

# 邮储银行（601658）：净利润实现高增，资产质量持续优异

2021年8月29日

强烈推荐/维持

邮储银行 公司报告

事件：8月27日，邮储银行公布2021年半年报。

**拨备计提力度大幅减小，净利润实现较高增速。**1H21邮储银行营收、PPOP、归母净利润同比分别增7.7%、8.2%、21.8%。盈利归因来看，净利润增长的最大正向贡献来自拨备计提。得益于优异的资产质量，邮储银行上半年拨备计提回归常态；1H21计提信用减值损失294.6亿，同比下降12.3%。其中，贷款减值损失158.9亿，同比少提178.7亿；非信贷资产减值损失135.7亿，同比多提137.4亿，对金融投资的拨备计提力度有所加大。

- 收入端拆分：规模、非息正向贡献，息差有所拖累。(1)净利息收入同比增6.2%，主要是规模驱动，生息资产同比增13.0%；而息差同比下降8BP至2.37%，有所拖累。(2)净非息收入同比增16.4%。其中，净手续费及佣金收入同比增37.9%，主要得益于代理业务收入的增长（同比+126.53%），占总手续费收入的41.4%（占比同比提升14.6pct）。
- 费用端：管理费用同比增7.2%，成本收入比同比下降。上半年公司成本收入比51.5%，同比下降0.25pct；剔除储蓄代理费的成本收入比为24%，与去年同期基本持平，处于同业平均水平。

**净息差较去年收窄，但仍保持同业领先。**邮储银行1H21净息差为2.37%，较2020年收窄5BP。其中：(1)生息资产收益率3.96%，较2020年下降1BP；贷款收益率4.72%，较2020年下降3BP。在上半年来市场流动性充裕、可比同业资产收益率普遍下行的情况下，邮储银行资产端收益率总体保持平稳，主要受益于资产结构优化。信贷资产占比、个人贷款占比、中长期贷款较上年末分别提高0.34pct、0.54pct、0.33pct。(2)计息负债付息率1.65%，较2020年上升4BP；存款付息率1.64%，较2020年上升5BP；主要是个人定期存款付息率上升所致，或与行业存款竞争日趋激烈有关。

展望下半年，国内经济复苏存在压力，货币政策稳中趋松、推动实体融资成本趋稳的政策目标清晰；同时，行业存款竞争依然激烈，预计下半年商业银行仍面临息差收窄压力。但考虑到公司持续优化资产负债结构，资产端持续向信贷、零售信贷倾斜，负债端压降长期限高息存款，判断公司全年息差有望趋稳。

**资产质量保持优异，拨备覆盖率进一步提高。**6月末，邮储银行不良贷款率0.83%，较年初下降5BP，存量不良进一步出清；上半年不良生成率仅为0.28%。关注率为0.48%，较年初下降6BP，潜在不良压力减小。拨备覆盖率421.3%，较年初提高13.27pct；风险抵补能力充足。

## 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，有望带动息差趋稳。**邮储银行贷款业务起步较晚，贷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、贷存比的提升，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，相较于其他国有大行具有较高成长性。在“自营+代理”运营模式下，渠道深度下沉、客户基础扎实、负债优势稳固；资产端结构优化和挖掘空间较大，有望通过结构调整稳定资产价格，并且资产质量扎实，拨备释放空间较大。我们预计2021/2022年归母净利润同比增长17.7%、15.0%，对应BVPS分别为6.85、7.54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倍2021年PB，对应目标价6.25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。

## 公司简介：

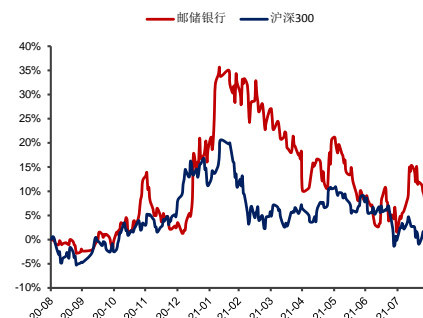
邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务，并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。本行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力，是中国领先的大型零售商业银行。面对中国经济社会发展大有可为的战略机遇期，本行将深入贯彻新发展理念，全面深化改革创新，加快推进“特色化、综合化、轻型化、数字化、集约化”转型发展，持续提升服务实体经济质效，着力提高服务客户能力，努力建设成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售商业银行。

