

邮储银行 (601658): 业绩延续高速增长, 资产质量持续优异

2021年10月29日

强烈推荐/维持

邮储银行 公司报告

事件: 10月28日, 邮储银行公布2021年三季报, 前三季度实现营收/拨备前利润/归母净利润 2383.6/1096.8/645.1 亿元, 分别同比增长 10.2%/12.4%/22.1%。年化 ROA、ROE 为 0.74%、13.68%, 分别同比提高 0.08、0.51pct。

业绩点评:

业绩延续高速增长, 盈利能力持续提升。 公司前三季度营收、PPOP、归母净利润增速分别为 10.2%、12.4%、22.1%, 较上半年提升 2.5、4.2、0.2pct。整体来看, 净利息收入平稳增长、中收和其他非息收入高增推动营收维持较快增长, 拨备计提力度减小亦驱动盈利提升。

从收入端看, 量增价稳之下, 净利息收入维持平稳增长; 得益于零售战略推进和财富管理体系建设, 中收表现持续亮眼, 净手续费收入同比高增 32.6%, 代销、信用卡、托管等中间业务收入较快增长。此外, 公允价值收益和投资收益均实现较好增长, 带动其他非息收入同比高增 38.3%。从支出端看, 前三季度信用减值损失同比下降 8.1%。主要是今年资产质量稳健向好, 公司同比少提了贷款减值损失。

资产负债结构优化, 带动净息差企稳。 前三季度净息差为 2.37%, 与上半年持平; 单季净息差环比+4BP。公司净息差企稳, 主要得益于资产收益率趋稳、负债付息率稳中趋降。**资产收益率趋稳:** 主要是由于资产结构优化, 资产投向贷款、尤其是高收益个人消费贷款和小微企业贷款倾斜。9月末, 存贷比较上半年末提高 10.8pct 至 57.8%, 贷款占生息资产比重较上半年末提升 1.2pct; 个贷占比提升 0.34pct。**负债付息率稳中趋降:** 负债结构保持较优水平, 核心存款优势持续巩固; 存款占比高达 97.1%, 较上半年末提升 1pct。同时, 公司严控长周期高成本存款, 提升短期、活期存款占比。存款利率定价机制改革以来, 主动压降 3 年期以上高成本存款; 新发的中长期定存价格有所下降; 个人存款活期占比较上半年末提升 0.18pct。

总体来看, 在经济下行阶段银行业净息差仍有所承压, 但邮储银行结构调整空间相对更大, 有望通过结构优化, 提升存贷比、提高资本利用效率、降低负债成本, 将息差稳定在可比同业较高水平。

资产质量稳健向好, 拨备保持较高水平。 前三季度不良贷款生成率 0.42%, 不良生成保持在较低水平。9月末, 公司不良贷款率 0.82%, 环比下降 1BP, 存量不良压力较小。关注贷款额及比例环比下降 (-10 亿, -3BP), 潜在不良压力减小。拨备覆盖率 422.70%, 环比提高 1.37pct, 维持在同业较高水平, 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, 有望赋能线下代理网点, 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端价格; 同时, 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

公司简介:

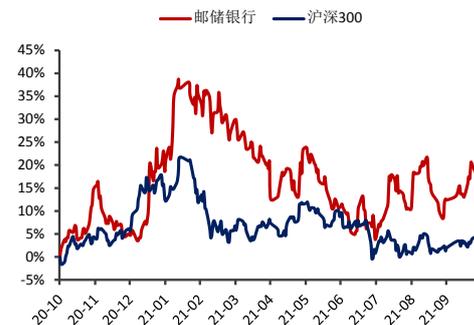
邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业, 致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务, 并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。本行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力, 是中国领先的大型零售商业银行。面对中国经济社会发展大有可为的战略机遇期, 本行将深入贯彻新发展理念, 全面深化改革创新, 加快推进“特色化、综合化、轻型化、数字化、集约化”转型发展, 持续提升服务实体经济质效, 着力提高服务客户能力, 努力建设成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售商业银行。

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)	4,749.76
自由流通市值 (亿元)	553.70
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

增长 22.8%、21.3%，对应 BVPS 分别为 6.53、7.24 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。

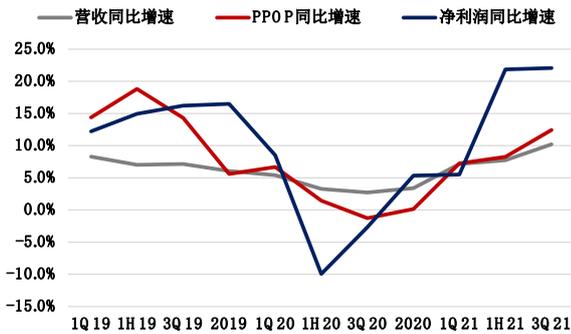
风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2768	2862	3193	3508	3872
增长率(%)	6.1	3.4	11.6	9.9	10.4
净利润(亿元)	609	642	789	956	1145
增长率(%)	16.5	5.4	22.8	21.3	19.7
净资产收益率(%)	13.21	12.35	13.75	15.04	16.18
每股收益(元)	0.71	0.74	0.85	1.04	1.24
PE	7.55	7.23	6.26	5.16	4.31
PB	0.93	0.85	0.82	0.74	0.66

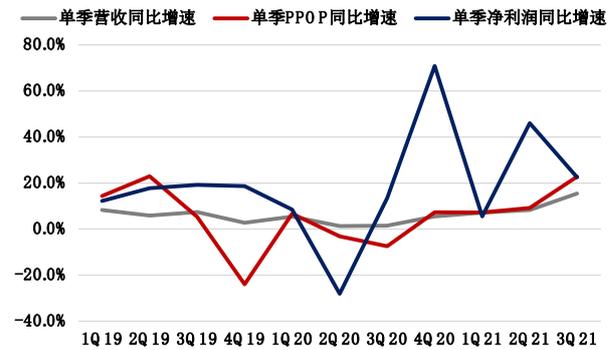
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1：邮储银行 3Q21 净利润同比增 22.1%



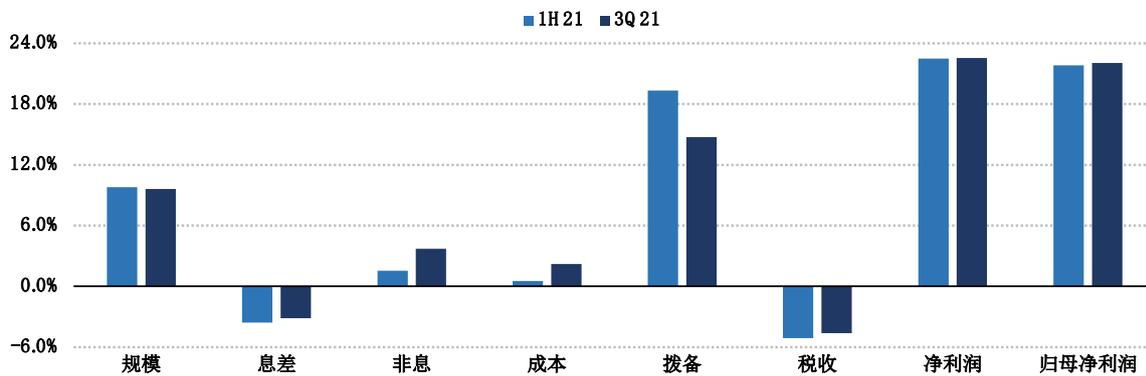
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：邮储银行 3Q21 单季净利润同比增 22.5%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：邮储银行 1H21、3Q21 业绩拆分



