

公司研究/新股定价

2019年11月25日

合理价格区间(元): 6.27~6.89

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
 研究员 0755-23952763  
 shenjuan@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
 联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

发行上市资料

发行前总股本(万股)	8,103,100.00
本次拟发行量(万股)	517,216.42
发行日期	2019-11-28
发行方式	公开发行
保荐机构	中金公司、中邮证券
预计上市日期	-

发行前财务数据

每股净资产(元)	5.71
净资产收益率(%)	15.69
资产负债率(%)	94.94

主要股东和持股比例

中国邮政集团公司	68.92%
香港中央结算(代理人)有限公司	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	0.0003%
KWOK CHEE YIN	0.0002%
WONG WAI FUK	0.0002%
CHENG SUI SUN	0.0002%

# 独特基因与禀赋，差异化零售大行 邮储银行(601658)

## 零售业务特色鲜明，未来发展空间广阔

邮储银行作为成长期国有大行，拥有独特的“自营+代理”零售网点，深入县域和中西部地区，获得庞大的零售客户群体，拥有稳定的存款基础，随着网点系统化转型的推进，未来发展空间广阔，可稳步推进打造“一流大型零售银行”的发展战略。资产结构优化可进一步提升资产端的收益率水平，深耕庞大零售客群的综合金融服务需求，可助力中间业务快速发展。我们预测公司2019-2021年归母净利润增速15.1%/14.0%/13.3%，不考虑超额配售的情况下，EPS为0.70/0.80/0.90元，预计合理价格区间为6.27~6.89元。

## 股权结构多元，零售网点下沉

邮储集团对邮储银行拥有绝对控股地位，10家战略投资者的引入，构成了其多元的股权结构，利于邮储银行与集团子公司和战略投资者开展业务合作。背靠邮政集团，使邮储银行拥有独特的“自营+代理”零售网点，深入县域和中西部地区，获得庞大的零售客户群体，客户下沉优势明显。邮储银行与国有五大行形成错位竞争，特有的代理网点为其带来了大量低价优质存款，但目前利润贡献有限，“自营+代理”模式在资金使用效率和网点运营效率上有较大提升空间。随着小额贷款业务开始试点，以及网点系统化转型的推进，网点的资金使用效率和运营效率有望快速提升。

## 差异化定位，盈利增长强劲

邮储银行扎根县域地区，使其拥有了良好的零售业务基础，盈利持续高增长。在邮储银行差异化定位下，负债端获得了大量低价稳定的存款，优势明显，结构性存款新规的出台有助于缓解负债端成本压力。资产端则配置了大量零售贷款，个人经营贷和消费贷定价较高，使得资产收益率较高，但目前贷款占比仍低，资产结构有待优化。由于邮储银行贷款业务起步较晚，历史存量风险较小，叠加其以零售贷款为主的贷款结构，有相对抗周期和分散风险的特征，使邮储银行信用成本具有一定优势。中间业务和成本管控方面有较大提升空间。

## 成长期国有大行，2020年净利润增速预计为14.0%

我们预测公司2019-2021年归母净利润增速15.1%/14.0%/13.3%，不考虑超额配售的背景下，EPS为0.70/0.80/0.90元，2020年BVPS 6.27元。预计2019-2021年现金分红比例均为30%。邮储银行作为零售型大行，估值与五大行，以及规模相近的零售银行龙头招商银行可比，可比上市银行2020年Wind一致预测PB 0.79倍。邮储银行作为A股中稀缺性较强的零售大行，应享受估值溢价(较同期可比标的港股2020年Wind一致预测PB的估值溢价为8%)，2020年1.0-1.1倍PB对应的合理价格区间为6.27~6.89元。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	224,572	260,995	283,198	315,644	351,115
+/-%	18.9%	16.2%	8.5%	11.5%	11.2%
归属母公司净利润(百万元)	47,683	52,311	60,210	68,627	77,775
+/-%	19.8%	9.7%	15.1%	14.0%	13.3%
EPS(元,最新摊薄)	0.55	0.61	0.70	0.80	0.90
PE(倍)	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 正文目录

竞争优势：股权结构多元，零售网络下沉.....	4
股东结构：邮政集团控股，战略股东多元.....	4
零售网络：扎根县域，客户下沉优势明显.....	5
特色亮点：差异化定位，盈利增长强劲.....	11
负债：结构良好，存款占优.....	13
资产：加大投放，零售为王.....	14
资产质量：包袱较轻，稳健向好.....	16
展望：独特模式大行，发展空间较大.....	18
盈利预测：2020 年净利润增速 14.0%.....	20
风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：邮储银行增资融资历程.....	4
图表 2：2019 年 Q3 末邮储银行股权结构图.....	5
图表 3：邮储银行与邮政集团业务高度协同.....	5
图表 4：邮储银行与战略投资者业务协同.....	5
图表 5：2018 年末邮储银行依靠代理网点使其网点数遥遥领先.....	6
图表 6：2018 年末邮储银行代理网点使其扎根县域地区.....	6
图表 7：2018 年末邮储银行网均资产较低.....	6
图表 8：2018 年末邮储银行网点主要分布在中西部地区.....	7
图表 9：2018 年末邮储银行网点在发达省市占有率较低.....	7
图表 10：2018 年末银行业资产市占率分布情况.....	7
图表 11：2018 年末邮储银行资产市占率在部分中部省份相较于五大行平均水平具有优势.....	8
图表 12：2018 年末邮储银行网均员工数较低.....	8
图表 13：2018 年末邮储银行与工行、招行 AUM 对比：邮储银行注重基础客户.....	9
图表 14：代理网点经营业务范围及费用情况.....	9
图表 15：2018 年邮储银行调整前后的净息差与五大行对比.....	9
图表 16：邮储银行未来网点发展战略.....	10
图表 17：2014 -2019H1 邮储银行归母净利增速高于五大行平均水平.....	11
图表 18：2019H1 ROE 水平有所提升.....	11
图表 19：2017 年起，邮储银行 ROA 持续改善.....	11
图表 20：2019H1 国有大行 ROA 拆解结果对比（单位：%）.....	12
图表 21：ROA 拆解：邮储银行-国有五大行平均（单位：BP）.....	12
图表 22：2019H1 邮储银行成本收入比处于同业较高水平.....	12
图表 23：2011-2017 邮储银行负债和存款增速高于五大行平均水平.....	13
图表 24：2019Q3 邮储负债结构以存款为主.....	13
图表 25：2019H1 邮储银行零售存款占有绝对优势.....	13

图表 26: 2019H1 邮储银行零售存款成本在国有大行中具有优势 .....	13
图表 27: 2018 年起, 中西部地区存款竞争压力较大 .....	14
图表 28: 2019H1 邮储银行净息差下降, 但仍处国有大行首位 .....	14
图表 29: 2019H1 邮储银行计息负债成本率国有大行中最低 .....	14
图表 30: 2010-2019Q3 邮储银行贷款占比逐渐提升 .....	15
图表 31: 2019Q3 邮储银行贷款占比低, 投资占比高 .....	15
图表 32: 2019H1 邮储银行贷款以零售贷款为主 .....	15
图表 33: 2019H1 邮储银行贷款收益率水平较高 .....	15
图表 34: 2019H1 邮储银行零售贷款以住房按揭和经营贷款为主 .....	16
图表 35: 2019Q3 邮储银行资产质量较优 .....	16
图表 36: 2018H1-2019H1 邮储银行不良贷款率降低, 拨备覆盖率提升 .....	16
图表 37: 不良率高发期, 邮储银行消费贷款和经营贷款发放较为谨慎 .....	17
图表 38: 2013-2017 年邮储银行贷款增速在 20% 以上 .....	17
图表 39: 2014 年邮储银行贷款占比快速提升 .....	17
图表 40: 2014 年邮储银行保证贷款占比低 .....	17
图表 41: 2014 年以来邮储银行对公不良率大幅低于工行、建行、农行 .....	17
图表 42: 2013-2018 年邮储银行营收和中收增速高于五大行平均水平 .....	18
图表 43: 2019 年 1-9 月邮储中间业务收入占比较低 .....	18
图表 44: 邮储银行 A 股上市可补充资本 .....	19
图表 45: 金融科技助力邮储银行提升零售贷款业务效率和风控能力 .....	19
图表 46: 关键假设及其历史数据 .....	20
图表 47: 可比公司 2020 年 A 股 Wind 一致预期 (2019 年 11 月 22 日) .....	21
图表 48: 财务预测 (百万元) .....	21

## 竞争优势：股权结构多元，零售网络下沉

### 股东结构：邮政集团控股，战略股东多元

邮储银行在10年间完成了“成立-改制-引战-上市”多个步骤，助其成为国内领先的大型零售银行。2007年，邮储集团全资组建中国邮政储蓄银行有限责任公司，注册资本200亿元。在两次增资后，2011年邮储银行确定了“股改-引战-上市”三步走的改革路线图，并迅速落实。2012年，邮储银行改制为股份有限公司。邮储集团两次增资后，2015年12月，邮储银行引入瑞银、摩根大通、中国人寿和蚂蚁金服等十家国内外战略投资者，股东向股权多元化发展。2016年9月，邮储银行成功在香港交易所主板上市。在此过程中，邮储银行注册资本不断增加，助其快速扩张，2019年开启回A进程。

