

2024年04月01日
邮储银行(601658.SH)

SDIC

 **公司动态分析**

证券研究报告

国有大型银行III

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价 **5.98元**
股价(2024-03-29) **4.75元**

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 471,015.11 |
| 流通市值(百万元) | 318,831.38 |
| 总股本(百万股) | 99,161.08 |
| 流通股本(百万股) | 67,122.40 |
| 12个月价格区间 | 4.24/5.93元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-----|------|
| 相对收益 | -2.7 | 6.1 | 13.8 |
| 绝对收益 | -2.1 | 9.2 | 2.2 |

李双 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520070001

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

| | |
|---|------------|
| 零售贷款投放加快, 资产质量保持平稳——邮储银行2023年三季度报点评 | 2023-10-30 |
| 有效信贷投放力度加大, 存款成本管理成效显著——邮储银行2023年中报点评(更正) | 2023-08-31 |
| 有效信贷投放力度加大, 存款成本管理成效显著——邮储银行2023年中报点评 | 2023-08-31 |
| 业绩表现好于预期——邮储 | 2023-04-28 |

个贷投放加速, 业绩稳健增长

——邮储银行 2023 业绩点评

事件: 邮储银行公布 2023 年报, 营收同比增速为+2.25% (23 年前三季度: 1.24%), 拨备前利润同比增速为-7.06% (23 年前三季度: -8.82%), 归母净利润增速为 1.23% (23 年前三季度: 2.45%), 业绩实现稳健增长, 我们点评如下:

目 2023 年第四季度, 邮储银行归母净利润增速为-6.68%, 驱动因素为生息资产规模扩张、净非息收入增长及成本下降, 息差收窄、拨备计提压力加大、所得税比例上升形成拖累。

目量: 资产维持较快增长, 零售贷款加速投放

① 资产端: 2023 年末邮储银行总资产增速 11.80%, 增速较 2023 年前三季度降低 1.46pct, 增量主要来自信贷投放。2023 年末邮储银行贷款总规模同比增长 13.02%, 剔除贴现后有效信贷投放同比增速达 14.43%。

对公投放增长势头强劲。2023 年邮储银行在经济弱复苏背景下持续加大对先进制造业、战略新兴产业、专精特新、普惠、绿色等领域信贷投放, 实现对公贷款大幅增长。2023 年末, 邮储银行一般公司贷款余额同比增长 20.42%, 增速较 23 年前三季度下降 1.40pct; 全年新增 5451 亿元, 增量创历史新高, 同比多增 1297 亿。

零售贷款加速投放。2023 年末邮储银行零售贷款余额同比增长 10.48%, 增速较 23 年前三季度提升 0.89pct; 2023 年四季度新增 671 亿, 同比多增 388 亿。从结构上来看, 个人小额贷贡献 60.60% 增量。2023 年邮储银行通过开展农户普遍授信、客户分层分类运营等方式建立了农村市场差异化竞争优势, 实现个人小额贷规模同比增长 22.64%, 增速连续四年超 20%。

② 负债端: 2023 年末邮储银行存款总额同比增长 9.76%, 个人存款增长形成主要支撑。2023 年末个人存款余额同比增长 10.75%, 其中 1 年期及以下存款余额同比增长 11.13%, 个人存款期限结构持续优化; 公司存款余额同比增长 2.02%。

目价: 23Q4 单季度净息差降幅扩大, 收益率下行息差持续承压

我们测算邮储银行 23Q4 单季度净息差为 1.90%, 环比下降 10bps, 同比下降 22bps, 对净利息收入增速形成明显拖累。具体看资负两端利率表现, ①生息资产收益率环比下降。受 LPR 下调、一般公司贷款比重上升影响, 我们测算邮储银行 23Q4 单季度生息资产收益率 3.43%, 环比下降 10bps, 环比降幅较上季度扩大 1bp。②计息负债成本率环比持平。我们测算邮储银行 23Q4 单季度计息负债成本率 1.57%, 环比持平。预计主要因为邮储银行下调个人存款付息率, 抵消了存款定期化影响。

