

# 邮储银行 (601658)

证券研究报告

2019年11月25日

## 资产质量优异，深耕县域的零售大行

### 深耕县域，特色鲜明的零售大行

全国营业网点最多、覆盖面最广的零售大行。截至19年6月底，邮储银行拥有近4万个营业网点，占我国银行机构网点的六分之一；服务5.89亿个人客户，接近工行服务的个人客户数，并覆盖中国大陆所有城市和99%的县域地区，覆盖面非常广。个人银行业务营收占比稳定在60%以上，1H19达61.30%。

得益于很好的客户基础，3Q19存款达9.17万亿元，大幅超过同等体量的交行；资产规模已经反超交行，3Q19资产规模突破10万亿元。3Q19邮储银行加权平均ROE达11.77%（未年化），居六大行之首。

### 零售造就负债优势，净息差领跑大行

存款占负债比例高，成本率低。3Q19邮储银行存款占总负债比95.48%，1H19邮储银行的存款付息率为1.53%，优于同业。贷款逐渐成为主要的生息资产，贷款持续较快增长，在资产中的比重上升至3Q19的48.07%。个贷占比过半，增速较快，个贷占比高使贷款收益率高。

净息差领跑大行。零售优势造就稳定的较低的存款成本，并带来较高的资产收益率，使得净息差较高。自13年以来，净息差持续高于主要大行。1H19邮储银行净息差达2.55%，明显超过工农中建等大行，居大行之首。

### 资产质量优异，近年业绩靓丽

贷款结构较好，且不良隐忧小。不良率、逾期贷款率保持在1%左右，关注贷款率19Q3仅0.67%。3Q19拨备覆盖率391.1%，大幅领先其他大行，回补利润的能力较强。对公贷款以低风险行业贷款为主，零售贷款中个人按揭占比高，信贷结构较好，不良隐忧小。1H19不良净生成率仅0.07%，远低于大行0.68%的水平，不良生成压力低。

近年营收与净利润保持较快增长，业绩靓丽。3Q19归母净利润542.9亿元，YoY+16.2%；营收2105.6亿元，YoY+7.1%；年化加权ROE达15.69%，同比提升1.09pct，高于其他大行。

### 投资建议：资产质量优异，深耕县域的零售大行

邮储银行作为深耕县域的零售大行，新任董事长为其带来更加市场化的机制，代理网点发展潜力巨大，我们非常看好其未来发展。零售银行ROE较高，3Q19邮储银行年化ROE达15.69%，领跑大行。相较于海外摩根大通及富国银行以及国内零售银行王者-招商银行之较高估值，A股往往给予四大行略微折价。

综合考虑邮储银行资产质量优异且不良隐忧小，深耕县域未来发展空间大等因素，我们认为，邮储银行未来6个月合理估值为1.0倍20年PB-1.1倍20年PB，对应区间[6.59-7.25]元/股。

**风险提示：**LPR和存款压力压制息差；资产质量恶化；代理网点操作风险等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	2249	2612	2833.72	3020.29	3283.49
增长率(%)	18.6	16.2	8.5	6.6	8.7
归属母公司股东净利润(亿元)	476.83	523.11	607.50	662.10	734.13
增长率(%)	19.8	9.7	16.1	9.0	10.9
每股收益(元)	0.59	0.65	0.75	0.82	0.91
市盈率(P/E)	8.85	8.07	6.95	6.38	5.75
市净率(P/B)	1.10	0.99	0.90	0.79	0.70

资料来源：wind，天风证券研究所

行业	银行/银行
发行价格	5.50元
合理估值区间	6.59-7.25元

### 发行数据

总股本(万股)	8,103,057
发行数量(万股)	517,216
网下发行(万股)	217,231
网上发行(万股)	93,099
保荐机构	中国国际金融股份有限公司;中邮证券有限责任公司
发行日期	2019/11/28
发行方式	网上发行,网下配售,战略投资者配售

### 作者

廖志明 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com

### 股东信息

中国邮政集团公司	68.92%
HKSCC NOMINEES LIMITED	24.49%
中国人寿保险股份有限公司	4.12%
中国电信集团有限公司	1.38%
浙江蚂蚁小微金融服务集团股份有限公司	0.91%
深圳市腾讯网域计算机网络有限公司	0.16%
LI KIU	0.00%
KWOK CHEE YIN	0.00%
CHENG SUI SUN	0.00%
WONG WAI FUK	0.00%



## 内容目录

1. 深耕县域，特色鲜明的零售大行	5
1.1. 以个人业务立行，零售特色鲜明	5
1.2. 以中西部地区为主战场，未来空间大	6
1.3. 扎根县域，聚焦三农	7
1.4. 零售大行，ROE 居大行之首	8
2. 零售造就负债成本优势，净息差领先大行	8
2.1. 深耕县域，存款成本优势明显	8
2.2. 贷款占比逐年上升，资产结构优化	10
2.3. 零售优势造就领先的息差水平	12
3. 独特的代理模式，优劣并存	13
3.1. “自营+代理” 网点模式，营业支出较高	13
3.2. 储蓄代理费率较固定，抬升“实际” 负债成本	15
3.3. 业绩对市场利率的敏感度较高	16
4. 中收发展空间大，营收结构有望改善	17
4.1. 净利息收入占比高	17
4.2. 非息收入增速显著回升，中收不弱	17
5. 资产质量优异，潜在不良较少	19
5.1. 账面不良率低，拨备覆盖率高	19
5.2. 潜在不良指标亦显著低于同业	19
5.3. 贷款结构较好，资产质量有望保持优异	20
6. 资本略有制约，近年业绩靓丽	22
6.1. 资本充足率与四大行的差距仍存	22
6.2. 近年业绩领跑大行	22
7. 投资建议：资产质量优异，深耕县域的零售大行	23
8. 风险提示	25

## 图表目录

图 1：邮储银行发展历程	5
图 2：邮储银行网点最多，近四万个（截至 1H19）	5
图 3：邮储银行个人银行业务营收占比高	5
图 4：邮储银行的个人银行业务营收占比高于招行	6
图 5：邮储银行的个人银行业务税前利润占比低于招行	6
图 6：1H19 邮储银行中西部地区营收/利息收入占比近 1/2	6
图 7：1H19 邮储银行中西部地区是存贷款业务的大头	6
图 8：中西部地区工业增加值同比增速高于东部地区（%）	6
图 9：邮储银行网点主要在县域地区（单位：万个）	7
图 10：农村居民人均可支配收入增速保持平稳	7

图 11: 邮储银行涉农贷款占比较高, 占比与农行齐平.....	7
图 12: 邮储银行农户贷款占比逐年上升 .....	7
图 13: 邮储银行的存款占计息负债比长期高于 90% .....	8
图 14: 邮储银行存款占总负债比居大行首位 (截至 3Q19) .....	8
图 15: 邮储银行存款增速 18 年开始反转提升 .....	9
图 16: 生息资产和计息负债增速与存款增速关联性高 .....	9
图 17: 邮储银行个人存款占比极高, 1H19 为 87.02% .....	9
图 18: 邮储银行存款成本率较低, 优势明显 (1H19) .....	9
图 19: 邮储银行调整资产结构, 贷款占比逐年上升 .....	10
图 20: 邮储银行贷款同比增速远高于其他四行 .....	10
图 21: 邮储银行个贷占比远超上市银行平均, 1H19 为 54% .....	10
图 22: 14-18 年邮储银行个贷增速高于同业平均, 1H19 则较低 .....	10
图 23: 邮储银行个贷的主要投向个人按揭, 但瓶颈已现 .....	10
图 24: 1H19 邮储银行住房按揭贷款增速仍高于可比同业 .....	10
图 25: 邮储银行个贷收益率持续高于对公贷款收益率 .....	11
图 26: 邮储银行的贷款收益率高于可比同业 .....	11
图 27: 邮储银行债券投资久期较长 (截至 1H19) .....	11
图 28: 期限为 1-5 年债券投资占比提升, 5 年以上下降 .....	11
图 29: 13 年-3Q19 贷款占比持续提升, 同业资产占比维持低位 .....	12
图 30: 邮储银行贷款收益率相对更高, 但呈下行趋势 .....	12
图 31: 邮储银行个贷占比持续较高, 并有所提升 .....	12
图 32: 邮储银行付息负债成本率优势明显 .....	12
图 33: 邮储银行 1H19 生息资产收益率高于大行平均 .....	12
图 34: 邮储银行净息差持续高于主要大行 .....	13
图 35: 代理网点数量占比达 79.98%, 吸收个人存款占比达 76.14% (截至 1H19) .....	14
图 36: 邮储银行成本收入存压降空间 (蓝色 3Q19, 红色 2018 年) .....	15
图 37: 邮储银行自 16 年以来, 成本收入比呈明显下降趋势 .....	15
图 38: 邮储银行 1H19 代理费在营收中占比仍高达 30% 以上 .....	16
图 39: 代理费率被动调整触发条件短期发生的可能性不大 .....	16
图 40: 邮储银行是同业资金净融出方, 同业资产配置与市场利率相关 .....	16
图 41: 邮储银行净利润增速持续高于四大行平均 .....	16
图 42: 同业存单发行利率处于低位 (% , 截至 2019-11-8) .....	16
图 43: 邮储银行净利息收入占比高, 3Q19 达 85.1% .....	17
图 44: 4Q17 以来净非息收入增速走弱, 18 年底开始反转提升 .....	17
图 45: 邮储银行卡及 POS 扩张明显, 理财/代理占比较低 (亿元) .....	17
图 46: 银行卡及 POS 收入占比最高, 占比提升显著 .....	17
图 47: 27 家上市银行合计理财收入同比增速 1H19 已回暖 .....	18
图 48: 邮储银行理财/代理/托管收入下滑已企稳 .....	18
图 49: 3Q19 邮储银行非息收入同比增速已显著回升 .....	18
图 50: 邮储银行不良贷款率远低于其他行 .....	19
图 51: 邮储银行不良认定严格, 拨备厚增 .....	19

图 52: 邮储银行不良净生成率显著低于 A 股上市银行水平 .....	19
图 53: 邮储银行关注贷款率 13 年下降至低位后保持平稳 .....	19
图 54: 邮储银行逾期贷款率显著低于上市行平均 .....	19
图 55: 邮储银行资产以贷款、债券投资及存放央行为主 .....	20
图 56: 邮储银行不良风险高行业的贷款占比较低 (截至 1H19) .....	20
图 57: 邮储银行相对安全的行业贷款比例较其他大行更高 (1H19) .....	20
图 58: 邮储银行个人按揭贷款的不良率低, 1H19 仅为 0.36% .....	21
图 59: 邮储银行个人按揭在个贷中占比逐年抬升至超 60% .....	21
图 60: 邮储银行低风险债占比高, 主要投向金融机构债和政府债券 .....	21
图 61: 3Q19 邮储银行资本充足率与四大行均值的差距有所拉大 .....	22
图 62: 邮储银行 3Q19 贷款增速显著高于四大行 .....	22
图 63: 邮储银行资本压力仍存 .....	22
图 64: 邮储银行净利息收入 YoY+3.1%, 非息收入 YoY+38.2%大幅上升 .....	23
图 65: 邮储银行生息资产及计息负债增速略有提升 .....	23
图 66: 邮储银行 3Q19 净息差领先 5 大行的态势依然持续 .....	23
图 67: 我国居民部门杠杆率不高, 个贷发展仍有较大空间 (截至最新公布 19Q1) .....	24
图 68: 相比海外主要银行, A 股大行估值偏低 (倍, 截至 20191122) .....	25
表 1: 邮储银行为第六家大行, 资产规模已反超交行 (亿元, 3Q19) .....	8
表 2: 邮储银行充分发挥邮储银行集团优势, 通过代理网点展开相关业务 .....	14
表 3: 测算一年及以内储蓄费率下降 5BP 及 10BP, 代理费明显下降 (按 1H19 年日均存款) .....	14
表 4: 若将储蓄代理费计入存款成本, 邮储银行负债成本率出现一定抬升 .....	15
表 5: 邮储银行与四大行成本比较 (1H19, 亿元) .....	24

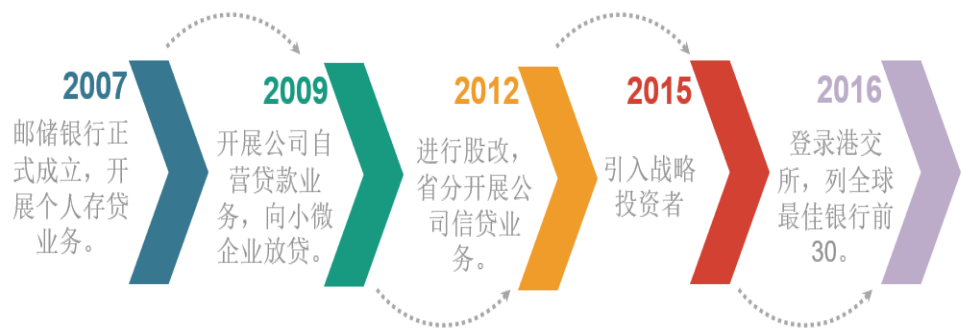
## 1. 深耕县域，特色鲜明的零售大行

### 1.1. 以个人业务立行，零售特色鲜明

邮储银行拥有广泛而坚实的客户基础。

于 2007 年正式成立的中国邮政储蓄银行(简称“邮储银行”)无疑是国有大行中最年轻的，但其邮政储蓄业务在我国已有近百年的历史，拥有广阔而坚实的客户基础。邮储银行在 2015 年引入 10 家境内外战略投资者，并于 2016 年在港交所主板上市，正式登陆国际资本市场，完成“股改—引战—上市”三步走改革目标。19 年 10 月 24 日邮储银行成功过会，登陆 A 股在即，六大行将齐聚 A 股。

