

# 大零售业务表现出色，营收和利润均双位数增长

## 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:	6.09/4.46
目标价格:		总市值(亿)	4,166.52
最新收盘价:	4.51	自由流通市值(亿)	4,182.87
		自由流通股数(百万)	92,746.47

### 事件概述:

邮储银行发布 2022 年中报: 22H1 实现营业收入 1734.61 亿元(+10.03%, YoY), 营业利润 526.20 亿元(+15.18%, YoY), 归母净利润 471.14 亿元(+14.88%, YoY)。中期总资产 13.43 万亿元(+9.90%, YoY; +1.15%, QoQ), 存款 12.12 万亿元(+11.08%, YoY; +1.70%, QoQ), 贷款 6.99 万亿元(+12.90%, YoY; +2.68%, QoQ)。零售 AUM 13.41 万亿元(较年初+7.03%)。净息差 2.27%(-10bp, YoY); 不良贷款率 0.83%(+1bp, QoQ), 拨备覆盖率 409.25%(-4.33pct, QoQ), 拨贷比 3.40%(+0.05pct, QoQ); 资本充足率 14.60%(-0.39pct, QoQ); 年化 ROE 13.35%(+0.05pct, YoY)。

### 分析判断:

#### ► 财富业务逆势高增驱动营收实现较快增长，信用成本下行反哺利润释放

邮储银行上半年营收同比+10%，基本持平 Q1，其中净利息收入受息差下行和生息资产稳健增长影响，同比小幅正增 3.8%，主要由手续费净收入和其他非息收入贡献 56.4% 和 30.7% 的高增速。**中收具体结构来看:** 1) 财富管理转型升级下，上半年代理类中收实现 19% 的较快增长，继续贡献手续费收入的约 40%；理财业务手续费收入是上年同期的 1.6 倍，据公司披露主要是净值型产品规模增加以及推进净值型产品转型的一次性因素；托管佣金也实现 15% 的增长。虽然上半年资本市场波动影响银行业整体财富业务创收乏力，邮储业务表现依然亮眼。一方面客群稳步扩容，截至中期个人客户数已达 6.44 亿户，较年初仍有 1.1% 的增长，其中 10 万以上 VIP 客户和 50 万以上财富客户数贡献 8.5% 和 14% 的增幅。另一方面对应零售总 AUM 突破 13.4 万亿元，较年初增幅 7%，户均 AUM 首次突破 2 万元；且上半年 8800 亿元的 AUM 增量中，财富客户占比超 40%，产品类型来看，非储蓄资产贡献 26%、高于存量占比。未来客户分层和产品体系的完善，以及队伍专业能力的提升，将进一步赋能财富业务。2) 投行业务贡献 38.4% 的收入增速；此外，公司交易银行业务表现亮眼，如结算与现金管理方面，银企直联集团客户累计交易量同比+65.90%，开放式缴费业务有效收费单位同比+91.97%、累计交易金额同比+135.81% 等，带动交易银行业务中收贡献 57% 的高增速。

稳健的营收端驱动，叠加公司上半年减值同比少计提 8% (贷款减值同比多计提 64%，主要是金融投资等非信贷类减值计提缩量)，贡献归母净利润同比+14.9%，相较银保监会披露的大行上半年 6% 的利润增速，体现了较强的成长性。

#### ► 贷款快增以量补价，小微业务快增贡献零售增量

上半年净息差收录 2.27%，同比和环比 Q1 分别降 10BP、5BP。其中负债成本率持平上年同期，且存款付息率同比降 1BP，上半年存款增量以对公存款和个人定期存款为主，存款定期化程度上行，但同时定期存款付息率同比回落以稳定成本。主要压力来自于资产端，上半年贷款和投资资产收益率分别同比降 11BP 和 13BP，个贷和对公贷款降幅分别为 7BP、8BP，票据利率降幅较大有 67BP，新发放普惠小微贷款平均利率 4.92%、较上年全年降 27BP。

息差下行压力下，公司通过规模扩增形成“以量补价”。中期总资产、贷款分别同比+9.9%、+12.9%，环比一季度降幅 1pct 左右，贷款投放同比多增，拉动资产端贷款占比提升；同时投资资产也实现双位数增速，主要增加了政府债、证券基金和资管计划的配置，有一定的免税效应。

信贷投放结构上，零售贷款较年初+5.2% 低于对公贷款 11.8% 的增幅，且二季度增长仍弱于对公。增量来看，上半年 5370 亿元贷款增量中，一半来自一般对公贷款，零售贡献度 36.5% (21H1 为 64%)。一方面，对公贷款投放聚焦制造业和基建，分别占对公贷款余额增量的 22%、27%，房地产业余额占比小幅提升至 7%；另一方面，零售端消费

贷和信用卡余额较年初压降，风险抬升下业务结构有所调整，同时小额贷款贡献了80%以上的零售增量，规模较年初+17.8%。邮储银行普惠金融业务布局力度加码，中期普惠小微贷款余额较年初+13.8%至1.09万亿元，带动占贷款的比例提升0.7pct至15.6%，并且加快业务转型升级下线上化程度提升，上半年小额贷款线上放款笔数占比近95%，中期线上化小微贷款较年初扩增37%，占全部普惠小微贷款的90%。

► **个贷和地产相关行业不良率有所显现，但对公贷款不良双降、存量指标保持优异**

邮储银行中期不良率季度环比微升1BP至0.83%。**结构上：1) 对公贷款存量指标优异**，一方面不良较年初双降，不良额较年初压降19%，带动不良率降22BP至仅0.56%；另一方面披露的不良生成率较2021年仅微升1BP至0.29%，绝对水平较低。**2) 主要是个贷不良有所显现**，各类型零售贷款不良率上浮，按揭、消费贷、信用卡和小额贷分别较年初上行8BP/72BP/16BP/4BP至0.52%/2.27%/1.11%/1.82%，不良生成率均较2021年抬升，整体个贷不良生成率增长25BP至1.17%，其中消费贷上行幅度较大。**3) 对公贷款不同行业间质量有所分化**，交运仓储、制造业、批发零售业等行业不良贷款实现量率双降（交运行业不良额降至年初规模的1/3），结构性风险体现在房地产业、租赁商务、农林牧渔、住宿餐饮行业不良率有所上升，其中贷款占比7%的房地产业不良率1.01%，较年初0.02%的水平有所显性化。

前瞻指标来看，关注类贷款占比0.51%，环比Q1上行3BP，但逾期率在一季度走高后环比回落2BP至0.91%，潜在风险水平较低。同时公司不良认定非常严格，逾期90+/不良较年初降1.1pct至73.1%，逾期30+/不良达到93.36%。信贷减值同比多计提之下，中期拨覆率环比再降4pct至409.25%，预计处置力度加大，符合监管对于大行降拨备的引导，并且仍具备较高的安全边际。

**投资建议：**

邮储银行上半年营收增速和业绩增速继续保持较高水平，息差下行压力下，中收、规模、信用成本对业绩形成正贡献。亮点关注：一方面财富业务表现突出，零售和财富客群稳步扩容，驱动相关中收逆势快增，交易银行业务体量也实现高增；另一方面资产质量整体稳健，虽然零售和地产相关不良率有波动，但对公贷款不良实现双降；此外消费贷阶段性缩量下，小额贷款成为零售端重要抓手，未来得益于广泛的客群和渠道覆盖面，业务空间广阔。

我们看好邮储银行零售业务基因和财富战略推进成效，维持公司22-24年营收3453/3742/4135亿元的预测，归母净利润874/978/1096亿元的预测，对应增速为14.76%/11.93%/12.01%；维持22-24年EPS 0.92/1.03/1.16元的预测，对应2022年8月22日4.51元/股收盘价，PB分别为0.60/0.55/0.50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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	286,202	318,762	345,280	374,182	413,523
YoY (%)	3.39	11.38	8.32	8.37	10.51
归母净利润	64,199	76,170	87,414	97,841	109,586
YoY (%)	5.36	18.65	14.76	11.93	12.01
每股收益(元)	0.67	0.80	0.92	1.03	1.16
每股净资产(元)	5.89	6.89	7.52	8.22	9.02
ROE(%)	10.56	10.39	10.62	11.06	11.49
市净率	0.77	0.65	0.60	0.55	0.50

