

公司研究

中收增速亮眼，资产质量优异

——邮储银行（601658.SH/1658.HK）2021年一季报点评

A股：买入（维持）

当前价：5.46元

H股：买入（维持）

当前价：5.28港元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

联系人：董文欣

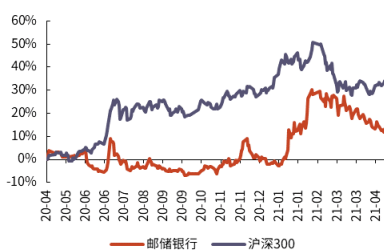
010-57378035

dongwx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	923.84
总市值(亿元):	5,044.16
一年最低/最高(元):	4.47/6.46
近3月换手率:	136.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.35	5.83	-22.65
绝对	-6.98	1.87	10.89

资料来源：Wind

相关研报

盈利增速超预期 零售大行成长潜力值得期待——邮储银行

(601658.SH/1658.HK) 2020年三季报点评

定增方案获银保监会核准，资本夯实拓展未来增长空间——邮储银行

(601658.SH、1658.HK) 定增获批点评

要点

事件：

邮储银行(601658.SH/1658.HK)发布2021年一季报，一季度实现营业收入773.3亿元，YoY+7.2%；归属于母公司股东的净利润212.0亿元，YoY+5.5%。加权平均净资产收益率14.80% (YoY-0.97pct)。

点评：

营收及盈利同比增速均高于其他五大行。一季度，邮储银行营业收入/拨备前净利润/归母净利润同比增速分别为7.2%/7.2%/5.5%，营收及盈利同比增速均高于其他五大行。营收贡献因子来看，利息净收入同比增长5.8%至660.1亿元，占营业收入的85.4%；非利息净收入同比增长16.0%至113.0亿元。

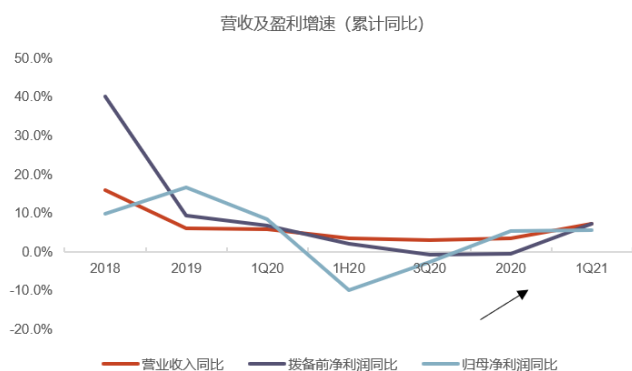
资产扩张叠加息差韧性，推动利息净收入同比增长。一季度，利息净收入同比增长5.8%。**资产端**保持较快扩张速度，总资产/贷款规模分别较上年末增长5.4%/4.8%，贷款占总资产比重环比微降0.3pct，同比提升1.5pct；新增信贷优先配置零售业务，对公贷款向小微、民企及制造业倾斜，票据业务较上年末下降7.3%，个贷占贷款总额比重较上年末提升0.56pct至57.48%；非信贷资产中低收益部分不断压降，提升组合收益。**负债端**，总负债/存款规模分别较上年末增长5.0%/4.5%，存贷比较上年末微升0.16pct至55.35%；同时，坚持高成本存款管控并实施限额管控，存款付息率环比下降。净息差环比4Q20上升2BP至2.40%。近年来，邮储银行资产端结构持续优化，但当前存贷比仍为国有行最低水平。随着国内经济回暖背景下信贷需求更为旺盛、居民收入修复带来零售业务拓展空间，后续资产端仍具有较大提升空间。

中收增速亮眼，财富管理业务潜力空间大。一季度，公司净非息收入同比增长16%，其中，手续费及佣金净收入65.1亿元 (YoY+51.6%)。受益遍布城乡的网点优势及市场机遇的抢抓，代理业务净收入同比增长128.6%，信用卡、电子支付等业务也实现了较快增长。邮储银行客户覆盖我国40%以上人口，随着网点改造的推进及财富管理体系建设推进，相关业务中收潜力空间巨大。