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

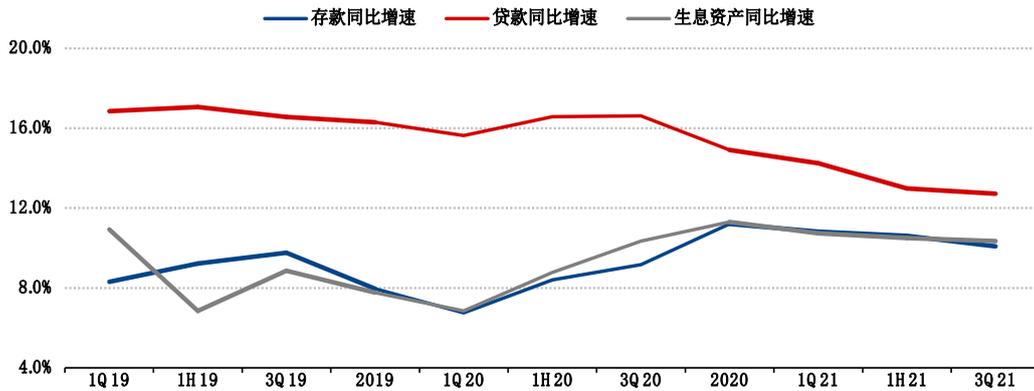
表 1：邮储银行业绩拆分（累积同比）

	3Q20	2020	1Q21	1H21	3Q21	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	
规模	10.3%	11.6%	11.1%	9.8%	9.6%	规模	9.6%	10.8%	11.0%	10.6%	10.4%
息差	-5.0%	-7.2%	-5.3%	-3.6%	-3.1%	息差	-2.6%	-8.9%	-5.2%	-4.0%	-3.4%
非息	-2.6%	-1.0%	1.4%	1.5%	3.7%	非息	-5.4%	3.6%	1.4%	1.7%	8.4%
成本	-4.0%	-3.3%	0.1%	0.5%	2.2%	成本	-8.9%	1.7%	0.1%	0.9%	7.4%
拨备	-2.3%	8.5%	-0.3%	19.3%	14.7%	拨备	23.3%	209.4%	-0.3%	53.8%	3.6%
税收	0.9%	-3.2%	-0.9%	-5.1%	-4.6%	税收	-2.3%	-146.0%	-0.9%	-16.2%	-3.8%

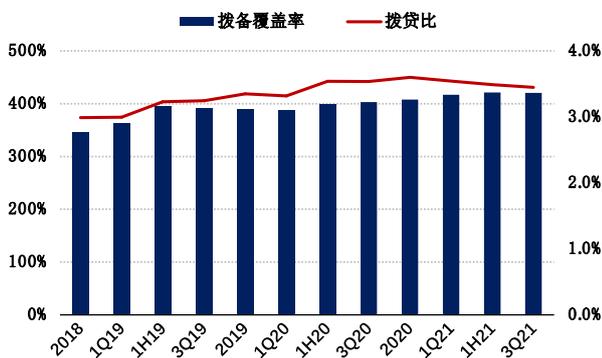
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 2：邮储银行业绩拆分（单季环比）

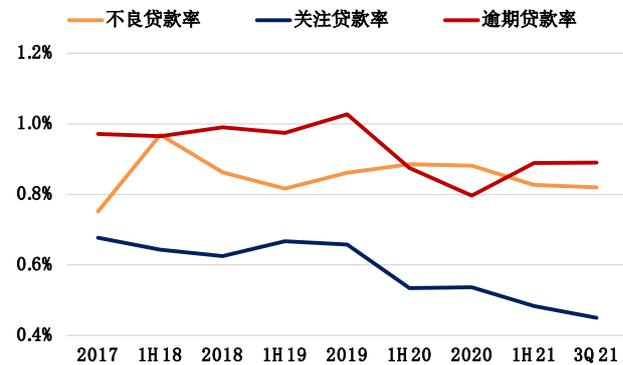
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4: 邮储银行前三季度生息资产平稳增长


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 9 月末邮储银行拨备覆盖率为 422.7%, 环比提高 1.37pct


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 9 月末邮储银行不良贷款率 0.82%, 环比下降 1BP, 资产质量保持优异


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
利润表 (亿元)											
净利息收入	2427	2534	2760	3005	3309	收入增长					
手续费及佣金	146	165	214	279	362	净利润增速	16.5%	5.4%	22.8%	21.3%	19.7%
其他收入	195	163	219	224	201	拨备前利润增速	5.6%	0.1%	14.8%	15.0%	14.5%
营业收入	2768	2862	3193	3508	3872	税前利润增速	19.2%	6.9%	22.1%	21.3%	19.7%
营业税及附加	(20)	(22)	(29)	(32)	(35)	营业收入增速	6.1%	3.4%	11.6%	9.9%	10.4%
业务管理费	(1566)	(1656)	(1806)	(1914)	(2048)	净利息收入增速	3.7%	4.4%	8.9%	8.9%	10.1%
拨备前利润	1182	1184	1359	1563	1789	手续费及佣金增速	1.3%	12.8%	30.0%	30.0%	30.0%
计提拨备	(554)	(504)	(529)	(556)	(584)	营业费用增速	6.4%	5.8%	9.0%	6.0%	7.0%
税前利润	637	681	832	1009	1208						
所得税	(27)	(38)	(42)	(50)	(60)	规模增长					
归母净利润	609	642	789	956	1145	生息资产增速	7.8%	11.8%	7.7%	9.1%	9.2%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	49742	57163	64308	71703	79949	贷款增速	16.3%	14.9%	12.5%	11.5%	11.5%
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	41104	43159	45317	证券投资增速	8.6%	6.5%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	103389	115572	124430	135783	148279	其他资产增速	-11.4%	-100.0	#DIV/0	42.9%	38.8%
非生息资产	439	0	2177	3110	4317	计息负债增速	7.0%	10.2%	9.9%	9.8%	9.9%
总资产	102167	113533	124787	137161	150866	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%	8.8%	9.0%	9.9%
非计息负债	891	1225	1470	1765	2118						
总负债	96718	106803	117464	129182	142100	存款结构					
股东权益	5449	6729	7323	7979	8766	活期	37.3%	36.4%	36.37%	36.37%	36.37%
每股指标											
每股净利润(元)	0.71	0.74	0.85	1.04	1.24	定期	62.7%	63.6%	63.60%	63.60%	63.60%
每股拨备前利润(元)	1.37	1.36	1.47	1.69	1.94	其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
每股净资产(元)	5.75	6.25	6.53	7.24	8.09	贷款结构					
每股总资产(元)	118.52	130.53	135.07	148.47	163.30	企业贷款(不含贴)	35.0%	34.6%	34.60%	34.60%	34.60%
P/E	7.55	7.23	6.26	5.16	4.31	个人贷款	55.3%	56.9%	56.92%	56.92%	56.92%
P/PPOP	3.89	3.92	3.63	3.16	2.76	贷款质量					
P/B	0.93	0.85	0.82	0.74	0.66	不良贷款率	0.86%	0.88%	0.66%	0.57%	0.51%
P/A	0.05	0.04	0.04	0.04	0.03	正常	98.48%	98.58%	99.51%	99.56%	99.61%
利率指标											
净息差(NIM)	2.53%	2.42%	2.30%	2.31%	2.33%	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	425.84	424.55%	421.26%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.66%	1.71%	1.76%						
盈利能力											
ROAA	0.62%	0.60%	0.66%	0.73%	0.80%	资本状况					
ROAE	13.21%	12.35%	13.75%	15.04%	16.18%	资本充足率	13.52%	13.88%	13.06%	12.40%	11.87%
拨备前利润率	1.20%	1.10%	1.14%	1.19%	1.24%	核心一级资本充足	9.90%	9.60%	9.30%	9.09%	8.96%
其他数据											
						资产负债率	94.67%	94.07%	94.13%	94.18%	94.19%
						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