

邮储银行(601658.SH)

息差缩窄拖累营收，定增落地扩张空间

强烈推荐（维持）

股价：4.82元

主要数据

| | |
|-------------|----------------------------|
| 行业 | 银行 |
| 公司网址 | www.psbc.com/www.psbctd.cn |
| 大股东/持股 | 中国邮政集团有限公司/62.78% |
| 实际控制人 | 中国邮政集团有限公司 |
| 总股本(百万股) | 99,161 |
| 流通A股(百万股) | 11,274 |
| 流通B/H股(百万股) | 19,856 |
| 总市值(亿元) | 4,528 |
| 流通A股市值(亿元) | 543 |
| 每股净资产(元) | 6.90 |
| 资产负债率(%) | 94.1 |

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】邮储银行(601658.SH)*季报点评*中收持续靓丽，定增夯实资本*强烈推荐20221027

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn
许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn



事项：

邮储银行发布2022年年报，全年公司实现营业收入3350亿元，同比增长5.1%，实现归母净利润852亿元，同比增长11.9%，ROE11.9%，同比提升3BP。2022年末总资产14.1万亿元，较年初增长11.8%，其中贷款较年初增长11.7%；存款较年初增长12.0%。2022年公司利润分配预案为：每10股派息2.579元，分红率30%。

平安观点：

■ **营收增速放缓，中收维持高增态势。**公司全年营业收入同比增长5.1% (vs+7.8%，22Q3)，我们认为主要是息差下滑导致的净利息收入增速回落，全年净利息收入同比增长1.6% (vs+2.3%，22Q3)。非息收入增速放缓但绝对水平仍处高位，全年同比增长24.3% (vs+37.4%，22Q3)，主要是来源于中收规模的快增。全年手续费及佣金净收入同比增长29.2% (vs+40.3%，22Q3)，分项来看，代理类净收入增长为主要驱动因素，全年同比增长34.6% (vs+19.1%，22H1)，我们认为主要源自公司财富管理转型升级和代理保险业务收入的快速增长。得益于公司资产质量保持稳健背景下拨备计提对于利润弹性的释放，邮储银行全年归母净利润同比增长11.9% (vs+14.5%，22Q3)，居于对标同业领先水平。

■ **息差收窄边际放缓，资产端延续下行趋势。**公司全年净息差2.20% (vs2.23%，22Q3)，收窄趋势边际放缓，我们认为主要是来源于存款端成本压降成果显著，22年存款成本率1.61% (vs1.63%，22H1)，活期存款占比为32.3% (vs31.7%，22H1)。从资产端来看，生息资产收益率环比下行趋势明显，全年平均收益率3.81% (vs3.89%，22H1)，其中贷款收益率较年中下行13BP至4.48%，我们认为主要是受到LPR利率的下降和零售端需求不足影响，全年来看，零售贷款增速明显慢于对公贷款，全年零售贷款同比增长7.7%，慢于对公贷款同比增速10.7个百分点。**规模方面**，总资产规模同比增长11.8%，(vs10.6%，22Q3)，其中贷款规模同比增长11.7% (vs12.3%，22Q3)，存款同比增长12.0% (vs11.3%，22Q3)，整体保持稳健。

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 318,762 | 334,956 | 356,428 | 392,214 | 430,375 |
| YOY(%) | 11.4 | 5.1 | 6.4 | 10.0 | 9.7 |
| 归母净利润(百万元) | 76,170 | 85,224 | 94,430 | 104,219 | 114,077 |
| YOY(%) | 18.7 | 11.9 | 10.8 | 10.4 | 9.5 |
| ROE(%) | 12.9 | 12.9 | 12.8 | 12.6 | 12.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.77 | 0.86 | 0.95 | 1.05 | 1.15 |
| P/E(倍) | 6.3 | 5.6 | 5.1 | 4.6 | 4.2 |
| P/B(倍) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |

- **资产质量压力可控,拨备计提放缓但绝对水平充裕。**邮储银行全年不良率环比上升 1BP 至 0.84%,不良生成率 0.82%(vs0.77%, 22H1),不良生成压力有所抬升,我们认为主要是来自于零售端资产质量的扰动。零售贷款不良率较年中上行 2BP 至 1.13%,其中信用卡贷款不良率较年中抬升 13BP 至 1.95%。我们认为 22 年零售贷款资产质量的压力主要受到疫情影响,考虑到未来零售需求逐步恢复,资产质量风险整体可控。前瞻性指标方面,公司全年关注率环比三季度抬升 1BP 至 0.56%,边际抬升但整体维持低位水平。拨备计提方面,全年拨备覆盖率 386%,拨贷比 3.26%,环比下降 19.0pct/10BP,拨备计提放缓但绝对水平仍优于同业,风险抵补能力仍然保持稳定。
- **投资建议:关注零售修复,定增落地打开规模扩张潜在空间。**邮储银行作为唯一一家定位零售银行的国有大行,凭借“自营+代理”的独特模式,维持广泛的客户触达范围,县域和中西部区域的地区优势继续稳固,个人客户数量近 6.5 亿户,客户基础扎实可靠。随着稳增长经济政策的逐渐发力,零售端需求的修复有望带来新的业务增量空间。此外,公司 450 亿元定增方案落地,净态测算将增厚公司核心一级资本率 0.62 个百分点,为公司规模扩张提供了新的有生力量。结合公司 2022 年年报,我们下调公司 23-24 年盈利预测,并新增 2025 年盈利预测,预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.95/1.05/1.15 元(原 23/24 预测已使用最新股本进行摊薄,分别为 1.02/1.16 元),对应盈利增速分别为 10.8%/10.4%/9.5% (原 23/24 预测值分别为 14.4%/14.4%)。目前邮储银行股价对应 23-25 年 PB 分别为 0.60x/0.55x/0.51x,综合考虑公司负债端扎实的客户基础、资产端的潜在提升空间、领先同业的资产质量表现,我们维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图1 邮储银行 2022 年报财务报表核心指标

