

渠道优势助力财富业务快增，拨备反哺利润高增速

邮储银行(601658)

评级:	买入	股票代码:	601658
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.46/4.47
目标价格:		总市值(亿)	4,619.20
最新收盘价:	5.00	自由流通市值(亿)	4,637.32
		自由流通股数(百万)	92,746.47

事件概述:

邮储银行发布 2021 年中报: 上半年实现营收 1576.53 亿元(+7.73%, YoY), 营业利润 456.84 亿元(+27.59%, YoY), 归母净利润 410.10 亿元(+21.84%, YoY)。中期末总资产 12.21 万亿元(+11.41%, YoY; +2.13%, QoQ), 存款 10.91 万亿元(+10.61%, YoY; +0.87%, QoQ), 贷款 6.19 万亿元(+12.98%, YoY; +3.40%, QoQ)。净息差 2.37%(-8bp, YoY); 不良贷款率 0.83%(-3bp, QoQ), 拨备覆盖率 421.33%(+4.35pct, QoQ), 拨贷比 3.49%(-0.05pct, QoQ); 资本充足率 14.32%(-0.22pct, QoQ); 年化 ROE13.30%(+0.65pct, YoY)。

分析判断:

► 手续费高增营收结构优化，减值少提反哺利润增速超预期

邮储银行业绩表现稳中有升，上半年实现营收增速 7.7%，较 Q1 的 7.1% 继续稳步提升。在利息净收入增速基本平稳的情况下（上半年同比+6.2%，略低于 Q1 的+7%），营收端主要由手续费收入拉动，上半年手续费净收入同比增速高达 37.9%，在 Q1 同比+30.6% 的基础上继续攀升，带动营收端手续费净收入占比较去年同期提升 1.5pct 至 7.2%，整体营收结构优化。手续费收入的高增主要由代理代销业务贡献，上半年代理业务手续费收入 99.49 亿元，同比增长 1.27 倍，成为手续费收入第一大来源（占比 41%），主要来自财富管理业务推进下，保险、基金、资管信托等代销业务收入快增。此外，结算和托管业务收入也分别贡献了 23% 和 25% 的增速。

营收端稳中有升下，公司利润释放进一步提速。上半年实现归母净利润同比增速 21.8% 创历史新高，相较一季度的 5.5% 大幅提升，Q2 单季增速高达 46% 超出预期，与部分股份行和具备成长性的区域性银行相当。业绩增速的显著提升主要源于二季度减值计提放缓，邮储银行上半年合计计提减值损失 295 亿元，同比缩减 12.3%（其中 Q1、Q2 增速分别为+7.8% 和 -22.7%），稳健优异的资产质量赋予业绩高弹性。

► 资产负债结构优化，息差仍存压力

★ **资产端:** 上半年总资产较年初扩增 7.6%，其中贷款增幅 8.3%，带动资产端贷款占比进一步提升，贷款 Q1、Q2 分别环比增长 4.8% 和 3.4%，同时二季度公司压降了投资资产规模，增加同业资产配置。占比来看，中期资产端贷款净额占比 48.9%，较年初和 Q1 分别提升 0.3 和 0.6 个百分点。

贷款投向: 上半年票据规模压降 2%，对公、零售基本保持四六开的投放比例，分别较年初增长 9.2% 和 9.3%，中期贷款中个贷占比 57.5%，较年初提升 0.6pct。零售主要增配小额个贷和消费贷，上半年分别扩增 17.9% 和 9.1%，按揭占比略有回落；对公信贷投放增幅较高的行业是房地产业和水利环境，规模分别较年初增 39.3% 和 18.8%，但结构上对公贷款的 51% 依然投放包括交运仓储、水电燃气的大基建领域。

★ **负债端:** 公司负债结构也在持续优化，中期存款较年初增长 5.4%，主要是二季度揽储放缓，规模环比小幅增 0.9%，整体占负债端的比重较年初略微回落 1.8pct 至 95.2%，仍然保持较强的揽储优势。同时公司主动负债方面压缩了高息债券的发行，主要扩充低息的同业负债规模，以对冲付息成本上行压力。

存款结构上, 一方面上半年存款增量集中在个人定期存款，较年初增幅 9.4%，对冲了个人活期存款规模缩量；但另一方面对公领域，受益于代发、收单业务和财富管理系统的建设，活期存款较年初增 8.8%，优于定期存款。邮储银行整体活存率同比、和较年初均小幅回落。

总体而言, 邮储银行上半年资产端贷款占比、贷款中零售贷款占比、零售贷款中高息贷款占比，以及贷存比均上行，反映资金利用效率的提升；负债端存款稳健增长、压降高息债券增配低息同业负债、以及对公活期存款

的沉淀，均验证公司资产负债结构的优化。

★ **净息差**：邮储银行上半年净息差2.37%，同比延续降8BP，整体表现；具体来看，一方面贷款和投资资产收益率分别同比降5BP、6BP，且上半年相对低收益的同业资产规模增幅较高，整体资产收益率同比降3BP；另一方面个人定存增幅较高的同时成本率有所抬升，导致整体存款付息率和负债成本率分别同比提升7BP和5BP。测算Q2单季净息差环比Q1降7BP，预计下半年资产端高收益贷款的投放、尤其是零售贷款的投放，以及存款定价机制调整下长端存款利率下调，有望对息差形成支撑。

▶ **资产质量继续夯实，高拨覆盖率提供利润释放空间**

邮储银行资产质量稳健优异：1) 二季度不良延续双降，不良额环比降0.58%，不良率环比再降3BP至0.83%。结构上，对公和零售不良率分别较年初降6BP和8BP，仅个人消费类贷款和水利水电行业的对公贷款不良有小幅回升，其他各类贷款资产质量均延续改善。2) 先行指标来看，中期关注类贷款较年初双降，占比较年初降6BP至0.48%低位；逾期贷款略有上浮，但整体占比0.89%相对较低，且新增主要是90天内的逾期。3) 逾期90/不良较年初微升1.2pct至64.4%，不良认定延续审慎，逾期60+贷款全部纳入不良，逾期30+纳入的比例达到94.56%。4) 测算上半年加回核销的不良贷款生成率仅0.23%，较上年同期的0.48%缩减过半，继续保持行业领先的资产质量水平和极低的信用成本率。

邮储银行上半年少提的减值主要在贷款方面，计提规模不及上年同期的一半，同时大幅增提了金融投资和同业资产的减值，增厚非信贷资产安全边际。不良持续出清下，公司中期拨备覆盖率环比和较年初分别提升4.35pct和13.27pct至421.33%，居大行之首。

▶ **深入挖掘零售禀赋，聚焦财富管理新赛道**

依托广泛的网点布局和零售客群基础，邮储银行上半年零售业务继续发力。一方面客户数保持持续扩增，中期个人客户数已经达到6.3亿，零售AUM突破12万亿，较年初增幅7%左右，测算户均AUM进一步提升，其中VIP和财富客户分别实现了14.9%和22.4%的快增。另一方面业务层面，如借记卡和信用卡在庞大发卡基数上，分别实现消费金额19.3%和17.1%的高增长。扩面提质之下，邮储的个人银行业务收入占总营收的比例同比提升3.9pct至69.9%。

对公业务则注重打造财富管理新生态，以代理代销、融资融智、账户结算类作为对公财富管理三大驱动，促进包括托管、资管相关产品（基金、理财等）均实现快速增长，贡献对公领域中收同比增长55.36%。

