

邮储银行（601658）：盈利保持较快增长，财富管理体系加速升级

2022年4月1日

强烈推荐/维持

邮储银行 公司报告

事件：3月30日，邮储银行公布2021年年报，全年实现营收/拨备前利润/归母净利润3,187.6/1,281.9/761.7亿，同比分别增11.4%/8.3%/18.6%。ROA、ROE分别达0.64%、11.86%，同比提高0.04、0.02pct。点评如下：

全年营收、净利润实现较快增长。邮储银行21年营收、净利润增速分别为11.4%、18.6%。盈利实现较快增长，主要贡献包括：1) 规模稳健增长，截至21年末贷款余额同比增12.9%；2) 非息收入较快增长，其中手续费及佣金净收入同比增33.4%，其他非息净收入同比增67.6%；3) 拨备同比少提，得益于资产质量改善、不良生成率下降，以及上年同期前瞻性拨备计提，21年公司信用减值损失同比下降7.46%，贷款减值损失同比下降45.15%，信用成本下降、拨备反哺利润效果明显。

资产结构优化、存款定价改革红利逐步释放，有助于净息差稳定。邮储银行21年净息差为2.36%，同比下行6BP；主要由于贷款定价有所下降，存款平均付息率有所上升。公司主要是通过主动的资产负债管理，缓和息差收窄压力。**资产端：**加大信贷资产投放，优化贷款结构。邮储银行存贷比低于可比同业，结构优化空间较大。近年来公司不断提高贷款、特别是高收益零售贷款的占比。21年贷款平均余额占总资产平均余额比重为53.62%，同比提升1.96pct；个人贷款平均余额占总贷款平均余额比重为57.55%，同比提升1.88pct；存贷比同比提升1.65pct至56.84%，相较可比同业仍有较大提升空间。**负债端：**受益于存款定价改革红利，存款成本有望下行。去年存款定价机制改革红利有望在今年逐步兑现，而邮储银行存款占比高达96%、受益面更广。此外，公司主动压降长周期高成本存款，并以理财、基金予以承接，存款结构亦有所优化，预计存款成本将有所下降。在资产负债结构优化、存款定价改革红利释放下，净息差有望保持平稳。

财富管理战略深入推进，带动零售AUM、中收快速增长。邮储银行定位于“三农”、城乡居民、中小企业，依托“自营+代理”模式深耕县域，零售特色鲜明。公司从2019年开始加大力度推进财富管理体系建设，强化客户分层经营、组建专业理财经理队伍、完善产品线与综合金融服务、推进投研能力建设。伴随着财富管理体系的升级，代销、信用卡、托管、投行等业务逐渐发力，中收实现快速增长。21年手续费及佣金净收入220.07亿元，同比增33.42%；其中，代理业务中收同比增88.67%。截至21年末，财富客户达356.21万户，较上年末增长24.12%；零售AUM达12.53万亿，同比增11.40%。

资产质量持续改善，拨备计提充足。不良存量、生成指标均改善。截至21年末，邮储银行不良贷款率为0.82%，较上年末下降6BP。不良贷款生成率0.60%，同比下降19BP。关注贷款率0.47%，较上年末下降6BP，潜在不良压力较小。拨备覆盖率418.61%，较上年末上升10.55pct，拨备计提充足，具备一定业绩释放空间。

投资建议：邮储银行零售特色鲜明，相较其他国有大行具备较高成长性。在“自营+代理”运营模式下，公司网点渠道深度下沉、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收益率和净息差水平。财富管理战略深入推进，叠加较强的客户基础，有望带动中收快速增长。同时，资产质量扎实，拨备释放空间较大。我们预计2022-2024年归母净利润同比增长18.8%、16.8%、13.5%，对应BVPS分别为7.56、8.35、9.25元/股。看好公司未来体制机制改善带来的ROE提升空间，给予1倍2022年PB，对应目标价7.56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：

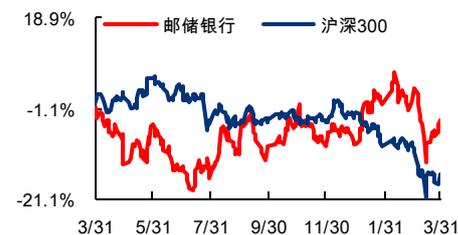
邮储银行定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业，致力于为中国经济转型中最具活力的客户群体提供服务，并加速向数据驱动、渠道协同、批零联动、运营高效的新零售银行转型。本行拥有优异的资产质量和显著的成长潜力，是中国领先的大型零售商业银行。面对中国经济社会发展大有可为的战略机遇期，本行将深入贯彻新发展理念，全面深化改革创新，加快推进“特色化、综合化、轻型化、数字化、集约化”转型发展，持续提升服务实体经济质效，着力提高服务客户能力，努力建设成为客户信赖、特色鲜明、稳健安全、创新驱动、价值卓越的一流大型零售商业银行。

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)	6.02-4.74
总市值(亿元)	4,979.5
流通市值(亿元)	607.69
总股本/流通A股(万股)	9,238,397/7,252,780
流通B股/H股(万股)	-/1,985,617
52周日均换手率	2.16

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：

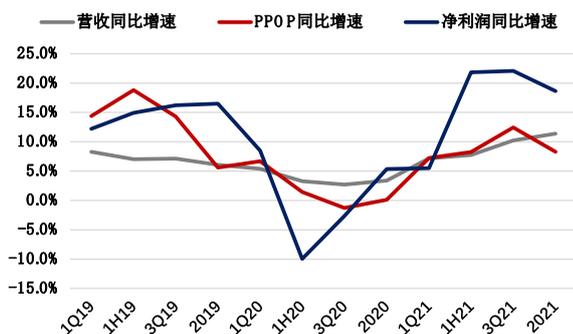
S1480521070003

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2862	3188	3624	4081	4565
增长率(%)	3.4	11.4	13.7	12.6	11.9
净利润(亿元)	642	762	905	1056	1199
增长率(%)	5.4	18.6	18.8	16.8	13.5
净资产收益率(%)	12.35	12.91	13.55	14.38	14.76
每股收益(元)	0.74	0.82	0.98	1.14	1.30
PE	7.32	6.55	5.52	4.72	4.16
PB	0.86	0.78	0.71	0.65	0.58

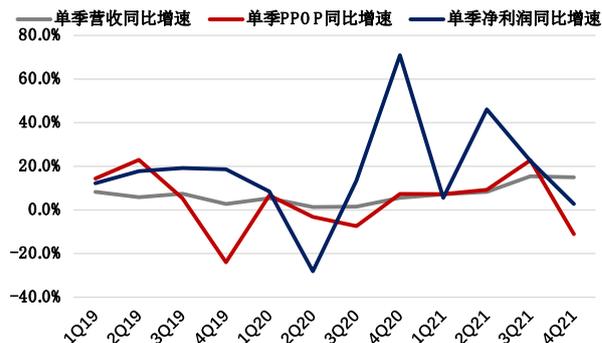
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 邮储银行 2021 净利润同比增 18.6%



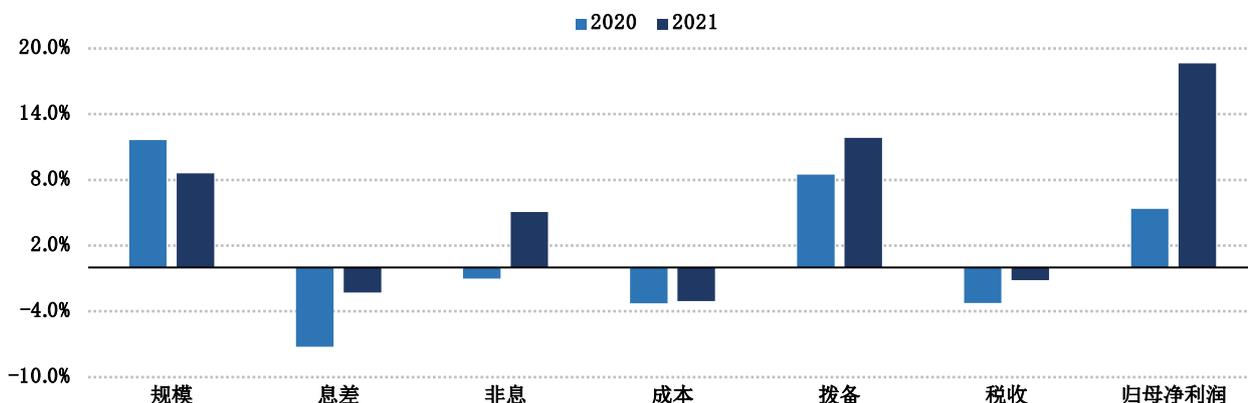
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 邮储银行 4Q21 单季净利润同比增 2.7%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 邮储银行 2020、2021 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)

	2020	1Q21	1H21	3Q21	2021
规模	11.6%	11.1%	9.8%	9.6%	8.6%
息差	-7.2%	-5.3%	-3.6%	-3.1%	-2.3%
非息	-1.0%	1.4%	1.5%	3.7%	5.1%
成本	-3.3%	0.1%	0.5%	2.2%	-3.1%
拨备	8.5%	-0.3%	19.3%	14.7%	11.8%
税收	-3.2%	-0.9%	-5.1%	-4.6%	-1.2%

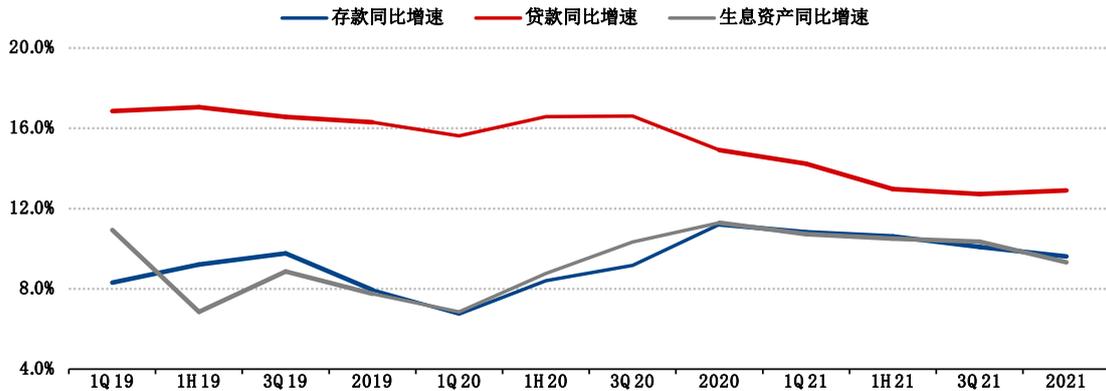
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 2: 邮储银行业绩拆分 (单季环比)

	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
规模	10.8%	11.0%	10.6%	10.4%	9.8%
息差	-8.9%	-5.2%	-4.0%	-3.4%	-4.0%
非息	3.6%	1.4%	1.7%	8.4%	9.1%
成本	1.7%	0.1%	0.9%	7.4%	-26.0%
拨备	209.4%	-0.3%	53.8%	3.6%	-5.4%
税收	-146.0%	-0.9%	-16.2%	-3.8%	19.0%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 2021 年邮储银行生息资产平稳增长



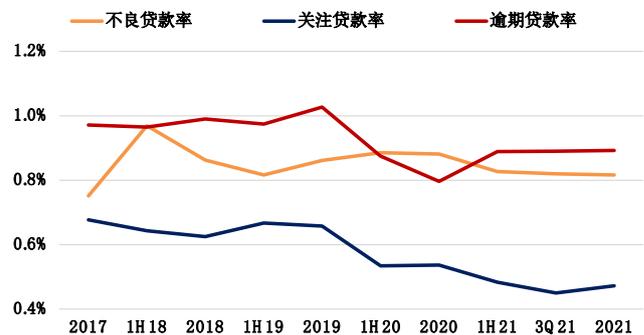
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 21 年末邮储银行拨备覆盖率为 418.61%, 较上年末上升 10.55pct



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 21 年末邮储银行不良贷款率 0.82%, 环比持平



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表 (亿元)											
净利息收入	2534	2694	3057	3371	3714	收入增长					
手续费及佣金	165	220	242	290	363	净利润增速	5.4%	18.6%	18.8%	16.8%	13.5%
其他收入	163	274	326	419	489	拨备前利润增速	0.1%	8.3%	14.4%	12.0%	10.2%
营业收入	2862	3188	3624	4081	4565	税前利润增速	6.9%	19.5%	17.5%	16.8%	13.6%
营业税及附加	(22)	(25)	(33)	(37)	(41)	营业收入增速	3.4%	11.4%	13.7%	12.6%	11.9%
业务管理费	(1656)	(1881)	(2126)	(2402)	(2714)	净利息收入增速	4.4%	6.3%	13.5%	10.3%	10.2%
拨备前利润	1184	1282	1466	1643	1810	手续费及佣金增速	12.8%	33.4%	10.0%	20.0%	25.0%
计提拨备	(504)	(467)	(509)	(524)	(540)	营业费用增速	5.8%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
税前利润	681	815	957	1118	1270						
所得税	(38)	(49)	(48)	(56)	(63)	规模增长					
归母净利润	642	762	905	1056	1199	生息资产增速	11.8%	9.3%	9.6%	9.2%	9.3%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	57163	64541	72931	81683	91485	贷款增速	14.9%	12.9%	13.0%	12.0%	12.0%
同业资产	7064	6361	6679	7013	7364	同业资产增速	22.0%	-10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资	39147	43486	45661	47944	50341	证券投资增速	6.5%	11.1%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	115572	126283	138355	151032	165021	计息负债增速	10.4%	10.4%	9.3%	8.8%	8.8%
非生息资产	0	1801	1658	1420	1064	存款增速	11.2%	9.6%	9.5%	9.0%	9.0%
总资产	113533	125879	137580	149842	163276	同业负债增速	-17.4%	63.6%	0.0%	0.0%	0.0%
客户存款	103580	113541	124327	135517	147713	股东权益增速	23.5%	18.2%	7.8%	8.5%	8.9%
其他计息负债	2251	3308	3383	3467	3562						
非计息负债	973	1075	1290	1548	1857	存款结构					
总负债	106803	117923	129000	140532	153132	活期	36.4%	34.4%	34.41%	34.41%	34.41%
股东权益	6729	7955	8580	9310	10143	定期	63.6%	65.6%	65.56%	65.56%	65.56%
每股指标											
每股净利润(元)	0.74	0.82	0.98	1.14	1.30	其他	0.0%	0.0%	0.03%	0.03%	0.03%
每股拨备前利润(元)	1.36	1.39	1.59	1.78	1.96	贷款结构					
每股净资产(元)	6.25	6.89	7.56	8.35	9.25	企业贷款(不含贴)	34.6%	34.9%	34.92%	34.92%	34.92%
每股总资产(元)	130.53	136.26	148.92	162.19	176.74	个人贷款	56.9%	58.2%	58.20%	58.20%	58.20%
P/E	7.32	6.55	5.52	4.72	4.16	贷款质量					
P/PPOP	3.97	3.89	3.40	3.04	2.76	不良贷款率	0.88%	0.82%	0.82%	0.82%	0.81%
P/B	0.86	0.78	0.71	0.65	0.58	正常	98.58%	98.71%	99.58%	99.63%	99.68%
P/A	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	关注	0.54%	0.47%	0.42%	0.37%	0.32%
利率指标											
净息差(NIM)	2.42%	2.36%	2.31%	2.33%	2.35%	可疑	0.24%	0.19%			
净利差(Spread)	2.36%	2.30%	2.40%	2.50%	2.60%	损失	0.39%	0.40%			
贷款利率	4.75%	4.68%	4.83%	4.98%	5.13%	拨备覆盖率	404.82%	418.61	405.13	390.91%	377.36%
存款利率	1.59%	1.63%	1.68%	1.73%	1.78%						
生息资产收益率	3.97%	3.95%	4.10%	4.25%	4.40%	资本状况					
计息负债成本率	1.61%	1.65%	1.70%	1.75%	1.80%	资本充足率	13.88%	14.78%	13.92%	13.20%	12.55%
盈利能力											
ROAA	0.60%	0.64%	0.69%	0.74%	0.77%	核心一级资本充足	9.60%	9.92%	9.63%	9.41%	9.21%
ROAE	12.35%	12.91%	13.55%	14.38%	14.76%	资产负债率	94.07%	93.68%	93.76%	93.79%	93.79%
其他数据											
拨备前利润率	1.10%	1.07%	1.11%	1.14%	1.16%	总股本(亿)	869.79	923.84	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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 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法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

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 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

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