

邮储银行(601658)

零售大行成长性再验证

——邮储银行2021年三季度报点评

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

报告导读

盈利增速超预期，零售大行成长性再次得到印证。

投资要点

□ 数据概览

21Q1-3 邮储银行归母净利润同比+22.1%，增速环比+0.2pc；营收同比+10.2%，增速环比+2.5pc；ROE 13.7%，同比+0.5pc，ROA 0.74%，同比+8bp；不良率 0.82%，环比-1bp，拨备覆盖率 423%，环比+1.4pc。

□ 核心观点

- 1、盈利加速超出预期。**21Q1-3 净利润同比+22.1%，在 21H1 超高增速和去年同期低基数效应消退的基础上，利润增速继续加速 0.2pc 殊为不易，大超预期。营收同比+10.2%，较 21H1 也加速 2.5pc，主要得益于投资收益的低基数效应。
- 2、财富管理战略升级。**21Q1-3 中收同比增长 32.6%，增速较 21H1 略有放缓，主要是低基数效应消退。中收整体快增，背后是代理、信用卡、支付结算等快速增长。尤其是财富业务，VIP 客户超 4000 万户，财富客户 346 万户，较年初增长 21%。未来财富业务有望成为重要增长极。
- 3、经营效率提升显著。**21Q1-3 成本收入比 53.2%，同比-0.9pc。随着新一代分布式核心系统运维平台投产上线，邮储银行未来经营效率还有很大提升空间。
- 4、资产质量优中更优。**21Q3 不良率环比-1bp 至 0.82%，关注率环比-3bp 至 0.45%。截至 21H1 邮储银行对公房地产贷款占比仅为 2%，地产风险上升对其冲击非常有限；零售贷款风险分散且稳定。预计未来资产质量仍然将保持优异。21Q3 拨备覆盖率继续环比增厚 1pc 至 423%，风险抵补能力非常充足。

□ 盈利预测及估值

盈利超预期，财富战略升级，资产质量优中更优。预计 2021-2023 年归母净利润同比增长 20.09%/15.10%/15.37%，对应 BPS 6.88/7.38/8.32 元股。现价对应 PB 估值 0.78/0.72/0.64 倍。维持目标价 7.00 元，对应 2021 年 PB 1.0x，现价对应 2021 年 PB 0.78x，现价空间 31%。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅爆发。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	286,202	317,762	353,759	395,288
(+/-)	3.39%	11.03%	11.33%	11.74%
归母净利润	64,199	77,098	88,738	102,378
(+/-)	5.36%	20.09%	15.10%	15.37%
每股净资产(元)	6.25	6.88	7.38	8.32
P/B	0.85	0.78	0.72	0.64

评级

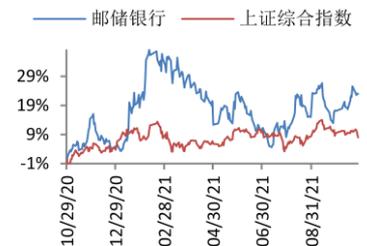
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥5.34

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.26
2Q/2021	0.22
1Q/2021	0.23
4Q/2020	0.13



公司简介

相关报告

- 1 《大超预期，不良双降——邮储银行 2021 年半年报点评》2021.08.29
- 2 《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
- 3 《业绩超预期，成长性凸显——邮储银行 2020 年财报点评》2021.03.30
- 4 《大股东溢价“包揽”——邮储银行定增点评》2020.11.30
- 5 《利润和资产质量双双超预期——邮储银行 2020 年三季度报点评》2020.10.30

