

邮储银行 (601658)

增持 (维持)

沧海横流，方显英雄本色

——邮储银行 2023 一季报点评

2023 年 4 月 28 日

相关报告

分析师:

陈绍兴

SAC: S0190517070003

chenshaox@xyzq.com.cn

王尘

SAC: S0190520060001

wangchenyjy@xyzq.com.cn

曹欣童

SAC: S0190522060001

caoxintong@xyzq.com.cn

投资要点

- **规模提速+中收逆势高增+减值节约，共同驱动业绩超预期。**2023Q1 营收同比+3.5%，归母净利润同比+5.2%，业绩表现超预期，预计有望领跑大行。**收入方面：(1) 净利息收入同比+1.0%**，规模提速扩张，对公需求旺盛，零售回暖同比多增；受重定价影响息差环比下滑，后续息差降低有望趋缓。**(2) 手续费净收入同比+27.5%**，逆势高增表现亮眼，主要是提前储备客户和项目，抢抓年初营销黄金期，代理保险、信用卡、投行和交易银行业务均实现快速增长，“中收跨越战略”成效凸显。**(3) 其他非息同比-2.7%**。**成本方面**，2023 年一季度成本收入比 55.9%，同比上升主要由于居民防御性存款增加带动代理费增长以及战略性在科技、人力方面投入成本；信用减值损失同比-26%，带动信用成本下降至 0.46%。
- **信贷提速增长，对公需求旺盛，零售趋势回暖。**2023Q1 贷款同比+12.2%(Q1 季度环比+5.9%)。从信贷投向来看，一季度新增信贷 4125 亿，同比多增 578 亿，其中对公、零售、票贴分别贡献 67%、40%、-8%，对公贷款增速提升至 19.6%，同比多增 681 亿，加大对制造业、基建、专精特新、绿色金融等领域信贷投放；零售贷款增速回暖至 8.1%，同比多增 269 亿。展望后续，预计随着经济逐步复苏，消费贷、信用卡等零售贷款需求有望逐渐恢复。**负债方面**，2023Q1 存款同比+11.1%(Q1 季度环比+4.1%)，公司持续优化存款结构，一年期及以下存款占比提升。
- **净息差受重定价影响下滑，存款成本持续下降。**2023Q1 净息差 2.09%，环比-11bp。拆分来看：①资产端：非信贷资产投资收益边际改善，贷款仍有下行压力，但随着经济活动企稳基础不断巩固，预计新发放贷款利率基本见底。②负债端，存款成本环比-6bp 至 1.55%，政策利率下调红利持续兑现。公司将“降存款成本”作为稳息差的重中之重，近期中小银行下调存款利率，由于邮储银行客群和中小银行高度重合，更有利于降成本。
- **资产质量优于可比同业，不良降至 0.82%。**2023Q1 不良率环比-2bp 至 0.82%，拨备覆盖率环比-4bp 至 381%。关注率环比-1bp，逾期率持平，拨贷比环比-13bp。拆分来看：个人客户资产负债表仍在修复过程中，零售信用卡和个人经营贷仍有压力，预计后续将逐步缓解。对公房地产开发贷、地方融资平台占比不到较小，相关风险可控。公司不良率与拨备覆盖率均处于可比同业最优水平，历史包袱轻，资产质量真实可靠。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.95 元、1.06 元，预计 2023 年底每股净资产为 7.99 元。以 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 2023 年底 PB 为 0.69 倍。维持“增持”评级。

风险提示：资产质量超预期波动，转型推进不及预期

报告正文

事件

邮储银行4月27日晚公布2023年一季度报告。公司2023年一季度实现营业收入881.63亿元，同比+3.5%；实现归母净利润262.80亿元，同比+5.0%。

点评

- **规模提速+中收逆势高增+减值节约，共同驱动业绩超预期。**2023Q1 营收同比+3.5%，归母净利润同比+5.2%，业绩表现超预期，预计有望领跑大行。**收入方面：(1) 净利息收入同比+1.0%**，规模提速扩张，对公需求旺盛，零售回暖同比多增；受重定价影响息差环比下滑，后续息差降低有望趋缓。**(2) 手续费净收入同比+27.5%**，逆势高增表现亮眼，主要是提前储备客户和项目，抢抓年初营销黄金期，代理保险、信用卡、投行和交易银行业务均实现快速增长，“中收跨越战略”成效凸显。**(3) 其他非息同比-2.7%**。**成本方面**，2023年一季度成本收入比55.9%，同比上升主要由于居民防御性存款增加带动代理费增长以及战略性在科技、人力方面投入成本；信用减值损失同比-26%，带动信用成本下降至0.46%。
- **信贷提速增长，对公需求旺盛，零售趋势回暖。**2023Q1 贷款同比+12.2%(Q1 季度环比+5.9%)。从信贷投向来看，一季度新增信贷4125亿，同比多增578亿，其中对公、零售、票贴分别贡献67%、40%、-8%，对公贷款增速提升至19.6%，同比多增681亿，加大对制造业、基建、专精特新、绿色金融等领域信贷投放；零售贷款增速回暖至8.1%，同比多增269亿。展望后续，预计随着经济逐步复苏，消费贷、信用卡等零售贷款需求有望逐渐恢复。**负债方面**，2023Q1 存款同比+11.1%(Q1 季度环比+4.1%)，公司持续优化存款结构，一年期及以下存款占比提升。
- **净息差受重定价影响下滑，存款成本持续下降。**2023Q1 净息差2.09%，环比-11bp。拆分来看：①资产端：非信贷资产投资收益边际改善，贷款仍有下行压力，但随着经济活动企稳基础不断巩固，预计新发放贷款利率基本见底。②负债端，存款成本环比-6bp至1.55%，政策利率下调红利持续兑现。公司将“降存款成本”作为稳息差的重中之重，近期中小银行下调存款利率，由于邮储银行客群和中小银行高度重合，更有利于降成本。
- **资产质量优于可比同业，不良降至0.82%。**2023Q1 不良率环比-2bp至0.82%，拨备覆盖率环比-4bp至381%。关注率环比-1bp，逾期率持平，拨贷比环比-13bp。拆分来看：个人客户资产负债表仍在修复过程中，零售信用卡和个人经营贷仍有压力，预计后续将逐步缓解。对公房地产开发贷、地方融资平台占比不到较小，相关风险可控。公司不良率与拨备覆盖率均处于可比同业最优水平，历史包袱轻，资产质量真实可靠。

- **资本方面**，核心一级、一级及总资本充足率分别为 9.72%、11.54%和 14.01%，公司定增已经落地，由中国移动集团以现金方式全额认购，一方面能够有效补充公司核心一级资本，有利于公司未来继续保持较快的规模扩张速度，另一方面中国移动集团和邮储银行战略合作，未来有望在营业网点互补、客户交叉销售、财富业务协同、数字化转型等多方面展开合作，重点关注后续业务协同发展潜力。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.95 元、1.06 元，预计 2023 年底每股净资产为 7.99 元。以 2023 年 4 月 27 日收盘价计算，对应 2023 年底 PB 为 0.69 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示**：资产质量超预期波动，转型推进不及预期

● 盈利预测 (单位: 百万元)

图表 1、资产负债表预测

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	12,587,873	14,067,282	15,507,107	17,248,679	19,193,691
生息资产	12,417,434	13,897,067	15,330,570	17,015,539	18,886,451
贷款	6,237,199	6,977,710	7,799,323	8,649,967	9,593,387
占比	50.2%	50.2%	50.9%	50.8%	50.8%
现金和准备金	1,189,458	1,263,951	1,377,240	1,534,468	1,709,644
占比	9.6%	9.1%	9.0%	9.0%	9.1%
存放同业	636,104	694,602	820,192	887,802	960,985
占比	5.1%	5.0%	5.4%	5.2%	5.1%
债券投资	4,354,673	4,960,804	5,333,816	5,943,303	6,622,434
占比	35.1%	35.7%	34.8%	34.9%	35.1%
总负债	11,792,324	13,241,468	14,573,049	16,239,847	18,097,727
付息负债	11,690,008	13,148,790	14,427,319	16,077,449	17,916,749
同业存放	249,333	329,930	388,224	428,527	473,014
占比	2.1%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%
存款	11,354,073	12,714,485	13,911,516	15,499,672	17,269,135
占比	97.1%	96.7%	96.4%	96.4%	96.4%
应付债券	86,602	104,375	127,579	149,249	174,600
占比	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
总权益	795,549	825,814	934,057	1,008,831	1,095,965
归母公司权益	794,091	824,225	932,463	1,007,237	1,094,371

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

图表 2、利润表预测

年份	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	318,762	334,956	359,565	387,780	420,187
净利息收入	269,382	273,593	293,073	315,620	341,940
手续费净收入	22,007	28,434	32,688	36,676	40,344
其他收入	26,044	31,912	33,564	35,485	37,903
营业总支出	237,357	243,772	255,979	273,488	292,389
营业税金	2,468	2,620	2,933	3,102	3,361
业务及管理费	188,102	205,705	223,822	241,728	261,066
资产减值损失	46,658	35,347	29,124	28,557	27,858
营业利润	81,405	91,184	103,586	114,292	127,798
营业外收支合计	49	180	102	122	125
利润总额	81,454	91,364	103,688	114,414	127,922
所得税	4,922	6,009	9,488	9,725	10,873
净利润	76,532	85,355	94,200	104,689	117,049
归属母公司净利润	76,170	85,224	94,182	104,669	117,027
EPS (元)	0.78	0.78	0.95	1.06	1.18
BVPS (元)	6.89	7.41	7.99	8.75	9.62
ROAE	11.86%	11.89%	12.76%	12.61%	12.85%
ROAA	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理与预测

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn