



成长性大行本色彰显，资产质量稳中更优 ——邮储银行（601658.SH）2021年报点评

核心观点

营收、归母净利润增速位居国有行之首，成长性极强。邮储银行2021年全年营收为3,187.62亿元，同比高增11.38%，增速居国有行首位；归母净利润761.70亿元，同比增长18.65%，远高于其他五家上市国有大行，盈利成长性极强。2021年ROAA、ROAE分别为0.64%和11.86%，同比分别上行4BP、2BP。

单季净利息收入增速稳定，非息收入增速逐季走阔。Q4单季营收804.04亿元，同比增长14.96%，增速略低于Q3。2021年全年、Q4单季净利息收入分别为2,693.82亿元、684.92亿元，同比分别增长6.32%、5.81%，Q1-Q4单季净利息收入增速稳定；2021年全年、Q4单季非利息收入分别为493.80亿元、119.12亿元，同比分别增长50.44%、128.64%，单季非息增速跃升，成营收结构一大亮点。全年非息收入占比15.49%，同比提升4.02pct，营收结构不断优化。

信贷两端的利率均边际承压，对全年净息差形成拖累。Q4单季净息差为2.25%，较Q3下行4BP。2021年全年净息差为2.36%，同比下行6BP。主要是存贷两端的定价均有所拖累，全年贷款平均收益率为4.68%，同比下降7BP；存款平均成本率为1.63%，同比上行4BP。六大国有行净息差同比均有不同程度的下行，但邮储银行净息差仍居第一。资产获取能力强劲，截至2021年末，生息资产平均余额同比增长9.18%，增速高于上年，实现“以量补价”。

中收占比再上台阶。2021年非息收入为493.80亿元，同比增长50.44%，占营收的比重升至15.49%，中收占比营收升至6.90%，其中代理业务手续费收入122.39亿元，同比增长88.67%，主要由于加快推进财富管理体系升级，保险、基金和集合资管计划代销业务收入实现快速增长。Q1-Q4单季中收均实现20%以上的增长，Q3、Q4单季其他非息收入同比分别增长4.22倍、3.75倍，主要是加大对轻税负的基金配置和灵活交易，贡献分红收入和买卖价差。

超6亿零售客群贡献约七成营收，零售AUM比肩表内资产。截至2021年末，服务个人客户6.37亿户，其中VIP客户4,262.98万户，同比增长17.07%；财富客户356.21万户，同比增长24.12%。零售AUM为12.53万亿元，已升至表内资产规模的99.54%。零售客户基础深厚，带动个人银行业务收入贡献升至69.60%。全行理财产品规模9,152.55亿元，同比增长5.77%，其中净值型产品占比83.87%。中邮理财全年净利润32.02亿元，同比增长3.20%，中邮理财作为邮储银行零售转型的重要抓手，与母行在惠农、绿色金融方面加强协同，形成差异化产品线。

信贷需求强劲，涉农、普惠及绿色贷款增速均高于贷款整体增速。截至2021年末，邮储银行总资产12.59万亿元，同比增加10.87%；贷款余额为6.45万亿元，同比增加12.91%。其中对公贷款、票据贴现和零售贷款余额同比增速分别为13.96%、-8.37%和15.44%，对公和零售贷款需求强劲，低收益票据资产有所压降。对公房地产占贷款总额的2.15%，仍处于极低水平。涉农贷款、普惠小微企业贷款和绿色贷款余额分别为1.61万亿元、9606.02亿元和3722.94亿元，同比增速分别为13.90%、19.89%和32.52%，均高于全行贷款整体增速。

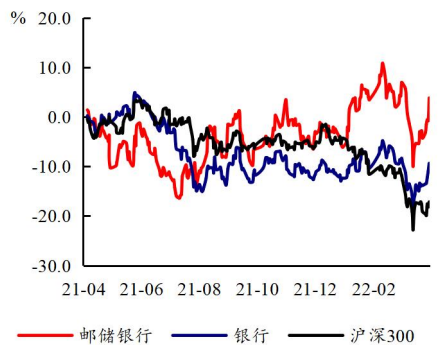
不良贷款“额升率降”，关注率、不良生成率均有下行。截至2021年末，不良贷款余额为526.85亿元，同比增加4.60%；不良贷款率0.82%，同比下行6BP，与三季度末持平。不良生成率为0.60%，同比下行19BP，

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn
联系人 张晓辉
电子邮箱 zhangxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	92383.97
流通A股/B股(百万股)	72527.80/0.00
资产负债率(%)	93.68
每股净资产(元)	6.40
市净率(倍)	0.88
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	6.02/4.69

相关研究

《零售大行凸显成长性，小微中收维持高增态势》2021.10.29
《经营质效齐升，零售优势凸显》2021.08.28
《存款业务得天独厚，资本增厚风控占优》2021.05.17

增量资产的风险得到较好控制。关注率 0.47%，同比下行 7BP，广义不良率（不良率+关注率）为 1.29%，同比下行 13BP，资产质量稳中更优，堪称上市银行一大标杆，预计不良率未来有进一步下探的空间。

员工费用高增，科技和营销投入加大，拖累成本收入比。2021 年业务及管理费 1,881.02 亿元，同比增长 13.55%，其中储蓄代理费及其他、员工费用同比分别增长 8.34%、15.33%。Q4 单季业务及管理费增幅达 26.16%，费用的高增主要体现在第四季度。员工费用和其他支出为主要拖累，主要受人力资源投入的增加、上年同期享受的社保费减免政策到期、加大信息科技和营销投入等影响，从而成本收入比同比上行 1.13pct 至 59.01%。

资本的安全边际较大，高级法的主体建设工作顺利完成。权重法下，核心一级资本充足率 9.92%、12.39%和 14.78%，较 2020 年末均有上行，资本安全垫进一步充实。2021 年 10 月，邮储银行入选我国系统重要性银行第二组，核心一级资本充足率监管下限上行 50BP，目前来看资本安全边际充足。除邮储银行外的其余五家国有行及招商银行已实施高级法进行资本管理，邮储银行正全力推进，截至 2020 年末，109 项高级方法主体建设任务顺利完成，随着未来高级法的实施，邮储银行的资本安全边际将显著扩大。

投资建议

邮储银行是零售特色鲜明的国有大行，自营+代理模式深入县域乡村，净息差虽边际承压，但仍居于国有行首位；叠加涉农贷款、普惠小微和绿色贷款的比较优势，资产获取能力强，“以量补价”成效凸显。6 亿多零售客群贡献近七成营收，中收增速十分瞩目，零售 AUM 比肩表内资产，俨然财富管理领域一颗冉冉升起的新星。资产质量持续优异，不良率、不良生成率和关注率全面下行、拨备覆盖率持续上行背景下，实现拨备对利润的反哺。我们使用三阶段 DDM 模型估值：绝对估值法下预测 2022 年每股公允价值为 **6.96 元**，对应 **0.93xPB**；相对估值法下给予 **0.92-0.95xPB**，对应的股价区间为 **6.86-7.08 元**。维持邮储银行“推荐”评级。

风险提示

业务转型带来的风险及不良贷款率异常升高；政策落地不及预期等。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	318,762	341,544	374,465	430,196
增长率（%）	11.38	7.15	9.64	14.88
归母净利润（百万）	76,170	88,324	101,645	118,136
增长率（%）	18.65	15.96	15.08	16.23
EPS（元/股）	0.78	0.96	1.10	1.28
市净率 P/B	0.78	0.72	0.65	0.59
ROAE（%）	11.86	12.14	12.45	12.99

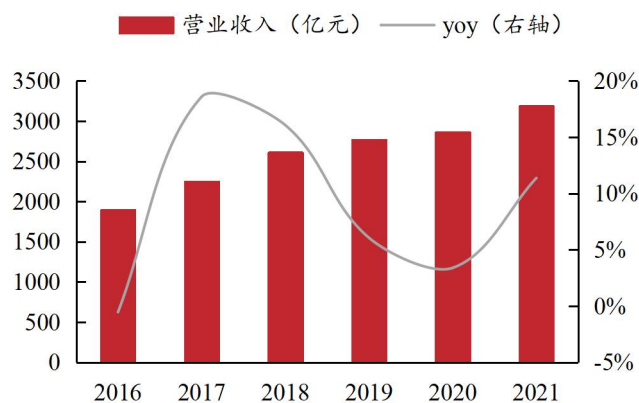
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价日期为 2022 年 3 月 31 日收盘价 5.39 元。

1. 业绩不负众望，筑牢“成长性大行”定位

1.1. 营收和归母增速国有行第一，非息有亮点

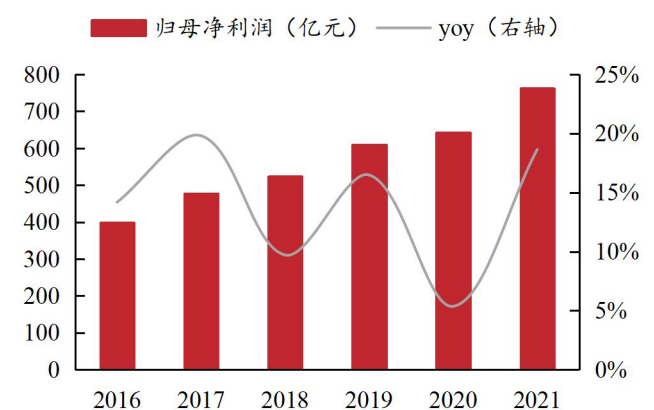
营收、归母净利润增速位居国有行之首，成长性极强。邮储银行 2021 年全年营收为 3,187.62 亿元，同比高增 11.38%，增速居国有行首位；归母净利润 761.70 亿元，同比增长 18.65%，增速远高于其他五家上市国有大行，盈利成长性极强。2021 年 ROAA、ROAE 分别为 0.64% 和 11.86%，同比分别上行 4BP、2BP。权益乘数有所回落，ROE 同比提升主要受益于 ROA 增幅走阔。

图表 1. 2021 年邮储银行营业收入保持两位数增长



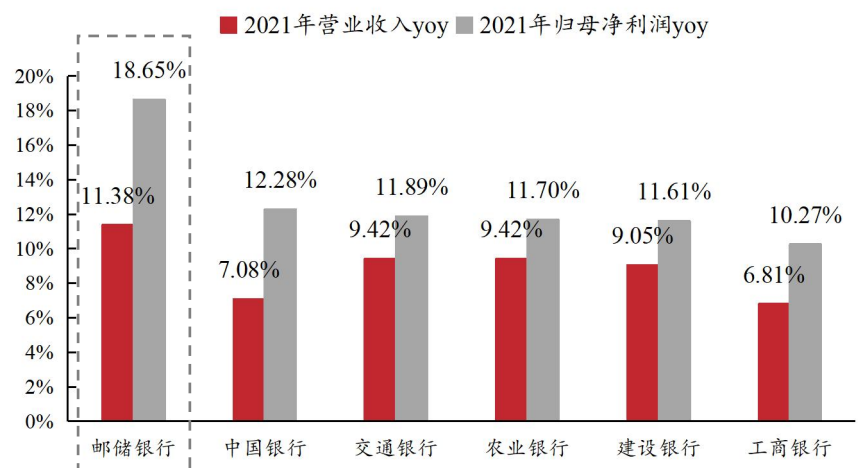
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 2021 年邮储银行归母净利润实现高增



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 3. 营收增速及归母净利润增速均为国有行第一

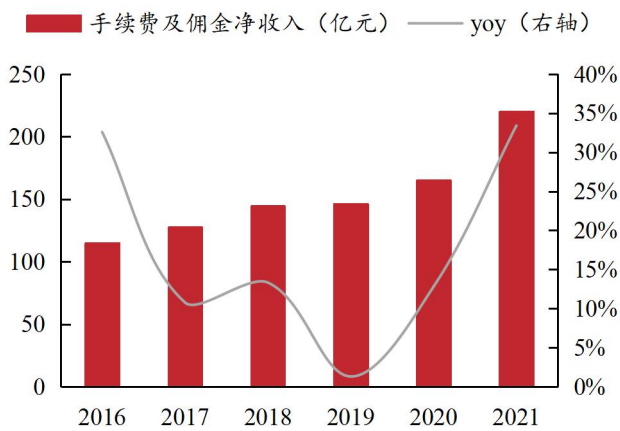


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

单季净利息收入稳步增长，非息收入增速显著抬升。21Q4 单季营收 804.04 亿元，同比增长 14.96%，增速略低于 Q3。2021 年全年、Q4 单季净利息收入分别为 2,693.82 亿元、684.92 亿元，同比分别增长 6.32%、5.81%，单季净利息收入增速较为平稳；全年、Q4 单季非利息收入分别为 493.80 亿元、119.12 亿元，同比分别增长 50.44%、128.64%，单季非息增速逐季提升，

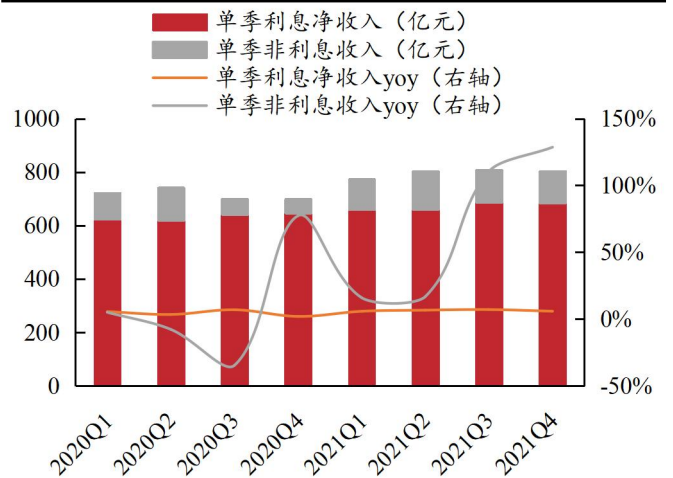
成为营收结构的一大亮点。全年非息收入占比 15.49%，同比提升 4.02pct，营收结构不断优化，非息业务“第二增长极”角色凸显。

图表 4. 2021 年中收增速十分亮眼



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 5. 2021 年单季非息收入增速逐季走阔

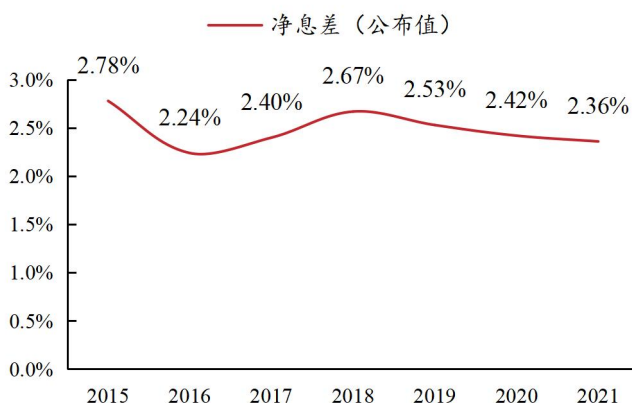


资料来源: 邮储银行 2019-2021 年报/中报/季报, 东亚前海证券研究所

1.2. 息差居国有行首位，但存贷定价均有拖累

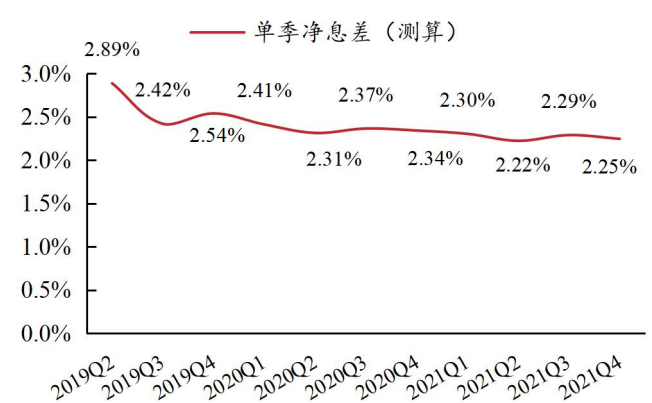
存贷两端的利率均边际承压，对全年净息差形成拖累。根据期初期末口径测算，21Q4 单季净息差为 2.25%，较 Q3 下行 4BP。2021 年全年净息差为 2.36%，同比下行 6BP，主要是存贷两端定价均有所拖累：全年贷款平均收益率为 4.68%，同比下降 7BP；存款平均成本率为 1.63%，同比上行 4BP。横向来看，邮储银行净息差仍居于六大国有行第一，在响应让利实体经济的国家政策背景下，六大国有行净息差同比均有不同程度下行，此时资产获取能力至关重要。截至 2021 年末，邮储银行生息资产平均余额为 11.44 万亿，同比增长 9.18%，增速高于上年，实现“以量补价”，带动净利息收入同比增速的提升。

图表 6. 2021 年净息差有所下行



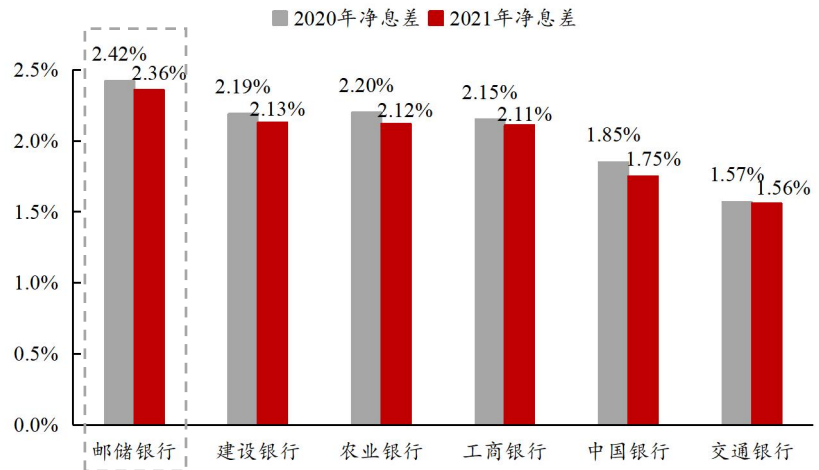
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 7. Q4 单季净息差环比 Q3 下行



资料来源: Wind, 公司 2020-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所
注: 单季度净息差=单季度净利息收入/期初期末生息资产平均余额×4

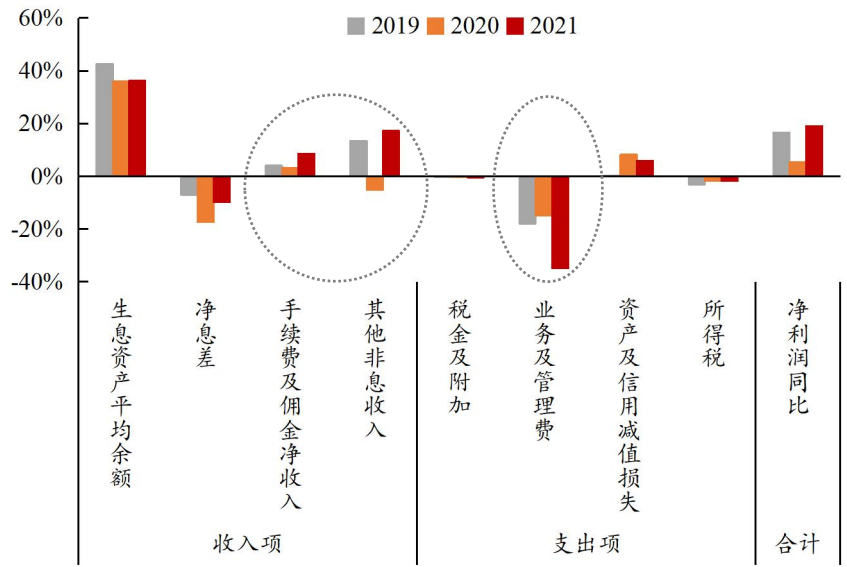
图表 8. 2021 年邮储银行净息差居国有行首位



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

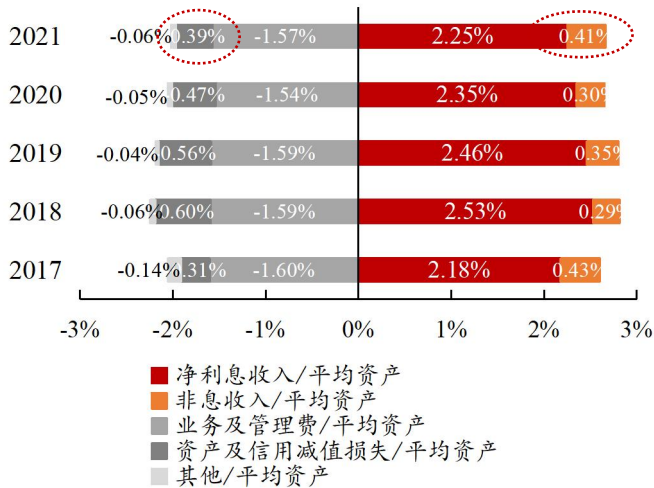
净利润增速拆解上，非息收入贡献边际加大，管理费用是主要拖累项。收入项呈现“多点开花”：生息资产的贡献仍然最大，其次两项非息收入分项，净息差的拖累幅度同比有所收敛。支出项上，业务及管理费的拖累最大，且同比有所增加，成本管控上尚有优化空间。资产及信用减值损失对净利润有正向拉动，在资产质量稳定的前提下，延续拨备反哺利润的节奏。ROA 分解上，对比其余五大国有行，邮储银行净利息收入的贡献度最强，但同时非息收入贡献最弱；由于“自营+代理”的特殊模式，管理费用的拖累明显，受益于优异的资产质量，拨备的拖累为六大行中最低。

图表 9. 生息资产和非息收入贡献大，管理费用是主要拖累



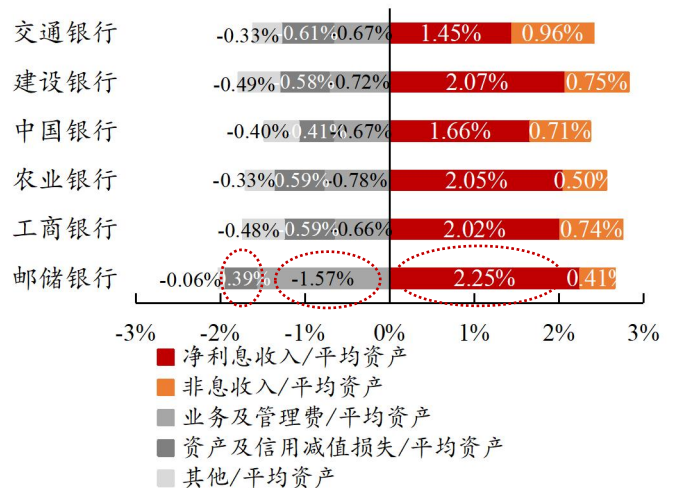
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2021 年非息走强、拨备拖累减小



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 11. 2021 年邮储银行净利息收入优势明显



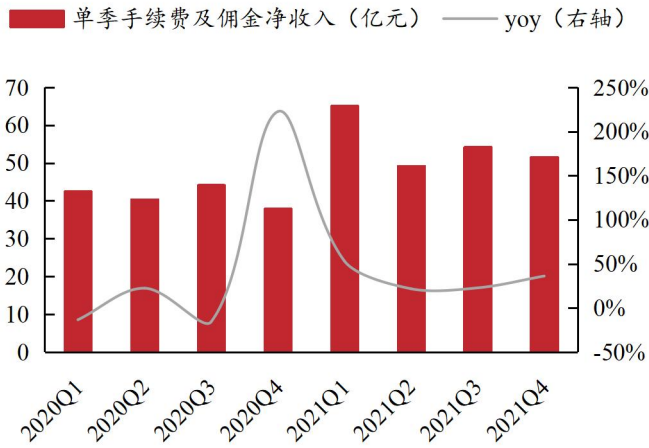
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.3. 非息分项各有千秋，零售业务续写新篇章

中收占比再上新台阶，资产摆布灵活，其他非息收入带来惊喜。2021 年非息收入为 493.80 亿元，同比增长 50.44%，占营收的比重升至 15.49%，中收 220.07 亿元，占营收比重上行 1.14pct 至 6.90%，Q1-Q4 单季中收均实现 20% 以上增长。其中，全年代理业务手续费收入 122.39 亿元，同比增长 88.67%，主要由于加快推进财富管理升级，保险、基金和集合资管计划代销业务收入实现快速增长。Q3、Q4 单季其他非息收入同比分别高增 4.22 倍、3.75 倍，主要是加大对轻税负的基金配置、灵活交易，获得较多分红收入和买卖价差。

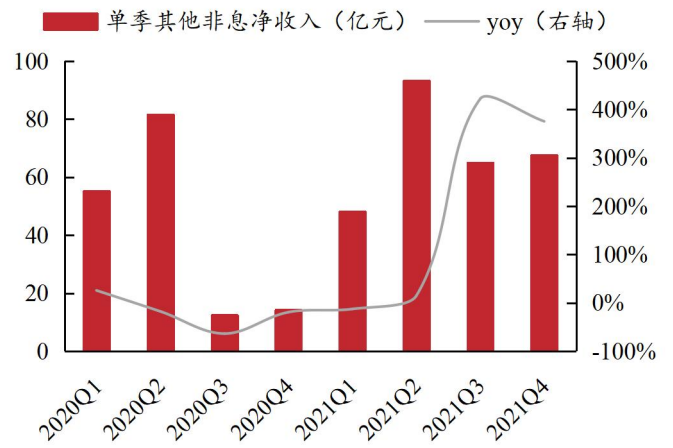
零售客群超 6 亿，贡献近七成营收，零售 AUM 比肩表内资产。截至 2021 年末，邮储银行个人客户 6.37 亿户，其中 VIP 客户 4,262.98 万户，同比增长 17.07%；财富客户 356.21 万户，同比增长 24.12%。零售客群基础十分深厚，为存贷和非息业务均打开了广阔的增量空间，个人银行业务收入占营收比重升至 69.60%。2021 年末零售 AUM 为 12.53 万亿元，同比增长 11.40%，零售 AUM 已升至表内资产规模的 99.54%，财富管理想象空间巨大。全行理财产品规模 9,152.55 亿元，同比增长 5.77%，其中净值型产品占比 83.87%，净值化率较上年提升 28.57pct。2021 年，旗下理财子公司——中邮理财营业收入和净利润分别为 18.61 亿元、32.02 亿元，净利润同比增长 3.20%，中邮理财作为邮储银行零售转型的重要抓手，与母行在惠农、绿色金融方面加强协同，已形成较完善的差异化产品矩阵。

图表 12. 2021 年单季中收增速均高于 20%



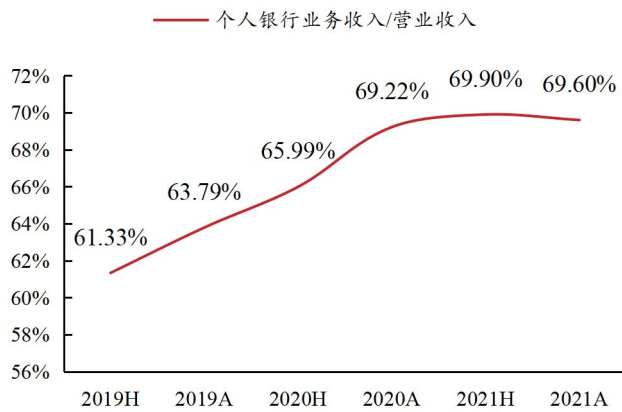
资料来源：邮储银行 2019-2021 年报/中报/季报，东亚前海证券研究所

图表 13. 2021 年单季其他非息收入显著高增



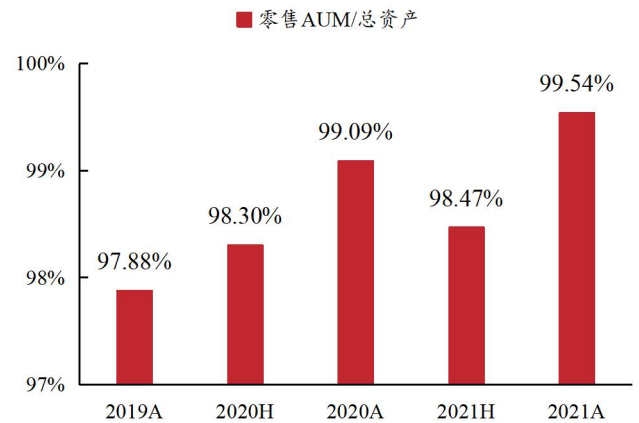
资料来源：邮储银行 2019-2021 年报/中报/季报，东亚前海证券研究所

图表 14. 个人银行业务收入占比走高



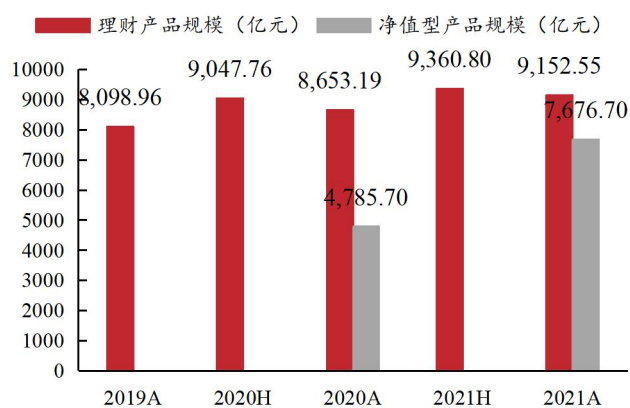
资料来源：邮储银行 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

图表 15. 零售 AUM 比肩表内总资产



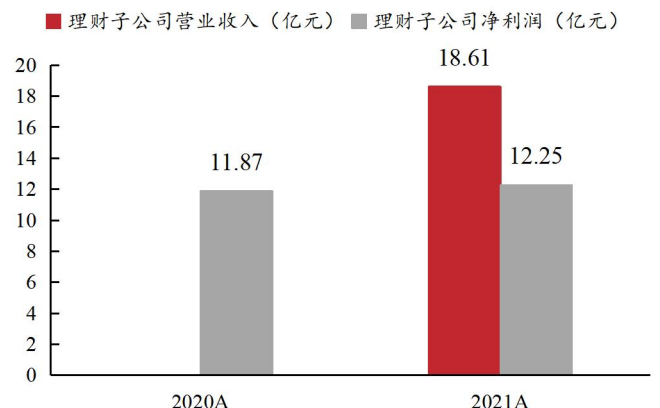
资料来源：邮储银行 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

图表 16. 理财产品的净值化转型顺利



资料来源：邮储银行 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

图表 17. 中邮理财净利润同比增加



资料来源：邮储银行 2020-2021 年报，东亚前海证券研究所

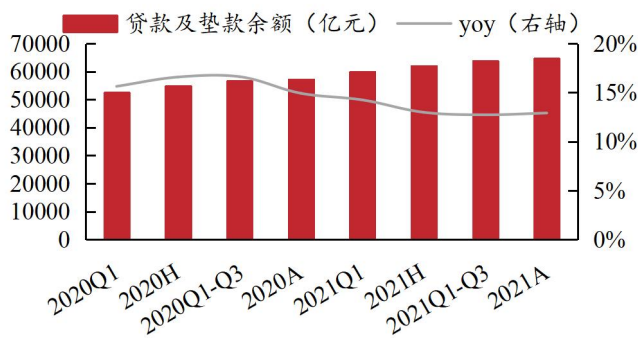
2. 践行普惠金融，资产端“量”增“质”优

2.1. 贷款需求强劲，存款客群及期限结构改善

信贷需求强劲，涉农、普惠及绿色贷款增速均高于贷款整体增速。截至2021年末总资产12.59万亿元，同比增加10.87%；贷款余额6.45万亿元，同比增加12.91%。其中对公贷款、票据贴现和零售贷款同比增速分别为13.96%、-8.37%和15.44%，贷款需求强劲，低收益票据资产有所压降。对公房地产占贷款总额2.15%，较上年提升51BP，处于极低水平。涉农、普惠小微企业和绿色贷款余额分别为1.61万亿元、9606.02亿元和3722.94亿元，同比增速分别为13.90%、19.89%和32.52%，均高于全行贷款整体增速。

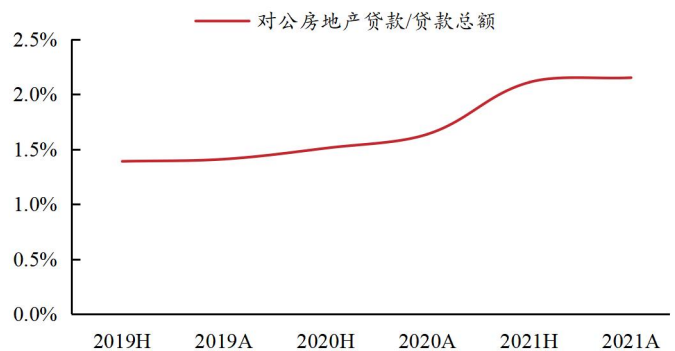
零售贷款结构均衡，按揭增速微降，小额及信用卡增速微升。截至2021年末，个人住房贷款、个人其他消费贷款、个人小额贷款和信用卡贷款余额分别为2.17万亿元、4,966.21亿元、9,153.54亿元和1,748.69亿元，同比分别增加12.92%、12.37%、22.66%和20.90%。其中个人住房贷款增速较2020年微降8BP，且上半年降幅更大，随着下半年政策纠偏，监管明确居民合理的按揭贷款需求应得到满足，因此下半年按揭降幅有所收窄。个人小额贷款和信用卡贷款均保持20%以上增长，且增速较上年提升，这与加大对三农支持力度、推进信用卡中心专营机构体制机制改革密不可分。

图表 18. 2021 年贷款增速保持稳定



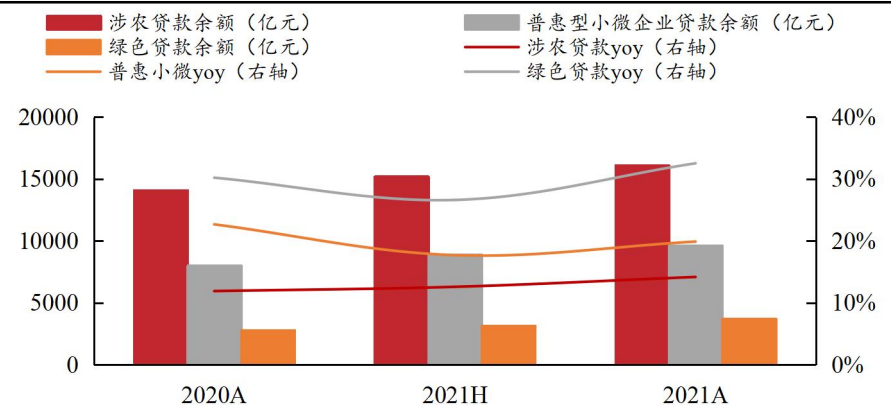
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 19. 2 对公房地产贷款占比极低



资料来源：Wind，公司 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

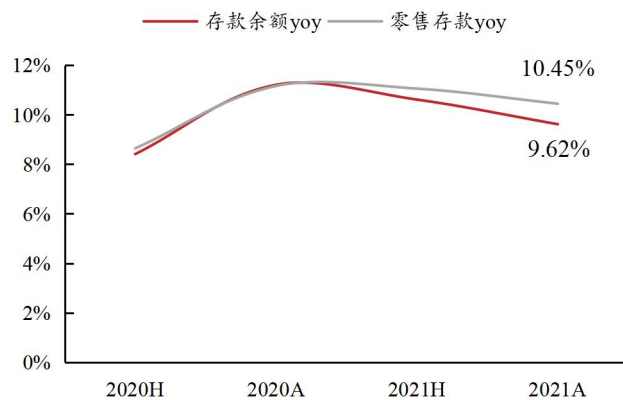
图表 20. 邮储银行涉农、普惠及绿色贷款增速均高于贷款整体增速



资料来源：邮储银行 2020-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

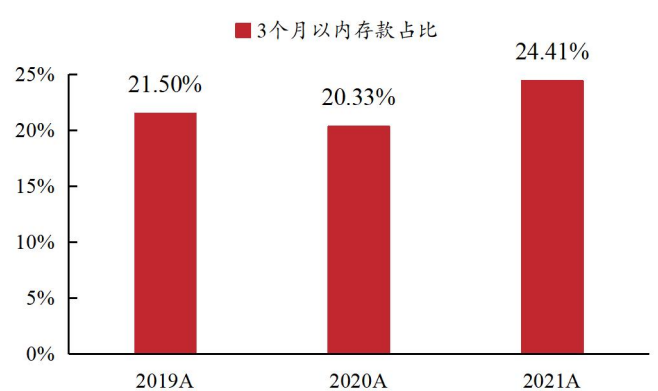
零售存款增速高于全行存款，存款期限结构进一步优化。截至 2021 年末，邮储银行存款余额为 11.35 万亿元，同比增长 9.62%，增速较 2020 年有所下滑，但结构有所优化：零售存款余额为 10.05 万亿元，同比增长 10.45%，增速高于全行存款，零售客群的黏性较大。活期存款占比 34.41%，同比下行 1.96pct，这与邮储银行以个人定期存款为主的存款结构有关。2021 年邮储银行主动压降高息存款，3 个月以内存款占比自 2020 年末的 20.33% 升至 2021 年末的 24.41%，短期低息存款占比提升有助于改善存款成本率。

图表 21. 2021 年零售存款增速高于全行存款



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 22. 3 个月内存款占比走高



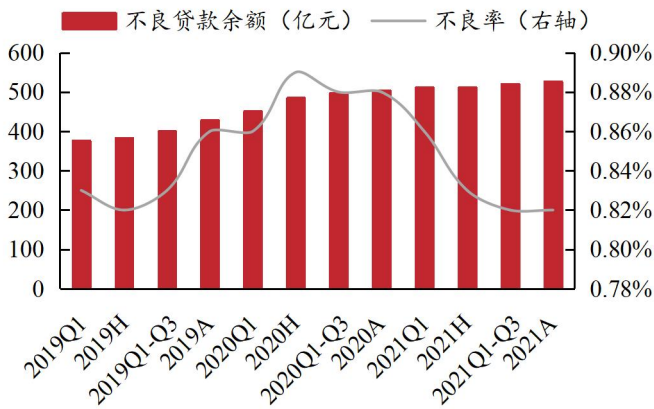
资料来源：邮储银行 2019-2021 年报，东亚前海证券研究所

2.2. 不良生成率同比走低，资产质量稳中更优

不良贷款“额升率降”，关注率、不良生成率均有下行。截至 2021 年末，不良贷款余额为 526.85 亿元，同比增加 4.60%；不良贷款率 0.82%，同比下行 6BP，与三季度末持平。不良生成率为 0.60%，同比下行 19BP，增量资产的风险得到较好控制。关注率 0.47%，同比下行 7BP，广义不良率（不良率+关注率）为 1.29%，同比下行 13BP，资产质量稳中更优，堪称上市银行标杆之一，预计不良率未来有进一步下探的空间。

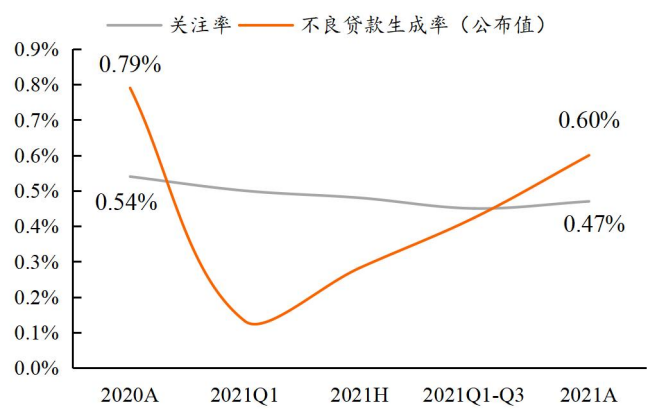
对公及零售不良率均有改善，房地产开发贷不良率极低。不良结构上，对公贷款不良率、零售贷款不良率分别为 0.78% 和 0.94%，同比分别下行 17BP、4BP；对公房地产不良率仅为 0.02%，与上年末持平，这与其房地产开发贷占比整体较小、客户结构较优有关。除个人其他消费贷款不良率同比增加以外，其余三类零售贷款不良率均同比下行，其中个人小额贷款、信用卡贷款不良率分别下降 33BP、17BP，降幅较大，零售贷款资产质量保持稳中改善。

图表 23. 不良贷款额升率降



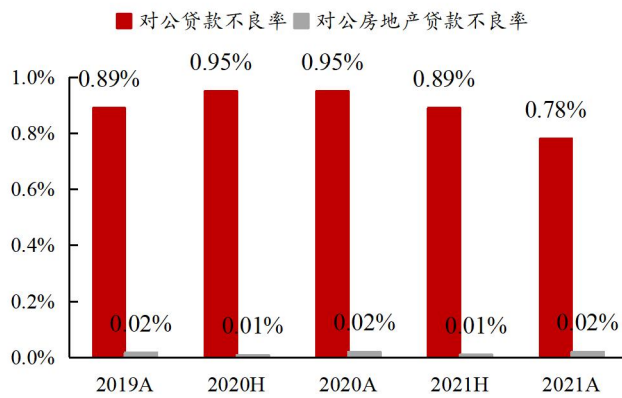
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 24. 关注率和不良生成率均同比下行



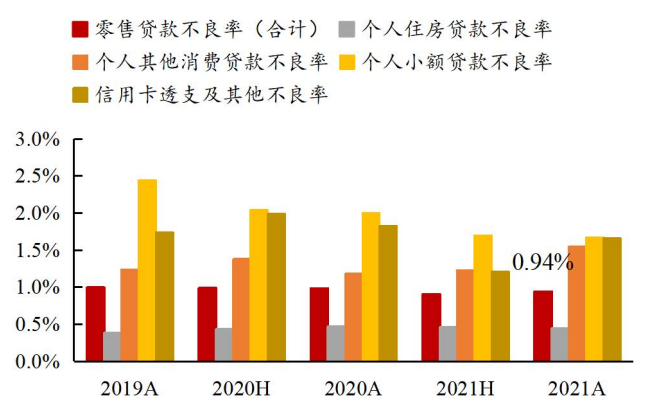
资料来源: 邮储银行 2020-2021 年报/中报/季报, 东亚前海证券研究所

图表 25. 对公房地产贷款不良率极低



资料来源: 邮储银行 2019-2021 年报/中报/季报, 东亚前海证券研究所

图表 26. 零售分项的不良率相对稳定



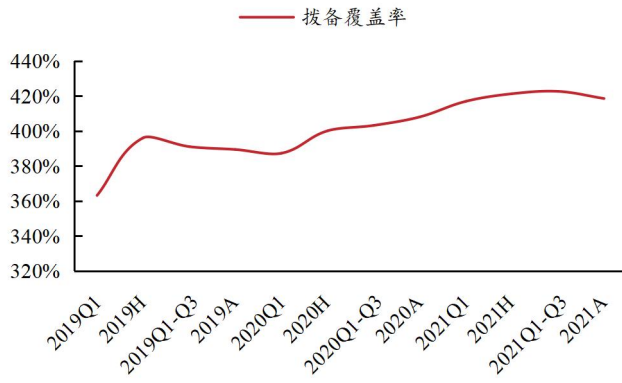
资料来源: Wind, 邮储银行 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

2.3. 拨备覆盖率高位上行, 利润释放空间充足

拨备覆盖率增厚, 非贷款信用减值损失占比上行。截至 2021 年末, 邮储银行拨备覆盖率为 418.61%, 同比上行 10.55pct, 风险抵御能力进一步增强。2021 年共计提信用减值损失 466.38 亿元, 其中贷款减值损失为 287.28 亿元, 占比 61.60%, 较 2020 年有所下行, 主要是由于大幅增加对非贷款资产减值损失所致, 为推进理财风险资产回表工作, 对回表资产足额计提减值损失 107.23 亿元。

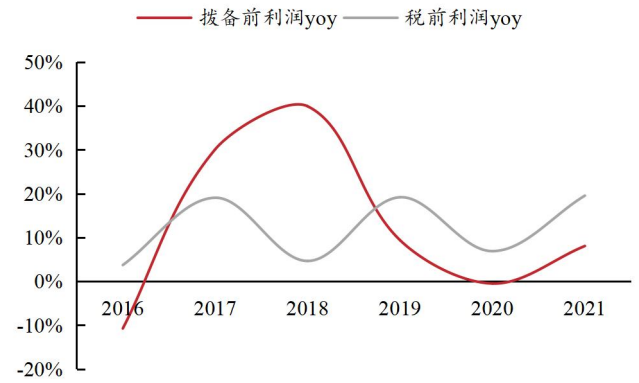
拨备安全垫较厚、资产质量优异背景下, 拨备连续 3 年反哺利润。2021 年 PPOP 为 1281.12 亿元, 同比增长 8.06%, 低于税前利润增速 (19.55%), 在拨备覆盖率上行+不良率下行的双向优化前提下, 邮储银行在 2021 年继续减少了拨备计提, 连续三年实现拨备对利润的反哺。预计未来不良生成率持续走低的趋势下, 利润释放空间仍然较为充足。

图表 27. 拨备覆盖率稳中上行



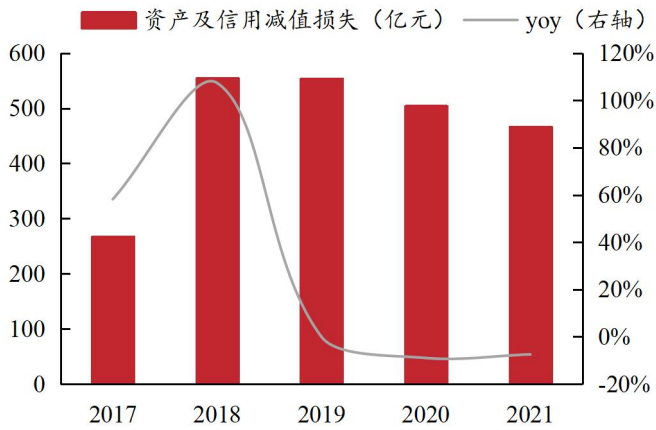
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 28. 连续三年实现拨备反哺利润



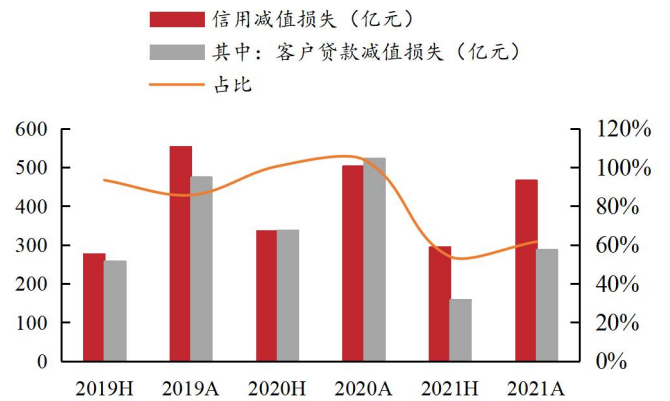
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 29. 拨备计提同比下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 30. 非贷款类的减值损失占比提升



资料来源: Wind, 邮储银行 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

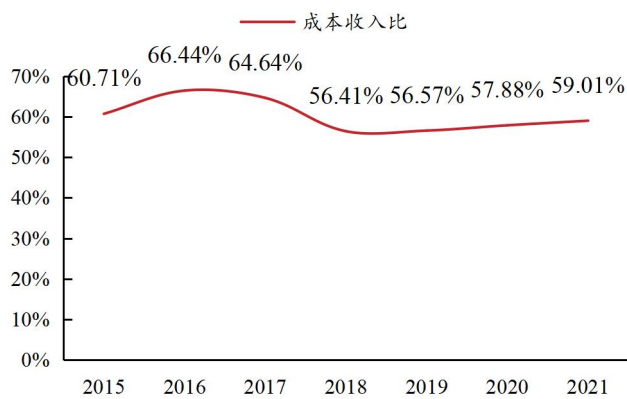
3. 费用仍可优化，高级法建设工作顺利推进

3.1. 成本收入比承压，资本指标同比均有改善

员工费用高增，科技和营销投入加大，拖累成本收入比。成本管控上，2021年业务及管理费1,881.02亿元，同比增长13.55%，其中储蓄代理费及其他、员工费用同比分别增长8.34%、15.33%。Q4单季业务及管理费增幅达26.16%，费用的高增主要体现在第四季度。员工费用和其他支出为主要拖累，主要受人力资源投入的增加、上年同期疫情期间享受的社保费减免政策到期、加大信息科技和营销投入等影响，从而使得成本收入比同比上行1.13pct至59.01%。

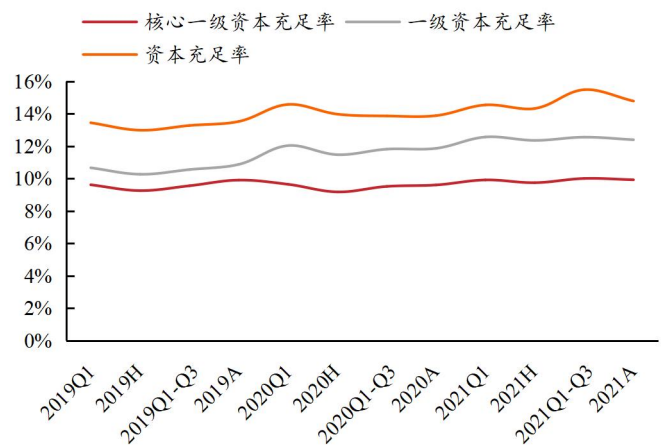
资本安全边际较大，期待高级法的早日实施带来放量空间。权重法下，核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为9.92%、12.39%和14.78%，较2020年末均有上行，资本安全垫进一步充实。2021年10月，邮储银行入选我国系统重要性银行第二组，核心一级资本充足率监管下限上行50BP，目前来看资本安全边际充足。此外，除邮储银行外的其余五家国有行及招商银行均已实施高级法进行资本管理，邮储银行正全力推进高级法的实施工作。截至2021年末，109项高级方法主体建设任务顺利完成，未来随着高级法的实施，邮储银行的资本安全边际将进一步扩大，为资产放量留出更大空间。

图表 31. 2021 年成本收入比同比上行



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 32. 2021 年末资本指标安全边际较高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4. 投资建议

邮储银行是零售特色鲜明的国有大行，自营+代理模式深入县域乡村，净息差虽边际承压，但仍居于国有行首位；叠加涉农贷款、普惠小微和绿色贷款的比较优势，资产获取能力强，“以量补价”成效凸显。6亿多零售客群打开财富管理增长空间，零售 AUM 比肩表内资产，中收增速十分瞩目。资产质量持续优异，不良率、不良生成率和关注率全面下行、拨备覆盖率持续上行背景下，实现拨备对利润的反哺。我们使用三阶段 DDM 模型估值：

绝对估值法下，根据五年期国债收益率测算出无风险利率为 2.57%，市场收益率选取 5 年沪深 300 指数平均收益，为 8.25%； β 值取 0.65，得出权益资本成本为 6.26%；利润增长率 g 在详细预测期(2022-2024)年为 7.57%；过渡增长期(2025-2034)为 4.88%；永续增长率为 3.18%。根据主要假设条件，我们预测 2022 年每股公允价值为 6.96 元，对应 0.93 倍 PB；

相对估值法下，我们认为邮储银行业绩持续高增，作为成长性国有行的本色不改，存贷业务动能强劲，非息收入潜力巨大，是财富管理领域冉冉升起的新星。再加上资产质量稳中更优，估值仍将位于国有银行前列。因此我们给予 0.92-0.95 倍 PB，对应的股价区间 6.86-7.08 元。

综上所述，我们维持邮储银行“推荐”评级。

5. 风险提示

经营风险：业务转型带来的风险以及财富管理转型进度不及预期等。

政策风险：金融供给侧结构性改革，对银行业监管政策趋严；政策落地不及预期。

市场风险：中国经济受疫情影响、经济增速下行风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒爆发使机构暂停营业。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	269,382	286,339	310,855	354,725
净手续费收入	22,007	24,868	28,722	33,605
其他非息收入	27,373	30,337	34,888	41,865
营业收入	318,762	341,544	374,465	430,196
税金及附加	(2,468)	(3,878)	(4,276)	(4,841)
业务及管理费	(188,102)	(197,412)	(215,692)	(247,362)
营业外净收入	49	50	50	50
拨备前利润	128,112	139,962	154,060	177,354
资产减值损失	(46,658)	(46,000)	(46,500)	(53,000)
税前利润	81,454	93,962	107,560	124,354
税后利润	76,532	88,324	101,645	118,136
归属母行净利润	76,170	88,324	101,645	118,136

盈利及杜邦分析

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	2.25%	2.15%	2.10%	2.17%
净非利息收入	0.40%	0.41%	0.43%	0.46%
营业收入	2.66%	2.57%	2.53%	2.63%
营业支出	1.59%	1.51%	1.49%	1.54%
拨备前利润	1.07%	1.05%	1.04%	1.08%
资产减值损失	0.39%	0.35%	0.31%	0.32%
税前利润	0.68%	0.71%	0.73%	0.76%
税收	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
ROAA	0.64%	0.66%	0.69%	0.72%
ROAE	11.86%	12.14%	12.45%	12.99%

资本状况

	2021A	2022E	2023E	2024E
核心一级资本充足率	9.92%	10.13%	10.58%	11.19%
一级资本充足率	12.39%	12.46%	12.77%	13.29%
资本充足率	14.78%	15.34%	15.92%	16.67%
风险加权系数	50.85%	48.35%	46.29%	43.89%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	6,454,099	7,293,132	8,168,308	9,066,822
贷款减值准备	216,900	292,884	378,263	471,130
债券投资	4,348,620	4,609,537	4,886,109	5,179,276
存放央行	1,189,458	1,271,656	1,411,538	1,566,808
同业资产	636,104	617,938	640,719	664,477
资产总额	12,587,873	14,031,626	15,534,617	17,205,352
吸收存款	11,354,073	12,716,562	14,115,384	15,668,076
同业负债	249,333	268,674	289,757	312,745
发行债券	81,426	85,497	89,772	94,261
负债总额	11,792,324	13,183,600	14,613,422	16,199,517
股东权益	795,549	848,026	921,195	1,005,835

驱动性因素

	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增长	10.84%	11.67%	9.53%	9.07%
贷款增长	4.08%	13.00%	12.00%	11.00%
存款增长	9.62%	12.00%	11.00%	11.00%
净手续费收入/营业收入	6.90%	7.28%	7.67%	7.81%
成本收入比	59.01%	57.80%	57.60%	57.50%
实际所得税税率	6.04%	6.00%	5.50%	5.00%

业绩年增长率

	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	6.32%	6.29%	8.56%	14.11%
净手续费收入	33.42%	13.00%	15.50%	17.00%
营业收入	11.38%	7.15%	9.64%	14.88%
拨备前利润	8.06%	9.25%	10.07%	15.12%
归属母行净利润	18.65%	15.96%	15.08%	16.23%

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	6.91	5.64	4.90	4.22
PB	0.78	0.72	0.65	0.59
EPS	0.78	0.96	1.10	1.28
BVPS	6.89	7.45	8.25	9.16
每股拨备前利润	1.39	1.52	1.67	1.92

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

機構銷售通訊錄

地區	聯繫人	聯繫電話	郵箱
北京地區	林澤娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地區	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
廣深地區	劉海華	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

聯繫我們

東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座二層

郵編：100086

上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓

郵編：200120

廣深地區：深圳市福田區中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層

郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>