

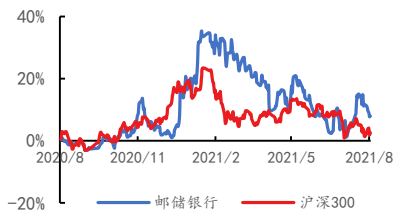
净息差承压，非息收入高速增长

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-08-28

收盘价（元）	5.00
近 12 个月最高/最低（元）	6.46/4.47
总股本（百万股）	92,384
流通股本（百万股）	11,274
流通股比例（%）	12.2
总市值（亿元）	461,920
流通市值（亿元）	56,370

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：刘超

 执业证书号：S0010520090001
 邮箱：liuchao@hazq.com

研究助理：戚星

 执业证书号：S0010121030010
 电话：18616375520
 邮箱：qixing@hazq.com

主要观点：

● 整体：2021 年上半年归母净利润同比增长 21.84%

2021 年上半年，邮储银行实现营收/归母净利润分别为 1576.53 亿/410.10 亿，同比分别增长 7.73%/21.84%（去年同期分别为 3.34%/-9.95%）。营收中，净利息收入/手续费及佣金净收入分别为 1320.96 亿/114.96 亿，同比分别增长 6.19%/37.86%（上年同期分别为 3.47%和 0.96%）。EPS 为 0.40 元，同比增加 11.11%。年化 ROE 为 13.30%，年化 ROA 为 0.71%，同比分别提升 0.65 和 0.07 个百分点。净息差 2.37%，较上年同期下降 0.08 个百分点。

● 营运：深耕零售，个人银行业务占比提升

报告期内，个人银行业务收入 1101.96 亿元，同比增长 14.11%，营收占比 69.9%，同比提升 3.91 个百分点；服务个人客户 6.3 亿户，VIP 客户突破 4000 万，管理零售客户资产突破 12 万亿。

● 资产和负债匹配：

报告期内，利息净收入 1320.96 亿元，yoy+6.19%，增加 77.04 亿元，其中，规模影响+139.52 亿元，利率影响-62.48 亿元。

净息差和净利差分别为 2.37%和 2.31%，同比均下降 0.08 个百分点。净息差和净利差的减少主要是：第一，贷款收益率同比下降 0.05 个百分点至 4.72%；其中，公司贷款/票据贴现/个人贷款收益率分别为 4.01%/2.73%/5.41%，同比分别变动 -0.17%/+0.05%/-0.11 个百分点。按照期限计算，短期贷款和长期贷款收益率分别为 4.52%和 4.84%，同比分别变动+0.12 和 -0.17 个百分点。第二，客户存款成本上升 0.07 个百分点。其中公司定期、公司活期、个人定期和个人活期利率分别为 2.34%/0.72%/2.28%/0.31%，同比分别变动-0.04%/-0.05%/0.06%/0 个百分点。

报告期末，发放贷款和垫款总额 61924.00 亿元，较上年末增加 4761.42 亿元，增长 8.33%。其中，公司类贷款 21595.96 亿元，同比增长 9.19%；票据贴现 4748.58 亿元，较上年末减少 97.22 亿元，同比下降 2.01%。个人贷款 35579.46 亿元，较上年末增长 3040.53 亿元，增长 9.34%。

个人贷款总额/个人消费贷款/个人小额贷款/信用卡贷款余额分别为 35579.46 亿 /25229.68 亿 /8795.78 亿 /1554.00 亿，较上年末增长 9.34%/6.77%/17.87%/7.44%。

报告期末，吸收存款总额 109135.67 亿元，较上年末增加 5555.38 亿元，增长 5.36%。其中，个人存款/公司存款分别为 95555.87 亿元/13538.60 亿元，较上年末增长 5.06%/7.46%。

● **手续费及佣金：净手续费及佣金收入高速增长**

报告期内，手续费及佣金收入 114.29 亿元，同比增长 37.86%。其中，手续费及佣金收入为 240.35 亿元，同比增长 46.72%；手续费及佣金支出 126.06 亿元，同比增长 55.78%。

手续费及佣金收入中各个子项均实现高速增长。其中，代理手续费 99.49 亿元（同比 126.53%），银行卡手续费 57.82 亿元（同比 4.82%），结算与清算手续费 46.20 亿元（同比 22.97%），理财业务手续费 21.22 亿元（同比 11.57%），托管手续费 5.15 亿元（同比 25.00%）。

