

2024年09月11日

**增持（维持）**

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

王鸿行 S0630522050001

whxing@longone.com.cn

数据日期	2024/09/11
收盘价	4.51
总股本(万股)	9,916,108
流通A股/B股(万股)	6,712,240/0
资产负债率(%)	93.87%
市净率(倍)	0.44
净资产收益率(加权)	5.72
12个月内最高/最低价	5.22/4.21



## 相关研究

《邮储银行（601658）：优势领域投放力度较大，负债端优势保持——公司简评报告》2024.05.13

# 邮储银行（601658）：存款增长较快，关注储蓄代理方案优化

——公司简评报告

## 投资要点

- 事件：**邮储银行公布2024上半年报告。上半年公司实现营业收入1767.89亿元（-0.11%，YoY），归母净利润488.15亿元（-1.51%，YoY）。6月末，公司总资产16.41万亿元（+8.53%，YoY），不良贷款率0.84%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率325.61%（-1.26pct，QoQ）。上半年净息差为1.91%，同比下降17bp，降幅环比持平。
- 受需求偏弱及淡化规模导向影响，一般贷款投放明显放缓。**Q2末，邮储银行总资产同比增长8.53%至16.41万亿元，增速较Q1未明显放缓。主要有两方面的原因：一方面，受需求放缓及淡化规模影响，Q2企业一般贷款、个人贷款同比明显少增（图1所示）；另一方面，Q2买入返售资产下降较多，对总资产拖累较为明显。虽一般贷款大幅少增，但Q1票据贴现同比大幅多增，与其他国有银行趋势一致，体现需求偏弱背景下公司主动加大收票力度以保持信贷平稳。值得注意的是，在需求放缓趋势下，公司个贷投放依然对其他大行保持相对优势，Q2公司按揭贷款净增超过200亿元，是国有银行中唯一正增长的银行。7月以来需求依然偏弱、淡化规模导向延续，年内贷款增速或进一步小幅放缓。
- 公司存款增长强于季节性，定期化程度随行业上升。**受治理“手工补息”影响，Q2其他国有行公司存款增长明显弱于季节性。邮储银行公司存款则明显强于季节性（图2所示），带动总存款增速逆势提升。或主要是因为邮储银行较小的包袱（公司存款占比只有约11%）使其能够顺势优化策略承接部分受影响存款。Q3以来，金融挤水分影响基本消除，预计公司存款增速将回归正常节奏。结构上看，上半年邮储银行存款定期化程度随行业上升（图3所示），反映居民需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。在居民需求改善之前，定期化趋势或仍持续，后续关注促消费政策力度及效果。
- 资产生息率下行仍较为明显，存款降息效果体现。**测算Q2单季度净息差1.90%，同比下降17bp（图4所示），降幅与Q1持平。资产端，测算生息率3.31%，同比下降约22bp，一方面体现LPR下降、存量住房贷款利率下调影响，另一方面是因为受近年政府债发行力度较大、利率下行影响，债券投资组合中低息券占比提升。边际来看，Q2生息率降幅较Q1小幅收窄。负债端，测算付息率1.47%，同比继续下降约6bp，主要是多轮存款降息效果持续体现。与其他国有行相比，受益于个人为主的存款结构，2023年以来邮储银行付息率下降效果更明显。现阶段需求较弱仍对生息率形成一定压力，但考虑下半年重定价节奏放缓，生息率下行压力或缓解。同时，公司揽储节奏指向今年Q3至明年Q1存款降息效果仍将持续释放。综合来看，当前条件下存款付息率改善有望较大程度覆盖资产端下行压力（图5所示）。后续存款定期化或抵消部分存款降息效果，此外，若存量住房贷款利率调整，生息率或受到较大负面影响。认为当前行业息差过低，当压力加大时存款降息或会跟进。
- 中间业务收入受政策因素下降，下半年降幅或明显收窄。**受“报行合一”政策影响，上半年邮储银行代理保险业务收入明显减少，对手续费佣金收入拖累较为明显（图6所示）。受居民消费放缓等因素影响，银行卡同比也有所下降。结算手续费同比基本持平。理财业务、投资银行、其他业务手续费实现较快增长，主要是理财规模、综合金融业务、贸易融资、供应链等数智化产品、表外票证函、供应链融资业务带动。下半年基数较低，年内宏观政策发力或促进市场风险偏好提升，代理业务收入降幅或明显收窄。
- 个贷信用风险随行业上升，对公资产质量稳中向好。**受宏观环境影响，上半年邮储银行信用风险压力随行业上升：前瞻性指标来看，关注类与逾期率有所上升（图7所示）；动态来

看，不良生成率（加回核销，年化）上升至近年较高位0.36%。由于不良确认与处置审慎，Q2邮储银行不良率与拨备覆盖率保持稳定。个贷领域，经营性贷款不良率随行业上升（图8所示），体现薄弱市场主体经营压力上升；住房贷款、消费贷款与信用卡贷款不良率稳定或下降，较行业保持相对优势。当前居民领域风险上升趋势较为明显，但由于集中度极低且客户基础较好，预计邮储银行个贷风险可控。对公领域，整体资产质量稳定，不良较为集中的行业中，制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业不良率均下降（图9所示），批发零售业不良率受市场环境影响上升。虽个贷扰动仍存在，但由于对公资产质量向好、不良认定与处置保持审慎，预计邮储银行整体资产质量指标仍能保持稳定。

- **储蓄代理费将与营收增速挂钩，有望对下半年利润带来积极影响。**虽然邮储银行营收表现在大行中保持优势，但在现有代理机制下，银行储蓄代理费与营收同步性较弱（上半年前者增速明显快于后者，图10所示），导致总费用对利润拖累大于同行。今年储蓄代理费被动调整机制触发以来，邮银双方成立专班制定方案。储蓄代理费原则上不高于银行营收增速，目前邮银双方就储蓄代理费调整方案已经达成一致。公司预计将在9月底公布具体调整方案，待股东大会通过后，从下半年追溯执行，将对利润带来积极影响。
- **盈利预测与投资建议：**Q2贷款增速放缓较为明显，资产生息率与代销业务收入继续承压，储蓄代理费刚性较强，我们相应下调全年收入目标。预计2024-2026年营业收入分别为3466、3585、3845亿元（原预测为3543、3762、3969亿元），归母净利润分别为857、882、928亿元（原预测为876、906、929亿元），对应同比-0.61%、2.83%与5.24%。预计2024-2026年末普通股每股净资产为8.61、9.34与10.11元，对应9月11日收盘价PB为0.52、0.48、0.45倍。由于邮储银行客户基础良好、业务分散，预计仍能在压力上升的经营环境中实现稳健经营，当前估值处于历史较低水平，维持“增持”评级。
- **风险提示：**个贷质量大幅恶化；贷款利率大幅下行；定期化加剧推升存款成本。

#### 盈利预测与估值简表

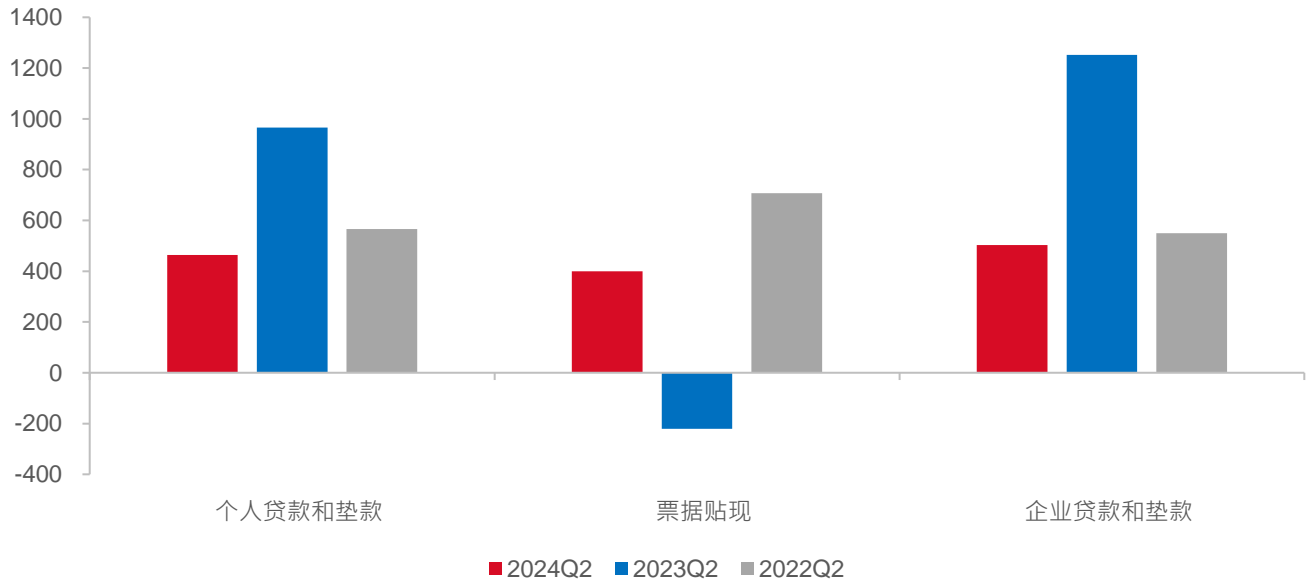
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3425.07	3466.10	3584.98	3844.89
同比增速	2.25%	1.20%	3.43%	7.25%
归母净利润（亿元）	862.70	857.47	881.72	927.89
同比增速	1.23%	-0.61%	2.83%	5.24%
净息差（测算值）	1.99%	1.85%	1.80%	1.80%
不良贷款率	0.83%	0.85%	0.85%	0.84%
不良贷款拨备覆盖率	347.57%	303.10%	289.73%	289.55%
ROE	9.70%	8.58%	8.15%	7.91%
每股盈利（元）	0.87	0.86	0.89	0.94
PE（倍）	5.18	5.22	5.07	4.82
每股净资产（元）	7.92	8.61	9.34	10.11
PB（倍）	0.57	0.52	0.48	0.45

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2024年9月11日收盘

## 图表目录

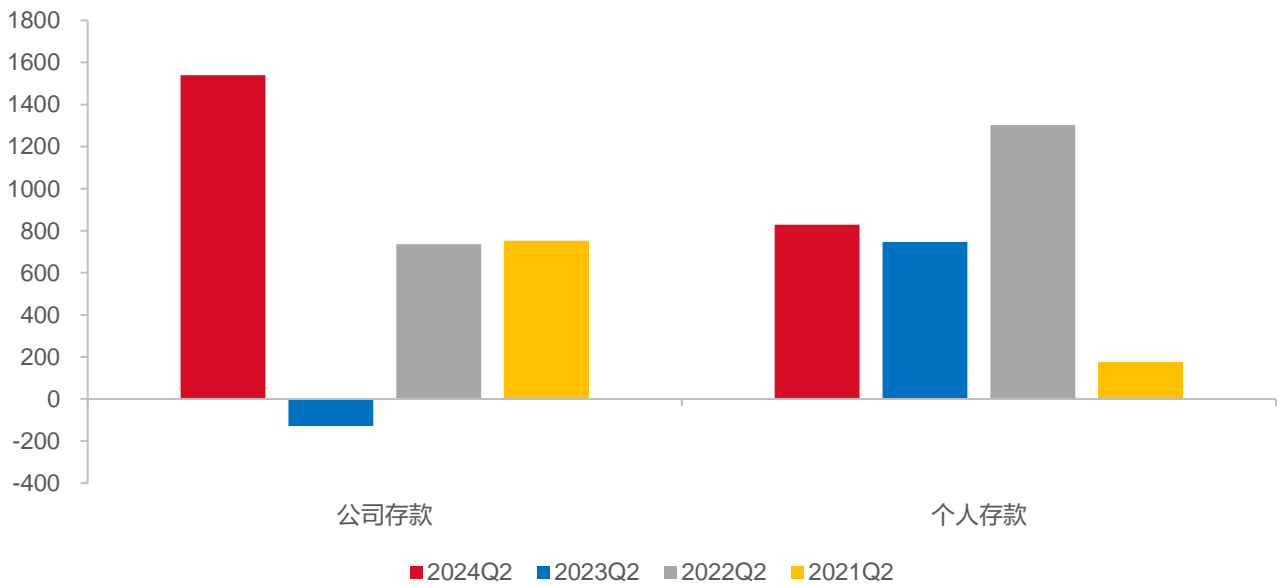
图 1 2024Q2 邮储银行公司一般贷款、个人贷款同比少增，票据贴现同比多增，单位：亿元 .....	4
图 2 2024Q2 邮储银行对公存款新增规模高于近年同期 单位：亿元 .....	4
图 3 2024 上半年邮储银行个人定期与公司定期存款占比上升 .....	5
图 4 2024Q2 邮储银行单季度息差稳定，同比降幅仍较大 右轴单位：bp.....	5
图 5 现有条件下，邮储银行存款成本改善或可覆盖 LPR 下降影响 单位：bp（左轴）、%（右轴） .....	6
图 6 2024 上半年邮储银行代理业务收入同比下降，投资银行、理财、其他业务收入较快增长，单 位：亿元 .....	6
图 7 邮储银行不良率稳定，关注率与逾期率上升 单位：%.....	7
图 8 2024 上半年邮储银行个人小额贷款、信用卡贷款不良率上升，其他品种个贷不良率下降 单 位：% .....	7
图 9 邮储银行房地产业、制造业、租赁和商业服务业等行业不良率下降，批发零售业不良率上升， 单位：%.....	8
图 10 邮储银行代理储蓄费（半年度）增速明显快于营业收入，左轴单位：亿元 .....	8
附录：三大报表预测值 .....	9

图1 2024Q2 邮储银行公司一般贷款、个人贷款同比少增，票据贴现同比多增，单位：亿元



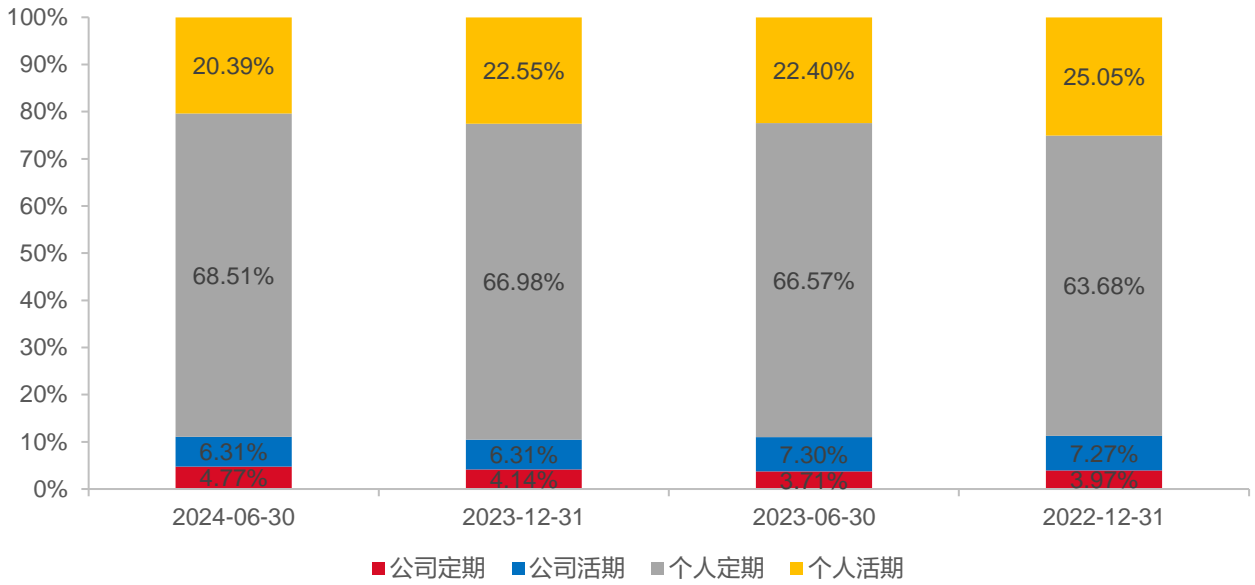
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图2 2024Q2 邮储银行对公存款新增规模高于近年同期 单位：亿元



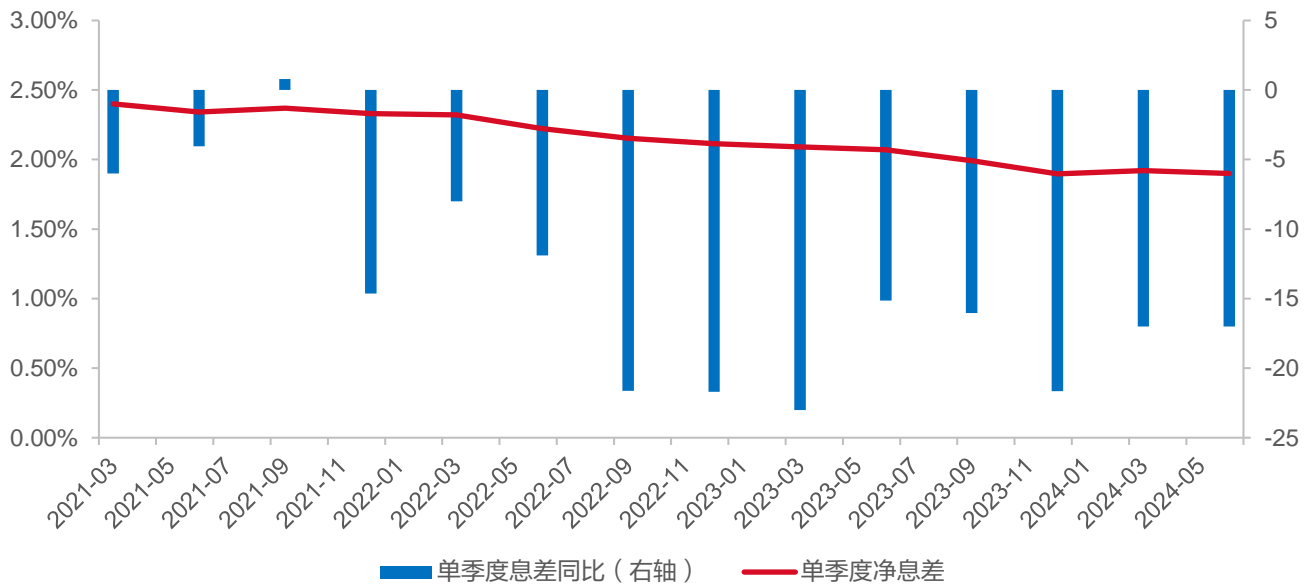
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图3 2024上半年邮储银行个人定期与公司定期存款占比上升



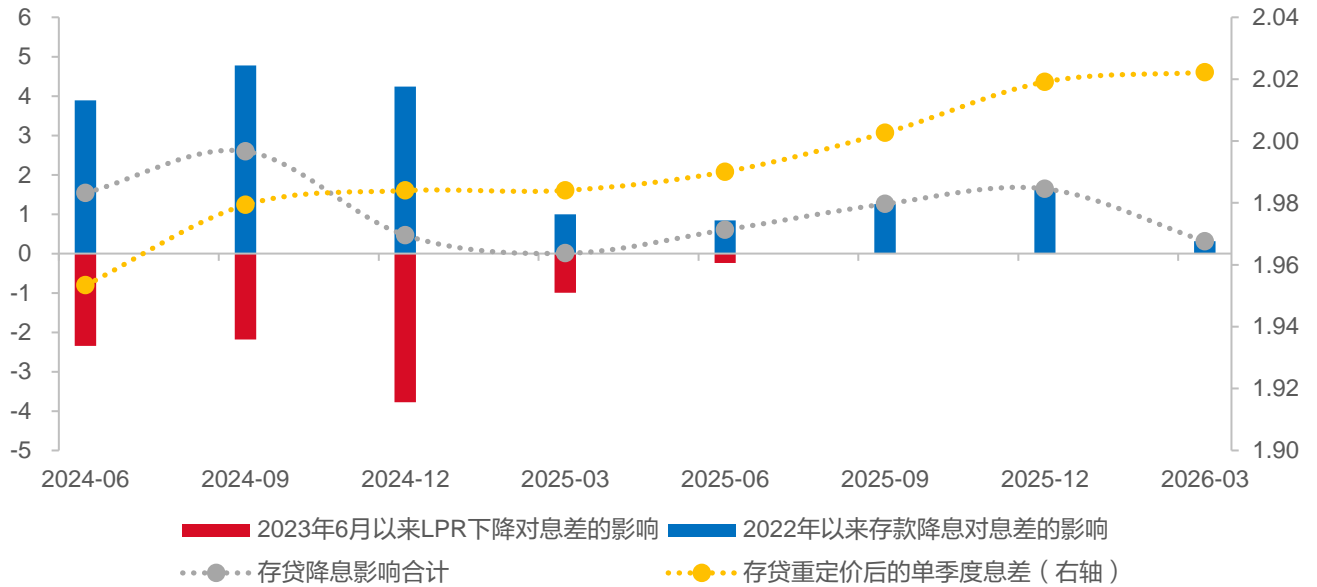
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 2024Q2 邮储银行单季度息差稳定，同比降幅仍较大 右轴单位：bp



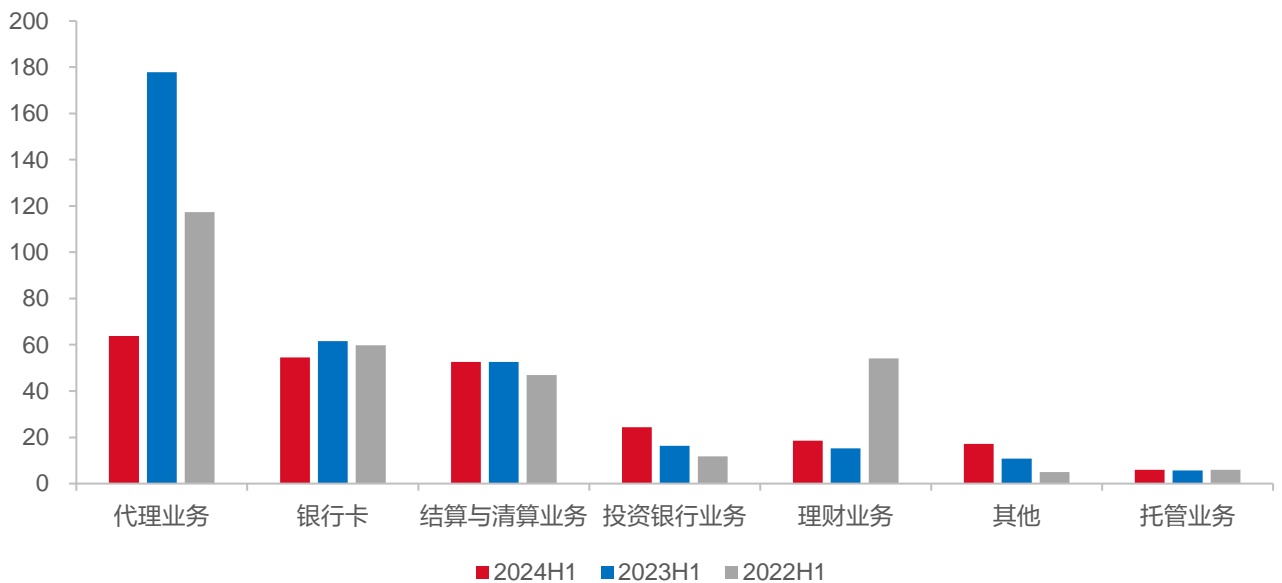
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 现有条件下，邮储银行存款成本改善或可覆盖 LPR 下降影响 单位：bp（左轴）、%（右轴）



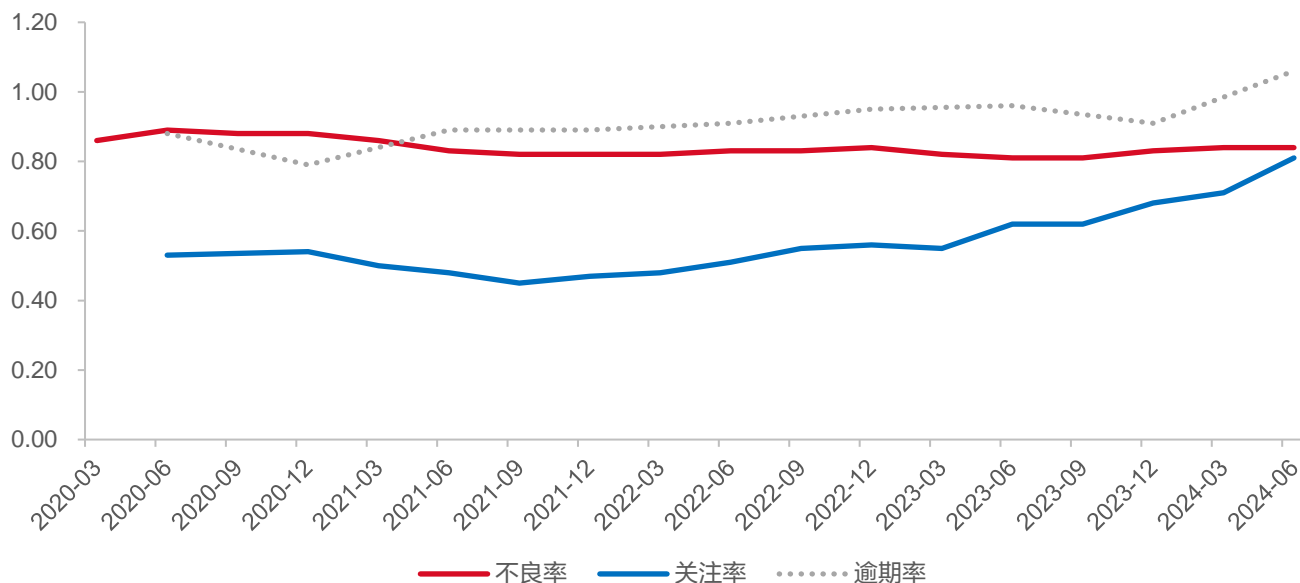
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图6 2024 上半年邮储银行代理业务收入同比下降，投资银行、理财、其他业务收入较快增长，单位：亿元



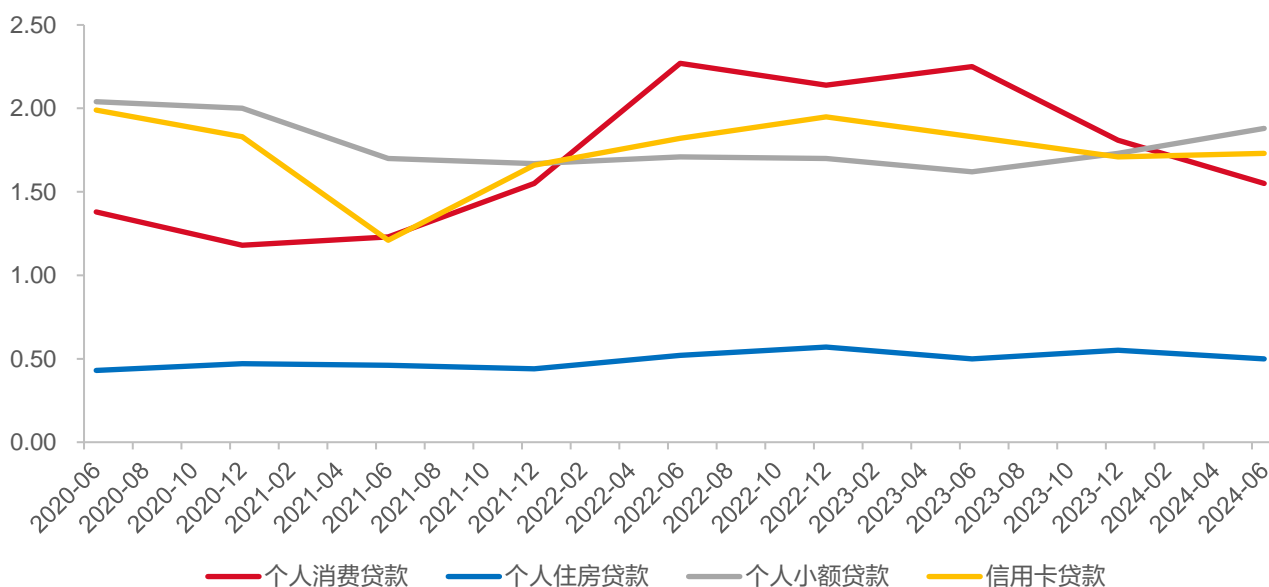
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 邮储银行不良率稳定，关注率与逾期率上升 单位：%



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

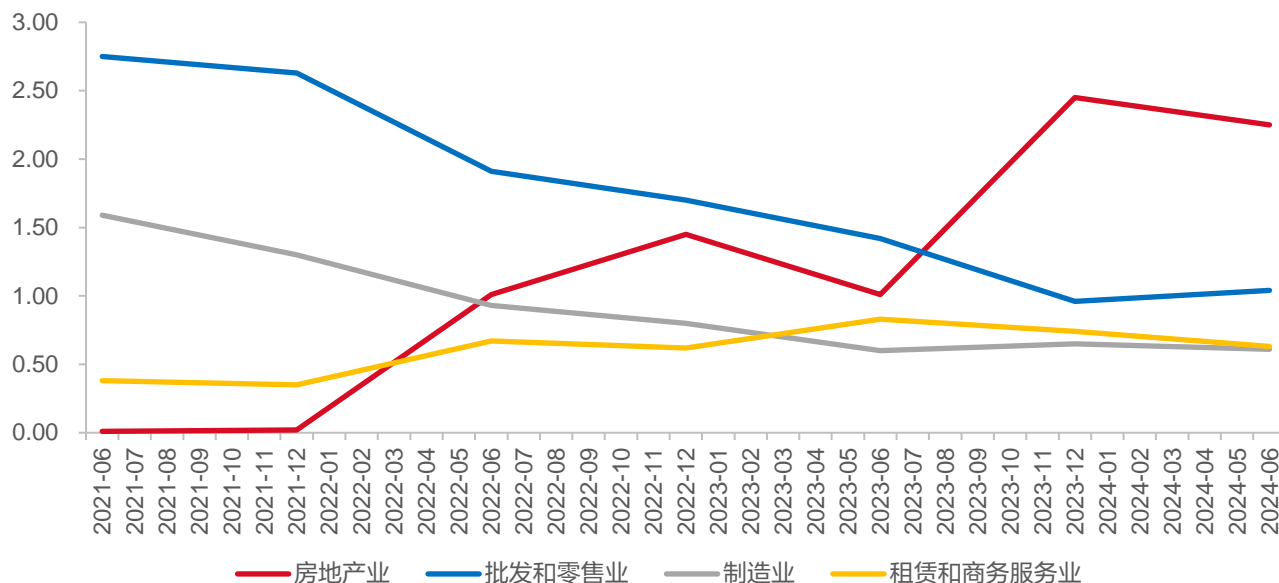
图8 2024 上半年邮储银行个人小额贷款、信用卡贷款不良率上升，其他品种个贷不良率下降 单位：%



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

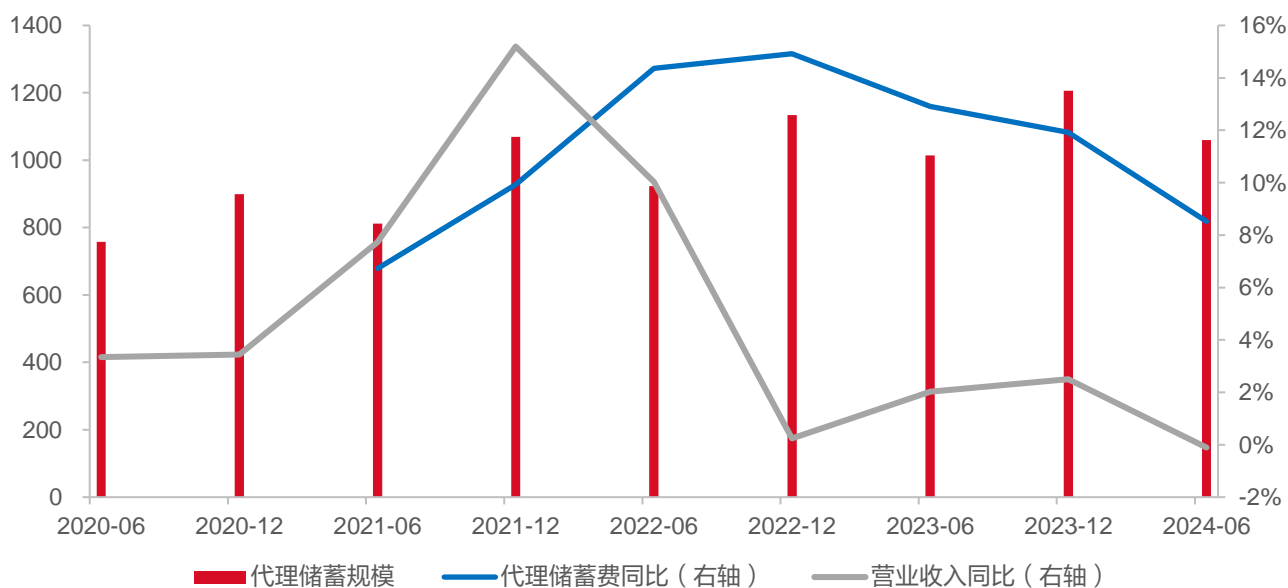
注：个人小额贷款主要包括经营贷

图9 邮储银行房地产业、制造业、租赁和商业服务业等行业不良率下降，批发零售业不良率上升，单位：%



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图10 邮储银行代理储蓄费（半年度）增速明显快于营业收入，左轴单位：亿元



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所



## 附录：三大报表预测值

每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (摊薄)	0.87	0.86	0.89	0.94
BVPS (元)	7.92	8.61	9.34	10.11
P/E (倍)	5.18	5.22	5.07	4.82
P/B (倍)	0.57	0.52	0.48	0.45

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.58%	0.52%	0.50%	0.49%
ROAE	9.70%	8.58%	8.15%	7.91%
净利差 (SPREAD)	1.97%	1.85%	1.81%	1.80%
净息差 (NIM)	1.99%	1.85%	1.80%	1.80%
信贷成本	0.34%	0.30%	0.34%	0.39%
成本收入比	64.82%	65.65%	64.45%	63.45%
所得税有效税率	5.65%	4.98%	4.98%	5.02%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	4983	5115	5235	5569
利息支出	2165	2251	2271	2389
利息净收入	2818	2865	2964	3180
手续费净收入	283	242	268	297
其他非息收入	315	355	353	368
营业收入	3425	3466	3585	3845
营业费用与税金	2247	2301	2337	2469
资产减值损失	262	261	319	399
营业利润	915	903	928	977
所得税	52	45	46	49
净利润	864	859	882	928
母公司所有者利润	863	857	882	928

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	3.00%	1.66%	3.45%	7.30%
手续费及佣金净收入	-0.64%	-14.32%	10.81%	10.73%
营业收入	2.25%	1.20%	3.43%	7.25%
拨备前利润	-7.00%	-1.05%	7.14%	10.31%
归母净利润	1.23%	-0.61%	2.83%	5.24%

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所预测

注：估值对应9月11日收盘价。

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及存放央行	13375	14678	15762	16847
同业资产	8965	8737	9382	10028
金融投资	53876	56326	59731	63583
贷款总额	81489	89281	97143	104281
贷款损失准备	2345	2300	2403	2550
贷款净额	79152	86981	94739	101731
生息资产总额	148820	157878	170202	182159
总资产	157266	169370	182299	194995
同业负债	4289	2929	3374	3691
存款	139560	153153	164471	175786
应付债券	2611	1783	2054	2247
付息负债	146798	158096	170164	182016
总负债	147700	158968	171015	182782
少数股东权益	17	19	19	20
母公司所有者权益	9549	10383	11265	12193

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	11.80%	7.70%	7.63%	6.96%
总贷款增速	13.02%	9.56%	8.81%	7.35%
贷款净额增速	13.44%	9.89%	8.92%	7.38%
存款增速	9.76%	9.74%	7.39%	6.88%
贷存比	58.39%	58.30%	59.06%	59.32%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	0.83%	0.85%	0.85%	0.84%
不良贷款毛生成率	0.34%	0.37%	0.34%	0.30%
不良贷款净生成率	0.09%	0.10%	0.08%	0.05%
拨备覆盖率	347.57%	303.10%	289.73%	289.55%
拨备/贷款总额	2.88%	2.58%	2.47%	2.45%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	14.23%	14.12%	14.12%	14.18%
核心一级资本充足率	9.53%	9.37%	9.63%	9.91%
杠杆倍数	16.43	16.27	16.14	15.95

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8621）20333619  
 传真：（8621）50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：（8610）59707105  
 传真：（8610）59707100  
 邮编：100089