

邮储银行 (601658)

零售立行，前景广阔

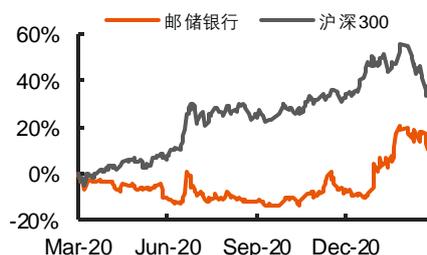
强烈推荐 (首次)

现价: 5.94 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.psbc.com
大股东/持股	中国邮政集团有限公司/65.25%
实际控制人	中国邮政集团有限公司
总股本(百万股)	86,979
流通 A 股(百万股)	11,274
流通 B/H 股(百万股)	19,856
总市值 (亿元)	5166.55
流通 A 股市值(亿元)	669.70
每股净资产(元)	6.09
资产负债率(%)	94.1

行情走势图



证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
yuanzheqi052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般从业资格编号
S1060120090065
wukaixiang261@pingan.com.cn



平安观点:

- **享渠道资源禀赋优势，客户基础扎实。**邮储银行依托“自营+代理”的模式，拥有大行中数量最多的营业网点，且网点深度下沉，在县域和中西部区域优势显著，为公司负债端带来了稳定的存款来源。虽然存款成本在考虑代理储蓄费后较同业没有明显优势，但应更多关注存款背后扎实的客户基础，高粘性客群为公司未来客户价值的深度挖掘奠定了基础，长期开拓价值值得期待。此外，考虑到 21 年资金面偏紧、流动性环境边际收敛，银行核心负债能力的重要性提升，公司负债端结构优势有望进一步凸显。
- **资产端结构持续优化，内部挖潜空间巨大。**邮储银行由于信贷业务起步较晚，公司贷存比较大行平均存在 20pct 以上的差距，未来资产端结构的优化将助力公司盈利水平提升。静态测算，若邮储贷存比每年提升 3pct，将带来息差 6BP 的正面贡献，驱动 ROE 提升 0.64pct。同时，随着县域和中西部居民综合金融服务需求的增加，公司中间业务收入有望得到提振。
- **历史包袱较轻，资产质量优于同业。**邮储银行资产质量长期保持优异，不良率始终为国有大行最低水平。主要归因于：1) 信贷结构中，零售贷款、票据占比更高；2) 对公业务布局较晚，存量历史包袱更轻。而大行中最充裕的拨备覆盖，使得公司未来可以在保持拨备覆盖率相对平稳的情况下，依然拥有向上的业绩弹性。静态测算若邮储银行信贷成本下降 2-10BP，有望正向贡献利润增速 1.0%-5.6%，拔高 ROE 0.12-0.66pct。
- **投资建议：**邮储银行将零售业务作为发展重点，依托独特的自营+代理模式，在县域和中西部区域有扎实的客户基础。综合公司突出的揽储能力、扎实的资产质量和资产端的潜在提升空间，我们看好公司未来发展的成长性和稳定性。预计公司 21、22 年盈利增速分别为 10.0%、10.8%，对应 EPS 分别为 0.79、0.88 元/股。目前股价对应公司 21、22 年 PB 分别为 0.88x、0.80x。考虑到公司未来盈利能力的提升，继续看好估值溢价的持续和估值的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 金融监管力度抬升超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	260,616	276,378	284,446	314,807	346,047
YoY(%)	16.3	6.0	2.9	10.7	9.9
归母净利润(百万元)	52,311	60,933	62,809	69,090	76,542
YoY(%)	9.7	16.5	3.1	10.0	10.8
ROE(%)	12.9	13.2	12.1	12.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.60	0.701	0.72	0.79	0.88
P/E(倍)	9.88	8.48	8.23	7.48	6.75
P/B(倍)	1.13	1.03	0.95	0.88	0.80

正文目录

一、 公司概况：最年轻的国有大行	5
1.1 历史沿革	5
1.2 股权结构：邮政集团控股，引入多元战略股东推动业务协同	5
二、 享渠道资源禀赋优势，客户基础夯实	7
2.1 零售主导战略的国有大行	7
2.2 邮银协同，渠道优势显著	8
2.3 负债端有稳定的存款支撑，为零售业务开展奠定基础	12
三、 资产端结构持续优化，内部挖潜空间巨大	15
3.1 贷款快速扩张，助力息差改善	15
3.2 收入结构存改善空间，深挖下沉市场财富管理和消费金融需求	19
四、 历史包袱较轻，资产质量优于同业	21
4.1 存量包袱轻，资产质量保持优异	21
4.2 充裕的拨备覆盖，关注信用成本释放带来的业绩弹性	22
五、 投资建议：零售资源禀赋优势突出，看好估值抬升	24
六、 风险提示	26

图表目录

图表 1	邮储银行历史沿革.....	5
图表 2	邮储银行资产规模在大行中排第 5 位-20Q3.....	5
图表 3	邮储银行资产规模稳步扩张.....	5
图表 4	邮储银行股权结构-20Q3.....	6
图表 5	邮储银行与战略投资者持续推进深入合作，打造战略协同生态圈.....	6
图表 6	6 家国有大行的战略愿景.....	7
图表 7	邮储银行零售营收贡献占比高于同业-20H1.....	8
图表 8	邮储银行零售存款贡献占比高于同业-20H1.....	8
图表 9	邮储银行零售贷款贡献占比高于同业-20H1.....	8
图表 10	邮储、工行个人客户数量与零售客户 AUM 对比.....	8
图表 11	邮储银行网点数量领先其他大行-20H1.....	9
图表 12	邮储银行代理网点占比超过 80%-20H1.....	9
图表 13	邮储银行县域区域有丰富的营业网点.....	9
图表 14	邮储银行营业网点中西部占比超过一半-19H1.....	9
图表 15	邮储银行中西部网点数量领先同业.....	10
图表 16	其余大行网点布局更集中在东部.....	10
图表 17	邮储银行中西部存款占比高于同业-20H1.....	10
图表 18	邮储银行中西部贷款占比高于同业-20H1.....	10
图表 19	邮储银行中西部营收占比高于同业-20H1.....	11
图表 20	邮储银行县域区域个人账户占比 79%.....	11
图表 21	邮储银行已与控股股东邮政集团及旗下子公司建立了良好的协同效应.....	11
图表 22	邮储银行 2015-2019 存款复合增速快于同业.....	12
图表 23	邮储银行 2015-2019 储蓄存款复合增速快于同业.....	12
图表 24	邮储银行存款中零售存款占比较高-20H1.....	12
图表 25	邮储银行负债端存款占比高于同业.....	12
图表 26	邮储银行储蓄代理费分档费率情况（百万）.....	13
图表 27	邮储银行实际储蓄存款成本率高于可比同业.....	13
图表 28	邮储银行实际负债成本率高于可比同业.....	13
图表 29	邮储银行业务管理费中储蓄代理费占比超过一半.....	14
图表 30	还原储蓄代理费，邮储成本收入比为 24%-20H1.....	14
图表 31	高粘性的客群优势，为未来存款向零售综合金融服务奠定基础.....	14
图表 32	21 年初以来同业存单利率上行.....	15
图表 33	21 年初以来国债收益率持续上行.....	15
图表 34	资产配置结构贷款占比较低-20Q3.....	16
图表 35	邮储银行贷存比显著低于同业.....	16
图表 36	贷款增速同业对比.....	16

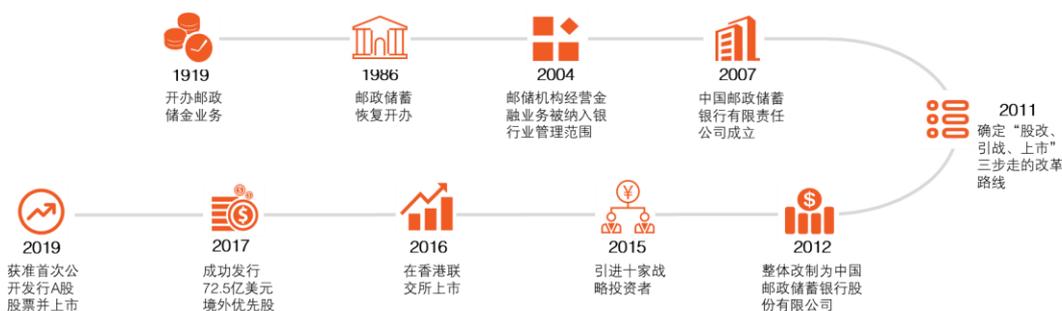
图表 37	邮储银行贷款增速快于同期总资产增速	16
图表 38	核心一级资本充足率有望提升 0.54 个百分点	17
图表 39	定增后缩小与同业的核心一级资本充足率差距	17
图表 40	邮储银行贷款中零售占比较高-20H1	17
图表 41	邮储银行零售贷款中非按揭占比更高-20H1	17
图表 42	邮储银行生息资产收益率高于同业	18
图表 43	邮储银行贷款收益率高于同业	18
图表 44	贷款收益率高于其他资产 1pct 以上-20H1	18
图表 45	过去 3 年邮储银行贷存比每年提升 3 个 pct 以上	18
图表 46	贷存比提升对邮储银行息差及盈利增速的影响测算（百万）	19
图表 47	邮储银行信用卡发卡量与同业有较大差距-20H1	19
图表 48	邮储银行人均持卡量低于同业-20H1（信用卡）	19
图表 49	邮储银行中收占比低于可比同业	20
图表 50	邮储银行代销基金规模保持高增长	20
图表 51	邮储银行中收保持较快增长	20
图表 52	邮储银行中收占比稳步提升	20
图表 53	邮储银行不良、关注率显著低于同业	21
图表 54	邮储银行不良率维持在 1%以下	21
图表 55	邮储银行对公不良好于同业-20H1	22
图表 56	6 家大行逾期 90 天以上/不良	22
图表 57	邮储银行不良生成率好于同业	22
图表 58	邮储银行不良生成率保持在较低水平（测算）	22
图表 59	邮储银行拨备覆盖率为国有大行中最高	23
图表 60	邮储银行拨贷比在同业中靠前	23
图表 61	信用成本下降 2-10BP，将拨高 ROE 0.12%-0.66%（百万）	23
图表 62	邮储银行盈利预测关键假设	25
图表 63	邮储银行上市以来估值情况	26
图表 64	邮储银行 21 年动态估值 0.88x	26

一、公司概况：最年轻的国有大行

1.1 历史沿革

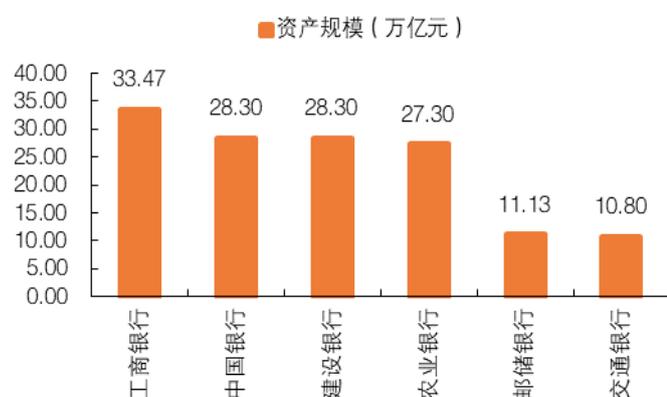
邮储银行 2007 年由邮政集团出资设立，于 2012 年 1 月整体改制为股份有限公司。2015 年公司进一步增资扩股并引入包括瑞银、蚂蚁金服、腾讯、星展银行在内的 10 家境内外战略投资者。2016 年 9 月，邮储银行在香港交易所主板成功上市；2019 年 12 月，公司在上海证券交易所上市，完成“股改-引战-A、H 两地上市”三步走。2019 年 2 月，银保监会首次将邮储银行划分为“国有大型商业银行”；截至 20 年 3 季度末，邮储银行总资产规模 11.1 万亿，位列六大国有行中第五位。

图表1 邮储银行历史沿革



资料来源：公司招股书，公司公告，平安证券研究所

图表2 邮储银行资产规模在大行中排第 5 位-20Q3



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 邮储银行资产规模稳步扩张



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 股权结构：邮政集团控股，引入多元战略股东推动业务协同

邮政集团绝对控股，多元战略股东推动业务协同。从股权结构来看，邮储银行控股股东为中国邮政集团（截至 2020 年 12 月 9 月，持股比例为 65.3%）；2015 年 12 月，经中国银监会和财政部批准，公司成功引入瑞银、中国人寿、中国电信、加拿大养老基金投资公司、蚂蚁金服、摩根大通、淡马锡、国际金融公司、星展银行及深圳腾讯共 10 家战略投资者，实现了从单一股东向股权多元化的转变，此后持续在零售金融、财富管理、金融市场等多个领域积极推进战略合作，建立协同机制。如

在消费金融领域，与蚂蚁金服和腾讯在合作提供线上消费金融服务并搭建线下新零售体验中心；在财富管理体系建设方面，公司与瑞银、星展银行和摩根大通开展培训交流等。

图表4 邮储银行股权结构-20Q3



资料来源：公司20年3季报，平安证券研究所

图表5 邮储银行与战略投资者持续推进深入合作，打造战略协同生态圈

<p>蚂蚁集团</p> <ul style="list-style-type: none"> 邮储花呗 金融科技 快捷支付 小微金融业务 	<p>腾讯</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 创新产品合作 腾讯联名卡 网贷通、微粒贷 	<p>度小满</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 联合线上贷款 探讨共建服务生态 	<p>京东数科</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 智能投顾服务 线上贷款业务
<p>中国移动</p> <ul style="list-style-type: none"> 平台流量互换 虚拟主题卡 联合营销 	<p>中国银联</p> <ul style="list-style-type: none"> 农民丰收卡 收单业务系统 移动便民工程 	<p>中国网联</p> <ul style="list-style-type: none"> 电子支付产品 生活缴费业务 	<p>搜狐</p> <ul style="list-style-type: none"> 生态圈建设 虚拟主题卡
<p>今日头条</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 线上流量运营 探讨线上贷款 	<p>美团/点评</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 手机银行美团专区 联合营销 手机银行收银台 	<p>拼多多</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 场景金融 	<p>小米金融</p> <ul style="list-style-type: none"> 快捷支付业务 场景获客 消费金融合作 联合营销
<p>国际金融公司</p> <ul style="list-style-type: none"> 公司治理 	<p>摩根大通</p> <ul style="list-style-type: none"> 风险管理 财富管理体系建设 网点转型 	<p>瑞银</p> <ul style="list-style-type: none"> 财富管理体系建设 	<p>星展银行</p> <ul style="list-style-type: none"> 财富管理体系建设

资料来源：公司官网推介材料，平安证券研究所

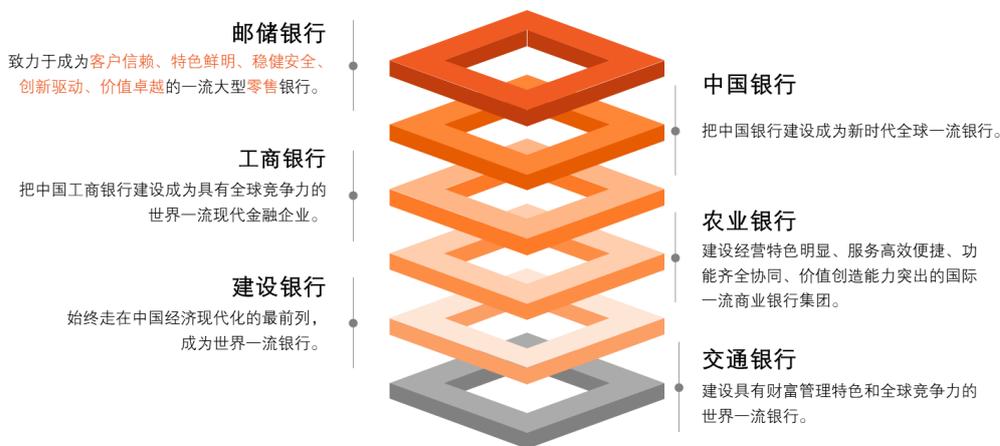
二、享渠道资源禀赋优势，客户基础夯实

邮储银行与大股东邮政集团建立了良好的协同效应，依托“自营+代理”的模式，拥有大行中数量最多的营业网点，且网点深度下沉，在县域和中西部地区网点渗透率高，渠道端的差异化资源禀赋为公司负债端带来了稳定的存款来源，2015-2019年邮储银行储蓄存款复合增速10.3%，显著高于可比大行平均（7.8%）。虽然由于每年需要向集团支付代理储蓄费，因此实际负债成本相较其他大行并无优势，但我们认为站在中长期角度应更多关注差异化渠道布局带来的客群价值，高粘性客群为邮储未来向资产业务和非息业务的拓展提供了可能，关注长期客户价值的抬升。与此同时，从短期来看，考虑到21年国内流动性环境收紧将会造成银行同业负债成本的抬升，相较之下，邮储的核心负债优势会进一步凸显。

2.1 零售主导战略的国有大行

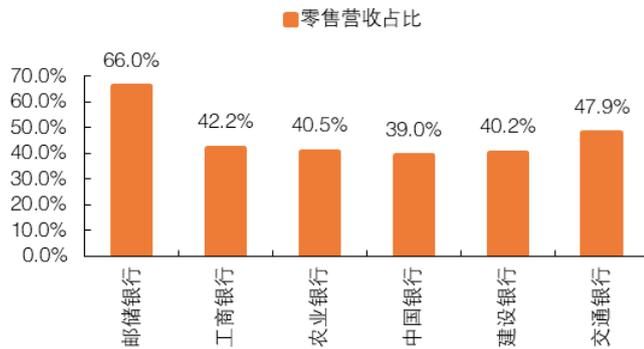
持续打造零售特色的国有大行。相比于其他大行致力于打造综合银行，邮储银行历史上最早可追溯到1919年的邮政储金业务，成立以来始终把零售业务摆在突出位置，“建设一流大型零售商业银行”一直是邮储银行的战略愿景。截至20H1，邮储银行零售营收贡献占比为66.0%（其余5大行平均为42.0%），零售存、贷款占比分别为87.2%和57.7%（其余5大行平均为45.4%、39.2%），零售业务各项占比指标全面高于可比国有大行。截至20H1末，公司服务个人客户达到6.13亿户，零售客户AUM10.8万亿。

图表6 6家国有大行的战略愿景



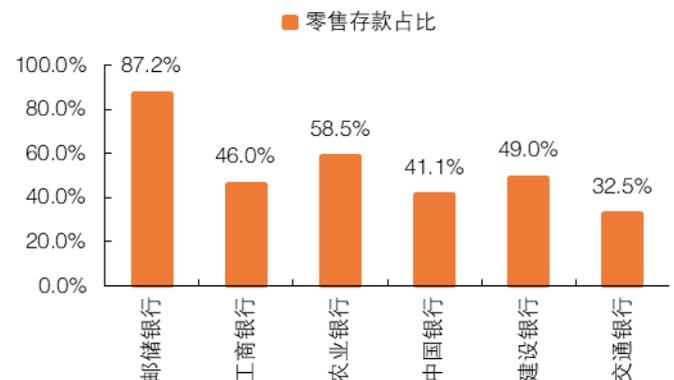
资料来源：公司招股书，公司公告，平安证券研究所

图表7 邮储银行零售营收贡献占比高于同业-20H1



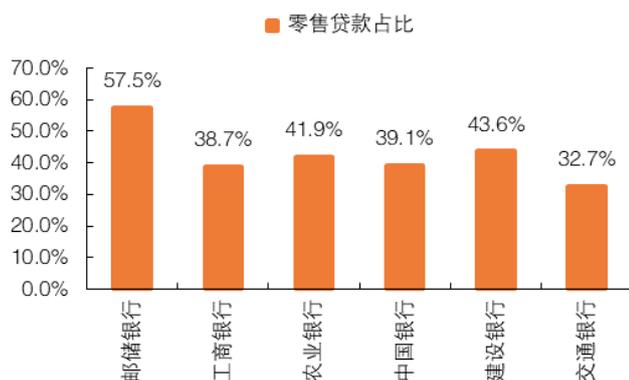
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 邮储银行零售存款贡献占比高于同业-20H1



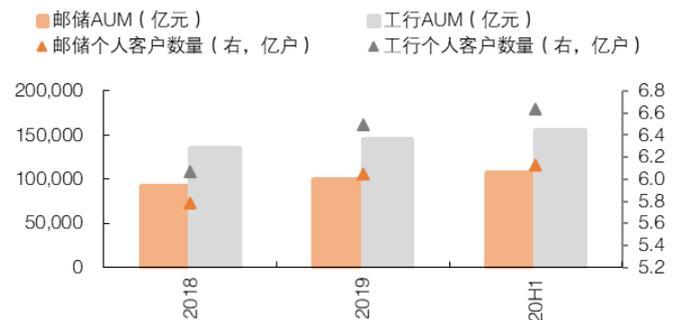
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 邮储银行零售贷款贡献占比高于同业-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 邮储、工行个人客户数量与零售客户 AUM 对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

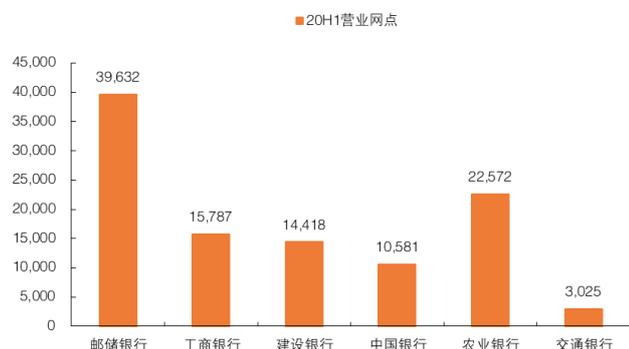
2.2 邮银协同，渠道优势显著

邮银良好的协同机制，给邮储银行开展零售业务带来渠道和场景的支持。公司控股股东邮政集团在《财富》杂志 2020 年发布的世界 500 强中位列第 90 位，业务范围覆盖邮政、金融、速递物流三大板块，并拥有保险、证券等金融牌照，目前邮政集团线上、线下资源与邮储银行已形成了良好的协同效应，主要体现在渠道和场景两方面的支持上。

■ 在县域和中西部区域拥有广布局的网点支撑

“自营+代理”的运营模式，布局了大型商业银行中数量最多的营业网点。邮储银行根据 2016 年签订的《代理营业机构委托代理银行业务框架协议》，依托于邮银合作体系，可以以“自营+代理”的模式，租用邮政集团的营业场所，委托其代为办理个人本外币储蓄存款业务、结算类业务、代理业务、以及小额辅助贷款业务等。这一合作模式给邮储银行带来了全行业最大的网点布局，为公司开展零售业务奠定了渠道基础。截至 20H1，公司共有营业网点 3.97 万个，营业网点覆盖中国 99% 的县（市）；其中自营网点 7,882 个，占比 19.9%；代理网点 3.2 万个，占比 80.1%。

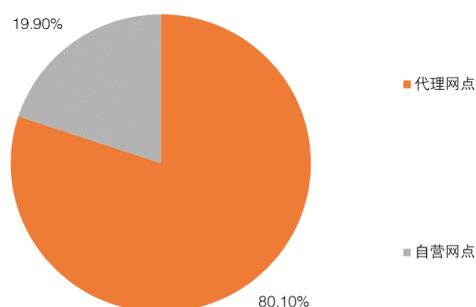
图表11 邮储银行网点数量领先其他大行-20H1



资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

注：邮储银行网点数据包含 7,882 个自营网点和 31,750 个代理网点；中国银行包含总行、一级分行、二级分行及基层分支机构；建设银行包含支行及支行以下；农业银行包含一级支行和基层营业机构

图表12 邮储银行代理网点占比超过 80%-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

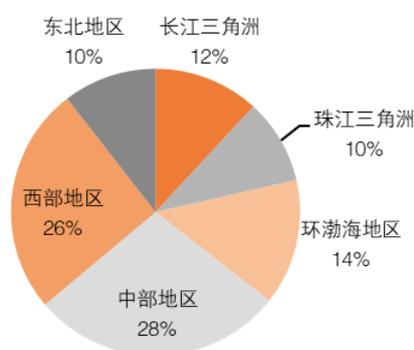
网点布局集中在县域和中西部，渠道优势显著。相较于其余大行，公司网点分布更集中在县域区域和中西部地区。截至 20H1，邮储银行在县域网点布局超过 2.75 万个，占比达到 69.9%，县域区域网点覆盖率达到 99%；根据招股书披露，截至 19H1，公司在中部与西部地区共有 2.21 万个营业网点，与其他大行相比，网点密度更大，布局更深入。

图表13 邮储银行县域区域有丰富的营业网点



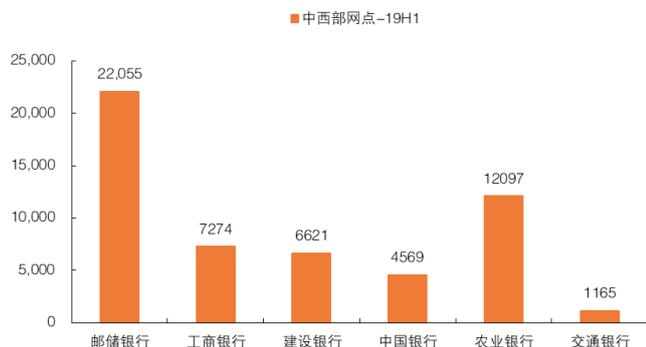
资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

图表14 邮储银行营业网点中西部占比超过一半-19H1



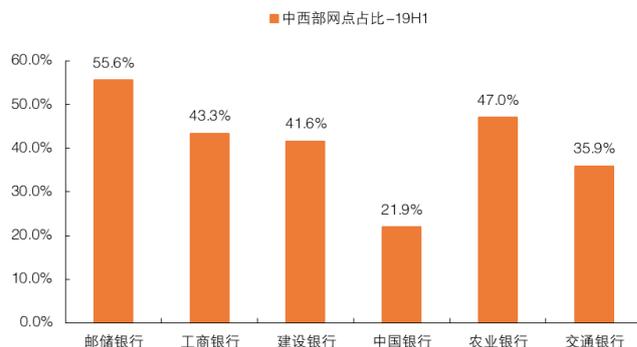
资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

图表15 邮储银行中西部网点数量领先同业



资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

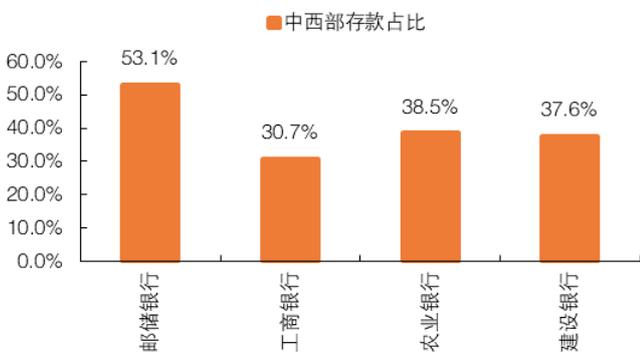
图表16 其余大行网点布局更集中在东部



资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

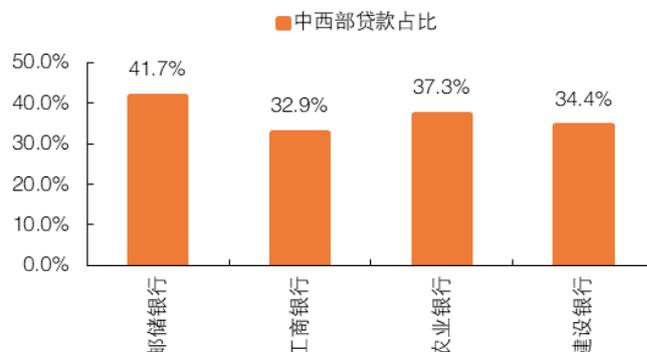
把握县域和中西部地区的弱竞争环境，客户基础夯实。在县域和中西部地区，邮储银行有高渗透、广覆盖的营业网点，而其他大行中除农行外业务布局更集中在以长三角、珠三角为代表的东部以及城镇区域；而相比于农村金融机构，邮储银行作为大行能提供更综合化、更专业化的服务，因此邮储银行在县域和中西部地区渠道壁垒坚实，区位优势明显。截至 20H1，邮储银行中西部存、贷款占比分别达到 53%、42%，同期农行为 39%、37%。

图表17 邮储银行中西部存款占比高于同业-20H1



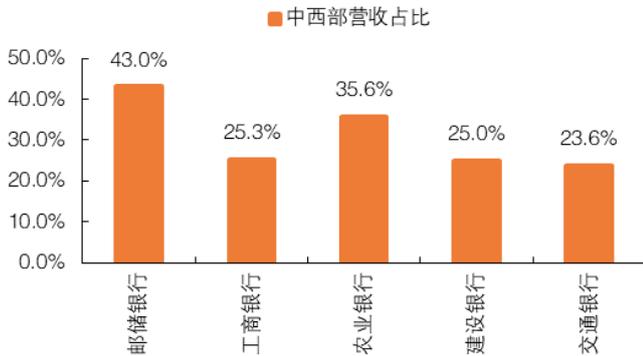
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表18 邮储银行中西部贷款占比高于同业-20H1



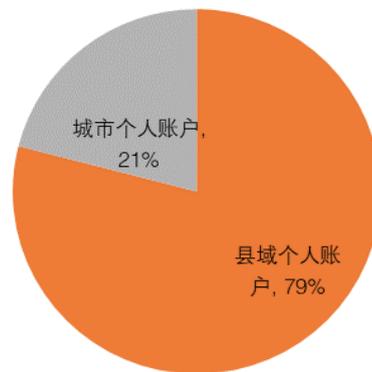
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 邮储银行中西部营收占比高于同业-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 邮储银行县域区域个人账户占比 79%

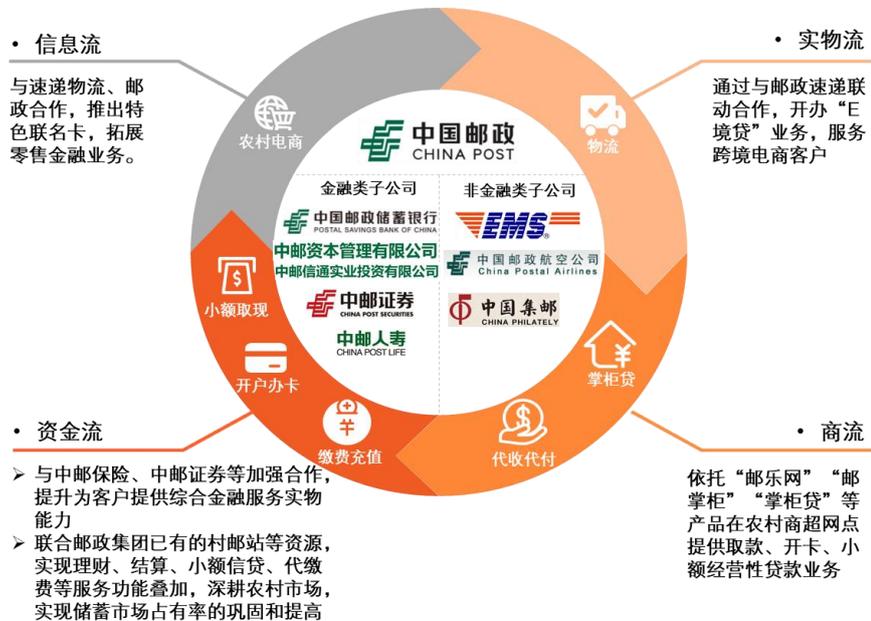


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 与邮政集团不同子公司间良好的协同，丰富的线上和线下场景衍生金融需求

