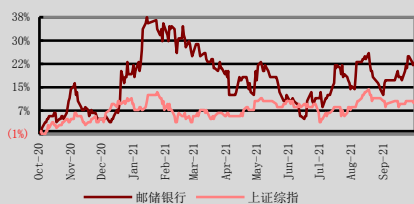


601658.SH

增持

原评级: 增持
市场价格: 人民币 5.34
板块评级: 强于大市
本报告要点

- 息差企稳，业绩高增

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.1	9.0	10.8	21.2
相对上证指数	17.5	9.6	5.4	11.8

发行股数(百万)	92,384
流通股(%)	12
总市值(人民币 百万)	493,330
3个月日均交易额(人民币 百万)	759
资本充足率(%) (2021Q3)	15.48
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	66

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 10 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《邮储银行: 业绩增速预计居大行首位, 资产质量持续优异》20210829

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行
证券分析师: 林媛媛

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

邮储银行

息差企稳，业绩高增

邮储银行前三季度营收增速向好，息差企稳，资产质量优异，盈利能力改善。公司手续费收入维持快增态势，印证零售转型持续有效推进。公司具备网点和零售客户基础优势，差异化的资产负债和信贷结构，在经济结构转型的宏观背景下，公司兼具资产质量优势和成长性，持续推荐。

支撑评级的要点

- 业绩大行翘楚，手续费收入靓丽

邮储银行上半年营收同比增 10.22%，手续费净收入实现 32.6% 的同比高增，主因代理、信用卡等业务的快速增长，促使手续费收入占营收比重提升至 7.07%，但仍有较大发展空间。营收改善、成本管控使得公司前三季度拨备前利润同比增 11.9%。在资产质量持续优异情况下，公司 3 季度减轻拨备计提力度，带动前三季度净利润实现 22.1% 的同比增长，增速预计居大行首位。

- 存贷比提升，息差企稳

邮储银行 3 季末贷款环比增 2.9%，信贷占总资产比重提升至 52.13%；其中，个人贷款占比较半年末提升 0.3 个百分点至 57.8%。3 季度贷款环比增速快于存款 (+1.0%，QoQ)，带动存贷比从半年末的 56.74% 提升至 57.82%。公司前三季度净息差为 2.37%，与上半年持平，但 3 季度单季息差环比 2 季度走阔，我们测算期初期末口径 3 季度息差环比 2 季度提升 7BP。我们认为主要受益于公司主动优化资产结构以及有效的负债端存款成本管控。

- 资产质量持续优异，不良生成保持低位

邮储银行 3 季末不良率环比下行 1BP 至 0.82%；关注类贷款占比环比下降 3BP 至 0.45%，显著低于上市银行平均水平，处于领先水平。根据公司披露，前三季度年化不良生成率 0.56%（上半年年化不良生成率为 0.56%），新生成不良同样保持绝对低位。3 季末拨备覆盖率环比提升 2 个百分点至 423%。

估值

- 考虑到公司结构优化带来的息差企稳以及零售转型下中收业务发力，我们上调公司 2021/2022 年 EPS 至 0.85/0.98 元（原为 0.77/0.86 元），目前股价对应 2021/2022 年市净率为 0.78x/0.71x，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、监管管控超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	276,378	286,010	320,878	356,311	396,906
变动 (%)	6.05	3.49	12.19	11.04	11.39
净利润	60,933	64,199	78,228	90,445	103,590
变动 (%)	16.5	5.4	21.9	15.6	14.5
净资产收益率 (%)	13.21	12.35	13.28	13.58	14.11
每股收益 (元)	0.70	0.69	0.85	0.98	1.12
原预测 (元)			0.77	0.86	0.95
变动 (%)			10.4	13.4	17.8
市盈率 (倍)	7.62	7.68	6.31	5.45	4.76
市净率 (倍)	0.94	0.91	0.78	0.71	0.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

事项:

邮储银行公布 2021 年 3 季报,前三季度归母净利润同比+22.07%(vs 上半年, +21.8%); 营收同比+10.22% (vs 上半年, +7.73%); 前三季度年化净息差 2.37%, 与上半年持平; 前三季度成本收入比为 53.2%, 同比下降 0.93 个百分点。前三季度年化 ROA0.74%, 同比提升 0.08 个百分点; 年化 ROE13.68%, 同比提升 0.51 个百分点。3 季末公司总资产 12.2 万亿元, 较年初+7.65%, 其中贷款较年初+11.46%, 存款较年初+6.39%。3 季末不良贷款率 0.82%, 拨备覆盖率 423%。3 季末核心一级资本充足率 10.00%, 资本充足率 15.48%。

业绩大行翘楚, 手续费收入靓丽

邮储银行上半年营收同比增 10.22%, 增速较上半年 (+7.73%) 进一步提升。拆分来看, 手续费净收入实现 32.6% 的同比高增, 主因公司加快推进财富管理体系建设, 加强业务联动和协同营销, 代理、信用卡、电子支付、托管等业务收入实现较快增长。前三季度手续费收入占营收比重提升至 7.07%, 但与可比同业仍有较大发展空间。前三季度利息净收入同比增 6.49%, 较上半年 (+6.19%, YoY) 提升 0.3 个百分点, 主要受益于息差的企稳。营收改善、成本管控使得公司前三季度拨备前利润同比增长 11.9%。在资产质量持续优异情况下, 公司 3 季度减轻拨备计提力度, 带动前三季度净利润实现 22.1% 的同比增长, 增速预计居大行首位。

存贷比提升, 息差企稳

邮储银行 3 季末贷款环比 2 季度增长 2.9%, 促使信贷占总资产比重进一步提升至 52.13%。其中, 3 季末个人/对公贷款分别环比增 3.5%/2.9%, 票据环比继续压降 1.8%, 收益率较高的个人贷款占比较半年末提升 0.3 个百分点至 57.8%。3 季度贷款环比增速快于存款 (+1.0%, QoQ), 带动存贷比从半年末的 56.74% 提升至 57.82%。从存款结构来看, 个人存款是 3 季度增量的主要来源, 个人存款环比 2 季度增 1.5%, 而对公存款环比下降 2.6%, 或与公司主动调整存款结构、压降高息存款相关。

公司前三季度净息差为 2.37%, 与上半年持平, 但 3 季度单季息差环比 2 季度走阔, 我们测算期初期末口径 3 季度息差环比 2 季度提升 7BP。我们认为主要受益于公司主动优化资产结构, 存贷比、信贷占比以及个人贷款占比提升; 同时负债端存款成本管控持续, 提升短期、活期存款占比, 个人存款活期占比较半年末提升 0.18 个百分点。

资产质量持续优异, 不良生成保持低位

邮储银行资产质量保持优异, 3 季末不良率环比下行 1BP 至 0.82%; 关注类贷款占比环比下降 3BP 至 0.45%, 不良+关注贷款率显著低于上市银行平均水平, 处于领先水平。根据公司披露, 前三季度年化不良生成率 0.56% (上半年年化不良生成率为 0.56%), 新生成不良同样保持绝对低位。3 季末拨备覆盖率环比提升 2 个百分点至 423%, 拨备覆盖率水平处于上市银行第一梯队, 风险抵御能力较强。

投资建议

邮储银行前三季度营收增速向好, 息差企稳, 资产质量优异, 盈利能力改善。公司手续费收入维持快速增长态势, 印证零售转型持续有效推进。公司具备网点和零售客户基础优势, 差异化的资产负债和信贷结构, 在经济结构转型的宏观背景下, 公司兼具资产质量优势和成长性。考虑到公司结构优化带来的息差企稳以及零售转型下中收业务发力, 我们上调公司 2021/2022 年 EPS 至 0.85/0.98 元 (原为 0.77/0.86 元), 对应净利润增速为 21.9%/15.6% (原为 11.4%/10.9%), 目前股价对应 2021/2022 年市净率为 0.78x/0.71x, 维持**增持**评级。

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.70	0.69	0.85	0.98	1.12
BVPS (摊薄/元)	5.75	6.25	6.87	7.55	8.34
每股股利	0.21	0.22	0.25	0.29	0.34
分红率(%)	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	4,975	5,718	6,461	7,301	8,250
证券投资	3,680	3,926	4,122	4,328	4,545
应收金融机构的款项	445	552	662	729	802
生息资产总额	10,088	11,210	12,360	13,582	14,941
资产合计	10,217	11,353	12,518	13,756	15,132
客户存款	9,314	10,358	11,394	12,533	13,787
计息负债总额	9,583	10,583	11,619	12,758	14,012
负债合计	9,672	10,680	11,724	12,899	14,202
股本	86	87	92	92	92
股东权益合计	544	672	792	856	928
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	243	253	275	302	332
净手续费及佣金收入	15	16	22	30	41
营业收入	276	286	321	356	397
营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
拨备前利润	119	119	133	148	164
计提拨备	(55)	(50)	(50)	(52)	(54)
税前利润	64	68	83	96	110
净利润	61	64	78	90	104
资产质量					
NPL ratio(%)	0.86	0.88	0.82	0.82	0.82
NPLs	43	50	53	60	68
拨备覆盖率(%)	389	408	430	420	412
拨贷比(%)	3.35	3.59	3.52	3.45	3.38
一般准备/风险加权资(%)	3.36	3.64	3.65	3.68	3.70
不良贷款生成率(%)	0.48	0.36	0.50	0.50	0.45
不良贷款核销率(%)	(0.36)	(0.22)	(0.46)	(0.40)	(0.35)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营管理 (%)					
贷款增长率	16.31	14.93	13.00	13.00	13.00
生息资产增长率	7.18	11.12	10.26	9.89	10.00
总资产增长率	7.36	11.12	10.26	9.89	10.00
存款增长率	7.96	11.21	10.00	10.00	10.00
付息负债增长率	7.04	10.44	9.79	9.81	9.82
净利息收入增长率	3.66	4.41	8.38	10.06	9.95
手续费及佣金净收入增长率	1.31	12.80	35.00	35.00	35.00
营业收入增长率	6.05	3.49	12.19	11.04	11.39
拨备前利润增长率	9.38	(0.49)	12.15	11.01	11.36
税前利润增长率	19.18	6.89	21.85	15.62	14.53
净利润增长率	16.48	5.36	21.85	15.62	14.53
非息收入占比	5.29	5.77	6.94	8.44	10.23
成本收入比	56.66	57.92	57.92	57.92	57.92
信贷成本	1.20	0.94	0.82	0.75	0.70
所得税率	4.25	5.60	5.60	5.60	5.60
盈利能力 (%)					
NIM	2.53	2.42	2.37	2.37	2.37
拨备前 ROAA	1.21	1.10	1.11	1.12	1.14
拨备前 ROAE	23.40	19.50	18.16	17.91	18.43
ROAA	0.62	0.60	0.66	0.69	0.72
ROAE	13.21	12.35	13.28	13.58	14.11
流动性 (%)					
分红率	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	53.41	55.20	56.71	58.25	59.84
贷款/总资产	48.69	50.36	51.62	53.08	54.52
债券投资/总资产	36.02	34.58	32.93	31.46	30.03
银行同业/总资产	4.36	4.86	5.29	5.30	5.30
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	9.90	9.60	9.58	9.64	9.73
资本充足率	13.52	13.88	13.47	13.18	12.95
加权风险资产-一般法	4,970	5,651	6,231	6,847	7,532
% RWA/总资产(%)	48.64	49.78	49.78	49.78	49.78

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371