

邮储银行 (601658)

负债端优势稳固，持续看好资产端弹性释放

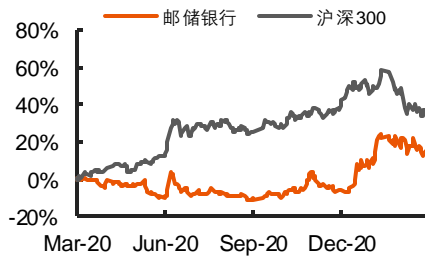
强烈推荐 (维持)

现价: 5.85 元

主要数据

行业	银行与金融科技
公司网址	www.psbc.com
大股东/持股	中国邮政集团有限公司/67.37%
实际控制人	中国邮政集团有限公司
总股本(百万股)	92,384
流通 A 股(百万股)	11,274
流通 B/H 股(百万股)	19,856
总市值 (亿元)	5,156.17
流通 A 股市值(亿元)	647.15
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	94.1

行情走势图



相关研究报告

《邮储银行*601658*零售立行，前景广阔》
2021-03-15

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



投资要点

事项:

2021年3月29日，邮储银行发布年报，2020年实现归母净利润642亿，同比增长5.4%，实现营收2,862亿，同比增长3.4%，ROE11.84%，较去年下滑1.26pct。年末总资产11.4万亿（同比增长11.1%），其中贷款较上年末增长14.9%，存款同比增长11.2%。2020年利润分配预案拟10股派2.09元（含税），现金分红比例30%。

平安观点:

■ 营收稳中有升，拨备释放推动单季盈利增速大幅提升

邮储银行 2020 年盈利增速 5.4%，盈利重回正增长，符合市场预期，对应 Q4 单季盈利增速 70.9%。我们认为盈利增速的大幅提升主要归因于息差边际改善带来的营收增长提速以及拨备计提力度的边际减弱。1) 公司全年营收增速 3.4% (前 3 季度为 2.8%)，其中净利息收入、中收收入均对 Q4 营收增速的提升做出正面贡献，20 年增速分别为 4.4%、12.8% (前 3 季度分别为 4.0%、11.2%)。2) 公司 4 季度拨备计提力度边际减弱，全年拨备计提同比降低 9.0% (前 3 季度为 +1.8%)。

■ 资产端定价抬升驱动息差环比改善，负债端优势稳固

公司 20 年息差 2.42% (YoY-8BP)，根据期初期末余额测算的 Q4 单季净息差 2.42%，环比上升 9BP，我们认为息差的环比改善和疫情修复下贷款定价的回暖有关。全年来看，生息资产收益率 3.97%，较上半年提升 1BP，我们认为提升主要系贷款结构优化驱动的贷款定价抬升所致，年末零售贷款占比 56.9%，较半年末提升 1.5pct (其中消费贷款在零售贷款中占比提升 1.8pct)，全年贷款收益率 4.75% (20H1 为 4.72%)。负债端全年计息负债成本率 1.61% (20H1 为 1.60%)，相对平稳，其中存款成本率小幅上行 (1.59%，20H1 为 1.57%)，但依然位于可比同业较低水平。展望 21 年，我们建议积极关注经济逐步修复对于银行资产端定价弹性的提升，考虑到公司信贷业务起步较晚，贷存比较同业仍有差距，随着资产端结构的持续优化，预计公司息差表现会优于同业。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	276,378	286,010	316,521	348,240	384,437
YoY (%)	6.0	3.5	10.7	10.0	10.4
净利润(百万元)	60,933	64,199	71,201	78,530	86,058
YoY (%)	16.5	5.4	10.9	10.3	9.6
ROE (%)	13.2	12.3	12.2	12.1	12.2
EPS(摊薄/元)	0.66	0.69	0.77	0.85	0.93
P/E(倍)	8.87	8.42	7.59	6.88	6.28
P/B(倍)	1.09	0.99	0.87	0.80	0.73

邮储银行年末资产增速 11.1%，增速较前 3 季度进一步提升（前 3 季度为 10.1%），主要归因于同业资产的显著扩张，4 季度环比增长 51%；贷款增速小幅下行，全年同比增长 14.9%（前 3 季度 YoY+16.6%）。负债端存款增速有所提升，20 年同比增长 11.2%（前 3 季度为 9.2%），存款的高速增长显现出背后坚实的客户基础，同时存款的结构进一步优化，年末活期存款占比 36.4%，较上半年末提升 1.0pct。考虑到 21 年整体资金面偏紧，银行核心负债能力的重要性提升，公司负债端的优势有望进一步凸显。

■ 资产质量整体平稳，拨备夯实优于同业

公司年末不良率 0.88%，环比持平，同比上升 2BP，整体保持平稳。我们测算 Q4 单季年化不良生成率在 0.4%，环比略有抬升（Q3 为 0.12%），但绝对水平仍处于可比同业低位。考虑到 2021 年宏观经济延续修复，我们认为公司整体的资产质量压力处在逐步缓解的过程中，预计未来不良生成的压力可控。整体来看，我们认为邮储的资产质量依然处于可比大行前列。2020 年末拨备覆盖率 408%，同、环比分别提升 18.6/4.9pct；拨贷比 3.60%，同、环比分别提升 25/6BP，目前整体拨备水平充足，风险抵御能力不断加强。

■ 投资建议：零售资源禀赋优势突出，维持“强烈推荐”评级

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，负债端优势稳固。目前公司 300 亿定增的完成，夯实资本后有望进一步打开未来的发展空间。考虑到 2021 年流动性环境边际收敛，综合公司突出的核心负债能力、扎实的资产质量和资产端的潜在挖掘空间，我们继续看好公司未来发展的成长性和稳定性。结合公司 20 年年报数据以及定增的发行情况，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2021、2022 年盈利增速分别为 10.9%、10.3%（原预测值为 10.0%/10.8%）。目前邮储银行对应 21/22 年 PB 分别为 0.87x/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，维持“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。

图表1 邮储银行2020年财务报表核心指标

百万元		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
利润表 (累计)	营业收入	68,474	141,606	210,365	276,809	72,171	146,346	216,263	286,202
	YoY	8.3%	6.9%	7.1%	6.1%	5.4%	3.3%	2.8%	3.4%
	利息净收入	59,129	119,082	179,180	242,686	61,721	122,954	186,403	253,378
	YoY	11.1%	6.6%	3.1%	3.7%	4.4%	3.3%	4.0%	4.4%
	中收收入	4,908	9,339	13,448	14,623	4,983	9,728	14,952	16,495
	YoY	5.3%	21.6%	18.9%	1.3%	1.5%	4.2%	11.2%	12.8%
	信用减值损失	11,248	27,696	39,862	55,395	11,432	33,594	40,573	50,417
	YoY	-70.6%	-58.5%	-60.0%	-63.3%	1.6%	21.3%	1.8%	-9.0%
	拨备前利润	31,955	68,482	98,808	119,140	34,094	69,821	97,943	118,553
	YoY	14.4%	18.8%	14.3%	9.4%	6.7%	2.0%	-0.9%	-0.5%
归母净利润	18,520	37,381	54,288	60,933	20,094	33,658	52,844	64,199	
YoY	12.2%	14.9%	16.2%	16.5%	8.5%	-10.0%	-2.7%	5.4%	
利润表 (单季)	营业收入	68,474	73,132	68,759	66,444	72,171	74,175	69,917	69,939
	YoY	8.3%	5.7%	7.5%	2.8%	5.4%	1.4%	1.7%	5.3%
	归母净利润	18,520	18,861	16,907	6,645	20,094	13,564	19,186	11,355
YoY	12.2%	17.7%	19.2%	18.6%	8.5%	-28.1%	13.5%	70.9%	
资产负债表	总资产	10,143,800	10,067,175	10,110,524	10,216,706	10,798,624	10,966,186	11,133,942	11,353,263
	YoY	9.9%	7.9%	8.1%	7.4%	6.5%	8.9%	10.1%	11.1%
	贷款总额	4,533,734	4,701,673	4,846,845	4,974,186	5,242,248	5,481,104	5,652,101	5,716,258
	YoY	16.9%	17.1%	16.6%	16.3%	15.6%	16.6%	16.6%	14.9%
	公司贷款	1,635,272	1,682,467	1,733,684	1,740,564	1,864,518	1,948,936	1,991,447	1,977,785
	占比	36%	36%	36%	35%	36%	36%	35.2%	34.6%
	零售贷款	2,441,377	2,550,114	2,634,065	2,750,788	2,869,978	3,038,421	3,193,996	3,253,893
	占比	54%	54%	54%	55%	55%	55%	56.5%	56.9%
	票据贴现	457,085	469,092	479,096	482,834	507,752	493,747	466,658	484,580
	占比	10%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%
存款总额	9,142,684	9,101,191	9,165,526	9,314,066	9,762,687	9,866,583	10,006,331	10,358,029	
YoY	8.3%	9.2%	9.8%	8.0%	6.8%	8.4%	9.2%	11.2%	
活期存款		3,306,093		3,472,403		3,490,491		3,767,318	
占比		36%		37%		35%		36%	
定期存款		5,793,068		5,838,950		6,372,274		6,588,095	
占比		64%		63%		65%		64%	
财务比率	净息差	2.58	2.55	2.52	2.50	2.46	2.42	2.40	2.42
	贷款收益率		4.84		4.88		4.72		4.75
	存款成本率		1.53		1.55		1.57		1.59
	成本收入比	52.55	51.08	52.37	56.57	51.97	51.76	54.14	57.88
	ROE(年化)	17.00	16.38	13.17	13.10	15.77	12.65	14.27	11.84
资产质量指标 (%)	不良率	0.83	0.82	0.83	0.86	0.86	0.89	0.88	0.88
	关注率		0.67		0.66		0.53		0.54
	拨备覆盖率	363.17	396.11	391.10	389.45	387.30	400.12	403.21	408.06
	拨贷比	3.00	3.23	3.25	3.35	3.32	3.54	3.54	3.60
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	9.61	9.25	9.55	9.90	9.64	9.17	9.51	9.60
	一级资本充足率	10.66	10.26	10.55	10.87	12.03	11.47	11.81	11.86
	资本充足率	13.44	12.98	13.27	13.52	14.57	13.97	13.86	13.88
业务指标	零售AUM(亿元)				100000		107800		112500
	YoY				8.7%				12.5%
	非存AUM(亿元)				18167		21749		21544
	YoY								18.6%
	基金销量(亿元)		307		739		861		1528
	YoY		-55.0%		-28.5%		180.2%		106.7%
信用卡消费金额(亿元)		4448		9311		4603		9872	
YoY		25.6%		20.2%		743.0%		6.0%	

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5,717,889	6,546,982	7,529,030	8,658,384
证券投资	3,914,650	4,110,383	4,315,902	4,531,697
应收金融机构的款项	552,034	552,034	552,034	552,034
生息资产总额	11,198,907	12,291,20	13,551,23	14,972,59
资产合计	11,353,263	12,460,61	13,738,01	15,178,96
客户存款	10,358,029	11,290,25	12,306,37	13,413,94
计息负债总额	10,583,080	11,579,91	12,679,31	13,894,24
负债合计	10,680,333	11,710,43	12,932,78	14,313,39
股本	86,979	92,384	92,384	92,384
归母股东权益	671,799	748,912	803,881	864,118
股东权益合计	672,930	750,173	805,234	865,573
负债和股东权益合计	11,353,263	12,460,61	13,738,01	15,178,96

资产质量

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
NPL ratio	0.88%	0.87%	0.86%	0.86%
NPLs	50,367	56,959	64,750	74,462
拨备覆盖率	408%	435%	456%	469%
拨贷比	3.59%	3.79%	3.92%	4.03%
一般准备/风险加权资产	3.64%	4.00%	4.31%	4.62%
不良贷款生成率	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%
不良贷款核销率	-0.22%	-0.25%	-0.25%	-0.24%

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	253,378	281,909	311,411	345,126
净手续费及佣金收入	16,495	18,474	20,691	23,174
营业收入	286,010	316,521	348,240	384,437
营业税金及附加	-2,187	-2,420	-2,663	-2,940
拨备前利润	118,553	133,375	148,096	164,988
计提拨备	-50,398	-57,808	-64,750	-73,653
税前利润	68,136	75,568	83,346	91,335
净利润	64,318	71,333	78,676	86,217
归母净利润	64,199	71,201	78,530	86,058

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营管理				
贷款增长率	14.9%	14.5%	15.0%	15.0%
生息资产增长率	11.0%	9.8%	10.3%	10.5%
总资产增长率	11.1%	9.8%	10.3%	10.5%
存款增长率	11.2%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	10.4%	9.4%	9.5%	9.6%
净利息收入增长率	4.4%	11.3%	10.5%	10.8%
手续费及佣金净收入增长	12.8%	12.0%	12.0%	12.0%
营业收入增长率	3.5%	10.7%	10.0%	10.4%
拨备前利润增长率	-0.5%	12.5%	11.0%	11.4%
税前利润增长率	6.9%	10.9%	10.3%	9.6%
净利润增长率	5.4%	10.9%	10.3%	9.6%
非息收入占比	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%
成本收入比	57.9%	57.2%	56.8%	56.4%
信贷成本	0.94%	0.94%	0.92%	0.91%
所得税率	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
盈利能力				
NIM	2.42%	2.44%	2.45%	2.46%
拨备前 ROAA	1.10%	1.12%	1.13%	1.14%
拨备前 ROAE	19.5%	18.8%	19.1%	19.8%
ROAA	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
ROAE	12.3%	12.2%	12.1%	12.2%
流动性				
分红率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
贷存比	55.20%	57.99%	61.18%	64.55%
贷款/总资产	50.36%	52.54%	54.80%	57.04%
债券投资/总资产	34.48%	32.99%	31.42%	29.86%
银行同业/总资产	4.86%	4.43%	4.02%	3.64%
资本状况				
核心一级资本充足率	9.60%	9.55%	9.46%	9.36%
资本充足率	13.88%	13.45%	13.01%	12.57%
加权风险资产(¥,mn)	5,651,439	6,202,656	6,838,523	7,555,803
RWA/总资产	49.8%	49.8%	49.8%	49.8%

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