图 1：邮储银行发展历程

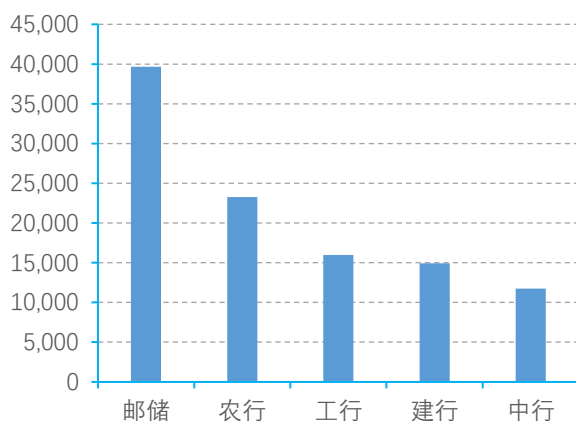


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

**全国营业网点最多、覆盖面最广的大型零售商业银行。**截至 2019 年 6 月底，邮储银行拥有近 4 万个营业网点，占我国银行机构网点的六分之一；服务 5.89 亿个人客户，接近工商银行服务的个人客户数，并覆盖中国大陆所有城市和 99% 的县域地区，覆盖面非常广。

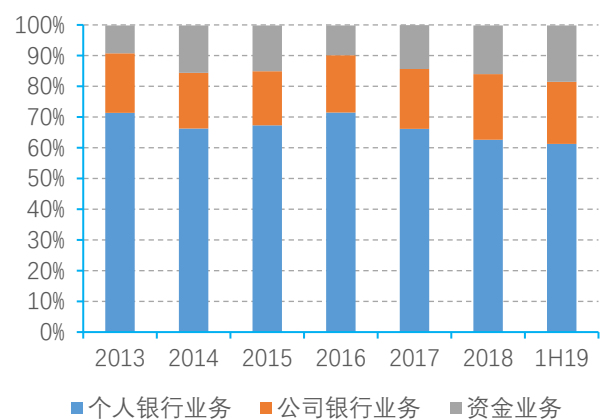
**个人银行业务是邮储银行的立行之本，更是主要的收入来源。**自成立之初便开展个人存贷业务，对公业务起步相对较晚，其个人银行业务营收占比稳定在 60% 以上，1H19 达 61.30%。

图 2：邮储银行网点最多，近四万个（截至 1H19）



资料来源：招股说明书，定期财报，天风证券研究所

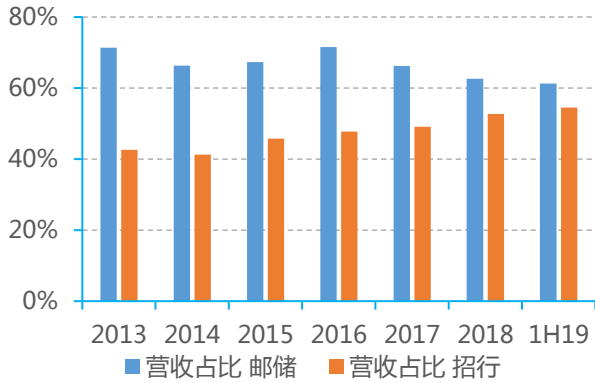
图 3：邮储银行个人银行业务营收占比高



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

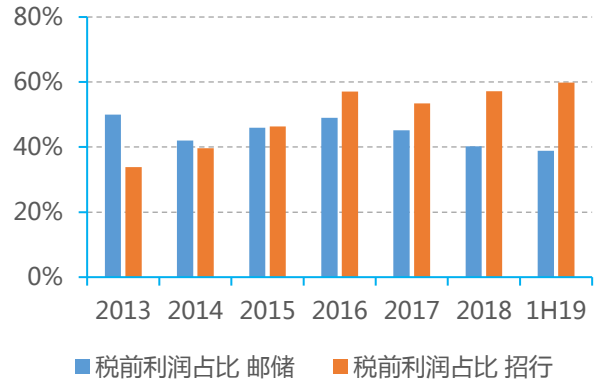
**个人银行业务目前以“量”取胜，后续有待向“质”转变。**横向比较素有“零售之王”美称的招行，邮储银行的个人银行业务营收占比远高于招行。但自招行 2013 年以来零售二次转型战略以来，个人业务税前利润占比逐渐反超邮储银行并扩大差距。

图 4：邮储银行的个人银行业务营收占比高于招行



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：邮储银行的个人银行业务税前利润占比低于招行

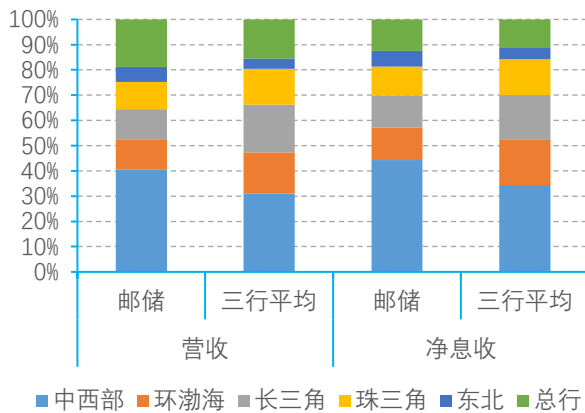


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

## 1.2. 以中西部地区为主战场，未来空间大

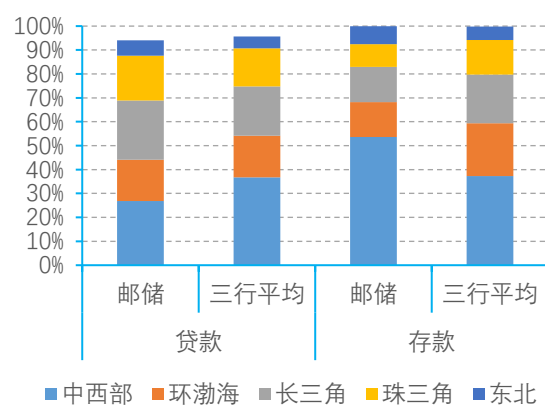
深耕中西部地区，区域布局区处于四大行。据招股说明书，截至 1H19，邮储银行位于中西部的营业网点占比 55.58%，中西部自营网点占比 53.94%（工农建同期占比均不到 45%），个人账户占比 51.04%。截至 1H19，中西部地区存款占比 53.57%（工农建同期平均仅 37.22%）；1H19 邮储银行中西部地区的净利息收入与营收占比分别为 44.28%/40.62%。

图 6：1H19 邮储银行中西部地区营收/利息收入占比近 1/2



资料来源：公司财报，WIND，天风证券研究所

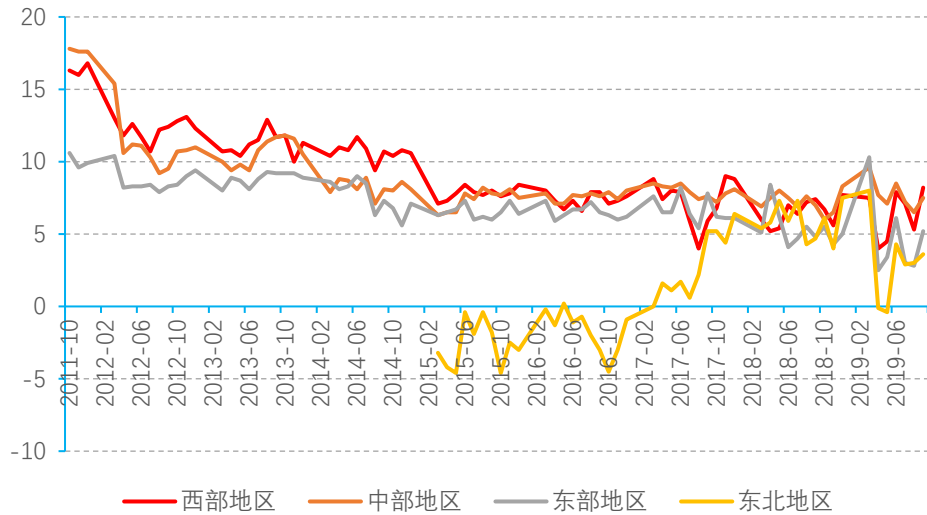
图 7：1H19 邮储银行中西部地区是存贷款业务的大头



资料来源：公司财报，WIND，天风证券研究所

中西部地区工业增加值同比增速较高。1H19 年邮储银行来自中西部地区的营收、息收均超过经济发达的环渤海、长三角及珠三角地区之和。在我国产业大迁移的背景下，中西部地区工业发展、居民收入的较大潜力结合邮储银行自身良好的客户基础，前景广阔。近年来，中西部地区工业增加值增速经常高于东部地区。

图 8：中西部地区工业增加值同比增速高于东部地区 (%)



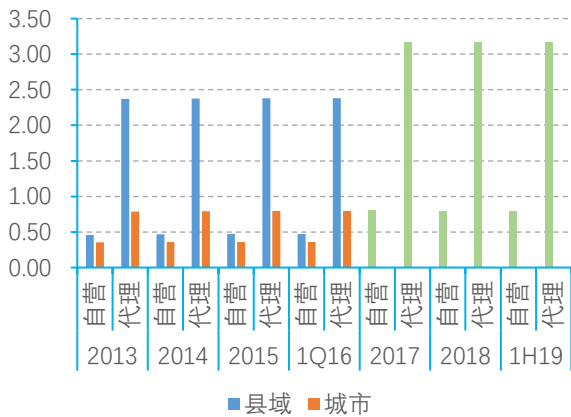
资料来源：WIND，天风证券研究所

中西部地区未来发展潜力大，作为深耕中西部地区的大行，前景广阔。

### 1.3. 扎根县域，聚焦三农

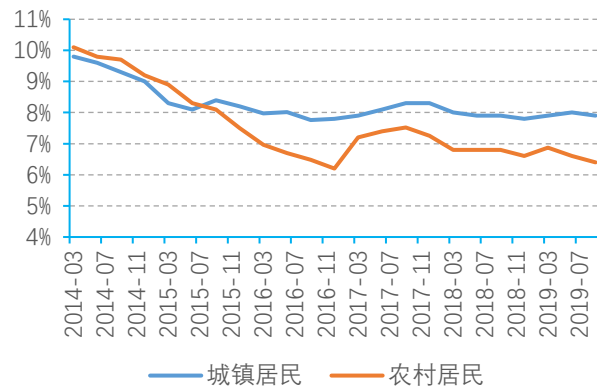
网点主要分布在县域地区，可享城镇化红利。截至 1H19，邮储银行县域地区网点占比达 69.92%，县域地区个人账户数占比 71.03%；网点已覆盖 99%的县域地区。2018 年我国城镇化率仅 59.58%（发达国家达 80%），这意味着巨大的城镇化发展潜力。近年来，农村居民人均可支配收入增速也维持在较高水平，同时对传统金融机构依存度更高，邮储银行业务机会较大。

图 9：邮储银行网点主要在县域地区（单位：万个）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：农村居民人均可支配收入增速保持平稳

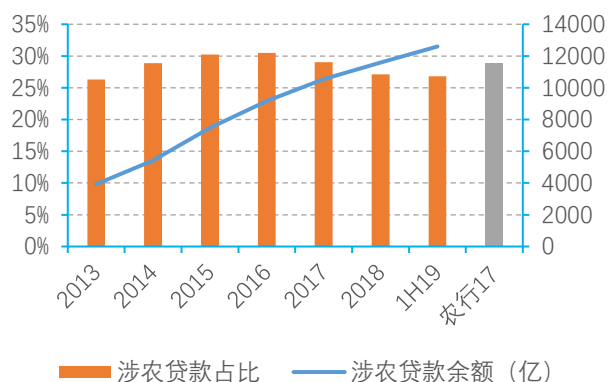


资料来源：WIND，公司财报，国家统计局官网，天风证券研究所

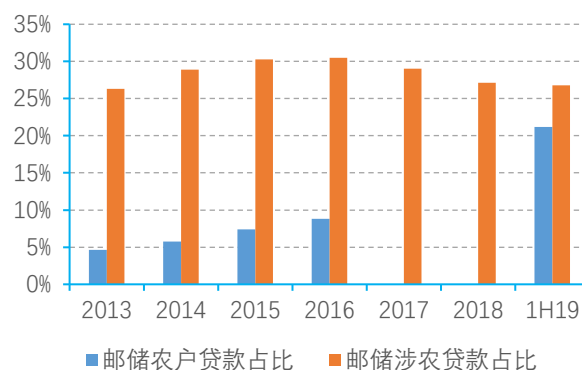
因地制宜发展三农金融，新农合/新农保代收代付可带来客群和流量。涉农贷款 2013-2015 年 YoY +38%，17 年末 YoY +14.91%，首次突破万亿。1H19 涉农贷款占比为 26.8%，与同样发力三农业务的农行相当。1H19 代收新农保 485 万笔，合计 17.64 亿元；代付新农保 1.14 亿笔，共 171.72 亿元。后续有望在此基础上展开交叉销售，优化营收结构。

图 11：邮储银行涉农贷款占比高，占比与农行齐平

图 12：邮储银行农户贷款占比逐年上升



资料来源: WIND, 公司财报, 国家统计局, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 公司财报, 国家统计局, 天风证券研究所

## 1.4. 零售大行, ROE 居大行之首

邮储银行源于邮政储金业务, 可谓历史悠久。2019 年, 邮储银行纳入国有大行序列, 成为第六家大行, 并即将成为 AH 同时上市的银行之一。

邮储银行作为深耕县域的大行, 零售优势明显, 负债成本率较低, 净息差较高。巨量下沉个人客户基础为邮储银行带来较低成本且稳定的存款, 支撑业务发展。得益于很好的客户基础, 3Q19 存款达 9.17 万亿元, 大幅超过同等体量的交行; 资产规模已经反超交行, 3Q19 资产规模突破 10 万亿元, 贷款 4.85 万亿。

ROE 领先, 拨备较充足。3Q19 邮储银行加权平均 ROE 达 11.77% (未年化), 居六大行之首。此外, 3Q19 拨贷比达 3.22%, 居大行较高水平, 拨备较充足。

表 1: 邮储银行为第六家大行, 资产规模已反超交行 (亿元, 3Q19)

	资产规模	净利润	贷款	存款	拨贷比 (%)	ROE (% 未年化)
工商银行	304,264	2,517	166,605	233,682	2.85	10.73
农业银行	248,710	1,807	132,884	185,029	3.99	10.76
中国银行	226,082	1,596	128,885	157,725	2.50	9.75
建设银行	245,177	2,253	148,327	182,692	3.12	11.35
交通银行	99,329	601	52,067	59,688	2.57	8.81
邮储银行	101,105	543	48,468	91,655	3.22	11.77

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 2. 零售造就负债成本优势, 净息差领先大行

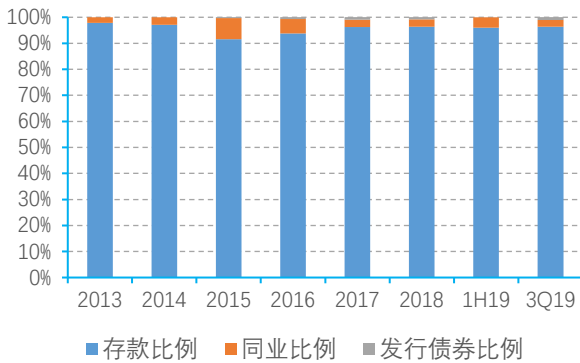
### 2.1. 深耕县域, 存款成本优势明显

存款是邮储银行的主引擎。这体现为, 存款占负债比例高, 且显著高于四大行及全部上市行。在同业存单市场发达、债市规模不断扩大时, 邮储银行仍较少以同业拆入、发债进行主动负债。截至 3Q19, 存款占总负债 95.48%, 这说明邮储银行存款基础优异。

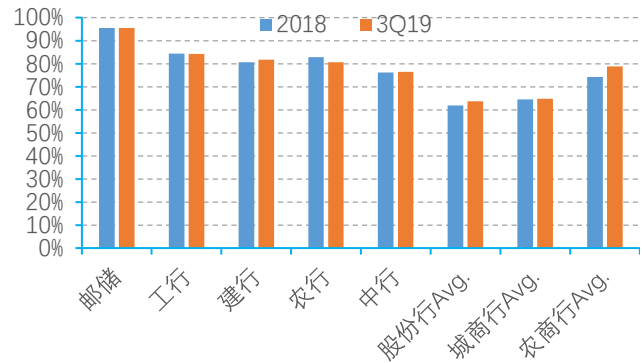
图 13: 邮储银行的存款占计息负债比长期高于 90%

图 14: 邮储银行存款占总负债比居大行首位 (截至 3Q19)





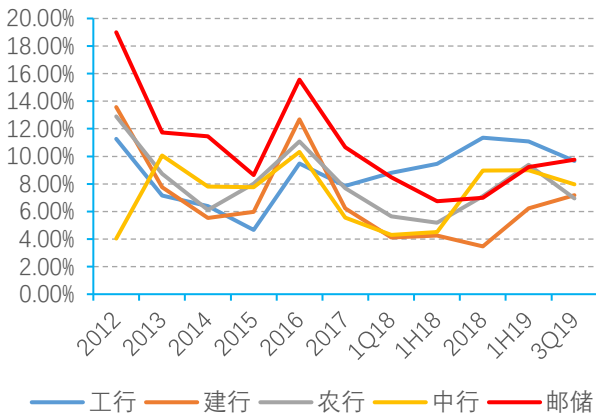
资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

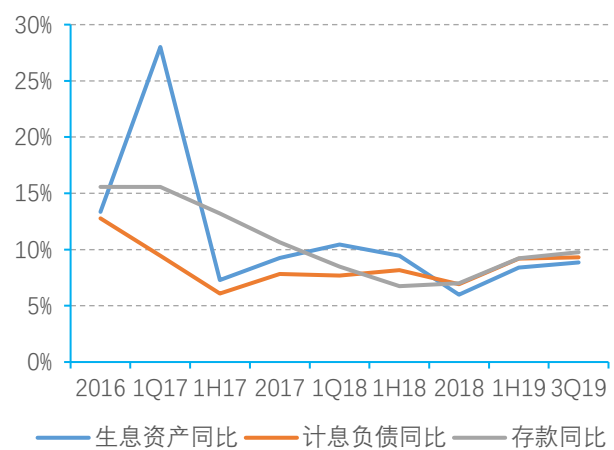
12-16 年存款保持高增，虽然 17 年出现增速下滑，但 18 年后触底回升。受益于 12-16 年城镇化进程中的“棚改货币化安置”，邮储银行因扎根县域而存款增速一直高于四大行；但随着货币化安置收紧、城镇化使客群向城区转移，存款压力或将上升。不过，2019 年受 P2P 暴雷，资管新规等影响，个人资金回流银行体系，邮储银行作为个人客户基础非常好的银行，显著受益，存款增速回升。

图 15：邮储银行存款增速 18 年开始反转提升



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

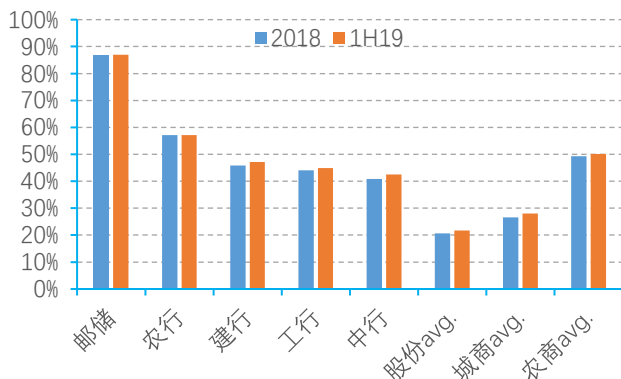
图 16：生息资产和计息负债增速与存款增速关联性高



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

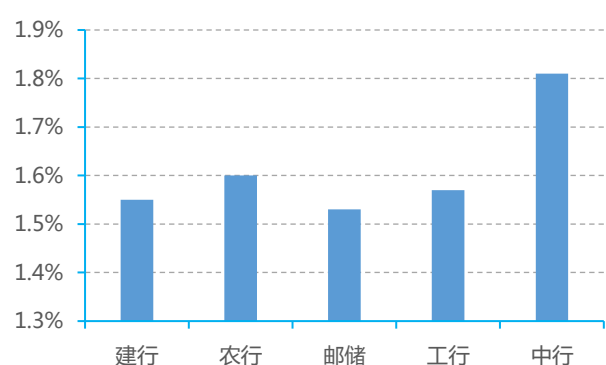
个人存款占比八成以上，存款稳定性高。个人存款是邮储银行存款的最主要来源，占比长期达 80%以上，远超 A 股上市银行平均，存款稳定性高。存款在“价”上保持优势。1H19 邮储银行的存款付息率为 1.53%，优于同业。我们认为这得益于其客户基础庞大，中西部县域地区居民粘性高，面临的揽储竞争较小。

图 17：邮储银行个人存款占比极高，1H19 为 87.02%



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

图 18：邮储银行存款成本率较低，优势明显 (1H19)

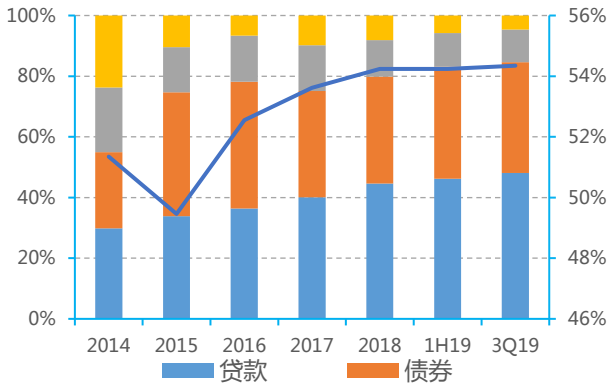


资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

## 2.2. 贷款占比逐年上升，资产结构优化

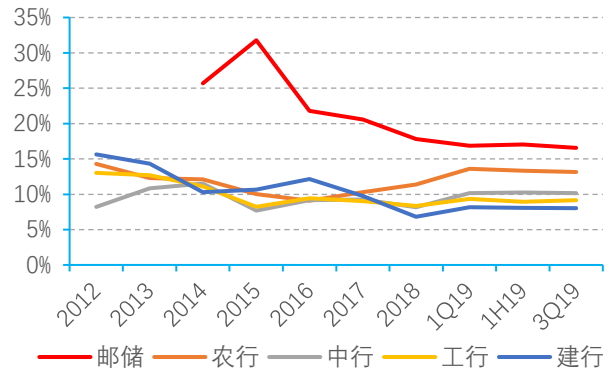
资产结构调整优化，贷款逐渐成为主要的生息资产。邮储银行的贷款业务起步较晚，但“后生可畏”，近年来贷款同比增速稳定在 15%以上，并且在资产中的比重逐年上升至 3Q19 的 48.07%，贷款已经成为邮储银行最主要的生息资产。

图 19：邮储银行调整资产结构，贷款占比逐年上升



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

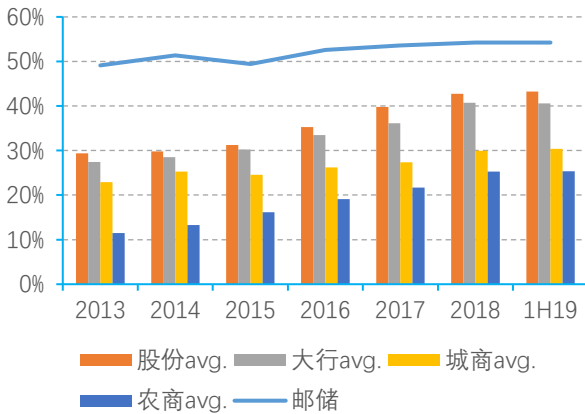
图 20：邮储银行贷款同比增速远高于其他四行



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

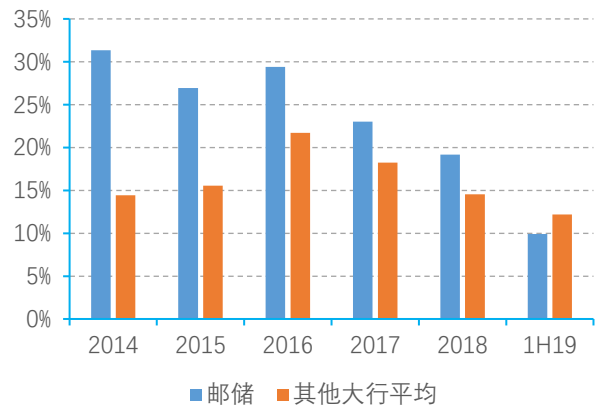
个贷占据半壁江山，增速较快。邮储银行充分利用零售优势，大力发展个人贷款业务，其个贷占比在 50%以上，3Q19 达到 54.35%，同时保持高于同业的贷款增速。但到 1H19，邮储银行个贷同比增速降低至 9.93%，比五大行均值水平(12.21%)要低。

图 21：邮储银行个贷占比远超上市银行平均，1H19 为 54%



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

图 22：14-18 年邮储银行个贷增速高于同业平均，1H19 则较低

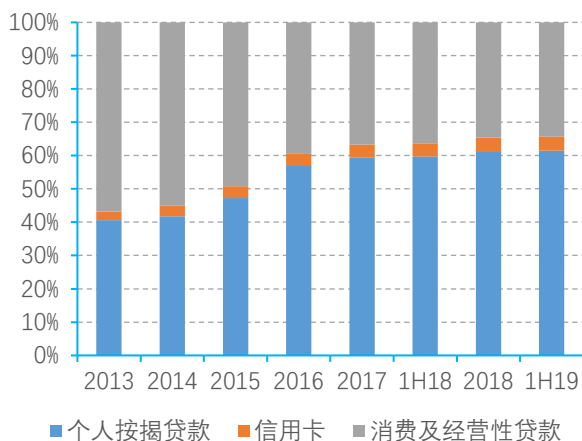


资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

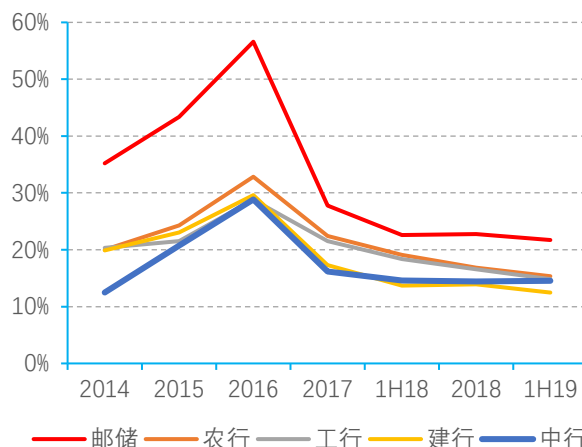
这得益于邮储银行借力消费转型，大力发展房贷和信用卡。近四年，邮储银行按揭贷款以年化 30.14% 的速度高速扩张，其占个贷比重亦上升至 61.5%。邮储银行个人客户数近 6 亿，按揭贷款及信用卡仍有广阔的发展空间。但受到房地产景气下行及房地产管控等影响，按揭增速有所下降。

图 23：邮储银行个贷的主要投向个人按揭，但瓶颈已现

图 24：1H19 邮储银行住房按揭贷款增速仍高于可比同业



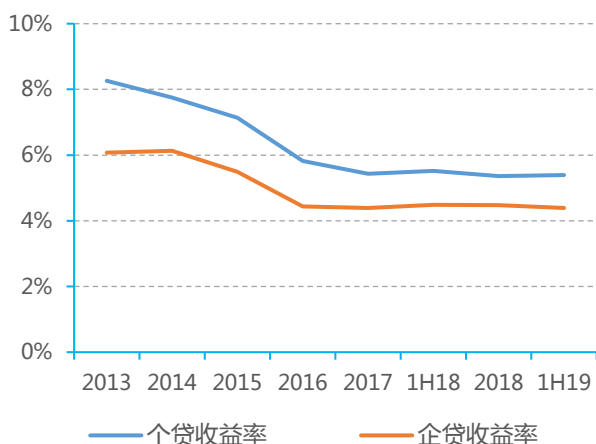
资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

