

601658.SH

增持

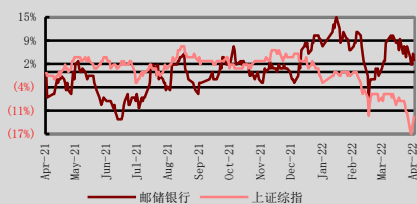
原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.41

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 非息靓丽促收入多元化, 庞大客群支撑高成长

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.8	1.1	(3.7)	3.5
相对上证指数	21.0	6.0	5.6	15.8

发行股数(百万)	92,384
流通股(%)	12
总市值(人民币 百万)	499,797
3个月日均交易额(人民币 百万)	925
资本充足率(%) (2022Q1)	14.99
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	67

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《邮储银行: 非息收入持续快速增长》20220403

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: 国有大型银行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)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

非息靓丽促收入多元化, 庞大客群支撑高成长

业绩摘要: 邮储银行 1 季度实现净利润 250 亿元, 同比增长 17.8%, 营业收入同比增长 10.1%; 成本收入比 51.79%, 同比下降 0.14 个百分点。季末总资产较年初增长 5.45%, 贷款增长 5.50%, 存款增长 4.98%。季末不良率 0.82%, 拨备覆盖率 414%, 核心一级/资本充足率 9.61%/14.99%。1 季度年化 ROA 和 ROE 分别为 0.78% 和 14.82%, 同比提高 4BP、2BP。

邮储银行 1 季度业绩领跑大行, 规模扩张提速、非息高增、成本收入比改善以及资产质量稳健带动 ROE 的同比改善。公司个人客户超 6.4 亿户, 庞大的基础客群支撑成长性。短期需跟踪疫情影响。持续看好, 积极推荐。

支撑评级的要点

- 非息持续高增, 业绩大行领先

邮储银行 1 季度净利润同比增长 17.8%, 继续领跑大行。从边际来看, 1 季度净利润增速较 2021 年 (+18.6%, YoY) 小幅放缓 0.8 个百分点, 在手续费增速高增背景下 (+39.6%, YoY), 主要受息差收窄、利息净收入增速放缓的影响。1 季度利息净收入同比增长 4.1%, 增速较 2021 年放缓 2.2 个百分点。1 季度营收同比增长 10.1%, 较 2021 年 (+11.4%, YoY) 放缓 1.3 个百分点。

1 季度拨备对业绩正贡献持续, 信用减值损失 116 亿元, 同比下降 5.91%。需要注意的是, 贷款损失计提规模为 120 亿元, 同比增长 21%, 或与 1 季度经济形势更复杂、公司加强资产质量管控相关, 后续需结合更详细的数据判断。

- 扎实基础客群支持收入多元化

公司手续费收入表现亮眼, 增速较 2021 年 (+33.4%, YoY) 继续上行, 预计由代理等业务收入带来。1 季度手续费收入占营收比重同比提升 2.25 个百分点至 10.67%。我们认为公司客群基础庞大, 且公司坚持中间业务发展战略、不断丰富产品线, 中收占比仍有提升空间。1 季末, 公司个人客户超 6.4 亿户; 零售 AUM 较 2021 年末 (12.53 万亿元) 进一步增长至 13 万亿元。

估值

- 我们维持公司 2022/2023 年 EPS 为 0.94/1.07 元的预测, 目前股价对应 2022/2023 年市净率为 0.69x/0.61x, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 疫情反复、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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入-扣除其他成本	286,202	318,762	357,856	409,091	468,813
变动(%)	3.39	11.38	12.26	14.32	14.60
净利润	64,199	76,170	86,927	99,252	113,344
变动(%)	5.36	18.65	14.12	14.18	14.20
净资产收益率(%)	12.35	12.91	12.79	12.83	12.88
每股收益(元)	0.74	0.82	0.94	1.07	1.23
市盈率(倍)	7.33	6.56	5.75	5.04	4.41
市净率(倍)	0.87	0.79	0.69	0.61	0.53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

业绩摘要: 邮储银行 1 季度实现净利润 250 亿元, 同比增长 17.8%。其中, 利息净收入同比增长 4.1%, 手续费净收入同比增长 39.6%, 营业收入同比增长 10.1%; 成本收入比 51.79%, 同比下降 0.14 个百分点。季末总资产较年初增长 5.45%, 贷款较年初增长 5.50%, 存款较年初增长 4.98%。季末不良率 0.82%, 拨备覆盖率 269%, 拨贷比 2.95%, 核心一级/资本充足率 9.61%/14.99%。公司 1 季度年化 ROA 和 ROE 分别为 0.78% 和 14.82%, 同比提高 4BP、2BP。

非息持续高增, 业绩大行领先

邮储银行 1 季度净利润同比增长 17.8%, 继续领跑大行。从边际来看, 1 季度净利润增速较 2021 年 (+18.6%, YoY) 小幅放缓 0.8 个百分点, 在手续费增速高增背景下 (+39.6%, YoY), 主要受息差收窄、利息净收入增速放缓的影响。1 季度利息净收入同比增长 4.1%, 增速较 2021 年放缓 2.2 个百分点。1 季度营收同比增长 10.1%, 较 2021 年 (+11.4%, YoY) 放缓 1.3 个百分点。

1 季度非他非息收入同比增长 53.3%, 主要来自投资收益带来, 或由交易贡献。

1 季度拨备对业绩正贡献持续, 信用减值损失 116 亿元, 同比下降 5.91%。需要注意的是, 1 季度贷款损失计提规模为 120 亿元, 同比增长 21%, 或与 1 季度经济形势更复杂、公司对资产质量管控力度加大相关, 后续需结合更详细的数据判断。

扎实基础客群支持收入多元化

公司以财富管理体系升级为主线, 1 季度手续费收入表现亮眼, 实现 39.6% 的同比增速, 增速较 2021 年 (+33.4%, YoY) 继续上行, 预计由代理等业务收入带来。1 季度手续费收入占营收比重同比提升 2.25 个百分点至 10.67%。我们认为公司客群基础庞大, 且公司坚持中间业务发展战略、不断丰富产品线, 中收占比仍有提升空间。

1 季末, 公司个人客户超 6.4 亿户。其中, VIP 客户较上年末增长 236 万户至近 4,500 万户, 财富客户较上年末增长 32 万户至 388 万户。1 季末零售 AUM 较 2021 年末 (12.53 万亿元) 进一步增长至 13 万亿元。

规模扩张提速, 存款结构调优促成本改善

邮储银行 1 季末贷款较年初增长 5.5%, 同比增长 13.9%, 较 2021 年 (+13.2%, YoY) 提速。1 季末存贷比和信贷资产占比较上年末分别提升 0.28 个和 0.02 个百分点。其中, 对公/个人贷款较年初增长 9.3%/3.7%。对公贷款中, 公司加大对交通基础设施、清洁能源、生态环保等重点领域的信贷投放; 零售贷款中, 公司加强对小额贷款和个人消费贷款的支持力度。

负债端, 公司 1 季度存款较年初增长 5.0%, 对公/零售存款分别增长 3.6%/5.2%。根据公司披露, 公司着力发展低成本存款, 新增个人存款主要是一年期及以下存款, 成本较高的三年期存款持续压降。

公司 1 季度净息差 2.32%, 同比下降 8BP, 较 2021 年 (2.36%) 收窄 4BP。边际来看, 根据我们测算, 1 季度息差环比 2021 年 4 季度收窄, 主要由资产端收益率拖累。尽管贷款占比较年初小幅提速, 但 1 季度对公贷款增速超零售, 对息差带来季节性扰动。公司 1 季度负债端成本环比改善, 预计受益于存款结构调优和成本管理。

账面指标优异，需跟踪疫情影响

邮储银行资产质量稳健，1季末不良率与年初持平为 0.82%，不良率保持上市银行优异水平。1季末关注类贷款占比较年初上行 1BP 至 0.48%；逾期率较年初上升 4BP 至 0.93%。我们认为 1 季度资产质量前瞻性指标的小幅波动，或因疫情反复对部分小微企业和个人客户收入带来影响，需跟踪疫情动态。但公司资产质量总体优异，无论是账面指标或是不良生成率绝对水平均保持低位。根据公司披露，1 季度不良生成率（年化）为 0.6%，同比提升 8BP，与 2021 年持平。由于公司 1 季度拨备计提力度边际减弱，拨备覆盖率与年初小幅下行 5 个百分点至 414%，但拨备基础仍然厚实。

风险提示：

疫情反复，经济超预期下行。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。2022 年以来疫情反复，或对经济数据带来负面影响。如果经济超预期下行，或将影响公司业务开展，资产质量亦存在恶化风险，从而影响公司业绩表现。

