

邮储银行 (601658)

新零售转型加速，中收增长亮眼

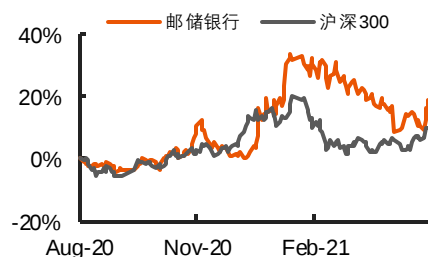
强烈推荐（维持）

现价：5.00 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.psbc.com
大股东/持股	中国邮政集团有限公司/67.37%
实际控制人	中国邮政集团有限公司
总股本(百万股)	92,384
流通 A 股(百万股)	11,274
流通 B/H 股(百万股)	19,856
总市值 (亿元)	4,619
流通 A 股市值(亿元)	564
每股净资产(元)	6.40
资本充足率(%)	14.32

行情走势图



相关研究报告

《邮储银行*601658*负债端优势稳固，持续看好资产端弹性释放》 2021-03-30

《邮储银行*601658*零售立行，前景广阔》 2021-03-15

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

武凯祥 一般从业资格编号
S1060120090065
wukaixiang261@pingan.com.cn



投资要点

事项：

邮储银行发布半年度报告，上半年公司累计实现归母净利润410.1亿元，同比增长21.84%，实现营业收入1,576.5亿元，同比增长7.73%，ROE（年化）13.30%，较去年同期提升0.65个百分点。

平安观点：

■ 中收保持强劲增长，盈利增速远超可比同业

邮储银行上半年实现归母净利润同比增长 21.8%（vs5.5%，21Q1），利润增速大幅领先可比同业（六大行 21H1 合计利润增速为 11.1%），我们认为公司利润增速的大幅提升主要归因于营收表现的稳中有升和拨备计提力度回归常态化。

1）公司上半年营收同比增速 7.7%（vs7.1%，21Q1），分结构来看，净利息收入上半年实现同比增长 6.2%（vs5.8%，21Q1），增速稳中有升，中收继续保持强劲增长，上半年实现同比增长 37.9%（vs51.6%），其中代理业务收入同比增长 126.5%，我们认为高增长主要归因于公司财富管理转型加速，代理保险、代销基金、代销资管信托等代销业务实现快速增长，零售 AUM 突破 12 万亿（+11.6%，YoY）。2）公司的拨备计提压力伴随着资产质量的平稳向好而边际缓解，21H1 拨备计提同比减少 12.3%（vs7.2%，21Q1）。

■ 资产负债两端拖累息差环比下行，存贷款保持平稳扩张

公司上半年息差 2.37%（vs2.40%，21Q1），我们按期初期末口径测算公司 Q2 单季净息差 2.22%，环比下降 8BP。分结构来看，资产、负债两端对息差均有所拖累。1）资产端，公司上半年生息资产年化收益率 3.96%，较 20 年下降 1BP，但降幅明显窄于同业，我们认为主要归因于资产结构的持续优化，半年末公司存贷比和零售非按揭贷款占总贷款比重分别较上年末提升 1.55/1.18pct。2）负债端，上半年有息负债年化成本率 1.65%，较 20 年上升 4BP，存款平均成本率较 20 年上升 5BP 至 1.64%，其中零售、对公存款表现分化，零售存款成本率较 20 年上升 5BP 至 1.69%，对公存款成本率较 20 年下降 2BP 至 1.21%。展望下半年，降低融资成本的监管要求下，贷款收益率可能进一步下行，考虑到负债端成本的相对刚性，我们预计公司下半年息差下行的压力仍然存在。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	276,378	286,010	310,809	342,606	379,133
YoY(%)	6.0%	3.5%	8.7%	10.2%	10.7%
净利润(百万元)	60,933	64,199	78,338	89,542	102,220
YoY(%)	16.5%	5.4%	22.0%	14.3%	14.2%
ROE(%)	13.2%	12.3%	13.4%	13.6%	14.1%
EPS(摊薄/元)	0.66	0.69	0.85	0.97	1.11
P/E(倍)	7.58	7.20	5.90	5.16	4.52
P/B(倍)	0.93	0.85	0.74	0.67	0.61

公司上半年末总资产同比增长 11.4%，增速较 1 季度小幅提升 0.6pct。贷款方面，公司上半年末贷款总额同比增长 13.0%（vs14.2%，21Q1），保持平稳扩张，Q2 新增贷款投放中零售贷款占比 56.9%，我们预计主要归因于疫情缓和下消费、小额等个人贷款规模快速增长。负债端来看，公司上半年末存款总额同比增长 10.6%，增速较 1 季度基本保持平稳（vs10.8%，21Q1）。

