

邮储银行(601658)

大超预期，不良双降

——邮储银行2021年半年报点评

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

报告导读

盈利大超预期，战略方向明确，新任行长到来有望催化战略执行。

投资要点

□ 数据概览

21H1 邮储银行归母净利润同比+21.8%，增速环比+16.3pc；营收同比+7.7%，增速环比+0.6pc；ROE 13.3%，同比+0.7pc，ROA 0.71%，同比+7bp；不良率 0.83%，环比-3bp；拨备覆盖率 421%，环比+4pc。

□ 核心观点

1、**盈利大超预期。**邮储银行 21H1 净利润同比+22%，增速环比+16pc，大超市场预期，归因减值拖累改善。21H1 邮储资产减值损失同比-12%（21Q1 同比+8%）。展望未来，不良优中向好和财富战略推进，有望继续支撑盈利快速增长。

2、**战略方向明确。**半年报中，邮储银行披露“123456”战略方针，提出发力普惠金融、财富金融、产业金融、绿色金融四大领域，战略方向进一步明确。且随着刘建军行长的到任，战略执行有望得到催化，未来战略成效值得期待。

2021 年上半年，邮储的财富战略已取得亮眼成绩。21H1 AUM 同比+12%，增速较 20A 提升 2pc。代理收入同比高增 127%，拉动中收同比增长 38%。

3、**资产质量优异。**21H1 不良双降，不良额环比-0.1%，不良率环比-3bp 至 0.83%，关注率较年初-6bp 至 0.48%，资产质量保持行业领先。逾期率有所波动，逾期率较年初+9bp 至 0.89%，判断是一次性扰动，后续资产质量将继续优中向好。

4、**息差环比下降。**21Q2 息差（期初期末）环比-8bp 至 2.18%，资负两端均有压力。①**资产端**，21Q2 收益率环比-4bp，归因贷款利率下行。21H1 贷款利率较 20H2 -7bp。②**负债端**，21Q2 成本率环比+4bp，归因存款占比下降。21H1 存款环比+1%，增速较总负债慢 1pc。注意到，21H1 定期存款较 20A 增长 9%，增速较存款快 4pc，一年期以内定期存款为主要增长点（较年初约+16%）。因定期存款储蓄代理费率低（活期 2.30%，一年期 1.08%），定期存款占比提升对盈利影响中性。如将储蓄代理费计为存款成本，21H1 存款成本率与 20H2 持平。

□ 盈利预测及估值

邮储银行盈利大超预期，战略方向明确，资产质量优异。预计 2021-2023 年邮储银行归母净利润同比增长 19.99%/15.29%/15.09%，对应 BPS 6.82/7.32/8.27 元。维持目标价 7.00 元，对应 2021 年 PB 1.0 倍。现价对应 2021 年 PB 0.73 倍，现价空间 40%，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	307,619	340,697	380,705
(+/-)	3.39%	7.48%	10.75%	11.74%
净利润	64,199	77,034	88,812	102,213
(+/-)	5.36%	19.99%	15.29%	15.09%
每股净资产(元)	6.25	6.82	7.32	8.27
P/B	0.80	0.73	0.68	0.60

评级

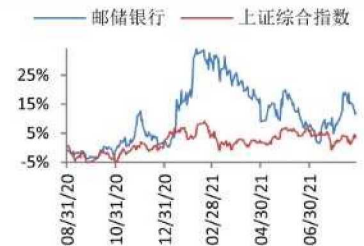
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 5.00

单季度业绩

元/股

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



公司简介

相关报告

- 1《财富收入高增，资产质量优异——邮储银行 2021 年一季报点评》2021.05.31
- 2《业绩超预期，成长性凸显——邮储银行 2020 年财报点评》2021.03.30
- 3《大股东溢价“包揽”——邮储银行定增点评》2020.11.30
- 4《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