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)	6.27-4.68
总市值(亿元)	4,530.96
自由流通市值(亿元)	518.45
总股本/流通A股(万股)	9,238,397/1,127,446
流通B股/H股(万股)	/1,985,616.70
52周日均换手率	1.41

## 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

## 分析师：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

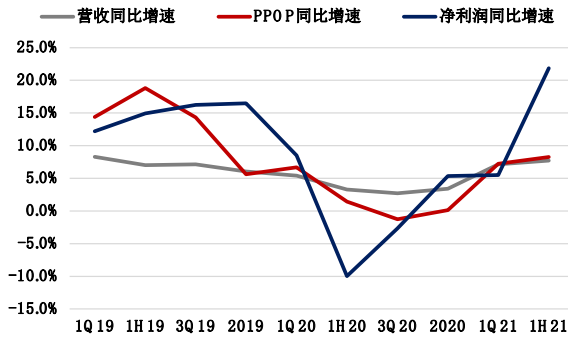
## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2768	2862	3121	3375	3682
增长率(%)	6.1	3.4	9.0	8.2	9.1
净利润(亿元)	609	642	755	869	1006
增长率(%)	16.5	5.4	17.7	15.0	15.8
净资产收益率(%)	13.21%	12.35%	13.26%	13.89%	14.58%
每股收益(元)	0.71	0.74	0.87	1.00	1.16
PE	7.07	6.77	5.76	5.00	4.32
PB	0.87	0.80	0.73	0.66	0.60

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

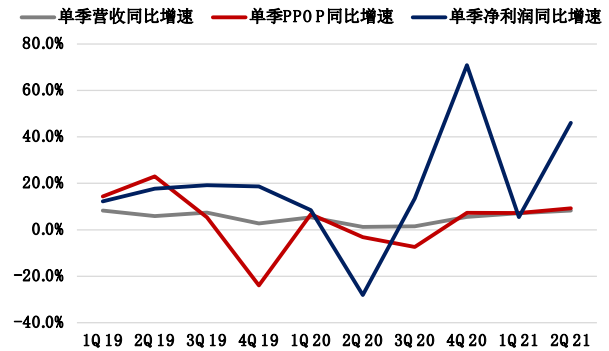


图 1: 邮储银行 1H21 净利润同比增 21.8%



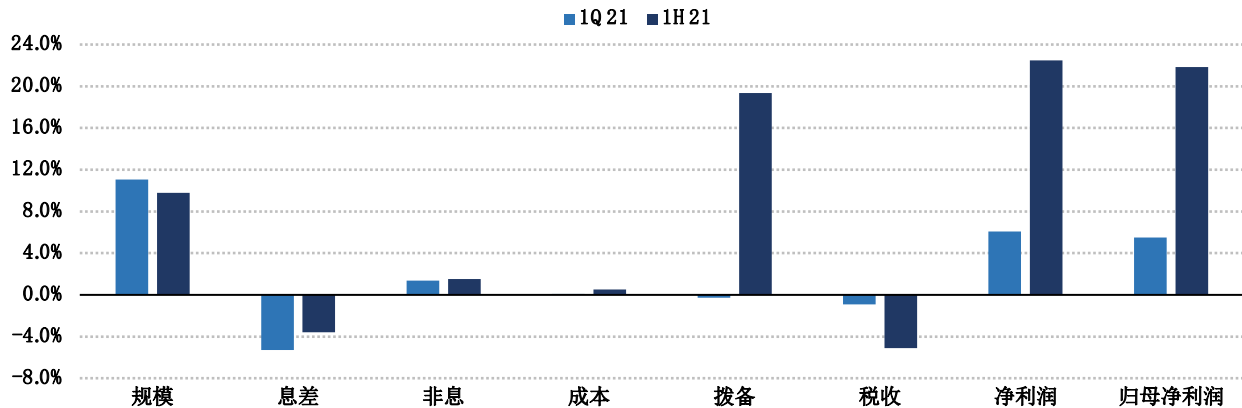
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 邮储银行 2Q20 净利润同比增 46%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 邮储银行 1Q21、1H21 业绩拆分



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

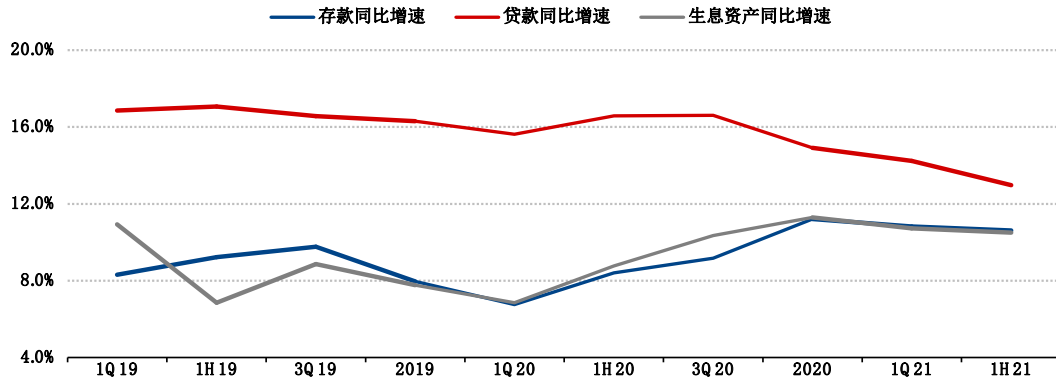
表 1: 邮储银行业绩拆分 (累积同比)

表 2: 邮储银行业绩拆分 (单季环比)

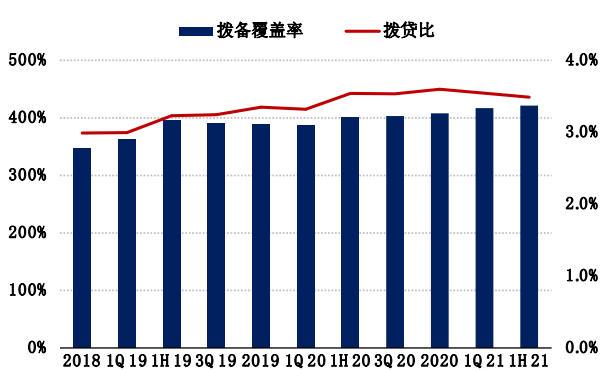
	1H20	3Q20	2020	1Q21	1H21		2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
规模	8.7%	10.3%	11.6%	11.1%	9.8%	规模	7.8%	9.6%	10.8%	11.0%	10.6%
息差	-4.3%	-6.3%	-7.2%	-5.3%	-3.6%	息差	-4.4%	-6.4%	-5.4%	-5.2%	-4.0%
非息	-1.2%	-1.3%	-1.0%	1.4%	1.5%	非息	-2.1%	-1.6%	0.1%	1.4%	1.7%
成本	-1.8%	-4.0%	-3.3%	0.1%	0.5%	成本	-4.4%	-8.9%	1.7%	0.1%	0.9%
拨备	-13.6%	-2.3%	8.5%	-0.3%	19.3%	拨备	-31.2%	23.3%	209.4%	-0.3%	53.8%
税收	2.2%	0.9%	-3.2%	-0.9%	-5.1%	税收	6.3%	-2.3%	-146.0%	-0.9%	-16.2%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

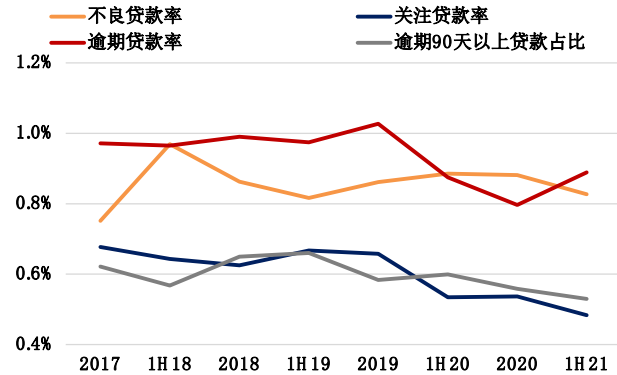
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 4: 邮储银行 2021 年上半年生息资产平稳增长**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 5: 邮储银行拨备覆盖率较年初提升 13.3pct 至 421.3%**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 6: 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

