%	1.91%	1.91%	不良生成率	0.29%	0.39%	0.30%	0.32%	0.35%
净利差	2.12%	1.93%	1.80%	1.80%	1.80%	拨备覆盖率	419%	386%	382%	384%	388%
贷款收益率率	4.72%	4.53%	4.34%	4.31%	4.30%	拨贷比	3.36%	3.23%	3.12%	3.11%	3.09%
生息资产收益率	3.76%	3.54%	3.45%	3.44%	3.45%	信用成本	0.47%	0.55%	0.53%	0.51%	0.52%
存款成本率	1.61%	1.60%	1.62%	1.61%	1.62%	资本状况					
计息负债成本率	1.64%	1.62%	1.64%	1.64%	1.65%	核心一级充足率	9.92%	9.36%	9.86%	9.75%	9.66%
盈利能力						一级资本充足率	12.39%	11.29%	11.61%	11.32%	11.08%
ROAA	0.64%	0.64%	0.64%	0.65%	0.66%	资本充足率	14.78%	13.82%	13.89%	13.38%	12.93%
ROAE	12.01%	11.89%	12.13%	12.45%	12.79%	风险加权系数	50.85%	51.65%	52.00%	52.50%	53.00%

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686