图表1：邮储银行增资融资历程

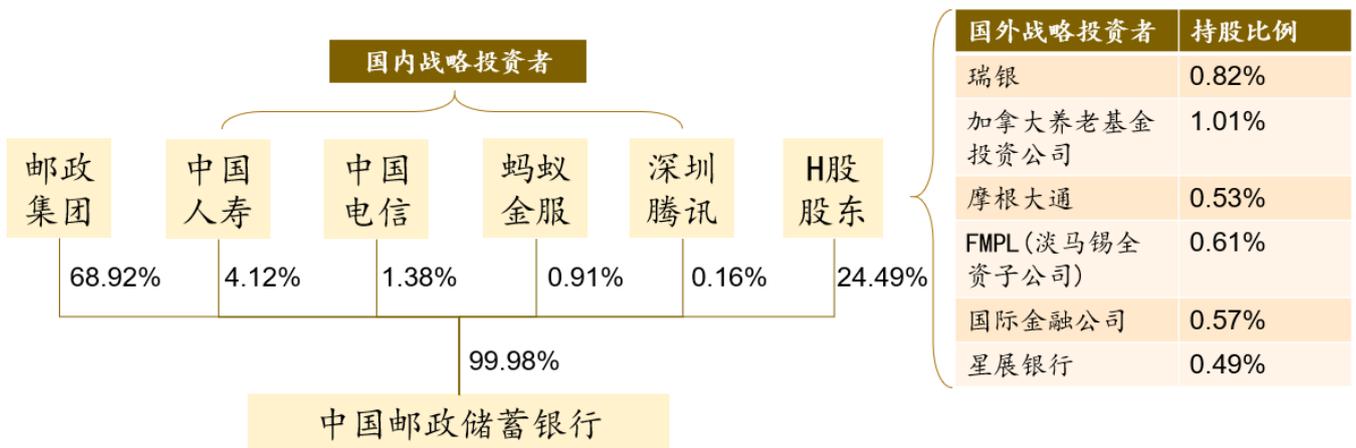


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

邮政集团的绝对控股地位，为邮储银行发展零售业务打下良好基础。邮储银行将打造“一流大型零售银行”作为其发展战略，符合其自身禀赋。追溯历史，早在1919年，中国邮政就开办过邮政储蓄业务，1986年邮局恢复储蓄业务，长期以来积累了良好的口碑和大量零售客户。邮储银行成立后，邮政集团一直保持着绝对控股地位，“代理网点”的独特运营模式为邮储银行带来了庞大且稳定的零售存款基础，在国有大行中独树一帜（五大国有银行的大股东均为中央汇金公司）。邮政集团除了赋予邮储银行“代理网点”独特业务模式外，子公司之间的业务协同可助邮储银行拓展优质客户并发展中收业务，集团的物流数据也可作为邮储银行对客户画像的重要参考依据，助力零售业务发展。

战略投资者为邮储银行提供细分方向的业务支持，并展开合作。邮储银行的战略投资者为大型金融和科技公司，有望助力邮储银行发展综合金融服务，构建金融生态圈。金融企业方面，摩根大通或可助力邮储银行发展投行业务。瑞银和星展银行在财富管理业务方面有丰富的经验，助理邮储银行零售轻资本业务发展。淡马锡可协助邮储银行构建信贷工厂，助力小微业务发展。科技公司方面，蚂蚁金服和腾讯分别拥有电商和社交大数据，可为邮储银行金融科技发展提供一定技术支持。

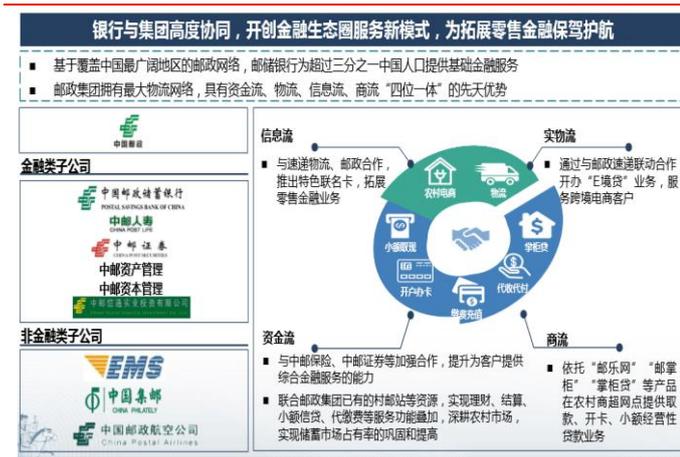
图表2：2019年Q3末邮储银行股权结构图



注：UBS, JPMorgan 等境外战略投资者的股份，体现在香港中央结算有限公司中，因信息披露原因截至日期为 2019/6/30

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表3：邮储银行与邮政集团业务高度协同



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表4：邮储银行与战略投资者业务协同



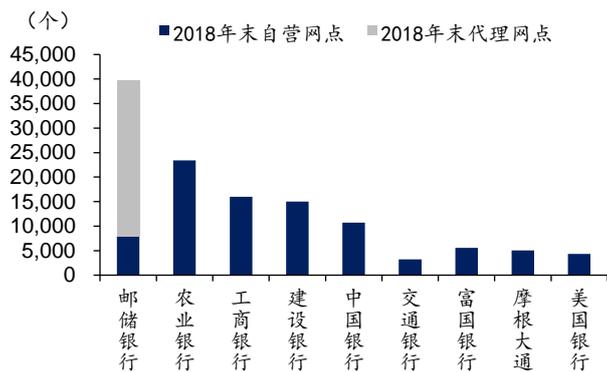
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 零售网络：扎根县域，客户下沉优势明显

邮政集团和邮储银行建立独特的“自营+代理”运营模式。为充分发挥邮政集团和邮储银行的各自优势，经国务院同意并经原银监会批准，公司从2007年成立起就确立了“自营+代理”的运营模式。邮储银行及邮政集团均须遵循专有且无限期的“自营+代理”运营模式，且双方均无权终止邮银代理关系，这使得“自营+代理”运营模式更为稳定。凭借“自营+代理”运营模式，邮储银行拥有大型商业银行中网点数量多、覆盖面广的分销网络。截至2019年6月30日，邮储银行共有39680个营业网点，代理网点占比达到了80%，覆盖中国99%的县(市)，网点数量和网点覆盖面均远超其余五大行。对标海外，邮储银行网点数量也远远大于美国大行水平。

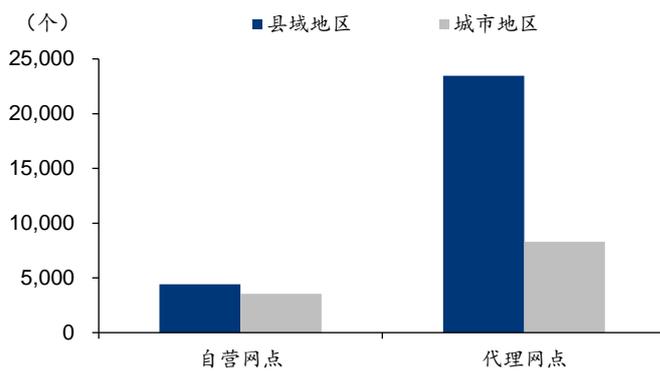
独特的网点运营模式，使得邮储银行的网点有三大特点。首先，代理网点使得邮储银行扎根县域地区，网点下沉特征明显。自营网点的县域地区和城市地区分布较为平均，但代理网点县域下沉明显，其县域地区网点数量是城市地区的近3倍。整体来看，县域地区网点数量占比超过70%。邮储银行网点下沉使其网均资产较低。2018年，邮储银行网均资产仅为2.40亿元，明显低于银行业金融机构10.36亿元的平均水平，甚至低于农村金融机构的4.34亿元。分省市来看，邮储银行仅在重庆市的网均资产具有优势。