| 百万元 | | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 利润表 (累计) | 营业收入 | 77,330 | 157,653 | 238,358 | 318,762 | 85,170 | 173,461 | 256,931 | 334,956 |
| | YoY | 7.1% | 7.7% | 10.2% | 11.4% | 10.1% | 10.0% | 7.8% | 5.1% |
| | 利息净收入 | 66,014 | 132,096 | 200,890 | 269,382 | 68,716 | 137,117 | 205,441 | 273,593 |
| | YoY | 7.0% | 7.4% | 7.8% | 6.3% | 4.1% | 3.8% | 2.3% | 1.6% |
| | 中收收入 | 6,510 | 11,429 | 16,849 | 22,007 | 9,087 | 17,880 | 23,639 | 28,434 |
| | YoY | 30.6% | 17.5% | 12.7% | 33.4% | 39.6% | 56.4% | 40.3% | 29.20% |
| | 信用减值损失 | 12,328 | 29,462 | 37,294 | 46,658 | 11,600 | 27,108 | 31,458 | 35,347 |
| | YoY | 7.8% | -12.3% | -8.1% | -7.5% | -5.9% | -8.0% | -15.6% | -24% |
| | 拨备前利润 | 36,552 | 75,213 | 109,631 | 128,112 | 40,393 | 79,801 | 114,036 | 126,692 |
| | YoY | 7.2% | 7.7% | 11.9% | 8.1% | 10.5% | 6.1% | 4.0% | -1% |
| 归母净利润 | 21,201 | 41,010 | 64,507 | 76,170 | 24,977 | 47,114 | 73,849 | 85,224 | |
| YoY | 5.5% | 21.8% | 22.1% | 18.6% | 17.8% | 14.9% | 14.5% | 11.9% | |
| 利润表 (单季) | 营业收入 | 77,330 | 80,323 | 80,705 | 80,404 | 85,170 | 88,291 | 83,470 | 78,025 |
| | YoY | 7.1% | 8.3% | 15.4% | 15.0% | 10.1% | 9.9% | 3.4% | -3.0% |
| | 归母净利润 | 21,201 | 19,809 | 23,497 | 11,663 | 24,977 | 22,137 | 26,735 | 11,375 |
| YoY | 5.5% | 46.0% | 22.5% | 2.7% | 17.8% | 11.8% | 13.8% | -2.5% | |
| 资产负债表 | 总资产 | 11,961,876 | 12,217,051 | 12,221,662 | 12,587,873 | 13,274,075 | 13,426,421 | 13,523,061 | 14,067,282 |
| | YoY | 10.8% | 11.4% | 9.8% | 10.9% | 11.0% | 9.9% | 10.6% | 11.8% |
| | 贷款总额 | 5,988,748 | 6,192,400 | 6,371,353 | 6,454,099 | 6,808,773 | 6,991,064 | 7,151,869 | 7,210,433 |
| | YoY | 14.2% | 13.0% | 12.7% | 12.9% | 13.7% | 12.9% | 12.3% | 11.7% |
| | 公司贷款 | 2,097,520 | 2,159,596 | 2,222,379 | 2,253,936 | 2,464,063 | 2,518,981 | 2,592,309 | 2,669,362 |
| | 占比 | 35% | 35% | 35% | 35% | 36% | 36% | 36% | 37% |
| | 零售贷款 | 3,442,143 | 3,557,946 | 3,682,650 | 3,756,153 | 3,895,603 | 3,952,229 | 4,017,737 | 4,046,105 |
| | 占比 | 57% | 57% | 58% | 58% | 57% | 57% | 56% | 56% |
| | 票据贴现 | 449,085 | 474,858 | 466,324 | 444,010 | 449,107 | 519,854 | 541,823 | 494,966 |
| | 占比 | 7% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% | 8% | 7% |
| 存款总额 | 10,819,275 | 10,913,567 | 11,019,437 | 11,354,073 | 11,919,329 | 12,122,517 | 12,265,045 | 12,714,485 | |
| YoY | 10.8% | 10.6% | 10.1% | 9.6% | 10.2% | 11.1% | 11.3% | 12.0% | |
| 财务比率 (%) | 净息差 | 2.40 | 2.37 | 2.37 | 2.36 | 2.40 | 2.27 | 2.23 | 2.20 |
| | 贷款收益率 | | 4.72 | | 4.68 | | 4.61 | | 4.48 |
| | 存款成本率 | | 1.64 | | 1.63 | | 1.63 | | 1.61 |
| | 成本收入比 | 51.93 | 51.51 | 53.21 | 59.01 | 51.79 | 53.21 | 54.86 | 61.41 |
| | ROE (年化) | 14.80 | 13.30 | 13.68 | 11.86 | 14.84 | 13.36 | 13.90 | 11.89 |
| 资产质量指标 (%) | 不良率 | 0.86 | 0.83 | 0.82 | 0.82 | 0.82 | 0.83 | 0.83 | 0.84 |
| | 关注率 | 0.50 | 0.48 | 0.45 | 0.47 | 0.48 | 0.51 | 0.55 | 0.56 |
| | 拨备覆盖率 | 416.98 | 421.33 | 422.70 | 418.61 | 413.58 | 409.25 | 404.47 | 385.51 |
| | 拨贷比 | 3.54 | 3.49 | 3.43 | 3.43 | 3.35 | 3.40 | 3.36 | 3.26 |
| 资本充足指标 (%) | 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 |
| | 一级资本充足率 | 12.56 | 12.35 | 12.55 | 12.39 | 12.37 | 12.02 | 11.53 | 11.29 |
| | 资本充足率 | 14.54 | 14.32 | 15.48 | 14.78 | 14.99 | 14.60 | 14.10 | 13.82 |

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 贷款总额 | 7,211,853 | 8,077,276 | 8,965,776 | 9,862,354 |
| 证券投资 | 4,958,899 | 5,454,789 | 6,000,268 | 6,600,295 |
| 应收金融机构的款项 | 694,602 | 729,332 | 765,799 | 804,089 |
| 生息资产总额 | 13,895,162 | 15,403,693 | 16,999,159 | 18,670,405 |
| 资产合计 | 14,067,282 | 15,594,499 | 17,209,729 | 18,901,676 |
| 客户存款 | 12,714,485 | 13,985,934 | 15,384,527 | 16,922,980 |
| 计息负债总额 | 13,146,325 | 14,482,550 | 16,018,408 | 17,609,650 |
| 负债合计 | 13,241,468 | 14,662,304 | 16,204,447 | 17,816,396 |
| 股本 | 92,384 | 99,161 | 99,161 | 99,161 |
| 归母股东权益 | 824,225 | 930,402 | 1,003,347 | 1,083,192 |
| 股东权益合计 | 7,211,853 | 8,077,276 | 8,965,776 | 9,862,354 |
| 负债和股东权益合计 | 14,067,282 | 15,594,499 | 17,209,729 | 18,901,676 |