代理手续费的高速增长，主要因为代理保险、基金、信托等代销收入高速增长。

● **质量：资产质量好转**

整体不良率 0.83%，较上年末下降 0.05 个百分点。拨备覆盖率 421.33%，较上年末上升 13.27 个百分点。不良率生成率 0.28%。

● **投资建议**

2021 年上半年，贷款规模增速和净息差的表现略低于预期，但资产质量进一步优化。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 753.13/812.78/913.70 亿元，同比增长 17.31%/7.92%/12.42%，对应 EPS 分别为 0.83/0.90/1.01 元。维持“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济超预期下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	286202	305382	327349	356885
收入同比 (%)	3.39	6.70	7.19	9.02
归母净利润	64199	75313	81278	91370
归母净利润同比 (%)	5.36	17.31	7.92	12.42
ROA (%)	0.57	0.63	0.62	0.64
ROE (%)	10.56	13.29	13.22	13.65
每股收益 (元)	0.71	0.83	0.90	1.01
P/B	0.69	0.8	0.74	0.68

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 1 邮储银行资产负债匹配

百万/%	2021H			2020			2020H			2019			2019H		
	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)
生息资产															
发放贷款和垫款总额	5,959,596	52.92	4.72	5,411,670	51.65	4.75	5,215,849	52.01	4.72	4,655,906	48.47	4.88	4,501,629	47.80	4.84
金融投资	3,545,449	31.48	3.6	3,479,598	33.21	3.63	3,234,654	32.25	3.66	3,318,424	34.55	3.81	3,229,665	34.29	3.92
存放中央银行款项	1,169,831	10.39	1.62	1,086,652	10.37	1.62	1,068,583	10.65	1.62	1,106,858	11.52	1.61	1,102,570	11.71	1.62
存放同业款项及拆出资金	586,549	5.21	2.97	498,650	4.76	3.09	510,380	5.09	3.2	523,770	5.45	3.68	584,350	6.20	3.65
总生息资产	11,261,425	100.00	3.96	10,476,570	100.00	3.97	10,029,466	100.00	3.96	9,604,958	100.00	4.07	9,418,214	100.00	4.07
计息负债															
吸收存款	10,561,655	97.19	1.64	9,743,427	96.39	1.59	9,560,607	96.77	1.57	9,001,335	96.80	1.55	8,916,370	97.13	1.53
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	224,550	2.07	1.78	251,976	2.49	1.76	210,139	2.13	1.73	207,514	2.23	2.23	185,009	2.02	2.17
已发行债务证券	55,911	0.51	3.59	99,409	0.98	3.44	104,486	1.06	3.61	90,302	0.97	3.83	78,160	0.85	3.98
向中央银行借款	24,873	0.23	1.75	13,860	0.14	1.72	4,696	0.05	1.63						
总计息负债	10,866,989	100.00	1.65	10,108,672	100.00	1.61	9,879,928	100.00	1.60	9,299,151	100.00	1.59	9,179,539	100.00	1.56
净利息			2.31			2.36			2.36			2.48			2.51
净利息收益率			2.37			2.42			2.42			2.53			2.55

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 2 邮储银行压降杠杆

百万/%	2021-06-30	2021-03-31	2020-12-31	2020-09-30	2020-06-30	2020-03-31	2019-12-31
企业贷款	2,159,596	2,097,520	1,977,785	1,991,447	1,948,936	1,864,518	1,740,564
YoY (%)	10.81	12.50	13.63	14.87	15.84	14.02	12.12
贷款总额占比 (%)	34.87	35.02	34.60	35.23	35.56	35.57	34.99
票据贴现	474,858	449,085	484,580	466,658	493,747	507,752	482,834
YoY (%)	(3.83)	(11.55)	0.36	(2.60)	5.26	11.08	19.33
贷款总额占比 (%)	7.67	7.50	8.48	8.26	9.01	9.69	9.71
零售贷款	3,557,946	3,442,143	3,253,893	3,193,996	3,038,421	2,869,978	2,750,788
YoY (%)	17.10	19.94	18.29	21.26	19.15	17.56	18.58
贷款总额占比 (%)	57.46	57.48	56.92	56.51	55.43	54.75	55.30
——住房贷款	2,040,828		1,921,055		1,844,061		1,700,049
YoY (%)	10.67		13.00		17.65		19.90
贷款总额占比 (%)	32.96		33.61		33.64		34.18
——信用卡	155,400		144,641		125,892		123,188
YoY (%)	23.44		17.41		15.45		24.04
贷款总额占比 (%)	2.51		2.53		2.30		2.48
——个人其他消费贷款	482,140		441,945		359,200		317,350
YoY (%)	34.23		39.26		29.89		15.17
贷款总额占比 (%)	7.79		7.73		6.55		6.38
——个人小额贷款	879,578		746,252		709,268		610,201
YoY (%)	24.01		22.30		241.87		243.48
贷款总额占比 (%)	14.20		13.05		12.94		12.27
贷款总额	6,192,400	5,988,748	5,716,258	5,652,101	5,481,104	5,242,248	4,974,186
YoY	12.98	14.24	14.92	16.61	16.58	15.63	16.30