**图表5：2018年末邮储银行依靠代理网点使其网点数遥遥领先**



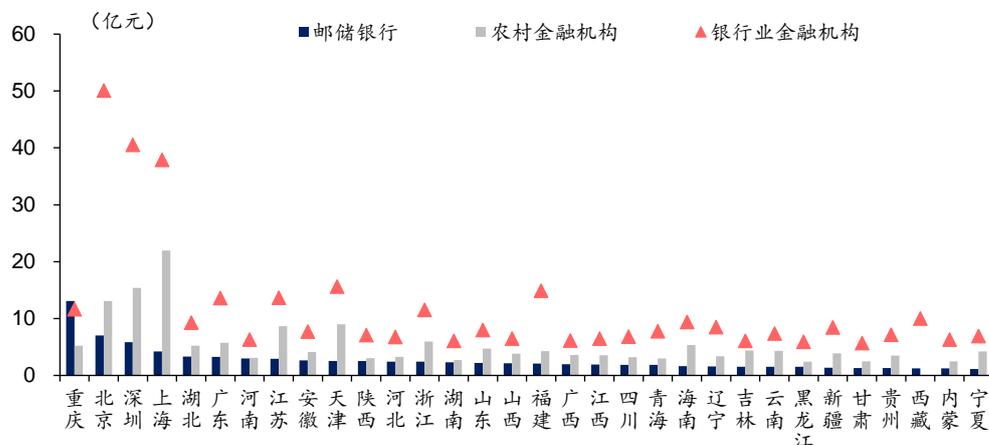
资料来源：招股说明书，公司财报，华泰证券研究所

**图表6：2018年末邮储银行代理网点使其扎根县域地区**



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

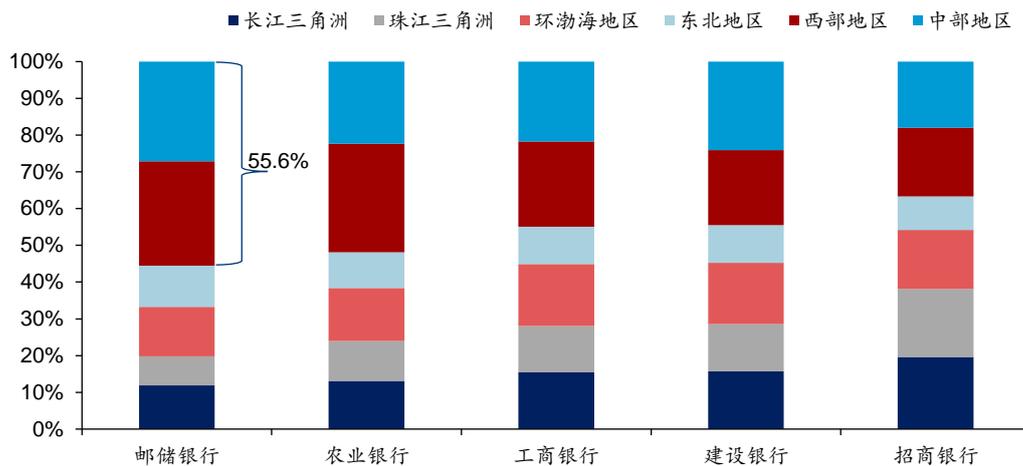
**图表7：2018年末邮储银行网均资产较低**



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

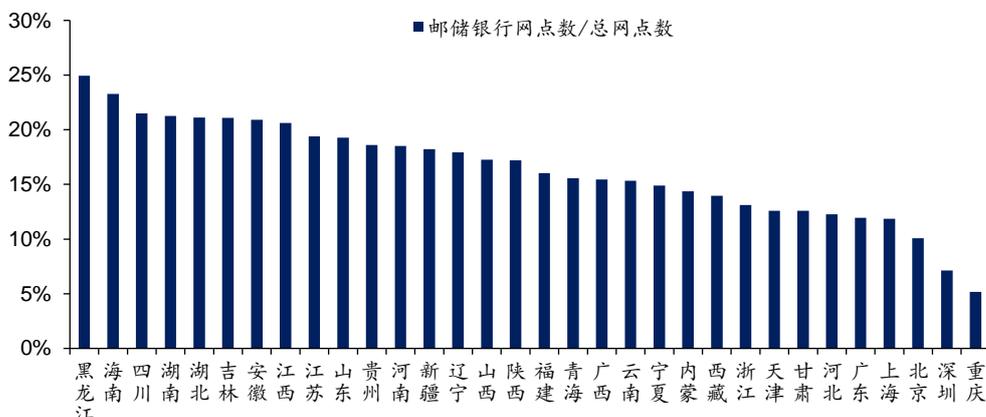
其次，邮储银行网点主要分布在中西部地区。2018年，邮储银行中西部营业网点占比达到了55.6%，高于农行、工行和建行等国有大行，以及同样定位于零售业务并处于领先地位的招商银行。从邮储银行的网点和资产市占率来看，中西部优势明显。网点市占率方面，邮储银行在全国达到了17%的水平。分省份看，在四个直辖市以及广东等发达地区占有率较低，而市场占有率较高的省份多集中在中西部和东北地区。资产市占率方面，在河南、湖南、湖北等中部省份，邮储银行的资产市占率高于国有五大行的平均水平。而在北上深等发达地区，邮储银行与国有五大行平均市占率的差距较大。

**图表8： 2018年末邮储银行网点主要分布在中西部地区**



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

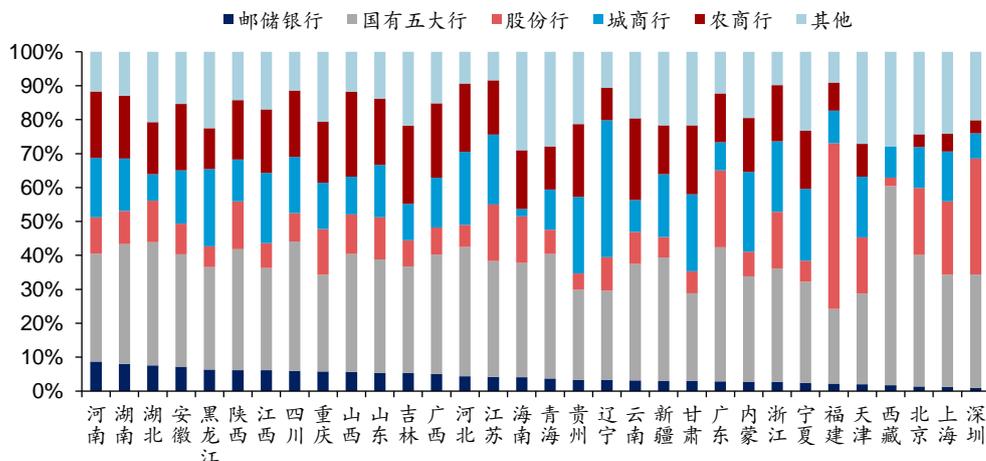
**图表9： 2018年末邮储银行网点在发达省市占有率较低**



注：由于数据披露原因，新疆为2017年数据，海南为2016年数据

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

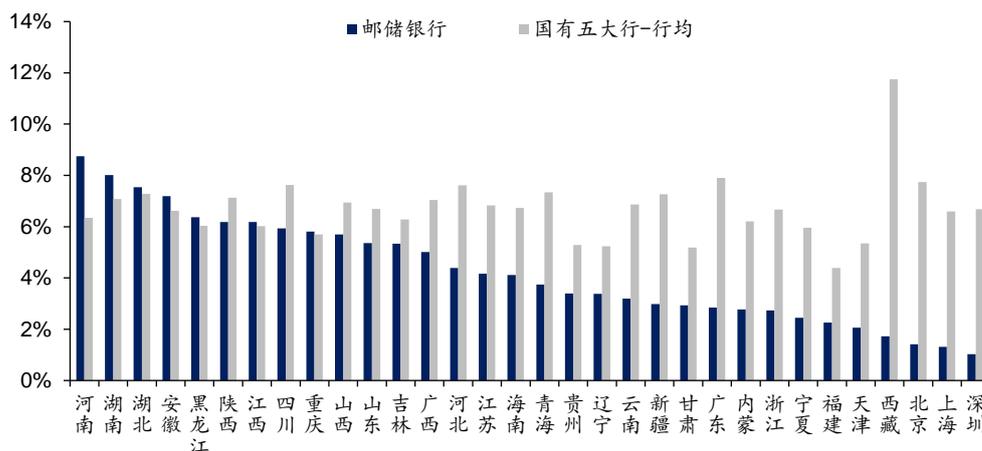
**图表10： 2018年末银行业资产市占率分布情况**



注：由于数据披露原因，新疆为2017年数据，海南为2016年数据

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

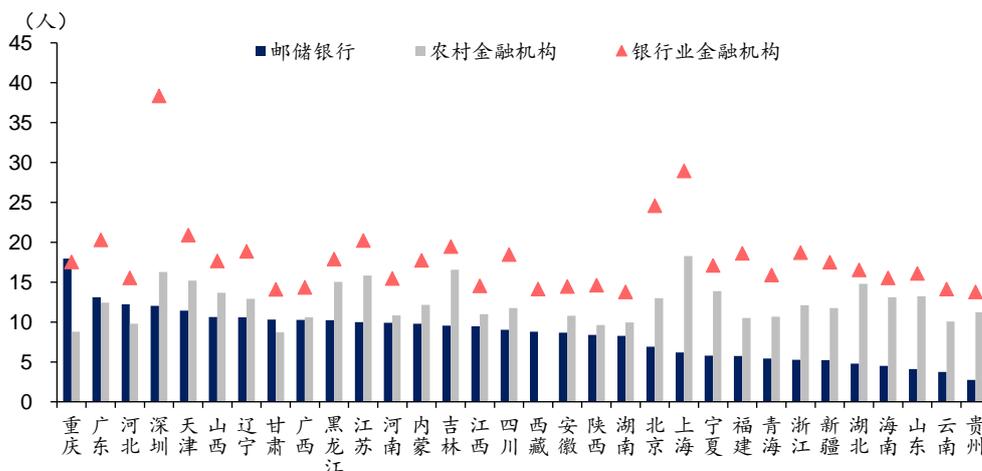
**图表11： 2018年末邮储银行资产市占率在部分中部省份相较五大行平均水平具有优势**



注：由于数据披露原因，新疆为2017年数据，海南为2016年数据  
资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

最后，邮储银行网均员工数较少。2018年末邮储银行网均员工数仅为8人，不足银行业金融机构整体水平的一半（18人）。分省份看，邮储银行在北上深等发达地区的网均员工数（7人）更是远低于银行业整体水平（29人）。代理网点人员属于邮政集团，且不可进行信贷类业务和对公业务，对员工需求较少，或是邮储银行网均员工数较少的主要原因。

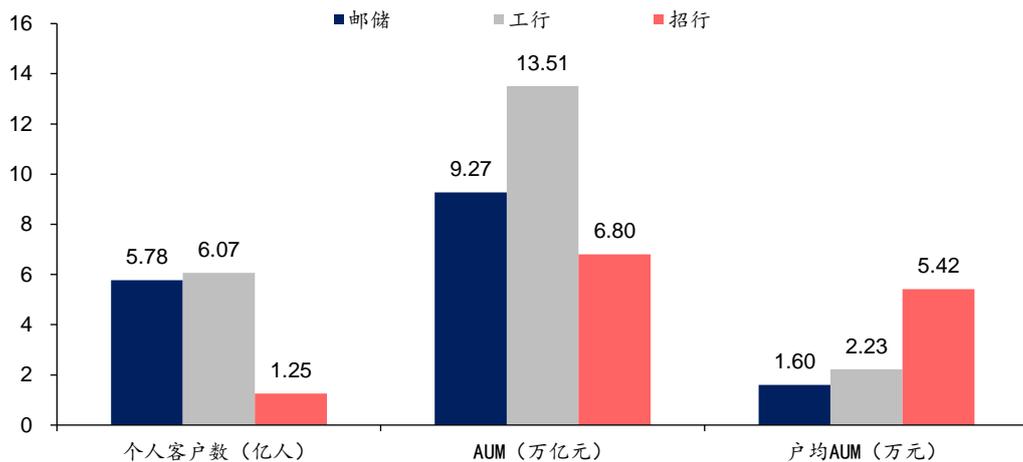
**图表12： 2018年末邮储银行网均员工数较低**



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

在差异化的战略定位下，邮储银行获得了庞大的零售客户基础。截止2018年，邮储银行个人客户数达到了5.78亿人，仅略低于工行，覆盖了全国总人口的40%。由于邮储银行扎根于县域地区，导致其户均管理个人金融资产规模较低，仅为1.60万元，低于客群结构较为丰富的工行与专注于高端客户的招行。此外，从VIP客户标准来看，邮储银行仅为日均10万元，招商银行则为日均50万元。差异化的客群精准定位，使邮储银行仅用11年的时间，就打造了如此庞大的零售客群，未来业务发展空间广阔。

