

## 邮储银行(601658.SH)

## 非息助推营收快增，资产质量持续领跑同业

## 强烈推荐（维持）

股价：4.51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/67.38%
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)	4,167
流通A股市值(亿元)	508
每股净资产(元)	7.06
资产负债率(%)	93.7

## 行情走势图



## 相关研究报告

《邮储银行“601658”中收增速亮眼，资产质量保持优异》 2021-05-01

《邮储银行“601658”盈利保持快增，发力零售改善持续》 2022-03-31

## 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

黄韦涵 一般证券从业资格编号  
S1060121070072  
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



## 事项：

邮储银行发布半年报，2022年上半年公司实现营业收入1735亿元，同比增长10.0%，实现归母净利润471亿元，同比增长14.9%。ROE13.35%，同比上升0.05pct。上半年末总资产13.4万亿元，较年初增长6.7%，其中贷款较年初增长8.3%；存款较年初增长6.8%。

## 平安观点：

■ **非息助推营收靓丽增长，财富管理加速转型升级。**邮储银行上半年归母净利润同比增长14.9%（vs+17.8%，22Q1），保持两位数的快增，营收表现同样亮眼，上半年实现营收同比增长10.0%（vs+10.1%，22Q1），预计公司营收增速处于可比同业领先，我们认为在当前经济形势下公司营收增速能够保持平稳主要得益于非息收入的强劲增长。分项来看：1）上半年净利息收入同比增长3.8%（vs+4.1%，22Q1），我们判断公司在规模保持快增的背景下，净利息收入增速回落主要受到息差收窄的负面影响；2）上半年手续费及佣金净收入同比增长56.4%（vs+39.6%，22Q1），在去年低基数因素影响下增速维持高位，值得注意的是，对营收的贡献程度较去年同期提升3.1pct至10.3%，我们判断得益于财富管理业务实现高速发展和突破——依托于中邮理财净值型产品规模的快增，公司上半年理财业务手续费收入为去年同期的2.6倍，占中收比重同比提升9pct至18%，成为公司中收高增的主要推动，此外对中收贡献最大的代理业务收入（占中收比重39%）同样保持良好增长势头，同比增长19.1%。3）上半年公司其他非息收入同比增长30.7%，贡献公司营收比例达到10.6%，其中投资收益强势增长，同比增长73.8%。

■ **息差收窄符合预期，负债端成本保持平稳。**公司上半年净息差2.27%（vs2.40%，22Q1），较21年收窄9BP，与行业整体趋势一致处于近年来的最低水平，基本符合预期。我们认为息差收窄主要源自公司上半年资产端收益率尤其是贷款定价下行的影响，上半年公司贷款收益率较21年下降7BP至4.61%，推动生息资产收益率下降6BP至3.89%，我们认为一定程度与疫情影响下贷款结构向对公调整有关，对公/零售贷款分别较年初增长11.8%/5.2%，零售信贷占贷款比重较年初下降2pct至57%。负债端体现出较强的成本管控能力，上半年付息负债成本率1.65%、存款成本率1.63%，均较上年持平，我们认为得益于公司扎实的活期存款基础，上半年存款较年初增长6.8%，其中对公活期存款较年初增长7.0%。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,010	318,633	353,658	387,675	425,970
YOY(%)	3.5	11.4	11.0	9.6	9.9
归母净利润(百万元)	64,199	76,170	88,249	100,958	115,458
YOY(%)	5.4	18.6	15.9	14.4	14.4
ROE(%)	12.3	12.9	13.3	14.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.69	0.82	0.96	1.09	1.25
P/E(倍)	6.5	5.5	4.7	4.1	3.6
P/B(倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4

- **零售推动不良率抬升，风险抵补能力充足。**公司上半年末不良率 0.83% (vs 0.82%，22Q1)，分项来看，对公贷款不良率较上年下降 22BP 至 0.56%，零售贷款不良率较上年提升 17BP 至 1.11%，其中信用类资产如消费贷、信用卡的不良率抬升幅度较大。公司上半年的年化不良生成率 0.77% (vs 0.60%，21A)，其中对公/零售贷款年化不良生成率分别较 21 年提升 1BP、25BP 至 0.29%、1.17%，我们认为上半年在疫情扰动下零售资产对资产质量的扰动更为明显，后续变化仍有待观察，但得益于对公资产质量指标的大幅改善，整体资产质量指标仍然保持平稳，位于同业绝对领先水平。前瞻性指标方面，公司上半年末关注率 0.51%，环比上升 3BP，未来资产质量压力预计可控。风险抵补能力继续优于对标同业，上半年末拨备覆盖率 409%，环比下降 4.33pct，拨贷比 3.40%，环比上升 1BP，拨备释放仍有空间。
- **投资建议：零售转型初见成效，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”的独特模式、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，有利于公司在当前经济环境下保持发展韧性。结合公司半年报，我们维持公司 22-24 年盈利预测，对应 EPS 分别为 0.96/1.09/1.25 元，对应盈利增速分别为 15.9%/14.4%/14.4%。目前邮储银行对应 22/23/24 年 PB 分别为 0.53x/0.48x/0.44x，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) 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) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 邮储银行 2022 年半年报财务报表核心指标

	百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
利润表 (累计)	营业收入	77,330	157,653	238,358	318,762	85,170	173,461
	YoY	7.1%	7.7%	10.2%	11.4%	10.1%	10.0%
	利息净收入	66,014	132,096	200,890	269,382	68,716	137,117
	YoY	5.8%	6.2%	6.5%	6.3%	4.1%	3.8%
	中收收入	6,510	11,429	16,849	22,007	9,087	17,880
	YoY	51.6%	37.9%	32.6%	33.4%	39.6%	56.4%
	信用减值损失	12,328	29,462	37,294	46,658	11,560	27,108
	YoY	7.8%	-12.3%	-8.1%	-7.5%	-6.2%	-8.0%
	拨备前利润	36,552	75,213	109,631	128,112	40,353	79,801
YoY	7.2%	7.7%	11.9%	8.1%	10.4%	6.1%	
归母净利润	21,201	41,010	64,507	76,170	24,977	47,114	
YoY	5.5%	21.8%	22.1%	18.6%	17.8%	14.9%	
利润表 (单季)	营业收入	77,330	80,323	80,705	80,404	85,170	88,291
	YoY	7.1%	8.3%	15.4%	15.0%	10.1%	9.9%
	归母净利润	21,201	19,809	23,497	11,663	24,977	22,137
YoY	5.5%	46.0%	22.5%	2.7%	17.8%	11.8%	
资产负债表	总资产	11,961,876	12,217,051	12,221,662	12,587,873	13,274,075	13,426,421
	YoY	10.8%	11.4%	9.8%	10.9%	11.0%	9.9%
	贷款总额	5,988,748	6,192,400	6,371,353	6,454,099	6,808,773	6,991,064
	YoY	14.2%	13.0%	12.7%	12.9%	13.7%	12.9%
	公司贷款	2,097,520	2,159,596	2,222,379	2,253,936	2,464,063	2,518,981
	占比	35%	35%	35%	35%	36%	36%
	零售贷款	3,442,143	3,557,946	3,682,650	3,756,153	3,895,603	3,952,229
	占比	57%	57%	58%	58%	57%	57%
	票据贴现	449,085	474,858	466,324	444,010	449,107	519,854
	占比	7%	8%	7%	7%	7%	7%
存款总额	10,819,275	10,913,567	11,019,437	11,354,073	11,919,329	12,122,517	
YoY	10.8%	10.6%	10.1%	9.6%	10.2%	11.1%	
活期存款		3,718,815		3,907,369		3,843,945	
占比		34%		34%		32%	
定期存款		7,190,632		7,443,702		8,275,454	
占比		66%		66%		68%	
财务比率 (%)	净息差	2.40	2.37	2.37	2.36	2.40	2.27
	贷款收益率		4.72		4.68		4.61
	存款成本率		1.64		1.63		1.63
	成本收入比	51.93	51.51	53.21	59.01	51.79	53.21
ROE (年化)	14.80	13.30	13.68	11.86	14.82	13.35	
资产质量指标 (%)	不良率	0.86	0.83	0.82	0.82	0.82	0.83
	关注率		0.48		0.47		0.51
	拨备覆盖率	416.98	421.33	422.70	418.61	413.58	409.25
	拨贷比	3.59	3.49	3.47	3.43	3.39	3.40
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	9.91	9.74	10.00	9.92	9.61	9.33
	一级资本充足率	12.56	12.35	12.55	12.39	12.37	12.02
	资本充足率	14.54	14.32	15.48	14.78	14.99	14.60
业务指标 (亿元)	零售AUM		120,300		125,300		134,100
	YoY		11.6%		11.4%		11.5%
	理财产品规模		9,361		9,153		9,226
YoY		3.5%		5.8%		-1.4%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	6,457,744	7,361,828	8,392,484	9,567,431
证券投资	4,348,620	4,566,051	4,794,354	5,034,071
应收金融机构的款项	636,104	667,909	701,305	736,370
生息资产总额	12,411,381	13,642,050	15,021,576	16,572,032
<b>资产合计</b>	<b>12,587,873</b>	<b>13,836,042</b>	<b>15,235,185</b>	<b>16,807,690</b>
客户存款	11,354,073	12,375,940	13,489,774	14,703,854
计息负债总额	11,684,832	12,801,855	14,038,375	15,410,674
<b>负债合计</b>	<b>11,792,324</b>	<b>12,990,687</b>	<b>14,319,037</b>	<b>15,810,580</b>
股本	92,384	92,384	92,384	92,384
<b>归母股东权益</b>	<b>794,091</b>	<b>843,805</b>	<b>914,469</b>	<b>995,282</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>795,549</b>	<b>845,355</b>	<b>916,148</b>	<b>997,110</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>12,587,873</b>	<b>13,836,042</b>	<b>15,235,185</b>	<b>16,807,690</b>