资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 3 负债成本率优势明显

百万/%	2021/6/30	2020/12/31	2020/6/30	2019/12/31	2019/6/30
公司存款	1,353,860	1,259,849	1,258,374	1,128,965	1,179,115
YoY (%)	7.59	11.59	6.72	(2.49)	(1.72)
存款总额占比 (%)	12.41	12.17	12.76	12.12	12.96
——活期存款	951,277	874,155	868,686	771,034	799,081
YoY (%)	9.51	13.37	8.71	0.02	(0.81)
存款总额占比 (%)	8.72	8.44	8.81	8.28	8.78
——定期存款	402,583	385,694	389,688	357,931	380,034
YoY (%)	3.31	7.76	2.54	(7.48)	(3.59)
存款总额占比 (%)	3.69	3.72	3.95	3.84	4.18
个人存款	9,555,587	9,095,564	8,604,391	8,182,388	7,920,046
YoY (%)	11.05	11.16	8.64	9.57	15.43
存款总额占比 (%)	87.59	87.83	87.24	87.88	87.04
——活期存款	2,767,538	2,893,163	2,621,805	2,701,369	2,507,012
YoY (%)	5.56	7.10	4.58	3.29	(0.65)
存款总额占比 (%)	25.37	27.94	26.58	29.01	27.55
——定期存款	6,788,049	6,202,401	5,982,586	5,481,019	5,413,034
YoY (%)	13.46	13.16	10.52	12.95	24.78
存款总额占比 (%)	62.22	59.90	60.66	58.86	59.49
吸收存款总额	10,909,447	10,355,413	9,862,765	9,311,353	9,099,161
YoY	10.61	11.21	8.39	7.95	12.88

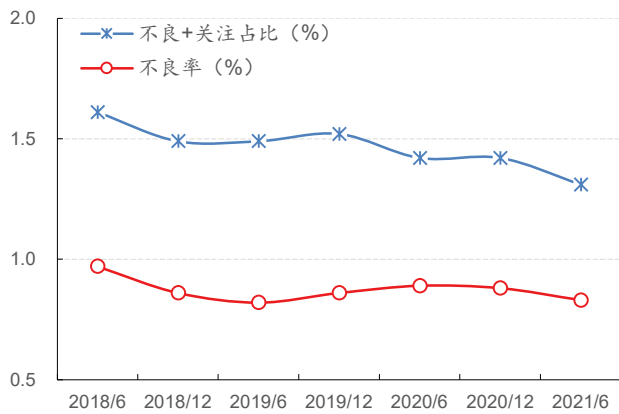
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 4 净手续费及佣金收入高速增长

百万/%	2021H	2020	2020H	2019	2019H	2018	2021H同比 (%)	2020同比 (%)
银行卡及POS	5,782	11,516	5,516	12,210	7,629	12,952	4.82	24.06
结算与清算	4,620	8,281	3,757	7,523	3,546	5,985	22.97	19.22
代理业务	9,949	7,108	4,392	4,556	2,760	4,330	126.53	41.39
理财业务	2,122	4,198	1,902	3,950	2,077	4,589	11.57	8.83
托管业务	515	887	412	780	377	830	25.00	2.14
其他	1,047	756	403	494	311	455	159.80	4.36
手续费及佣金收入	24,035	32,746	16,382	29,513	16,700	29,141	46.72	100.00
手续费及佣金支出	(12,606)	(16,251)	(8,092)	(14,890)	(7,361)	(14,707)	55.78	(52.45)
手续费及佣金净收入	11,429	16,495	8,290	14,623	9,339	14,434	37.86	47.55