■ 资产质量领先同业，拨备覆盖水平保持高位

公司上半年末不良率 0.83%，环比下降 3BP，继续保持国有大行中最低水平（上半年末大行平均不良率为 1.45%），我们测算公司上半年年化不良生成率 0.22%，较 20 年下降 20BP，继续保持绝对低位。前瞻性指标方面，公司上半年末关注率 0.48%，较 20 年末下降 5BP，综合来看，公司资产质量的表现继续保持优异。公司上半年末拨备覆盖率 421%，环比提升 4pct，继续保持大行中的最充裕水平。上半年末拨贷比 3.49%，环比下降 5BP。

■ 投资建议：新零售转型升级，看好估值修复

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”的模式、领先的网点数量、在县域和中西部地区的区位优势，负债端优势稳固，客户基础扎实。目前公司继续坚持零售主导、批发协同，促进“新零售”提质升级，加快推进“轻型化”发展，中收保持强劲增长。同时，公司把财富管理摆在了突出的位置，不断深入推进财富管理体系建设，上半年末零售 AUM 已经突破 12 万亿。因邮储银行 21 年中报业绩表现超预期，我们相应上调公司盈利预测，预计公司 2021/2022 年 EPS 分别为 0.85/0.97（原预测值分别为 0.77/0.85 元/股），对应利润增速分别为 22.0%/14.3%（原预测值分别为 10.9%/10.3%）。目前公司股价对应 21/22 年 PB 分别为 0.74x/0.67x，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）宏观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）中美摩擦升级导致外部风险抬升。

图表1 邮储银行 2021 年半年报财务报表核心指标

	百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
利润表 (累计)	营业收入	72,171	146,346	216,263	286,202	77,330	157,653
	YoY	5.4%	3.3%	2.8%	3.4%	7.1%	7.7%
	利息净收入	62,410	124,392	186,403	253,378	66,014	132,096
	YoY	5.5%	4.5%	4.0%	4.4%	5.8%	6.2%
	中收收入	4,294	8,290	14,952	16,495	6,510	11,429
	YoY	-12.5%	-11.2%	11.2%	12.8%	51.6%	37.9%
	资产减值损失	11,432	33,594	40,573	50,417	12,328	29,462
	YoY	1.6%	21.3%	1.8%	-9.0%	7.8%	-12.3%
	拨备前利润	34,094	69,821	97,943	118,553	36,552	75,213
	YoY	6.7%	2.0%	-0.9%	-0.5%	7.2%	7.7%
利润表 (单季)	归母净利润	20,094	33,658	52,844	64,199	21,201	41,010
	YoY	8.5%	-10.0%	-2.7%	5.4%	5.5%	21.8%
	营业收入	72,171	74,175	69,917	69,939	77,330	80,323
	YoY	5.4%	1.4%	1.7%	5.3%	7.1%	8.3%
资产负债表	归母净利润	20,094	13,564	19,186	11,355	21,201	19,809
	YoY	8.5%	-28.1%	13.5%	70.9%	5.5%	46.0%
	总资产	10,798,624	10,966,186	11,133,942	11,353,263	11,961,876	12,217,051
	YoY	6.5%	8.9%	10.1%	11.1%	10.8%	11.4%
	贷款总额	5,242,248	5,481,104	5,652,101	5,716,258	5,988,748	6,192,400
	YoY	15.6%	16.6%	16.6%	14.9%	14.2%	13.0%
	公司贷款	1,864,518	1,948,936	1,991,447	1,977,785	2,097,520	2,159,596
	YoY	14.0%	15.8%	14.9%	13.6%	12.5%	10.8%
	零售贷款	2,869,978	3,038,421	3,193,996	3,253,893	3,442,143	3,557,946
	YoY	17.6%	19.1%	21.3%	18.3%	19.9%	17.1%
	票据贴现	507,752	493,747	466,658	484,580	449,085	474,858
	YoY	11.1%	5.3%	-2.6%	0.4%	-11.6%	-3.8%
	存款总额	9,762,687	9,866,583	10,006,331	10,358,029	10,819,275	10,913,567
财务比率	YoY	6.8%	8.4%	9.2%	11.2%	10.8%	10.6%
	活期存款		3,490,491		3,767,318		3,718,815
	YoY		5.6%		8.5%		6.5%
	定期存款		6,372,274		6,588,095		7,190,632
	YoY		10.0%		12.8%		12.8%
	净息差		2.45		2.42	2.40	2.37
资产质量指标 (%)	贷款收益率		4.77		4.75		4.72
	存款成本率		1.57		1.59		1.64
	成本收入比	51.97	51.76	54.14	57.88	51.93	51.51
	ROE (年化)	15.77	12.65	13.17	11.84	14.80	13.30
资本充足指标 (%)	不良率	0.86	0.89	0.88	0.88	0.86	0.83
	关注率		0.53		0.53		0.48
	拨备覆盖率	387.30	400.12	403.21	408.06	416.98	421.33
	拨贷比	3.32	3.54	3.54	3.60	3.54	3.49
业务指标 (亿元)	核心一级资本充足率	9.64	9.17	9.51	9.6	9.91	9.74
	一级资本充足率	12.03	11.47	11.81	11.86	12.56	12.35
	资本充足率	14.57	13.97	13.86	13.88	14.54	14.32
业务指标 (亿元)	零售AUM		107,800		112,500		120,300
	YoY				12.5%		11.6%
	非保本理财产品余额		9,048		8,653		9,361
	YoY				6.8%		3.5%

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

注: 公司2020 年将信用卡分期付款手续费收入由手续费收入重分类至利息收入

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5,717,889	6,546,982	7,529,030	8,658,384
证券投资	3,914,650	4,110,383	4,315,902	4,531,697
应收金融机构的款项	552,034	552,034	552,034	552,034
生息资产总额	11,198,907	12,300,767	13,571,895	15,008,502
资产合计	11,353,263	12,470,310	13,758,959	15,215,366
客户存款	10,358,029	11,290,252	12,306,374	13,413,948
计息负债总额	10,583,080	11,579,919	12,679,319	13,894,247
负债合计	10,680,333	11,715,133	12,941,000	14,325,737
股本	86,979	92,384	92,384	92,384
归母股东权益	671,799	753,908	816,584	888,134
股东权益合计	672,930	755,177	817,958	889,629
负债和股东权益合计	11,353,263	12,470,310	13,758,959	15,215,366

资产质量

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
NPL ratio	0.88%	0.82%	0.80%	0.80%
NPLs	50,367	53,685	60,232	69,267
拨备覆盖率	408%	444%	456%	452%
拨贷比	3.59%	3.64%	3.64%	3.62%
一般准备/风险加权资产	3.64%	3.84%	4.01%	4.14%
不良贷款生成率	0.36%	0.30%	0.30%	0.30%
不良贷款核销率	-0.22%	-0.25%	-0.21%	-0.19%

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	253,378	274,053	301,727	333,305
净手续费及佣金收入	16,495	20,619	24,743	29,691
营业收入	286,010	310,809	342,606	379,133
营业税金及附加	-2,187	-2,377	-2,620	-2,899
拨备前利润	118,553	130,975	145,706	162,717
计提拨备	-50,398	-47,833	-50,674	-54,228
税前利润	68,136	83,142	95,033	108,489
净利润	64,318	78,483	89,707	102,410
归母净利润	64,199	78,338	89,542	102,220

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营管理				
贷款增长率	14.9%	14.5%	15.0%	15.0%
生息资产增长率	11.0%	9.8%	10.3%	10.6%
总资产增长率	11.1%	9.8%	10.3%	10.6%
存款增长率	11.2%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	10.4%	9.4%	9.5%	9.6%
净利息收入增长率	4.4%	8.2%	10.1%	10.5%
手续费及佣金净收入增长	12.8%	25.0%	20.0%	20.0%
营业收入增长率	3.5%	8.7%	10.2%	10.7%
拨备前利润增长率	-0.5%	10.5%	11.2%	11.7%
税前利润增长率	6.9%	22.0%	14.3%	14.2%
净利润增长率	5.4%	22.0%	14.3%	14.2%
非息收入占比	5.8%	6.6%	7.2%	7.8%
成本收入比	57.9%	57.2%	56.8%	56.4%
信贷成本	0.94%	0.78%	0.72%	0.67%
所得税率	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
盈利能力				
NIM	2.42%	2.38%	2.38%	2.38%
拨备前 ROAA	1.10%	1.10%	1.11%	1.12%
拨备前 ROAE	19.5%	18.4%	18.6%	19.1%
ROAA	0.60%	0.66%	0.68%	0.71%
ROAE	12.3%	13.4%	13.6%	14.1%
流动性				
分红率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
贷存比	55.20%	57.99%	61.18%	64.55%
贷款/总资产	50.36%	52.50%	54.72%	56.91%
债券投资/总资产	34.48%	32.96%	31.37%	29.78%
银行同业/总资产	4.86%	4.43%	4.01%	3.63%
资本状况				
核心一级资本充足率	9.60%	9.62%	9.63%	9.66%
资本充足率	13.88%	13.52%	13.17%	12.86%
加权风险资产(¥,mn)	5,651,439	6,207,484	6,848,949	7,573,921
RWA/总资产	49.8%	49.8%	49.8%	49.8%

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

免责条款：

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 2021 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

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033