金融监管超预期。2021 年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (RMB)					
PE	7.33	6.56	5.75	5.04	4.41
PB	0.87	0.79	0.69	0.61	0.53
PB 扣除商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS	0.74	0.82	0.94	1.07	1.23
BVPS	6.25	6.89	7.83	8.91	10.14
每股拨备前利润	1.36	1.39	1.58	1.80	2.07
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	11.20	11.19	10.29	11.62	11.63
贷款增长	14.92	12.91	12.90	12.50	12.50
存款增长	11.21	9.62	9.62	9.62	9.62
贷款收益率	4.81	4.72	4.68	4.69	4.71
生息资产收益率	3.86	3.77	3.77	3.79	3.81
存款付息率	1.57	1.61	1.63	1.63	1.63
计息负债付息率	1.62	1.64	1.65	1.65	1.65
净息差	2.35	2.25	2.24	2.28	2.33
风险成本	0.94	0.77	0.77	0.78	0.80
净手续费增速	5.48	6.32	10.44	13.07	13.90
成本收入比	57.88	59.01	58.50	58.50	58.50
所得税税率	5.60	6.04	6.04	6.04	6.04
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	0.60	0.64	0.66	0.68	0.71
ROAE	12.35	12.91	12.79	12.83	12.88
净利息收入	2.35	2.25	2.24	2.30	2.39
非净利息收入	0.30	0.41	0.45	0.50	0.53
营业收入	2.65	2.66	2.70	2.80	2.92
营业支出	1.56	1.59	1.60	1.66	1.73
拨备前利润	1.10	1.07	1.10	1.14	1.19
拨备	0.47	0.39	0.40	0.41	0.43
税前利润	0.63	0.68	0.70	0.73	0.75
税收	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	5.48	6.32	10.44	13.07	13.90
营业收入	3.39	11.38	12.26	14.32	14.60
拨备前利润	(0.49)	8.06	13.68	14.34	14.63
归属母公司利润	5.36	18.65	14.12	14.18	14.20
资产质量 (%)					
不良率	0.78	0.75	0.95	1.08	1.16
拨备覆盖率	463.51	455.71	369.11	330.13	310.11
拨贷比	3.60	3.42	3.51	3.57	3.60
不良净生成率 (测算)	0.31	0.29	0.55	0.55	0.55

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币百万元)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表:					
利息收入	416,252	451,567	499,547	557,905	626,007
利息支出	(162,874)	(182,185)	(202,047)	(221,509)	(242,847)
净利息收入	253,378	269,382	297,500	336,396	383,161
手续费净收入	16,495	22,007	27,509	31,635	36,380
营业收入	286,202	318,762	357,856	409,091	468,813
业务及管理费	(165,649)	(188,102)	(209,346)	(239,318)	(274,255)
拨备前利润	118,553	128,112	145,636	166,525	190,886
拨备	(50,417)	(46,658)	(52,679)	(60,388)	(69,679)
税前利润	68,136	81,454	92,958	106,137	121,207
税后利润	64,318	76,532	87,341	99,723	113,883
归属母公司净利润	64,199	76,170	86,927	99,252	113,344
资产负债表					
贷款总额	5,716,258	6,454,099	7,286,678	8,197,512	9,222,202
贷款减值准备	(205,527)	(220,543)	(256,069)	(292,626)	(332,229)
贷款净额	5,510,731	6,233,556	7,030,609	7,904,887	8,889,973
债券投资	3,908,846	4,336,732	4,813,773	5,343,287	5,931,049
存放央行	1,169,806	1,189,458	1,254,547	1,375,186	1,507,426
同业资产	552,034	636,104	559,772	615,749	677,324
其他资产	210,216	188,380	295,533	73,425	(199,598)
生息资产	11,346,944	12,616,39	13,914,76	15,531,73	17,338,00
资产总额	11,351,633	12,584,23	13,954,23	15,312,53	16,806,17
存款	10,358,029	11,354,07	12,445,89	13,642,71	14,954,61
同业负债	167,077	249,333	274,266	301,693	331,862
发行债券	57,974	81,426	89,569	98,525	108,378
计息负债	10,583,080	11,684,83	12,809,73	14,042,93	15,394,85
负债总额	10,680,333	11,792,32	13,071,15	14,329,52	15,709,04
股本	86,979	92,384	92,384	92,384	92,384
资本公积	100,906	125,486	125,486	125,486	125,486
盈余公积	42,688	50,105	58,839	68,811	80,200
一般风险准备	130,071	157,367	178,220	186,775	195,740
未分配利润	180,572	198,840	256,593	337,790	431,319
股东权益	672,930	795,549	883,076	983,010	1,097,132
资本状况 (%)					
资本充足率	13.88	14.78	16.44	19.08	21.62
核心一级资本充足率	9.60	9.92	9.97	10.83	11.76
杠杆率	16.87	15.82	15.80	15.58	15.32
RORWA	1.21	1.27	1.28	1.34	1.46
风险加权系数	49.78	50.86	51.94	49.61	47.37

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。

本报告期内含保密信息，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