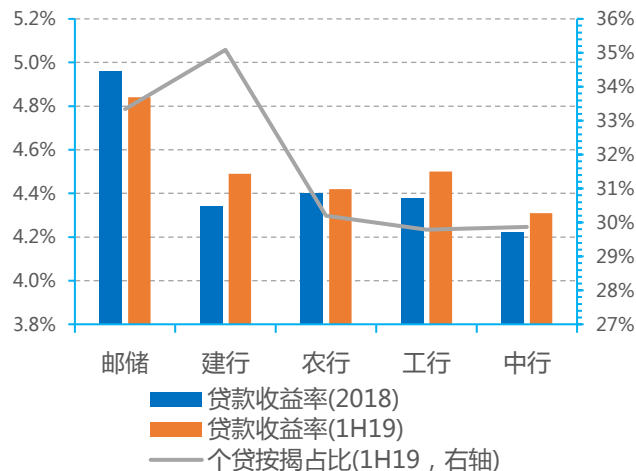
较高的个贷占比较带来较高的贷款收益率。相比企业客户, 个人融资渠道较少, 银行对个人客户的议价能力更强, 因此个贷收益率更高。较高的个贷占比之优势体现于邮储银行高于可比同业的贷款收益率水平。1H19 邮储银行贷款收益率达 4.84%, 明显高于其他大行。

图 25: 邮储银行个贷收益率持续高于对公贷款收益率



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

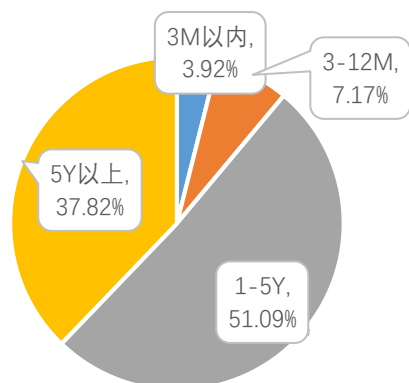
图 26: 邮储银行的贷款收益率高于可比同业



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

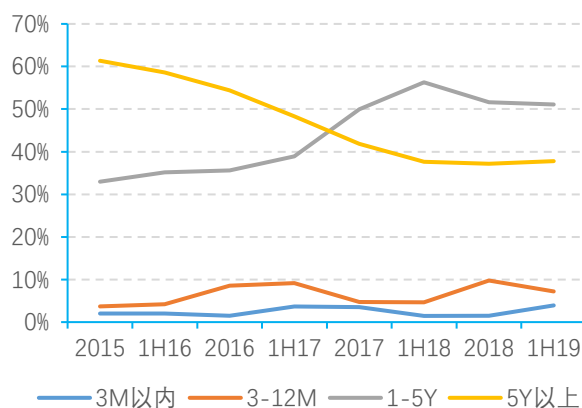
债券投资主要为长债, 但有久期缩短的趋势。15 年-1H19 期间, 5 年以上债券占比下降了 20 多个百分点, 1-5 年占比上升了 20 多个百分点, 久期缩短使债券收益率下行。投资的债券主要为金融债/政府债, 信用风险较低。但也正因如此, 收益率不会太高。

图 27: 邮储银行债券投资久期较长 (截至 1H19)



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

图 28: 期限为 1-5 年债券投资占比提升, 5 年以上下降

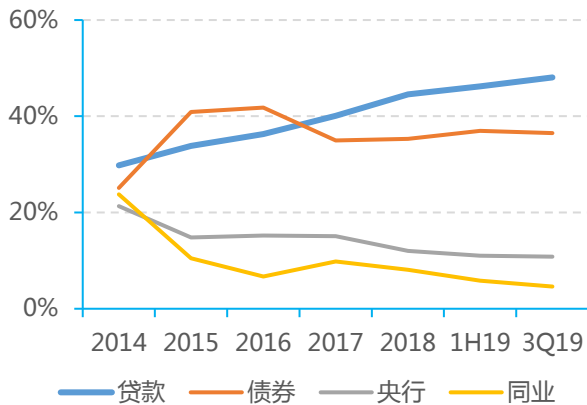


资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

### 2.3. 零售优势造就领先的息差水平

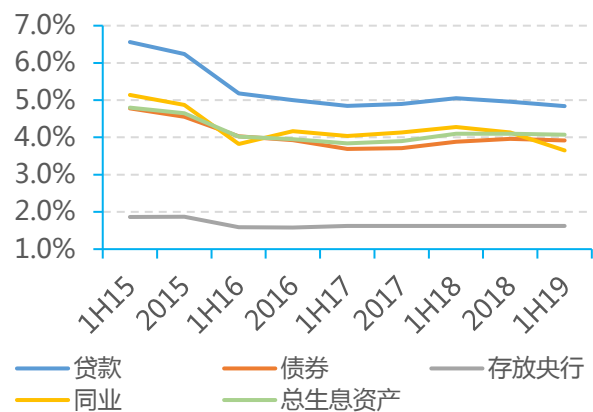
资产结构改善提升资产收益率。资产端的贷款占比 13 年-3Q19 提升 21 个百分点。从 13 年开始，贷款和债券投资占比就呈现增长趋势，相比之下，同业、存放央行占比逐步下降。截至 3Q19 资产结构为：贷款/债券/存放央行/同业资产占比分别为 48.1%/36.5%/10.8%/4.6%。由于贷款收益率显著高于债券和同业资产，资产结构的调整优化（贷款占比提升）支撑生息资产收益率改善。

图 29：13 年-3Q19 贷款占比持续提升，同业资产占比维持低位



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

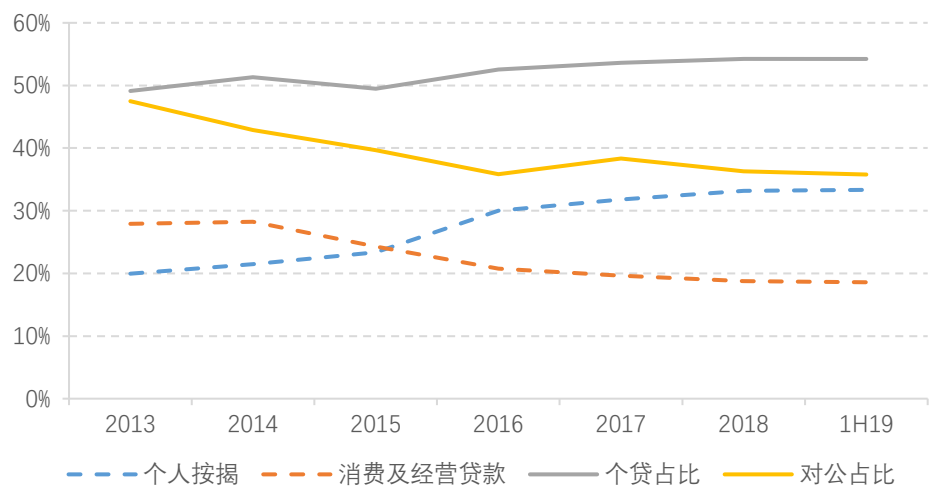
图 30：邮储银行贷款收益率相对更高，但呈下行趋势



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

较高的个贷占比提升贷款收益率。2013 年-1H19，个贷在贷款中占比上升了 5.1 个百分点到 54%，对公贷款下降了 11.7 个百分点到 36%。其实总体来看，贷款增长是对公、个贷都兼顾的。个贷中个人按揭占比提升显著。2013 年-1H19 个人按揭占比上升了 13.4 个百分点到 33.3%，不过，近两年保持稳定。

图 31：邮储银行个贷占比持续较高，并有所提升

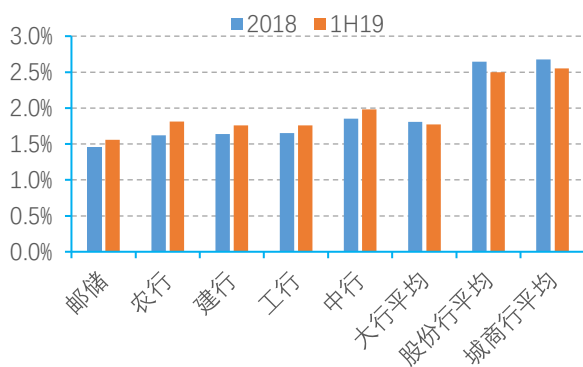


资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

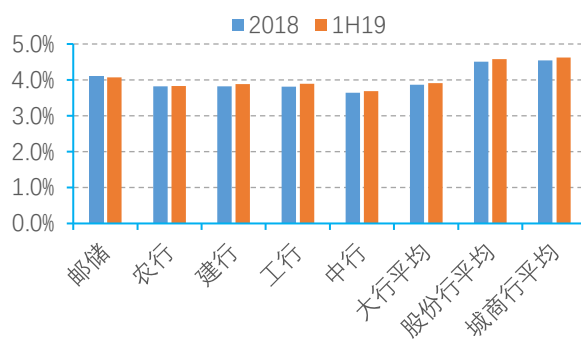
优异的个人客户基础带来了稳定的较低成本的存款，负债以存款为主，零售优势造就了邮储银行低成本负债优势。1H19 邮储银行付息负债成本率 1.56%，为大行最低水平，并大幅低于行业平均。而资产端，由于资产结构优化及个贷占比上升，收益率好于大行平均；1H19 生息资产收益率 4.07%，高于四大行。

图 32：邮储银行付息负债成本率优势明显

图 33：邮储银行 1H19 生息资产收益率高于大行平均



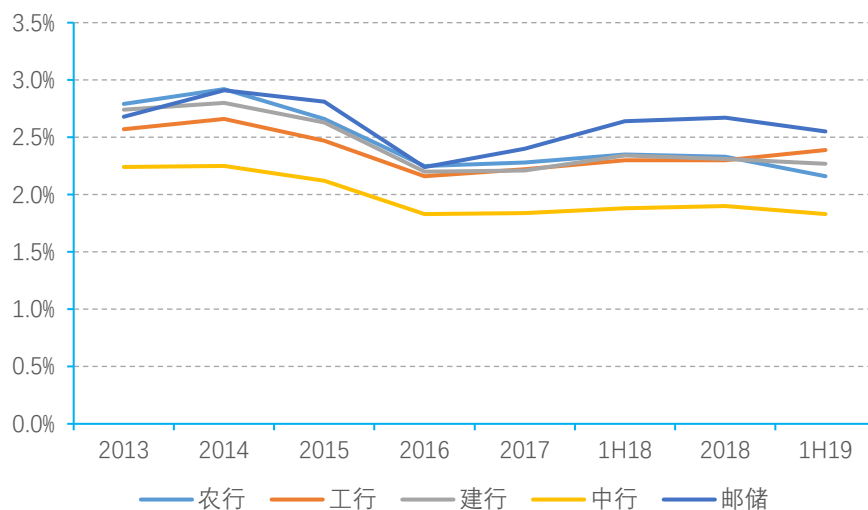
资料来源: WIND, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 天风证券研究所

**零售优势造就领先的息差水平。**零售优势造就稳定的较低的存款成本，并带来较高的资产收益率，使得净息差较高。自 2013 年以来，邮储银行净息差持续高于主要大行。1H19 邮储银行净息差达 2.55%，明显超过工农中建等大行，居大行之首。

图 34: 邮储银行净息差持续高于主要大行



资料来源: WIND, 天风证券研究所

### 3. 独特的代理模式，优劣并存

邮储银行委托邮政集团通过代理网点办理部分银行业务，形成了我国商业银行中唯一的“自营+代理”模式。而这种独特的代理模式，可谓是优劣并存。

一方面，较大的代理费支出使得邮储银行成本收入比居高不下；另外一方面，正是这种代理模式使得邮储银行能够通过邮政集团的网络触达国内绝大部分乡镇，带来了广阔的业务发展空间。而代理费相当于代理网点员工的薪酬支出。随着代理网点业务范围扩大，未来邮储银行中收等有望迎来较快增长。

#### 3.1. “自营+代理”网点模式，营业支出较高

邮储银行委托邮政集团通过代理网点办理部分商业银行业务，形成我国商业银行中唯一的“自营+代理”模式。邮储银行背倚邮政集团，充分发挥其在县域地区完备的网点和良好的客户基础的优势，体现在四大方面：营销服务，代理吸收存款，代理中间业务（结算、理财产品销售等），其他综合服务（房屋、土地使用权、现钞押运等）。

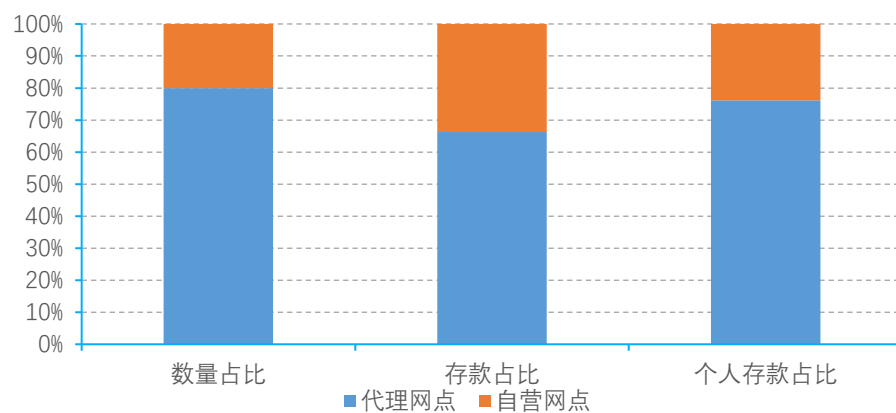
表 2：邮储银行充分发挥邮储银行集团优势，通过代理网点展开相关业务

业务类型	业务模式	业务明细
营销服务	支付营销费用 →	代理网点不得从事对公存款业务，将公司客户引导至自营网点，邮储银行对此支付一定费用。
	← 介绍公司客户	
代理吸收存款	支付代理费用 →	代理网点代为吸收个人存款，邮储银行根据“固定费率，分段计价”原则支付综合费率不超过 1.5% 的费用。
	← 吸收零售存款	
代理中收业务	再支付佣金手续费 →	谁办理谁受益的原则；代理网点代理现金结算，代理保险、国债以及基金的销售，代理收付业务（新农合业务）。
	← 先全部确认收入	
其他综合服务	支付相关费用 →	土地使用权及房屋租赁；押钞寄库及设备维护费用；劳务费用。
	← 支付相关费用	

资料来源：公司财报，天风证券研究所

**代理网点带来丰富的存款资源。**截至 1H19，邮储银行共有 3.17 万个代理网点，占网点总量的 79.98%；吸收存款达 6.03 万亿元，占存款总量的 66.26%。实际上，由于代理网点只吸收个人存款，其占个人存款总量高达 76.14%。

图 35：代理网点数量占比达 79.98%，吸收个人存款占比达 76.14%（截至 1H19）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

邮储银行向邮政集团（代理网点）支付的储蓄代理费抬升了营业成本，但同时意味着成本下降存在潜力。目前，邮储银行按照固定费率，分档计费，综合费率不高于 1.5% 的原则支付储蓄代理费，1H19 年达 378 亿元，综合费率 1.33%。根据 1H19 存款数据，如果下调一年期及以内储蓄费率 5BP 或 10BP，我们测算 1H19 储蓄代理费将分别下降 14.7 亿元和 29.5 亿元。

表 3：测算一年及以内储蓄费率下降 5BP 及 10BP，代理费明显下降（按 1H19 年日均存款）

档次	日均余额(亿)	实际分档费率	储蓄代理费	假设费率 1	假设费率 2	代理费减少 1	代理费减少 2
活期	17,534	2.30%	202	2.25%	2.20%	4.4	8.8
定活两便	156	1.50%	1	1.45%	1.40%	0.0	0.1
通知存款	282	1.70%	2	1.65%	1.60%	0.1	0.1
三个月	1,273	1.25%	8	1.20%	1.15%	0.3	0.6
半年	1,588	1.15%	9	1.10%	1.05%	0.4	0.8

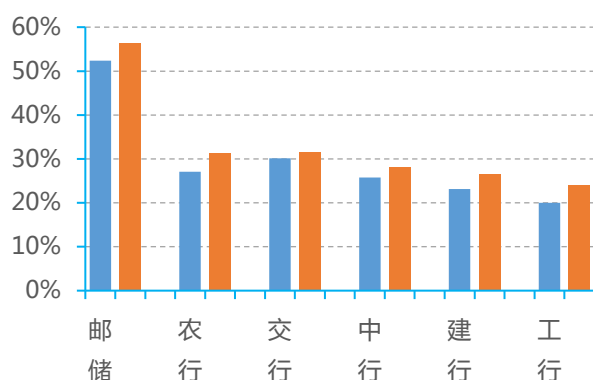
一年	28,494	1.08%	154	1.03%	0.98%	7.1	14.2
两年	2,587	0.50%	6	0.45%	0.40%	0.6	1.3
三年	6,763	0.30%	10	0.25%	0.20%	1.7	3.4
五年	106	0.20%	0	0.15%	0.10%	0.0	0.1
每日储蓄现金（含在途）	170	-1.50%	-1	-1.55%	-1.60%	0.0	0.1
合计	58,781	1.33%	392	1.29%	1.25%	14.7	29.5

备注：1、2 分别代指一年及以内储蓄费率下调 5BP、10BP 的情况。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

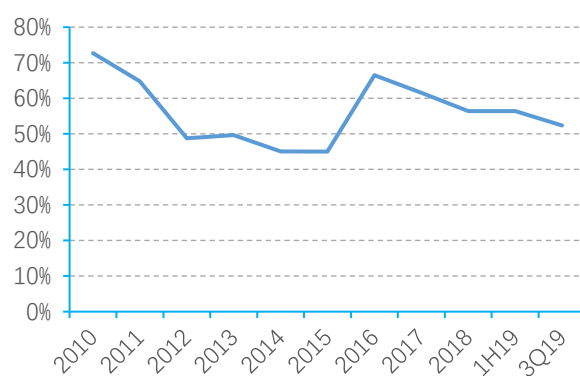
**代理费计入营业支出，使邮储银行成本收入比较高。**邮储银行 3Q19 成本收入比为 52.37%，相较 2018 年全年的 56.41%，下降 4 个百分点。尽管有所下降，但与 A 股上市的 34 家银行平均的 27.34%，五大行平均的 25.23% 仍有一定差距。这也说明，成本收入比未来仍有较大的下降空间。

图 36：邮储银行成本收入存压降空间（蓝色 3Q19，红色 2018 年）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 37：邮储银行自 16 年以来，成本收入比呈明显下降趋势



资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 3.2. 储蓄代理费率较固定，抬升“实际”负债成本

**代理费计入营业支出而非利息支出，“实际”息差不如表观那么高。**邮储银行为代理网点吸收的存款支付稳定的储蓄代理费，相当于吸收存款的附加成本。根据存款期限的不同，储蓄代理费由 0.2% 至 2.3% 不等。若将其计入“利息支出”，则 2015-1H19 存款成本率将抬高 86BP/85BP/88BP/86BP/89BP。1H19 年“实际”存款成本率升至 2.42%，计息负债成本率升至 2.36%，净息差则缩窄至 1.74%。不过，需要说明的是，储蓄代理费模式很大程度上减少了员工薪酬等支出。

表 4：若将储蓄代理费计入存款成本，邮储银行负债成本率出现一定抬升

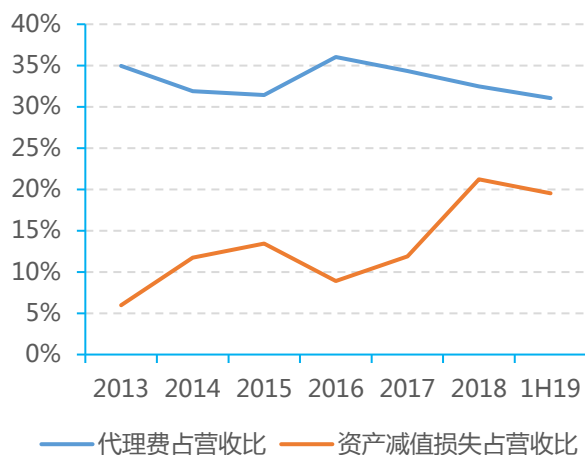
	2015	2016	2017	2018	1H19
存款成本率	1.86%	1.49%	1.38%	1.41%	1.53%
<b>存款成本率(计入后)</b>	<b>2.72%</b>	<b>2.34%</b>	<b>2.26%</b>	<b>2.27%</b>	<b>2.42%</b>
计息负债成本率	2.06%	2.17%	1.46%	1.46%	1.56%
<b>计息负债成本率(计入后)</b>	<b>2.55%</b>	<b>2.40%</b>	<b>2.31%</b>	<b>2.28%</b>	<b>2.36%</b>
净息差	2.81%	2.24%	2.39%	2.67%	2.55%
<b>净息差(计入后)</b>	<b>1.71%</b>	<b>1.23%</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.84%</b>	<b>1.74%</b>

资料来源：WIND，招股说明书，天风证券研究所

**代理费率短期不会有太大变动。**根据招股说明书里披露的“委托代理银行业务框架协议”，代理费可在两种情况下调整：“主动调整”指根据经营需求（比如存款结构变化）对分档

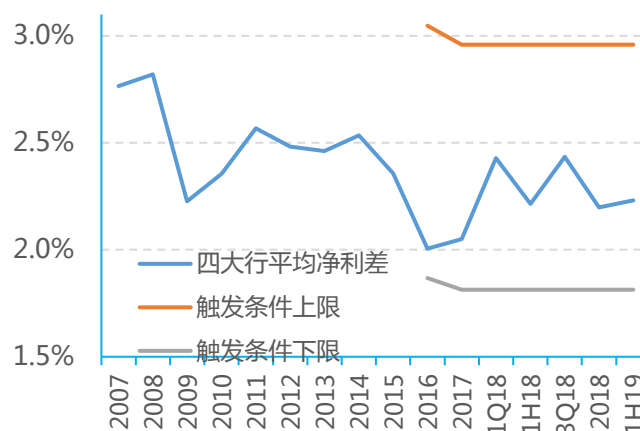
费率进行调节，目前费率上限 1.5%，调整后可规定新的上限；“被动调整”发生在特定触发条件后，即当期四大行平均净利差相比于过去十年平均净利差的均值，波动大于 24%。

图 38：邮储银行 1H19 代理费在营收中占比仍高达 30%以上



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

图 39：代理费率被动调整触发条件短期发生的可能性不大

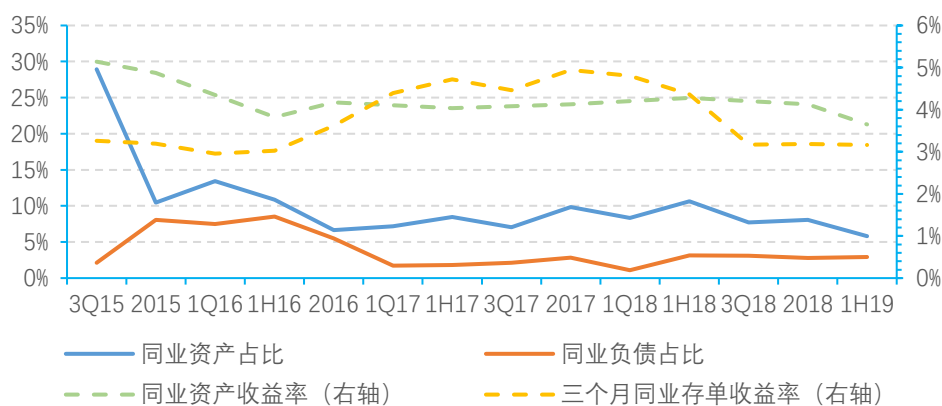


资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

### 3.3. 业绩对市场利率的敏感度较高

邮储银行是同业净融出方，同业资产占比常年明显高于同业负债占比。1H16-17 年市场利率上行/同业业务监管，同业负债占比显著下降，同业资产先降后小幅回升；18 年以来，同业负债占比略有上升，同业资产占比下降。特别是 18 年下半年以来，市场利率降至低位，同业资产占比下降明显。

图 40：邮储银行是同业资金净融出方，同业资产配置与市场利率相关



资料来源：WIND，天风证券研究所

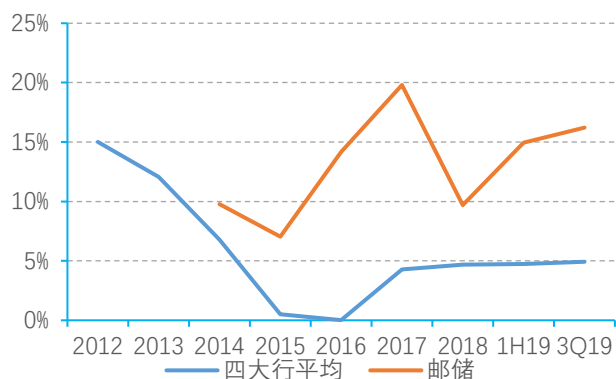
邮储银行净利润增速对市场利率较敏感。市场利率下降时，其净利润增速和四大行平均增速之差收窄；而当市场利率上行时，差距拉大。

原因三方面：1) 邮储银行营收的利息收入占比高，营收的利率周期性显著；2) 利率下行环境中，固定代理费使存款成本相对更高；3) 邮储银行是同业市场资金净融出者，并随着贷款到期重定价，市场利率下行对资产收益影响较大。

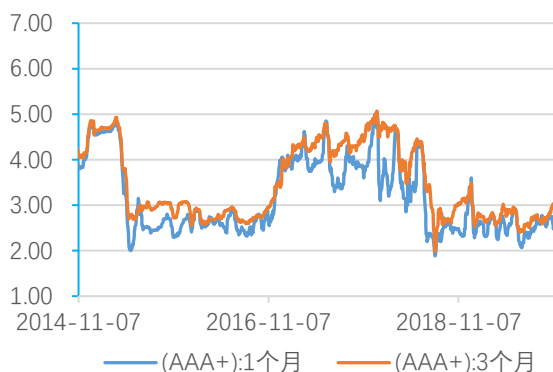
图 41：邮储银行净利润增速持续高于四大行平均

图 42：同业存单发行利率处于低位（%，截至 2019-11-8）





资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所



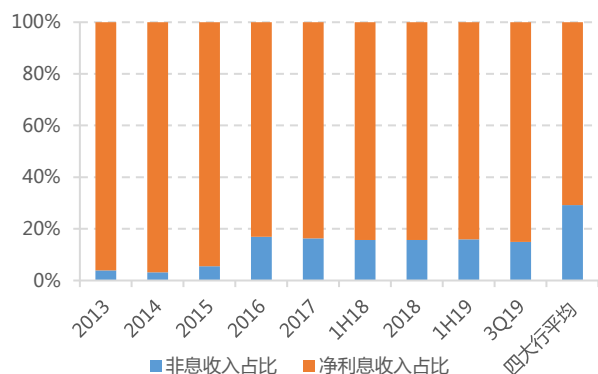
资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 4. 中收发展空间大, 营收结构有望改善

