

邮储银行（601658）：资产质量优异，零售战略持续深化

2021年03月30日

强烈推荐/维持

邮储银行 公司报告

事件：3月29日，邮储银行公布2020年年报。

全年净利润增速转正，高于可比同业。2020年邮储银行营收、归母净利润同比分别+3.4%、+5.4%。4Q20单季营收、归母净利润同比分别+5.6%、+70.9%，较3Q20单季（同比分别+1.5%、+13.5%）改善明显。主要得益于净利息收入（全年+4.4%）和中收（全年+12.8%）的平稳较快增长；同时，在资产质量持续改善之下，拨备计提力度减小，全年资产减值损失同比-9%（前三季度+1.8%）。

全年净息差收窄11BP，资产负债结构持续优化。2020年净息差为2.42%（年报将信用卡分期手续费收入重分类至利息收入），重述数据来看，净息差同比下降11BP，但下半年以来降幅已开始收窄。其中，生息资产收益率同比下降10BP；负债成本较为稳定（小幅下降2BP），主要得益于邮储银行稳固的存款基础，年末存款占计息负债的比重已增至98.1%。从资产结构来看，贷款、特别是个贷占比进一步提升，2020年末贷款占生息资产比重同比提升1.35pct至49.5%，其中个贷占比同比提升1.6pct至56.9%。资产存比同比提高1.8pct至55.2%，仍低于大行平均，资产端业务发展空间较大。

资产质量优异，拨备安全垫增厚。2020年末不良率为0.88%，环比持平，显著低于可比同业。其中，对公贷款不良率0.95%，同比上升6BP，主要由于交运行业个别企业经营恶化；个人贷款不良率0.98%，同比下降2BP，个人消费贷、经营贷资产质量指标均表现较好。测算2020年不良净生成率为1.42%，较上半年提升6BP。不良确认标准趋严，公司已将逾期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94.7%。拨备方面，2020年末拨备覆盖率404.8%，较上年末提高18.6pct；当前拨备非常充足，风险抵补能力不断增强。

坚持零售银行战略，财富管理体系建设持续推进。邮储银行坚守零售银行战略，2020年末零售客户数达6.22亿户，零售客户AUM达到11.25万亿元（其中储蓄存款占比超8成，财富管理挖掘空间很大），较上年末增加超过1万亿。个人银行业务收入同比增长12.2%，占营收的69.2%，较上年提升5.43pct。随着现有客户分层分类、县域地区高净值财富客户的挖掘、以及财富管理体系建设的推进，邮储银行财富管理有望实现差异化发展。

核心逻辑：

“自营+代理”运营模式下，渠道深度下沉；客户基础扎实，存款优势显著。邮储银行与邮政集团订立委托代理银行业务协议，依托“自营+代理”的模式，网点、客群、存款优势显著。邮储银行网点数量远超其他国有大行，且网点深度下沉，深耕县域、中西部地区，为公司带来稳定、低成本存款来源。客户基础扎实、粘性高，深度挖掘空间较大。2020年底邮储银行直销银行牌照获批，未来将赋能线下代理网点，助力公司挖掘零售客户潜能，提高客均贡献。

资产结构优化空间较大，有望带动息差上行。邮储银行贷款业务起步较晚，资产存比与行业平均仍有较大差距，信贷业务有很大发展空间。近年来，邮储银行持续优化资产结构、信贷结构，展现出高于其他国有大行的成长性。未来随着资产结构的优化、资产存比的提升，公司盈利水平有望进一步提高。同时，邮储银行定位于“三农”、城乡居民、中小企业，个人贷款、小微贷款占比较高，贷款收益率高于大行平均，价格优势有望保持。

投资建议：邮储银行零售特色鲜明，具有较高成长性。负债端低成本优势+零售业务优势有望支撑2021年息差企稳回升，规模增速高于可比大行，中收业务增长潜力较大；且资产质量优异，拨备反补盈利空间较大，有望保持高于同业的净利润增速。我们预计2021/2022年归属普通股股东净利润同比增长11.3%/12.1%，对应BVPS分别为6.82/7.46元/股。看好公司未来体制机制改善带来的ROA提升空间，给予1.2倍2021年PB，对应目标价7.5元/股，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2768	2862	3177	3407	3656
增长率(%)	6.1	3.4	11.0	7.2	7.3
净利润(亿元)	609	642	715	801	908
增长率(%)	16.5	5.4	11.3	12.1	13.4
净资产收益率(%)	13.21%	12.35%	12.57%	12.90%	13.36%
每股收益(元)	0.71	0.74	0.82	0.92	1.04
PE	8.28	7.93	7.12	6.35	5.60
PB	1.02	0.94	0.86	0.78	0.72