资产质量

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
NPL ratio	0.82%	0.80%	0.80%	0.80%
NPLs	52,685	58,895	67,140	76,539
拨备覆盖率	419%	425%	417%	400%
拨贷比	3.43%	3.40%	3.33%	3.20%
一般准备/风险加权资	3.45%	3.56%	3.61%	3.58%
不良贷款生成率	0.56%	0.45%	0.45%	0.45%
不良贷款核销率	-0.52%	-0.36%	-0.35%	-0.35%

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	269,382	300,005	330,062	363,800
净手续费及佣金收入	22,007	26,408	30,370	34,925
营业收入	318,633	353,658	387,675	425,970
营业税金及附加	-2,468	-2,739	-3,003	-3,299
拨备前利润	128,112	148,958	164,677	180,939
计提拨备	-46,638	-54,587	-56,716	-57,472
税前利润	81,454	94,371	107,962	123,467
<b>净利润</b>	<b>76,532</b>	<b>88,668</b>	<b>101,438</b>	<b>116,006</b>
<b>归母净利润</b>	<b>76,170</b>	<b>88,249</b>	<b>100,958</b>	<b>115,458</b>

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	12.9%	14.0%	14.0%	14.0%
生息资产增长率	10.8%	9.9%	10.1%	10.3%
总资产增长率	10.9%	9.9%	10.1%	10.3%
存款增长率	9.6%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	10.4%	9.6%	9.7%	9.8%
净利息收入增长率	6.3%	11.4%	10.0%	10.2%
手续费及佣金净收入增长	33.4%	20.0%	15.0%	15.0%
营业收入增长率	11.4%	11.0%	9.6%	9.9%
拨备前利润增长率	8.1%	16.3%	10.6%	9.9%
税前利润增长率	19.5%	15.9%	14.4%	14.4%
净利润增长率	18.6%	15.9%	14.4%	14.4%
非息收入占比	6.9%	7.5%	7.8%	8.2%
成本收入比	59.0%	57.1%	56.8%	56.8%
信贷成本	0.77%	0.79%	0.72%	0.64%
所得税率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
<b>盈利能力</b>				
NIM	2.36%	2.35%	2.35%	2.35%
拨备前 ROAA	1.07%	1.13%	1.13%	1.13%
拨备前 ROAE	17.5%	18.2%	18.7%	18.9%
ROAA	0.64%	0.67%	0.69%	0.72%
ROAE	12.9%	13.3%	14.0%	14.5%
<b>流动性</b>				
分红率	30.01%	30.01%	30.01%	30.01%
贷存比	56.88%	59.49%	62.21%	65.07%
贷款/总资产	51.30%	53.21%	55.09%	56.92%
债券投资/总资产	34.55%	33.00%	31.47%	29.95%
银行同业/总资产	5.05%	4.83%	4.60%	4.38%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	9.92%	9.90%	9.91%	9.93%
资本充足率(权重法)	14.78%	14.33%	13.92%	13.56%
加权风险资产(¥,mn)	6,400,338	7,034,973	7,746,371	8,545,915
RWA/总资产	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%

## 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，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 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 2022 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

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

### 上海

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

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