附表：公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>利润表 (亿元)</b>											
净利息收入	2427	2534	2743	2941	3204	<b>收入增长</b>					
手续费及佣金	146	165	206	268	348	净利润增速	16.5%	5.4%	17.7%	15.0%	15.8%
其他收入	195	163	171	166	129	拨备前利润增速	5.6%	0.1%	12.9%	11.0%	11.7%
营业收入	2768	2862	3121	3375	3682	税前利润增速	19.2%	6.9%	16.9%	15.1%	15.8%
营业税及附加	(20)	(22)	(28)	(30)	(33)	营业收入增速	6.1%	3.4%	9.0%	8.2%	9.1%
业务管理费	(1566)	(1656)	(1756)	(1861)	(1992)	净利息收入增速	3.7%	4.4%	8.3%	7.2%	8.9%
拨备前利润	1182	1184	1337	1484	1657	手续费及佣金增速	1.3%	12.8%	25.0%	30.0%	30.0%
计提拨备	(554)	(504)	(542)	(569)	(598)	营业费用增速	6.4%	5.8%	6.0%	6.0%	7.0%
税前利润	637	681	797	917	1061						
所得税	(27)	(38)	(40)	(46)	(53)	<b>规模增长</b>					
归母净利润	609	642	755	869	1006	生息资产增速	7.8%	11.8%	6.4%	8.9%	9.0%
<b>资产负债表 (亿元)</b>											
贷款总额	49742	57163	64022	71065	78882	贷款增速	16.3%	14.9%	12.0%	11.0%	11.0%
同业资产	5788	7064	7064	7770	8547	同业资产增速	-25.4%	22.0%	0.0%	10.0%	10.0%
证券投资	36750	39147	39929	41926	44022	证券投资增速	8.6%	6.5%	2.0%	5.0%	5.0%
生息资产	103389	115572	122970	133911	145916	其他资产增速	-11.4%	-100.0	#DIV/0	35.9%	32.9%
非生息资产	439	0	3531	4818	6419	计息负债增速	7.0%	10.2%	9.9%	9.8%	9.9%
总资产	102167	113533	124713	137032	150644	存款增速	8.0%	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
客户存款	93141	103580	113938	125332	137865	同业负债增速	-31.0%	-17.4%	2.0%	0.0%	0.0%
其他计息负债	2687	1998	2055	2085	2117	股东权益增速	14.6%	23.5%	8.5%	8.2%	8.8%
非计息负债	891	1225	1470	1765	2118						
总负债	96718	106803	117464	129182	142100	<b>存款结构</b>					
股东权益	5449	6729	7249	7850	8544	活期	37.3%	36.4%	36.37%	36.37%	36.37%
<b>每股指标</b>											
每股净利润(元)	0.71	0.74	0.87	1.00	1.16	定期	62.7%	63.6%	63.60%	63.60%	63.60%
每股拨备前利润(元)	1.37	1.36	1.54	1.71	1.90	其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
每股净资产(元)	5.75	6.25	6.85	7.54	8.33	<b>贷款结构</b>					
每股总资产(元)	118.52	130.53	143.38	157.55	173.20	企业贷款(不含贴)	35.0%	34.6%	34.60%	34.60%	34.60%
P/E	7.07	6.77	5.76	5.00	4.32	个人贷款	55.3%	56.9%	56.92%	56.92%	56.92%
P/PPOP	3.65	3.67	3.25	2.93	2.62	<b>贷款质量</b>					
P/B	0.87	0.80	0.73	0.66	0.60	不良贷款率	0.86%	0.88%	0.67%	0.57%	0.52%
P/A	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	正常	98.48%	98.58%	99.51%	99.56%	99.61%
<b>利率指标</b>											
净息差(NIM)	2.53%	2.42%	2.30%	2.29%	2.29%	关注	0.66%	0.54%	0.49%	0.44%	0.39%
净利差(Spread)	2.48%	2.36%	2.46%	2.56%	2.66%	次级	0.30%	0.25%			
贷款利率	4.88%	4.75%	4.90%	5.05%	5.20%	可疑	0.13%	0.24%			
存款利率	1.55%	1.59%	1.64%	1.69%	1.74%	损失	0.43%	0.39%			
生息资产收益率	4.07%	3.97%	4.12%	4.27%	4.42%	拨备覆盖率	387.74%	404.82	418.49	418.63%	416.21%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.66%	1.71%	1.76%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.62%	0.60%	0.64%	0.67%	0.70%	<b>资本状况</b>					
ROAE	13.21%	12.35%	13.26%	13.89%	14.58%	资本充足率	13.52%	13.88%	13.03%	12.29%	11.65%
拨备前利润率	1.20%	1.10%	1.12%	1.13%	1.15%	核心一级资本充足	9.90%	9.60%	9.26%	8.98%	8.74%
<b>其他数据</b>											
						资产负债率	94.67%	94.07%	94.15%	94.23%	94.29%
						总股本(亿)	862.03	869.79	923.84	923.84	923.84

资料来源：公司财报、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。

### 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