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

表 1: 邮储银行 2021 年半年报业绩概览

维度	单位: 百万元	20H1	21Q1	21H1	环比变化	同比变化	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	QoQ
利润指标	ROE (年化)	12.7%	14.8%	13.3%	-1.5pc	0.7pc	6.8%	13.4%	5.3%	11.9%	7.8%	-4.2pc
	ROA (年化)	0.64%	0.73%	0.71%	-2bp	7bp	0.50%	0.69%	0.40%	0.73%	0.66%	-7bp
	拨备前利润	69,821	36,552	75,213		7.7%	35,727	28,122	20,610	36,552	38,661	5.8%
	同比增速	2.0%	7.2%	7.7%	0.5pc	5.8pc	-2.2%	-7.3%	1.4%	7.2%	8.2%	1.0pc
	归母净利润	33,658	21,201	41,010		21.8%	13,564	19,186	11,355	21,201	19,809	-6.6%
	同比增速	-10.0%	5.5%	21.8%	16.3pc	31.8pc	-28.1%	13.5%	70.9%	5.5%	46.0%	40.5pc
	EPS (未年化)	0.36	0.24	0.40		11.5%	0.16	0.22	0.13	0.23	0.21	-6.6%
BVPS (未年化)	5.90	6.41	6.40	-0.1%	8.5%	5.90	6.09	6.25	6.41	6.40	-0.1%	
收入拆分	营业收入	146,346	77,330	157,653		7.7%	74,175	69,917	69,939	77,330	80,323	3.9%
	同比增速	3.3%	7.1%	7.73%	0.6pc	4.4pc	1.4%	1.7%	5.3%	7.7%	8.3%	1.1pc
	利息净收入	124,392	66,014	132,096		6.2%	61,982	62,011	66,975	66,014	66,082	0.1%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	10,734,233	11,702,076	11,916,209	1.8%	11.0%	10,925,256	11,093,774	11,288,418	11,702,076	12,130,342	3.7%
	净息差 (日均余额口径)	2.45%	2.40%	2.37%	n.a	-8bp	n.a	n.a	2.38%	2.40%	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	2.32%	2.26%	2.22%	n.a	-10bp	2.27%	2.24%	n.a	2.26%	2.18%	-8bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.78%	3.73%	3.71%	-2bp	-7bp	3.76%	3.74%	n.a	3.73%	3.69%	-4bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.57%	1.59%	1.61%	2bp	4bp	1.60%	1.62%	1.63%	1.59%	1.63%	4bp
	非利息净收入	21,954	11,316	25,557		16.4%	12,193	7,906	n.a	11,316	14,241	n.a
	手续费净收入	8,290	6,510	11,429		37.9%	3,996	6,662	n.a	6,510	4,919	-24.4%
	其他非息收入	13,664	4,806	14,128		3.4%	8,197	1,244	1,421	4,806	9,322	94.0%
	业务及管理费	75,754	40,155	81,203		7.2%	38,245	41,324	48,571	40,155	41,048	2.2%
	成本收入比	51.76%	51.93%	51.51%	-0.4pc	-0.3pc	51.56%	59.10%	69.45%	51.93%	51.10%	-0.8pc
	资产减值损失	33,594	12,328	29,462		-12.3%	22,162	6,979	9,844	12,328	17,134	39.0%
	贷款减值损失	33,760	12,328	15,886		-52.9%	22,272	7,013	11,604	12,328	3,558	-71.1%
	信用成本	1.29%	0.84%	0.53%	-31bp	-76bp	1.66%	0.50%	0.82%	0.84%	0.23%	-61bp
	所得税费用	2,554	2,897	4,507		76.5%	-3	1,921	-657	2,897	1,610	-44.4%
有效税率	7.05%	11.96%	9.85%	-2.1pc	2.8pc	-0.02%	9.09%	-6.10%	11.96%	7.48%	-4.5pc	
规模增长	总资产	10,966,186	11,961,876	12,217,051	2.1%	11.4%	10,966,186	11,133,942	11,353,263	11,961,876	12,217,051	2.1%
	生息资产余额	11,013,515	12,001,347	12,259,337	2.1%	11.3%	11,013,515	11,174,032	11,402,804	12,001,347	12,259,337	2.1%
	贷款总额	5,481,104	5,988,748	6,192,400	3.4%	13.0%	5,481,104	5,652,101	5,716,258	5,988,748	6,192,400	3.4%
	对公贷款	2,442,683	2,546,605	2,634,454	3.4%	7.9%	2,442,683	2,458,105	2,462,365	2,546,605	2,634,454	3.4%
	个人贷款	3,038,421	3,442,143	3,557,946	3.4%	17.1%	3,038,421	3,193,996	3,253,893	3,442,143	3,557,946	3.4%
	同业资产	442,150	606,745	735,154	21.2%	66.3%	442,150	366,593	552,034	606,745	735,154	21.2%
	金融投资	3,960,416	4,152,781	4,082,168	-1.7%	3.1%	3,960,416	3,998,805	3,914,650	4,152,781	4,082,168	-1.7%
	存放央行	1,129,845	1,253,073	1,249,615	-0.3%	10.6%	1,129,845	1,156,533	1,219,862	1,253,073	1,249,615	-0.3%
	总负债	10,324,470	11,210,895	11,466,666	2.3%	11.1%	10,324,470	10,475,700	10,680,333	11,210,895	11,466,666	2.3%
	付息负债余额	10,237,580	11,110,935	11,353,405	2.2%	10.9%	10,237,580	10,378,427	10,583,080	11,110,935	11,353,405	2.2%
	吸收存款	9,866,583	10,819,275	10,913,567	0.9%	10.6%	9,866,583	10,006,331	10,358,029	10,819,275	10,913,567	0.9%
	企业活期	868,686	n.a	951,277	n.a	9.5%	868,686	n.a	874,155	n.a	951,277	n.a
	个人活期	2,621,805	n.a	2,767,538	n.a	5.6%	2,621,805	n.a	2,893,163	n.a	2,767,538	n.a
	企业定期	389,688	n.a	402,583	n.a	3.3%	389,688	n.a	385,694	n.a	402,583	n.a
	个人定期	5,982,586	n.a	6,788,049	n.a	13.5%	5,982,586	n.a	6,202,401	n.a	6,788,049	n.a
	同业负债	237,153	208,840	362,578	73.6%	52.9%	237,153	250,968	141,789	208,840	362,578	73.6%
	发行债券	123,123	57,569	56,309	-2.2%	-54.3%	123,123	97,696	57,974	57,569	56,309	-2.2%
向央行借款	10,721	25,251	20,951	-17.0%	95.4%	10,721	23,432	25,288	25,251	20,951	-17.0%	
所有者权益	640,689	749,724	749,055	-0.1%	16.9%	640,689	657,179	671,799	749,724	749,055	-0.1%	
总股本	86,979	92,384	92,384	0.0%	6.2%	86,979	86,979	86,979	92,384	92,384	0.0%	
资产质量	不良贷款	48,531	51,235	51,203	-0.1%	5.5%	48,531	49,762	50,367	51,235	51,203	-0.1%
	不良率	0.89%	0.86%	0.83%	-3bp	-6bp	0.89%	0.88%	0.88%	0.86%	0.83%	-3bp
	关注贷款	29,280	n.a	29,846	n.a	1.9%	29,280	29,391	30,566	n.a	29,846	n.a
	关注率	0.53%	n.a	0.48%	n.a	-5bp	0.53%	0.52%	0.54%	n.a	0.48%	n.a
	逾期贷款	47,966	n.a	54,879	n.a	14.4%	47,966	47,478	45,379	n.a	54,879	n.a
	逾期率	0.88%	n.a	0.89%	n.a	1bp	0.88%	0.84%	0.80%	n.a	0.89%	n.a
	不良生成率	11,787	5,760	6,401	11.1%	-45.7%	5,907	1,612	10,534	5,760	641	-88.9%
	不良生成率	0.47%	0.40%	0.22%	-18bp	-25bp	0.45%	0.12%	0.75%	0.40%	0.04%	-36bp
	核销转出额	6,100	4,892	5,565	13.8%	-8.8%	2,494	381	9,929	4,892	673	-86.2%
	核销转出率	28.48%	38.85%	22.10%	-16.8pc	-6.4pc	22.11%	3.14%	79.81%	38.85%	5.26%	-33.6pc
	逾期90+偏离度	67.7%	n.a	64.4%	n.a	-3.2pc	67.7%	n.a	63.2%	n.a	64.4%	n.a
拨备覆盖率	400.1%	417%	421%	4.4pc	21.2pc	400.1%	403.2%	408.1%	417.0%	421.3%	4.4pc	
拨贷比	3.54%	3.57%	3.49%	-7bp	-5bp	3.54%	3.55%	3.60%	3.57%	3.49%	-7bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.17%	9.91%	9.74%	-17bp	57bp	9.17%	9.51%	9.60%	9.91%	9.74%	-17bp
	一级资本充足率	11.47%	12.56%	12.35%	-21bp	88bp	11.47%	11.81%	11.86%	12.56%	12.35%	-21bp
	资本充足率	13.97%	14.54%	14.32%	-22bp	35bp	13.97%	13.86%	13.88%	14.54%	14.32%	-22bp

