点评报告

行业公司研究—银行II行业—

证券研究报告

邮储银行(601658)

报告日期：2020 年 8 月 31 日

邮储银行 20H1：风险较为稳定，息差环比下降

——再次印证我们“国有行 20H1 利润增速-10%，少数低于-10%”的判断

分析师：邱冠华　S1230520010003
联系人：梁凤洁
TEL：02180108037　liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

盈利增速如期，风险较为稳定，息差环比下降。

投资要点

❑ **业绩概览**

20H1 归母净利润同比-10.0%，增速环比-18.5pc；营收同比+3.3%，增速环比-2.2pc；ROE 12.65%，同比-3.2pc，ROA 0.64%，同比-12bp。累计净息差（日均）2.42%，环比 19A -8bp。不良率 0.89%，环比+2bp；拨备覆盖率 400%，环比+13pc。

❑ **业绩点评**

1、盈利增速符合预期吗？20H1 归母净利润同比-10.0%，符合我们之前的预测，但略低于市场预期。利润增速较 20Q1 下降 18pc，核心拖累因素在于拨备，息差拖累小幅上升，成本因素从贡献变成小幅拖累。

2、实际资产质量怎么样？实际风险情况稳定。表面来看，不良率环比上升 2bp 至 0.89%，不良生成率较同期上升，主要是公司贷款不良率较年初上升 6bp，零售贷款不良率保持稳定，这与股份行的情况差别较大。实际情况来看：①先行指标来看，逾期率和关注率分别较年初下降 15bp 和 12bp；②不良认定来看，逾期 90+偏离度稳定在 68%，逾期偏离度从 2019 年末的 119%下降至 99%，不良生成率上升更多是因为做实不良。核销力度相较 Q1 有所下降，因此不良出现双升。20Q2 拨备覆盖率环比+13pc 至 400%，主要是加大了拨备计提的力度。整体来看，资产质量干净，风险较为稳定，抵补能力充足。

3、还有什么经营特点吗？息差下行符合预期。20Q2 净息差（期初期末口径）环比下降 10bp。其中，资产端收益率好于预期，仅下降 4bp，主要是：①贷款占比继续提升，贷款环比+5%，明显快于整体资产增速（2%）；②贷款中零售贷款修复，投放较 Q1 回升。负债端成本率上升 7bp，略低于预期，背后可能是由于 Q2 加大了主动负债力度，成本率较整体存款成本率高（不考虑代理费）。展望未来，LPR 重定价背景下，息差预计继续下行。

❑ **盈利预测及估值**

盈利增速符合预期，风险较为稳定，息差环比下降。预计 2020-2022 年邮储银行归母净利润同比增速分别为-29.57%/-15.36%/-0.01%，对应 EPS 0.47/0.39/0.39 元/股。现价对应 2020-2022 年 10.43/12.47/12.47 倍 PE，0.81/0.78/0.76 倍 PB。目标价 7.00 元，对应 20 年 1.17 倍 PB，买入评级。

❑ **风险提示：**宏观经济失速、银行利润增速大幅下降。

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	276,809	282,702	300,875	324,708
(+/-)	5.96%	2.13%	6.43%	7.92%
净利润	60,933	42,913	36,322	36,320
(+/-)	16.48%	-29.57%	-15.36%	-0.01%
每股净资产（元）	5.75	6.00	6.24	6.42
P/B	0.84	0.81	0.78	0.76

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	￥4.68

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.16
1Q/2020	0.23
4Q/2019	0.08
3Q/2019	0.21

公司简介

相关报告

1《交易短期扰动，基本面仍稳健——6 月 10 日大跌快评》2020.06.10
2《盈利能力向好，反哺空间充足--邮储银行 2020 年一季报点评》2020.04.29
3《好工出细活，代理盼优化——邮储银行 2019 年年报点评》2020.03.26

报告撰写人：邱冠华
联系人：　梁凤洁

表 1：邮储银行 2020 年中报数据概览

维度	单位：百万元	20H1	19H1	YoY	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	QoQ
利润指标	ROE（年化）	12.7%	15.8%	-3.2pc	15.3%	13.5%	5.0%	13.5%	8.4%	-5.1pc
	ROA（年化）	0.64%	0.76%	-12bp	0.75%	0.67%	0.26%	0.76%	0.50%	-27bp
	拨备前利润	69,817	68,479	2.0%	36,524	30,329	20,332	34,094	35,723	4.8%
	归母净利润	33,658	37,381	-10.0%	18,861	16,907	6,645	20,094	13,564	-32.5%
	EPS（未年化）	0.36	0.43	-17.3%	0.23	0.21	0.08	0.23	0.16	-32.5%
	BVPS（未年化）	5.90	5.49	7.3%	5.49	5.71	5.75	6.00	5.90	-1.8%
收入拆分	营业收入	146,346	141,606	3.3%	73,180	68,952	66,251	72,171	74,175	2.8%
	利息净收入	122,954	119,082	3.3%	59,953	60,098	61,044	61,721	61,233	-0.8%
	生息资产（期初期末平均，注1）	10,734,233	9,981,459	7.5%	10,122,335	10,110,911	10,187,397	10,543,210	10,925,256	3.6%
	净息差（日均余额口径）	2.42%	2.55%	-13bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差（期初期末口径）	2.29%	2.39%	-10bp	2.37%	2.38%	2.40%	2.34%	2.24%	-10bp
	生息资产收益率（期初期末口径）	3.75%	3.81%	-6bp	3.84%	3.91%	3.90%	3.77%	3.73%	-4bp
	付息负债成本率（期初期末口径）	1.57%	1.52%	5bp	1.57%	1.63%	1.60%	1.53%	1.60%	7bp
	非利息净收入	23,392	22,524	3.9%	13,227	8,854	5,207	10,450	12,942	23.8%
	手续费净收入	9,728	9,339	4.2%	4,431	4,109	3,637	4,983	4,745	-4.8%
	其他非息收入	13,664	13,185	3.6%	8,796	4,745	1,570	5,467	8,197	49.9%
	业务及管理费	75,754	72,333	4.7%	36,612	39,417	44,849	37,509	38,245	2.0%
	成本收入比	51.76%	51.08%	0.7pc	50.03%	57.17%	67.70%	51.97%	51.56%	-0.4pc
	资产减值损失	33,590	27,693	21.3%	16,442	12,169	15,533	11,432	22,158	93.8%
	贷款减值损失	33,760	25,850	30.6%	15,348	8,283	13,301	11,490	22,270	93.8%
	信用成本	1.29%	1.15%	14bp	1.33%	0.69%	1.08%	0.90%	1.66%	76bp
	所得税费用	2,554	3,364	-24.1%	1,209	1,238	-1,893	2,557	-3	-100.1%
	有效税率	7.05%	8.25%	-1.2pc	6.02%	6.82%	-39.45%	11.28%	-0.02%	-11.3pc
规模增长	总资产	10,966,186	10,067,175	8.9%	10,067,175	10,110,524	10,216,706	10,798,624	10,966,186	1.6%
	生息资产余额	11,013,515	10,096,450	9.1%	10,096,450	10,125,371	10,249,423	10,836,996	11,013,515	1.6%
	贷款总额	5,481,104	4,701,673	16.6%	4,701,673	4,846,845	4,974,186	5,242,248	5,481,104	4.6%
	对公贷款	2,442,683	2,151,559	13.5%	2,151,559	2,212,780	2,223,398	2,372,270	2,442,683	3.0%
	个人贷款	3,038,421	2,550,114	19.1%	2,550,114	2,634,065	2,750,788	2,869,978	3,038,421	5.9%
	同业资产	442,150	469,361	-5.8%	469,361	464,788	445,364	572,163	442,150	-22.7%
	金融投资	3,960,416	3,761,871	5.3%	3,761,871	3,680,183	3,675,030	3,876,105	3,960,416	2.2%
	存放央行	1,129,845	1,163,545	-2.9%	1,163,545	1,133,555	1,154,843	1,146,480	1,129,845	-1.5%
	总负债	10,324,470	9,573,116	7.8%	9,573,116	9,598,929	9,671,827	10,147,563	10,324,470	1.7%
	付息负债余额	10,237,580	9,481,423	8.0%	9,481,423	9,506,917	9,582,751	10,066,367	10,237,580	1.7%
	吸收存款	9,866,583	9,101,191	8.4%	9,101,191	9,165,526	9,314,066	9,762,687	9,866,583	1.1%
	企业活期	868,686	799,081	8.7%	799,081	n.a	771,034	n.a	868,686	n.a
	个人活期	2,621,805	2,507,012	4.6%	2,507,012	n.a	2,701,369	n.a	2,621,805	n.a
	企业定期	389,688	380,034	2.5%	380,034	n.a	357,931	n.a	389,688	n.a
	个人定期	5,982,586	5,413,034	10.5%	5,413,034	n.a	5,481,019	n.a	5,982,586	n.a
	同业负债	237,153	277,952	-14.7%	277,952	236,177	171,706	203,136	237,153	16.7%
	发行债券	123,123	102,280	20.4%	102,280	105,214	96,979	96,149	123,123	28.1%
	向央行借款	10,721	0	n.a	-	-	-	4,395	10,721	143.9%
	所有者权益	640,689	493,109	29.9%	493,109	510,630	543,867	650,038	640,689	-1.4%
	总股本	86,979	81,031	7.3%	81,031	81,031	86,203	86,979	86,979	0.0%
资产质量	不良贷款	48,531	38,372	26.5%	38,372	40,063	42,844	45,118	48,531	7.6%
	不良率	0.89%	0.82%	7bp	0.82%	0.83%	0.86%	0.86%	0.89%	2bp
	关注贷款	29,280	31,358	-6.6%	31,358	n.a	32,709	n.a	29,280	n.a
	关注率	0.53%	0.67%	-13bp	0.67%	n.a	0.66%	n.a	0.53%	n.a
	逾期贷款	47,966	45,801	4.7%	45,801	n.a	51,083	n.a	47,966	n.a
	逾期率	0.88%	0.97%	-10bp	0.97%	n.a	1.03%	n.a	0.88%	n.a
	不良生成额	11,787	4,782	146.5%	1,700	6,041	6,582	5,882	5,905	0.4%
	不良生成率	0.47%	0.22%	25bp	0.15%	0.51%	0.54%	0.47%	0.45%	-2bp
	核销转出额	6,100	3,298	85.0%	986	4,350	3,801	3,608	2,492	-30.9%
	核销转出率	28.48%	17.88%	10.6pc	10.47%	45.35%	37.95%	33.68%	22.10%	-11.6pc
	逾期90+偏离度	67.7%	80.9%	-13.2pc	80.9%	n.a	67.8%	n.a	67.7%	n.a
	拨备覆盖率	400.1%	396.1%	4.0pc	396.1%	391.1%	389.4%	387.3%	400.1%	12.8pc
	拨贷比	3.54%	3.23%	31bp	3.23%	3.23%	3.35%	3.33%	3.54%	21bp
资本情况	核心一级资本充足率	9.17%	9.25%	-8bp	9.25%	9.55%	9.90%	9.64%	9.17%	-47bp
	一级资本充足率	11.47%	10.26%	121bp	10.26%	10.55%	10.87%	12.03%	11.47%	-56bp
	资本充足率	13.97%	12.98%	99bp	12.98%	13.27%	13.52%	14.57%	13.97%	-60bp

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：以 19Q1-3 举例，19Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均，19Q1-3 生息资产平均余额为 19Q1、19Q2、19Q3 平均余额的平均值。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
存放央行	1,154,843	1,162,567	1,255,572	1,356,018
同业资产	445,364	467,632	491,014	515,565
贷款总额	4,974,186	5,471,605	6,018,765	6,620,642
贷款减值准备	-166,124	-217,173	-267,805	-322,943
贷款净额	4,808,062	5,254,431	5,750,960	6,297,698
证券投资	3,675,030	4,144,158	4,374,389	4,605,383
其他资产	133,407	145,263	156,368	168,258
资产合计	10,216,706	11,174,051	12,028,304	12,942,921
同业负债	171,706	180,291	189,306	198,771
存款余额	9,314,066	10,152,332	10,964,518	11,841,680
应付债券	96,979	101,828	106,919	112,265
其他负债	89,076	88,561	95,574	103,144
负债合计	9,671,827	10,523,012	11,356,318	12,255,861
股东权益合计	544,879	651,039	671,986	687,061

利润表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利息收入	240,224	245,423	262,121	284,360
净手续费收入	17,085	18,452	19,928	21,522
其他非息收入	19,500	18,827	18,827	18,827
营业收入	276,809	292,673	300,875	324,708
税金及附加	-1,996	-2,149	-2,269	-2,492
业务及管理费	-156,599	-158,044	-155,744	-168,081
营业外净收入	1,357	800	400	400
拨备前利润	119,140	135,001	143,263	154,535
资产减值损失	-55,395	-90,184	-105,328	-116,603
税前利润	63,745	44,817	37,934	37,932
所得税	-2,709	-1,905	-1,612	-1,612
税后利润	61,036	42,913	36,322	36,320
归属母公司净利润	60,933	42,913	36,322	36,320
归属母公司普通股股东	58,432	40,412	33,821	33,819

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
业绩增长				
利息净收入增速	2.61%	2.16%	6.80%	8.48%
手续费净增速	18.37%	8.00%	8.00%	8.00%
非息净收入增速	34.89%	1.90%	3.96%	4.11%
拨备前利润增速	9.38%	13.31%	6.12%	7.87%
归属母公司净利润增	16.48%	-29.57%	-15.36%	-0.01%
盈利能力				
ROAE	12.67%	7.94%	6.35%	6.14%
ROAA	0.62%	0.40%	0.31%	0.29%
RORWA	1.31%	0.81%	0.62%	0.57%
生息率	4.04%	3.72%	3.69%	3.72%
付息率	1.59%	1.58%	1.57%	1.59%
净利差	2.45%	2.14%	2.13%	2.14%
净息差	2.50%	2.28%	2.24%	2.25%
成本收入比	56.57%	51.76%	51.76%	51.76%
资本状况				
资本充足率	13.52%	13.90%	13.34%	12.72%
核心资本充足率	10.87%	11.42%	10.96%	10.41%
风险加权系数	48.64%	50.60%	50.60%	50.60%
股息支付率	30.01%	30.00%	30.00%	30.00%

主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
资产质量				
不良贷款余额	42,844	50,410	55,299	60,753
不良贷款净生成率	0.41%	0.60%	0.55%	0.55%
不良贷款率	0.86%	0.92%	0.92%	0.92%
拨备覆盖率	389%	431%	484%	532%
拨贷比	3.35%	3.97%	4.45%	4.88%
流动性				
贷存比	53.41%	53.90%	54.89%	55.91%
贷款/总资产	48.69%	48.97%	50.04%	51.15%
平均生息资产/平均	100.25%	100.49%	100.79%	101.07%
每股指标（元）				
EPS	0.68	0.47	0.39	0.39
BVPS	5.75	6.00	6.24	6.42
每股股利	0.21	0.15	0.13	0.13
估值指标				
P/E	7.16	10.43	12.47	12.47
P/B	0.84	0.81	0.78	0.76
P/PPOP	3.51	3.12	2.94	2.73
股息收益率	4.33%	3.05%	2.58%	2.58%

资料来源：wind，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20%以上;
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10%～+20%;
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%之间波动;
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下:
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上;
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%～+10%以上;
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层
北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼
深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn