证券研究报告—动态报告/公司快评

金融

银行

邮储银行（601658）

事件快评

买入

（维持评级）

2020 年 12 月 21 日

直销银行成立有望带来增量价值

证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001

事项：

2020 年 12 月 21 日邮储银行发布公告，拟出资 50 亿元设立全资直销银行子公司中邮邮惠万家银行。

我们认为邮储银行成立直销银行，有望在覆盖新客户和挖掘老客户价值方面为公司带来增量价值，而邮储银行在互联网金融方面有经验积累，则有望更好地推动直销银行发展。与其他互联网银行相比，我们认为邮储银行有望通过线上线下联动的方式，更好地服务普惠客户。邮储银行基本面稳中向好，我们维持此前盈利预测不变，预计 2020~2021 年净利润 608 亿元、668 亿元、761 亿元，对应 EPS 为 0.63 元、0.70 元、0.80 元，对应当前股价 PB 为 0.7x、0.6x、0.6x，维持“买入”评级。

评论：

■ 邮储银行成立直销银行走在行业前列

直销银行是在不与客户发生线下接触的情况下，通过远程通讯手段办理银行业务的统称，历史悠久，早期包括邮件银行、电话银行等，现在随着互联网技术的发展，互联网银行成为主流。银保监会对十二届全国人大五次会议第 7039 号建议的答复中给出了直销银行的官方定义：直销银行是以互联网为主要渠道，通过计算机、手机、电话以及其他电子服务手段为客户提供服务的银行形式，国内外实践中主要包括子公司和内设部门（事业部）两种运营形式。直销银行的内涵十分广泛，如微众银行等纯互联网银行也可以归为直销银行的范畴，而目前我国由商业银行成立的、以子公司形式运营的直销银行仅有三家，此次邮储银行成立全资直销银行子公司也是走在了行业前列。

■ 直销银行成立有望为邮储银行带来增量价值

传统银行开办直销银行后，最为关键的是通过互联网等手段增加覆盖新客群，或者深入挖掘老客户的价值，即为银行带来“增量价值”，否则直销银行就变成了简单的网上银行。我们认为，邮储银行成立直销银行，有望在开拓新客群和挖掘老客户价值方面给邮储银行带来增量价值：

第一，成立直销银行有望拓宽获客渠道，增加客户覆盖面。截止 2020 年中报，邮储银行有近 4 万个线下网点，服务个人客户超过 6 亿户，其存量客户数量庞大，这些存量客户多是邮储银行通过遍布全国的线下网点获取，因而庞大的网点数量也成为邮储银行有力的竞争优势之一。另一方面，与其他大行以及股份行等全国性银行相比，邮储银行的网点更加下沉，而在经济发达区域的分布比重偏低。我们认为，通过成立直销银行，邮储银行有望在传统线下网点的基础上，进一步拓宽获客渠道，从而覆盖新的客户群体，尤其是经济发达区域的客户群体。邮储银行在经济欠发达地区的网点数量占优，但在经济发达地区的网点数量不具优势，而这些区域的互联网经济渗透程度更高，因而成立直销银行有助于进一步增强经济发达地区的渠道优势，增加客户覆盖面；

表 1：邮储银行线下网点布局下沉，直销银行有望增强其在经济发达地区的渠道优势

	A 区	B 市	C 市	D 市	E 县	F 县	G 县	H 县
工商银行	49	22	13	5	4	3	2	-
建设银行	33	26	17	6	4	2	2	-
农业银行	20	56	27	20	10	4	5	3
中国银行	25	24	17	6	5	3	1	-
邮储银行	**22**	**58**	**33**	**56**	**25**	**10**	**7**	**13**
交通银行	10	4	2	1	2	-	-	-
招商银行	10	2	1	-	-	1	-	-
兴业银行	7	1	3	1	-	-	-	-
民生银行	7	4	2	1	-	-	-	-
当地农商行	5	108	26	53	31	31	21	28
当地城商行	20	6	6	3	1	4	1	1
2019 年 GDP（亿元）	2578	2270	1325	950	526	194	168	53

资料来源：各银行官网，各地区国民经济和社会发展统计公报，百度地图，国信证券经济研究所整理

第二，成立直销银行有望增加服务客户的手段，更好地挖掘存量客户价值。邮储银行成立的直销银行，本质上就是一家商业银行控股的“互联网银行”。我们在专题报告《互联网银行深度解析：原理与实例》中曾经指出，进入 21 世纪之后，互联网技术日渐成熟，大约在 2004 年前后， UGC（用户创造内容）模式兴起，在该模式下，用户的各种参与行为使数据、信息、内容的生产创造速度大幅度提高，各种互联网应用平台开始快速积累数据。经过多年积累，至 2008 年前后，开始形成“大数据”概念。近年来，部分互联网企业开始深入挖掘数据价值，尝试数据在商业、金融领域的应用，互联网金融的概念被提了出来。我们认为，邮储银行成立的直销银行本质上就是一家互联网银行，因而有望通过对互联网、大数据等手段的应用，增加服务客户的手段和效果。截止 2020 年中报，邮储银行有 6.13 亿个人客户，给邮储银行带来大量低成本存款，但与其他银行相比，邮储银行在深挖客户资产业务、财富管理业务价值等方面尚有空间，直销银行的设立有望帮助公司更好地挖掘客户价值。

■ 邮储银行在互联网金融方面有经验积累，有望更好地推动直销银行发展

我们认为，直销银行的成立有望进一步增强邮储银行在互联网金融方面的实力，也充分体现出在新技术、新经济背景下，传统商业银行主动改革的精神。近年来，邮储银行在互联网金融方面积极探索，从数字化产品、场景、生态等多角度入手推动互联网金融业务的发展，取得一定成效。比如邮储银行在疫情期间创新推出“客户经理云工作室”，为客户经理提供全天候、非接触式的产品推介、线上业务办理的数字化服务窗口，今年上半年累计开通 12 万户，吸引访客 689 万人；邮储银行亦通过与外部互联网企业合作交流等方式，拓宽应用场景，比如与微信合作开立缴费项目、与支付宝合作线上生活缴费等业务；邮储银行还通过手机银行提供非金融场景服务，形成“邮储食堂+邮政服务+生活场景”的特色化生态布局，其中邮储食堂实名用户达到 3674 万户。目前邮储银行已经关闭手机银行直销服务，而即将把直销银行单独成立子公司。我们认为，邮储银行在互联网金融方面的积极探索既彰显出公司的创新精神，也为未来直销银行的发展积累了技术和经验，有望更顺利地推动直销银行的发展。

■ 线上线下联动进行差异化竞争，科技助力普惠金融业务

我们认为，邮惠万家银行成立之后，邮储银行作为一个集团有望更好地实现“线上+线下”服务。与一般互联网银行仅具有线上服务功能不同，邮储银行作为一个集团，不仅可以通过直销银行拓宽服务渠道，也可以依托近 4 万个线下网点更好地服务线上客户，实现“线上+线下”服务联动，从而产生有别于其他纯互联网银行的差异化优势，邮储银行此次公告中也提出邮惠万家银行“旨在探索线上线下协同发展的创新商业模式”。

最后，成立直销银行有望帮助邮储银行更好地开展普惠金融业务。邮储银行在公告中提及，邮惠万家银行要践行“服务‘三农’、助力小微、普惠大众”的发展使命。直销银行基于互联网等科技手段开展业务，有望降低普惠金融成本，更好地服务广大客户。

■ **投资建议**

邮储银行当前基本面稳中向好，最新披露的三季报拨备计提力度恢复正常、盈利增速回升，我们维持此前盈利预测不变，预计 2020~2021 年净利润 608 亿元、668 亿元、761 亿元，对应 EPS 为 0.63 元、0.70 元、0.80 元，对应当前股价 PB 为 0.7x、0.6x、0.6x，维持“买入”评级。

■ **风险提示**

宏观经济形势持续走弱、货币政策超预期宽松、监管政策变动等可能对银行产生不利影响，包括资产质量、净息差以及资本充足率等。

附表：财务预测与估值

价值评估（倍）	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	6.5	6.5	5.9	5.1
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6
P/PPoP	3.0	2.8	2.6	2.4
市值/总资产(A 股)	3.5%	3.2%	3.0%	2.8%
股息收益率(税后)	5.1%	5.1%	5.6%	6.4%

每股指标（元）	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	0.63	0.63	0.70	0.80
BVPS	5.70	6.13	6.62	7.19
PPoPPS	1.35	1.45	1.57	1.70
DPS	0.21	0.21	0.23	0.26

盈利驱动	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增长	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
贷款增长	16.3%	15.0%	13.0%	11.0%
存贷比	53%	57%	60%	61%
盈利资产增长	7.2%	7.9%	7.9%	8.0%
贷款收益率	4.82%	4.75%	4.75%	4.75%
债券收益率	3.48%	3.34%	3.34%	3.34%
资产生息率	3.93%	3.91%	3.95%	3.99%
存款成本率	1.54%	1.59%	1.61%	1.61%
负债付息率	3.79%	3.55%	3.55%	3.55%
净息差(NIM)	2.43%	2.37%	2.40%	2.43%
净利差(SPREAD)	2.36%	2.29%	2.32%	2.35%
非利息收入比重	13%	13%	13%	12%
费用收入比(含税金及附加)	57.4%	56.2%	56.2%	56.2%
拨备支出/平均贷款	1.24%	1.23%	1.15%	1.06%
有效所得税率	4%	4%	4%	4%

收入盈利增长	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入增长	2.6%	3.5%	9.1%	9.4%
手续费收入增长	18.4%	9.2%	7.9%	7.3%
营业净收入增长	6.1%	3.6%	8.4%	8.7%
拨备前利润增长	5.6%	6.7%	8.3%	8.7%
净利润增长	16.5%	-0.4%	9.9%	14.0%

资产盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E
RoAE	12.1%	9.9%	11.1%	11.7%
RoAA	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
RoAA(拨备前)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
RoRWA	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%

资产质量	2019A	2020E	2021E	2022E
不良资产率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
拨备覆盖率	389%	409%	424%	436%
拨备余额/全部贷款	3.3%	3.5%	3.7%	3.8%

资本	2019A	2020E	2021E	2022E
资本充足率	14%	13%	13%	13%
一级资本充足率	11%	11%	10%	10%
财务杠杆(倍)	18.8	18.9	19.1	19.0
风险加权资产比重	49%	50%	50%	50%
核心一级资本充足率	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	240,224	248,571	271,215	296,759
利息收入	388,238	409,462	447,002	486,536
利息支出	148,014	160,891	175,786	189,777
资产准备支出	55,395	63,586	67,788	69,834
拨备后净利息收入	184,829	184,986	203,427	226,926
手续费净收入	17,085	18,653	20,134	21,609
其他经营净收益	19.500	19.500	19.500	19.500
营业净收入	276,809	286,724	310,849	337,868
营业费用	159,026	161,019	174,670	189,904
营业外净收入	1,357	1,357	1,357	1,357
拨备前利润	117,783	125,705	136,179	147,965
总利润	63.745	63.476	69.748	79.488
所得税	2,709	2,698	2,964	3,378
少数股东利润	103	103	103	103
净利润	61,036	60,779	66,784	76,110

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及存放同业	400,828	471,283	580,837	463,132
央行准备金	1,154,843	1,246,753	1,345,977	1,453,098
拆放金融企业	44,536	52,365	64,537	51,459
贷款	4,808,062	5,518,920	6,227,745	6,905,683
贷款拨备	-166,124	-201,394	-236,210	-269,306
债券投资	3,675,030	3,590,262	3,522,470	3,802,874
固定资产	46,490	47,049	47,331	47,473
递延税款净额	35,887	35,887	35,887	35,887
其他资产	51,030	61,007	72,128	84,353
盈利资产	10,083,299	10,879,583	11,741,566	12,676,247
总资产	10,216,706	11,023,525	11,896,913	12,843,960
金融企业存放	171,706	185,371	200,124	216,052
存款	9.314.066	10.055.338	10.855.605	11.719.563
应付款项	89,076	96,165	103,819	112,081
发行债券	96,979	104,697	113,030	122,025
付息负债	9,582,751	10,345,407	11,168,759	12,057,639
总负债	9,671,827	10,441,572	11,272,578	12,169,721
实收资本	86,203	86,979	86,979	86,979
公积金	97,477	97,477	97,477	97,477
一般准备	116,129	231,767	358,852	503,709
未分配利润	157,431	179,146	205,501	237,138
少数股东权益	1,012	1,012	1,012	1,012
所有者权益	544,879	581,953	624,335	674,240

贷款结构	2019A	2020E	2021E	2022E
企业贷款	35%			
票据贴现	10%			
个人贷款	55%			

存款结构	2019A	2020E	2021E	2022E
企业活期	8%			
企业定期	4%			
储蓄活期	29%			
储蓄定期	59%			
其他存款	0%			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《邮储银行-601658-2020 年三季报点评：资产质量稳定，盈利增速回升》 ——2020-10-30
《邮储银行-601658-2020 年中报点评：资产质量稳中向好》 ——2020-08-31
《邮储银行-601658-2020 年一季报点评：资产质量稳定，成本收入比降低》 ——2020-04-30
《邮储银行-601658-2019 年报点评：ROE 小幅上升，资产质量稳定》 ——2020-03-26

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032