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。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
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	1,333,700	1,467,070	1,613,777	净利息收入	253,378	267,389	294,217	326,905
同业资产	552,034	579,636	608,617	639,048	净手续费收入	16,495	22,268	26,722	32,066
贷款总额	5,716,258	6,573,697	7,427,080	8,391,247	其他非息收入	-192	17,962	19,758	21,734
贷款减值准备	-203,897	-227,063	-257,455	-289,055	营业收入	292,673	307,619	340,697	380,705
贷款净额	5,512,361	6,346,634	7,169,624	8,102,192	税金及附加	-2,149	-2,533	-2,871	-3,260
证券投资	3,914,650	4,220,180	4,447,933	4,709,029	业务及管理费	-158,044	-166,114	-183,976	-205,581
其他资产	154,356	164,379	180,357	198,412	营业外净收入	800	400	400	400
资产合计	11,353,263	12,644,529	13,873,602	15,262,458	拨备前利润	118,553	139,372	154,249	172,265
同业负债	167,077	179,838	193,748	208,909	资产减值损失	-50,417	-55,640	-57,714	-61,164
存款余额	10,358,029	11,497,412	12,647,153	13,911,869	税前利润	68,136	83,732	96,535	111,101
应付债券	57,974	59,738	67,236	75,675	所得税	-3,818	-6,699	-7,723	-8,888
其他负债	97,253	118,555	130,385	143,399	税后利润	64,318	77,034	88,812	102,213
负债合计	10,680,333	11,855,544	13,038,522	14,339,851	归属母公司净利润	64,199	77,034	88,812	102,213
股东权益合计	672,930	788,985	835,080	922,607	归属母公司普通股股东净利润	61,615	74,533	86,311	99,712
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	4.41%	5.53%	10.03%	11.11%	不良贷款余额	50,367	53,877	58,621	64,881
手续费净增速	12.80%	35.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	0.48%	0.22%	0.40%	0.40%
非息净收入增速	-3.81%	22.56%	15.54%	15.75%	不良贷款率	0.88%	0.82%	0.79%	0.77%
拨备前利润增速	-0.49%	17.56%	10.67%	11.68%	拨备覆盖率	408%	421%	439%	446%
归属母公司净利润增速	5.36%	19.99%	15.29%	15.09%	拨贷比	3.60%	3.45%	3.47%	3.44%
盈利能力					流动性				
ROAE	11.85%	12.70%	13.22%	13.85%	贷存比	55.19%	57.18%	58.73%	60.32%
ROAA	0.60%	0.64%	0.67%	0.70%	贷款/总资产	50.35%	51.99%	53.53%	54.98%
RORWA	1.21%	1.26%	1.26%	1.27%	平均生息资产/平均总资产	100.38%	100.47%	100.53%	100.58%
生息率	3.80%	3.70%	3.73%	3.75%	每股指标(元)				
付息率	1.60%	1.63%	1.64%	1.64%	EPS	0.71	0.81	0.93	1.08
净利差	2.20%	2.07%	2.08%	2.10%	BVPS	6.25	6.82	7.32	8.27
净息差	2.31%	2.22%	2.21%	2.23%	每股股利	0.21	0.25	0.29	0.33
成本收入比	57.88%	54.00%	54.00%	54.00%	估值指标				
资本状况					P/E	7.06	6.15	5.35	4.63
资本充足率	13.88%	13.87%	12.94%	12.52%	P/B	0.80	0.73	0.68	0.60
核心资本充足率	11.86%	11.96%	11.11%	10.76%	P/POP	3.67	3.31	2.99	2.68
风险加权系数	49.78%	52.00%	54.00%	56.00%	股息收益率	4.17%	5.00%	5.77%	6.64%
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“本公司”）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>