

邮储银行(601658)/银行
邮储银行新股定价及投资价值分析
评级: 增持

市场价格:

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

电话:

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师: 邓美君

执业证书编号: S0740519050002

电话:

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理: 贾靖

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)

流通股本(百万股)

市价(元)

市值(百万元)

流通市值(百万元)

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	189,602	224,864	261,245	282,521	302,565
增长率 yoy%	-0.5%	18.6%	16.2%	8.1%	7.1%
净利润	39,801	47,683	52,311	59,612	66,742
增长率 yoy%	14.2%	19.8%	9.7%	14.0%	12.0%
每股收益(元)	0.49	0.59	0.65	0.69	0.77
每股现金流量					
净资产收益率	12.88%	12.26%	11.56%	11.68%	11.73%
P/E	10.71	8.94	8.15	7.61	6.79
PEG					
P/B	1.23	1.11	1.00	0.91	0.83
备注:					

投资要点

- 发行价: 和我们前期报告判断一致, 为 5.50 元/股。**公司截至 2019 年 6 月 30 日经审计的每股净资产为 5.49 元/股, 我们计算的扣除其他权益工具后归属于公司普通股股东权益除以发行前总股本的每股净资产实际为 5.4947 元/股, 根据《关于规范国有企业改制工作的意见》: (六) 定价管理。上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上, 参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。考虑到目前市场风格和前期我们对银行股发行价的跟踪, 我们前期判断公司发行价格不低于 5.50 元/股, 本次发行价和我们的前期判断保持一致。
- 发行量: 不超 51.72 亿股, 行使超额配售权则为 59.48 亿股。**1) 在符合上市地最低发行比例等监管规定的前提下, A 股发行数量不超过 51.72 亿股 (即不超过 A 股发行后总股本的 6%), 且不包括根据超额配售选择权可能发行的任何股份。2) 在符合法律法规及监管要求的前提下, 公司可授权主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额 15% 的股份, 即总发行数量不超 59.48 亿股。
- 预计募集资金和资本充足率提升测算: 1) 正常发行: 按 5.50 元/股、发行数量 51.72 亿股计, 募集资金在 284.5 亿左右; 静态测算将补充核心一级资本 0.59%, 发行后在 3Q19 的基础上核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率将分别提升至 10.14%、11.14%、13.86%。2) 绿鞋机制下: 按 5.50 元/股、发行数量 59.48 亿股计, 募集资金在 327.2 亿左右。静态测算将补充核心一级资本 0.68%, 发行后在 3Q19 的基础上核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率将分别提升至 10.23%、11.23%、13.95%。**
- 投资建议: 基本面优异独特, 财报业绩持续平稳靓丽。**3Q19 邮储银行业绩持续保持靓丽, 营收同比增 7.14%, 归母净利润同比+16.22%, 不良率 0.83%, 拨备覆盖率 391%, 财务表现持续保持平稳靓丽。邮储银行为全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明, 负债端有较深的护城河, 资产质量优异, 盈利能力逐步提升, 是具有差异化特色的国有大行, 近年来分红比例持续提升 (2018 年分红比例为 30%), 期待后续科技赋能挖掘潜力。建议投资者重点关注。
- 风险提示: 代理网点业务开展不及预期、政策变动超预期。**

新股询价相关情况及测算

- 发行价：**和我们前期报告判断一致，为 **5.50 元/股**。公司截至 2019 年 6 月 30 日经审计的每股净资产为 5.49 元/股，我们计算的扣除其他权益工具后归属于公司普通股股东权益除以发行前总股本的每股净资产实际为 5.4947 元/股，根据《关于规范国有企业改制工作的意见》：（六）定价管理。上市公司国有股转让价格在不低于每股净资产的基础上，参考上市公司盈利能力和市场表现合理定价。考虑到目前市场风格和前期我们对银行股发行价的跟踪，我们前期判断公司发行价格不低于 5.50 元/股，本次发行价和我们的前期判断保持一致。

图表：16 年来上市银行发行价统计

	发行时间	发行价	最近一期经审计每股净资产	最近一期审计日
江苏银行	2016-08-02	6.27	6.27	2015/12/31
贵阳银行	2016-08-16	8.49	7.76	2015/12/31
杭州银行	2016-10-27	14.39	14.383	2016/6/30
上海银行	2016-11-16	17.77	17.77	2016/3/31
成都银行	2018-01-31	6.99	6.99	2017/6/30
郑州银行	2018-09-19	4.59	4.581	2017/12/31
长沙银行	2018-09-26	7.99	7.99	2018/3/31
西安银行	2019-03-01	4.68	4.68	2018/6/30
江阴银行	2016-09-02	4.64	4.64	2015/12/31
无锡银行	2016-09-23	4.47	4.47	2016/3/31
常熟银行	2016-09-30	4.28	4.28	2016/6/30
苏农银行	2016-11-29	6.83	6.83	2016/6/30
张家港行	2017-01-24	4.37	4.37	2016/6/30
紫金银行	2019-01-03	3.14	3.14	2018/6/30
青农商行	2019-03-26	3.96	3.9507	2018/9/30
渝农商行	2019-10-29	7.36	7.37	2019/3/31

资料来源：每家银行招股说明书，中泰证券研究所

- 发行量：不超 51.72 亿股，行使超额配售权则为 59.48 亿股。** 1) 在符合上市地最低发行比例等监管规定的前提下，A 股发行数量不超过 51.72 亿股（即不超过 A 股发行后总股本的 6%），且不包括根据超额配售选择权可能发行的任何股份。2) 在符合法律法规及监管要求的前提下，公司可授权主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额 15% 的股份，即总发行数量不超 59.48 亿股。
- 预计募集资金和资本充足率提升测算：** 1) **正常发行：**按 5.50 元/股、发行数量 51.72 亿股计，募集资金在 284.5 亿左右；静态测算将补充核心一级资本 0.59%，发行后在 3Q19 的基础上核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率将分别提升至 10.14%、11.14%、13.86%。 2) **绿鞋机制下：**按 5.50 元/股、发行数量 59.48 亿股计，募集资金在 327.2 亿左右。静态测算将补充核心一级资本 0.68%，发行后在 3Q19 的基础上核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率将分别提升至

10.23%、11.23%、13.95%。

图表：邮储银行资本充足情况测算

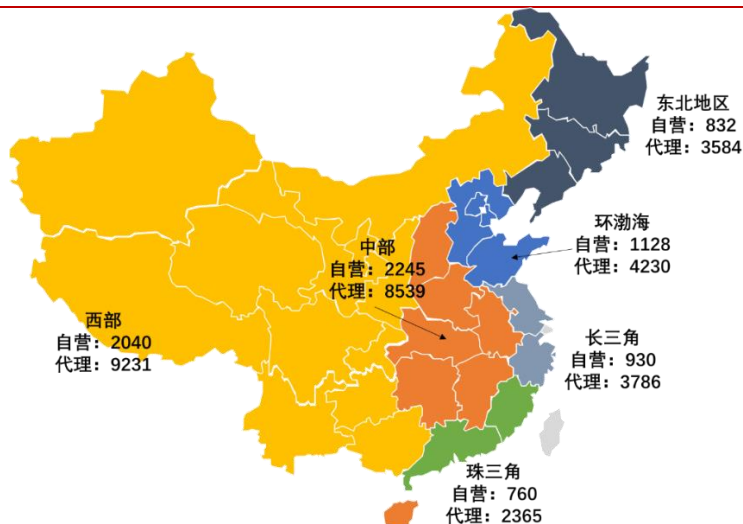
	3Q19	A 股发行后	A 股发行后（绿鞋机制下）
核心一级资本充足率	9.55%	10.14%	10.23%
一级资本充足率	10.55%	11.14%	11.23%
资本充足率	13.26%	13.86%	13.95%

资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

投资价值分析：邮储银行独特而优异的基本面

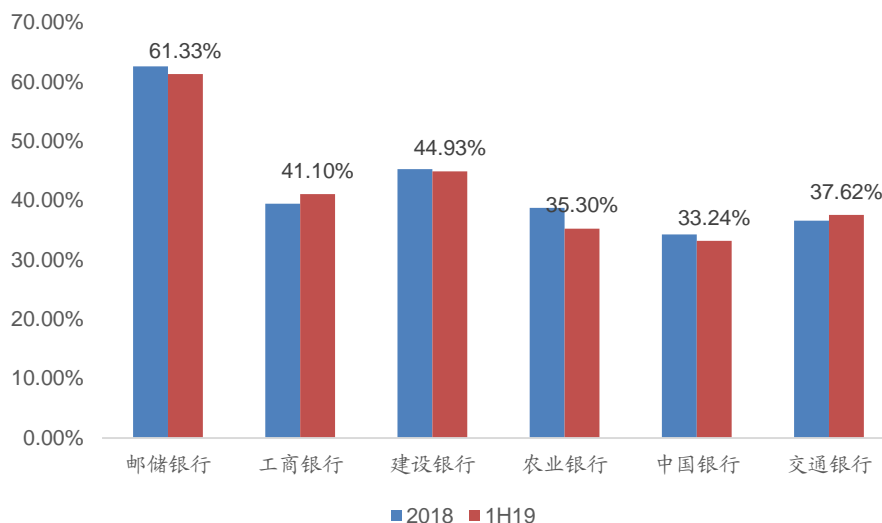
- 邮储银行具有在业务模式、渠道、零售客户方面的独特基因。1) 全球唯一的“自营+代理”模式。邮储银行依托邮政集团的代理网点，建立了中国银行同业唯一的“自营+代理”运营模式，跟集团在营销、代理吸收存款、代理中间业务、其他综合服务方面展开服务。依托邮政集团的代理网点，邮储拥有了数量最多、覆盖最广的分销网络。截至 2019 年 6 月末，邮储银行拥有 39680 个营业网点，其中自营网点 7,945 个，占比 20.02%；代理网点 31,735 个，占比 79.98%。营业网点覆盖中国所有城市和 99% 的县域地区。2) 网点和服务深度不断下沉，县域和农村地区实现广覆盖。从网点的地域属性分布来看，城市网点 11,935 个，县城网点 8,742 个，农村网点 19,003 个。

图表：邮储银行网点分布（截止 2019 年 6 月 30 日）



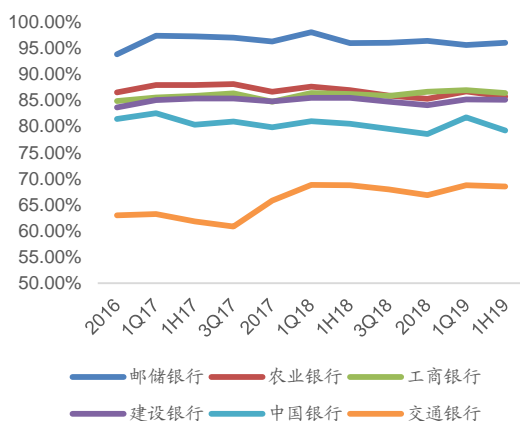
资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 3) 拥有中国商业银行最大规模的零售客户基础。邮储银行发挥贴近客户的网络优势，打造社区金融服务生态圈，突出社区银行特色，零售优势突出。从 1H19 的表现看，资产端零售贷款占比达到贷款总额的 54.24%，其中个人按揭贷款占比 33.33%，在上市银行中处于较高水平；负债端储蓄存款占比总存款比例为 87%，为行业最高水平，存款稳定性高，零售负债优势明显；收入端，个人银行业务收入贡献总营收的 61.33%，占比亦处行业较高水平，为公司的主要贡献点。

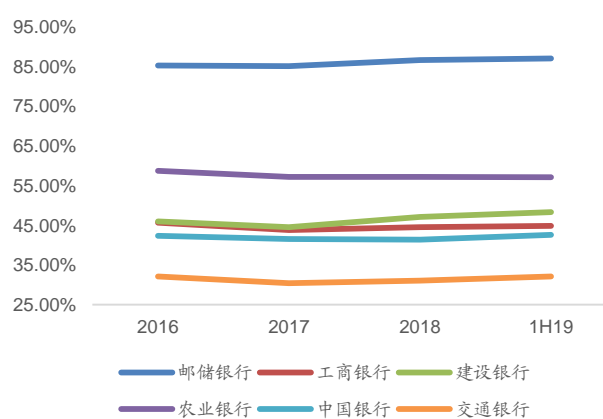
图表：国有六大行个人银行业务的营收贡献占比


资料来源：招股说明书，公司财报，中泰证券研究所

- 财务表现：负债端较深的“护城河”，ROA有成长空间。**邮储银行在渠道和零售客户巩固的优势打造了其在资产负债结构方面的特色：资产端贷款有定价优势，负债端有结构优势（存款占比达95%以上）。一方面，这样的资产负债结构给邮储银行带来了显著高于同业的息差水平，净利息收入对利润的贡献度较高；另一方面，净利息收入占比较高的营收结构也使得邮储银行的营收对利率变动更加敏感。同时独特的代理模式也为邮储银行带来了较高的储蓄代理费用，使得费用相对其他五大行较高，因此盈利整体弱于其他大行，1H19 ROA要低于其他五大行平均水平。

图表：国有六大行存款占比负债情况


资料来源：公司报告，中泰证券研究所

图表：国有六大行个人存款占比总存款情况


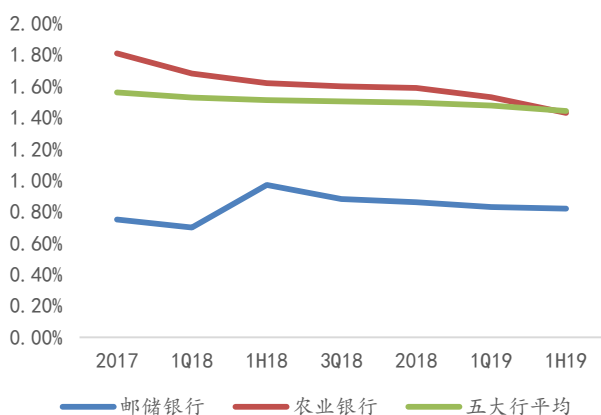
资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- 风控能力优异，多维度看资产质量在国有大行中处于优异水平。**无论是从不良维度、逾期维度、还是拨备维度，邮储银行的资产质量在国有六大行中均处于较为优异的水平，在不良认定极为严格的前提下（1H19逾期90天以上贷款全部纳入不良，逾期60天以上贷款纳入不良为

99.70%，逾期 30 天以上贷款纳入不良为 97.11%)，不良率长期保持在 1%以内，且 2019 年 6 月末单季年化不良净生成率仅为 0.09%，处于极低水平。邮储银行不良率水平低的原因可以从其贷款结构和风控水平两方面去解释，一方面邮储银行信贷业务以个人贷款为主、个贷以低风险的按揭贷为主、且公司贷款中高风险领域敞口较小，产能过剩行业、房地产业等高风险行业贷款余额比重较低。同时从风控水平看，采取审慎管理原则，引进国外先进信贷管理技术，严格把控企业信贷流程，单列小微企业授信政策指引，将不良控制在较低范围内。

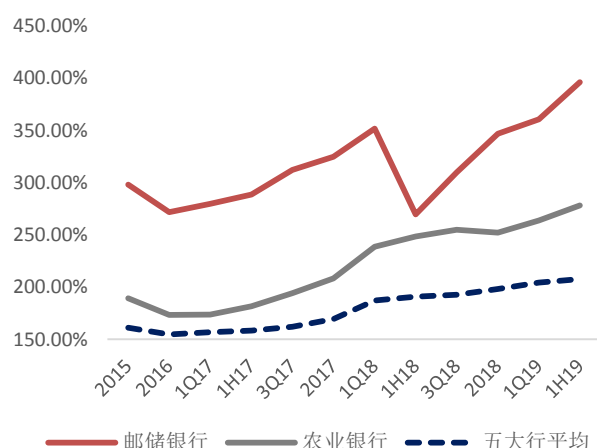
- 此外，公司风险抵补能力较强，1H19 拨备覆盖率 396.1%，高出五大行平均拨覆率 211.6% 184 个百分点，且从自身历史变化看拨覆率也是趋于提高的。从拨贷比情况看，公司拨贷比水平相对五大行平均则是偏低的，但近年来与五大行平均水平的差距在不断缩小。1H19 拨贷比为 3.23%，高于五大行平均 3.05%拨贷比 18bp。较强的拨备覆盖程度夯实了公司风险抵补能力，同时后续也有进一步反哺利润的空间。

图表：国有六大行不良率水平



资料来源：公司报告，中泰证券研究所

图表：国有六大行拨覆率水平



资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- 期待后续科技赋能挖掘潜力。公司持续加大在 IT 领域的投入，2018 年 IT 投入 72 亿元，占营收比例 2.75%，未来计划将信息科技投入占营业收入比例提升至 3%，通过科技发展带动公司深化转型，期待科技赋能后公司经营效率的持续提升。
- 三季报业绩持续靓丽，预计全年业绩保持平稳高增，净利润在 16%-18%。3Q19 邮储银行业绩持续保持靓丽，营收同比增 7.14%，归母净利润同比+16.22%，不良率 0.83%，拨备覆盖率 391%，财务表现持续保持平稳靓丽。同时根据公司招股意向书，预计 2019 年公司营收同比区间在 6-7%，归母净利润同比区间在 16-18%，扣非后归属公司普通股股东的净利润增速在 10.4%-12.5%，总体成长性较高，高于五大行平均增速。
- 投资建议：邮储银行为全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明，负债端有较深的护城河，资产质量优异，盈利

能力逐步提升，是具有差异化特色的国有大行。公司近年来分红比例持续提升（2016-2018 年分红比例分别为 15%、25%、30%），建议投资者重点关注。

- **风险提示：**代理网点业务开展不及预期、政策变动超预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。