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

表 1：邮储银行 2021 年三季度业绩概览

维度	单位: 百万元	20Q1-3	21H1	21Q1-3	环比变化	同比变化	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	13.2%	13.3%	13.7%	0.4pc	0.5pc	13.4%	5.3%	11.9%	7.8%	15.1%	7.3pc
	ROA (年化)	0.66%	0.71%	0.74%	3bp	8bp	0.69%	0.40%	0.73%	0.66%	0.77%	11bp
	拨备前利润	97,943	75,213	109,631		11.9%	28,122	20,610	36,552	38,661	34,418	-11.0%
	同比增速	-0.9%	7.7%	11.9%	4.2pc	12.8pc	-7.3%	1.4%	7.2%	8.2%	22.4%	14.2pc
	归母净利润	52,844	41,010	64,507		22.1%	19,186	11,355	21,201	19,809	23,497	18.6%
	同比增速	-2.7%	21.8%	22.1%	0.2pc	24.7pc	13.5%	70.9%	5.5%	46.0%	22.5%	-23.6pc
	EPS (未年化)	0.65	0.40	0.65		-0.2%	0.22	0.13	0.23	0.21	0.25	18.6%
	BVPS (未年化)	6.09	6.40	6.71	4.8%	10.3%	6.09	6.25	6.41	6.40	6.71	4.8%
收入拆分	营业收入	216,263	157,653	238,358		10.2%	69,917	69,939	77,330	80,323	80,705	0.5%
	同比增速	2.8%	7.7%	10.22%	2.5pc	7.4pc	1.7%	5.3%	7.1%	8.3%	15.4%	7.1pc
	利息净收入	188,649	132,096	200,890		6.5%	64,257	64,729	66,014	66,082	68,794	4.1%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	10,854,080	11,916,209	12,033,564	1.0%	10.9%	11,093,774	11,288,418	11,702,076	12,130,342	12,268,273	1.1%
	净息差 (日均余额口径)	2.40%	2.37%	2.37%	n.a	-3bp	n.a	2.38%	n.a	n.a	n.a	n.a
	净息差 (期初期末口径)	2.32%	2.22%	2.23%	n.a	-9bp	2.32%	n.a	2.26%	2.18%	2.24%	6bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.79%	3.71%	3.72%	1bp	-7bp	3.82%	n.a	3.73%	3.69%	3.74%	5bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.59%	1.61%	1.61%	0bp	3bp	1.62%	1.63%	1.59%	1.63%	1.62%	-1bp
	非利息净收入	27,614	25,557	37,468		35.7%	5,660	n.a	11,316	14,241	11,911	n.a
	手续费净收入	12,706	11,429	16,849		32.6%	4,416	n.a	6,510	4,919	5,420	10.2%
	其他非息收入	14,908	14,128	20,619		38.3%	1,244	1,421	4,806	9,322	6,491	-30.4%
	业务及管理费	117,078	81,203	126,825		8.3%	41,324	48,571	40,155	41,048	45,622	11.1%
	成本收入比	54.14%	51.51%	53.21%	1.7pc	-0.9pc	59.10%	69.45%	51.93%	51.10%	56.53%	5.4pc
	资产减值损失	40,573	29,462	37,294		-8.1%	6,979	9,844	12,328	17,134	7,832	-54.3%
	贷款减值损失	40,773	15,886	20,109		-50.7%	7,013	11,604	12,328	3,558	4,223	18.7%
	信用成本	1.02%	0.53%	0.44%	-9bp	-58bp	0.50%	0.84%	0.84%	0.23%	0.27%	4bp
	所得税费用	4,475	4,507	7,512		67.9%	1,921	-657	2,897	1,610	3,005	86.6%
有效税率	7.80%	9.85%	10.38%	0.5pc	2.6pc	9.09%	-6.10%	11.96%	7.48%	11.30%	3.8pc	
规模增长	总资产	11,133,942	12,217,051	12,221,662	0.0%	9.8%	11,133,942	11,353,263	11,961,876	12,217,051	12,221,662	0.0%
	生息资产余额	11,174,032	12,259,337	12,277,209	0.1%	9.9%	11,174,032	11,402,804	12,001,347	12,259,337	12,277,209	0.1%
	贷款总额	5,652,101	6,192,400	6,371,353	2.9%	12.7%	5,652,101	5,716,258	5,988,748	6,192,400	6,371,353	2.9%
	对公贷款	2,458,105	2,634,454	2,688,703	2.1%	9.4%	2,458,105	2,462,365	2,546,605	2,634,454	2,688,703	2.1%