资产质量环比改善，风险抵补能力增强。邮储银行资产质量优质，不良贷款率持续位于1%以下，为国有行最低水平。截至2021年一季度末，不良贷款率较上年末下降0.02pct至0.86%，关注贷款率较上年末下降0.04pct至0.50%，逾期贷款率较上年末下降0.01pct至0.79%，不良生成率仅为0.13%。同时，拨备覆盖率较上年末提升8.92pct至416.98%，具有较强的风险抵补能力。

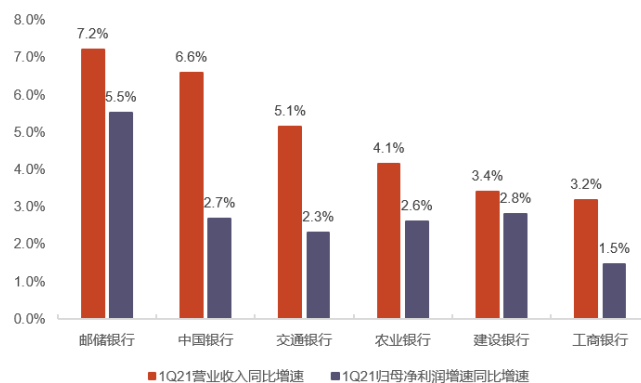
资本充足率稳中有升，为后续资产端拓展奠定基础。随着公司300亿元A股定增落地及300亿元永续债发行，资本充足水平进一步提升。截至2021年一季度末，邮储银行核心一级资本、一级资本充足率及资本充足率分别为9.91%/12.56%/14.54%，分别较上年末提升0.31pct/0.70pct/0.66pct。此外，如果后续邮储银行转换为资本内评法，有望再提升各级资本充足率1-2BP。

图 1: 邮储银行营收及盈利增速 (累计同比)



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 邮储银行 1Q21 营收及盈利同比增速高于其他大行



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 1 邮储银行资产质量主要相关指标

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1Q21
不良贷款率	0.80%	0.87%	0.75%	0.86%	0.86%	0.88%	0.86%
关注贷款率	1.50%	0.81%	0.68%	0.63%	0.66%	0.54%	0.50%
(关注+不良)贷款率	2.30%	1.68%	1.43%	1.49%	1.52%	1.42%	1.36%
逾期贷款率	0.99%	0.96%	0.97%	0.99%	1.03%	0.80%	0.79%
逾期 90 天以上不良贷款率	84.45%	78.54%	82.72%	75.34%	67.77%	63.19%	/
拨备覆盖率	298.2%	271.7%	324.8%	346.8%	389.5%	408.1%	417.0%
拨贷比	2.4%	2.4%	2.4%	3.0%	3.4%	3.6%	3.6%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

盈利预测、估值与评级: 邮储银行具有遍布全国的网点, 客户覆盖我国 40% 以上人口, 作为定位零售银行的国有大行, 资产质量优质、存款来源稳定, 资产端优化空间大。维持 2021-23 年 EPS 预测为 0.75/0.80/0.84 元。财富管理业务深入推进, 进一步促进零售转型、提振公司中收。维持 A 股及 H 股“买入”评级。

风险提示: 如果国内经济增速不及预期, 可能影响公司信贷投放的力度和质量。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	2,768	2,862	3,108	3,364	3,632
营业收入增长率	6.1%	3.4%	8.6%	8.2%	7.9%
净利润 (亿元)	609	642	688	735	779
净利润增长率	16.5%	5.4%	7.2%	6.8%	6.0%
EPS (元)	0.71	0.74	0.75	0.80	0.84
ROE (归属母公司)	13.2%	12.3%	11.8%	11.1%	10.5%
P/B (A 股)	0.87	0.71	0.65	0.59	0.54
P/B (H 股)	0.70	0.57	0.52	0.47	0.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-29; 汇率: 按 1HKD=0.8337 CNY 换算; 2019 年和 2020 年股本为年报披露的 862.03 亿元、869.79 亿元, 2021 年 300 亿元定增落地对股本产生影响, 2021 年至 2023 年股本按照 923.84 亿元测算。