资产质量

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| NPLratio | 0.84% | 0.82% | 0.80% | 0.80% |
| NPLs | 60,736 | 66,234 | 71,726 | 78,899 |
| 拨备覆盖率 | 386% | 375% | 365% | 353% |
| 拨贷比 | 3.24% | 3.07% | 2.92% | 2.83% |
| 一般准备/风险加权资产 | 3.22% | 3.08% | 2.95% | 2.85% |
| 不良贷款生成率 | 0.44% | 0.35% | 0.35% | 0.35% |
| 不良贷款核销率 | -0.32% | -0.28% | -0.29% | -0.27% |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 净利息收入 | 273,593 | 289,478 | 320,146 | 352,422 |
| 净手续费及佣金收入 | 28,434 | 34,121 | 39,239 | 45,125 |
| 营业收入 | 334,956 | 356,428 | 392,214 | 430,375 |
| 营业税金及附加 | -2,620 | -2,789 | -3,069 | -3,367 |
| 拨备前利润 | 126,711 | 136,398 | 150,075 | 164,659 |
| 计提拨备 | -35,328 | -35,165 | -38,347 | -42,363 |
| 税前利润 | 91,364 | 101,233 | 111,728 | 122,296 |
| 净利润 | 85,355 | 94,575 | 104,379 | 114,252 |
| 归母净利润 | 85,224 | 94,430 | 104,219 | 114,077 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营管理 | | | | |
| 贷款增长率 | 11.7% | 12.0% | 11.0% | 10.0% |
| 生息资产增长率 | 12.0% | 10.9% | 10.4% | 9.8% |
| 总资产增长率 | 11.8% | 10.9% | 10.4% | 9.8% |
| 存款增长率 | 12.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 付息负债增长率 | 12.5% | 10.2% | 10.6% | 9.9% |
| 净利息收入增长率 | 1.6% | 5.8% | 10.6% | 10.1% |
| 手续费及佣金净收入增长 | 29.2% | 20.0% | 15.0% | 15.0% |
| 营业收入增长率 | 5.1% | 6.4% | 10.0% | 9.7% |
| 拨备前利润增长率 | -1.1% | 7.6% | 10.0% | 9.7% |
| 税前利润增长率 | 12.2% | 10.8% | 10.4% | 9.5% |
| 净利润增长率 | 11.9% | 10.8% | 10.4% | 9.5% |
| 非息收入占比 | 8.5% | 9.6% | 10.0% | 10.5% |
| 成本收入比 | 61.4% | 61.0% | 61.0% | 61.0% |
| 信贷成本 | 0.52% | 0.46% | 0.45% | 0.45% |
| 所得税率 | 6.6% | 6.6% | 6.6% | 6.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| NIM | 2.20% | 2.09% | 2.09% | 2.09% |
| 拨备前 ROAA | 0.95% | 0.92% | 0.91% | 0.91% |
| 拨备前 ROAE | 15.7% | 15.5% | 15.5% | 15.8% |
| ROAA | 0.64% | 0.64% | 0.64% | 0.63% |
| ROAE | 12.9% | 12.8% | 12.6% | 12.6% |
| 流动性 | | | | |
| 分红率 | 30.01% | 30.01% | 30.01% | 30.01% |
| 贷存比 | 56.72% | 57.75% | 58.28% | 58.28% |
| 贷款/总资产 | 51.27% | 51.80% | 52.10% | 52.18% |
| 债券投资/总资产 | 35.25% | 34.98% | 34.87% | 34.92% |
| 银行同业/总资产 | 4.94% | 4.68% | 4.45% | 4.25% |
| 资本状况 | | | | |
| 核心一级资本充足率 | 9.36% | 9.26% | 9.21% | 9.21% |
| 资本充足率(权重法) | 13.82% | 13.28% | 12.86% | 12.53% |
| 加权风险资产(¥,mn) | 7,266,134 | 8,054,983 | 8,889,293 | 9,763,230 |
| RWA/总资产 | 51.7% | 51.7% | 51.7% | 51.7% |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033