

资产质量优异，零售发展进阶

邮储银行(601658)

评级:	买入	股票代码:	601658
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.46/4.47
目标价格:		总市值(亿)	5,422.94
最新收盘价:	5.87	自由流通市值(亿)	5,444.22
		自由流通股数(百万)	92,746.47

事件概述

邮储银行发布2020年报：全年实现营业收入2862.02亿元(+3.39%，YoY)，营业利润677.57亿元(+8.61%，YoY)，归母净利润641.99亿元(+5.36%，YoY)。年末总资产11.35万亿元(+11.12%，YoY)，存款10.36万亿元(+11.21%，YoY)，贷款5.72万亿元(+14.92%，YoY)。净息差2.42%(-8bp，YoY)；不良贷款率0.88%(+0bp，QoQ)，拨备覆盖率408.06%(+4.85pct，QoQ)，拨贷比3.60%(+0.06pct，QoQ)；资本充足率13.88%(+0.02pct，QoQ)；年化ROE11.84%(-1.26pct，YoY)。拟派息0.2085元/股，合计派现192.6亿元，分红比例30%。

分析判断：

► Q4单季利润增速高达70%贡献全年利润增速转正

2020年公司实现营业收入2862亿元，同比增速3.4%，较前三季度2.8%进一步提升，其中利息和手续费净收入增速分别为4.4%和12.8%，均较前三季度稳中有升。全年实现归母净利润642亿元，同比增5.4%，较前三季度-2.66%的增速实现转正，其中Q4单季利润增速高达71%。年末较高的业绩增速：一方面来源于核心盈利稳中有升，四季度资产投放提速（四个季度资产同比增速分别为6.5%、8.9%、10.1%、11.1%），同时息差企稳，叠加手续费净收入增速Q3、Q4分别达到27%和31%，代销、财富管理等中间业务释放较大增长潜力；另一方面源于减值计提放缓，上半年减值损失同比增长21.3%，资产质量保持优异的情况下，Q3、Q4单季计提规模则分别同比少提42.6%和36.6%，致全年减值计提同比减少9%。

代理业务模式：虽然受存款增长影响，代理业务费用同比增8%抬高了营业成本，但简单测算（日均存款*净利差/储蓄代理费）的比例较2019年提升了1.2pct至36.3%，代理业务贡献度提升。

► 加快高息零售资产配置，负债优势助力息差回升

资产端：2020年公司扩表提速下，全年资产增速11.1%，较2019年提升3.7个百分点，为近三年首次上双。贷款是主要拉动因素，余额较年初增长14.9%，贷款净额占总资产的比例较2019年提升1.5pct至48.6%，存贷比提升1.78pct至55.2%，资金利用效率提升。具体贷款投放来看，2020年公司贷款净增量的68%投向零售，零售贷款占比较2019年提升1.6pct至56.9%，且消费贷和小额贷款占比提升，高收益资产的投放打开营收提升的空间。

负债端：存款表现亮眼，全年稳步增长11.2%，负债端存款占比高达97%，且存款成本率仅1.59%，具备绝对的资金优势。虽然存款定期化程度有所提升，但邮储银行在广泛铺开+深度下沉县域的网点基础上，进一步通过综合营销、代发、财富管理体系的建设，实现现金管理签约账户、债券承销、资金托管等多项业务规模的快增，保障其存款来源的稳定，夯实负债基础。

息差：公司2020年净息差2.42%，较2019年同口径降低11BP。受信用卡分期手续费计入利息收入影响，一次性拉高2019年净息差3BP。Q1-Q4期初期末余额均值测算的季度净息差分别为2.35%、2.25%、2.30%、2.38%，年末有口径扰动，但可以看出，伴随宏观利率回升，公司资产端拉动息差下半年已呈现企稳回升迹象。

资本：2020年末公司核心资本和资本充足率分别为9.6%和13.88%，较2019年分别变动-0.3pct/+0.36pct。去年以来公司先后发行了800亿元永续债，并完成300亿元定增，大股东邮政集团以5.55元/股全额认购彰显信心，也进一步夯实资本实力、打开未来资产扩增空间。

► 逾期率双降，资产质量优异

邮储银行一直保持优异的资产质量，2020 年末不良率仅 0.88%，同比微增 2BP，但较 2020 年中期 0.89% 回落，整体保持平稳。多角度看边际趋势：1) 先行指标上，关注类贷款和逾期贷款同比均实现双降，两者规模分别较 2019 年压降 6.6% 和 11.2%，占比分别为 0.54% 和 0.79% 处于绝对低位；2) 从认定角度看，逾期 90+ / 不良年末收录 63.2%，同比和较中期分别降低 4.6 和 4.5 个百分点，下半年认定审慎程度再提升，且逾期贷款规模已低于不良贷款，据年报，目前邮储银行逾期 60+ 贷款全部纳入不良，逾期 30+ 纳入不良的比例达 94.69%，表内风险基本出清；3) 不良结构上，公司类贷款不良率 0.95% 同比上行 6BP，主要占对公贷款投放 30% 的交运仓储类不良有所暴露，但相对高风险的制造业和批发零售业不良率下行；零售贷款不良率 0.98%，同比降 2BP，其中信用卡和消费贷不良均较年中有明显下行，伴随宏观经济和消费的修复，信贷资产质量已经企稳向好。公司 2020 年拨覆率达 408.06%，同环比分别提升 18.6 和 4.9 个百分点，显著高于可比同业，为未来业绩释放留出空间。

► 零售业务优势突出，直销银行探索互联网金融生态

邮储银行具备突出的零售禀赋，依托全国布局的近 4 万个营业网点，2020 年实现多项指标提质增量：1) 零售客户数保持较大体量，个人客户数和个人客户 AUM 分别达到 6.22 亿和 11.25 万亿，其中 VIP 客户和财富客户年增速均在 16% 以上。2) 银行卡发卡量达 10.7 亿张，其中信用卡数量 2020 年实现 18% 的增速，同时客户贡献度也有所提升，测算银行卡卡均消费额 8750 元，同比增 4%，较 2016 年已经翻倍，由量变向质变转化。2) 基于庞大的客群，2020 年代销业务潜力释放，代销基金、非货基以及集合资管计划的规模分别实现同比增速 106.74%、240.98%、151.12%。3) 业务分部看，零售业务营收和利润贡献度分别达到 69% 和 43%，较 2019 年再提升 5.4 和 2.8 个百分点。

此外从机构布局来看，2020 年末公司获批筹建信用卡中心专营机构，同期全资子公司中邮邮惠万家银行设立获批，注册资本拟 50 亿元，是首家大行出资且全资设立的、继百信银行和招商拓扑后全国第三家独立法人直销银行，我们认为有助于进一步促进邮储零售业务的数字化和线上化转型，拓展业务覆盖面，探索新的互联网金融生态。

投资建议

公司在 2020 年保持了核心盈利的稳健扩增，主要得益于公司二季度以来良好的息差表现，以及高收益资产的较快投放，符合我们之前对公司 2020 年经营情况的判断；业务上依托广泛且下沉的网点布局，奠定负债端存款优势，同时提高资金使用效率，实现客户贡献度持续提升。我们持续看好公司独特的“自营+代理”模式，资本补充也为未来公司的发展增添动力，零售大行的成长性有望赋予更高估值溢价。鉴于公司年报表现，我们小幅上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 3081.55 亿元、3390.36 亿元、3720.88 亿元，对应增速分别为 7.67%、10.02%、9.75%（原假设 2021、2022 年增速分别为 7.17%、12.49%）；归母净利润分别为 693.74 亿元、772.13 亿元、870.52 亿元，对应增速分别为 8.06%、11.30%、12.74%（原假设 2021、2022 年增速分别为 4.92%、9.06%）；对应 PB 分别为 0.87 倍、0.80 倍、0.73 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	276,809	286,202	308,155	339,036	372,088
YoY (%)	6.06	3.39	7.67	10.02	9.75
归母净利润	60,933	64,199	69,374	77,213	87,052
YoY (%)	16.48	5.36	8.06	11.30	12.74
每股收益 (元)	0.67	0.71	0.77	0.86	0.97
每股净资产 (元)	5.70	6.25	6.78	7.37	8.04
ROE(%)	11.97	10.56	9.98	10.38	10.90
市净率	1.03	0.94	0.87	0.80	0.73

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元；元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	9,851,566	10,787,199	11,917,563	13,065,388	14,296,260	ROAA (%)	0.62	0.60	0.58	0.59	0.61
净息差	2.53	2.42	2.39	2.43	2.48	ROAE (%)	11.97	10.56	9.98	10.38	10.90
利息收入	390,700	416,252	461,430	515,155	573,609	每股净资产	5.70	6.25	6.78	7.37	8.04
利息支出	148,014	162,874	186,968	211,991	239,831	EPS	0.67	0.71	0.77	0.86	0.97
净利息收入	242,686	253,378	274,462	303,165	333,778	股利	18,283	19,262	20,815	23,167	26,119
非息收入						DPS	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
手续费和佣金收入	14,623	16,495	18,145	20,322	22,760	股息支付率	30	30	30	30	30
交易性收入	18,046	15,182	14,402	14,402	14,402	发行股份	86,203	86,979	86,979	86,979	86,979
其他收入	1,454	1,147	1,147	1,147	1,147						
非息总收入	34,123	32,824	33,694	35,871	38,309						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	156,599	165,649	174,837	191,362	211,263	增长率 (%)					
其他费用	431	192	202	212	222	净利息收入	3.7	4.4	8.3	10.5	10.1
营业税金及附加	1,996	2,187	4,347	5,790	6,732	非利息收入	27.0	-3.8	2.6	6.5	6.8
非息总费用	159,026	168,028	179,385	197,364	218,217	非利息费用	6.4	5.7	6.8	10.0	10.6
税前利润	63,745	68,136	74,535	83,760	95,137	归母净利润	16.5	5.4	8.1	11.3	12.7
所得税	2,709	3,818	5,161	6,548	8,085	平均生息资产	7.0	9.5	10.5	9.6	9.4
归母净利润	60,933	64,199	69,374	77,213	87,052	总付息负债	7.0	10.4	9.7	9.5	9.2
						风险加权资产	15.1	13.7	12.0	11.4	11.1
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	10,216,706	11,353,263	12,429,006	13,587,289	14,820,167	净利息收入占比	87.7	88.5	89.1	89.4	89.7
贷款总额	4,974,186	5,716,258	6,570,636	7,499,393	8,512,256	佣金手续费收入占比	5.3	5.8	5.9	6.0	6.1
客户存款	9,314,066	10,358,029	11,393,832	12,476,246	13,624,061	营业效率 (%)					
其他付息负债	268,685	225,051	219,016	243,423	270,137	成本收入比	56.6	57.9	56.7	56.4	56.8
股东权益	543,867	671,799	717,774	769,236	827,585	流动性 (%)					
资产质量						贷款占生息资产比	47.0	49.6	51.5	53.8	56.0
不良贷款	42,844	50,367	56,471	62,080	68,281	资本 (%)					
不良率	0.86	0.88	0.86	0.83	0.80	核心一级资本充足率	9.9	9.6	9.4	9.1	9.0
贷款损失拨备	166,854	205,527	238,871	275,016	311,361	一级资本充足率	10.9	11.9	11.4	11.0	10.6
拨备覆盖率	389	408	423	443	456	资本充足率	13.5	13.9	13.6	13.3	13.0
拨贷比	3.35	3.60	3.64	3.67	3.66						
信用成本 (%)	1.09	1.00	0.81	0.76	0.67						

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。