投资建议：

邮储银行二季度业绩增速超预期，一方面来自高效资产保持稳健投放下核心收息业务平稳，另一方面财富管理深化、托管业务拉动手续费实现高增，此外资产质量持续优异稳定下、减值少提反哺利润释放。我们持续看好公司零售大行的基因和资产质量优势，未来高效资产配置将赋予更高成长空间。鉴于公司中报表现，我们上调公司盈利预测，预计2021-2023年营业收入分别为3084.85亿元、3395.90亿元、3732.47亿元，对应增速分别为7.79%、10.08%、9.91%（原假设分别为7.67%、10.02%、9.75%）；归母净利润分别为749.94亿元、855.06亿元、957.61亿元，对应增速分别为16.81%、14.02%、11.99%（原假设分别为8.06%、11.30%、12.74%）；对应PB分别为0.77倍、0.70倍、0.64倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	276,809	286,202	308,485	339,590	373,247
YoY (%)	6.06	3.39	7.79	10.08	9.91
归母净利润	60,933	64,199	74,994	85,506	95,761
YoY (%)	16.48	5.36	16.81	14.02	11.99
每股收益 (元)	0.63	0.67	0.78	0.90	1.01
每股净资产 (元)	5.37	5.89	6.49	7.11	7.80
ROE(%)	11.97	10.56	10.72	11.31	11.73
市净率	0.93	0.85	0.77	0.70	0.64

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元；元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	9,851,566	10,787,199	11,917,563	13,065,388	14,293,844	ROAA (%)	0.62	0.60	0.63	0.66	0.67
净息差	2.53	2.42	2.39	2.43	2.48	ROAE (%)	11.97	10.56	10.72	11.31	11.73
利息收入	390,700	416,252	461,430	515,155	573,521	每股净资产	5.37	5.89	6.49	7.11	7.80
利息支出	148,014	162,874	186,968	211,991	239,831	EPS	0.63	0.67	0.78	0.90	1.01
净利息收入	242,686	253,378	274,462	303,165	333,691	股利	18,283	19,262	22,501	25,655	28,732
非息收入						DPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
手续费和佣金收入	14,623	16,495	18,474	20,876	24,007	股息支付率	30	30	30	30	30
交易性收入	18,046	15,182	14,402	14,402	14,402	发行股份	86,203	86,979	92,384	92,384	92,384
其他收入	1,454	1,147	1,147	1,147	1,147						
非息总收入	34,123	32,824	34,023	36,425	39,556						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	156,599	165,649	176,293	193,738	213,882	增长率 (%)					
其他费用	431	192	202	212	222	净利息收入	3.7	4.4	8.3	10.5	10.1
营业税金及附加	1,996	2,187	4,352	5,799	6,752	非利息收入	27.0	-3.8	3.7	7.1	8.6
非息总费用	159,026	168,028	180,846	199,749	220,856	非利息费用	6.4	5.7	7.6	10.5	10.6
税前利润	63,745	68,136	80,249	92,082	104,001	归母净利润	16.5	5.4	16.8	14.0	12.0
所得税	2,709	3,818	5,255	6,576	8,241	平均生息资产	7.0	9.5	10.5	9.6	9.4
归母净利润	60,933	64,199	74,994	85,506	95,761	总付息负债	7.0	10.4	9.7	9.5	9.2
						风险加权资产	15.1	13.7	12.0	11.5	11.1
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	10,216,706	11,353,263	12,438,345	13,602,433	14,841,407	净利息收入占比	87.7	88.5	89.0	89.3	89.4
贷款总额	4,974,186	5,716,258	6,570,636	7,499,393	8,512,256	佣金手续费收入占比	5.3	5.8	6.0	6.1	6.4
客户存款	9,314,066	10,358,029	11,393,832	12,476,246	13,624,061	营业效率 (%)					
其他付息负债	268,685	225,051	219,016	243,423	270,137	成本收入比	56.6	57.9	57.1	57.1	57.3
股东权益	543,867	671,799	727,113	784,380	848,825	流动性 (%)					
资产质量						贷款占生息资产比	47.0	49.6	51.5	53.8	56.0
不良贷款	42,844	50,367	54,018	59,043	64,440	资本 (%)					
不良率	0.86	0.88	0.82	0.79	0.76	核心一级资本充足率	9.9	9.6	9.5	9.4	9.3
贷款损失拨备	166,854	205,527	230,116	257,426	286,759	一级资本充足率	10.9	11.9	11.5	11.2	10.9
拨备覆盖率	389	408	426	436	445	资本充足率	13.5	13.9	13.7	13.3	13.1
拨贷比	3.35	3.60	3.50	3.43	3.37						
信用成本 (%)	1.09	1.00	0.66	0.61	0.56						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。