

邮储银行 (601658)

证券研究报告
2021 年 08 月 28 日

业绩增速超过 20% 的大型银行，零售转型卓有成效

业绩增速超过 20% 的大型银行，打了场漂亮的翻身仗

上半年营收同比增速较一季度提升 58bp 至 7.73%；归母净利润同比增速较一季度显著提升 16.33pct 至 21.84%，创历史新高，并远高于大型商业银行 13.07% 的平均增速水平。业绩加速释放主要得益于拨备反哺。上半年手续费及佣金净收入的同比增速和占比均较一季度有所下行。但得益于财富管理体系建设持续推进，代理业务手续费同比增长 126.53%，上半年手续费及佣金净收入同比仍保持了 37.86% 的较快增速水平。

息差小幅收窄，资产结构优化

公司上半年净息差 2.37%，较去年全年下降 5bp。其中，生息资产收益率和计息负债成本率分别下降 1bp 和上升 4bp，后者是主要原因。计息负债成本率上行主要源自个人定期存款占比提升和成本率上行。由于新增定期存款以一年期及以下为主，下半年有望陆续到期，从而缓解成本压力。同时，公司着力优化资产结构，推进资产端零售转型，二季末信贷资产占比、个人贷款占比和中长期贷款占比分别较上年末提升 34bp、54bp 和 33bp，结构优化一定程度上缓解了息差下行压力。

资产质量优势巩固，拨备覆盖率再创新高

公司二季末不良率和不良贷款余额分别环比下降 3bp 和 0.58%，资产质量领先优势得到进一步巩固。关注率较上年末下降 6bp 至 0.48%，隐形不良贷款生成压力很低且进一步减轻。分行业来看，二季末公司类贷款和个人贷款不良率分别较上年末下降 6bp 和 8bp，存量风险得到出清。二季末拨备覆盖率环比提升 4.35pct 至 421.33%，在上市银行中遥遥领先，抵御风险能力提升，反哺利润空间十分充裕。

规模有序扩张，资本尚有余力

公司规模扩张有序推进，二季末资产和负债同比增速分别较一季末提升 63bp 和 58bp 至 11.41% 和 11.06%。二季末核心一级资本充足率环比下降 17bp 至 9.74%，在上市银行中处于中等偏上的水平。公司一方面积极推进零售转型，有助于降低资本消耗，同时适时运用外源性（如定增、可转债）和内源性（业绩释放）方式补充资本，短期资本压力不大。

投资建议：积极把握零售转型发展契机，维持“买入”评级

公司坚守大型零售银行的战略定位，紧抓居民财富管理增长和消费升级的战略机遇期，积极发展大零售业务。二季末 VIP 客户和财富客户分别较上年末增长 14.87% 和 20.44%，高净值客户资源增厚。个人银行业务营收同比增长 14.11%，占比较上年末提升 68bp，零售转型效果显现。公司的客户基础扎实、网点渠道优势突出、资产质量遥遥领先。我们看好公司未来发展，预计 2021-2023 年业绩增速为 10.5%/11.5%/12.3%，给予其 2021 年 0.90 倍 PB 目标估值，对应目标价 6.11 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	5 元
目标价格	6.11 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	92,383.97
流通 A 股股本(百万股)	11,274.46
A 股总市值(百万元)	461,919.84
流通 A 股市值(百万元)	56,372.31
每股净资产(元)	6.40
资产负债率(%)	93.86
一年内最高/最低(元)	6.46/4.47

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

廖紫苑 联系人
liaoziyuan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

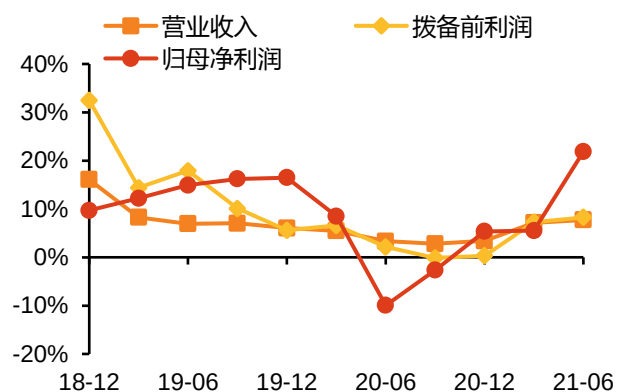
相关报告

- 1 《邮储银行-年报点评报告:核心管理层优秀，发展潜力大》 2021-05-14
- 2 《邮储银行-公司点评:牵手互联网，发力大零售，零售新龙头崛起》 2021-02-18
- 3 《邮储银行-公司点评:业绩大超预期，拨备继续增厚》 2021-01-08

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	2768	2862.02	3103.15	3353.61	3626.02
增长率（%）	6.1	3.4	8.4	8.1	8.1
归属母公司股东净利润（亿元）	609.33	641.99	709.55	791.16	888.51
增长率（%）	16.5	5.4	10.5	11.5	12.3
每股收益（元）	0.71	0.74	0.82	0.91	1.02
市盈率(P/E)	7.07	6.77	6.13	5.50	4.89
市净率(P/B)	0.93	0.85	0.74	0.67	0.62

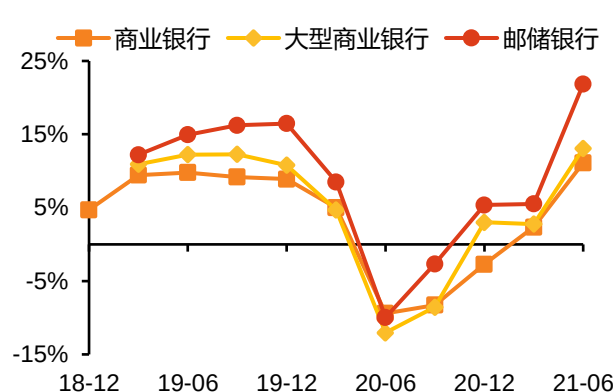
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：邮储银行营收、PPOP 及业绩同比增速



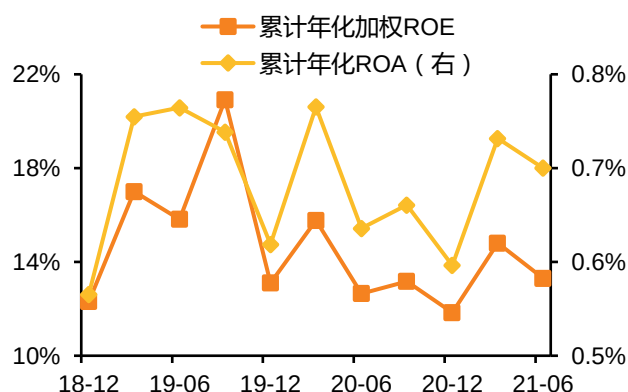
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：邮储银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平



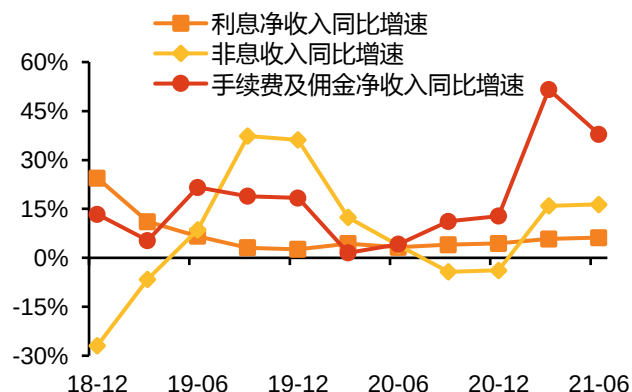
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：邮储银行累计年化加权 ROE 和 ROA



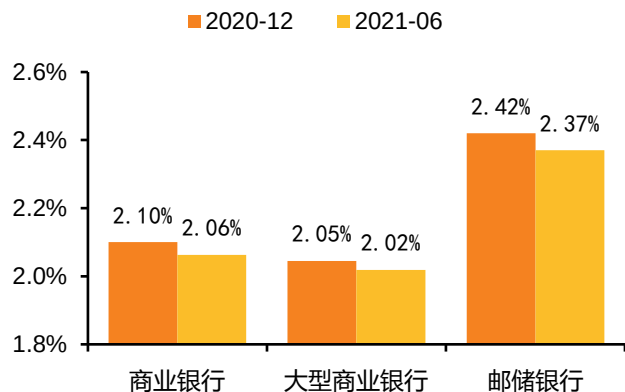
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：邮储银行利息净收入&非息收入累计同比增速



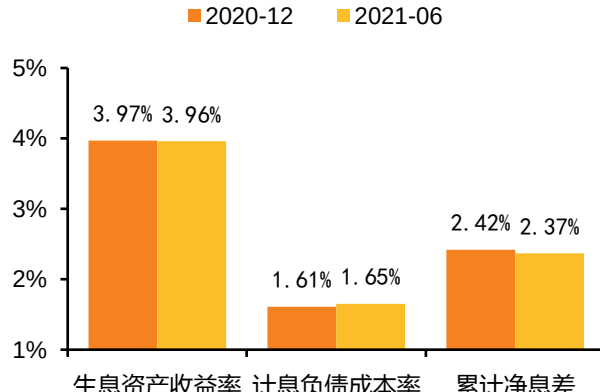
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：邮储银行累计净息差（披露值）VS. 行业平均



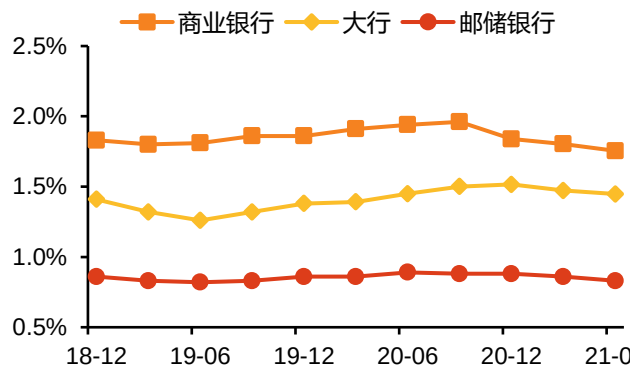
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：邮储银行累计生息资产收益率&计息负债成本率



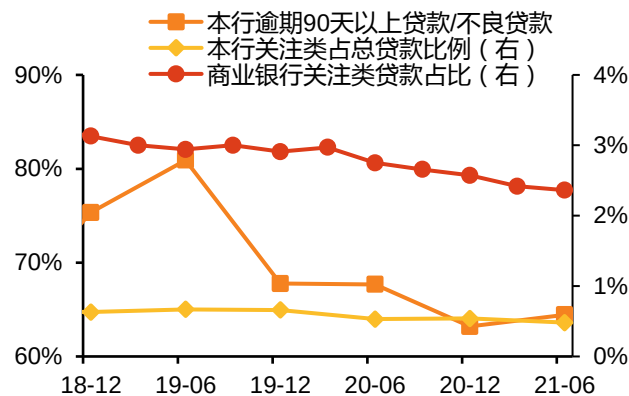
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：邮储银行不良贷款率 VS. 行业



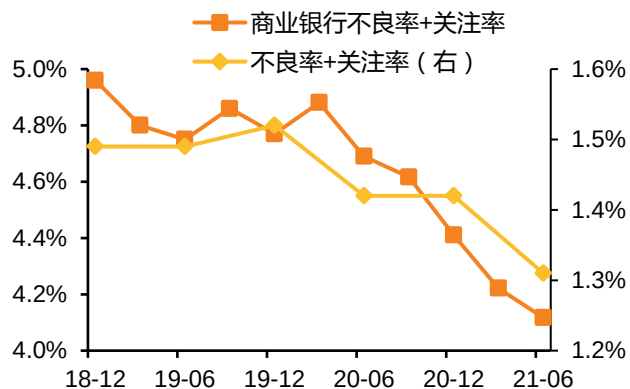
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：邮储银行关注率、逾期 90 天以上贷款/不良贷款



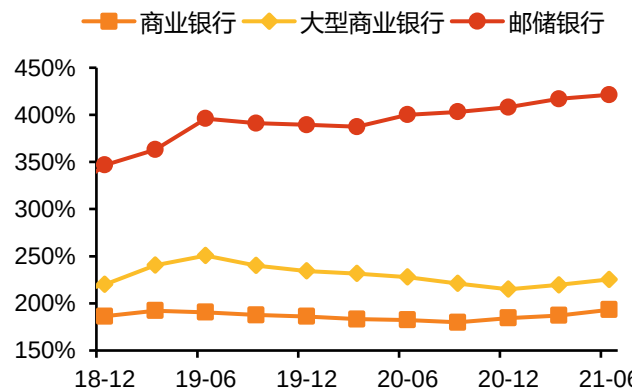
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：邮储银行不良率+关注率 VS. 行业



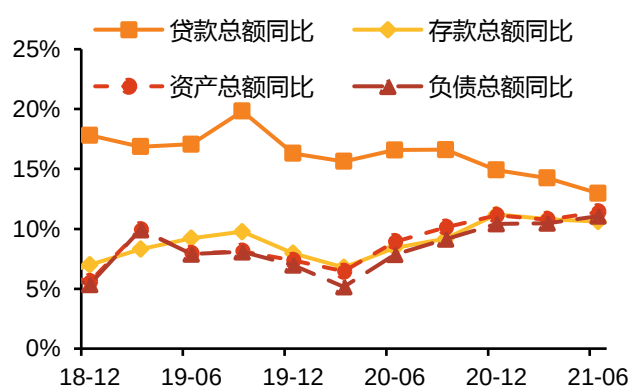
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：邮储银行拨备覆盖率 VS. 行业



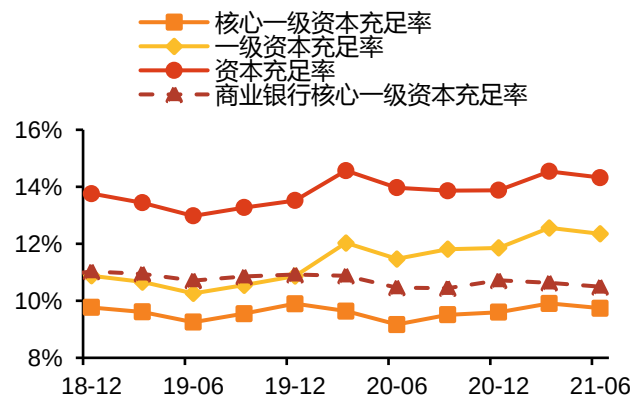
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：邮储银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 12：邮储银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长				
净利息收入	2402	2534	2750	2972	3212	净利润增速	5.4%	10.5%	11.5%	12.3%
手续费及佣金	171	165	190	218	251	拨备前利润增速	3.7%	13.3%	10.4%	10.4%
其他收入	195	163	163	163	163	税前利润增速	6.9%	14.6%	12.7%	13.6%
营业收入	2768	2862	3103	3354	3626	营业收入增速	3.4%	8.4%	8.1%	8.1%
营业税及附加	20	22	23	24	25	净利息收入增速	5.5%	8.5%	8.1%	8.1%
业务管理费	1570	1609	1684	1787	1896	手续费及佣金增速	-3.5%	15.0%	15.0%	15.0%
拨备前利润	1191	1235	1400	1546	1708	营业费用增速	2.5%	4.7%	6.1%	6.1%
计提拨备	554	554	619	666	708	规模增长				
税前利润	637	681	781	881	1000	生息资产增速	11.1%	9.0%	9.0%	9.0%
所得税	27	38	70	88	110	贷款增速	14.6%	19.6%	13.0%	12.9%
净利润	609	642	710	791	889	同业资产增速	24.0%	10.6%	30.8%	27.2%
资产负债表						证券投资增速	6.5%	-6.5%	-1.9%	-3.1%
贷款总额	49742	57163	68355	77266	87228	其他资产增速	15.7%	7.5%	7.6%	7.7%
同业资产	4454	5520	6103	7983	10152	计息负债增速	10.4%	8.3%	9.2%	9.2%
证券投资	36750	39147	36620	35925	34807	存款增速	11.2%	7.3%	9.2%	9.2%
生息资产	100833	111989	122068	133054	145029	同业负债增速	-2.7%	37.2%	9.2%	9.2%
非生息资产	1334	1544	1659	1785	1923	股东权益增速	23.5%	21.2%	7.1%	7.5%
总资产	102167	113533	123727	134839	146952	存款结构				
客户存款	93141	103580	111148	121355	132462	活期	36.37%	36.37%	36.37%	36.37%
其他计息负债	2687	2251	3438	3753	4097	定期	63.60%	63.60%	63.60%	63.60%
非计息负债	891	973	982	992	1002	其他	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
总负债	96718	106803	115568	126101	137561	贷款结构				
股东权益	5449	6729	8159	8739	9391	企业贷款(不含贴现)	33.40%	33.40%	33.40%	33.40%
每股指标						个人贷款	52.70%	52.70%	52.70%	52.70%
每股净利润(元)	0.71	0.74	0.82	0.91	1.02	资产质量				
每股拨备前利润(元)	1.29	1.34	1.52	1.67	1.85	不良贷款率	0.88%	0.83%	0.82%	0.81%
每股净资产(元)	5.37	5.89	6.78	7.41	8.12	正常	98.58%	99.51%	99.56%	99.61%
每股总资产(元)	110.59	122.89	133.93	145.96	159.07	关注	0.54%	0.49%	0.44%	0.39%
P/E	7.07	6.77	6.13	5.50	4.89	次级	0.25%			
P/PPOP	3.88	3.74	3.30	2.99	2.70	可疑	0.24%			
P/B	0.93	0.85	0.74	0.67	0.62	损失	0.39%			
P/A	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03	拨备覆盖率	408.06%	437.24%	450.45%	457.04%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	2.50%	2.42%	2.37%	2.36%	2.35%	资本充足率	13.88%	13.55%	13.60%	13.71%
净利差(Spread)	2.39%	2.36%	2.32%	2.35%	2.31%	核心资本充足率	9.60%	10.14%	10.38%	10.67%
贷款利率	4.88%	4.75%	4.76%	4.77%	4.77%	资产负债率	94.07%	94.53%	94.50%	94.44%
存款利率	1.55%	1.59%	1.60%	2.60%	2.60%	其他数据				
生息资产收益率	3.99%	3.97%	3.95%	3.97%	3.98%	总股本(亿)	869.79	923.84	923.84	923.84
计息负债成本率	1.60%	1.61%	1.63%	1.62%	1.67%					
盈利能力										
ROAA	0.03%	0.03%	0.06%	0.07%	0.08%					
ROAE	13.21%	12.35%	12.12%	12.07%	12.39%					
拨备前利润率	1.21%	1.15%	1.18%	1.20%	1.21%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com