■ **非息收入同比增加。**邮储银行 2023 年四季度净非息收入同比增速为 25.89%，较 2023 年三季度增速上升 49.27pct。主要受益于债券收益增加。具体来看，2023 年四季度邮储银行投资收益为主的其他非息净收入同比增长 55.42%；手续费及佣金净收入同比下降 5.38%。但从全年看，公司手续费及佣金净收入同比下降 0.64%，剔除理财净值型产品转型一次性因素后，手续费及佣金净收入同比增长 12.05%，仍保持较快增长。

■ **成本收入比同比下降。**邮储银行 2023 年四季度成本收入比 82.55%，同比下降 0.45pct，对拨备前利润形成一定支撑。具体来看，2023 年四季度邮政代理网点吸收个人客户存款规模上升导致管理费用同比增加 5.01%，但营收增长更快，拉低了单季度成本收入比。

■ **资产质量基本平稳。**2023 年末，邮储银行不良率、关注率分别为 0.83%、0.68%，较 2023 年前三季度分别上升 2bp、上升 6bps，从结构上来看对公、零售不良率均有所上升。2023 年末公司拨备覆盖率环比下降 16.34pct 至 347.57%，风险抵补能力充足。

■ **投资建议：**展望 2024 年，邮储银行息差仍旧承压，成本收入比或将保持高位。我们预计公司 2024 年营收增速为-0.31%，归母净利润增速为 0.29%，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 5.98 元，相当于 2024 年 0.7X PB。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；零售转型进度不及预期；资产质量显著恶化。

银行 2023 年一季度业绩点

评

业绩实现平稳增长——邮储 2023-03-31

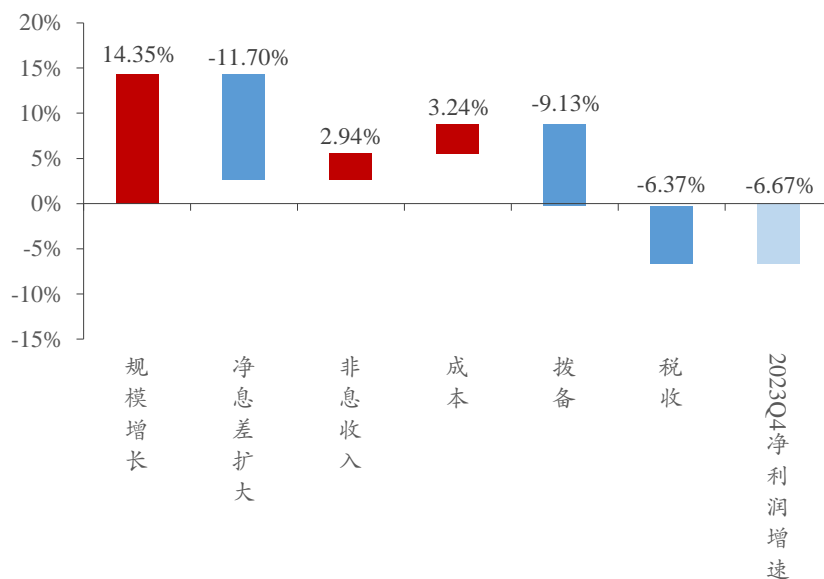
银行 2022 年报点评

| 财务摘要(亿元) | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 334,956 | 342,507 | 341,434 | 351,322 | 378,762 |
| 营收增速 | 5.08% | 2.25% | -0.31% | 2.90% | 7.81% |
| 拨备前利润 | 126,711 | 117,770 | 133,509 | 144,198 | 153,704 |
| 拨备前利润增速 | -1.09% | -7.06% | 13.36% | 8.01% | 6.59% |
| 归母净利润 | 85,224 | 86,270 | 86,523 | 92,254 | 97,540 |
| 归母净利润增速 | 11.89% | 1.23% | 0.29% | 6.62% | 5.73% |
| 每股净收益(元) | 0.92 | 0.87 | 0.87 | 0.93 | 0.98 |
| 每股净资产(元) | 7.42 | 7.93 | 8.55 | 9.20 | 9.89 |

| 利润率和估值指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 净资产收益率 | 10.51% | 9.68% | 8.77% | 8.79% | 8.74% |
| 总资产收益率 | 0.64% | 0.58% | 0.52% | 0.50% | 0.47% |
| 风险加权资产收益率 | 1.25% | 1.12% | 1.00% | 0.96% | 0.92% |
| 市盈率 | 5.15 | 5.46 | 5.44 | 5.11 | 4.83 |
| 市净率 | 0.64 | 0.60 | 0.56 | 0.52 | 0.48 |
| 股息率 | 5.83% | 5.49% | 5.51% | 5.88% | 6.21% |

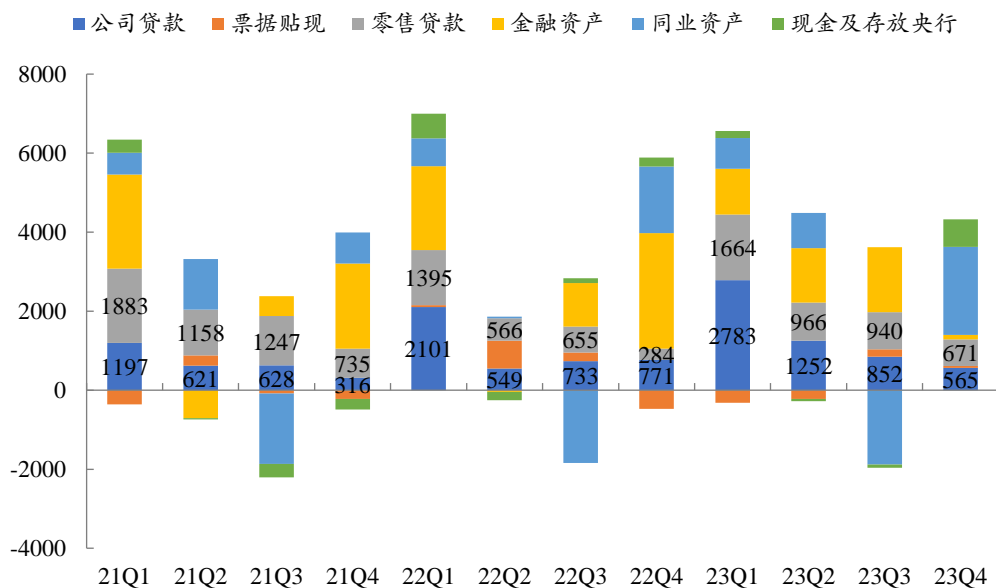
数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

图1. 邮储银行 2023 年四季度业绩增长拆分



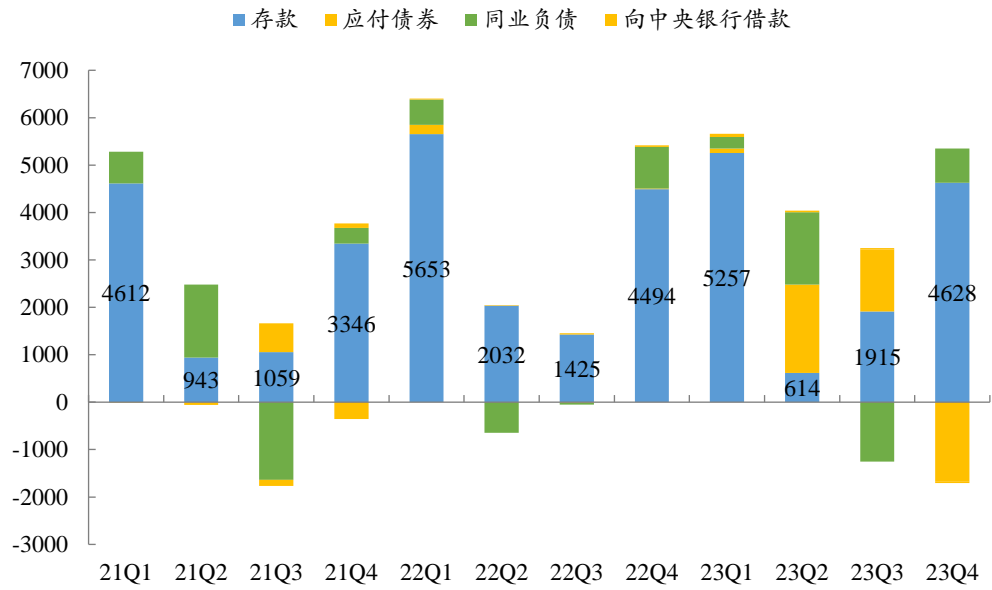
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图2. 邮储银行各项资产单季度净新增情况（亿元）



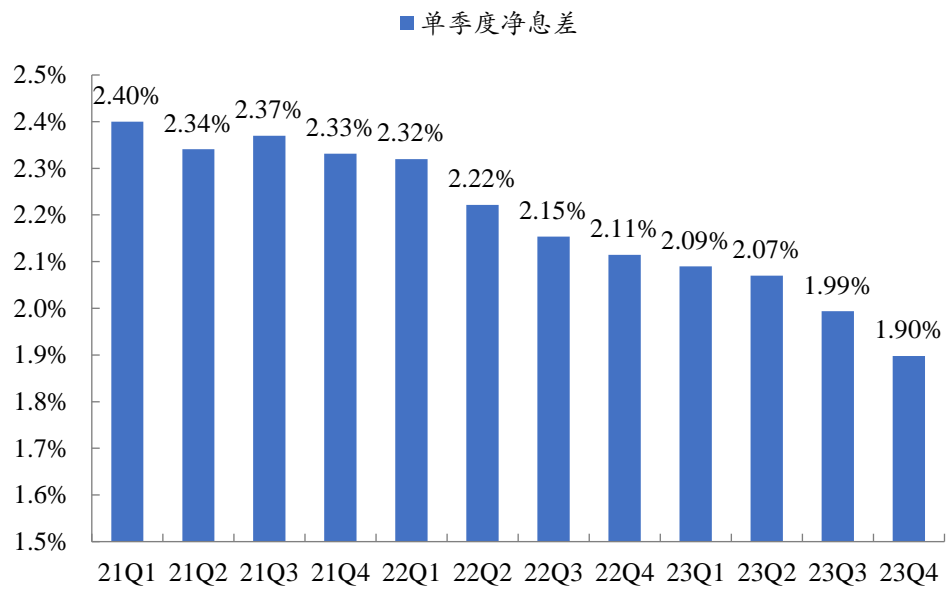
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图3. 邮储银行各项负债单季度净新增情况 (亿元)



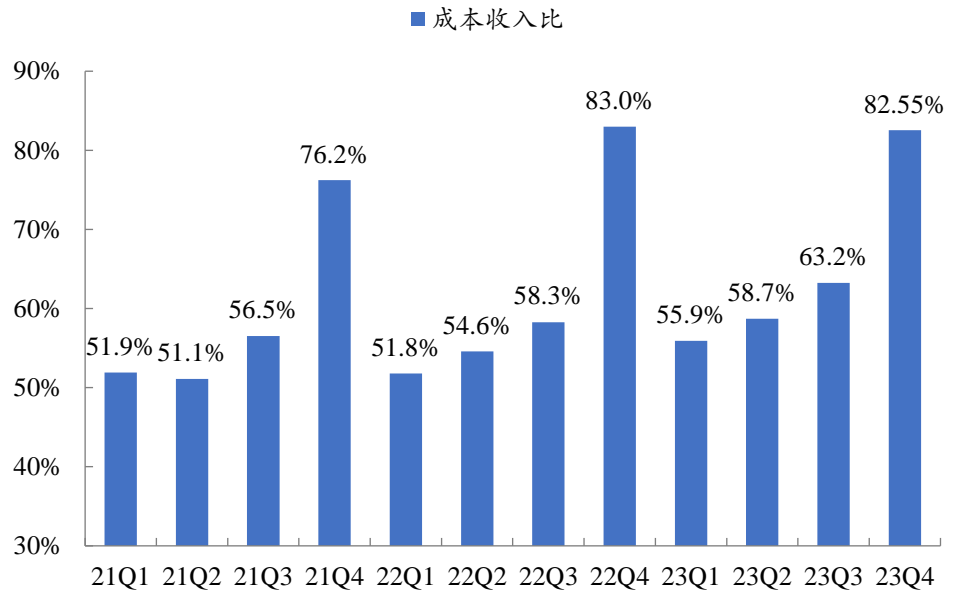
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图4. 邮储银行单季度净息差



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图5. 邮储银行单季度成本收入比



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图6. 邮储银行业绩图表

| 【国投证券银行研究】邮储银行2023年报业绩边际变化简表 | | | | | |
|------------------------------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 业绩累计同比增速 | 2022A | 2023一季度 | 2023上半年 | 2023前三季度 | 2023A |
| 营业收入 | 5.08% | 3.51% | 2.03% | 1.24% | 2.25% |
| 净利息收入 | 1.56% | 0.99% | 2.33% | 3.12% | 3.00% |
| 生息资产平均余额 | 8.84% | 12.11% | 11.70% | 12.17% | 12.41% |
| 净息差 | 2.20% | 2.09% | 2.08% | 2.05% | 2.01% |
| 手续费及佣金净收入 | 29.20% | 27.50% | 1.81% | 0.32% | -0.64% |
| 其他非息净收入 | 20.30% | -2.55% | 0.02% | -11.82% | -1.45% |
| 成本收入比 | 61.41% | 55.91% | 57.32% | 59.21% | 64.82% |
| 拨备前利润 | -1.09% | -5.71% | -7.21% | -8.82% | -7.06% |
| 信用减值损失 | -24.25% | -25.68% | -28.72% | -32.77% | -25.93% |
| 归母净利润 | 11.89% | 5.22% | 5.20% | 2.45% | 1.23% |
| 资产质量 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 |
| 不良率 | 0.84% | 0.82% | 0.81% | 0.81% | 0.83% |
| 一般对公贷款不良率 | 0.57% | | 0.53% | | 0.55% |
| 零售贷款不良率 | 1.13% | | 1.09% | | 1.12% |
| 个人消费贷款 | 0.84% | | 0.79% | | 0.78% |
| 个人住房贷款 | 0.57% | | 0.50% | | 0.55% |
| 个人其他消费贷款 | 2.14% | | 2.25% | | 1.81% |
| 个人小额贷款 | 1.70% | | 1.62% | | 1.73% |
| 信用卡透支及其他 | 1.95% | | 1.83% | | 1.71% |
| 关注率 | 0.56% | 0.55% | 0.62% | 0.62% | 0.68% |
| 不良核销及转出 (百万元) | 16,779 | | 8,265 | | 19,403 |
| 不良生成率 (累计, 年化) | 0.36% | | 0.28% | | 0.34% |
| 逾期率 | 0.95% | 0.95% | 0.96% | 0.92% | 0.91% |
| 逾期90天以内比率 | 0.35% | | 0.34% | | 0.32% |
| 逾期90天以上比率 | 0.60% | | 0.62% | | 0.59% |
| 逾期90天以上/不良 | 70.66% | | 76.59% | | 71.50% |
| 拨备比率 | 3.26% | 3.13% | 3.08% | 2.93% | 2.88% |
| 拨备覆盖率 | 385.51% | 381.12% | 381.28% | 363.91% | 347.57% |
| 资产负债结构 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2022Q3 | 2023Q4 |
| 信贷 | 49.6% | 50.3% | 50.1% | 51.1% | 50.3% |
| 一般对公贷款 | 37.0% | 38.7% | 39.3% | 36.2% | 39.4% |
| 票据贴现 | 6.9% | 6.1% | 5.6% | 7.6% | 5.7% |
| 零售贷款 | 56.1% | 55.3% | 55.1% | 56.2% | 54.9% |
| 个人消费贷款 | 37.8% | | 35.7% | | 35.1% |
| 个人住房贷款 | 31.4% | | 29.7% | | 28.7% |
| 个人其他消费贷款 | 6.5% | | 6.0% | | 6.4% |
| 个人小额贷款 | 15.7% | 16.5% | 16.9% | | 17.1% |
| 信用卡透支及其他 | 2.5% | | 2.5% | | 2.7% |
| 金融投资 | 35.3% | 34.5% | 34.5% | 34.5% | 34.3% |
| 传统同业 | 4.9% | 5.3% | 5.7% | 3.9% | 5.7% |
| 存款 | 96.02% | 95.90% | 93.46% | 96.54% | 94.49% |
| 对公存款 | 11.2% | 11.2% | 11.0% | 11.5% | 10.5% |
| 零售存款 | 88.7% | 88.8% | 89.0% | 88.5% | 89.5% |
| 活期存款 | 32.3% | | 29.7% | | 28.9% |
| 定期存款 | 67.7% | | 70.3% | | 71.1% |
| 其他存款 | 0.02% | 0.02% | 0.02% | 0.03% | 0.02% |
| 同业负债 (含同业存单) | 2.3% | | 4.6% | | 3.8% |
| 发行债券 | 0.8% | | 0.9% | | 0.9% |
| 其他 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2022Q3 | 2023Q4 |
| 非保本理财余额 (亿元) | 8,301 | | 7,524 | | 7,765 |
| 核心一级资本充足率 | 9.36% | 9.72% | 9.42% | 9.55% | 9.53% |
| 分红率 | 30% | | | | 30% |

数据来源：公司公告、国投证券研究中心

欢迎交流！李双 18916014309 / 王子硕 15271886801

备注：分红率为普通股现金分红（含税）除以当期归属于银行股东的净利润。

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 财务预测 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 财务预测 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | | | | | | 业绩增长 | | | | | |
| 净利息收入 | 273,593 | 281,803 | 276,317 | 281,239 | 300,153 | 净利息收入增速 | 1.56% | 3.00% | -1.95% | 1.78% | 6.73% |
| 净手续费收入 | 28,434 | 28,252 | 29,665 | 32,631 | 39,157 | 净手续费增速 | 29.20% | -0.64% | 5.00% | 10.00% | 20.00% |
| 其他非息收入 | 32,929 | 32,452 | 35,452 | 37,452 | 39,452 | 净非息收入增速 | 24.27% | -1.07% | 7.27% | 7.63% | 12.17% |
| 营业收入 | 334,956 | 342,507 | 341,434 | 351,322 | 378,762 | 拨备前利润增速 | -1.09% | -7.06% | 13.36% | 8.01% | 6.59% |
| 税金及附加 | 2,620 | 2,703 | 2,942 | 3,221 | 3,645 | 归属母公司净利润增速 | 11.89% | 1.23% | 0.29% | 6.62% | 5.73% |
| 业务及管理费 | 205,705 | 222,015 | 204,860 | 203,767 | 221,197 | 盈利能力 | | | | | |
| 其他业务成本 | 100 | 109 | 116 | 112 | 123 | ROAE | 10.51% | 9.68% | 8.77% | 8.79% | 8.74% |
| 营业外净收入 | 180 | 90 | -6 | -25 | -93 | ROAA | 0.64% | 0.58% | 0.52% | 0.50% | 0.47% |
| 拨备前利润 | 126,711 | 117,770 | 133,509 | 144,198 | 153,704 | RORWA | 1.25% | 1.12% | 1.00% | 0.96% | 0.92% |
| 资产减值损失 | 35,328 | 26,167 | 41,311 | 45,906 | 50,888 | 生息率 | 3.54% | 3.33% | 3.15% | 3.04% | 3.02% |
| 税前利润 | 91,364 | 91,599 | 92,210 | 98,317 | 102,857 | 付息率 | 1.61% | 1.56% | 1.60% | 1.63% | 1.66% |
| 所得税 | 6,009 | 5,175 | 5,533 | 5,899 | 5,143 | 净利差 | 1.93% | 1.78% | 1.55% | 1.41% | 1.36% |
| 税后利润 | 85,355 | 86,424 | 86,677 | 92,418 | 97,714 | 净息差 | 2.05% | 1.89% | 1.66% | 1.52% | 1.46% |
| 归属母公司净利润 | 85,224 | 86,270 | 86,523 | 92,254 | 97,540 | 成本收入比 | 61.41% | 64.82% | 60.00% | 58.00% | 58.40% |
| 资产负债表 | | | | | | 资本状况 | | | | | |
| 存放央行 | 1,263,951 | 1,337,501 | 1,563,068 | 1,735,005 | 1,917,181 | 资本充足率 | | | 13.54% | 12.77% | 12.17% |
| 同业资产 | 695,128 | 896,484 | 1,075,781 | 1,183,359 | 1,259,094 | 核心资本充足率 | 11.29% | 11.61% | 11.17% | 10.64% | 10.24% |
| 贷款总额 | 7,210,433 | 8,148,893 | 9,126,760 | 10,358,873 | 11,705,526 | 风险加权系数 | 51.65% | 52.06% | 51.52% | 51.74% | 51.77% |
| 贷款减值准备 | 234,145 | 234,467 | 250,101 | 266,645 | 284,893 | 股利支付率 | 30.01% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 贷款净额 | 6,977,710 | 7,915,245 | 8,876,659 | 10,092,228 | 11,420,633 | 资产质量 | | | | | |
| 证券投资 | 4,960,804 | 5,389,742 | 5,829,796 | 6,269,601 | 6,700,933 | 不良贷款余额 | 60,736 | 67,460 | 71,229 | 75,239 | 79,089 |
| 其他资产 | 169,689 | 187,659 | 228,459 | 253,944 | 280,519 | 不良贷款净生成率 | 0.36% | 0.34% | 0.30% | 0.30% | 0.29% |
| 资产合计 | 14,067,282 | 15,726,631 | 17,573,763 | 19,534,137 | 21,578,360 | 不良贷款率 | 0.84% | 0.83% | 0.78% | 0.73% | 0.68% |
| 央行借款 | 24,815 | 33,835 | 40,602 | 48,722 | 58,467 | 拨备覆盖率 | 385.51% | 347.56% | 351.12% | 354.40% | 360.22% |
| 同业负债 | 305,115 | 428,879 | 480,344 | 624,448 | 736,848 | 拨贷比 | 3.25% | 2.88% | 2.74% | 2.57% | 2.43% |
| 存款余额 | 12,714,485 | 13,955,963 | 15,630,679 | 17,350,053 | 19,171,809 | 流动性 | | | | | |
| 应付债券 | 101,910 | 261,138 | 281,138 | 301,138 | 321,138 | 贷存比 | 56.71% | 58.39% | 58.39% | 59.71% | 61.06% |
| 其他负债 | 95,143 | 90,200 | 123,663 | 127,697 | 139,567 | 贷款/总资产 | 51.26% | 51.82% | 51.93% | 53.03% | 54.25% |
| 负债合计 | 13,241,468 | 14,770,015 | 16,556,426 | 18,452,058 | 20,427,829 | 生息资产/总资产 | 100.41% | 100.37% | 100.20% | 100.09% | 100.04% |
| 股东权益合计 | 825,814 | 956,616 | 1,017,336 | 1,082,079 | 1,150,531 | 估值指标 | | | | | |
| 每股指标 | | | | | | P/E | 5.15 | 5.46 | 5.44 | 5.11 | 4.83 |
| EPS | 0.92 | 0.87 | 0.87 | 0.93 | 0.98 | P/B | 0.64 | 0.60 | 0.56 | 0.52 | 0.48 |
| BVPS | 7.42 | 7.93 | 8.55 | 9.20 | 9.89 | P/PPOP | 3.46 | 4.00 | 3.53 | 3.27 | 3.06 |
| 每股股利 | 0.28 | 0.26 | 0.26 | 0.28 | 0.30 | 股息收益率 | 5.83% | 5.49% | 5.51% | 5.88% | 6.21% |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034