	个人贷款	3,193,996	3,557,946	3,682,650	3.5%	15.3%	3,193,996	3,253,893	3,442,143	3,557,946	3,682,650	3.5%
	同业资产	366,593	735,154	557,282	-24.2%	52.0%	366,593	552,034	606,745	735,154	557,282	-24.2%
	金融投资	3,998,805	4,082,168	4,132,947	1.2%	3.4%	3,998,805	3,914,650	4,152,781	4,082,168	4,132,947	1.2%
	存放央行	1,156,533	1,249,615	1,215,627	-2.7%	5.1%	1,156,533	1,219,862	1,253,073	1,249,615	1,215,627	-2.7%
	总负债	10,475,700	11,466,666	11,442,541	-0.2%	9.2%	10,475,700	10,680,333	11,210,895	11,466,666	11,442,541	-0.2%
	付息负债余额	10,378,427	11,353,405	11,343,653	-0.1%	9.3%	10,378,427	10,583,080	11,110,935	11,353,405	11,343,653	-0.1%
	吸收存款	10,006,331	10,913,567	11,019,437	1.0%	10.1%	10,006,331	10,358,029	10,819,275	10,913,567	11,019,437	1.0%
	企业活期	n.a	951,277	n.a	n.a	n.a	n.a	874,155	n.a	951,277	n.a	n.a
	个人活期	n.a	2,767,538	n.a	n.a	n.a	n.a	2,893,163	n.a	2,767,538	n.a	n.a
	企业定期	n.a	402,583	n.a	n.a	n.a	n.a	385,694	n.a	402,583	n.a	n.a
	个人定期	n.a	6,788,049	n.a	n.a	n.a	n.a	6,202,401	n.a	6,788,049	n.a	n.a
	同业负债	250,968	362,578	198,951	-45.1%	-20.7%	250,968	141,789	208,840	362,578	198,951	-45.1%
	发行债券	97,696	56,309	117,037	107.8%	19.8%	97,696	57,974	57,569	56,309	117,037	107.8%
	向央行借款	23,432	20,951	8,228	-60.7%	-64.9%	23,432	25,288	25,251	20,951	8,228	-60.7%
	所有者权益	657,179	749,055	777,706	3.8%	18.3%	657,179	671,799	749,724	749,055	777,706	3.8%
总股本	86,979	92,384	92,384	0.0%	6.2%	86,979	86,979	92,384	92,384	92,384	0.0%	
资产质量	不良贷款	49,762	51,203	52,037	1.6%	4.6%	49,762	50,367	51,235	51,203	52,037	1.6%
	不良率	0.88%	0.83%	0.82%	-1bp	-6bp	0.88%	0.88%	0.86%	0.83%	0.82%	-1bp
	关注贷款	29,391	29,846	28,753	-3.7%	-2.2%	29,391	30,566	n.a	29,846	28,753	-3.7%
	关注率	0.52%	0.48%	0.45%	-3bp	-7bp	0.52%	0.54%	n.a	0.48%	0.45%	-3bp
	逾期贷款	47,478	54,879	56,404	2.8%	18.8%	47,478	45,379	n.a	54,879	56,404	2.8%
	逾期率	0.84%	0.89%	0.89%	0bp	5bp	0.84%	0.80%	n.a	0.89%	0.89%	0bp
	不良生成额	13,399	6,401	7,175	12.1%	-46.5%	1,612	10,534	5,760	641	774	20.7%
	不良生成率	0.36%	0.22%	0.17%	-6bp	-19bp	0.12%	0.75%	0.40%	0.04%	0.05%	1bp
	核销转出额	6,481	5,565	5,505	-1.1%	-15.1%	381	9,929	4,892	673	-60	-109.0%
	核销转出率	20.17%	22.10%	14.57%	-7.5pc	-5.6pc	3.14%	79.81%	38.85%	5.26%	-0.47%	-5.7pc
	逾期90+偏离度	n.a	64.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	63.2%	n.a	64.4%	n.a	n.a
拨备覆盖率	403.2%	421%	423%	1.4pc	19.5pc	403.2%	408.1%	417.0%	421.3%	422.7%	1.4pc	
拨贷比	3.55%	3.49%	3.45%	-4bp	-10bp	3.55%	3.60%	3.57%	3.49%	3.45%	-4bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.51%	9.74%	10.00%	26bp	49bp	9.51%	9.60%	9.91%	9.74%	10.00%	26bp
	一级资本充足率	11.81%	12.35%	12.55%	20bp	74bp	11.81%	11.86%	12.56%	12.35%	12.55%	20bp
	资本充足率	13.86%	14.32%	15.48%	116bp	162bp	13.86%	13.88%	14.54%	14.32%	15.48%	116bp

