

**601658.SH**

# 增持

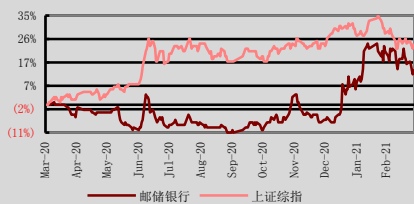
原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.85

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 成长性大行，息差改善可期

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22.7	(6.2)	21.6	13.3
相对上证指数	25.1	(3.6)	21.0	(10.4)

发行股数(百万)	92,746
流通股(%)	12
总市值(人民币 百万)	532,365
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,099
资本充足率(%) (2020Q4)	13.88
主要股东(%)	
中国邮政集团有限公司	67

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2021年3月26日收市价为标准

**相关研究报告**

《邮储银行: 定增彰显股东信心, 助力业务规模稳健扩张》20210111

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

**银行: 银行**
**证券分析师: 林颖颖**

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

**证券分析师: 熊颖**

(8621)20328596

ying.xiong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090003

## 邮储银行

### 成长性大行，息差改善可期

邮储银行 2020 年净利润同比增 5.36%，增速预计领跑大行。公司存贷比低，资产端业务发展空间大；负债端存款占比高，市场资金利率上行环境下负债端成本优势凸显，看好公司 2021 年业绩表现。维持增持评级。

**支撑评级的要点**

- 业绩大行领跑，营收增速提升

邮储银行 2020 年全年营收同比增速较前三季度 (+2.80%, YoY) 提升 0.59 个百分点至 3.39%，公司 4 季度营收增速的提升，除了与去年同期低基数相关外，还与 4 季度规模扩张提速、息差收窄压力减小相关。公司 4 季度资产规模同比增 11.1%，增速快于 3 季度 (10.1%，YoY)。公司资产质量稳健、拨备计提压力小，2020 年信贷成本较 2019 年下行 26BP 至 0.94%，使得公司全年净利润同比增速从拨备前的 -0.5% 提升至 5.36%，增速预计领跑大行。

- 4 季度息差收窄压力趋缓，预计 2021 年息差表现优于行业平均

邮储银行 2020 年息差同比收窄 11BP 至 2.42%。从季度趋势变化来看，考虑到信用卡分期收入调整的影响，我们假设 2020 年信用卡分期收入与 2019 年持平为 24.62 亿，将其还原至手续费收入后，对 2020 年息差的影响为 2BP (即还原后为 2.40%)。结合前三季度公司的息差表现 (2.40%) 来看，我们认为 4 季度息差收窄压力缓解。展望 2021 年，我们认为公司的息差有望企稳向好，公司存贷比低 (2020 年末为 55.2%) 且资产端贷款占比低 (2020 年为 50.35%)，资产结构优化促息差提升的空间大。公司高存款占比的特点，在 2021 年市场资金利率上行的预期下，负债端成本率上行压力有望好于行业平均。

- 资产质量持续优异，拨备覆盖率居大行首位

邮储银行资产质量持续优异，4 季末不良贷款率环比 3 季末持平为 0.88%。公司不良认定严格，4 季末逾期 90 天以上贷款比不良贷款为 63%。根据我们测算，公司 2020 年不良生成率为 0.36%，较 2019 年下行 12BP。公司 4 季末拨备覆盖率环比 3 季度提升 4.85 个百分点至 408%，拨备覆盖率居大行首位。

**估值**

- 考虑到 2021 年经济向好、资产负债结构优化对息差带来的正面影响，我们上调公司 2021/2022 年的 EPS 预测至 0.82/0.91 元 (原为 0.75/0.82 元)，目前股价对应 2021/2022 年市净率为 0.86x/0.78x，维持增持评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、监管管控超预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	276,378	286,010	319,606	356,736	398,658
变动 (%)	6.05	3.49	11.75	11.62	11.75
净利润	60,933	64,199	71,500	79,294	87,389
变动 (%)	16.5	5.4	11.4	10.9	10.2
净资产收益率 (%)	13.2	12.3	12.6	12.8	12.8
每股收益 (元)	0.70	0.74	0.82	0.91	1.00
原预测 (元)			0.75	0.82	
变动 (%)			9	11	
市盈率 (倍)	8.35	7.93	7.12	6.42	5.82
市净率 (倍)	1.03	0.94	0.86	0.78	0.72

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 事件:

