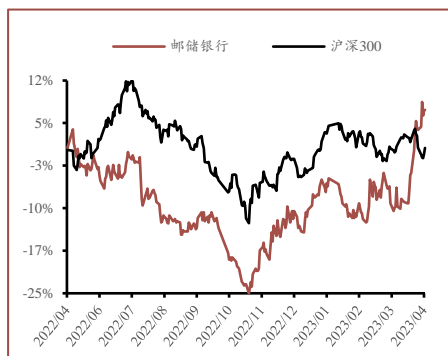


### 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-28
收盘价(元)	5.51
流通股本(亿股)	311.31
每股净资产(元)	7.56
总股本(亿股)	991.61

#### 最近 12 月市场表现



#### 分析师 夏昌盛

SAC 证书编号: S0160522100002  
xiacs@ctsec.com

#### 分析师 刘斐然

SAC 证书编号: S0160522120003  
liufr@ctsec.com

#### 相关报告

1. 《业绩表现稳中有进，定增保障未来业绩》2023-03-31

### 核心观点

- ❖ **事件:** 4月27日,邮储银行披露2023年一季度报:一季度实现营收881.6亿元,同比增长3.5%,实现归母净利润262.8亿元,同比增长5.2%。年化加权平均ROE为14.37%,较上年同期下降0.45pct。
- ❖ **营收增长放缓,中收贡献显著。**23Q1公司营收同比增长3.5%。业务拆分来看,净手续费及佣金收入保持高增,同比增长27.5%,成为营收主要贡献项;而净利息收入和净其他非息收入略有拖累,分别同比增长1%、同比下降2.6%。23Q1公司归母净利润同比增长5.2%,主要是生息资产扩张、中收提升和拨备反哺支撑业绩增长,而净息差下行和成本增加对业绩增长拖累明显。
- ❖ **对公拉动开门红,息差压力仍存在。**23Q1末公司总贷款同比增长12%,具体来看,一季度信贷投放对公端贡献更明显,零售投放也逐步回暖。公司23Q1新增贷款4125亿元,同比多增578亿元。其中对公贷款、零售贷款分别新增2783亿元、1664亿元,分别同比多增681亿元、269亿元。对公端信贷投向主要为对制造业、基础设施建设、专精特新、绿色金融等服务国家战略领域。投向实体经济的贷款增量创历史新高,在此背景下公司主动压降票据投放,23Q1公司票据贴现减少322亿元。23Q1末净息差较年初下降11bp至2.09%,其中资产端压力较大,负债端成本边际压降。根据我们测算,23Q1末生息资产收益率较年初下降20bp,计息负债成本率下降8bp。预计资产端收益压力仍主要源于新发贷款利率下行和按揭重定价影响。但去年九月下调存款挂牌利率和调整储蓄代理费率有助于持续降低负债端成本。
- ❖ **非息收入增长平稳,中收发力明显。**23Q1公司实现非息收入187.7亿元,同比增长14%。其中,23Q1实现净手续费及佣金收入115.9亿元,同比增长27.5%,主要是公司提前储备客户和项目,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。财富管理稳步推进,23Q1末AUM规模增长至近14.5万亿,较年初增长4.4%;个人VIP客户和富嘉客户分别较年初增长4.7%、8.1%,财富客群不断夯实。23Q1公司实现净其他非息收入71.8亿元,同比下降2.6%,主要受到国际市场动荡导致的汇兑损失影响、高基数和债市波动导致的投资收益下滑。
- ❖ **资产质量稳中向好,拨备保持高位。**23Q1末不良率环比下降2bp至0.82%;动态看不良生成率较年初下降6bp至0.76%,随经济回暖客户还款能力增强,公司资产质量稳中向好。23Q1末关注率较年初下降1bp至0.55%,逾期率较年初持平为0.95%,资产质量前瞻指标同样改善。23Q1末拨备覆盖率较年初下降4.39pct至381.12%,但仍保持同业优秀水平,风险抵御和利润反哺能力强劲。

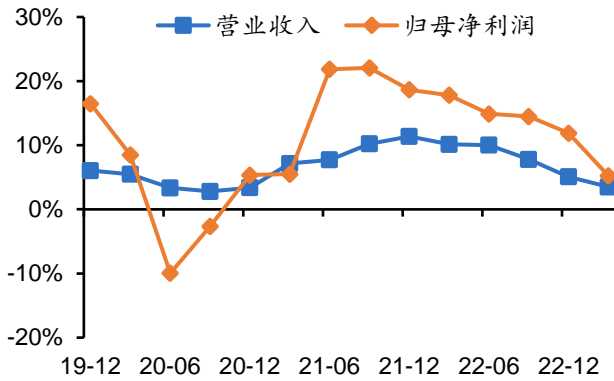
- ❖ **投资建议：拥有深护城河的特色大行，信贷扩张有抓手。** 凭借“自营+代理”的独特模式和近四万个营业网点的资源禀赋，公司持续开拓下沉市场并树立零售优势，负债端低成本优势和资产质量优异更保障公司业绩稳健增长。定增 450 亿后公司信贷扩张有资本支撑，业绩增长有较大空间。我们预计公司 2023-24 年归母净利润同比增长 15.2%、14.8%，对应 2023-24 年 PB 估值 0.68 倍、0.61 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：经济复苏不及预期，政策力度不及预期，地产风险化解不足，银行资产质量恶化**

**盈利预测：**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	318,633	334,856	367,562	402,771	440,232
收入增长率(%)	11.4%	5.1%	9.8%	9.6%	9.3%
归母净利润(百万元)	76,170	85,224	98,164	112,709	128,902
净利润增长率(%)	18.6%	11.9%	15.2%	14.8%	14.4%
EPS(元/股)	0.82	0.92	1.06	1.22	1.40
PE	6.68	5.97	5.19	4.52	3.95
ROE(%)	12.91%	12.91%	13.65%	14.17%	14.57%
PB	0.80	0.74	0.68	0.61	0.55

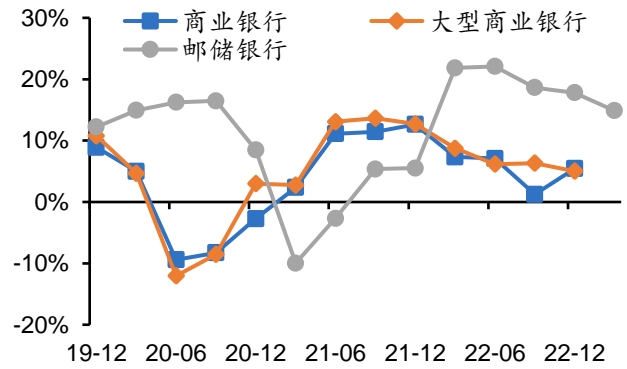
数据来源：wind 数据，财通证券研究所

图1.营收和归母净利同比增速



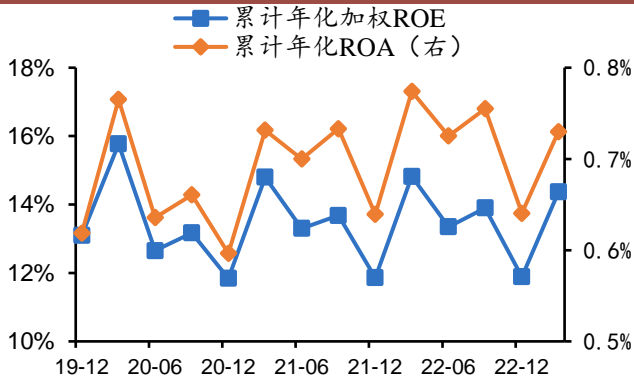
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图2.累计业绩同比增速 VS.行业平均



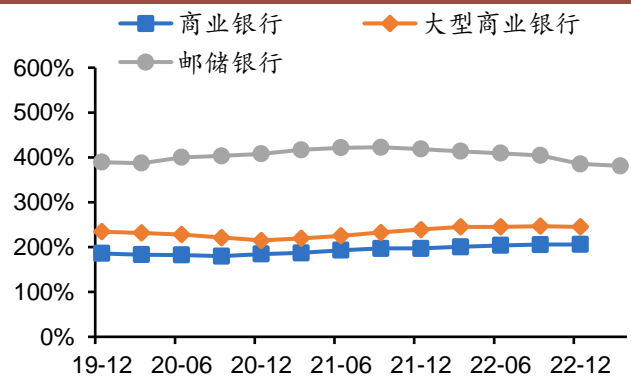
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图3.ROE 和 ROA



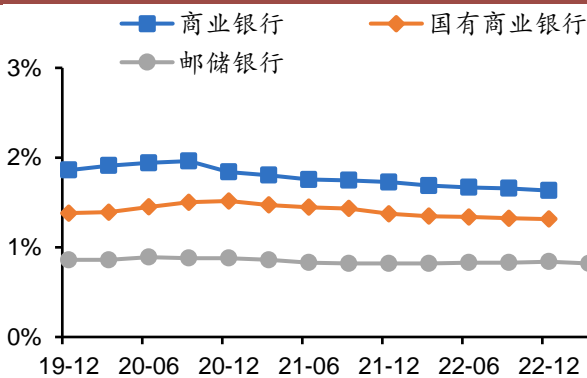
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图4.净息差 (最新口径) VS.行业平均



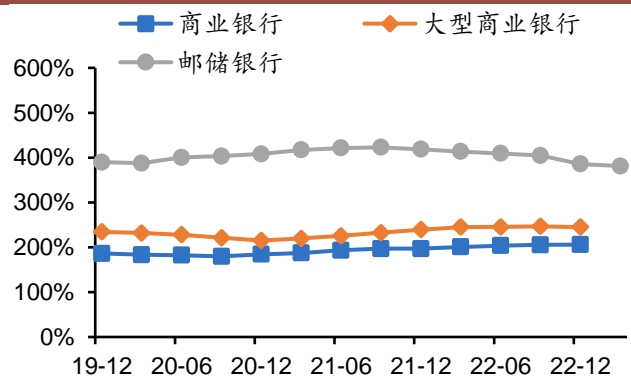
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图5.不良率 VS.行业平均



数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图6.拨备覆盖率 VS.行业平均



数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表(百万元)						利率指标					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	269,382	273,593	295,688	322,003	349,426	<b>净息差</b>	<b>2.25%</b>	<b>2.05%</b>	<b>2.00%</b>	<b>1.98%</b>	<b>1.97%</b>
利息收入	451,567	474,240	524,493	576,314	629,914	<b>生息资产收益率</b>	<b>3.77%</b>	<b>3.56%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.55%</b>	<b>3.55%</b>
利息支出	(182,185)	(200,647)	(228,805)	(254,311)	(280,488)	贷款及垫款	4.72%	4.53%	4.50%	4.49%	4.47%
<b>净手续费收入</b>	<b>22,007</b>	<b>28,434</b>	<b>34,121</b>	<b>39,239</b>	<b>45,125</b>	债券投资	3.09%	2.76%	2.75%	2.75%	2.75%
<b>净其他非息收入</b>	<b>27,244</b>	<b>32,829</b>	<b>37,753</b>	<b>41,529</b>	<b>45,682</b>	存放央行	1.64%	1.63%	1.63%	1.63%	1.63%
<b>营业收入</b>	<b>318,633</b>	<b>334,856</b>	<b>367,562</b>	<b>402,771</b>	<b>440,232</b>	同业资产	2.99%	2.61%	2.61%	2.61%	2.61%
税金及附加	(2,468)	(2,620)	(3,018)	(3,361)	(3,720)	<b>计息负债成本率</b>	<b>1.64%</b>	<b>1.62%</b>	<b>1.65%</b>	<b>1.65%</b>	<b>1.66%</b>
业务及管理费	(188,102)	(205,705)	(224,213)	(239,649)	(255,335)	存款	1.61%	1.60%	1.62%	1.62%	1.62%
营业外净收入	49	180	198	218	240	同业负债	2.10%	1.62%	2.10%	2.10%	2.10%
<b>拨备前利润</b>	<b>128,112</b>	<b>126,711</b>	<b>140,529</b>	<b>159,979</b>	<b>181,417</b>	应付债券	3.71%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
资产减值损失	(46,658)	(35,347)	(38,125)	(42,409)	(46,963)	<b>资产负债结构</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>税前利润</b>	<b>81,454</b>	<b>91,364</b>	<b>102,404</b>	<b>117,570</b>	<b>134,455</b>	贷款/生息资产	51.3%	51.2%	51.8%	52.6%	53.3%
所得税	(4,922)	(6,009)	(4,096)	(4,703)	(5,378)	债券投资/生息资产	34.6%	35.2%	33.9%	32.8%	31.9%
<b>税后利润</b>	<b>76,532</b>	<b>85,355</b>	<b>98,308</b>	<b>112,867</b>	<b>129,077</b>	存放央行/生息资产	9.1%	8.6%	9.1%	9.1%	9.1%
<b>少数股东净利润</b>	<b>362</b>	<b>131</b>	<b>144</b>	<b>159</b>	<b>174</b>	同业/生息资产	5.1%	4.9%	5.2%	5.4%	5.7%
<b>归母净利润</b>	<b>76,170</b>	<b>85,224</b>	<b>98,164</b>	<b>112,709</b>	<b>128,902</b>	其他资产/总资产	1.8%	1.6%	2.6%	3.5%	4.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	存款/计息负债	97.2%	96.9%	96.6%	96.2%	95.7%
<b>贷款总额</b>	<b>6,454,099</b>	<b>7,210,433</b>	<b>8,039,633</b>	<b>8,923,992</b>	<b>9,861,012</b>	同业负债/计息负债	2.1%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%
贷款减值准备	(220,543)	(232,723)	(252,596)	(275,336)	(301,386)	发行债券/计息负债	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%	1.3%
<b>贷款净额</b>	<b>6,237,199</b>	<b>6,977,710</b>	<b>7,787,037</b>	<b>8,648,657</b>	<b>9,559,625</b>	<b>营业收入结构</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
债券投资	4,348,620	4,958,899	5,256,433	5,571,819	5,906,128	净利息收入	84.5%	81.7%	80.4%	79.9%	79.4%
存放央行款项	1,140,913	1,213,802	1,411,308	1,552,439	1,692,158	净手续费收入	6.9%	8.5%	9.3%	9.7%	10.3%