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 21Q1 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

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	272,633	301,891	335,560
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	22,861	25,147	27,661
贷款减值准备	-203,897	-229,582	-265,435	-302,887	营业收入	292,673	317,762	353,759	395,288
贷款净额	5,512,361	6,344,114	7,161,645	8,088,359	税金及附加	-2,149	-2,547	-2,893	-3,284
证券投资	3,914,650	4,288,476	4,529,551	4,805,029	业务及管理费	-158,044	-171,592	-191,030	-213,455
其他资产	154,356	165,245	181,327	199,494	营业外净收入	800	400	400	400
资产合计	11,353,263	12,711,171	13,948,210	15,345,708	拨备前利润	118,553	144,023	160,236	178,948
同业负债	167,077	179,838	193,748	208,909	资产减值损失	-50,417	-60,221	-63,781	-67,667
存款余额	10,358,029	11,497,412	12,647,153	13,911,869	税前利润	68,136	83,803	96,455	111,281
应付债券	57,974	120,548	135,678	152,707	所得税	-3,818	-6,704	-7,716	-8,902
其他负债	97,253	119,170	131,077	144,177	税后利润	64,318	77,098	88,738	102,378
负债合计	10,680,333	11,916,968	13,107,655	14,417,661	归属母公司净利润	64,199	77,098	88,738	102,378
股东权益合计	672,930	794,203	840,555	928,047	归属母公司普通股股东净利润	61,615	74,597	86,237	99,877
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%	7.60%	10.73%	11.15%	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%	37.49%	14.93%	15.15%	不良贷款率	0.88%	0.82%	0.79%	0.77%
拨备前利润增速	-0.49%	21.48%	11.26%	11.68%	拨备覆盖率	408%	426%	453%	467%
归属母公司净利润增速	5.36%	20.09%	15.10%	15.37%	拨贷比	3.60%	3.49%	3.57%	3.61%
盈利能力					流动性				
ROAE	11.85%	12.65%	13.10%	13.77%	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%	51.72%	53.25%	54.68%
RORWA	1.21%	1.26%	1.25%	1.27%	平均生息资产/平均总资产	100.38%	100.47%	100.56%	100.64%
生息率	3.80%	3.72%	3.74%	3.76%	每股指标(元)				
付息率	1.60%	1.60%	1.61%	1.61%	EPS	0.71	0.81	0.93	1.08
净利差	2.20%	2.12%	2.13%	2.15%	BVPS	6.25	6.88	7.38	8.32
净息差	2.31%	2.26%	2.25%	2.28%	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	7.54	6.56	5.72	4.94
资本充足率	13.88%	14.79%	13.75%	13.23%	P/B	0.85	0.78	0.72	0.64
核心资本充足率	11.86%	11.98%	11.13%	10.77%	P/PPOP	3.92	3.43	3.08	2.76
风险加权系数	49.78%	52.00%	54.00%	56.00%	股息收益率	3.90%	4.69%	5.40%	6.23%
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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>