2020年归母净利润同比+5.36% (前三季度-2.66%)。营业收入同比+3.39%，净息差 2.42% (-11bp, YoY)，利息净收入同比+4.41%，手续费净收入同比+12.80%。成本收入比 57.88% (+131bp, YoY)。公司 2020年 ROA 0.60% (-2bp, YoY)，ROE 11.84% (-126bp, YoY)。2020年末总资产 11.35 万亿元 (+11.12%, YoY/+1.97%, QoQ)。其中贷款+14.65%, YoY/+1.10%, QoQ；存款+11.21%, YoY/+3.51%, QoQ。2020年末不良贷款率 0.88% (+2bp, YoY/+0bp, QoQ)。拨备覆盖率 408.06% (+18.61pct, YoY/+4.85pct, QoQ)，拨贷比 3.60% (+25bp, YoY)。公司 2020 年分红率为 30.00%；2020 年末核心一级资本充足率 9.60%，资本充足率 13.88%。

### 业绩大行领跑，营收增速提升

邮储银行 2020 年全年营收同比增速较前三季度 (+2.80%, YoY) 提升 0.59 个百分点至 3.39%。我们认为公司 4 季度营收增速的提升，除了与去年同期低基数相关外，还与 4 季度规模扩张提速、息差收窄压力减小相关。公司 4 季度资产规模同、环比分别增 11.1%、1.97%，同比增速快于 3 季度 (10.1%，YoY)。公司拥有近 4 万个营业网点 (自营+代理)，拥有覆盖城乡的实体网络和数量庞大的零售客户超 6 亿户，为零售业务增长空间奠定基础；对公聚焦国家区域战略布局和重大民生项目建设，信贷空间广阔，2020 年贷款净额同比增 14.65%。公司于 2021 年 3 月完成定增，我们认为公司核心资本的补充将助力公司资产规模的稳步扩张，推动公司中长期业务发展向好。从营收结构来看，公司手续费收入占营收比重虽然处于较低水平，但收入结构优化持续，2020 手续费净收入同比增 12.8%，带动手续费收入占营收比重较 2019 年提升 0.48 个百分点至 5.76%。其中，代理业务收入实现 56% 的同比增长，主要由代理保险、代销基金、贵金属等代理业务收入带来。公司资产质量稳健、拨备计提压力小，2020 年信贷成本较 2019 年下行 26BP 至 0.94%，使得公司全年净利润同比增速从拨备前的 -0.5% 提升至 5.36%，增速预计领跑大行。

### 4 季度息差收窄压力趋缓，预计 2021 年息差表现优于行业平均

邮储银行 2020 年息差较 2019 年收窄 11BP 至 2.42%，其中，资产端收益率下行 10BP，负债端成本率上行 2BP。从季度趋势变化来看，考虑到信用卡分期收入调整的影响，我们假设 2020 年信用卡分期收入与 2019 年持平为 24.62 亿，将其还原至手续费收入后，对 2020 年息差的影响为 2BP (即还原后为 2.40%)。结合前三季度公司的息差表现 (2.40%) 来看，我们认为 4 季度息差收窄压力缓解，预计 4 季度新投放资产收益率环比 3 季度有所上行。

从负债端成本率来看，由于公司负债端结构中存款占比高 (2020 年末为 97%)，而存款成本率相对刚性，因此 2020 年市场资金利率下行对公司负债端带来的正面影响有限。根据我们测算，公司 4 季度期初期末口径的负债端成本率环比 3 季度上行 1BP，预计主要受存款成本率上行的影响。但趋势上可以看到，公司负债端成本率上行速度放缓，预计受益于公司对长周期高成本存款的管控。展望 2021 年，我们认为公司的息差有望企稳向好，公司存贷比低 (2020 年末为 55.2%) 且资产端贷款占比低 (2020 年为 50.35%)，资产结构优化促息差提升的空间大。此外，公司高存款占比的特点，在 2021 年市场资金利率上行的预期下，其负债端成本率上行压力有望好于行业平均。

### 资产质量持续优异，拨备覆盖率居大行首位

邮储银行资产质量持续优异，4季末不良贷款率环比3季末持平为0.88%；关注类贷款率较2季末提升1BP至0.54%，但较年初下行12BP，不良贷款率和关注类贷款占比绝对水平保持低位。不良贷款细分来看，企业不良贷款率与2季末持平为0.95%；零售不良贷款率较2季末下行1BP至0.98%，小额贷款、非按揭类消费贷款、信用卡贷款不良率分别较2季末下行4BP、20BP、16BP至2.00%、1.18%、1.83%。公司不良认定严格，4季末逾期90天以上贷款比不良贷款为63%（2季末为68%），逾期60天以上贷款全部纳入不良，逾期30天以上贷款纳入不良比例达到94.69%。根据我们期初期末口径测算，公司2020年全年不良生成率为0.36%，较2019年下行12BP；4季度单季年化不良生成率同比下行28BP至0.39%。公司4季末拨贷比进一步提升至3.60%，拨备覆盖率环比3季度提升4.85个百分点至408%，拨备覆盖率居大行首位，风险抵御能力增强。

### 投资建议：

邮储银行2020年净利润同比增5.36%，增速预计领跑大行。公司已完成300亿元定增，核心资本的补充也将助力业务规模的稳健扩张。公司拥有近4万个营业网点（自营+代理），拥有覆盖城乡的实体网络和数量庞大的零售客户超6亿户，为零售战略推进奠定基础。公司存贷比低，资产端业务发展空间大；负债端存款占比高，市场资金利率上行环境下负债端成本优势凸显，看好公司2021年业绩表现。我们上调公司2021/2022年的EPS预测至0.82/0.91元（原为0.75/0.82元），目前股价对应2021/2022年市净率为0.86/0.78x，公司的成长性支持其估值较其他大行溢价的重要因素，维持**增持**评级。

### 风险提示

**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

**监管管控超预期。**2020年疫情冲击下，监管引导银行让利实体经济，预计2021年助力实体经济发展政策将会延续，但若利率管控或者让利政策超预期，或将影响银行盈利表现。

## 损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.70	0.74	0.82	0.91	1.00
BVPS (摊薄/元)	5.75	6.25	6.83	7.47	8.17
每股股利	0.21	0.22	0.25	0.27	0.30
分红率(%)	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	4,975	5,718	6,576	7,562	8,696
证券投资	3,680	3,926	4,122	4,328	4,545
应收金融机构的款项	445	552	607	638	669
生息资产总额	10,088	11,210	12,412	13,736	15,231
资产合计	10,217	11,353	12,570	13,912	15,426
客户存款	9,314	10,358	11,497	12,762	14,166
计息负债总额	9,583	10,583	11,722	12,987	14,391
负债合计	9,672	10,680	11,847	13,133	14,586
股本	86	87	87	87	87
股东权益合计	544	672	722	777	839
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	243	253	284	319	357
净手续费及佣金收入	15	16	19	22	25
营业收入	276	286	320	357	399
营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)	(3)
拨备前利润	119	119	132	148	165
计提拨备	(55)	(50)	(57)	(64)	(72)
税前利润	64	68	76	84	93
净利润	61	64	71	79	87
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	0.86	0.88	0.88	0.88	0.88
NPLs	43	50	58	67	77
拨备覆盖率(%)	389	408	428	442	454
拨贷比(%)	3.35	3.59	3.76	3.89	3.99
一般准备/风险加权资(%)	3.36	3.64	3.95	4.25	4.52
不良贷款生成率(%)	0.48	0.36	0.36	0.36	0.36
不良贷款核销率(%)	(0.36)	(0.22)	(0.24)	(0.24)	(0.24)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	16.31	14.93	15.00	15.00	15.00
生息资产增长率	7.18	11.12	10.72	10.67	10.88
总资产增长率	7.36	11.12	10.72	10.67	10.88
存款增长率	7.96	11.21	11.00	11.00	11.00
付息负债增长率	7.04	10.44	10.77	10.79	10.81
净利息收入增长率	3.66	4.41	12.28	12.05	12.12
手续费及佣金净收入增长率	1.31	12.80	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	6.05	3.49	11.75	11.62	11.75
拨备前利润增长率	9.38	(0.49)	11.71	11.58	11.72
税前利润增长率	19.18	6.89	11.37	10.90	10.21
净利润增长率	16.48	5.36	11.37	10.90	10.21
非息收入占比	5.29	5.77	5.94	6.12	6.29
成本收入比	56.66	57.92	57.92	57.92	57.92
信贷成本	1.20	0.94	0.92	0.90	0.89
所得税率	4.25	5.60	5.60	5.60	5.60
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	2.53	2.42	2.45	2.48	2.51
拨备前 ROAA	1.21	1.10	1.11	1.12	1.13
拨备前 ROAE	23.40	19.50	19.01	19.71	20.43
ROAA	0.62	0.60	0.60	0.60	0.60
ROAE	13.21	12.35	12.57	12.75	12.85
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.01	30.00	30.00	30.00	30.00
贷存比	53.41	55.20	57.19	59.25	61.39
贷款/总资产	48.69	50.36	52.31	54.36	56.37
债券投资/总资产	36.02	34.58	32.79	31.11	29.46
银行同业/总资产	4.36	4.86	4.83	4.58	4.34
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 2	9.90	9.60	9.47	9.36	9.23
资本充足率	13.52	13.88	13.34	12.85	12.39
加权风险资产-一般法	4,970	5,651	6,257	6,925	7,679
% RWA/总资产(%)	48.64	49.78	49.78	49.78	49.78

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371