**图表13： 2018年末邮储银行与工行、招行 AUM 对比：邮储银行注重基础客户**



资料来源：招股说明书，公司财报，华泰证券研究所

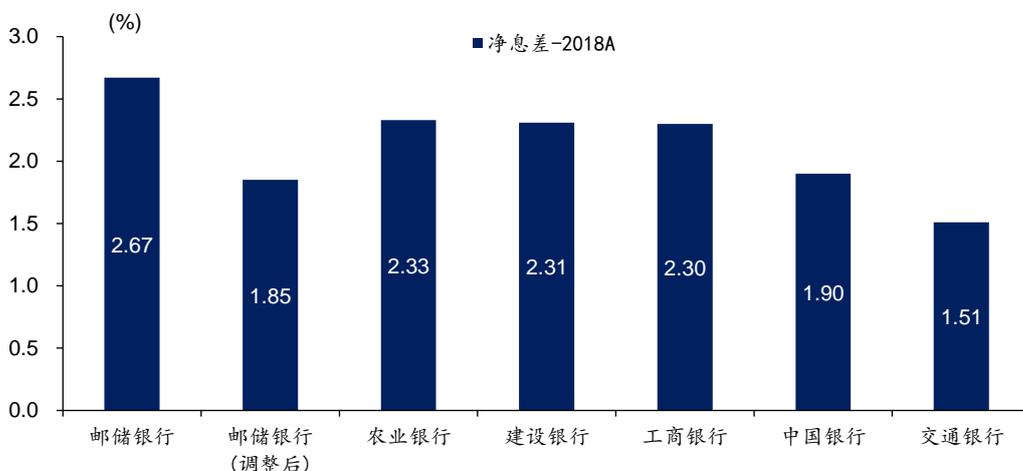
代理网点可为邮储银行带来大量存款，但目前对利润贡献较为有限。邮储银行在代理网点所吸收的存款需支付储蓄代理费，根据存款期限分档计价，当前费率范围在 0.2%(5 年期定存)-2.3% (活期) 之间，并规定了综合费率 (加权平均) 上限为 1.5%。若将储蓄代理费 (752.5 亿元) 计入利息支出后，还原净息差与其他五大行相比，仅高于交通银行。中间业务则根据“谁办理谁收益”的原则，收入由邮储银行确认后，完全转移给邮政集团，沉淀资金也需以 DR007 或 Shibor 作为基准向集团支付手续费，对邮储银行的中收并无贡献。

**图表14： 代理网点经营业务范围及费用情况**

业务类型	收费模式	实际费率 (2018年)	列支科目	备注
吸收存款	支付储蓄代理费	1.39%	业务及管理费	仅可吸收个人存款
中间业务 (结算代理类)	银行确认收入后转移给集团	-	手续费及佣金收入/支出 (净收入为 0)	结算类业务包括跨行、异地交易，个人汇兑等，代理类业务包括代销保险、国债、基金

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**图表15： 2018年邮储银行调整前后的净息差与五大行对比**



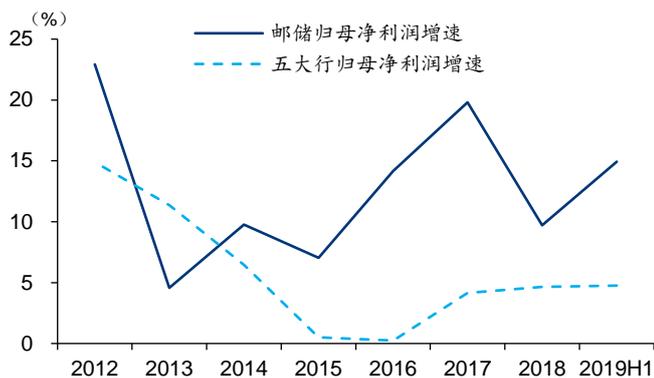
资料来源：招股说明书，公司财报，华泰证券研究所



## 特色亮点：差异化定位，盈利增长强劲

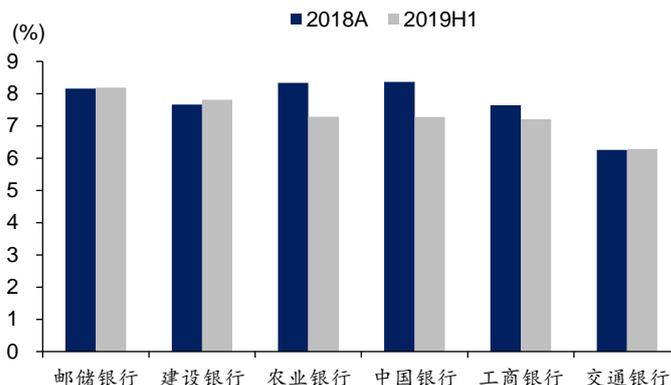
网点布局特点带来稳定存款基础，盈利持续高增长。邮储银行依赖其庞大的营业网点数量，通过差异性的竞争策略在国有大行中获得明显优势。得益于此，2014年以来邮储银行归母净利润增速一直高于五大行平均水平，且2019年上半年，邮储银行加权ROE在其余五大行平均水平同比下降的情况下，逆势同比提升0.03pct至8.19%，在高权益乘数的助力下，绝对水平居六大行之首。拆分来看，利息收入和管理费用助ROA边际改善，是ROE提升的重要原因。

图表17：2014-2019H1 邮储银行归母净利润增速高于五大行平均水平



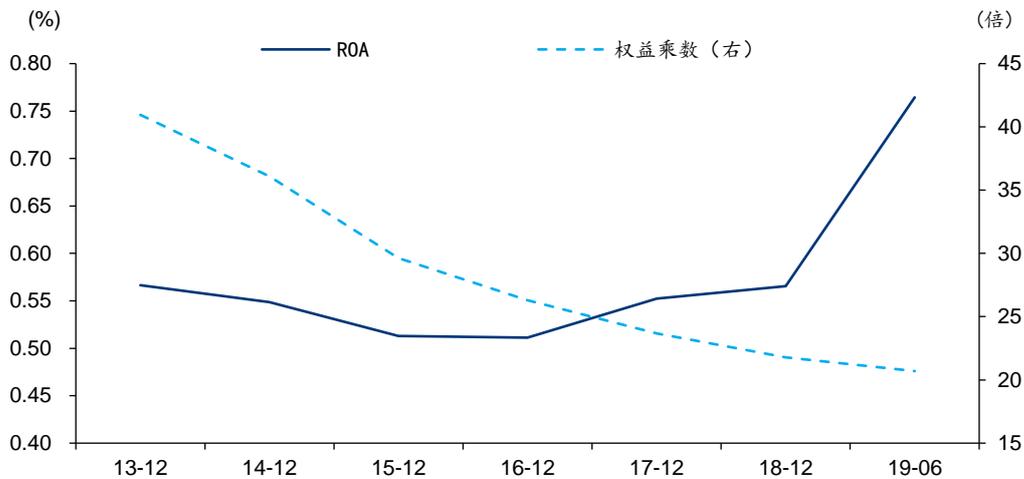
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表18：2019H1 ROE 水平有所提升



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表19：2017年起，邮储银行ROA持续改善



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

目前邮储银行的优势主要在利息收入较高和所得税税负较轻。我们将邮储银行的储蓄代理费还原至利息支出中后，对国有大行2019年上半年ROA进行拆解。利息净收入方面，在邮储银行差异化定位下，负债端获得了大量低价稳定的存款，但考虑储蓄代理费后，优势不再。资产端则配置了大量零售贷款，个人经营贷和消费贷定价较高，使得资产收益率较高。中间收入方面，由于代理网点产生的中收均转移给了集团，因此邮储银行的中间收入处于长期劣势。管理费用方面，即使不考虑储蓄代理费，其管理费用水平仍较高，有较大提升空间。信用成本方面，2013-2017年邮储银行具有较大优势，但2018年以来，经济下行背景下，邮储银行加强不良贷款认定标准并加强处置力度，使其信用成本2019年上半年与同业水平相当。所得税方面，邮储银行配置较多国债地方债，发放农户贷款和普惠型小微贷款占比较高，导致其有效税率水平较低。

图表20: 2019H1 国有大行 ROA 拆解结果对比 (单位: %)

2019H1	邮储银行 (还原前)	邮储银行 (还原后)	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	五大行 平均值	邮储排名 (还原前)	邮储排名 (还原后)
营业收入	1.45	1.06	1.54	1.52	1.39	1.27	1.22	1.39	3	6
利息净收入	1.22	0.83	1.04	1.05	1.02	0.83	0.72	0.93	1	5
利息收入	1.94	1.94	1.76	1.82	1.81	1.68	1.87	1.79	1	1
利息支出	-0.73	-1.11	-0.72	-0.76	-0.79	-0.84	-1.15	-0.85	2	5
中间业务收入	0.10	0.10	0.31	0.32	0.22	0.23	0.24	0.26	6	6
其他非息收入	0.13	0.13	0.19	0.14	0.15	0.20	0.26	0.19	6	6
管理费用	-0.74	-0.35	-0.29	-0.32	-0.36	-0.31	-0.34	-0.32	6	5
信用减值损失	-0.28	-0.28	-0.34	-0.31	-0.32	-0.15	-0.22	-0.27	3	3
所得税	-0.03	-0.03	-0.14	-0.15	-0.10	-0.14	-0.06	-0.12	1	1
其他因素	-0.01	-0.01	-0.18	-0.09	-0.09	-0.10	-0.15	-0.12	1	1
<b>ROA</b>	<b>0.38</b>	<b>0.38</b>	<b>0.58</b>	<b>0.65</b>	<b>0.53</b>	<b>0.56</b>	<b>0.44</b>	<b>0.55</b>	<b>6</b>	<b>6</b>

资料来源: 招股说明书, 公司财报, 华泰证券研究所

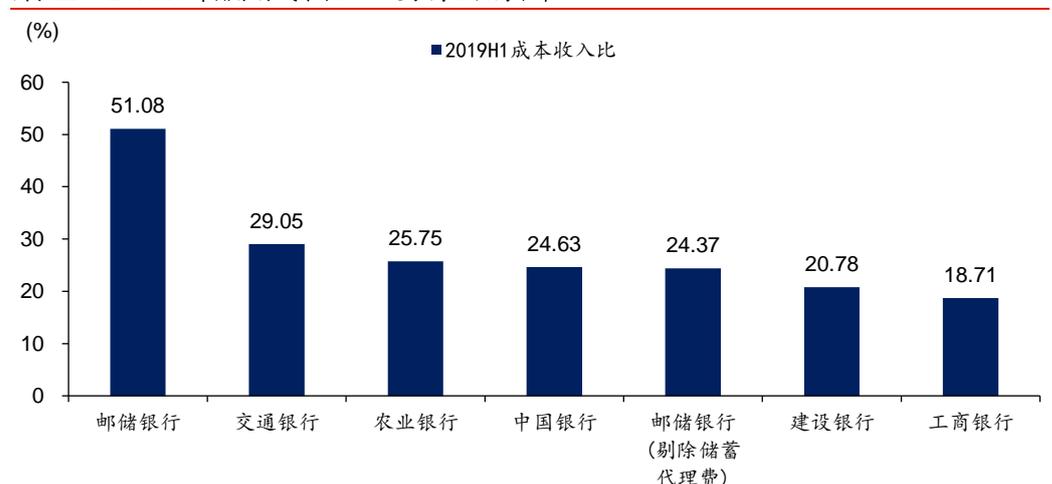
图表21: ROA 拆解: 邮储银行-国有五大行平均 (单位: BP)

邮储-国有五大行	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018H1	2019H1
营业收入	-48	-40	-40	-41	-11	10	5	3
利息净收入	18	30	25	3	19	52	23	25
利息收入	35	32	24	12	8	34	15	17
利息支出	-17	-2	1	-8	11	18	8	8
中间业务收入	-52	-51	-47	-41	-34	-31	-18	-17
其他非息收入	-14	-19	-18	-4	4	-11	0	-5
管理费用	-82	-81	-80	-81	-85	-85	-44	-42
信用减值损失	10	2	7	23	19	-1	1	0
所得税	28	28	26	24	20	21	11	9
其他因素	16	17	20	17	8	11	4	11
<b>ROA</b>	<b>-76</b>	<b>-74</b>	<b>-68</b>	<b>-58</b>	<b>-48</b>	<b>-45</b>	<b>-23</b>	<b>-19</b>

资料来源: 招股说明书, 公司财报, 华泰证券研究所

展望未来, 邮储银行的利息收入、中间业务收入以及管理费用仍有较大改善空间。利息收入方面, 邮储银行资金利用效率较低, 未充分发挥负债端低成本优势。目前邮储银行贷款占总资产比例仍低(19年上半年为45%), 据其余五大行平均水平仍有较大提升空间, 资产端结构优化可提升收益水平。中间业务方面, 邮储银行起步较晚, 目前中收占比远低于五大行平均水平, 未来可利用其网点和客户数量优势, 深挖客户金融服务需求, 有较大成长空间。管理费用方面, 即使剔除储蓄代理费, 2019年上半年邮储银行的成本收入比为24.37%, 高于其余五大行平均水平(23.78%), 未来随着网点发展战略的推进, 网点运营效率有望快速提升以降低运营成本。

图表22: 2019H1 邮储银行成本收入比处于同业较高水平



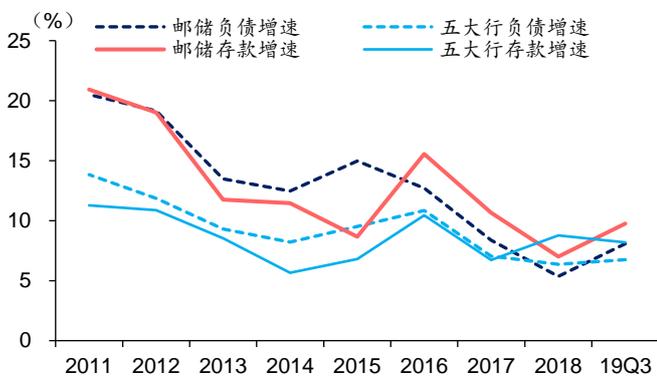
资料来源: 招股说明书, 公司财报, 华泰证券研究所

### 负债：结构良好，存款占优

庞大的零售客户群体，为邮储银行带来了低成本稳定的资金来源。2011-2017年，邮储银行负债端快速扩张，负债和存款增速均高于其余五大行平均水平，2018年由于存款竞争压力，增速虽然有所放缓，但存款优势仍存。截止2019年9月末，邮储银行存款占总负债比例高达95%，大幅领先其余五大行，使得邮储银行计息负债成本具有明显优势。从存款结构来看，邮储银行零售存款占有绝对优势，2019年6月末占比高达87%。虽然零售存款定期化现象较为严重，但2019年上半年邮储银行零售存款成本率为1.58%，在国有大行中最低，这也使其整体存款成本率在大行中最低。

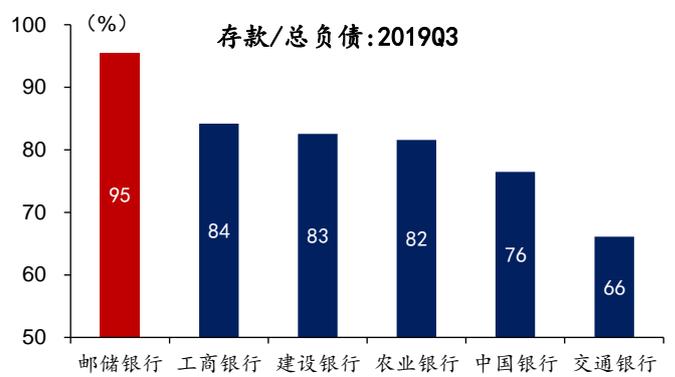
而与零售领军招商银行相比，邮储银行零售存款成本率并不具有优势。主要是由于招商银行凭借其财富管理业务，沉淀了大量活期资金，使其获得了低廉的零售活期存款。虽然邮储银行零售存款成本率大大高于招商银行，但由于零售存款占比较高，使2019年上半年邮储银行整体存款成本率与招商银行均为1.53%。

图表23： 2011-2017 邮储银行负债和存款增速高于五大行平均水平



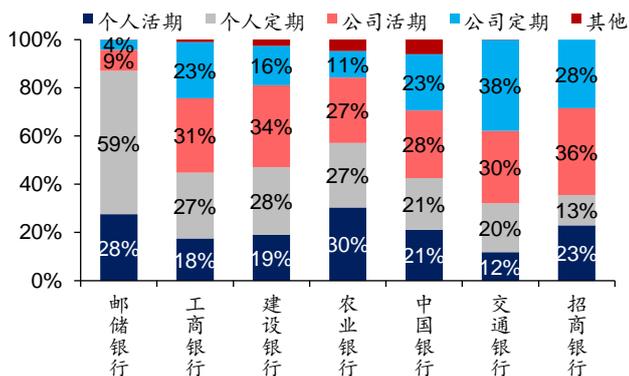
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表24： 2019Q3 邮储负债结构以存款为主



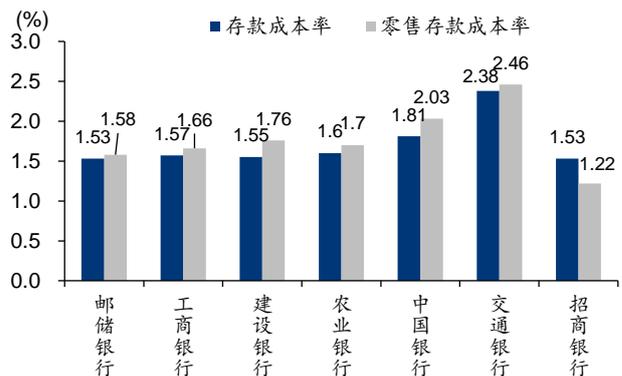
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

图表25： 2019H1 邮储银行零售存款占有绝对优势



资料来源：招股说明书，公司财报，华泰证券研究所

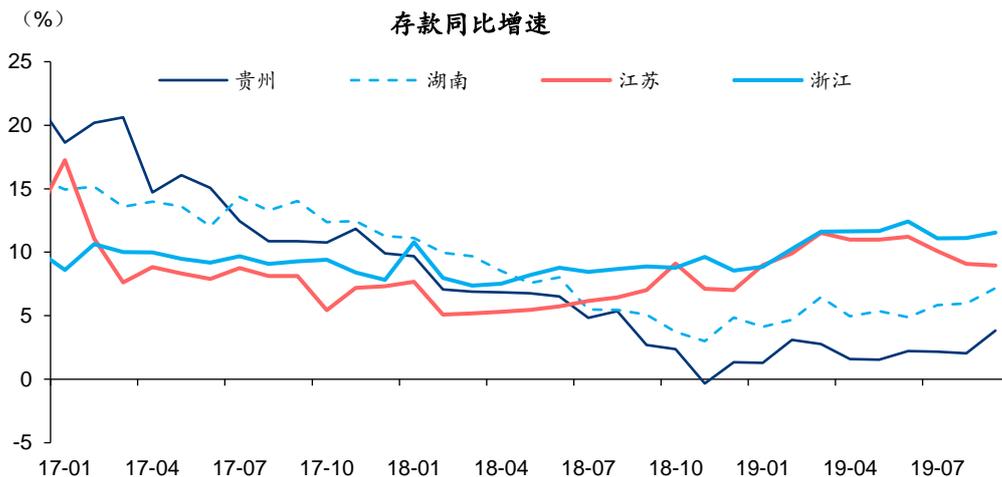
图表26： 2019H1 邮储银行零售存款成本在国有大行中具有优势



资料来源：招股说明书，公司财报，华泰证券研究所

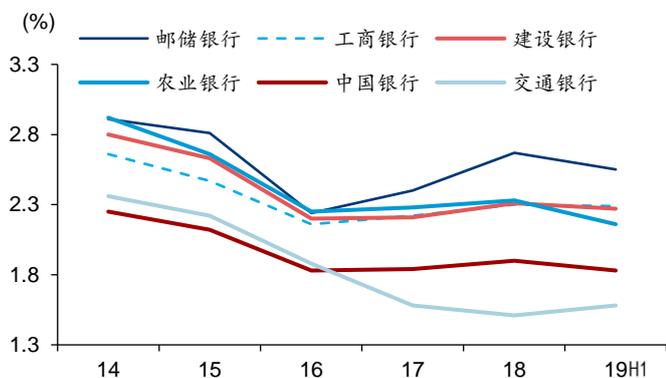
结构性存款新规出台，负债端成本端压力有望缓解。2018年以来邮储银行负债成本率随行业趋势上行，主要由于存款竞争较为激烈，邮储银行网点布局集中的中西部地区，存款竞争尤为激烈。2018年部分中西部省份存款增速一路下行，甚至出现同比负增长。但2019年10月结构性存款新规出台，未来存款竞争压力或减小，缓解邮储银行负债成本率上行压力。

图表27: 2018年起, 中西部地区存款竞争压力较大



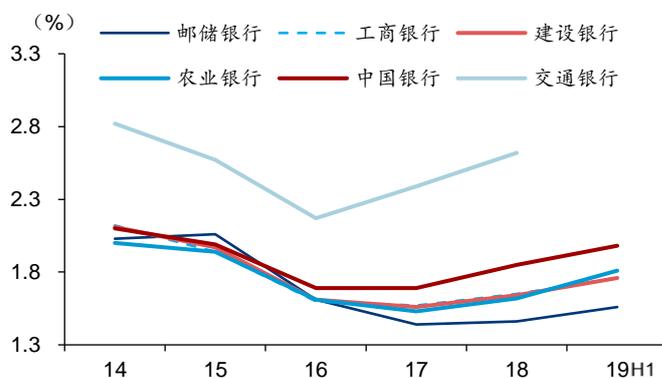
资料来源: 银保监会, 华泰证券研究所

图表28: 2019H1 邮储银行净息差下降, 但仍处国有大行首位



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表29: 2019H1 邮储银行计息负债成本率国有大行中最低

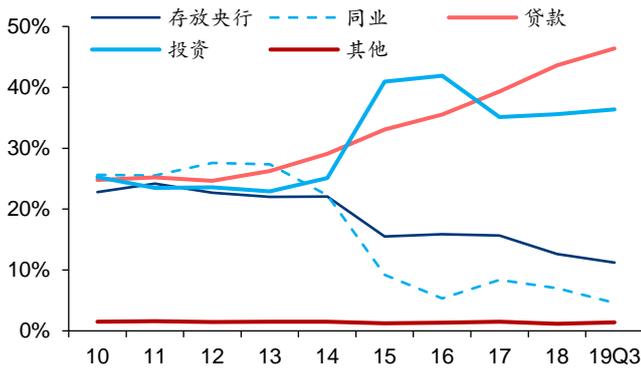


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

### 资产: 加大投放, 零售为王

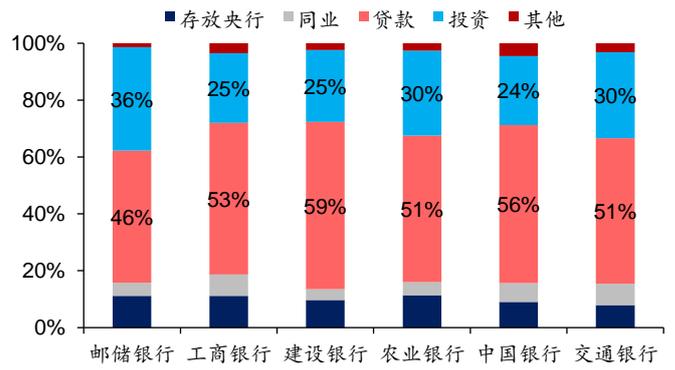
贷款占比逐渐提升, 生息资产收益率有上行空间。2009年1月, 邮储银行才正式办理公司自营贷款业务和小企业法人贷款业务, 由于资产端业务起步较晚, 导致贷款占比绝对水平较低。截止2019年9月, 邮储银行贷款占总资产的比例仅为46%, 处于国有大行末位。投资类占比36%, 远高于其余五大行。但从趋势上看, 2010年以来, 贷款占比快速提升, 未来随着对公贷款的进一步提升, 贷款占比有望达到其余五大行平均水平。随着资产结构的优化, 资产端收益率有上行空间。

**图表30: 2010-2019Q3 邮储银行贷款占比逐渐提升**



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

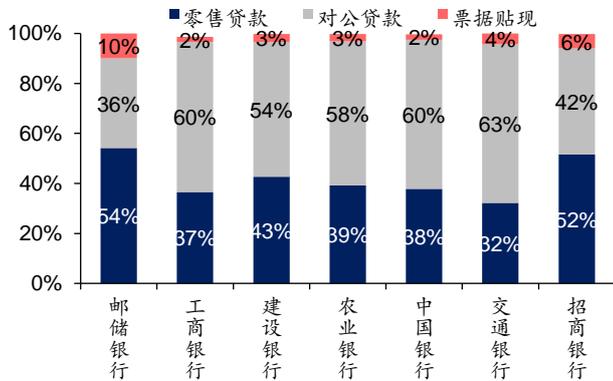
**图表31: 2019Q3 邮储银行贷款占比低, 投资占比高**



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

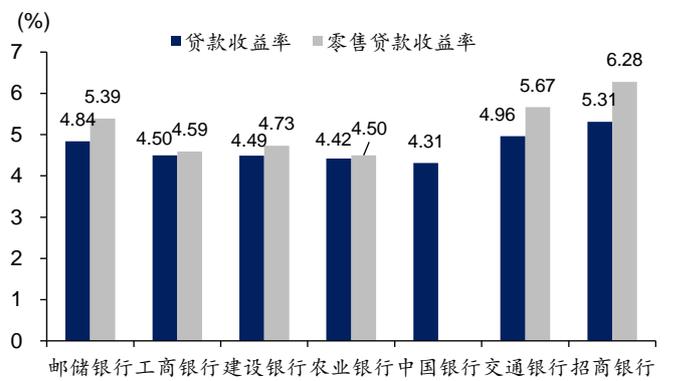
**零售特色鲜明, 贷款收益率处于较高水平。**由于邮储银行开展信贷业务较晚, 且营业网点扎根县域地区, 导致其对公贷款占比较低, 主要以零售贷款为主。截止 2019 年上半年, 邮储银行零售贷款占比达到 54%, 远高于其余五大行, 也高于零售领军银行招商银行。零售贷款占比较高, 使邮储银行贷款收益率处于较高水平。而与其余大行相比, 邮储银行零售贷款结构也使其零售贷款收益率具有一定优势。不同于四大行零售贷款绝大部分为按揭贷款的结构, 邮储银行对个人经营贷款和消费贷款均有一定比例配置。经济下行背景下, 银行对零售贷款有更强的议价能力, 经营贷款和消费贷款高收益特征明显, 提高邮储银行零售贷款收益率水平。2019 年上半年, 邮储银行贷款收益率为 4.84%, 在国有大行中仅次于交通银行, 处于较高水平。

**图表32: 2019H1 邮储银行贷款以零售贷款为主**



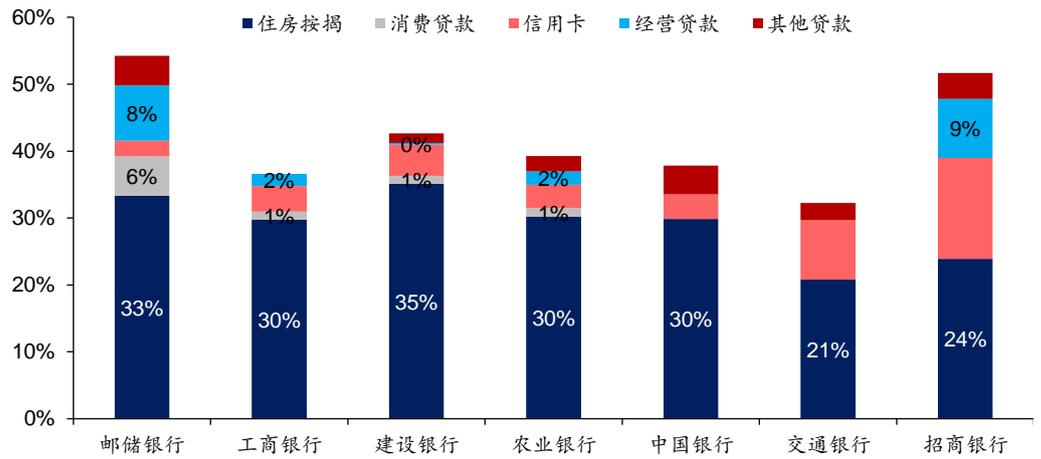
资料来源: 招股说明书, 公司财报, 华泰证券研究所

**图表33: 2019H1 邮储银行贷款收益率水平较高**



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 华泰证券研究所

**图表34： 2019H1 邮储银行零售贷款以住房按揭和经营贷款为主**

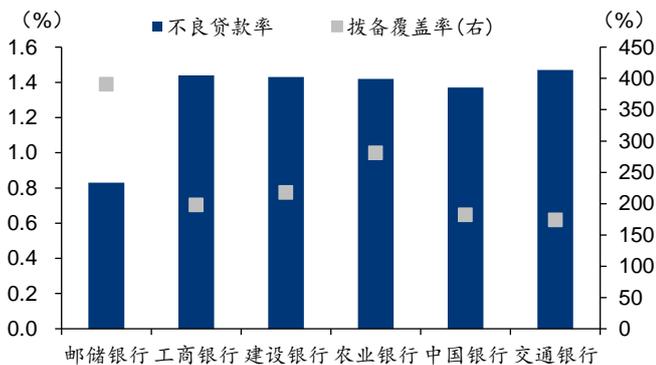


资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**资产质量：包袱较轻，稳健向好**

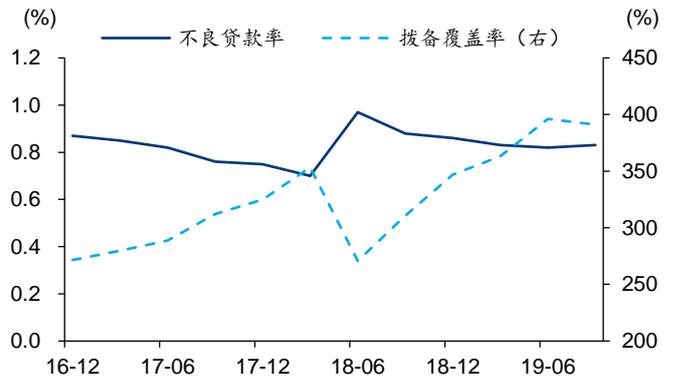
资产质量优势明显，主要得益于其信贷结构较优。2019年9月末，邮储银行不良贷款率仅为0.83%，远低于其余五大行超过1.4%的水平。邮储银行资产质量较好，主要由于其信贷结构良好。邮储银行贷款以零售贷款为主，在经济下行背景下，有风险分散和相对抗周期的优势。在消费贷款和经营贷款的发放上，不良率高发期也较为审慎。对公贷款方面，发放同样较为谨慎，主要集中在风险较低的基建行业（2019 H1 占总贷款比重为15.24%），而不良率较高的制造业和批发零售业投放较少（2019H1 合计占总贷款比重为7.97%）。2019年9月末，拨备覆盖率达391.10%，风险抵补能力较强。2019年9月财政部《金融企业财务规则（征求意见稿）》提到拨备覆盖率不应超过300%，未来邮储银行或有降低信贷成本的空间。

**图表35： 2019Q3 邮储银行资产质量较优**



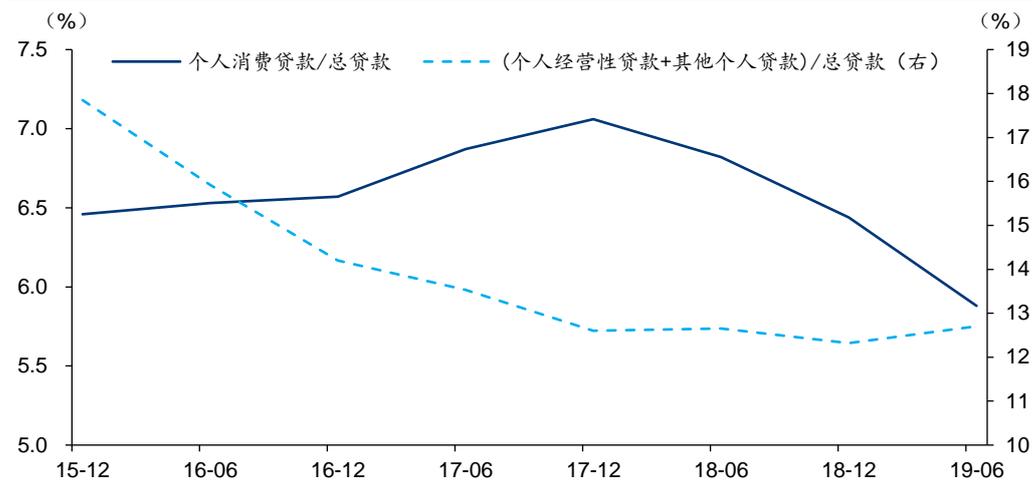
资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**图表36： 2018H1-2019H1 邮储银行不良贷款率降低，拨备覆盖率提升**



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

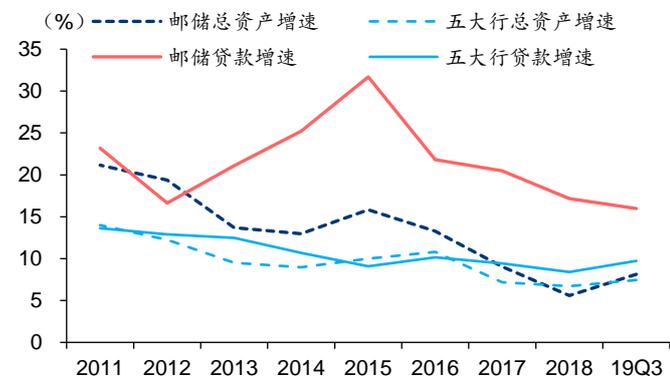
图表37: 不良率高发期, 邮储银行消费贷款和经营贷款发放较为谨慎



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

信贷业务起步较晚, 历史存量风险较小。2014年起, 邮储银行贷款占比才快速提升, 而此时正处经济下行期, 银行不良贷款率快速抬升, 邮储银行避开了高风险的行业和领域, 导致其历史包袱较轻。从贷款担保方式上来看, 2014年, 邮储银行保证贷款占比较低, 避开了当年的“担保圈”风险。而由于2014年贷款占比不到30%, 对公贷款占比更是远小于其余大行, 导致其对公贷款不良率一直处于行业低位。截止2019年6月, 邮储银行对公不良贷款率仅为0.70%, 甚至低于其零售不良贷款率(1.04%)。

图表38: 2013-2017年邮储银行贷款增速在20%以上



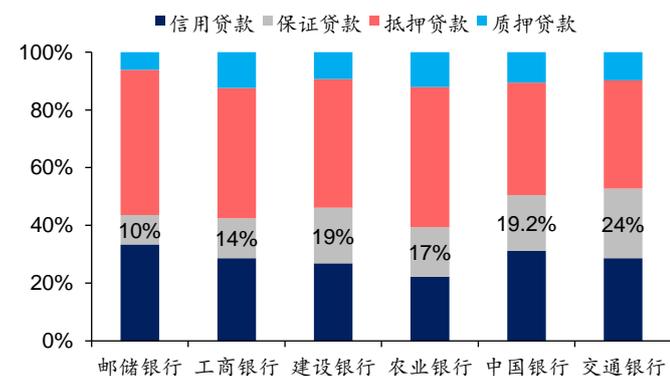
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表39: 2014年邮储银行贷款占比快速提升



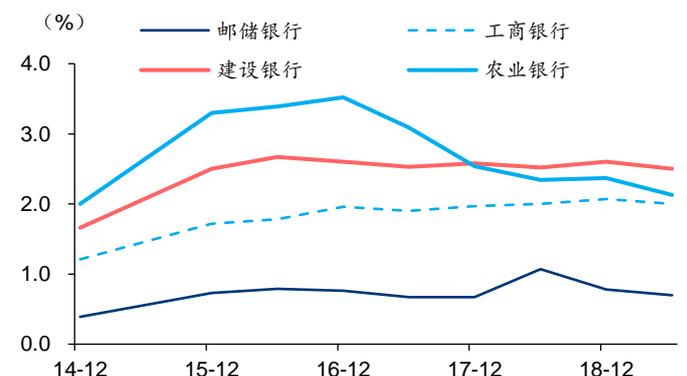
资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表40: 2014年邮储银行保证贷款占比低



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表41: 2014年以来邮储银行对公不良率大幅低于工行、建行、农行

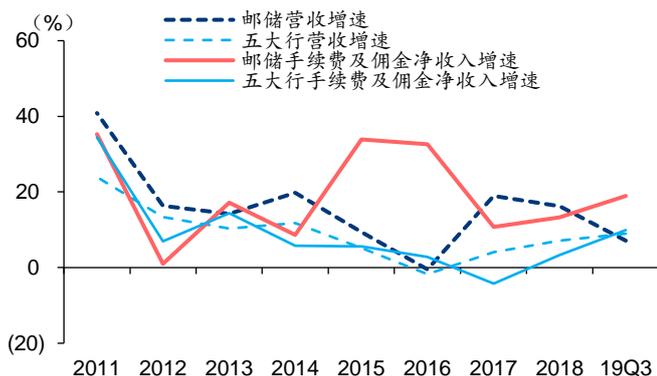


资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

## 展望：独特模式大行，发展空间较大

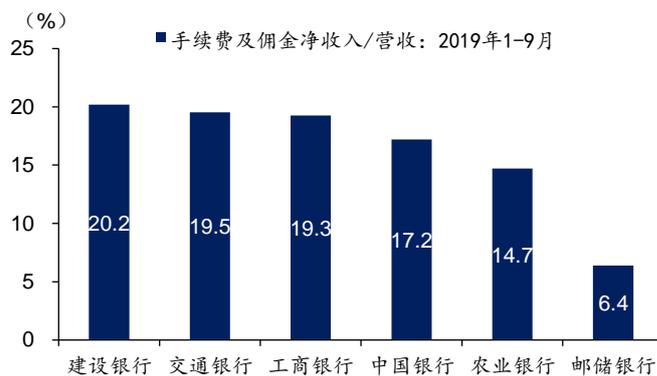
作为仍处于成长期的国有大行，邮储银行未来发展空间广阔。首先，信贷投放能力有望加强。邮储银行对公贷款占比远低于其余五大行水平，有较大成长空间。此外，目前已有6个省市的代理网点试点辅助小额贷款业务，代理网点的信贷投放潜力有望打开，提升邮储银行信贷投放能力，夯实其零售贷款优势地位。其次，中间业务发展空间广阔。目前邮储银行营业收入以利息收入为主，中间收入占比较低，2011年-2018年，邮储银行中间业务收入增速远高于五大行。19年5月，中邮理财已获批筹建，推动理财业务发展。邮政集团的金融子公司则可助力邮储银行代理业务发展。邮储银行作为唯一的ETC跨省结算行，其ETC支付结算业务处于行业领先地位。在拥有庞大的零售客户基础上，未来邮储银行中间业务发展空间广阔。

图表42：2013-2018年邮储银行营收和中收增速高于五大行平均水平



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

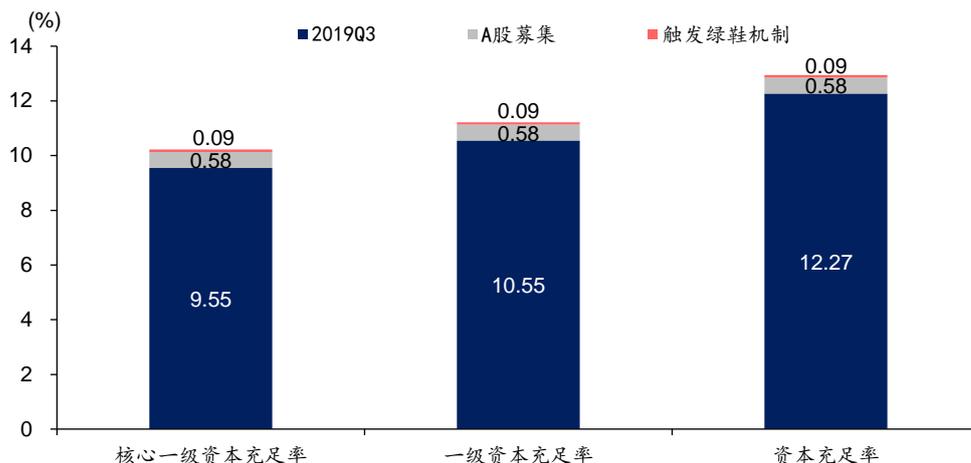
图表43：2019年1-9月邮储中间业务收入占比较低



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

再次，资本约束有望得到缓释。10月24日，邮储银行A股IPO首发过会，上市融资后，资本可得到快速补充，还可打开A股定增、可转债和优先股等多种融资渠道。邮储拟发行不超过51.72亿股A股，发行价预计为5.50元，预计可募集284亿元。按照2019年三季度数据计算，可将核心一级资本充足率提升0.59pct至10.14%。若触发绿鞋机制（超额配售选择权，超额发行股份不超过初始发行股份数量的15%），则可至多募集327亿元，将核心一级资本充足率提升0.68%至10.23%。即使触发绿鞋机制，邮储银行补充后的资本充足率水平仍与其余五大行存在一定差距。我们预计未来邮储银行可能用高级法计量加权风险资产（目前仅五大行+招行使用此方法），使其资本充足率与同业水平进一步接近。

图表44：邮储银行 A 股上市可补充资本



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

最后，加大科技投入进一步支持零售业务发展。2018年，邮储银行科技投入占营业收入的比重达到 2.75%，未来计划将科技投入占比提升至 3%。随着科技投入的增加，大数据驱动的客户画像、精准营销、智能风控和决策分析等应用可助力邮储零售业务提升效率、防控风险，线上渠道与线下渠道结合可进一步拓展长尾客户。

图表45：金融科技助力邮储银行提升零售贷款业务效率和风控能力



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 盈利预测：2020年净利润增速14.0%

我们认为邮储银行作为成长期国有大行，在其网点布局扎根县域的特点下，拥有了稳定存款基础，随着网点系统化转型的推进，未来发展空间广阔，可稳步推进打造“一流大型零售银行”的发展战略。10月结构性存款新规出台，存款竞争压力有望减弱，资产结构优化可提升资产端收益率。2019年初以来，央行重启全面降准、调整普惠金融降准口径、进行LPR改革，商业银行资本补充进度继续提速。银行业2019年盈利的重要驱动因素为资产规模增长。我们对公司的盈利情况保持乐观，盈利预测主要基于以下假设：

1. 2019年信用环境较为宽松，银行业资产增速也有所提升。2019年9月末，邮储银行资产增速为8.12%。稳增长的基调下，需要银行资产投放速度加快，但我们预计政策难以走强刺激路线，资产增速的提升幅度不会过大。邮储银行资产结构有望优化，我们认为生息资产增速稳健提升。我们预测2019-2021年生息资产增速为8%、10%、10%。

2. LPR改革开启，贷款利率处于下行趋势，但邮储银行信贷投放占比有望提升，资产结构优化助力未来生息资产收益率上行，预计2019-2021年生息资产收益率为4.10%、4.12%、4.16%。若邮储银行贷款占比提升至五大行同等水平，息差可扩大10bp。10月结构性存款新规出台，存款竞争压力有望减弱，预计计息负债成本率微升，2019-2021年计息负债成本率为1.53%、1.54%、1.57%。将对息差形成一定贡献，预计2019-2021年净息差分别为2.58%、2.60%、2.61%。

3. 邮储银行手续费及佣金净收入目前占比较低，主要由结算业务手续费、电子银行手续费、理财业务手续费和代理业务手续费等组成，未来发展空间广阔。结算手续费方面，多种代收付服务和第三方支付结算业务平稳增长，预计未来延续增长势头。集团金融子公司可助力代理业务发展。2018年4月资管新规发布，资管行业的格局重塑，存量不合规业务处于压缩进程中。随着负面影响逐渐消除，净值型产品发行力度加强，19年5月中邮理财获批筹建，可推动个人理财业务发展，邮储银行理财手续费收入有望提升。我们预测2019-2021年手续费及佣金净收入增速为20%、15%、15%。

4. 随着网点系统化转型的推进，邮储银行经营效率有望提升，叠加金融科技赋能，预计邮储银行成本收入比稳中有降。我们预测2019-2021年成本收入比为50%、47%、45%。

5. 邮储银行资产质量优势明显，主要得益于其信贷结构较优。在经济下行背景下，以零售贷款为主的贷款结构有相对抗周期和分散风险的特征，预计不良生成的压力较小，不良贷款率保持低位。此外，邮储银行拨备覆盖率水平较高，风险抵补能力较强，但经济下行背景下，预计信用成本稳中略有上升。我们预测2019-2021年不良贷款率为0.83%、0.82%、0.82%，信贷成本为1.85%、1.93%、1.97%。

6. 邮储银行港股上市后，2016-2018年现金分红比例分别为15.0%、29.7%、34.1%。以11月22日收盘价计算的2018年港股股息率为4.24%。我们预计未来三年现金分红比例与其他大型银行接近，预测2019-2021年现金分红比例为30%、30%、30%。

图表46：关键假设及其历史数据

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生息资产增速	24.47%	11.27%	23.64%	8%	10%	10%
净息差	2.65%	2.70%	2.86%	2.58%	2.60%	2.61%
中间业务收入增速	32.6%	10.8%	13.3%	20.0%	15.0%	15.0%
成本收入比	68.7%	62.5%	57.3%	50.0%	47.0%	45.0%
不良贷款率	0.87%	0.75%	0.86%	0.83%	0.82%	0.82%
信用成本	0.70%	0.91%	1.56%	1.85%	1.93%	1.97%
现金分红比例	15.0%	29.7%	34.1%	30%	30%	30%

注：净息差为我们测算的值

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

我们预测公司 2019-2021 年归母净利润增速 15.1%/14.0%/13.3%，不考虑超额配售的背景下，EPS 为 0.70/0.80/0.90 元，2020 年 BVPS 6.27 元。预计 2019-2021 年现金分红比例均为 30%。邮储银行作为零售型大行，估值与五大行，以及规模相近的零售银行龙头招商银行可比，可比上市银行 2020 年 Wind 一致预测 PB 0.79 倍。邮储银行作为 A 股中稀缺性较强的零售大行，应享受估值溢价（邮储银行较同期可比标的 H 股 2020 年 Wind 一致预测 PB 的估值溢价为 8%），2020 年 1.0-1.1 倍 PB 对应的合理价格区间为 6.27~6.89 元。

图表47：可比公司 2020 年 A 股 Wind 一致预期（2019 年 11 月 22 日）

代码	证券简称	2020 年 A 股 Wind 一致预测 PB
601939.SH	建设银行	0.78
601398.SH	工商银行	0.75
601288.SH	农业银行	0.66
601988.SH	中国银行	0.60
601328.SH	交通银行	0.55
600036.SH	招商银行	1.40
	平均值	0.79

注：截止日期为 2019/11/22

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48：财务预测（百万元）

资产负债表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表概要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	9,012,551	9,516,211	10,284,294	11,261,398	12,385,035	净利息收入	188,115	234,122	243,487	266,618	293,280
贷款净额	3,541,571	4,149,538	4,796,354	5,466,375	6,130,915	手续费净收入	12,737	14,434	17,321	19,919	22,907
债券投资	1,622,483	3,045,272	3,328,082	3,537,066	3,772,871	营业费用	140,366	149,457	141,599	148,353	158,002
总负债	8,581,194	9,040,898	9,792,644	10,716,241	11,775,727	拨备前利润	77,848	108,901	138,698	164,101	189,604
存款余额	8,062,659	8,627,440	9,303,372	10,069,397	11,059,254	计提减值准备	26,737	55,414	76,922	92,514	107,621
同业负债	237,214	248,929	290,730	317,981	349,240	所得税	3,402	1,103	1,483	2,863	4,099
股东权益	431,357	475,313	491,650	545,157	609,308	净利润	47,683	52,311	60,210	68,627	77,775
<b>盈利能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资本管理</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
ROAA	0.55%	0.56%	0.61%	0.64%	0.66%	核心资本	344,817	381,673	489,499	540,063	597,250
ROAE	12.27%	11.56%	12.49%	13.33%	13.68%	资本净额	444,919	555,445	623,641	686,950	758,793
生息资产收益率	4.39%	4.39%	4.10%	4.12%	4.16%	风险加权资产	4,440,497	4,316,219	4,664,594	5,107,774	5,617,417
计息负债成本率	1.45%	1.45%	1.53%	1.54%	1.57%	风险加权资产比重	48%	49%	45%	45%	45%
净息差 (NIM)	2.70%	2.86%	2.58%	2.60%	2.61%	核心一级资本充足率	8.6%	8.6%	10.5%	10.6%	10.6%
成本收入比	63%	57%	50%	47%	45%	一级资本充足率	8.6%	9.7%	10.5%	10.6%	10.6%
						资本充足率	11.1%	12.5%	13.4%	13.4%	13.5%
<b>成长能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
贷款	20.5%	17.2%	15.6%	14.0%	12.2%	贷款减值准备	88,564	127,327	157,271	179,846	204,101
存款	10.7%	7.0%	7.8%	8.2%	9.8%	不良贷款额	26,562	35,686	39,810	44,824	50,274
净利息收入	19.4%	24.5%	4.0%	9.5%	10.0%	不良贷款率	0.75%	0.86%	0.83%	0.82%	0.82%
中间业务收入	10.8%	13.3%	20.0%	15.0%	15.0%	拨备覆盖率	325%	347%	395%	401%	406%
营业费用	8.2%	6.5%	-5.3%	4.8%	6.5%	拨贷比	2.50%	3.07%	3.28%	3.29%	3.33%
净利润	19.8%	9.7%	15.1%	14.0%	13.3%	信用成本	0.91%	1.56%	1.85%	1.93%	1.97%
<b>营业收入结构</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>估值分析</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
利息占比	83.8%	89.7%	86.0%	84.5%	83.5%	PB	-	-	-	-	-
手续费收入占比	5.7%	5.5%	6.1%	6.3%	6.5%	PE	-	-	-	-	-
业务费用占比	62.5%	57.3%	50.0%	47.0%	45.0%	EPS	0.55	0.61	0.70	0.80	0.90
计提拨备占比	11.9%	21.2%	27.2%	29.3%	30.7%	BVPS	4.44	4.95	5.68	6.27	6.93
						每股股利	-	-	0.21	0.24	0.27
						股息收益率	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 风险提示

1. 经济下行超预期。全球经济下行背景下，外部不确定性因素较多，我国内需仍有扰动，经济下行压力不减，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com