



2024年11月05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	2024/11/04
收盘价	5.30
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(%)	93.83%
市净率(倍)	0.51
净资产收益率(加权)	8.84
12个月内最高/最低价	5.83/4.21



相关研究

《邮储银行(601658)：储蓄代理刚性缓解，存款降息对冲贷款端影响——公司简评报告》2024.10.18

《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》2024.09.11

《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）：负债成本优势保持，储蓄代理降费效果体现

——公司简评报告

投资要点

- 事件：**邮储银行公布2024三季报。前三季度公司实现营业收入2603.49亿元（+0.09%，YoY），归母净利润758.18亿元（+0.22%，YoY）。9月末，公司总资产16.75万亿元（+9.34%，YoY），不良贷款率0.86%（+2BPs，QoQ），不良贷款拨备覆盖率301.88%（-23.73PCT，QoQ）。前三季度净息差为1.85%，同比下降20BPs。
- 信贷与投资增速边际放缓，同业资产带动总资产增速小幅回升。**信贷方面，Q3受需求放缓影响，企业一般贷款、个人贷款同比继续少增（图1所示），增速继续小幅放缓。值得注意的是，公司信贷增长较国有大行平均水平仍保持相对优势。票据贴现同比继续多增，与其他国有大行趋势一致，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。金融投资方面，或受9月下旬债市波动与投资策略调整影响，交易性金融资产小幅收缩带动金融投资增速小幅放缓。虽信贷及金融投资增速进一步放缓，但总资产规模增速较Q2小幅提升，主要由同业资产驱动。展望后市，随着一揽子政策持续发力，政府债券供给及实体信贷有望扩大；公司按揭占比较高，存量住房贷款利率下降后，提前还款明显减少对个贷提振效果或更明显。以上积极因素影响下，信贷及金融投资增长压力或将缓解。
- 受市场影响，存款增速边际放缓。**个人存款方面，或受存款降息、债市表现较好等因素影响，理财、债基及中小银行对大行存款产生分流效应，Q3邮储银行个人存款增速有所放缓（图2所示）。公司存款方面，邮储银行较小的包袱（公司存款占比只有约11%）使其能够快速优化策略承接部分受“挤水分”影响的他行存款，驱动Q2对公存款增速逆势上升，Q3以来“挤水分”影响基本消除，揽储回归正常节奏（图3所示），增速随之放缓。
- 存款成本优势保持，息差降幅收窄。**测算Q3单季息差1.85%，环比下降5BPs，同比下降14BPs（图4所示），降幅较Q2收窄。资产端，测算生息率3.25%，同比降幅仍较大，约24BPs：一方面体现LPR、存量住房贷款利率重定价影响，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。负债端，测算付息率1.43%，同比降幅扩大至约11BPs，主要是多轮存款降息效果持续体现。受益于个人为主的存款结构，2023年以来邮储银行付息率改善幅度相对其他国有大行更明显。展望后市，贷款端，随着一揽子政策效果逐步显现，需求端对生息率下行压力或缓解，预计后续贷款端面临的压力主要来自10月存量住房贷款利率及LPR下调后的重定价过程；投资端，随着财政力度加大，生息率下行压力有望缓解。负债端，10月邮储银行随其他大行实施近年单次力度最大存款降息，今年Q3至明年Q1存款降息效果仍将持续释放。综合来看，负债端改善有望较大程度缓冲资产端下行压力（图5所示），息差降幅有望明显收窄。
- 手续费佣金收入降幅明显收窄，投资收益从高位下降。**Q3手续费及佣金净收入由降转增长，或主要是因为“报行合一”影响淡化，代理保险业务收入降幅明显收窄。或受9月债市波动及投资策略调整影响，投资收益+公允价值变动损益同比由增转降。
- 受宏观环境影响，资产质量压力小幅上升。**Q3邮储银行不良率与关注率继续小幅上升（图7所示），预计主要是个人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。今年以来居民领域风险上升趋势较为明显，但由于客户基础较好且9月下旬以来一揽子政策力度较大，预计个贷风险可控。对公领域，制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业不良率下降（图9所示）奠定稳健资产质量稳健基础，批发零售业不良率受市场环境上升不影响全局，预计公司贷款资产质量仍较为稳定。

- **储蓄代理降费效果体现，信用风险应对空间与业绩弹性如期释放。**新储蓄代理费方案于9月底落地。以2023年代理储蓄存款为基础测算，调整后综合费率下降至1.08%（图10所示），较上次（2021）年下调后的费率1.29%下降16.28%，降幅大于基准13.97%（即最近三年四大行平均净利差变动比例）。新方案于2024下半年追溯实施，故Q3储蓄代理降费效果应较为明显，带动单季管理费用同比由增转降4.17%（同比下降约22亿元）。受益于此，信用风险应对空间与业绩弹性如期释放：Q3计提减值损失同比由降转增53.54%（同比增长约10亿元），归母净利润同比由降转增3.50%（同比增长约9亿元）。
- **盈利预测与投资建议：**受市场影响，Q3投资收益+公允价值变动低于预期。同时，手续费及佣金收入、利息收入、储蓄代理费调整效果略好于预期。我们据此更新盈利预测模型。预计2024-2026年营业收入分别为3460、3571、3839亿元（原预测3477、3625、3883亿元），归母净利润分别为869、906、939亿元（原预测878、918、951亿元），对应同比+0.70%、+4.31%与3.61%。预计2024-2026年末普通股每股净资产为8.60、9.13与9.68元，对应11月4日收盘价PB为0.62、0.58、0.55倍。行业层面，一揽子政策有望改善银行业经营环境，息差与信用风险压力有望缓解。公司层面，邮储银行客户基础良好，个贷风险可控，预计仍能实现稳健经营。当前估值处于历史较低水平，维持“增持”评级。
- **风险提示：**个人贷款质量大幅恶化；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

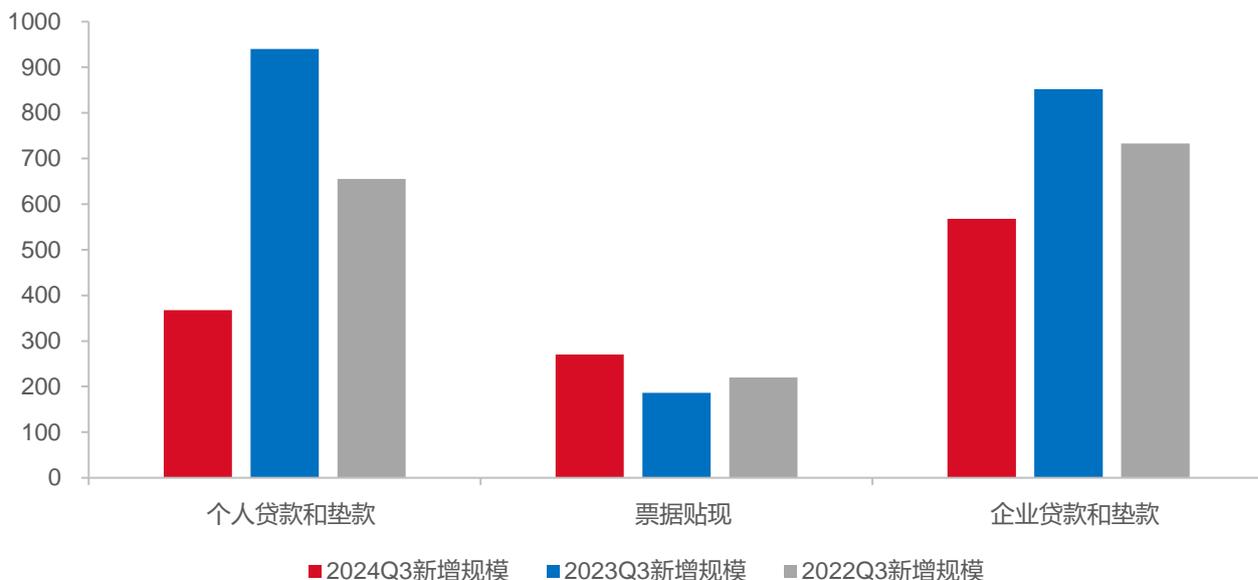
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3425.07	3459.67	3571.33	3838.69
同比增速	2.25%	1.01%	3.23%	7.49%
归母净利润（亿元）	862.70	868.76	906.18	938.86
同比增速	1.23%	0.70%	4.31%	3.61%
净息差（测算值）	1.99%	1.86%	1.76%	1.77%
不良贷款率	0.83%	0.85%	0.85%	0.84%
不良贷款拨备覆盖率	347.57%	296.08%	289.74%	296.37%
ROE	9.70%	8.70%	8.48%	8.28%
每股盈利（元）	0.87	0.88	0.91	0.95
PE（倍）	6.09	6.05	5.80	5.60
每股净资产（元）	7.92	8.60	9.13	9.68
PB（倍）	0.67	0.62	0.58	0.55

资料来源：公司定期报告，iFinD，东海证券研究所，截至2024年11月4日收盘

图表目录

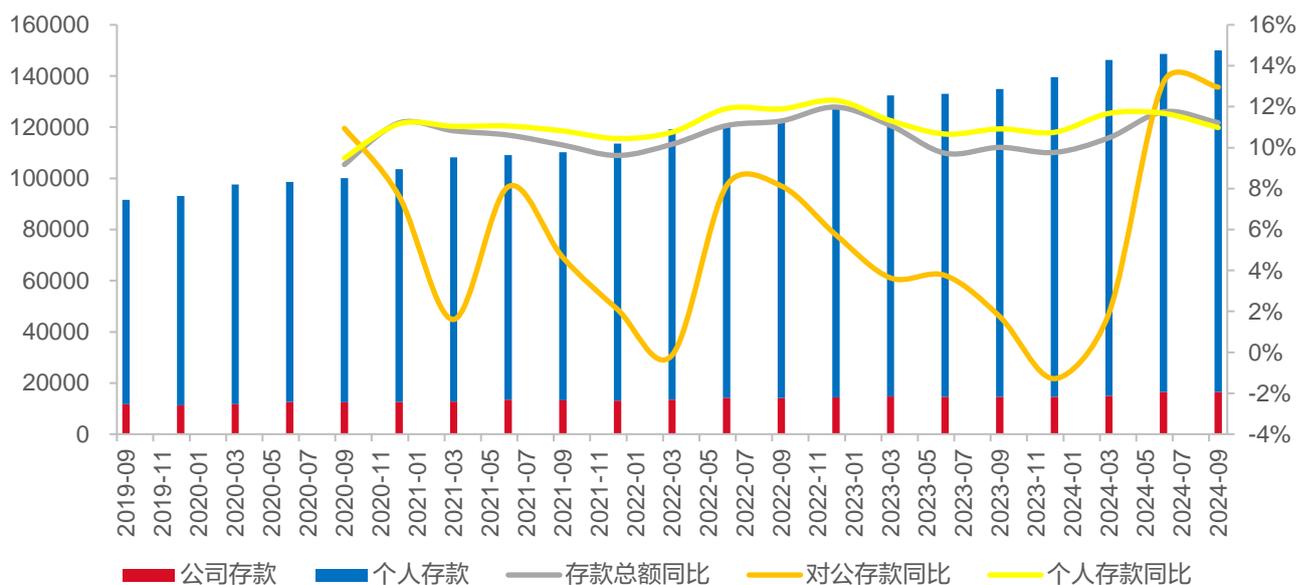
图 1 2024Q3 邮储银行公司一般贷款、个人贷款同比继续少增，票据贴现继续多增，单位：亿元	4
图 2 2024Q3 邮储银行对公存款与个人存款增速放缓，左轴单位：亿元	4
图 3 2024Q3 邮储银行新增存款规模回归正常节奏，单位：亿元	5
图 4 2024Q3 邮储银行单季度小幅下行，同比降幅收窄，右轴单位：BPs	5
图 5 测算邮储银行存款重定价可较大程度覆盖贷款重定价影响 单位：BPs（左轴）、%（右轴）	6
图 6 2024 上半年邮储银行代理业务收入同比下降，投资银行、理财、其他业务收入较快增长，单位：亿元	6
图 7 2024Q3 邮储银行不良率于关注率小幅上升，单位：%	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 新方案实施后，邮储银行储蓄代理综合费率下降至 1.08%	8
附录：三大报表预测值	9

图1 2024Q3 邮储银行公司一般贷款、个人贷款同比继续少增，票据贴现继续多增，单位：亿元



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

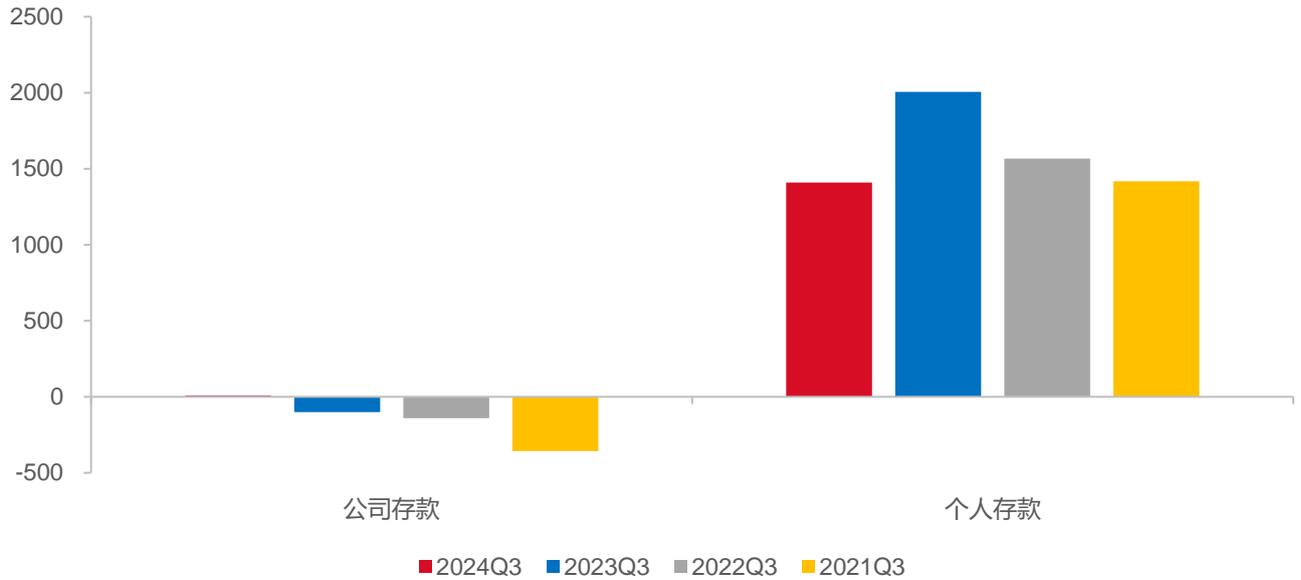
图2 2024Q3 邮储银行对公存款与个人存款增速放缓，左轴单位：亿元



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

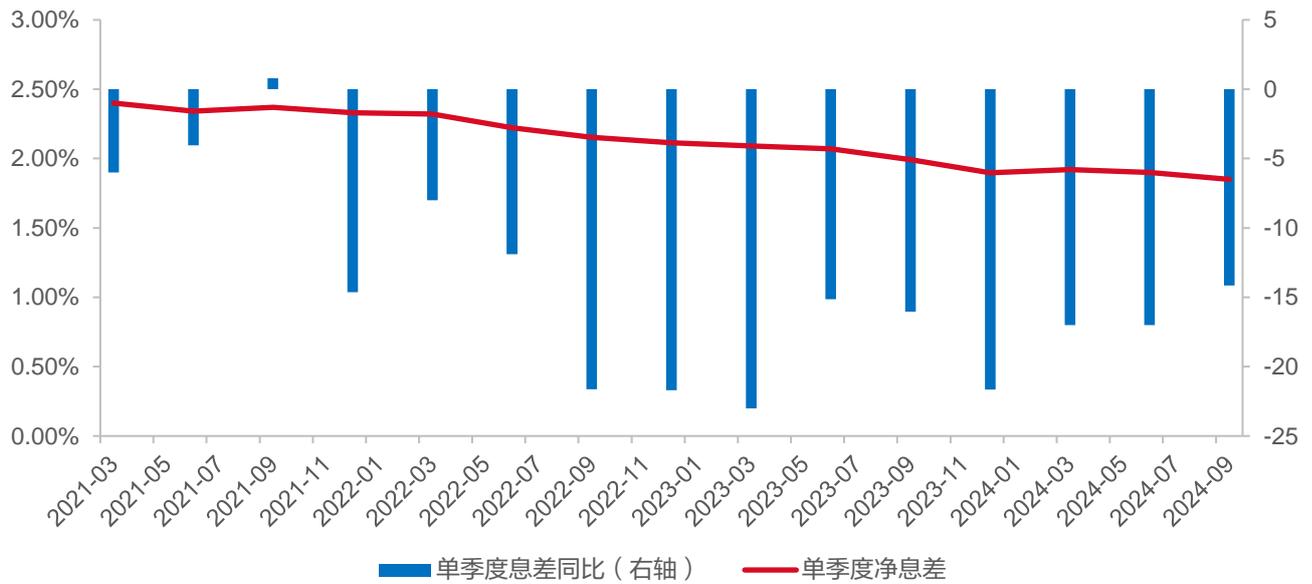
注：同比增速位于右轴

图3 2024Q3 邮储银行新增存款规模回归正常节奏，单位：亿元



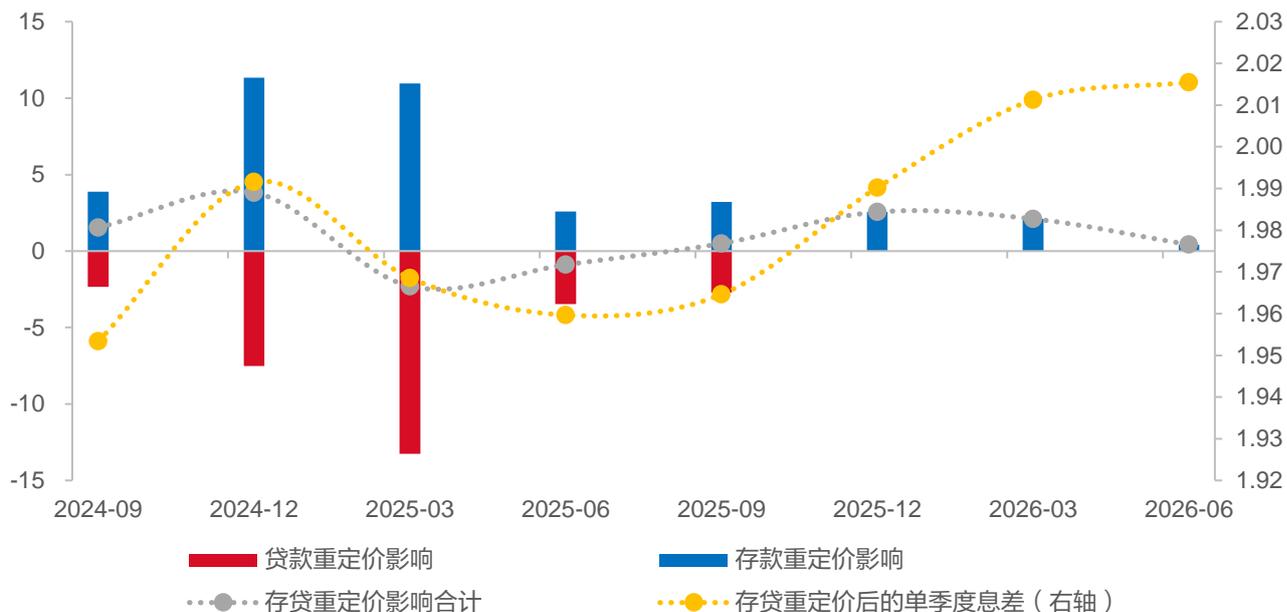
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图4 2024Q3 邮储银行单季度小幅下行，同比降幅收窄，右轴单位：BPs



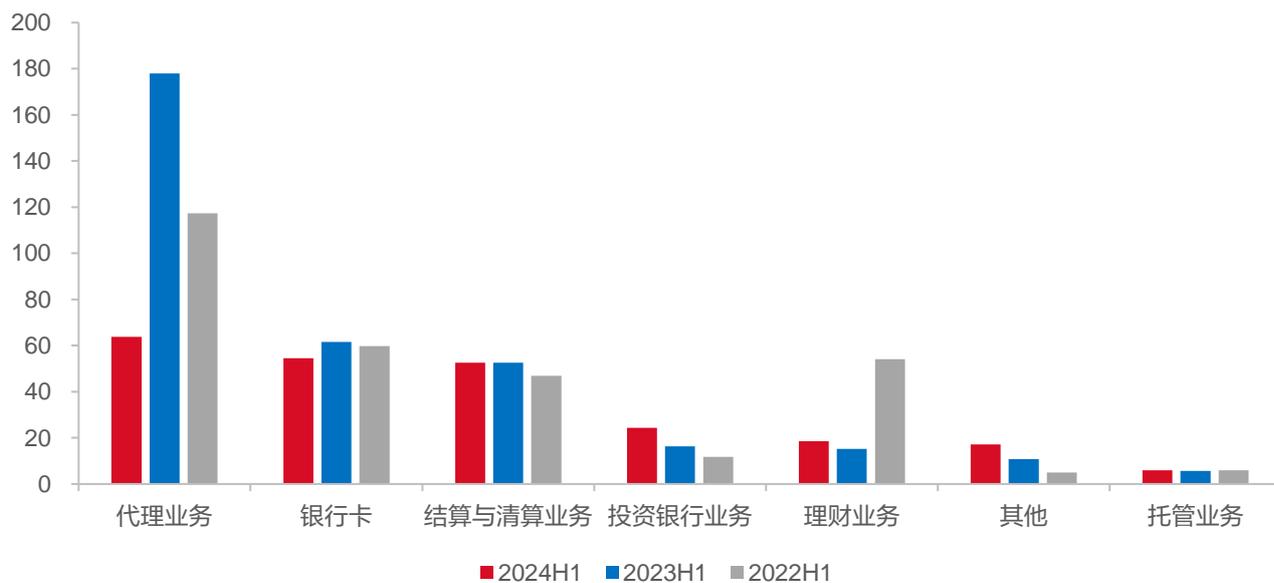
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图5 测算邮储银行存款重定价可较大程度覆盖贷款重定价影响 单位：BPs（左轴）、%（右轴）



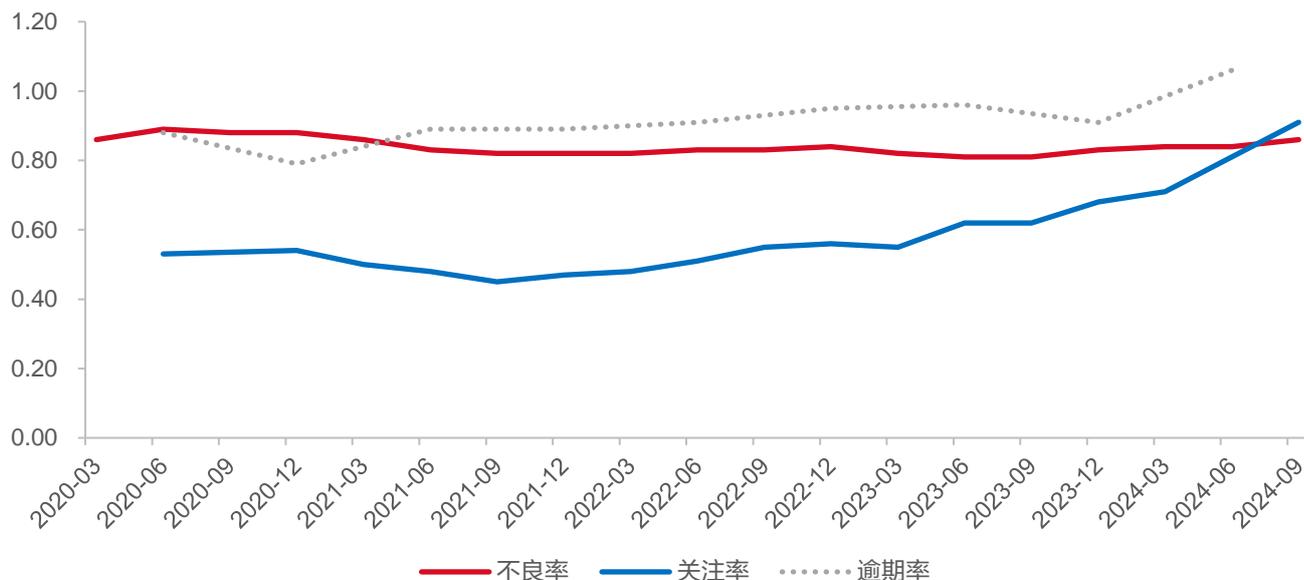
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

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



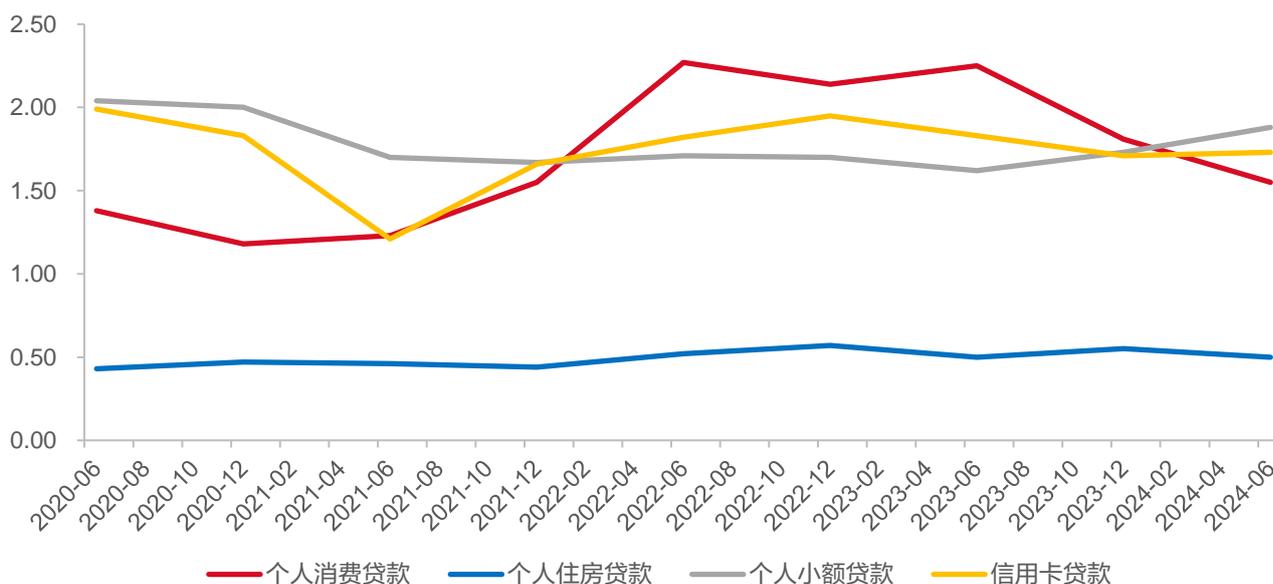
资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

图7 2024Q3 邮储银行不良率于关注率小幅上升，单位：%



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

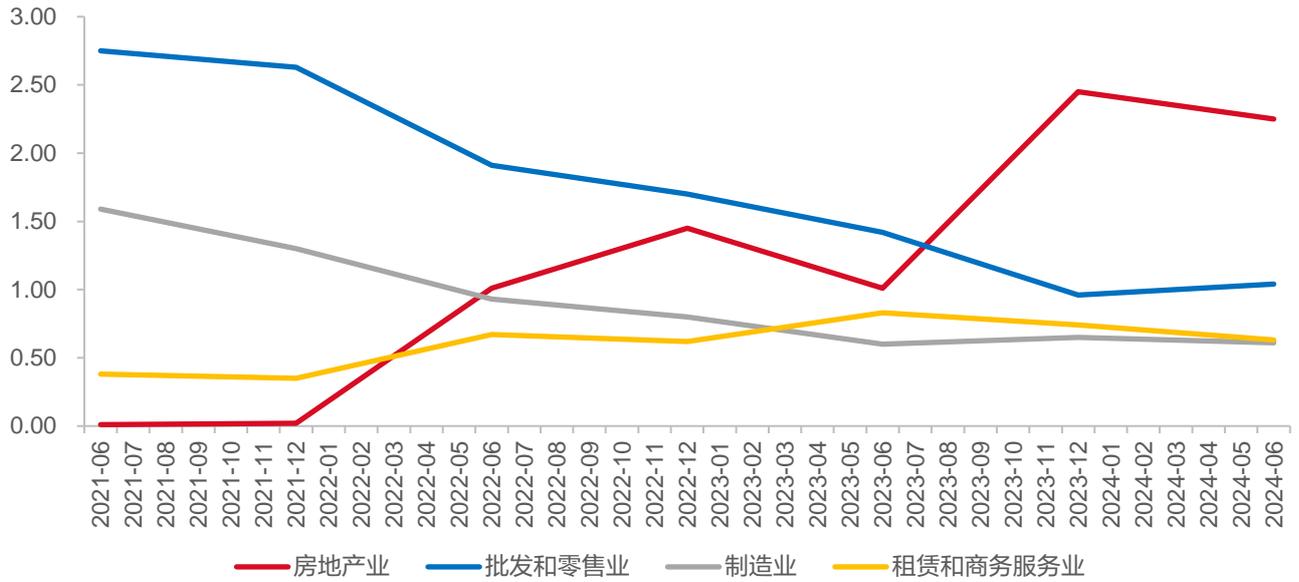
图8 2024 上半年邮储银行个人小额贷款、信用卡贷款不良率上升，其他品种个贷不良率下降 单位：%



资料来源：邮储银行定期报告，Wind，东海证券研究所

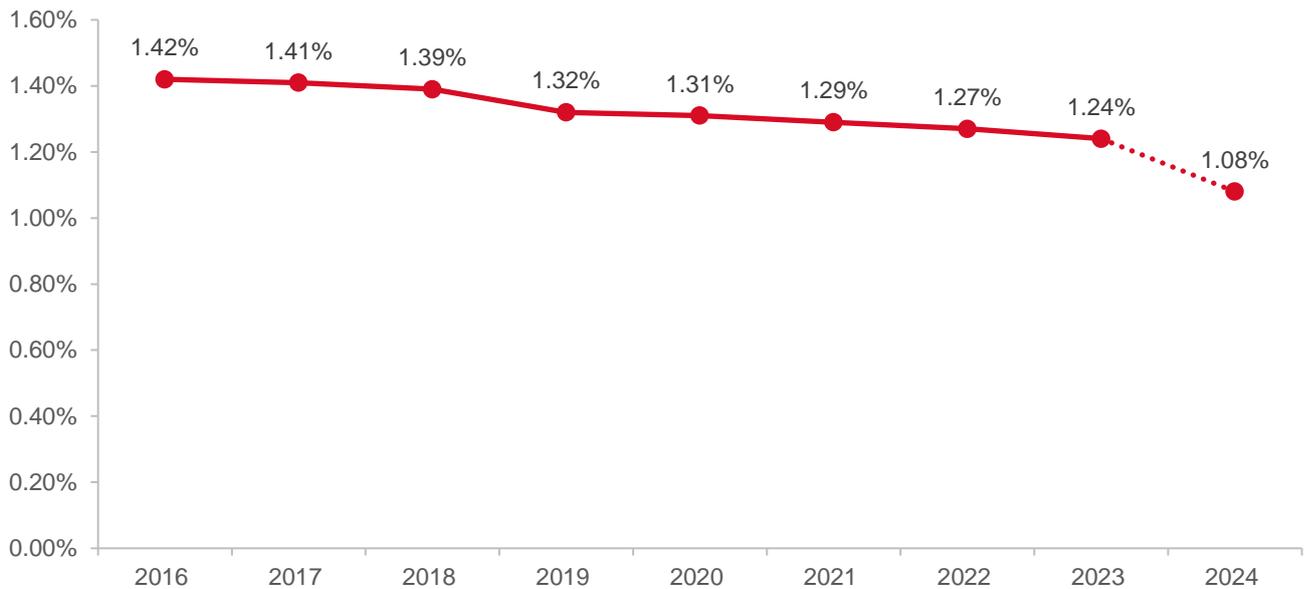
注：个人小额贷款主要包括经营贷

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 新方案实施后，邮储银行储蓄代理综合费率下降至 1.08%



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	0.88	0.91	0.95
BVPS (元)	7.92	8.60	9.13	9.68
P/E (倍)	6.09	6.05	5.80	5.60
P/B (倍)	0.67	0.62	0.58	0.55

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	0.58%	0.53%	0.51%	0.50%
ROAE	9.70%	8.70%	8.48%	8.28%
净利差 (SPREAD)	1.97%	1.85%	1.77%	1.78%
净息差 (NIM)	1.99%	1.86%	1.76%	1.77%
信贷成本	0.34%	0.34%	0.39%	0.45%
成本收入比	64.82%	64.06%	61.80%	60.71%
所得税有效税率	5.65%	5.62%	5.95%	6.25%

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
利息收入	4983	5106	4960	5241
利息支出	2165	2220	2044	2090
利息净收入	2818	2886	2916	3150
手续费净收入	283	255	295	340
其他非息收入	315	312	361	348
营业收入	3425	3460	3571	3839
营业费用与税金	2247	2242	2235	2361
资产减值损失	262	295	368	460
营业利润	915	922	969	1019
所得税	52	52	58	64
净利润	864	872	913	957
母公司所有者利润	863	869	906	939

业绩增长率	2023A	2024E	2025E	2026E
利息净收入	3.00%	2.42%	1.03%	8.05%
手续费及佣金净收入	-0.64%	-9.80%	15.73%	15.42%
营业收入	2.25%	1.01%	3.23%	7.49%
拨备前利润	-7.00%	3.40%	9.83%	10.60%
归母净利润	1.23%	0.70%	4.31%	3.61%

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 11 月 4 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	57675	61184	65136
贷款总额	81489	89228	97142	104341
贷款损失准备	2345	2247	2403	2610
贷款净额	79152	86981	94739	101731
生息资产总额	148820	158907	171366	183466
总资产	157266	171016	184069	196886
同业负债	4289	3839	4352	4737
存款	139560	153153	164471	175786
应付债券	2611	2338	2650	2884
付息负债	146798	159633	171817	183781
总负债	147700	160622	173035	185183
少数股东权益	17	20	25	38
母公司所有者权益	9549	10374	11009	11666

规模指标	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产增速	11.80%	8.74%	7.63%	6.96%
总贷款增速	13.02%	9.50%	8.87%	7.41%
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%	58.26%	59.06%	59.36%

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%	0.07%	0.05%
拨备覆盖率	347.57%	296.08%	289.74%	296.37%
拨备/贷款总额	2.88%	2.52%	2.47%	2.50%

资本	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	14.23%	14.02%	13.77%	13.58%
核心一级资本充足率	9.53%	9.30%	9.30%	9.33%
杠杆倍数	16.43	16.44	16.67	16.81

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