

邮储银行（601658）：财富管理带动中收快速增长，资产质量保持稳健

2022年8月23日

强烈推荐/维持

邮储银行

公司报告

事件：8月22日，邮储银行公布2022年半年报，实现营收、拨备前利润、归母净利润1,734.6、797.7、471.1亿元，分别同比增长10.0%、6.1%、14.9%；6月末不良率0.83%，环比上升1BP，拨备覆盖率409.3%；年化加权平均ROE为13.35%，同比上升0.05pct。点评如下：

在规模、非息驱动下，营收保持较高增速。邮储银行上半年营收同比增10.0%，增速与1Q22基本持平，保持较快增长；净利润增速为14.9%，增速较1Q22有所放缓。盈利拆解来看，业绩增长主要贡献来自规模平稳扩张（+8.4%）、非息高增（+6.2%）、拨备少提（+9.1%）；而净息差收窄（-4.6%）、管理费用抬高（-3.9%）为主要拖累项。

资产端收益率下行、负债端优势巩固，净息差小幅收窄。1H22净息差为2.27%，较2021年下降9BP，主要由于生息资产收益率下行，而计息负债付息率保持平稳。**资产端：**上半年，受疫情反复、宏观经济下行压力加大、LPR下调等因素的影响，1H22贷款收益率、投资收益率较2021年分别下降7BP、13BP至4.61%、3.93%。在定价下行大背景下，公司积极优化资产摆布予以对冲，提升贷款占比（较年初提高0.72pct至51.8%），最终生息资产收益率小幅下降6BP至3.89%。**负债端：**1H22存款付息率与2021年持平（1.63%），计息负债付息率持平于1.65%；负债成本较低、且稳定性强，反映了邮储银行领先的负债端能力。我们认为，当前邮储银行资产占比显著低于可比同业，资产端具备发展潜力，结构优化空间较大，有望通过结构优化对冲部分资产定价下行压力，净息差下行空间有限。

财富管理战略不断推进，带动中收、零售AUM快速增长。邮储银行定位于“三农”、城乡居民、中小企业，依托“自营+代理”模式深耕县域，零售特色鲜明。2019年起公司大力推进财富管理体系建设，强化客户分层经营、组建专业理财经理队伍、完善产品线与综合金融服务、推进投研能力建设。伴随着财富管理体系的升级，代销、信用卡、托管、投行等业务逐渐发力，中收实现快速增长。1H22手续费及佣金净收入178.8亿元，同比增56.4%；占营收比重较2021年增3.4pct至10.3%。其中，代理业务中收同比增42.1%。截至6月末，零售AUM达13.41万亿，较年初增7.03%；财富客户突破400万户，较年初增13.98%。

资产质量稳健，拨备计提充足。截至6月末，邮储银行不良贷款率为0.83%，环比上升1BP；上半年不良贷款生成率0.77%，较2021年上升17BP，但仍处于较低水平。主要是由于上半年受经济下行压力加大、就业形势严峻、居民收入降低的影响，信用卡、消费贷不良生成率有所抬升。预计下半年随着疫情影响消退、经济温和复苏，零售贷款不良生成情况将逐步改善。从前瞻性指标来看，关注贷款率和逾期贷款率为0.51%、0.91%，较上年末上升4BP、2BP，潜在不良压力可控。6月末拨备覆盖率409.3%，拨备政策审慎、风险抵补能力较强，具备一定业绩释放空间。

投资建议：邮储银行零售特色鲜明，具备较高成长性。依托“自营+代理”运营模式，公司布局近四万个营业网点，数量同业领先、且深度下沉，奠定了公司扎实的客群基础和负债优势。资产端具备发展潜力，规模有望保持快速增长；且结构优化空间较大，有望通过结构调整稳定资产端收益率和净息差水平。财富管理战略深入推进，叠加较强的客户基础，有望带动中收快速增长。同时，资产质量扎实，风险抵补能力较强。我们预计2022-2024年归母净利润同比增长16.2%、14.8%、13.6%，对应BVPS分别为7.55、8.31、9.17元/股。2022年8月22日收盘价4.51元/股，对应0.6倍22年PB。看好公司零售业务增长潜力、以及体制机制市场化改革带来的ROE提升空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

公司简介：

邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务，并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。本行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力，是中国领先的大型零售商业银行。面对中国经济社会发展大有可为的战略机遇期，本行将深入贯彻新发展理念，全面深化改革创新，加快推进“特色化、综合化、轻型化、数字化、集约化”转型发展，持续提升服务实体经济质效，着力提高服务客户能力，努力建设成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售商业银行。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间（元）	6.02-4.5
总市值（亿元）	4,166.52
流通市值（亿元）	508.48
总股本/流通A股（万股）	9,238,397/7,252,780
流通B股/H股（万股）	-/1,985,617
52周日均换手率	2.15

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

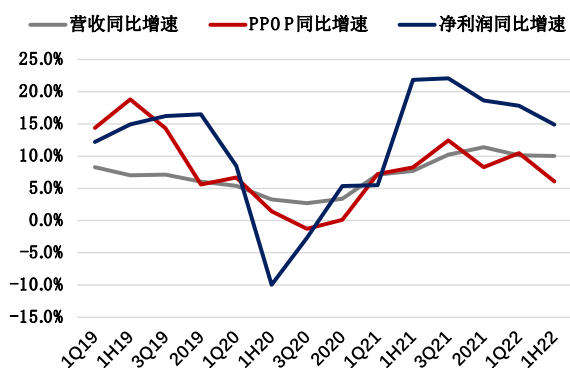
S1480521070003

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	2862	3188	3590	4024	4542
增长率（%）	3.4	11.4	12.6	12.1	12.9
净利润（亿元）	642	762	885	1017	1155
增长率（%）	5.4	18.6	16.2	14.8	13.6
净资产收益率（%）	12.35	12.91	13.28	13.88	14.31
每股收益(元)	0.74	0.82	0.96	1.10	1.25
PE	6.11	5.47	4.71	4.10	3.61
PB	0.72	0.65	0.60	0.54	0.49

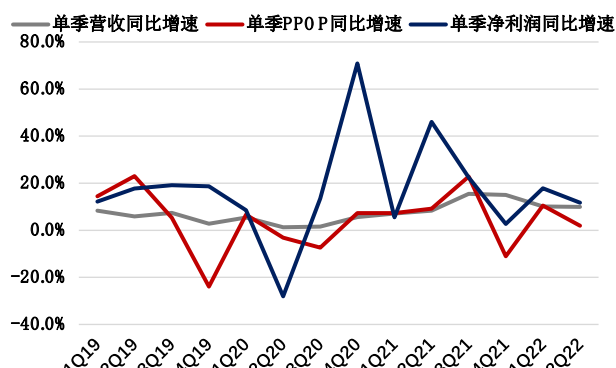
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 邮储银行 1H22 净利润同比增 14.9%



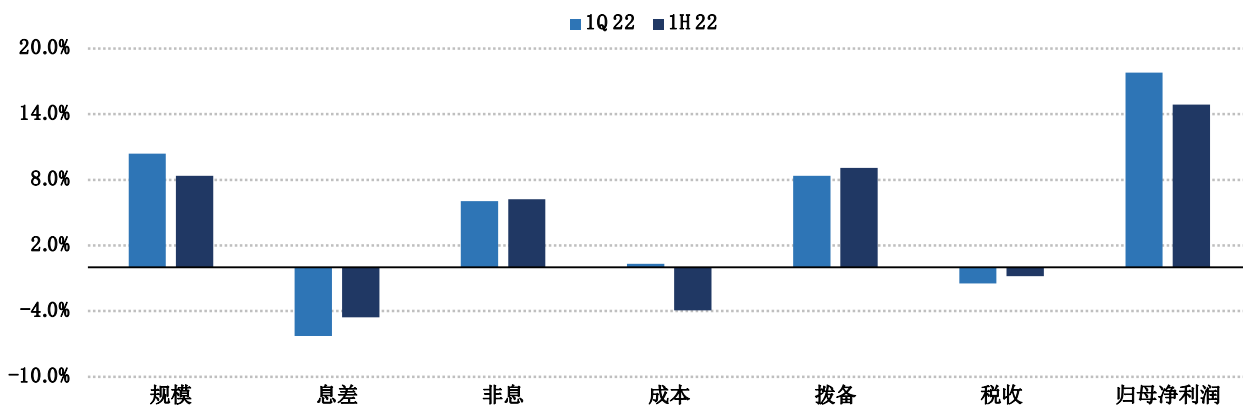
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 邮储银行 2Q22 单季净利润同比增 11.8%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 邮储银行 1Q22、1H22 业绩拆分



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 1: 邮储银行业绩拆分 (累积同比)

	1H21	3Q21	2021	1Q22	1H22
规模	9.8%	9.6%	8.6%	10.4%	8.4%
息差	-3.6%	-3.1%	-2.3%	-6.3%	-4.6%
非息	1.5%	3.7%	5.1%	6.0%	6.2%
成本	0.5%	2.2%	-3.1%	0.3%	-3.9%
拨备	19.3%	14.7%	11.8%	8.4%	9.1%
税收	-5.1%	-4.6%	-1.2%	-1.5%	-0.8%

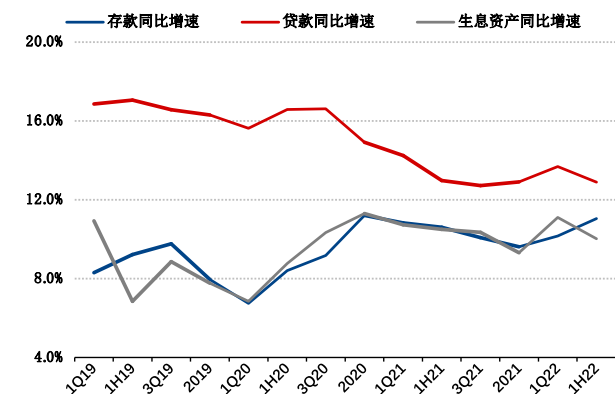
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 2: 邮储银行业绩拆分 (单季环比)

	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
规模	10.6%	10.4%	9.8%	10.2%	10.6%
息差	-4.0%	-3.4%	-4.0%	-6.1%	-7.1%
非息	1.7%	8.4%	9.1%	6.0%	6.4%
成本	0.9%	7.4%	-26.0%	0.3%	-8.0%
拨备	53.8%	3.6%	-5.4%	8.4%	9.1%
税收	-16.2%	-3.8%	19.0%	-1.5%	0.1%

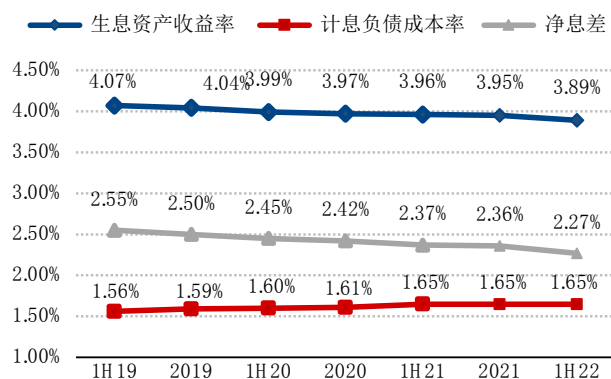
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 邮储银行 6 月末贷款余额同比增 12.9%



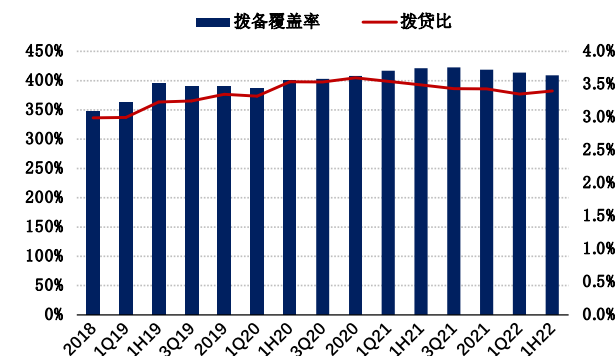
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 邮储银行 1H22 净息差为 2.27%, 较 2021 年下降 9BP



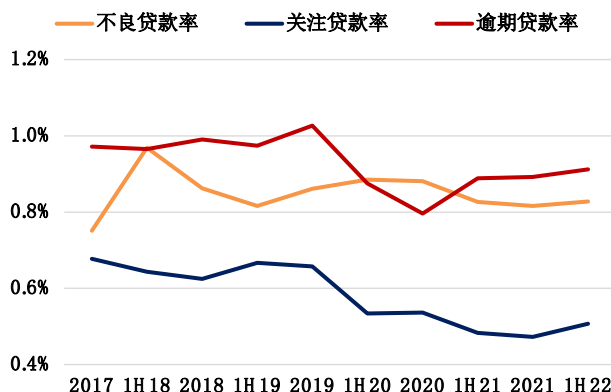
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 6 月末邮储银行拨备覆盖率为 409.3%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 6 月末邮储银行不良贷款率 0.83%, 环比上升 1BP



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表（亿元）											
净利息收入	2534	2694	2948	3125	3463	收入增长					
手续费及佣金	165	220	330	429	558	净利润增速	5.4%	18.6%	16.2%	14.8%	13.6%
其他收入	163	274	312	470	521	拨备前利润增速	0.1%	8.3%	10.3%	9.2%	11.1%
营业收入	2862	3188	3590	4024	4542	税前利润增速	6.9%	19.5%	15.0%	14.9%	13.7%
营业税及附加	(22)	(25)	(32)	(36)	(41)	营业收入增速	3.4%	11.4%	12.6%	12.1%	12.9%
业务管理费	(1656)	(1881)	(2144)	(2445)	(2787)	净利息收入增速	4.4%	6.3%	9.4%	6.0%	10.8%
拨备前利润	1184	1282	1414	1543	1714	手续费及佣金增速	12.8%	33.4%	50.0%	30.0%	30.0%
计提拨备	(504)	(467)	(476)	(466)	(490)	营业费用增速	5.8%	13.6%	14.0%	14.0%	14.0%
税前利润	681	815	937	1076	1223						
所得税	(38)	(49)	(47)	(54)	(61)	规模增长					
归母净利润	642	762	885	1017	1155	生息资产增速	11.8%	9.3%	11.3%	10.8%	10.8%
资产负债表（亿元）						贷款增速	14.9%	12.9%	13.0%	12.0%	12.0%
贷款总额	57163	64541	72931	81683	91485	同业资产增速	22.0%	-10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	7064	6361	6679	7013	7364	证券投资增速	6.5%	11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
证券投资	39147	43486	47835	52618	57880						
生息资产	115572	126283	140529	155707	172561	计息负债增速	10.4%	10.4%	11.7%	10.8%	9.8%
非生息资产	0	1801	2345	2418	1129	存款增速	11.2%	9.6%	12.0%	11.0%	10.0%
总资产	113533	125879	140407	155442	170764	同业负债增速	-17.4%	63.6%	0.0%	0.0%	0.0%
客户存款	103580	113541	127166	141154	155269	股东权益增速	23.5%	18.2%	7.7%	8.2%	8.7%
其他计息负债	2251	3308	3383	3467	3562						
非计息负债	973	1075	1290	1548	1857	存款结构					
总负债	106803	117923	131838	146169	160689	活期	36.4%	34.4%	34.41%	34.41%	34.41%
股东权益	6729	7955	8568	9273	10075	定期	63.6%	65.6%	65.56%	65.56%	65.56%
每股指标						其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
每股净利润(元)	0.74	0.82	0.96	1.10	1.25	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	1.36	1.39	1.53	1.67	1.86	企业贷款(不含贴)	34.6%	34.9%	34.92%	34.92%	34.92%
每股净资产(元)	6.25	6.89	7.55	8.31	9.17	个人贷款	56.9%	58.2%	58.20%	58.20%	58.20%
每股总资产(元)	130.53	136.26	151.98	168.26	184.84	贷款质量					
P/E	6.11	5.47	4.71	4.10	3.61	不良贷款率	0.88%	0.82%	0.82%	0.82%	0.81%
P/PPOP	3.31	3.25	2.95	2.70	2.43	正常	98.58%	98.71%	99.58%	99.63%	99.68%
P/B	0.72	0.65	0.60	0.54	0.49	关注	0.54%	0.47%	0.42%	0.37%	0.32%
P/A	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	次级	0.25%	0.24%			
利率指标						可疑	0.24%	0.19%			
净息差(NIM)	2.42%	2.36%	2.21%	2.11%	2.11%	损失	0.39%	0.40%			
净利差(Spread)	2.36%	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%	拨备覆盖率	404.82%	418.61	410.85	401.85%	392.98%
贷款利率	4.75%	4.68%	4.83%	4.98%	5.13%						
存款利率	1.59%	1.63%	1.68%	1.73%	1.78%	资本状况					
生息资产收益率	3.97%	3.95%	4.10%	4.25%	4.40%	资本充足率	13.88%	14.78%	13.91%	13.15%	12.48%
计息负债成本率	1.61%	1.65%	1.70%	1.75%	1.80%	核心一级资本充足	9.60%	9.92%	9.61%	9.36%	9.13%
盈利能力						资产负债率	94.07%	93.68%	93.90%	94.03%	94.10%
ROAA	0.60%	0.64%	0.67%	0.69%	0.71%						
ROAE	12.35%	12.91%	13.28%	13.88%	14.31%	其他数据					
拨备前利润率	1.10%	1.07%	1.06%	1.04%	1.05%	总股本(亿)	869.79	923.84	923.84	923.84	923.84

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526