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

分析师：李晴阳

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	百万元；元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
平均生息资产	10,787,199	11,974,839	13,215,550	14,503,258	15,892,304	ROAA (%)	0.60	0.64	0.66	0.68	0.69
净息差	2.42	2.36	2.31	2.33	2.35	ROAE (%)	10.56	10.39	10.62	11.06	11.49
利息收入	416,252	451,567	494,855	544,582	608,275	每股净资产	5.89	6.89	7.52	8.22	9.02
利息支出	162,874	182,185	204,345	230,363	260,948	EPS	0.67	0.80	0.92	1.03	1.16
净利息收入	253,378	269,382	290,510	314,219	347,327	股利	19,262	22,856	27,055	30,283	33,918
非息收入						DPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
手续费和佣金收入	16,495	22,007	25,968	31,162	37,394	股息支付率	31	31	31	31	31
交易性收入	15,182	26,044	27,473	27,473	27,473	发行股份	86,979	92,384	92,384	92,384	92,384
其他收入	1,147	1,329	1,329	1,329	1,329						
非息总收入	32,824	49,380	54,770	59,964	66,196						
非息费用						<b>业绩数据</b>					
业务管理费	165,649	188,102	201,265	219,364	241,400	<b>增长率 (%)</b>					
其他费用	192	129	87	58	39	净利息收入	4.4	6.3	7.8	8.2	10.5
营业税金及附加	2,187	2,468	5,498	6,308	7,189	非利息收入	-3.8	50.4	10.9	9.5	10.4
非息总费用	168,028	190,699	206,849	225,731	248,628	非利息费用	5.7	13.5	8.5	9.1	10.1
税前利润	68,136	81,454	93,398	105,115	117,913	归母净利润	5.4	18.6	14.8	11.9	12.0
所得税	3,818	4,922	5,984	7,274	8,326	平均生息资产	9.5	11.0	10.4	9.7	9.6
归母净利润	64,199	76,170	87,414	97,841	109,586	总付息负债	10.4	10.4	10.1	9.6	9.7
						风险加权资产	13.7	13.3	10.9	10.8	10.5
<b>资产负债表数据</b>						营业收入分解 (%)					
总资产	11,353,263	12,587,873	13,822,225	15,117,874	16,552,245	净利息收入占比	88.5	84.5	84.1	84.0	84.0
贷款总额	5,716,258	6,454,099	7,270,222	8,156,967	9,112,244	佣金手续费收入占比	5.8	6.9	7.5	8.3	9.0
客户存款	10,358,029	11,354,073	12,489,480	13,675,981	14,975,199	营业效率 (%)					
其他付息负债	225,051	330,759	371,669	415,584	477,392	成本收入比	57.9	59.0	58.3	58.6	58.4
股东权益	671,799	794,091	852,126	917,360	990,704	流动性 (%)					
<b>资产质量</b>						贷款占生息资产比	49.6	50.8	51.9	53.2	54.3
不良贷款	50,367	52,685	57,714	62,090	67,432	<b>资本 (%)</b>					
不良率	0.88	0.82	0.79	0.76	0.74	核心一级资本充足率	9.6	9.9	9.8	9.6	9.6
贷款损失拨备	205,527	220,543	248,169	275,679	306,816	一级资本充足率	11.9	12.4	12.0	11.6	11.4
拨备覆盖率	408	419	430	444	455	资本充足率	13.9	14.8	14.4	14.2	13.9
拨贷比	3.60	3.42	3.41	3.38	3.37						
信用成本 (%)	1.00	0.48	0.63	0.54	0.53						

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。