

邮储银行(601658)

财富收入高增，资产质量优异

——邮储银行2021年一季报点评

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

报告导读

营收增速回升，财富管理收入高增，资产质量保持优异。

投资要点

□ 业绩概览

邮储银行21Q1归母净利润同比+5.5%，增速环比20A提升0.1pc，基本符合预期；营收同比+7.1%，增速较20A提升3.8pc。21Q1净息差（日均）2.40%，环比20Q4+2bp。ROE 14.8%，ROA 0.74%。21Q1末不良率0.86%，较年初-2bp；拨备覆盖率417%，较年初+9pc。

□ 核心观点

1、**营收增速继续回升**。21Q1营收同比+7.1%，增速较20A+3.8pc，延续了2020年四季度以来的回升态势。从驱动因素来看，规模增长（基数）和中收贡献较大。①规模增长保持稳定，总资产同比+10.8%，但去年Q1增长较慢，具有低基数效应；②息差延续回升趋势，21Q1息差环比20Q4+2bp，延续20Q3以来的回升趋势；③非息贡献转正，中收高增52%，其他非息收入降幅环比收窄。

2、**息差环比继续改善**。21Q1息差环比+2bp，超市场预期。此前市场担心LPR重定价对息差形成压制，最终业绩表现好于预期。归因负债成本率改善幅度大于资产收益率下降幅度，推测得益于扎实的存款基础和存款结构优化。展望未来，邮储银行受益于金融市场利率回升和贷款占比提升，预计息差将稳中向好。

3、**财富管理收入高增**。21Q1中收同比高增52%，主要得益于：①财富管理手续费收入的高速增长，发力财富管理业务的效果持续显现；②去年同期疫情冲击下支付结算等业务的低基数。展望未来，由于基数效应消退，中收增速或有所放缓，但预计仍将保持较快水平。

4、**资产质量保持优秀**。21Q1年化不良生成率0.52%，不良率环比-2bp至0.86%，拨备覆盖率环比+9pc至417%，显示资产质量和拨备水平都保持优中更优态势。

□ 盈利预测及估值

邮储银行营收增速回升，财富管理收入高增，资产质量保持优异。预计2021-2023年邮储银行归母净利润同比增长10.90%/12.08%/12.38%，对应BPS 6.71/7.16/7.98元。继续维持目标价7.00元，对应2021年1.12倍PB。现价对应2021年PB 0.83倍，现价空间25%，买入评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	286,202	310,725	349,888	394,969
(+/-)	3.39%	8.57%	12.60%	12.88%
净利润	64,199	71,194	79,793	89,671
(+/-)	5.36%	10.90%	12.08%	12.38%
每股净资产(元)	6.25	6.71	7.16	7.98
P/B	0.90	0.83	0.78	0.70

评级

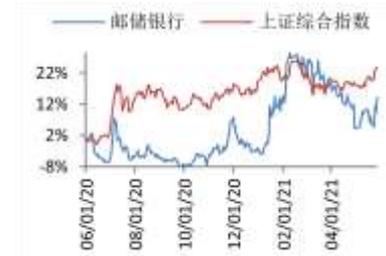
买入

上次评级	买入
当前价格	¥5.57

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.23
4Q/2020	0.13
3Q/2020	0.22
2Q/2020	0.16



公司简介

相关报告

- 1《业绩超预期，成长性凸显——邮储银行2020年财报点评》2021.03.30
- 2《大股东溢价“包揽”——邮储银行定增点评》2020.11.30
- 3《利润和资产质量双双超预期——邮储银行2020年三季报点评》2020.10.30
- 4《邮储银行20H1：风险较为稳定，息差环比下降——再次印证我们“国有行的判断》2020.08.31

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

**表 1：邮储银行 2021 年一季度业绩概览**

维度	单位：百万元	20Q1	20A	21Q1	环比变化	同比变化	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	15.8%	11.8%	14.8%	3.0pc	-1.0pc	13.5%	6.8%	13.4%	5.3%	11.9%	6.7pc
	ROA (年化)	0.77%	0.60%	0.73%	14bp	-3bp	0.76%	0.50%	0.69%	0.40%	0.73%	32bp
	拨备前利润	34,094	118,553	36,552		7.2%	34,094	35,723	28,126	20,610	36,552	77.4%
	同比增长	6.7%	-0.5%	7.2%	7.7pc	0.5pc	6.7%	-2.2%	-7.3%	1.4%	7.2%	5.8pc
	归母净利润	20,094	64,199	21,201		5.5%	20,094	13,564	19,186	11,355	21,201	86.7%
	同比增长	8.5%	5.4%	5.5%	0.1pc	-3.0pc	8.5%	-28.1%	13.5%	70.9%	5.5%	-65.4pc
	EPS (未年化)	0.23	0.71	0.23		-0.7%	0.23	0.16	0.22	0.13	0.23	75.8%
	BVPS (未年化)	6.00	6.25	6.41	2.4%	6.7%	6.00	5.90	6.09	6.25	6.41	2.4%
收入拆分	营业收入	72,171	286,202	77,330		7.1%	72,171	74,175	69,917	69,939	77,330	10.6%
	同比增长	5.5%	3.4%	7.1%	3.8pc	1.7pc	5.5%	1.4%	1.7%	5.3%	7.1%	1.9pc
	利息净收入	62,410	253,378	66,014		5.8%	62,410	60,544	63,449	66,975	66,014	-1.4%
	生息资产(期初期末平均, 注1)	10,543,210	10,962,664	11,702,076	6.7%	11.0%	10,543,210	10,925,256	11,093,774	11,288,418	11,702,076	3.7%
	净息差(日均余额口径)	n.a	2.42%	2.40%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	2.38%	2.40%	2bp
	净息差(期初期末口径)	2.37%	2.31%	2.26%	n.a	-11bp	2.37%	2.22%	2.29%	n.a	2.26%	n.a
	生息资产收益率(期初期末口径)	3.80%	3.80%	3.73%	-7bp	-7bp	3.80%	3.71%	3.79%	n.a	3.73%	n.a
	付息负债成本率(期初期末口径)	1.53%	1.60%	1.59%	-1bp	5bp	1.53%	1.60%	1.63%	1.63%	1.59%	-5bp
	非利息净收入	9,761	32,824	11,316		15.9%	9,761	13,631	6,468	n.a	11,316	n.a
	手续费净收入	4,294	16,495	6,510		51.6%	4,294	5,434	5,224	n.a	6,510	n.a
	其他非息收入	5,467	16,329	4,806		-12.1%	5,467	8,197	1,244	1,421	4,806	238.2%
	业务及管理费	37,509	165,649	40,155		7.1%	37,509	38,245	41,324	48,571	40,155	-17.3%
	成本收入比	51.97%	57.88%	51.93%	-6.0pc	0.0pc	51.97%	51.56%	59.10%	69.45%	51.93%	-17.5pc
	资产减值损失	11,432	50,417	12,328		7.8%	11,432	22,158	6,983	9,844	12,328	25.2%
	贷款减值损失	11,490	52,377	12,328		7.3%	11,490	22,270	7,018	11,599	12,328	6.3%
	信用成本	0.90%	0.98%	0.84%	-14bp	-6bp	0.90%	1.66%	0.50%	0.82%	0.84%	3bp
	所得税费用	2,557	3,818	2,897		13.3%	2,557	-3	1,921	-657	2,897	-540.9%
有效税率	11.28%	5.60%	11.96%	6.4pc	0.7pc	11.28%	-0.02%	9.09%	-6.10%	11.96%	18.1pc	
规模增长	总资产	10,798,624	11,353,263	11,961,876	5.4%	10.8%	10,798,624	10,966,186	11,133,942	11,353,263	11,961,876	5.4%
	生息资产余额	10,836,996	11,402,804	12,001,347	5.2%	10.7%	10,836,996	11,013,515	11,174,032	11,402,804	12,001,347	5.2%
	贷款总额	5,242,248	5,716,258	5,988,748	4.8%	14.2%	5,242,248	5,481,104	5,652,101	5,716,258	5,988,748	4.8%
	对公贷款	2,372,270	2,462,365	2,546,605	3.4%	7.3%	2,372,270	2,442,683	2,458,105	2,462,365	2,546,605	3.4%
	个人贷款	2,869,978	3,253,893	3,442,143	5.8%	19.9%	2,869,978	3,038,421	3,193,996	3,253,893	3,442,143	5.8%
	同业资产	572,163	552,034	606,745	9.9%	6.0%	572,163	442,150	366,593	552,034	606,745	9.9%
	金融投资	3,876,105	3,914,650	4,152,781	6.1%	7.1%	3,876,105	3,960,416	3,998,805	3,914,650	4,152,781	6.1%
	存放央行	1,146,480	1,219,862	1,253,073	2.7%	9.3%	1,146,480	1,129,845	1,156,533	1,219,862	1,253,073	2.7%
	总负债	10,147,563	10,680,333	11,210,895	5.0%	10.5%	10,147,563	10,324,470	10,475,700	10,680,333	11,210,895	5.0%
	付息负债余额	10,066,367	10,583,080	11,110,935	5.0%	10.4%	10,066,367	10,237,580	10,378,427	10,583,080	11,110,935	5.0%
	吸收存款	9,762,687	10,358,029	10,819,275	4.5%	10.8%	9,762,687	9,866,583	10,006,331	10,358,029	10,819,275	4.5%
	企业活期	n.a	874,155	n.a	n.a	n.a	n.a	868,686	n.a	874,155	n.a	n.a
	个人活期	n.a	2,893,163	n.a	n.a	n.a	n.a	2,621,805	n.a	2,893,163	n.a	n.a
	企业定期	n.a	385,694	n.a	n.a	n.a	n.a	389,688	n.a	385,694	n.a	n.a
	个人定期	n.a	6,202,401	n.a	n.a	n.a	n.a	5,982,586	n.a	6,202,401	n.a	n.a
	同业负债	203,136	141,789	208,840	47.3%	2.8%	203,136	237,153	250,968	141,789	208,840	47.3%
	发行债券	96,149	57,974	57,569	-0.7%	-40.1%	96,149	123,123	97,696	57,974	57,569	-0.7%
向央行借款	4,395	25,288	25,251	-0.1%	474.5%	4,395	10,721	23,432	25,288	25,251	-0.1%	
所有者权益	650,038	671,799	749,724	11.6%	15.3%	650,038	640,689	657,179	671,799	749,724	11.6%	
总资本	86,979	86,979	92,384	6.2%	6.2%	86,979	86,979	86,979	86,979	92,384	6.2%	
资产质量	不良贷款	45,118	50,367	51,235	1.7%	13.6%	45,118	48,531	49,762	50,367	51,235	1.7%
	不良率	0.86%	0.88%	0.86%	-3bp	-1bp	0.86%	0.89%	0.88%	0.88%	0.86%	-3bp
	关注贷款	n.a	30,566	n.a	n.a	n.a	n.a	29,280	29,391	30,566	n.a	n.a
	关注率	n.a	0.54%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.53%	0.52%	0.54%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	45,379	n.a	n.a	n.a	n.a	47,966	47,478	45,379	n.a	n.a
	逾期率	n.a	0.80%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.88%	0.84%	0.80%	n.a	n.a
	不良生成额	5,882	23,933	5,760	-75.9%	-2.1%	5,882	5,905	1,617	10,529	5,760	-45.3%
	不良生成率	0.47%	0.48%	0.40%	-8bp	-7bp	0.47%	0.45%	0.12%	0.75%	0.40%	-34bp
	核销转出额	3,608	16,410	4,892	-70.2%	35.6%	3,608	2,492	386	9,924	4,892	-50.7%
	核销转出率	33.68%	38.30%	38.85%	0.5pc	5.2pc	33.68%	22.10%	3.18%	79.77%	38.85%	-40.9pc
逾期90+偏离度	n.a	63.2%	n.a	n.a	n.a	n.a	67.7%	n.a	63.2%	n.a	n.a	
拨备覆盖率	387.3%	408%	417%	8.9pc	29.7pc	387.3%	400.1%	403.2%	408.1%	417.0%	8.9pc	
拨备比	3.33%	3.60%	3.57%	-3bp	23bp	3.33%	3.54%	3.55%	3.60%	3.57%	-3bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.64%	9.60%	9.91%	31bp	27bp	9.64%	9.17%	9.51%	9.60%	9.91%	31bp
	一级资本充足率	12.03%	11.86%	12.56%	70bp	53bp	12.03%	11.47%	11.81%	11.86%	12.56%	70bp
	资本充足率	14.57%	13.88%	14.54%	66bp	-3bp	14.57%	13.97%	13.86%	13.88%	14.54%	66bp

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。因口径变换，息差、生息资产收益率、中收不可比。

## 表附录：报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
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	271,320	304,398	342,356
同业资产	552,034	579,636	608,617	639,048	净手续费收入	16,495	21,444	25,732	30,879
贷款总额	5,716,258	6,458,330	7,296,736	8,243,982	其他非息收入	-192	17,962	19,758	21,734
贷款减值准备	-203,897	-240,796	-279,786	-324,351	<b>营业收入</b>	292,673	310,725	349,888	394,969
贷款净额	5,512,361	6,217,534	7,016,950	7,919,631	税金及附加	-2,149	-2,429	-2,785	-3,201
证券投资	3,914,650	4,251,418	4,489,583	4,759,396	业务及管理费	-158,044	-167,792	-188,940	-213,283
其他资产	154,356	162,932	178,720	196,479	营业外净收入	800	400	400	400
<b>资产合计</b>	11,353,263	12,533,203	13,747,723	15,113,793	<b>拨备前利润</b>	118,553	140,904	158,563	178,885
同业负债	167,077	179,838	193,748	208,909	资产减值损失	-50,417	-63,520	-71,832	-81,416
存款余额	10,358,029	11,393,832	12,533,215	13,786,537	<b>税前利润</b>	68,136	77,385	86,731	97,469
应付债券	57,974	62,907	70,803	79,689	所得税	-3,818	-6,191	-6,939	-7,798
其他负债	97,253	117,541	129,270	142,173	<b>税后利润</b>	64,318	71,194	79,793	89,671
<b>负债合计</b>	10,680,333	11,754,118	12,927,036	14,217,308	<b>归属母公司净利润</b>	64,199	71,194	79,793	89,671
<b>股东权益合计</b>	672,930	779,085	820,688	896,486	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	61,615	68,693	77,292	87,170
<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>业绩增长</b>					<b>资产质量</b>				
利息净收入增速	4.41%	7.08%	12.19%	12.47%	不良贷款余额	50,367	55,779	62,413	70,186
手续费净增速	12.80%	30.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	0.48%	0.50%	0.50%	0.50%
非息净收入增速	-3.81%	20.05%	15.44%	15.66%	不良贷款率	0.88%	0.86%	0.86%	0.85%
拨备前利润增速	-0.49%	18.85%	12.53%	12.82%	拨备覆盖率	408%	432%	448%	462%
归属母公司净利润增速	5.36%	10.90%	12.08%	12.38%	拨贷比	3.60%	3.73%	3.83%	3.93%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	11.85%	11.80%	12.06%	12.46%	贷存比	55.19%	56.68%	58.22%	59.80%
ROAA	0.60%	0.60%	0.61%	0.62%	贷款/总资产	50.35%	51.53%	53.08%	54.55%
RORWA	1.21%	1.17%	1.14%	1.13%	平均生息资产/平均总资产	100.38%	100.53%	100.68%	100.79%
生息率	3.80%	3.70%	3.76%	3.81%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	1.60%	1.57%	1.58%	1.58%	EPS	0.71	0.75	0.84	0.94
净利差	2.20%	2.13%	2.18%	2.23%	BVPS	6.25	6.71	7.16	7.98
净息差	2.31%	2.26%	2.30%	2.35%	每股股利	0.21	0.23	0.26	0.29
成本收入比	57.88%	54.00%	54.00%	54.00%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	7.91	7.48	6.69	5.93
资本充足率	13.88%	13.83%	12.85%	12.32%	P/B	0.90	0.83	0.78	0.70
核心资本充足率	11.86%	11.91%	11.02%	10.56%	P/PPOP	4.11	3.67	3.26	2.89
风险加权系数	49.78%	52.00%	54.00%	56.00%	股息收益率	3.72%	4.13%	4.63%	5.20%
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>