

邮储银行(601658)

业绩超预期，成长性凸显

——邮储银行2020年财报点评

✍ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
✍ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

业绩大超预期，高成长性凸显，资产质量更加优异。

投资要点

□ 数据概览

邮储银行2020A归母净利润累计同比+5.4%，对应20Q4单季同比+70.9%，单季增速环比+57pc；营收累计同比+3.4%，对应20Q4单季同比+5.3%，单季增速环比+3.6pc。20Q4净息差(日均)2.42%。20Q4不良率0.88%，拨备覆盖率408%。

□ 核心观点

1、盈利增长大超预期。邮储20A净利润同比+5%，对应20Q4单季同比+71%，单季增速环比+57pc，大超预期。邮储的利润增速在披露业绩的国有行中最高，单季利润增速较披露业绩的国有行平均快21pc，高成长性凸显。驱动因素来看，主要得益于减值拖累消退，20A资产减值损失同比-9.0%，增速环比-11pc。

2、财富管理快速发展。20A邮储银行非卡类中收同比增长22.7%，增速较20H1提升3pc，主要归因零售转型和财富管理推进下，代销业务发力。①收入上，20A邮储银行代理中收同比+56%，贡献了65%的非卡类中收同比多增量。②规模上，代销基金规模同比增长107%、代销非货基规模同比高增241%。展望未来，财富管理和零售转型的推进下，中收有望延续快增态势，支撑盈利增长。

3、资产质量更加优异。因统计口径变更(20A使用的贷款总额不包含应计利息)，我们通过逾期率变化，把握资产质量趋势。20A末，邮储银行未还原口径的逾期贷款环比-4.4%，逾期率环比-4bp至0.80%，降幅较大，因此即便还原应计利息，逾期双降态势预计不改，资产质量环比向好。20A末逾期偏离度90%，拨备覆盖率408%，均达到历史最优，资产质量大幅夯实，风险抵补能力充足。

4、战略清晰文化凝聚。邮储银行首次提出“普惠城乡，让金融服务没有距离”的经营使命，战略进一步清晰，聚焦普惠的企业文化凝聚。对普惠领域的精耕细作将为邮储夯实客户基础；同时，金融服务，尤其是财富管理对普惠客群的持续触达，为邮储盈利增长带来广阔空间。展望未来，邮储高成长性有望延续。

□ 盈利预测及估值

邮储银行业绩大超预期，高成长性凸显，资产质量更加优异。预计2021-2023年邮储银行归母净利润同比增长10.98%/12.03%/12.34%，对应BPS 6.75/7.20/8.02元。继续维持目标价7.00元，对应2021年1.04倍PB。现价对应2021年PB 0.87倍，现价空间20%，买入评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，疫情二次反复，美国制裁风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	286,202	312,368	346,671	385,110
(+/-)	3.39%	9.14%	10.98%	11.09%
净利润	64,199	71,250	79,822	89,672
(+/-)	5.36%	10.98%	12.03%	12.34%
每股净资产(元)	6.25	6.75	7.20	8.02
P/B	0.94	0.87	0.81	0.73

评级

买入

上次评级 买入

当前价格 ¥5.85

单季度业绩

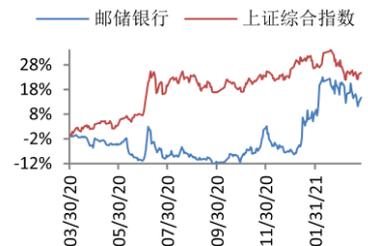
元/股

4Q/2020 0.13

3Q/2020 0.22

2Q/2020 0.16

1Q/2020 0.23



公司简介

相关报告

1《大股东溢价“包揽”——邮储银行定增点评》2020.11.30

2《利润和资产质量双双超预期——邮储银行2020年三季度报点评》2020.10.30

3《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》2020.08.31

4《交易短期扰动，基本面仍稳健——6月10日大跌快评》2020.06.10

5《盈利能力向好，反哺空间充足——邮储银行2020年一季度报点评》2020.04.29

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

表 1：邮储银行 2020 年业绩概览

维度	单位：百万元	19A	20Q1-3	20A	环比变化	同比变化	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	QoQ	
利润指标	ROE (年化)	13.1%	13.2%	11.8%	-1.3pc	-1.3pc	13.5%	8.4%	11.8%	6.8%	-5.0pc	
	ROA (年化)	0.62%	0.66%	0.60%	-6bp	-2bp	0.76%	0.50%	0.69%	0.40%	-29bp	
	拨备前利润	119,140	97,943	118,553			34,094	35,723	28,126	20,610	-26.7%	
	同比增速	9.4%	-0.9%	-0.5%	0.4pc	-9.9pc	6.7%	-2.2%	-7.3%	1.4%	8.6pc	
	归母净利润	60,933	52,844	64,199			20,094	13,564	19,186	11,355	-40.8%	
	同比增速	16.5%	-2.7%	5.4%	8.0pc	-11.1pc	8.5%	-28.1%	13.5%	70.9%	57.4pc	
	EPS (未年化)	0.68	0.65	0.71			0.23	0.16	0.22	0.13	-40.8%	
BVPS (未年化)	5.75	6.09	6.25	2.8%	8.7%	6.00	5.90	6.09	6.25	2.8%		
收入拆分	营业收入	276,809	216,263	286,202			72,171	74,175	69,917	69,939	0.0%	
	同比增速	6.0%	2.8%	3.4%	0.6pc	-2.6pc	5.5%	1.4%	1.7%	5.3%	3.6pc	
	利息净收入	242,686	186,403	253,378			61,721	61,233	63,449	66,975	5.6%	
	生息资产(期初期末平均, 注1)	10,065,307	10,854,080	10,962,664	1.0%	8.9%	10,543,210	10,925,256	11,093,774	11,288,418	1.8%	
	净息差(日均余额口径)	2.53%	2.40%	2.42%	2bp	-11bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
	净息差(期初期末口径)	2.41%	2.29%	2.31%	2bp	-10bp	2.34%	2.24%	2.29%	2.37%	9bp	
	生息资产收益率(期初期末口径)	3.88%	3.76%	3.80%	3bp	-8bp	3.77%	3.73%	3.79%	3.89%	10bp	
	付息负债成本率(期初期末口径)	1.57%	1.59%	1.60%	1bp	3bp	1.53%	1.60%	1.62%	1.63%	2bp	
	非利息净收入	34,123	29,860	32,824			10,450	12,942	6,468	2,964	-54.2%	
	手续费净收入	14,623	14,952	16,495			4,983	4,745	5,224	1,543	-70.5%	
	其他非息收入	19,500	14,908	16,329			5,467	8,197	1,244	1,421	14.2%	
	业务及管理费	156,599	117,078	165,649			37,509	38,245	41,324	48,571	17.5%	
	成本收入比	56.57%	54.14%	57.88%	3.7pc	1.3pc	51.97%	51.56%	59.10%	69.45%	10.3pc	
	资产减值损失	55,395	40,573	50,417			11,432	22,158	6,983	9,844	41.0%	
	贷款减值损失	47,434	40,778	52,377			11,490	22,270	7,018	11,599	65.3%	
	信用成本	1.03%	1.02%	0.98%	-4bp	-5bp	0.90%	1.66%	0.50%	0.82%	31bp	
	所得税费用	2,709	4,475	3,818			2,557	-3	1,921	-657	-134.2%	
	有效税率	4.25%	7.80%	5.60%	-2.2pc	1.4pc	11.28%	-0.02%	9.09%	-6.10%	-15.2pc	
	规模增长	总资产	10,216,706	11,133,942	11,353,263	2.0%	11.1%	10,798,624	10,966,186	11,133,942	11,353,263	2.0%
		生息资产余额	10,249,423	11,174,032	11,402,804	2.0%	11.3%	10,836,996	11,013,515	11,174,032	11,402,804	2.0%
贷款总额		4,974,186	5,652,101	5,716,258	1.1%	14.9%	5,242,248	5,481,104	5,652,101	5,716,258	1.1%	
对公贷款		2,223,398	2,458,105	2,462,365	0.2%	10.7%	2,372,270	2,442,683	2,458,105	2,462,365	0.2%	
个人贷款		2,750,788	3,193,996	3,253,893	1.9%	18.3%	2,869,978	3,038,421	3,193,996	3,253,893	1.9%	
同业资产		445,364	366,593	552,034	50.6%	24.0%	572,163	442,150	366,593	552,034	50.6%	
金融投资		3,675,030	3,998,805	3,914,650	-2.1%	6.5%	3,876,105	3,960,416	3,998,805	3,914,650	-2.1%	
存放央行		1,154,843	1,156,533	1,219,862	5.5%	5.6%	1,146,480	1,129,845	1,156,533	1,219,862	5.5%	
总负债		9,671,827	10,475,700	10,680,333	2.0%	10.4%	10,147,563	10,324,470	10,475,700	10,680,333	2.0%	
付息负债余额		9,582,751	10,378,427	10,583,080	2.0%	10.4%	10,066,367	10,237,580	10,378,427	10,583,080	2.0%	
吸收存款		9,314,066	10,006,331	10,358,029	3.5%	11.2%	9,762,687	9,866,583	10,006,331	10,358,029	3.5%	
企业活期		771,034	n.a	874,155	n.a	13.4%	n.a	868,686	n.a	874,155	n.a	
个人活期		2,701,369	n.a	2,893,163	n.a	7.1%	n.a	2,621,805	n.a	2,893,163	n.a	
企业定期		357,931	n.a	385,694	n.a	7.8%	n.a	389,688	n.a	385,694	n.a	
个人定期		5,481,019	n.a	6,202,401	n.a	13.2%	n.a	5,982,586	n.a	6,202,401	n.a	
同业负债		171,706	250,968	141,789	-43.5%	-17.4%	203,136	237,153	250,968	141,789	-43.5%	
发行债券		96,979	97,696	57,974	-40.7%	-40.2%	96,149	123,123	97,696	57,974	-40.7%	
向央行借款		0	23,432	25,288	7.9%	n.a	4,395	10,721	23,432	25,288	7.9%	
所有者权益		543,867	657,179	671,799	2.2%	23.5%	650,038	640,689	657,179	671,799	2.2%	
总股本		86,203	86,979	86,979	0.0%	0.9%	86,979	86,979	86,979	86,979	0.0%	
资产质量	不良贷款	42,844	49,762	50,367	1.2%	17.6%	45,118	48,531	49,762	50,367	1.2%	
	不良率	0.86%	0.88%	0.88%	0bp	2bp	0.86%	0.89%	0.88%	0.88%	0bp	
	关注贷款	32,689	29,391	30,566	4.0%	-6.5%	n.a	29,280	29,391	30,566	4.0%	
	关注率	0.66%	0.52%	0.54%	2bp	-12bp	n.a	0.53%	0.52%	0.54%	2bp	
	逾期贷款	51,083	47,478	45,379	-4.4%	-11.2%	n.a	47,966	47,478	45,379	-4.4%	
	逾期率	1.03%	0.84%	0.80%	-4bp	-23bp	n.a	0.88%	0.84%	0.80%	-4bp	
	不良生成额	17,405	13,404	23,933	78.6%	37.5%	5,882	5,905	1,617	10,529	551.2%	
	不良生成率	0.41%	0.36%	0.48%	12bp	8bp	0.47%	0.45%	0.12%	0.75%	63bp	
	核销转出率	11,449	6,486	16,410	153.0%	43.3%	3,608	2,492	386	9,924	2471.1%	
	核销转出率	31.04%	20.18%	38.30%	18.1pc	7.3pc	33.68%	22.10%	3.18%	79.77%	76.6pc	
逾期90+偏离度	67.8%	n.a	63.2%	n.a	-4.6pc	n.a	67.7%	n.a	63.2%	n.a		
拨备覆盖率	389.4%	403%	408%	4.8pc	18.6pc	387.3%	400.1%	403.2%	408.1%	4.8pc		
拨贷比	3.35%	3.55%	3.60%	5bp	24bp	3.33%	3.54%	3.55%	3.60%	5bp		
资本情况	核心一级资本充足率	9.90%	9.51%	9.60%	9bp	-30bp	9.64%	9.17%	9.51%	9.60%	9bp	
	一级资本充足率	10.87%	11.81%	11.86%	5bp	99bp	12.03%	11.47%	11.81%	11.86%	5bp	
	资本充足率	13.52%	13.86%	13.88%	2bp	36bp	14.57%	13.97%	13.86%	13.88%	2bp	

资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注：以 20A 举例，环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化，QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	1,219,862	1,321,685	1,453,853	1,599,238	净利息收入	253,378	275,767	305,664	339,152
同业资产	552,034	607,237	667,961	734,757	净手续费收入	16,495	18,639	21,249	24,224
贷款总额	5,716,258	6,487,953	7,331,387	8,284,467	其他非息收入	-192	17,962	19,758	21,734
贷款减值准备	-203,897	-246,130	-289,427	-336,173	营业收入	292,673	312,368	346,671	385,110
贷款净额	5,512,361	6,241,823	7,041,959	7,948,294	税金及附加	-2,149	-2,396	-2,701	-3,054
证券投资	3,914,650	4,175,528	4,381,733	4,611,704	业务及管理费	-158,044	-180,794	-200,648	-222,895
其他资产	154,356	162,616	178,411	196,172	营业外净收入	800	0	0	0
资产合计	11,353,263	12,508,888	13,723,918	15,090,166	拨备前利润	118,553	129,179	143,323	159,161
同业负债	167,077	179,838	193,748	208,909	资产减值损失	-50,417	-53,699	-58,762	-64,166
存款余额	10,358,029	11,393,832	12,533,215	13,786,537	税前利润	68,136	75,480	84,560	94,995
应付债券	57,974	65,250	73,440	82,657	所得税	-3,818	-4,230	-4,738	-5,323
其他负债	97,253	117,565	129,297	142,203	税后利润	64,318	71,250	79,822	89,672
负债合计	10,680,333	11,756,485	12,929,699	14,220,306	归属母公司净利润	64,199	71,250	79,822	89,672
股东权益合计	672,930	752,403	794,219	869,861	归属母公司普通股股东净利润	61,615	68,749	77,321	87,171
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	4.41%	8.84%	10.84%	10.96%	不良贷款余额	50,367	57,278	64,521	72,760
手续费净增速	12.80%	13.00%	14.00%	14.00%	不良贷款净生成率	0.48%	0.35%	0.35%	0.35%
非息净收入增速	-3.81%	11.51%	12.04%	12.07%	不良贷款率	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
拨备前利润增速	-0.49%	8.96%	10.95%	11.05%	拨备覆盖率	408%	430%	449%	462%
归属母公司净利润增速	5.36%	10.98%	12.03%	12.34%	拨贷比	3.60%	3.79%	3.95%	0
盈利能力					流动性				
ROAE	11.85%	11.78%	12.00%	12.40%	贷存比	55.19%	56.94%	58.50%	60.09%
ROAA	0.60%	0.60%	0.61%	0.62%	贷款/总资产	50.35%	51.87%	53.42%	54.90%
RORWA	1.21%	1.17%	1.15%	1.13%	平均生息资产/平均总资产	100.38%	100.56%	100.74%	100.87%
生息率	3.80%	3.76%	3.78%	3.80%	每股指标(元)				
付息率	1.60%	1.59%	1.59%	1.59%	EPS	0.71	0.75	0.84	0.94
净利差	2.20%	2.18%	1.00%	2.21%	BVPS	6.25	6.75	7.20	8.02
净息差	2.31%	2.30%	2.31%	2.33%	每股股利	0.21	0.23	0.26	0.29
成本收入比	57.88%	57.88%	57.88%	57.88%	估值指标				
资本状况					P/E	8.26	7.80	6.99	6.20
资本充足率	13.88%	13.45%	12.52%	12.03%	P/B	0.94	0.87	0.81	0.73
核心资本充足率	11.86%	11.53%	10.68%	10.26%	P/POP	4.29	4.18	3.77	3.40
风险加权系数	49.78%	52.00%	54.00%	56.00%	股息收益率	3.56%	3.96%	4.43%	4.98%
股息支付率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%					

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“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>