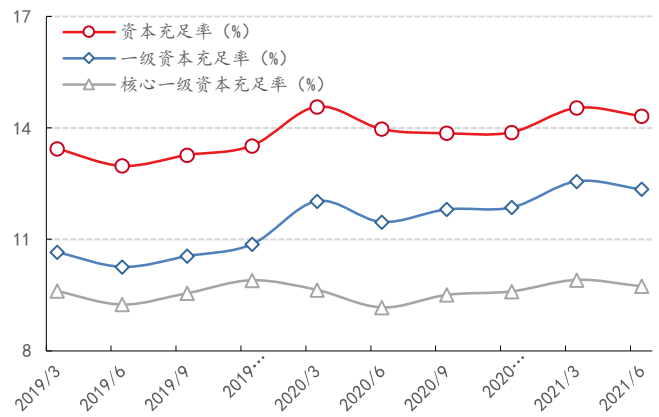
资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 5 资产质量稳定



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

图表 6 资本充足率



资料来源：邮储银行，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济超预期下行。

财务报表与盈利预测

财务报表 (重组, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长指标 (YoY, %)				
净利息收入	253,378	268,825	286,547	312,975	贷款总额 (不含应计利息)	14.39	12.46	12.81	12.79
利息收入	416,252	449,560	489,141	538,059	存款总额	11.21	10.31	9.07	9.20
利息支出	(162,874)	(180,735)	(202,594)	(225,084)	营业收入	3.39	6.70	7.19	9.02
手续费及佣金净收入	16,495	23,551	27,691	30,701	净利息收入	5.48	6.10	6.59	9.22
其他收入	16,329	13,005	13,111	13,210	手续费及佣金净收入	3.32	42.78	17.58	10.87
营业收入	286,202	305,382	327,349	356,885	拨备前利润	7.43	6.02	7.22	11.54
税金及附加	(2,187)	(2,138)	(2,291)	(2,498)	归母净利润	5.36	17.31	7.92	12.42
管理费用	(165,649)	(177,424)	(190,209)	(204,098)	结构指标 (%)				
其他业务成本	(192)	(535)	(522)	(462)	手续费及佣金净收入/营业收入	5.76	7.71	8.46	8.60
拨备前利润	118,174	125,285	134,327	149,828	个人贷款/国内贷款总额	53.62	54.24	55.30	56.92
资产质量拨备	(50,417)	(45,375)	(48,098)	(52,908)	个人存款/国内存款总额	87.83	88.18	88.83	89.45
营业外净利润	379	0	0	0	质量指标 (%)				
利润总额	68,136	79,909	86,229	96,920	不良率	0.88	0.83	0.78	0.78
所得税	(3,818)	(4,478)	(4,832)	(5,431)	拨备覆盖率	408.06	420.00	420.00	420.00
净利润	64,318	75,432	81,397	91,489	盈利能力指标 (%)				
少数股东损益	(119)	(119)	(119)	(119)	净息差	2.42	2.36	2.31	2.32
归母净利润	64,199	75,313	81,278	91,370	净利差	2.36	2.39	2.35	2.36
资产负债表					存贷差	3.16	3.17	3.15	3.15
生息资产	10,729,570	11,861,179	12,908,539	14,058,516	ROA	0.57	0.63	0.62	0.64
其中: 贷款及垫款 (净额)	5,512,361	6,538,748	7,353,193	8,295,478	ROE	10.56	13.29	13.22	13.65
同业资产 (含买入返售)	552,034	634,839	653,884	673,501	成本收入比	57.88	58.10	58.11	57.19
存放中央银行款项	1,169,806	1,290,370	1,407,426	1,536,922	监管指标 (%)				
债券投资	3,495,369	3,397,222	3,494,036	3,552,616	核心一级资本充足率	9.60	9.40	9.42	9.40
非生息资产	623,693	689,472	750,353	817,199	一级资本充足率	11.86	11.44	11.30	11.13
资产合计	11,353,263	12,550,650	13,658,892	14,875,716	资本充足率	13.88	13.27	12.98	12.67
计息负债	10,583,080	11,726,772	12,772,086	13,922,386	每股指标 (元)				
其中: 客户存款	10,358,029	11,425,560	12,462,029	13,608,654	EPS	0.71	0.83	0.90	1.01
其他计息负债	225,051	301,213	310,057	313,732	DPS	0.22	0.26	0.28	0.32
非计息负债	97,253	107,763	117,369	127,939	BPS	6.25	6.75	7.36	8.00
负债合计	10,680,333	11,834,535	12,889,455	14,050,326					
所有者权益合计	672,930	716,115	769,437	825,390					
负债及股东权益合计	11,353,263	12,550,650	13,658,892	14,875,716					

注释: 报表为重构之后的结果, 省去了不重要的项目。

资料来源: 华安证券研究所预测

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。