同业资产	636,104	694,602	798,792	918,611	1,056,403	净其他非息收入	8.6%	9.8%	10.3%	10.3%	10.4%
其他资产	225,037	222,269	411,837	612,863	753,630	<b>利息收入结构</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>资产总额</b>	<b>12,587,873</b>	<b>14,067,282</b>	<b>15,665,406</b>	<b>17,304,389</b>	<b>18,967,944</b>	贷款	63.6%	65.2%	65.4%	66.1%	66.7%
存款	11,354,073	12,714,485	14,113,078	15,524,386	16,921,581	债券投资	28.3%	27.1%	26.8%	25.8%	25.1%
同业负债	249,333	305,115	366,138	439,366	527,239	存放央行款项	4.2%	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%
发行债券	81,426	101,910	132,483	172,228	223,896	同业资产	3.9%	3.7%	3.7%	3.9%	4.1%
其他负债	107,492	95,143	298,198	329,306	360,668	<b>利息支出结构</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债总额</b>	<b>11,792,324</b>	<b>13,216,653</b>	<b>14,909,897</b>	<b>16,465,285</b>	<b>18,033,384</b>	存款	96.2%	96.0%	95.0%	94.4%	93.7%
股本或实收资本	92,384	92,384	92,384	92,384	92,384	同业负债	0.0%	0.0%	3.1%	3.3%	3.6%
资本公积	125,486	124,479	124,479	124,479	124,479	发行债券	2.4%	2.2%	1.9%	2.3%	2.7%
盈余公积	50,105	58,478	68,112	79,173	91,823	<b>资产质量</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
一般风险准备	157,367	178,784	159,065	174,972	192,469	不良贷款率	0.82%	0.84%	0.84%	0.84%	0.83%
未分配利润	198,840	225,196	307,721	364,172	429,289	拨备覆盖率	418%	383%	372%	369%	366%
外币报表折算差额	12,054	4,918	2,000	2,001	2,002	拨贷比	3.42%	3.23%	3.14%	3.09%	3.06%
少数股东权益	1,458	1,589	1,748	1,923	2,115	不良贷款净生成率	0.29%	0.39%	0.35%	0.33%	0.32%
<b>股东权益</b>	<b>684,105</b>	<b>684,239</b>	<b>753,761</b>	<b>837,181</b>	<b>932,445</b>	<b>资本充足</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>所有者权益总额</b>	<b>795,549</b>	<b>825,814</b>	<b>755,509</b>	<b>839,103</b>	<b>934,560</b>	资本充足率	14.78%	13.82%	11.68%	11.57%	11.51%
<b>利息收入(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	核心资本充足率	9.92%	9.36%	7.63%	7.89%	8.16%
发放贷款	287,207	309,240	343,126	380,833	419,845	权益乘数	15.82	17.03	20.73	20.62	20.30
债券投资	127,677	128,424	140,461	148,888	157,822	<b>盈利能力</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
存放央行款项	18902	19182	21,385	24,143	26,431	ROAA	0.64%	0.64%	0.66%	0.68%	0.71%
同业资产	17,781	17,394	19,521	22,449	25,816	ROAE	12.91%	12.91%	13.65%	14.17%	14.57%
其他利息收入						<b>每股指标(元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>利息收入合计</b>	<b>451,567</b>	<b>474,240</b>	<b>524,493</b>	<b>576,314</b>	<b>629,914</b>	EPS	0.82	0.92	1.06	1.22	1.40
<b>利息支出(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	BVPS	6.89	7.41	8.16	9.06	10.09
存款	(175,218)	(192,661)	(217,303)	(240,063)	(262,812)	每股红利	0.25	0.28	0.32	0.37	0.42
同业负债	(4,381)	(4,500)	(7,048)	(8,458)	(10,149)	<b>估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
发行债券	(2,586)	(3,486)	(4,453)	(5,790)	(7,526)	P/E	6.68	5.97	5.19	4.52	3.95
其他利息支出						P/B	0.80	0.74	0.68	0.61	0.55
<b>利息支出合计</b>	<b>(182,185)</b>	<b>(200,647)</b>	<b>(228,805)</b>	<b>(254,311)</b>	<b>(280,488)</b>	P/PPOP	3.97	4.02	3.62	3.18	2.81

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。