除了通过“自营+代理”模式为邮储银行提供渠道网点支持外，股东邮政集团旗下子公司间的协同效应也为邮储银行为零售业务的开展提供了丰富的场景，如：1) 邮政集团的 60 余万家农村邮乐购店能够转介有金融需求的客户、结算业务和经营贷的需求；2) 邮乐网和邮掌柜则为公司构建农村电商生态圈提供了线上平台支持，利于积累客户资源与数据、打造线上金融产品；3) 邮政集团还为公司提供了与其他金融子公司进行交叉销售、资源共享和合作共赢的平台。

图表21 邮储银行已与控股股东邮政集团及旗下子公司建立了良好的协同效应



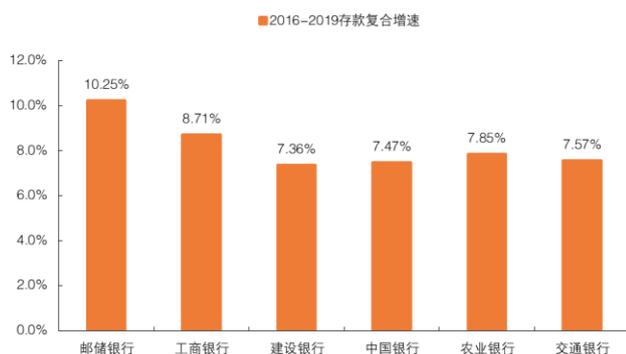
资料来源：公司官网推介材料，平安证券研究所

2.3 负债端有稳定的存款支撑，为零售业务开展奠定基础

■ 邮政集团广布局的网点优势，给公司带来领先的揽储能力

揽储能力优于同业，存款保持稳定增长。依托营业网点数量和布局的优势，以及在县域区域、中西部地区的弱竞争环境与客群基础，公司在负债端有稳定的存款来源，近几年在县域和中西部区域获取了大量的储蓄存款，截至 20H1，公司中西部存款规模达到 5.2 万亿，占比 53.1%。储蓄存款多年来保持稳定增长，增速显著快于同业。2015-2019 年，邮储银行存款复合增速 10.3%，其中个人储蓄复合增速达到 11.0%，同期大行平均值分别为 6.6%、7.8%。

图表 22 邮储银行 2015-2019 存款复合增速快于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

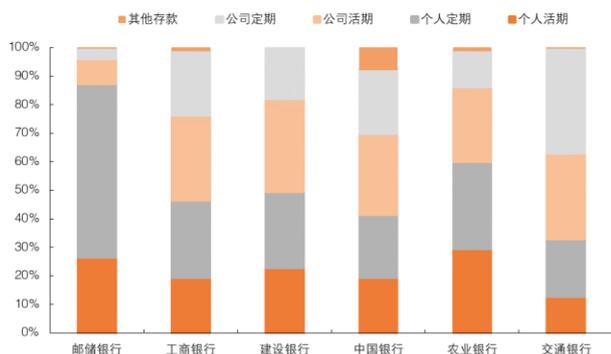
图表 23 邮储银行 2015-2019 储蓄存款复合增速快于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

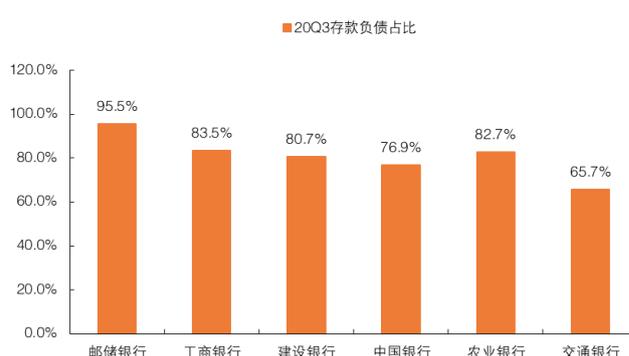
负债端结构优于同业，存款占比超过九成。从负债端结构来看，得益于强大的揽储能力，邮储银行存款占比显著高于可比同业，截至 20Q3，公司负债端存款占比高达 95.5%，而其余 5 大行平均为 77.9%；从存款结构来看，个人存款在存款占比中达到 87.2%，其中定期占比接近 7 成。

图表 24 邮储银行存款中零售存款占比较高-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 25 邮储银行负债端存款占比高于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 实际存款成本较同业没有明显优势，但需关注差异化客群背后的长期开拓价值

从账面的存款成本率来看，20H1 邮储银行储蓄成本率仅 1.61%，低于其余 5 大行 1.90% 的平均水平。但我们也观察到由于邮银间委托代理关系的存在，邮储银行通过邮政集团代理网点吸收储蓄存款，需要向邮政集团支付额外的一笔费用支出，即储蓄代理费用。目前提取的方式为根据代理网点所吸收储蓄存款的期限，按照约定的分档费率提取，并约定综合费率的上限为 1.5%，高出部分由邮政集团承担。

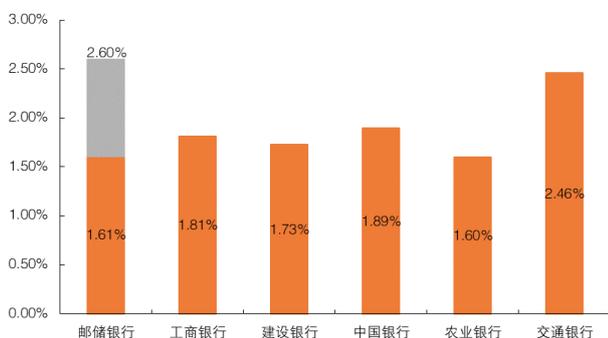
图表 26 邮储银行储蓄代理费分档费率情况（百万）

期限	2019 年 1-6 月		2016 年	
	日均余额	分档费率	日均余额	分档费率
活期	1,753.35	2.30%	1,469.57	2.30%
定活两便	15.58	1.50%	13.47	1.50%
通知存款	28.16	1.70%	18.80	1.70%
三个月	127.27	1.25%	131.4	1.25%
半年	158.77	1.15%	160.44	1.15%
一年	2,849.36	1.08%	2,044.61	1.08%
两年	258.7	0.50%	171.92	0.50%
三年	676.27	0.30%	270.11	0.30%
五年	10.59	0.20%	44.04	0.20%
现金	16.96	1.50%	13.56	1.50%
合计	5,878.06	1.33%	4,324.36	1.42%

资料来源：招股书，平安证券研究所

加回代理储蓄费后，邮储银行储蓄存款成本较同业没有明显优势。在将此部分储蓄代理费用还原为利息支出后，20H1 公司实际储蓄存款成本率为 2.60%，为 6 大行中最高水平（其余 5 大行平均为 1.74%）；对应付息负债成本率为 2.43%，同期其余大行平均水平为 1.88%。可以看到，公司获取的储蓄存款在成本上显著高于其他大行。但需注意的是，我们的测算未考虑其他大行揽储过程中网点和人员的分摊成本，因此实际存款付息率的差异会小于我们的测算。

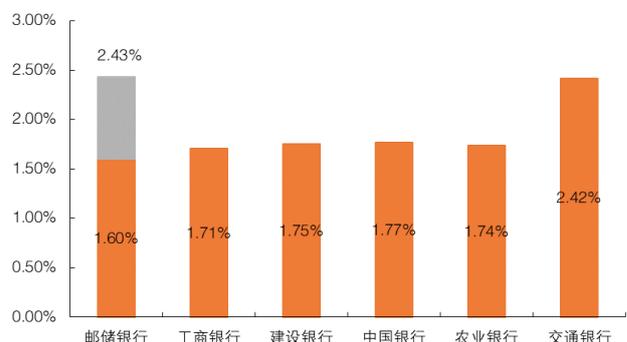
图表 27 邮储银行实际储蓄存款成本率高于可比同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：邮储银行实际存款成本率等于储蓄存款利息支出加回代理储蓄费后，除以该时间段的储蓄存款平均余额

图表 28 邮储银行实际负债成本率高于可比同业

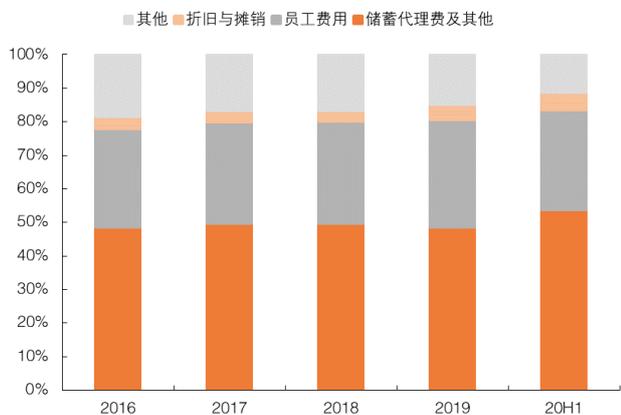


资料来源：招股书，公司公告，平安证券研究所

注：邮储银行实际负债成本率等于总利息支出加回代理储蓄费后，除以该时间段的有息负债平均余额

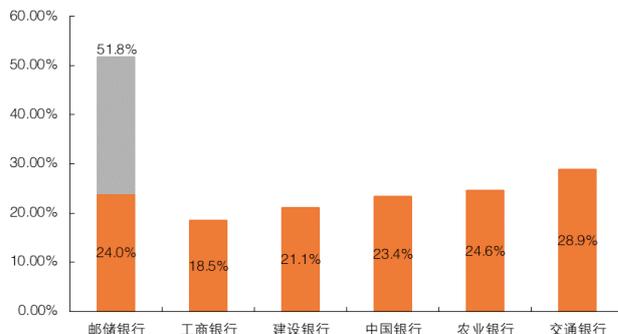
我们看到由于此部分储蓄代理费用的存在，邮储银行成本收入比明显高于其他大行。20Q3，公司成本收入比为 54.1%，其中储蓄代理费用占比超过一半，若将此部分还原至利息支出后，公司成本收入比为 24.0%；同期其余 5 大行平均为 24.4%。

图表29 邮储银行业务管理费中储蓄代理费占比超过一半



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 还原储蓄代理费，邮储成本收入比为 24%-20H1

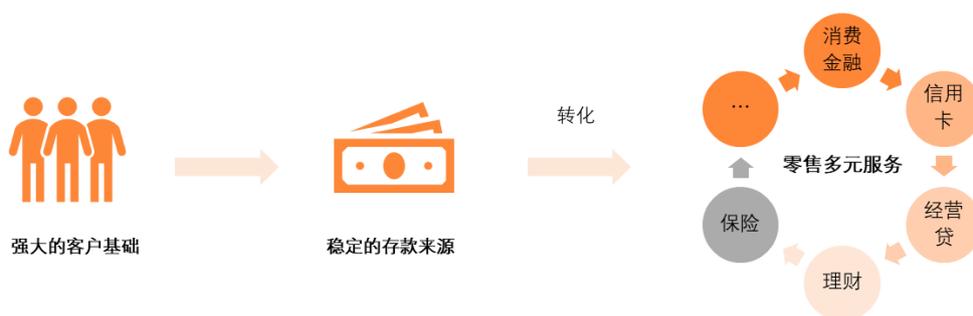


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：邮储银行账面成本收入比 20Q3 为 51.8%，剔除方法为在业务管理费中扣减储蓄代理费及其他

关注稳定存款来源背后的客户基础，长期开拓价值空间广阔。虽然邮储银行获取的储蓄存款在成本上较同业没有明显优势，但我们认为与关注存款价格本身相比，更应关注稳定的存款来源背后，公司在县域和中西部区域所拥有的高粘性零售客群。客群基础是开展零售业务的根基，渠道区域布局差异化给公司在县域和中西部地区带来的高粘性零售客群，为未来邮储银行零售业务从传统存、取款服务向储蓄、个人贷款、理财并重的多元化服务方向转变奠定了扎实的基础。考虑到县域和中西部客群的综合金融服务需求仍有较大的提升空间，以及公司在财富管理、消费金融、信用卡等领域刚开始起步，未来预计将充分受益于存量客户价值的深挖，长期开拓空间值得期待。

图表31 高粘性的客群优势，为未来存款向零售综合金融服务奠定基础



资料来源：平安证券研究所

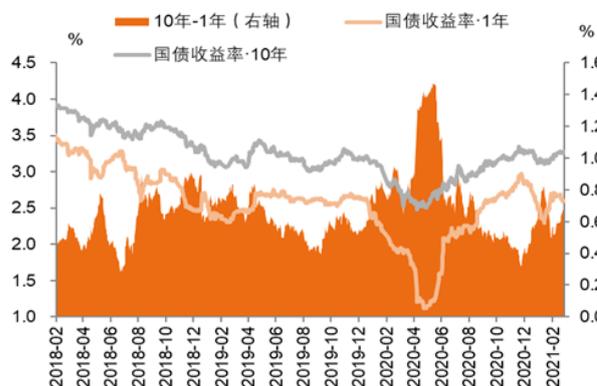
利率上行期，邮储银行负债结构优势凸显。我们看到 21 年初以来，流动性环境边际收紧，同业存单利率不断上行，同时监管引导下高成本的结构存款不断压降，在 21 年资金面偏紧、利率不断上行的环境中，银行核心负债能力的重要性提升，能够实现低成本存款高速扩张的银行，才能支撑资产端的快速扩张。公司负债端拥有稳定的存款来源，21 年面临的成本压力相对更小，负债端结构优势有望进一步凸显。

图表32 21年初以来同业存单利率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 21年初以来国债收益率持续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、资产端结构持续优化，内部挖潜空间巨大

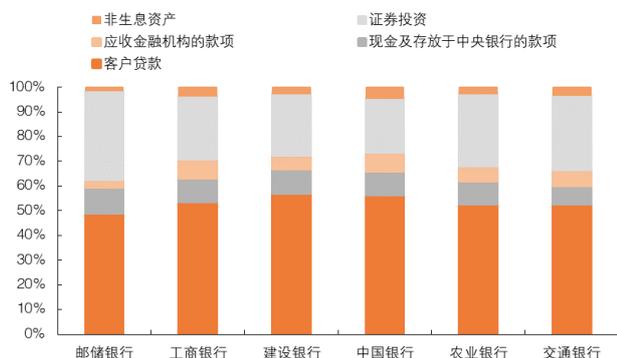
在资产端，由于邮储银行起步较晚，从资产端结构来看贷款占比显著低于同业，贷存比较行业平均存在 20pct 以上的差距，我们认为在公司信贷业务发展步入正轨后，信贷业务将保持快速扩张，而资产结构的优化将助力公司盈利水平的提升。参考过去几年贷存比的提升速度，静态测算，若邮储银行贷存比每年提升 3 个百分点，预计将带来息差 6BP 的正贡献，从而驱动 ROE 提升 0.64 pct。站在 5-10 年的维度，假设邮储银行贷存比达到与同业接近的 75% 左右，预计 ROE 有望提升到 15% 以上。另一方面，从非息收入的增长来看，公司 2020 年上半年中收占比仅 6.65%，存量客户挖潜的空间巨大，预计随着邮储在包括信用卡、财富管理等方面的不断深耕，未来收入结构的改善值得期待。

3.1 贷款快速扩张，助力息差改善

■ 现状：资产端业务布局较晚，贷存比低于同业

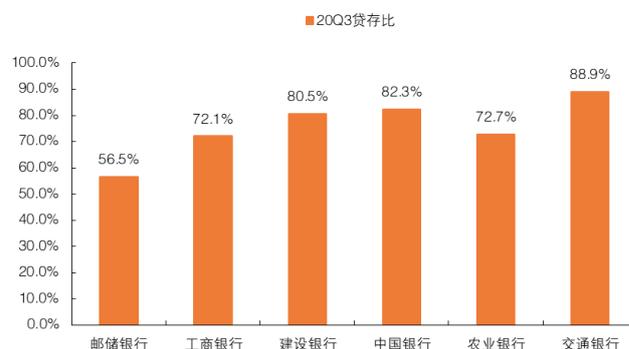
邮储银行在资产端业务尤其是对公贷款方面布局较晚，2006 年 3 月银保监会下发《关于加强邮政储蓄机构小额贷款业务试点管理的意见》后，公司才开始尝试小额贷款、银团贷款业务。因此在资产结构上，公司信贷资产占比较低。20Q3 占比仅 49.0%，低于可比同业平均（54.5%），而以国债、地方债为代表的低风险、享有税收优惠的低风险产品占比较高。公司贷存比显著低于同业，20Q3 贷存比仅为 56.5%（可比同业同期平均值为 79.3%）。

图表34 资产配置结构贷款占比较低-20Q3



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 邮储银行贷存比显著低于同业

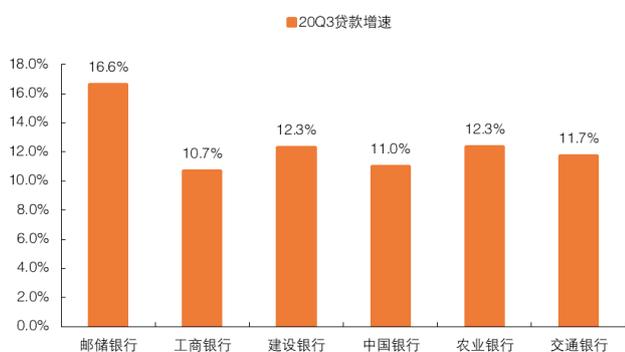


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 趋势：资产端业务步入正轨，贷款占比稳步提升

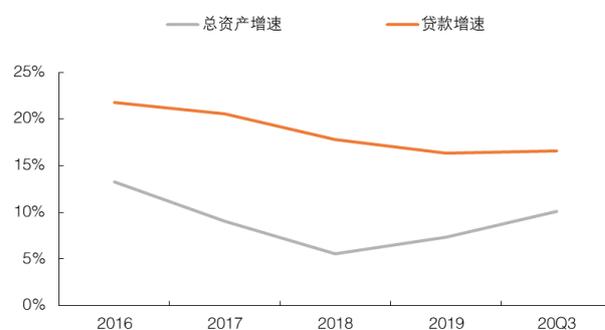
近几年可以看到邮储银行开始在资产端业务上发力，信贷快速扩张，贷款增速快于其余 5 大行，20Q3 公司贷款增速 16.6%，同期可比大行平均为 11.6%，同期总资产增速为 10.1%，信贷占比逐步提升。公司在未来的发展战略中明确将持续发力消费金融、小微贷款等方向，未来信贷资产占比有望继续提升。

图表36 贷款增速同业对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

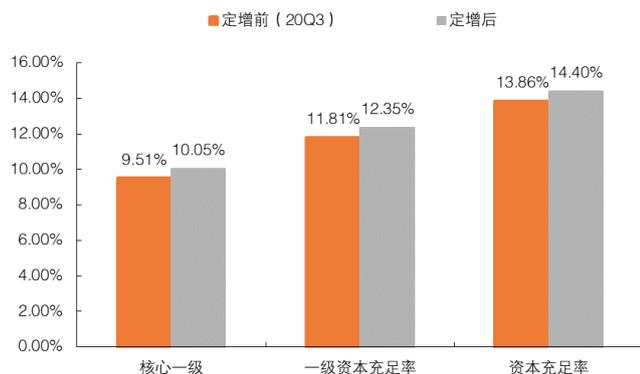
图表37 邮储银行贷款增速快于同期总资产增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

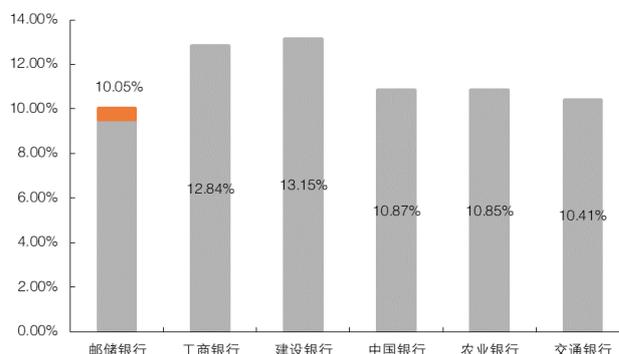
定增获批，夯实资金实力、打开未来发展空间。1月8日，邮储银行公告，公司向大股东邮政集团非公开发行300亿A股股票获银保监会核准，此次定增落地后，邮政集团持股比例将提升2.0pct至67.3%。以20Q3数据进行测算，公司核心一级资本充足率有望提升0.54个百分点至10.05%。公司过去存贷比处在可比公司中较低水平，近年来不断提升信贷投放速度，而20年盈利负增长使得公司内生资本补充速度受到制约，截至20Q3，公司核心一级资本充足率9.51%，较年初下行39BP。再此背景下，通过定增补充资本金能够助力公司未来资产扩张动能的维持，打开未来发展的想象空间。

图表38 核心一级资本充足率有望提升0.54个百分点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 定增后缩小与同业的核心一级资本充足率差距

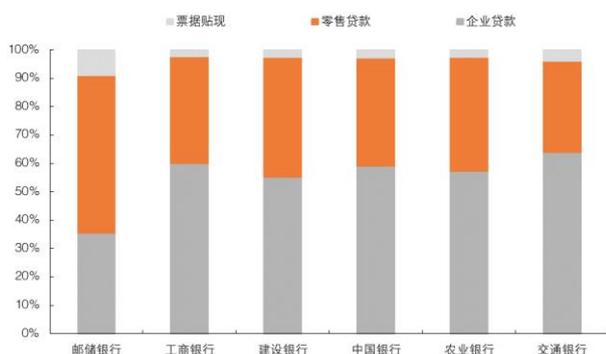


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 贷款结构向零售倾斜，收益率高于同业

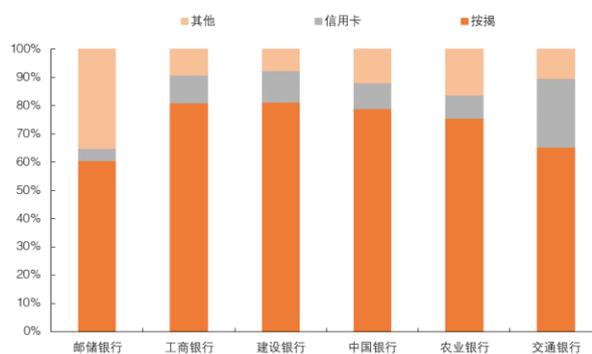
信贷结构中零售资产占比高，资产端收益率优于同业。从公司信贷资产结构来看，零售贷款占比高于同业，截至20H1，公司零售贷款在总贷款中占比达到55.4%，其余大行平均为38.1%。从零售贷款结构中，邮储银行按揭贷款占比仅为60.7%，其余大行平均为76.5%；而以消费贷款、个人经营贷为主的高收益型贷款，邮储银行占比达到35.2%，可比公司平均为11.0%。更市场化的信贷结构，使得公司贷款收益率显著高于同业，20H1公司贷款收益率、总生息资产收益率分别为4.72%、3.96%，可比大行平均为4.37%、3.70%。

图表40 邮储银行贷款中零售占比较高-20H1



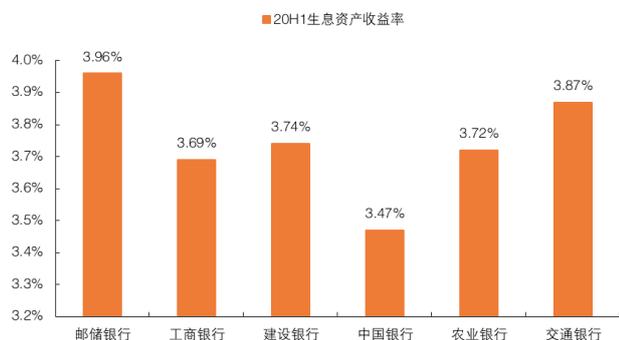
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表41 邮储银行零售贷款中非按揭占比更高-20H1



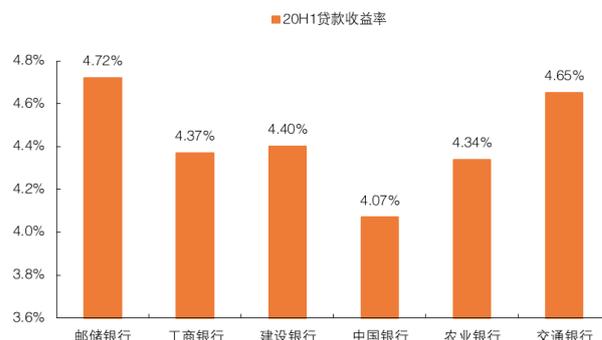
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 邮储银行生息资产收益率高于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 邮储银行贷款收益率高于同业

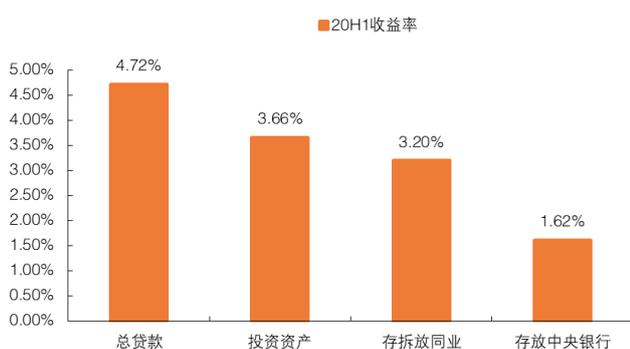


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 贷存比的提升，将助力息差改善

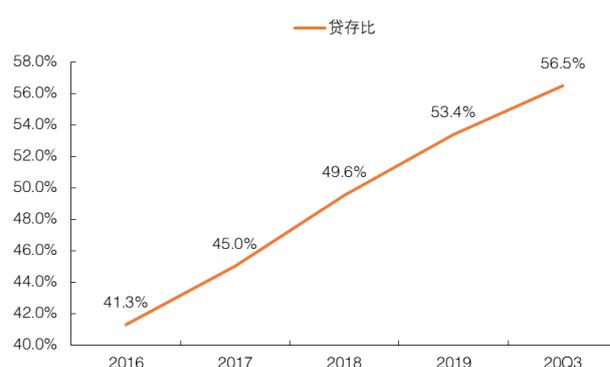
我们观察到 2016 年以来，在邮储银行不断增加信贷投放力度下，贷存比已从 2016 年的 41.3% 提升至 20Q3 的 56.5%，每年提升 3-5 个 pct，但较大行接近 80% 的平均水平仍有差距。考虑到公司贷款收益率至少比其他类资产收益率水平高 100 个 BP 以上（20H1 贷款收益率 4.72% vs 投资资产收益率 3.66%），我们认为公司负债端稳定的存款优势在资产端并未充分发挥。未来随着公司资产端贷款占比的不断提升，预计将带动资产端收益率的改善。

图表44 贷款收益率高于其他资产 1pct 以上-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 过去 3 年邮储银行贷存比每年提升 3 个 pct 以上



资料来源：公司公告，平安证券研究所

贷存比的提升，对盈利能力改善提供支撑。我们以 2019 年公司贷款收益率、其他生息资产收益率、不良损失率进行静态测算，假设公司总生息资产规模、负债端规模和成本、业务管理费不变，参考过去几年贷存比的提升速度，若邮储银行贷存比每年提升 3 个百分点，预计将带来息差 6BP 的正面贡献，从而带动 ROE 提升 0.64 个百分点。假设站在 5-10 年的维度，假设邮储银行贷存比达到其余大行 75% 的水平，预计息差将提升至 2.83%，ROE 有望提升至 15.5% 的水平。可以预见随着未来

邮储银行信贷资产占比不断提升，资产结构优化将对息差形成支撑，从而带动公司盈利水平的显著改善。

图表46 贷存比提升对邮储银行息差及盈利增速的影响测算（百万）

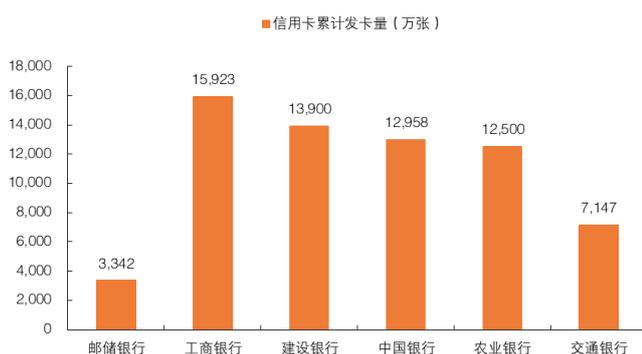
贷存比 提升幅度	53% 2019	56% 3pct	59% 6pct	62% 9pct	65% 12pct	75% 26pct
存款平均余额	9,001,335	9,001,335	9,001,335	9,001,335	9,001,335	9,001,335
贷款平均余额	4,655,906	5,040,748	5,310,788	5,580,828	5,850,868	6,751,001
总生息资产平均余额	9,604,958	9,604,958	9,604,958	9,604,958	9,604,958	9,604,958
贷款收益率	4.83%	4.83%	4.83%	4.83%	4.83%	4.83%
其他生息资产收益率	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%	3.30%
利息收入	388,238	394,120	398,248	402,375	406,502	420,260
利息收入提升		5,882	10,010	14,137	18,264	32,022
净息差	2.50%	2.56%	2.61%	2.65%	2.69%	2.83%
净息差提升		6BP	11BP	15BP	19BP	33BP
不良损失率	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
当年新增不良损失		(1539.37)	(2619.53)	(3699.69)	(4779.85)	(8380.38)
税后利润	60,933	64,190	66,476	68,761	71,046	78,665
税后利润提升		5.3%	9.1%	12.8%	16.6%	29.1%
ROE	11.97%	12.61%	13.06%	13.51%	13.95%	15.45%
ROE提升		0.64pct	1.09pct	1.54pct	1.99pct	3.48pct

资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 收入结构存改善空间，深挖下沉市场财富管理和消费金融需求

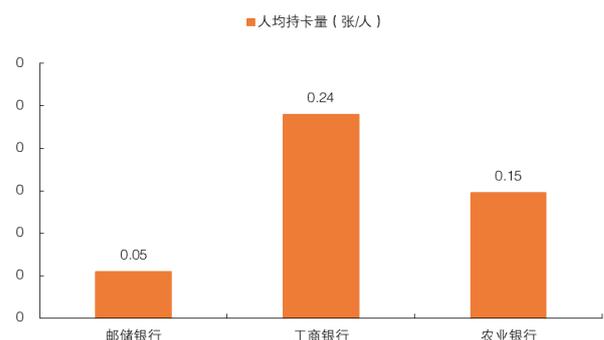
邮储银行聚焦的县域地区和中西部地区居民金融产品需求较为单一，仍集中在传统的存贷业务上，因此在信用卡、财富管理等新零售业务上，公司发展相对弱于其余大行。以信用卡业务为例，邮储银行信用卡渗透率显著低于同业，截至 20H1，公司个人客户信用卡人均持卡量仅 0.05 张，低于工行 0.24 张和农行的 0.15 张。

图表47 邮储银行信用卡发卡量与同业有较大差距-20H1



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 邮储银行人均持卡量低于同业-20H1 (信用卡)



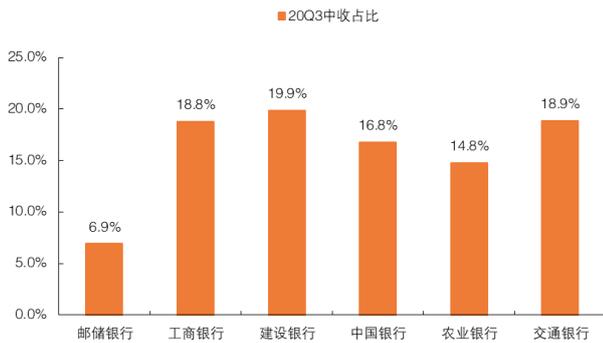
资料来源：公司公告，平安证券研究所

中收占比有提升空间，深挖下沉市场的新零售业务需求。透过中收收入来看，近几年邮储银行在财富管理、支付、代理保险和代销基金业务上表现亮眼，2016-2019 年公司 VIP 客户数复合增速达到 12.2% (VIP 客户为在邮储银行金融资产 10 万元以上客户)，代销基金规模复合增速为 159%；公司

中收收入保持较快增长，中收占比稳步提升，但较 5 大行仍有较大差距（6.9%vs17.82%，20Q3），未来仍有较大的提升空间。

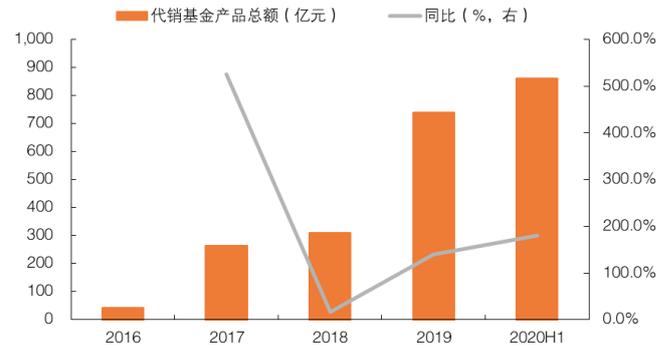
展望未来，随着县域和中西部地区居民理财意识的觉醒、综合金融服务需求的提升，有望为公司带来增量业务空间。公司持续零售转型升级，加大产品服务创新与综合营销力度，持续丰富产品种类，借助网点系统化转型优势，充分挖掘存量客户价值，未来公司中间业务收入值得期待。

图表 49 邮储银行中收占比低于可比同业



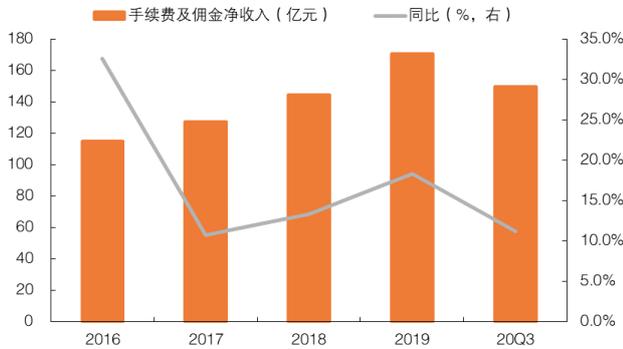
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 50 邮储银行代销基金规模保持高增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 51 邮储银行中收保持较快增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 52 邮储银行中收占比稳步提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、历史包袱较轻，资产质量优于同业

邮储银行在信贷业务保持较快增长的同时，资产质量始终保持优质，不良贷款率持续位于 1% 以下，为国有大行最低水平。主要归因于两方面原因：1) 信贷结构中，零售贷款、票据占比更高；2) 对公业务布局较晚，存量历史包袱更轻。除了存量资产质量更扎实，公司不良生成位于同业低位，前瞻性指标优于同业，而大行中最充裕的拨备覆盖和最高的拨贷比，使得公司抗风险能力突出，也为之后信贷成本的释放预留了空间。在保持拨备覆盖率相对平稳的情况下，依然拥有向上的业绩弹性。我们以目前的盈利结构静态测算，假设邮储银行信贷成本下降 2-10BP，有望正向贡献利润增速 1.0%-5.6%，拉高 ROE 0.12-0.66pct。

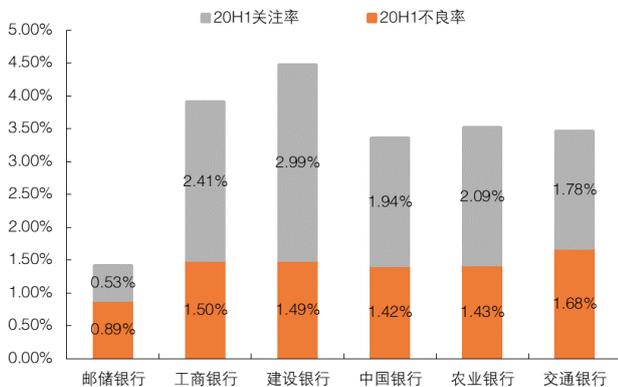
4.1 存量包袱轻，资产质量保持优异

资产质量始终保持优异，不良率低于同业。邮储银行在信贷业务快速发展的同时，资产质量保持优质，不良贷款率持续位于 1% 以下，始终为国有大行最低水平。我们认为主要归因于两方面原因：

1) 信贷结构中，零售贷款、票据占比更高。20H1 邮储银行零售贷款在总贷款中占比达到 55.4%，其余大行平均为 38.1%，同时公司致力于中小微、三农等普惠金融服务，票据占比高于大行平均（20H1，9.0%vs2.8%），而零售贷款、票据的平均违约率低于对公贷款。

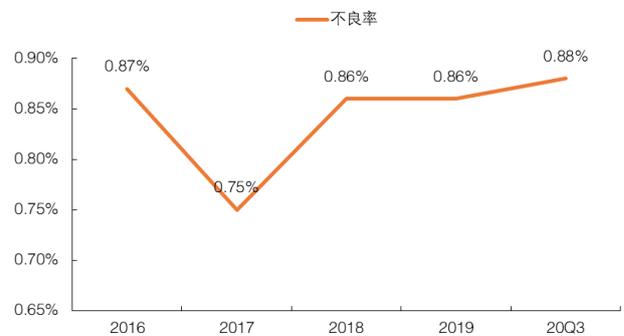
2) 对公业务起步较晚，存量包袱更轻。邮储银行对公不良显著低于同业，截至 20H1，邮储银行对公不良率仅 0.95%，远低于其余 5 大行 1.74% 的平均水平。公司对公资产质量优于同业主要系布局较晚所致，09 年后才开始尝试对公贷款，避开了风险，存量风险较小，资产负债表更“干净”。

图表 53 邮储银行不良、关注率显著低于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

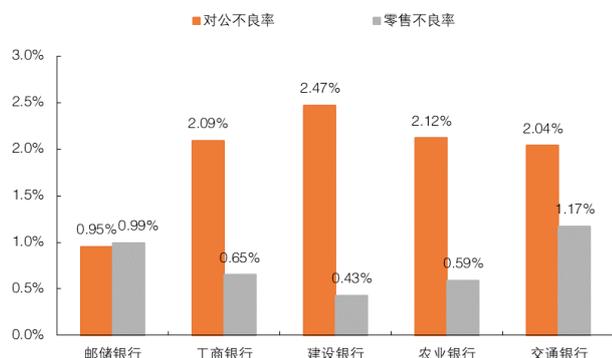
图表 54 邮储银行不良率维持在 1% 以下



资料来源：公司公告，平安证券研究所

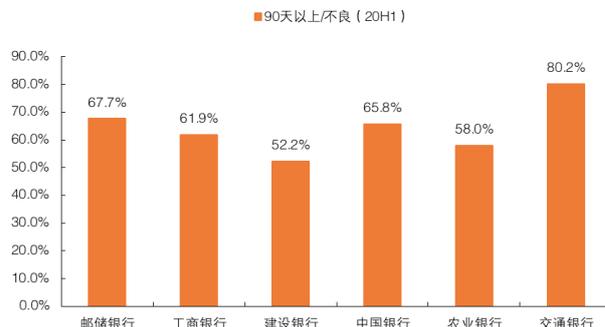
潜在不良风险可控，不良生成优于同业。邮储银行不良认定在同业中较为严格，截至 20H1，逾期 90 天以上/不良 67.7%，公司逾期 60 天以上贷款基本已全部纳入不良。前瞻性指标而言，公司 20H1 关注率 0.53%，低于其余 5 大行。期初期末测算邮储银行 20 年前 3 季度年化不良生成率 0.35%，明显低于同业。

图表55 邮储银行对公不良好于同业-20H1



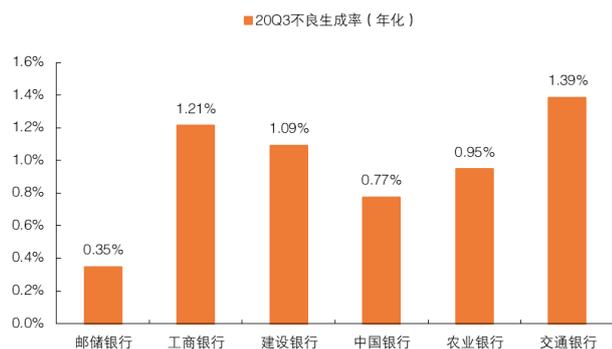
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表56 6家大行逾期90天以上不良



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表57 邮储银行不良生成率好于同业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表58 邮储银行不良生成率保持在较低水平 (测算)

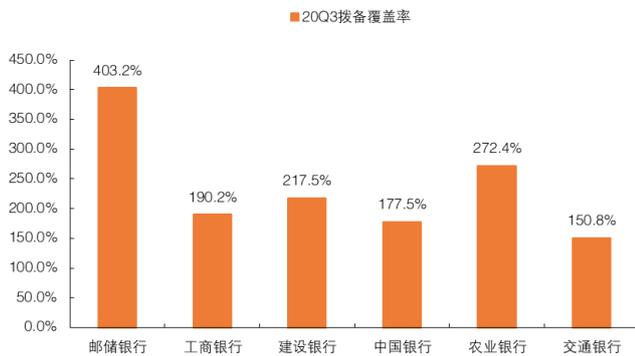


资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 充裕的拨备覆盖，关注信用成本释放带来的业绩弹性

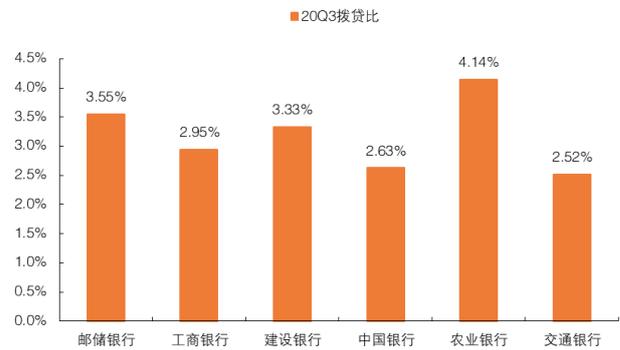
拨备覆盖远高于其他大行，抗风险能力突出。除了资产质量优异，邮储银行在稳健经营下保持了较高的拨备计提力度，目前拨备覆盖率显著高于同业，截至 20Q3，公司拨备覆盖率超过 400%，而其余大行均在 300%以下。拨贷比来看，邮储银行 20Q3 为 3.55%，高于其余 5 大行 3.11%的平均值。综合来看，邮储银行夯实的拨备覆盖，风险抵补能力突出，也为之后释放信贷成本预留了弹性空间。我们以 2019 年数据静态测算，在贷款总额保持不变的情况下，假设邮储银行信贷成本下降 2-10BP，将提升利润 1.0%-5.6%，拨高 ROE 0.12%-0.66%，同时公司拨备覆盖率仍维持在一个相对平稳的水平。

图表59 邮储银行拨备覆盖率为国有大行中最高



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表60 邮储银行拨贷比在同业中靠前



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表61 信用成本下降 2-10BP，将拔高 ROE 0.12%-0.66% (百万)

信用成本 下降幅度	1.20% 2019	1.18% 2BP	1.16% 4BP	1.14% 6BP	1.12% 8BP	1.10% 10BP
贷款总额平均数	4,626,192	4,626,192	4,626,192	4,626,192	4,626,192	4,626,192
信用减值损失	-55,395	-54,589	-53,664	-52,739	-51,813	-50,888
释放税前利润		604	1,298	1,992	2,686	3,380
拨备覆盖率	389%	387%	385%	383%	381%	379%
利润提升		0.99%	2.13%	3.27%	4.41%	5.55%
ROE	11.97%	12.09%	12.22%	12.36%	12.50%	12.63%
ROE提升		12BP	26BP	39BP	53BP	66BP

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五、投资建议：零售资源禀赋优势突出，看好估值抬升

邮储银行作为唯一一家定位零售银行的国有大行，凭借“自营+代理”的模式、领先的网点数量、在县域和中西部地区的区位优势，负债端拥有稳定的存款来源，核心负债能力突出。在资产端，公司主要布局的区域居民金融服务需求仍未充分挖掘，未来存在广阔的发展空间，考虑到公司信贷业务起步较晚，资产结构改善空间更大；此外，公司资产质量保持优异，盈利增速连续多年高于可比同业，未来仍有包括信贷成本释放、成本费用精细化管理等因素带来盈利能力的持续提升，因此我们看好公司未来发展的成长性和稳定性。

■ 盈利预测假设

1) 贷款增速保持在较高水平。考虑到 300 亿定增计划对公司资本补充压力的缓解，同时公司在信贷业务起步较晚，目前在资产配置中贷款占比仍处在同业中的最低水平，预计 21 年贷款增速继续保持在 15% 的较高水平。

2) 资产端结构优化支撑息差改善。随着经济缓和，行业让利实体经济的压力缓解，虽然 LPR 仍处在下行通道，21 年 1 季度有重定价的影响，但我们认为低贷存比下，公司资产配置仍将继续向贷款倾斜，随着公司资产端结构持续优化，资产端利率有望不断提升，考虑到公司负债结构中存款占比超过 9 成，成本相对刚性，我们认为 21 年公司息差将小幅提升 3 个 BP。

3) 负债端存款保持平稳增长。21 年流动性环境趋近的背景下，核心存款的争夺更加激烈，但我们认为得益于独有的“自营+代理”模式带来的遍布全国且深入城乡的营业网络，公司负债端优势有望保持，存款增速保持稳定增长。

4) 中收收入保持高增长。邮储银行中收收入占比在大行中处在较低水平，存在较大空间，随着公司持续推进财富管理体系建设，理财业务加快转型，银行卡业务走出疫情影响，21 年预计中收收入保持高增长。

5) 收入成本比小幅下降。预计代理储蓄费率保持稳定，但在公司不断加强成本管控以及新零售转型带来的营运效率提升，预计 21 年成本收入比小幅改善。

6) 信贷成本释放。公司资产质量优异，20 年受到新冠疫情影响，在监管引导下大幅计提拨备。21 年宏观环境延续修复，夯实的拨备水平给公司信用成本带来一定的弹性空间，预计 21 年公司信用成本较 20 年小幅下行。

图表62 邮储银行盈利预测关键假设

	2019A	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)				
贷款增长率	16.3%	16.0%	14.5%	14.0%
生息资产增长率	7.2%	9.8%	9.9%	9.9%
总资产增长率	7.4%	9.8%	9.9%	9.9%
存款增长率	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	7.0%	9.2%	9.6%	9.7%
净利息收入增长率	2.6%	3.8%	11.3%	10.3%
手续费及佣金净收入增长率	18.4%	12.0%	12.0%	12.0%
营业收入增长率	6.0%	2.9%	10.7%	9.9%
拨备前利润增长率	9.4%	1.6%	12.4%	10.8%
税前利润增长率	19.2%	3.1%	10.0%	10.8%
净利润增长率	16.5%	3.1%	10.0%	10.8%
非息收入占比	6.2%	6.7%	6.8%	6.9%
成本收入比	56.7%	57.2%	56.5%	56.1%
信贷成本	1.20%	1.03%	1.03%	1.00%
所得税率	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
盈利能力 (%)				
NIM	2.50%	2.39%	2.42%	2.43%
拨备前 ROAA	1.21%	1.13%	1.15%	1.16%
拨备前 ROAE	23.4%	19.9%	19.6%	20.2%
ROAA	0.62%	0.59%	0.59%	0.59%
ROAE	13.2%	12.1%	12.2%	12.4%
资本状况				
核心一级资本充足率 ²	9.90%	9.82%	9.74%	9.68%
资本充足率	13.52%	13.11%	12.74%	12.41%
加权风险资产—一般法	4,969,658	5,459,133	5,999,768	6,591,447
% RWA/总资产	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%

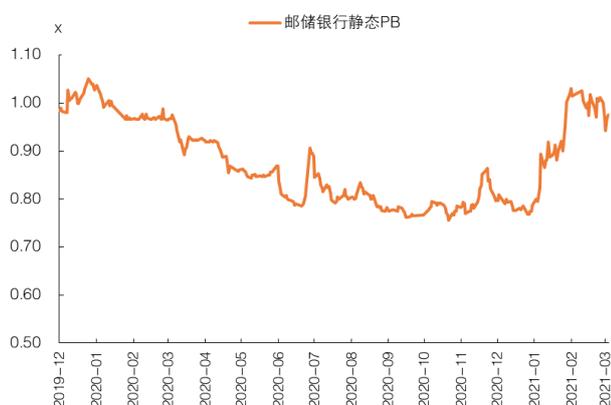
资料来源：公司公告，平安证券研究所

基于以上判断,预计公司 2021、2022 年营收同比增速分别为 10.7%、9.9%，盈利增速分别为 10.0%、10.8%，对应 EPS 分别为 0.79、0.88 元/股。

■ 动态估值不到 1 倍，继续看好估值抬升空间

目前股价对应公司 21、22 年 PB 分别为 0.88x、0.80x，同业对标来看，略高于其他大行，但依然不足 1.0x，我们认为当前估值溢价仍未充分显现公司更为优异的资产质量以及零售战略推进的长期发展空间。考虑到公司未来盈利能力的提升，以及突出的核心负债能力和更扎实的资产质量，继续看好估值溢价的持续和估值的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表63 邮储银行上市以来估值情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 邮储银行 21年动态估值 0.88x



资料来源: Wind, 平安证券研究所

六、 风险提示

- 1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。银行受宏观经济波动影响较大，宏观经济走势将对企业的经营状况，尤其是偿债能力带来显著影响，从而对银行的资产质量带来波动。当前国内经济正处于恢复期，但疫情的发展仍有较大不确定性，如若未来疫情再度恶化导致国内复工复产进程受到拖累，银行业的资产质量也将存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。
- 2) 金融监管力度抬升超预期。银行作为金融系统中最重要的机构，受到一系列规范性文件的约束。若未来监管环境超预期趋严，可能会对银行提出更严格的资本约束、流动性管理要求等，或在资产投向上做出更严格的要求，为银行经营带来挑战。
- 3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。今年以来中美各领域的摩擦有所升级，两国关系存在进一步恶化的风险。如若未来企业制裁范围进一步扩大，不排除部分国内金融机构受到制裁的可能性。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	4,974,918	5,770,905	6,607,686	7,532,762
证券投资	3,680,039	3,900,841	4,095,883	4,300,678
应收金融机构的款项	445,364	445,364	445,364	445,364
生息资产总额	10,088,308	11,081,933	12,179,410	13,380,507
资产合计	10,216,706	11,222,977	12,334,423	13,550,807
客户存款	9,314,066	10,152,332	11,066,042	12,061,986
计息负债总额	9,582,751	10,468,792	11,472,349	12,583,821
负债合计	9,671,827	10,552,026	11,615,022	12,777,731
股本	86,203	86,979	86,979	86,979
归母股东权益合计	543,867	669,705	718,065	771,640
股东权益合计	544,879	670,952	719,401	773,076

资产质量

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
NPL ratio	0.86%	0.87%	0.86%	0.86%
NPLs	42,844	50,207	56,826	64,782
拨备覆盖率	389%	404%	426%	441%
拨贷比	3.35%	3.51%	3.66%	3.79%
一般准备/风险加权资	3.36%	3.71%	4.04%	4.33%
不良贷款生成率	0.48%	0.50%	0.50%	0.50%
不良贷款核销率	-0.36%	-0.36%	-0.39%	-0.39%

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	240,224	249,311	277,375	306,043
净手续费及佣金收入	17,085	19,135	21,431	24,003
营业收入	276,378	284,446	314,807	346,047
营业税金及附加	-1,996	-2,054	-2,274	-2,499
拨备前利润	119,140	121,046	136,024	150,772
计提拨备	-55,395	-55,341	-63,750	-70,702
税前利润	63,745	65,705	72,275	80,070
归母净利润	60,933	62,809	69,090	76,542
净利润	61,036	62,912	69,203	76,667

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营管理				
贷款增长率	16.3%	16.0%	14.5%	14.0%
生息资产增长率	7.2%	9.8%	9.9%	9.9%
总资产增长率	7.4%	9.8%	9.9%	9.9%
存款增长率	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	7.0%	9.2%	9.6%	9.7%
净利息收入增长率	2.6%	3.8%	11.3%	10.3%
手续费及佣金净收入增长	18.4%	12.0%	12.0%	12.0%
营业收入增长率	6.0%	2.9%	10.7%	9.9%
拨备前利润增长率	9.4%	1.6%	12.4%	10.8%
税前利润增长率	19.2%	3.1%	10.0%	10.8%
净利润增长率	16.5%	3.1%	10.0%	10.8%
非息收入占比	6.2%	6.7%	6.8%	6.9%
成本收入比	56.7%	57.2%	56.5%	56.1%
信贷成本	1.20%	1.03%	1.03%	1.00%
所得税率	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
盈利能力				
NIM	2.50%	2.39%	2.42%	2.43%
拨备前 ROAA	1.21%	1.13%	1.15%	1.16%
拨备前 ROAE	23.4%	19.9%	19.6%	20.2%
ROAA	0.62%	0.59%	0.59%	0.59%
ROAE	13.2%	12.1%	12.2%	12.4%
流动性				
分红率	30.01%	30.01%	30.01%	30.01%
贷存比	53.41%	56.84%	59.71%	62.45%
贷款/总资产	48.69%	51.42%	53.57%	55.59%
债券投资/总资产	36.02%	34.76%	33.21%	31.74%
银行同业/总资产	4.36%	3.97%	3.61%	3.29%
资本状况				
核心一级资本充足率	9.90%	9.82%	9.74%	9.68%
资本充足率	13.52%	13.11%	12.74%	12.41%
加权风险资产(¥,mn)	4,969,658	5,459,133	5,999,768	6,591,447
RWA/总资产	48.6%	48.6%	48.6%	48.6%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033