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

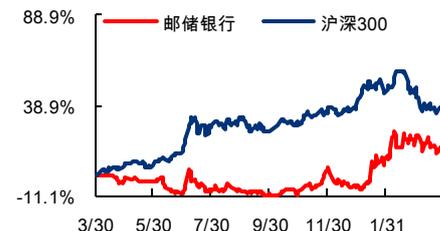
邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务，并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。本行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力，是中国领先的大型零售商业银行。面对中国经济社会发展大有可为的战略机遇期，本行将深入贯彻新发展理念，全面深化改革创新，加快推进“特色化、综合化、轻型化、数字化、集约化”转型发展，持续提升服务实体经济质效，着力提高服务客户能力，努力建设成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售商业银行。

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	6.27-4.49
总市值(亿元)	5,404.46
流通市值(亿元)	659.56
总股本/流通A股(万股)	9,238,397/1,127,446
流通B股/H股(万股)	/1,985,617
52周日均换手率	1.74

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

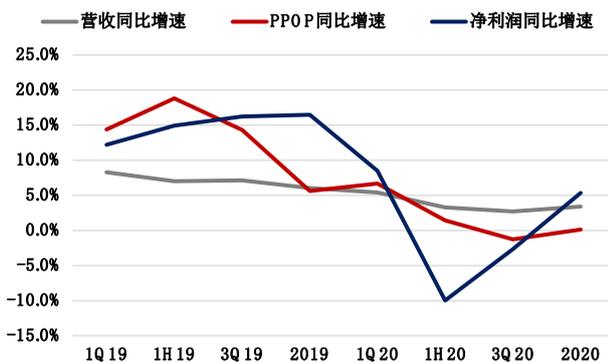
执业证书编号：S1480519070002

研究助理：田馨宇

010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

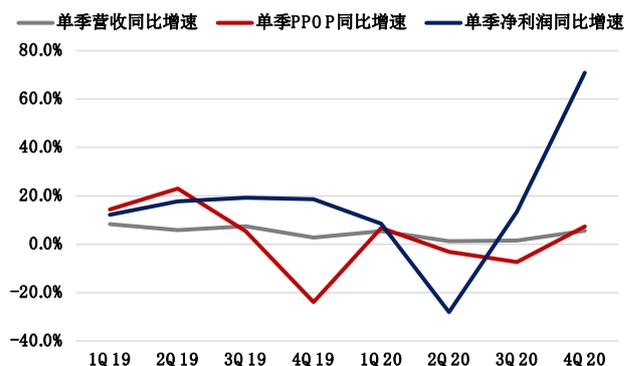
执业证书编号：S1480119070044

图 1: 邮储银行 2020 年营收、PPOP 稳健增长



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 邮储银行 4Q20 净利润同比增 70.9%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 邮储银行 2019、2020 年业绩拆分



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

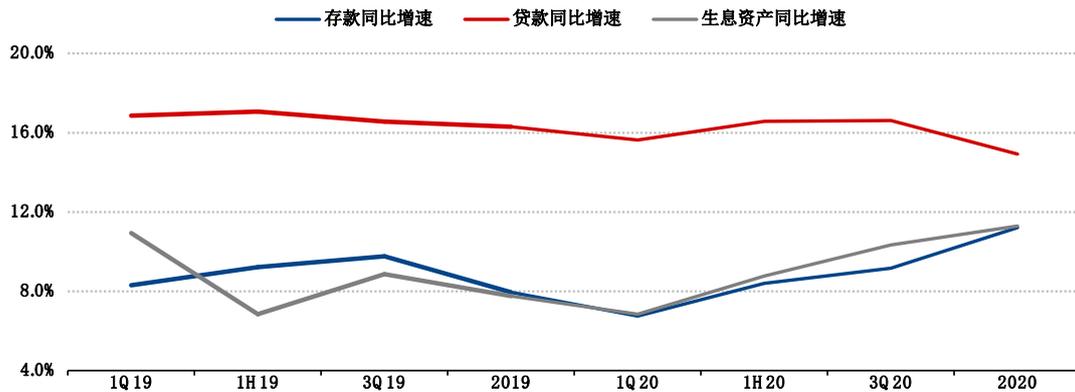
表 1: 邮储银行业绩拆分 (累积同比)

	2019	1Q20	1H20	3Q20	2020		4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
规模	9.4%	8.5%	8.8%	10.4%	11.7%	规模	8.3%	7.3%	7.8%	9.6%	10.8%
息差	-5.7%	-4.1%	-5.5%	-6.3%	-7.3%	息差	-3.0%	-2.9%	-5.7%	-4.0%	-5.4%
非息	2.4%	1.0%	0.0%	-1.3%	-1.0%	非息	-2.5%	1.0%	-0.8%	-4.0%	0.1%
成本	-0.5%	1.3%	-1.8%	-4.0%	-3.3%	成本	-26.7%	1.3%	-4.4%	-8.9%	1.7%
拨备	5.6%	2.6%	-13.6%	-2.3%	8.5%	拨备	-15.1%	2.6%	-31.2%	23.3%	209.4%
税收	5.4%	-0.9%	2.2%	0.9%	-3.2%	税收	57.1%	-0.9%	6.3%	-2.3%	-146.0%

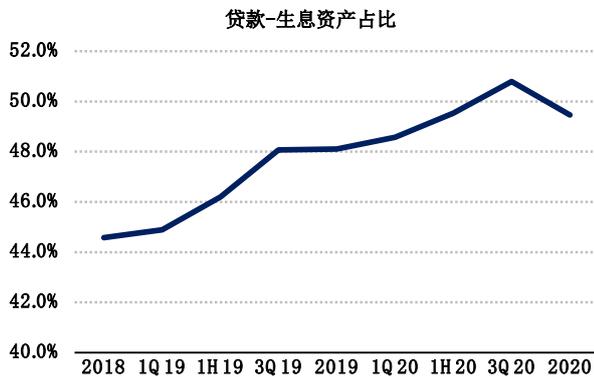
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 2: 邮储银行业绩拆分 (单季环比)

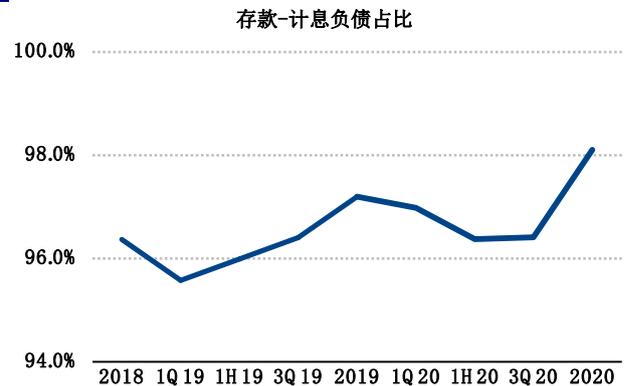
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 邮储银行 2020 年生息资产增速上行


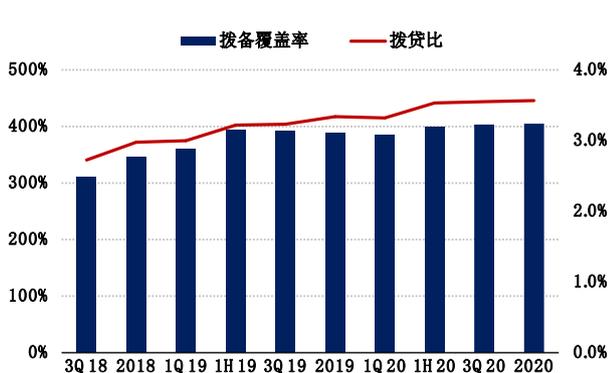
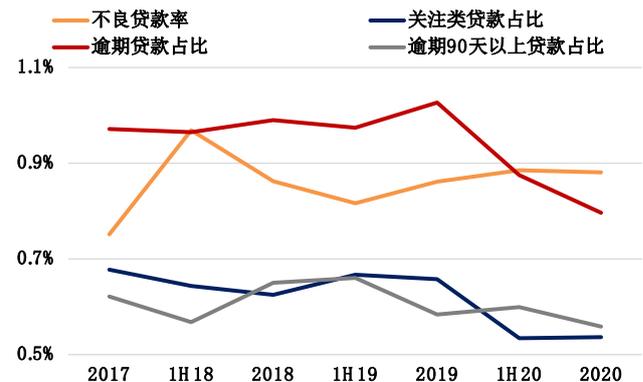
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 邮储银行贷款占比提升至 49.5%


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 2020 年末邮储银行存款占比提升至 98.1%


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 邮储银行拨备覆盖率同比提高 17.1pct 至 404.8%

图 8: 邮储银行各项资产质量指标平稳, 资产质量优异


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	2427	2534	2839	3059	3298	收入增长					
手续费及佣金	146	165	183	203	226	净利润增速	16.5%	5.4%	11.3%	12.1%	13.4%
其他收入	195	163	155	145	133	拨备前利润增速	5.6%	0.1%	19.1%	10.0%	10.1%
营业收入	2768	2862	3177	3407	3656	税前利润增速	19.2%	6.9%	10.6%	12.1%	13.4%
营业税及附加	(20)	(22)	(29)	(31)	(33)	营业收入增速	6.1%	3.4%	11.0%	7.2%	7.3%
业务管理费	(1566)	(1656)	(1739)	(1826)	(1918)	净利息收入增速	3.7%	4.4%	12.0%	7.7%	7.8%
拨备前利润	1182	1184	1409	1550	1706	手续费及佣金增速	1.3%	12.8%	11.0%	11.0%	11.0%
计提拨备	(554)	(504)	(657)	(707)	(749)	营业费用增速	6.4%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
税前利润	637	681	754	845	959						
所得税	(27)	(38)	(38)	(42)	(48)	规模增长					
归母净利润	609	642	715	801	908	生息资产增速	7.8%	11.8%	7.3%	9.9%	9.5%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	49742	57163	64594	72991	81750	贷款增速	16.3%	14.9%	13.0%	13.0%	12.0%
同业资产	5788	7064	6358	6993	7693	同业资产增速	-25.4%	22.0%	-10.0%	10.0%	10.0%
证券投资	36750	39147	41104	43159	45317	证券投资增速	8.6%	6.5%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	103389	115572	124010	136293	149224	其他资产增速	-11.4%	-100.0	#DIV/0	12.0%	23.6%
非生息资产	439	0	4172	4672	5774	计息负债增速	7.0%	10.2%	10.9%	9.9%	9.9%
总资产	102167	113533	125783	138229	151973	存款增速	8.0%	11.2%	11.0%	10.0%	10.0%
客户存款	93141	103580	114974	126472	139119	同业负债增速	-31.0%	-17.4%	2.0%	0.0%	0.0%
其他计息负债	2687	1998	2113	2213	2328	股东权益增速	14.6%	23.5%	7.4%	7.7%	8.1%
非计息负债	891	1225	1470	1765	2118	存款结构					
总负债	96718	106803	118558	130449	143564	活期	37.3%	36.4%	36.4%	36.4%	36.4%
股东权益	5449	6729	7225	7780	8409	定期	62.7%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
每股指标											
每股净利润(元)	0.71	0.74	0.82	0.92	1.04	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	1.37	1.36	1.62	1.78	1.96	企业贷款(不含贴)	35.0%	34.6%	34.60%	34.60%	34.60%
每股净资产(元)	5.75	6.25	6.82	7.46	8.18	个人贷款	55.3%	56.9%	56.92%	56.92%	56.92%
每股总资产(元)	118.52	130.53	144.61	158.92	174.72	贷款质量					
P/E	8.28	7.93	7.12	6.35	5.60	不良贷款率	0.86%	0.88%	0.88%	0.89%	0.90%
P/PPOP	4.27	4.30	3.61	3.28	2.98	正常	98.48%	98.58%	99.51%	99.56%	99.61%
P/B	1.02	0.94	0.86	0.78	0.72	关注	0.66%	0.54%	0.49%	0.44%	0.39%
P/A	0.05	0.04	0.04	0.04	0.03	次级	0.30%	0.25%			
利率指标											
净息差(NIM)	2.53%	2.42%	2.37%	2.35%	2.31%	可疑	0.13%	0.24%			
净利差(Spread)	2.48%	2.36%	2.46%	2.56%	2.66%	损失	0.43%	0.39%			
贷款利率	4.88%	4.75%	4.90%	5.05%	5.20%	拨备覆盖率	387.74%	404.82	420.74	420.67%	412.91%
存款利率	1.55%	1.59%	1.64%	1.69%	1.74%	资本状况					
生息资产收益率	4.07%	3.97%	4.12%	4.27%	4.42%	资本充足率	13.52%	13.88%	12.98%	12.18%	11.48%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.66%	1.71%	1.76%	核心一级资本充足	9.90%	9.60%	9.22%	8.88%	8.57%
盈利能力											
ROAA	0.62%	0.60%	0.60%	0.61%	0.63%	资产负债率	94.67%	94.07%	94.26%	94.37%	94.47%
ROAE	13.21%	12.35%	12.57%	12.90%	13.36%	其他数据					
拨备前利润率	1.20%	1.10%	1.18%	1.17%	1.18%	总股本(亿)	862.03	869.79	869.79	869.79	869.79

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	银行业报告: 年报验证基本面上行趋势, 估值中枢有望进一步抬升	2021-03-29
行业普通报告	银行业跟踪: 社融超预期、信贷需求旺盛, 行业基本面持续改善	2021-03-15
行业普通报告	银行业报告: 基本面有望持续改善, 看好板块估值提升	2021-03-08
行业普通报告	银行业跟踪: 行业盈利进入上行通道, 板块估值提升可期	2021-02-22
行业普通报告	银行业报告: 大环境利好明显, 板块估值有望进一步回升	2021-02-08
行业普通报告	银行业报告: 宏观环境向上, 看好机构加仓助推板块估值提升	2021-02-01
行业普通报告	银行业跟踪-银行业经营分化, 继续看好零售银行及优势区域中小行	2021-01-24
行业普通报告	银行业跟踪-上市行年报业绩超预期, 有望持续催化行情-2021-1-17	2021-01-17

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526