### 4.1. 净利息收入占比高

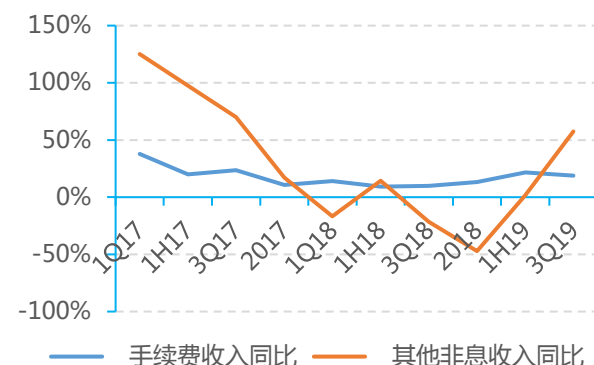
邮储银行对传统存贷款及债券投资业务依赖性较大, 非息业务基础较薄弱。3Q19 邮储银行净利息收入占比 85.1%, 而同期大行平均为 70.75%。邮储银行成立较晚, 中间业务基础较为薄弱, 自 4Q17 以来, 受到监管政策的影响也较大, 但非息收入增速从 18 年底开始反转提升。

图 43: 邮储银行净利息收入占比高, 3Q19 达 85.1%



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

图 44: 4Q17 以来净非息收入增速走弱, 18 年底开始反转提升



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

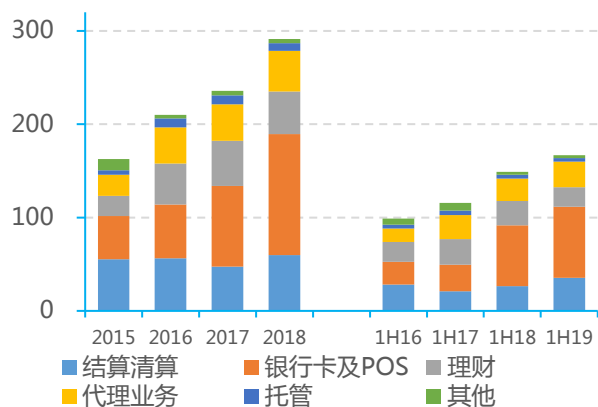
当前, 邮储银行非息收入占比较低, 但也意味着未来发展空间大。

### 4.2. 非息收入增速显著回升, 中收不弱

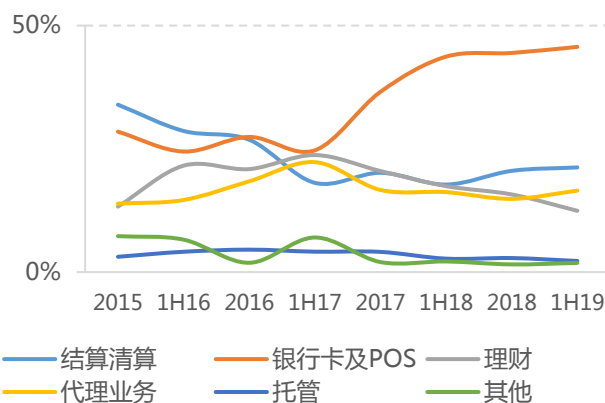
1H19 手续费及佣金净收入同比增长 21.6%; 结算清算收入增速高, 理财收入下滑 20.2%。主要是理财受到资管新规等影响, 但伴随着理财子公司未来开业, 预计 2020 年可以看到增速回暖。银行卡及 POS (含信用卡) 或成为邮储银行的中收主力。

图 45: 邮储银行卡及 POS 扩张明显, 理财/代理占比较低 (亿元)

图 46: 银行卡及 POS 收入占比最高, 占比提升显著



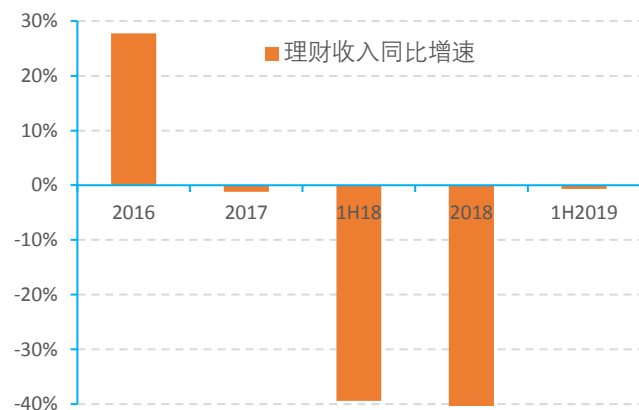
资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

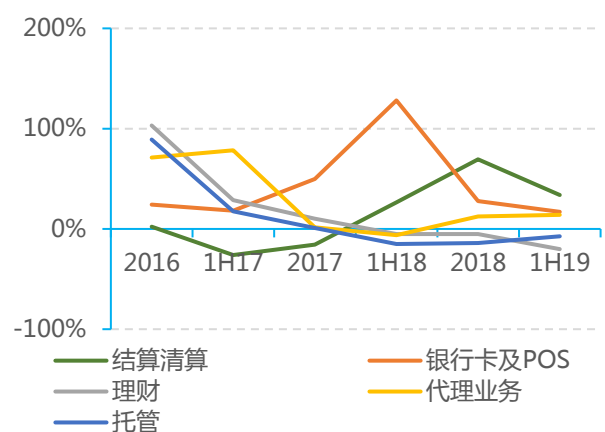
1H19 手续费及佣金净收入增速达 21.6%，显著回升。理财背靠广泛的网点和客户基础，1H19 非保本理财余额 8078 亿，实现理财收入 21 亿元，受资管新规影响较大（但好于 A 股上市银行）。1H19 各项中收增速企稳。

图 47：27 家上市银行合计理财收入同比增速 1H19 已回暖



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

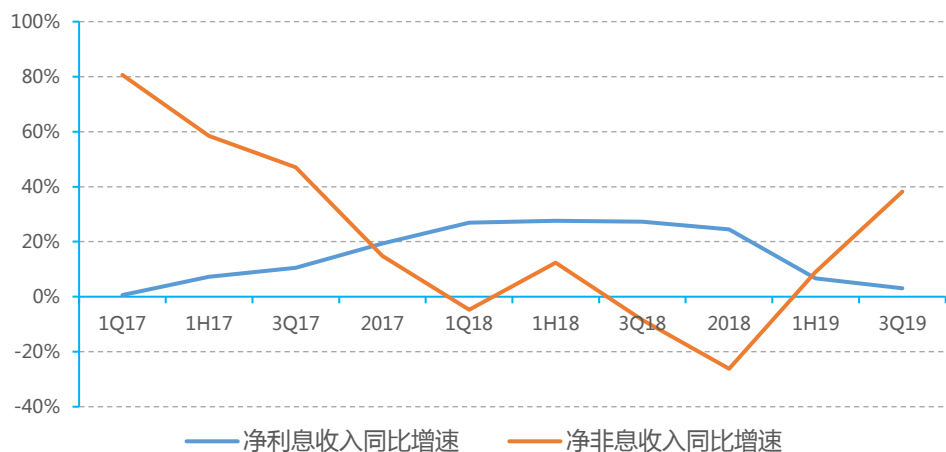
图 48：邮储银行理财/代理/托管收入下滑已企稳



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

3Q19 非利息净收入增速达 38.19%，2018 年是 -26.19%，已大幅回升。邮储银行的净利息收入占比一般是非息收入的 7-8 倍。因此，理论上，净利息收入增速 5% 对营收的拉动效果与非息收入增速 36.5% 的效果相当。而 3Q19 净利息收入增速仅 3.09%，非息收入增速 38.19%，非息净收入对营收增速的拉动超过利息净收入。

图 49：3Q19 邮储银行非息收入同比增速已显著回升



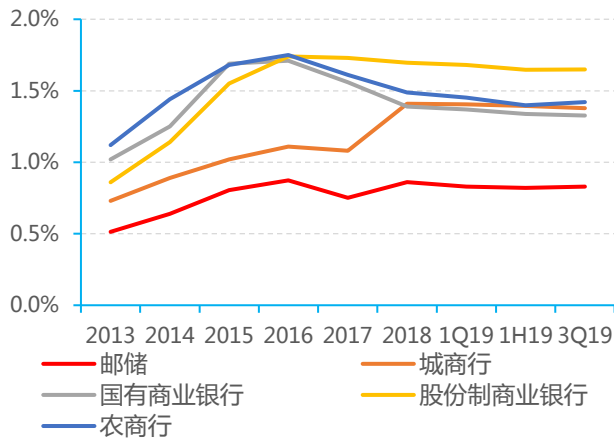
资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

## 5. 资产质量优异，潜在不良较少

### 5.1. 账面不良率低，拨备覆盖率高

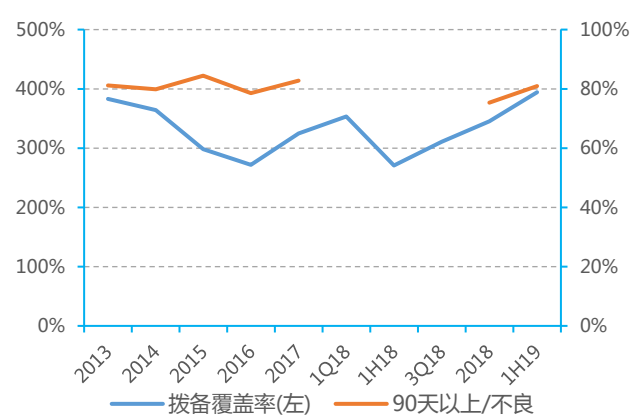
不良率常年保持在 1%以下，低于四大行/股份行/城商行/农商行平均水平。在“四万亿”后遗症的 2013-2016 年，不良率仅上升 36BP；2Q18 监管要求逾期 90 天统一进不良，不良率上升 27BP。不良率指标稳定性高。3Q19 拨备覆盖率 391.1%，大幅领先其他大行，回补利润的能力较强。

图 50：邮储银行不良贷款率远低于其他行



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

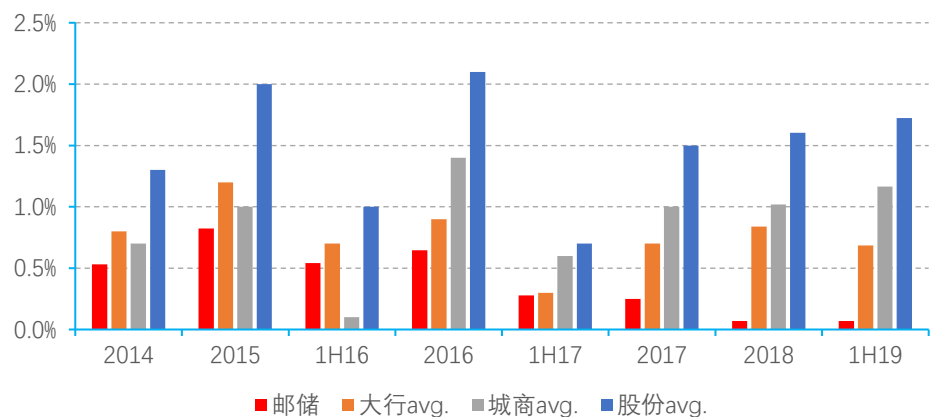
图 51：邮储银行不良认定严格，拨备厚增



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

贷款不良净生成率低。1H19 邮储银行不良净生成率仅 0.07%，远低于大行 0.68%的水平，不良生成压力低。此外，邮储银行不良贷款净生成率持续明显低于行业平均，资产质量优势明显。

图 52：邮储银行不良净生成率显著低于 A 股上市银行水平



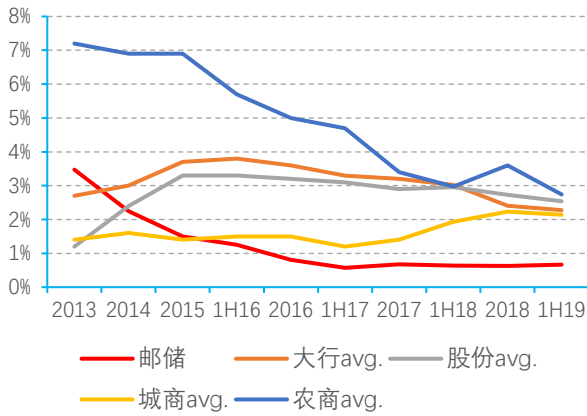
资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

### 5.2. 潜在不良指标亦显著低于同业

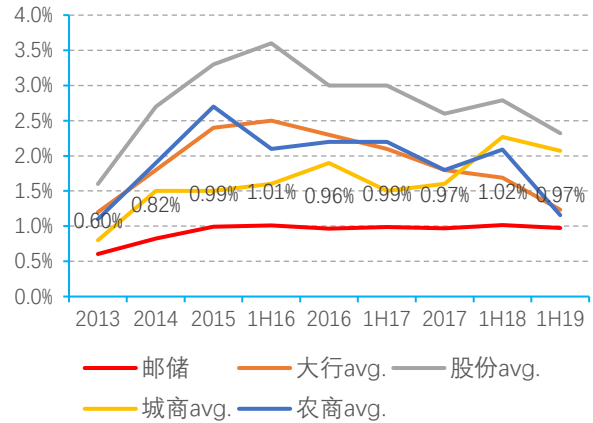
关注贷款率从 2013 年开始持续下降，逾期贷款率稳定在 1%左右的水平。1H19 邮储银行关注贷款率仅 0.67%，逾期贷款率仅 0.97%。逾期贷款率指标相对客观，邮储银行逾期贷款率较低且保持稳定的低位，说明其潜在不良包袱较轻，资产质量隐忧小。较好的资产质量使得拨备消耗速度较慢，使利润更少受到侵蚀，甚至可以回补利润。

图 53：邮储银行关注贷款率 13 年下降至低位后保持平稳

图 54：邮储银行逾期贷款率显著低于上市行平均



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

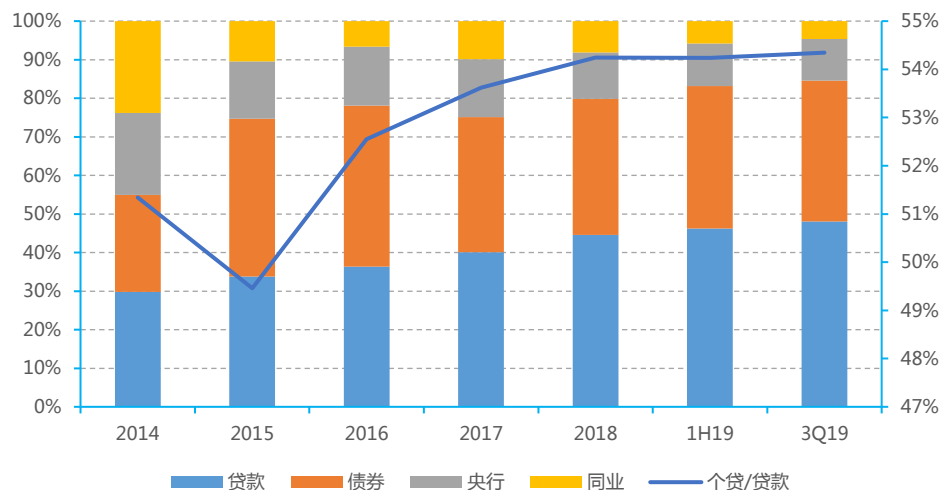


资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

### 5.3. 贷款结构较好, 资产质量有望保持优异

邮储银行资产以贷款、债券投资、存放央行为主。债券投资大多是金融机构债和政府、公共机构及准政府债, 而贷款中, 对公贷款以低风险的基建相关贷款为主, 个贷以住房按揭为主, 不良隐忧很小。

图 55: 邮储银行资产以贷款、债券投资及存放央行为主

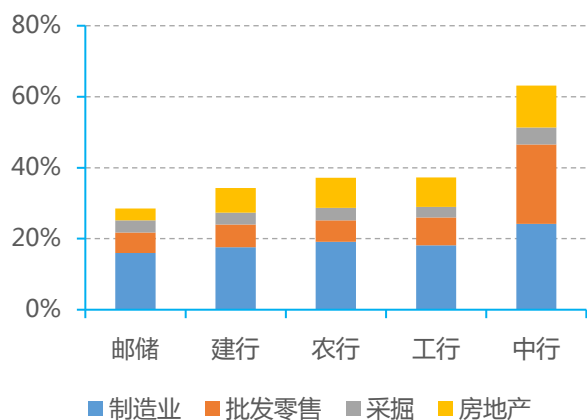


资料来源: WIND, 天风证券研究所

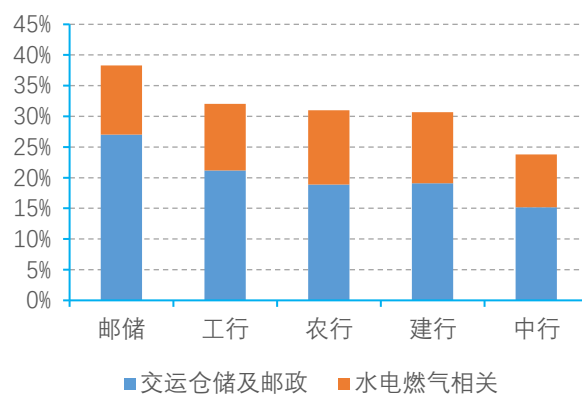
不良高发行业贷款占比较低, 不良担忧小。截至 1H19, 邮储银行企业贷款中制造业、批发零售业、采掘业和房地产业的贷款占比不及 30%, 为大行中最低; 交运仓储和邮政、水电燃气生产和供应等低风险行业的贷款比重为 38.3%, 在大行中相对较高。这样的对公贷款结构使得其不良风险较低。

图 56: 邮储银行不良风险高行业的贷款占比较低 (截至 1H19)

图 57: 邮储银行相对安全的行业贷款比例较其他大行更高 (1H19)



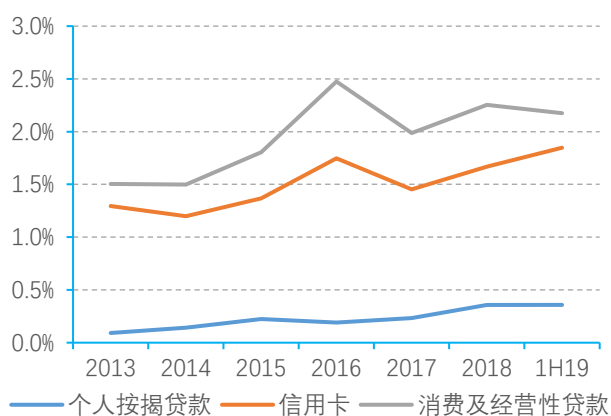
资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

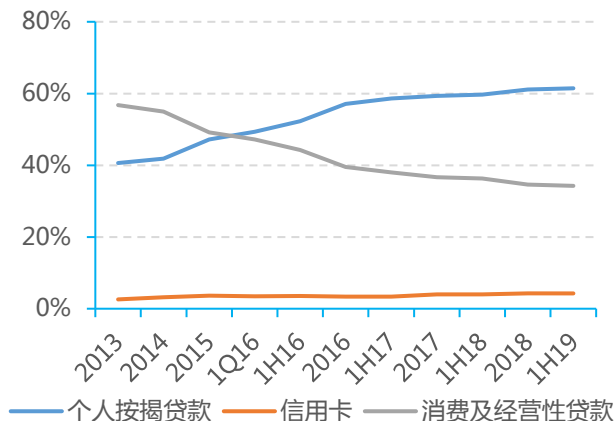
个人以住房按揭为主, 不良率保持低位。个人按揭贷款收益稳定、风险较低, 即使经济下行, 所受到的波及也弱于对公贷款, 属于性价比较高的优质资产。多年以来, 邮储银行个人按揭贷款的不良率稳定在 0.4% 以下, 且其在个贷中占比逐年抬升, 截至 1H19 高达 61.5%, 成为资产质量的稳定器。

图 58: 邮储银行个人按揭贷款的不良率低, 1H19 仅为 0.36%



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

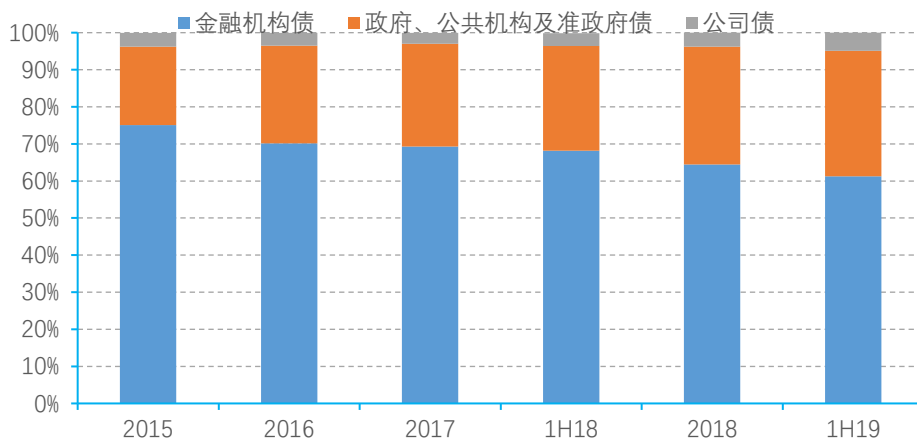
图 59: 邮储银行个人按揭在个贷中占比逐年抬升至超 60%



资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

债券投资以金融机构债和政府、公共机构及准政府债为主要投资方向, 信用风险低。截至 1H19, 邮储银行持有的金融机构债占债券投资比例为 61.3%, 政府、公共机构及准政府债券占比为 33.8%; 而公司债占比仅为 4.9%。

图 60: 邮储银行低风险债占比高, 主要投向金融机构债和政府债券



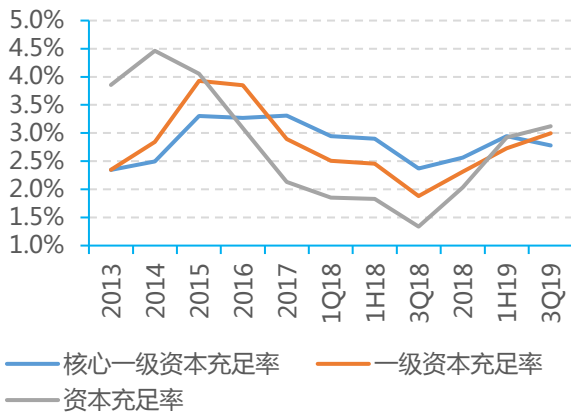
资料来源: WIND, 公司财报, 天风证券研究所

## 6. 资本略有制约，近年业绩靓丽

### 6.1. 资本充足率与四大行的差距仍存

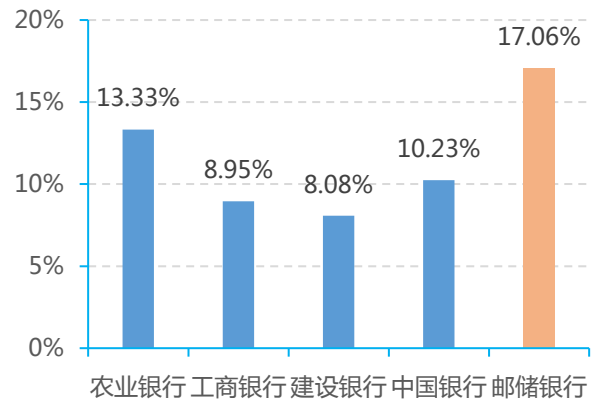
邮储银行资本充足率与四大行均值的差距在 15-18Q3 间有所缩小，但 18Q4 以来又进一步拉大。19Q3 邮储银行的资本充足率、一级资本充足率分别为 13.27%、10.55%，较四大行的均值分别低 3.12 pct、3.0 pct，差距拉大；核心一级资本充足率略有上升，但较四大行均值仍低 2.78 pct。

图 61：3Q19 邮储银行资本充足率与四大行均值的差距有所拉大



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

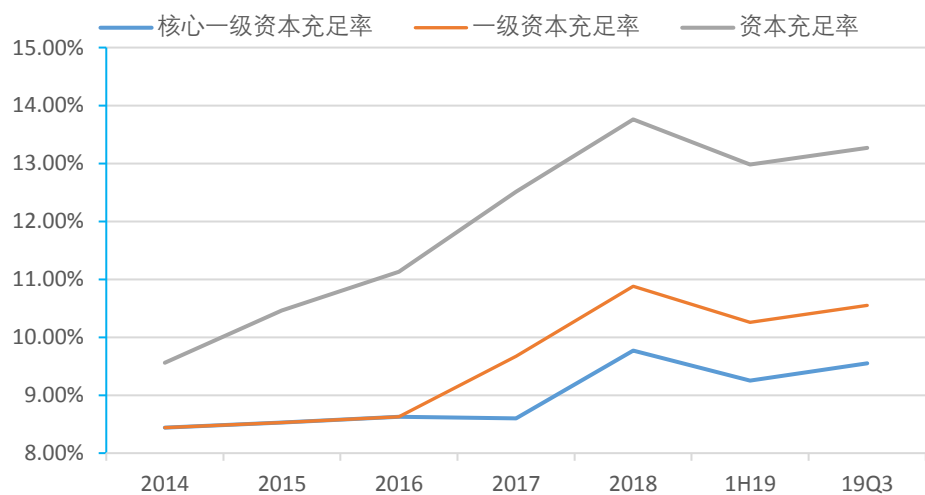
图 62：邮储银行 3Q19 贷款增速显著高于四大行



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

由于历史原因，邮储银行存贷比一直偏低，但近年来贷款较快增长，使得资产端贷款占比明显提升。贷款的高增长需要资本来支撑，19Q3 核心一级资本充足率仅 9.55%，存在资本补充需要。

图 63：邮储银行资本压力仍存

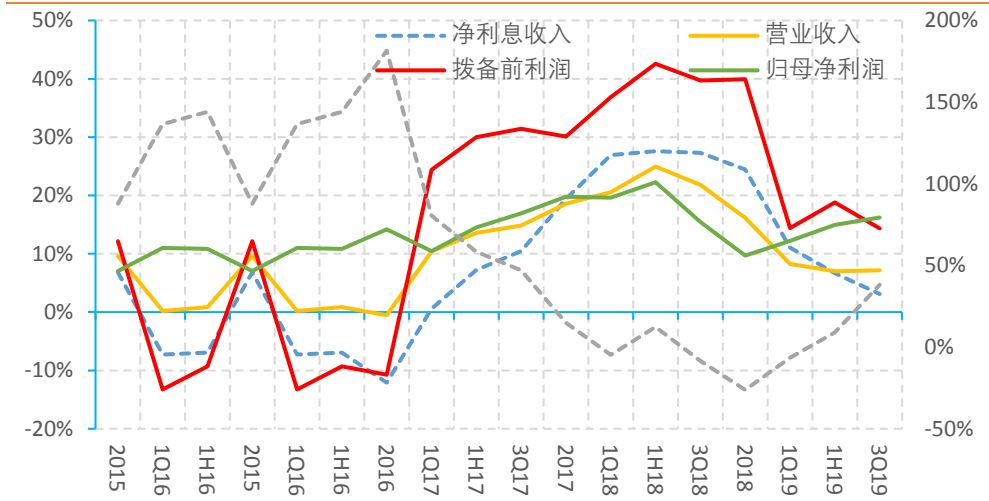


资料来源：公司财报，天风证券研究所

### 6.2. 近年业绩领跑大行

3Q19 业绩亮眼，ROE 同比大幅提升。3Q19 归母净利润 542.9 亿元，YoY +16.2%；营收 2105.6 亿元，YoY +7.1%；年化 ROE 达 15.69%，同比提升 1.09 pct，高于其他大行。

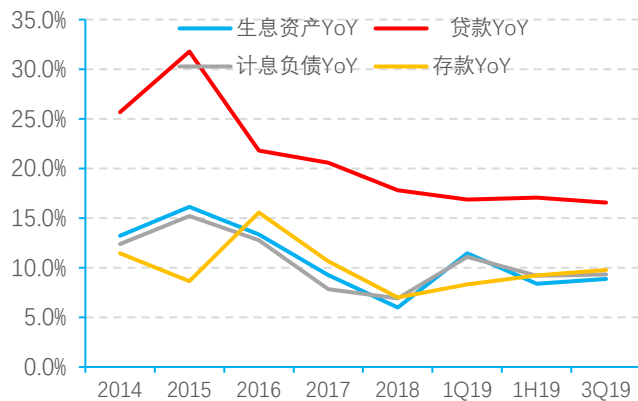
图 64：邮储银行净利息收入 YoY+3.1%，非息收入 YoY+38.2%大幅上升



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

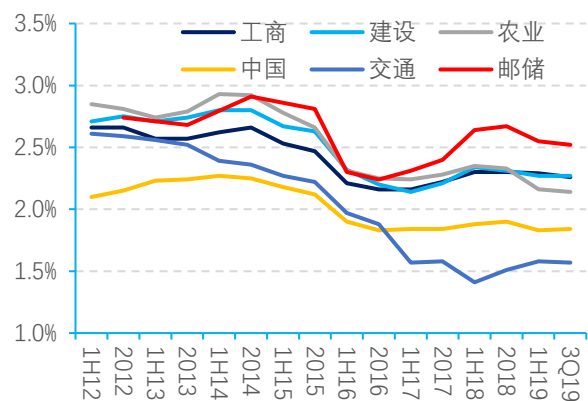
从盈利归因分析，生息资产规模扩张贡献大。3Q19 业绩增长来源于规模增长(+7.45 pct)、成本 (+7.19 pct)、非息收入 (+4.06 pct)、拨备 (+2.42 pct)；息差 (-4.36 pct) 和税收 (-0.45 pct) 造成拖累。3Q19 净息差为 2.52%，环比下降 3BP，比 18 年全年低 15BP，主要是存款定期化和贷款利率下行带动生息资产收益率环比下降所致，但邮储银行息差仍明显领先四大行。

图 65：邮储银行生息资产及计息负债增速略有提升



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

图 66：邮储银行 3Q19 净息差领先 5 大行的态势依然持续



资料来源：WIND，公司财报，天风证券研究所

## 7. 投资建议：资产质量优异，深耕县域的零售大行

### 专业化的高管层与大行客户基础相结合，未来发展值得市场预期

大海航行靠舵手，邮储银行新任董事长张金良银行业从业经历丰富，并曾在光大银行担任高管数年。新任管理层有望为邮储银行这艘大船带来更加市场化的机制，将大行的客户基础与股份行的机制结合，其未来发展值得市场高度期待。

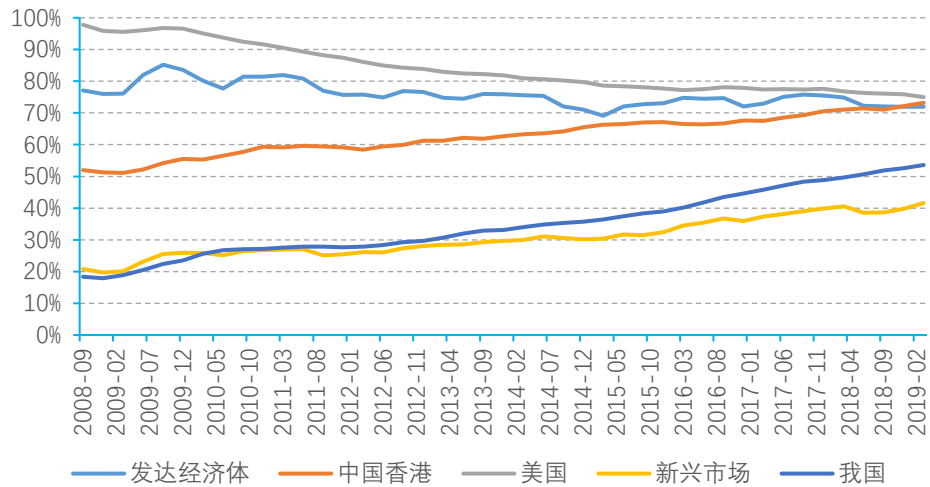
### 代理网点潜力大，成本收入比仍有下降空间

依托邮政集团 3.2 万多个代理网点，邮储银行实现对绝大多数乡镇的覆盖，触达近 6 亿个人客户，深耕县域，客户下沉之标杆。不过，代理网点以传统储蓄存款为主，业务单一。随着代理网点人员水平的提升，监管或将逐步放开代理网点业务范围，业务潜力巨大。我们认为，代理网点未来在个贷、代销等方面有巨大的发展空间。

当前我国居民部门杠杆率仍不高，未来邮储银行个贷业务大有可为。据社科院数据，我国

居民杠杆率明显低于美国、香港、发达经济体，随着居民收入升高和消费习惯变迁，邮储银行个贷业务仍有巨大发展空间。

图 67：我国居民部门杠杆率不高，个贷发展仍有较大空间（截至最新公布 19Q1）



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于代理费之存在，邮储银行资产规模不及四大行的一半，管理费用却接近，2018 年人均创利与四大行有较大差距。我们预计，未来随着代理网点潜力不断被挖掘，营收的增长将带来成本收入比之下降。

表 5：邮储银行与四大行成本比较（1H19，亿元）

	管理费用	资产总计	人均薪酬 (18 年, 元)	人均创利 (18 年, 元)	贷款总额	存款总额	员工总数	营业收入
工商银行	829	299905	269475	662539	162712	228953	439150	4429
农业银行	832	239752	260959	428091	129623	183149	464454	3232
建设银行	751	243832	296022	736059	145019	180223	340404	3615
中国银行	682	222660	275681	580700	125350	154793	305823	2767
邮储银行	723	100672	268709	306254	47017	91012	168315	1416

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 资产质量优异，且不良隐忧小

不良率常年保持在 1%以下，逾期贷款率稳定在 1%左右的水平，关注贷款率 19Q3 降至 0.67%。资产质量指标保持优异。此外，资产以贷款及债券投资为主，贷款以低风险行业贷款及住房按揭为主，债券投资以低风险的利率债为主，资产不良隐忧很小。

**贷款（对公）：不良高发行业占比较低。**截至 1H19，企业贷款中制造业+批发零售业+采掘业+房地产业占比不及 30%，比四大行都低；交运仓储和邮政、水电燃气生产和供应等低风险行业的贷款比重则接近 40%。**贷款（零售）：个贷占贷款的 54%，按揭占贷款比例达 33%。**即使经济下行，按揭所受到的波及远低于对公贷款，是性价比较高的优质资产。多年来，邮储银行个人按揭贷款不良率稳定在 0.3%以下，且其在个贷中占比逐年抬升，截至 1H19 高达 61%，成为资产质量的稳定器。**债券投资风险低，金融债+政府债占比达 79.7%(1H19)。**

基于资产规模稳健扩张、资产质量保持优异及代理网点潜力逐步发挥等合理假设，我们预测邮储银行 2019/2020 年净利润增速达 16.1%/9.0%，保持较快增速。

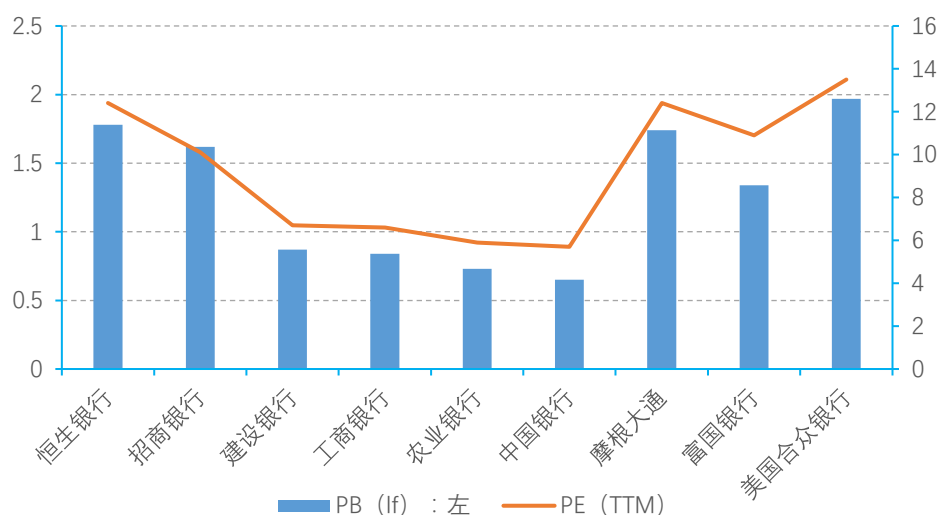
邮储银行作为深耕县域的零售大行，新任董事长为其带来更加市场化的机制，代理网点发展潜力巨大，我们非常看好其未来发展。零售银行 ROE 较高，3Q19 邮储银行年化 ROE 达



15.69%，领先大行平均。相较于海外摩根大通及富国银行以及国内零售银行王者-招商银行之较高估值，A 股往往给予四大行略微折价。综合考虑邮储银行资产质量优异且不良隐忧小，深耕县域未来发展空间大等因素，我们认为，邮储银行未来 6 个月合理估值为 1.0 倍 20 年 PB-1.1 倍 20 年 PB，对应区间[6.59-7.25]元/股。

考虑到邮储银行 IPO 发行价仅 5.50 元/股，其 IPO 打新存在一定价值。

图 68：相比海外主要银行，A 股大行估值偏低（倍，截至 20191122）



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 8. 风险提示

LPR 和存款压力压制息差；资产质量恶化；代理网点操作风险等。

## 财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1881	2341	2546	2716	2954	净利润增速	19.8%	9.7%	16.1%	9.0%	10.9%
手续费及佣金	127	144	150	158	166	拨备前利润增速	30.1%	39.9%	13.3%	8.6%	9.6%
其他收入	240	127	137	147	164	税前利润增速	19.1%	4.7%	21.0%	11.3%	10.9%
营业收入	2249	2612	2834	3020	3283	营业收入增速	18.6%	16.2%	8.5%	6.6%	8.7%
营业税及附加	(17)	(18)	(20)	(21)	(23)	净利息收入增速	19.4%	24.5%	8.8%	6.6%	8.8%
业务管理费	(1454)	(1505)	(1580)	(1659)	(1792)	手续费及佣金增速	10.8%	13.3%	4.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	778	1089	1234	1340	1469	营业费用增速	15.4%	3.5%	5.0%	5.0%	8.0%
计提拨备	(267)	(554)	(587)	(619)	(670)	<b>规模增长</b>					
税前利润	511	535	647	721	799	生息资产增速	9.3%	6.0%	5.7%	10.0%	10.2%
所得税	(34)	(11)	(39)	(58)	(64)	贷款增速	20.6%	17.8%	14.0%	9.0%	9.0%
净利润	477	523	608	662	734	同业资产增速	61.5%	-13.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	-8.6%	7.0%	3.0%	15.0%	15.0%
贷款总额	36301	42769	48756	53144	57927	其他资产增速	-6.7%	-0.7%	149.0%	-281.9%	232.5%
同业资产	8917	7763	7374	7374	7374	计息负债增速	7.8%	6.9%	5.9%	6.1%	5.2%
证券投资	31670	33875	34891	40125	46144	存款增速	10.7%	7.0%	6.0%	6.0%	5.0%
生息资产	90533	95960	101421	111562	122910	同业负债增速	-44.3%	5.4%	-2.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	478	475	1182	(2150)	(7150)	股东权益增速	24.4%	10.2%	8.8%	12.7%	12.5%
总资产	90126	95162	100946	107461	113499	<b>存款结构</b>					
客户存款	80627	86274	91451	96938	101785	活期	41.3%	39.2%	39.25%	39.25%	39.25%
其他计息负债	3121	3262	3364	3638	3995	定期	58.7%	60.7%	60.73%	60.73%	60.73%
非计息负债	2064	873	960	1056	1162	其他	0.0%	0.0%	0.02%	0.02%	0.02%
总负债	85812	90409	95775	101632	106941	<b>贷款结构</b>					
股东权益	4314	4753	5171	5829	6557	企业贷款(不含贴现)	38.3%	36.3%	36.30%	36.30%	36.30%
<b>每股指标</b>						个人贷款	53.6%	54.2%	54.24%	54.24%	54.24%
每股净利润(元)	0.59	0.65	0.75	0.82	0.91	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	0.96	1.34	1.52	1.65	1.81	不良贷款率	0.75%	0.86%	0.78%	0.82%	0.91%
每股净资产(元)	4.73	5.26	5.78	6.59	7.49	正常	98.57%	98.51%	99.42%	99.47%	99.52%
每股总资产(元)	111.22	117.44	124.58	132.62	140.07	关注	0.68%	0.63%	0.58%	0.53%	0.48%
P/E	8.85	8.07	6.95	6.38	5.75	次级	0.13%	0.22%			
P/PPOP	5.42	3.88	3.42	3.15	2.87	可疑	0.15%	0.14%			
P/B	1.10	0.99	0.90	0.79	0.70	损失	0.47%	0.50%			
P/A	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	拨备覆盖率	324.77%	345.17%	435.35%	449.39%	430.50%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.40%	2.67%	2.58%	2.55%	2.52%	资本充足率	12.51%	13.76%	13.78%	13.95%	14.15%
净利差(Spread)	2.46%	2.64%	2.66%	2.68%	2.70%	核心资本充足率	8.60%	9.77%	10.05%	10.43%	10.83%
贷款利率	4.90%	4.96%	5.01%	5.06%	5.11%	资产负债率	95.21%	95.01%	94.88%	94.58%	94.22%
存款利率	1.38%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.90%	4.10%	4.12%	4.14%	4.16%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.44%	1.46%	1.48%	1.50%	1.52%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.55%	0.57%	0.62%	0.64%	0.67%						
ROAE	13.07%	12.92%	13.58%	13.21%	12.87%						
拨备前利润率	0.90%	1.18%	1.26%	1.29%	1.33%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com