财务报表与盈利预测 (A股)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表摘要 (RMB: 亿元)						每股盈利及估值指标					
净利息收入	2,402	2,534	2,789	3,015	3,252	EPS (元)	0.71	0.74	0.75	0.80	0.84
非息收入	362	326	319	349	380	PPOPPS (元)	3.95	4.01	3.89	3.57	3.28
营业收入	2,768	2,862	3,108	3,364	3,632	BVPS (元)	5.75	6.25	6.74	7.58	8.46
业务管理费及营业税	(1,566)	(1,656)	(1,790)	(1,928)	(2,069)	P/E	7.7	7.4	7.3	6.9	6.5
拨备前利润	1,191	1,186	1,297	1,413	1,539	P/PPOP	4.0	4.0	3.9	3.6	3.3
税前利润	637	681	726	776	823	P/B	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
归母净利润	609	642	688	735	779						
资产负债表摘要 (RMB: 亿元)						主要驱动因素 (%)					
总资产	102,167	113,533	127,138	138,869	151,381	总资产增速	7.4%	11.1%	12.0%	9.2%	9.0%
贷款总额	49,742	57,163	65,508	74,679	84,462	净息差 (NIM)	2.44%	2.35%	2.34%	2.29%	2.23%
其他生息资产	52,313	56,365	59,405	63,788	68,346	净利差	2.35%	2.25%	2.23%	2.17%	2.09%
总负债	96,718	106,803	119,318	130,272	141,976	生息资产收益率	3.94%	3.86%	3.84%	3.81%	3.75%
存款余额	93,141	103,580	114,456	124,986	136,235	贷款收益率	4.86%	4.81%	4.76%	4.66%	4.61%
其他付息负债	2,687	2,251	2,476	2,680	2,901	付息负债付息率	1.60%	1.62%	1.61%	1.64%	1.66%
所有者权益	5,449	6,729	7,820	8,597	9,405	存款付息率	1.56%	1.57%	1.58%	1.61%	1.63%
年增长率 (%)						非息收入占比	13.1%	11.4%	10.3%	10.4%	10.5%
贷款余额	16.3%	14.9%	14.6%	14.0%	13.1%	成本收入比	56.7%	57.9%	57.6%	57.3%	57.0%
存款余额	8.0%	11.2%	10.5%	9.2%	9.0%						
净利息收入	2.6%	5.5%	10.1%	8.1%	7.8%	资产质量					
净手续费及佣金收入	18.4%	-3.5%	15.0%	9.0%	8.0%	不良贷款率	0.86%	0.88%	0.89%	0.89%	0.91%
营业收入	6.1%	3.4%	8.6%	8.2%	7.9%	拨备覆盖率	389.4%	408.1%	360.1%	326.9%	292.6%
拨备前利润	9.4%	-0.5%	9.4%	9.0%	8.9%	拨贷比	3.35%	3.60%	3.22%	2.92%	2.68%
归母净利润	16.5%	5.4%	7.2%	6.8%	6.0%						
盈利结构 (按平均总资产计 %)						资本 (%)					
ROAA	0.62%	0.60%	0.57%	0.55%	0.54%	核心一级资本充足率	9.90%	9.60%	9.72%	9.75%	9.88%
ROAE	13.21%	12.35%	11.80%	11.10%	10.51%	资本充足率	13.52%	13.88%	13.97%	13.55%	13.33%

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2021-04-29; 注: 公司 2020 年将信用卡消费分期收入从手续费重分类至利息收入, 相关指标重述, 本表格基于历史数据, 未进行回溯调整。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE