

邮储银行（601658）：负债优势突出的零售大行，腾飞可期

2019年12月17日

强烈推荐/首次

邮储银行 公司报告

报告摘要：

邮储银行具有独特的“自营+代理”模式。邮储银行与邮政集团订立委托代理银行业务协议，网点、客群、存款优势显著。1) 代理网点低成本存款优势显著：邮储网点数量远超国有大行，代理网点占比近八成；个人存款贡献高。2) 代理网点资产业务潜能巨大：随着辅助小额贷款业务的推广，代理网点有望直接产生营收贡献。3) 渠道下沉，深耕县域、中西部地区：低成本存款来源稳定，涉农贷款占比高于大行平均。

零售业务优势凸显，资产负债结构持续优化。19年上半年，邮储银行个人银行业务营收占比61.3%，远高于可比同业。1) 负债端，低成本存款优势显著：存款占比和规模同比增速均高于五大行平均；其中个人存款占比高于可比同业，存款高稳定性、低成本优势显著。2) 资产端，结构优化空间较大：邮储贷款业务虽起步晚，但增速高于同业，贷款占比不断提高；得益于更高的个贷占比，其贷款收益率高于大行平均，价格优势明显。综合两端来看，邮储银行息差显著高于大行平均；且贷存比较低，代理网点资产业务潜能巨大。

高费用拖累ROA，高权益乘数支撑ROE。1) 邮储银行ROA较低：ROA的主要贡献为净利息收入，3Q19净利息收入占比营收（85%）高于五大行，得益于领先同业的息差水平；负向贡献包括低中间业务收入和高管理费用，主要受储蓄代理费拖累。2) 高权益乘数可持续：邮储银行贷款占比较低，且以个人贷款和普惠金融贷款为主，资本消耗较小，可支撑较高杠杆水平；较高ROE水平可持续。

资产质量优异，拨备计提充足。邮储银行各项资产质量指标优于同业，不良贷款率长期维持在1%以内，3Q19不良率仅为0.83%，不良净生成率为0.85%，低于大行平均。资产质量前瞻指标“关注贷款率、逾期贷款率”均较低，潜在不良担忧较小。不良认定标准较严格，风险暴露充分。3Q19拨备覆盖率389.53%，拨贷比3.22%；均高于大行平均，拨备计提充足。优异资产质量得益于低风险的资产结构，并且可持续。

投资建议：邮储银行是一家零售特色鲜明，具有差异化特色的国有大行。我们认为，公司负债端低成本优势可持续，零售优势将支撑其较高贷款收益率水平，息差有望保持平稳；规模平稳增长，净利息收入增速平稳；中收增长潜力巨大。不良生成压力较小，拨备反补盈利空间较大。看好公司未来机制改善带来的ROA提升空间，预计19/20年净利润增速为12.14%/11.44%，给予公司1.1倍19年PB目标估值，对应股价6.38元/股，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示：代理网点资产业务开展不及预期、经济下滑影响资产质量

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	2249	2612	2965	3227	3477
增长率(%)	18.6	16.2	13.5	8.8	7.7
净利润(亿元)	477	523	587	654	725
增长率(%)	19.8	9.7	12.1	11.4	10.9
净资产收益率(%)	13.07%	12.92%	13.09%	13.23%	13.30%
每股收益(元)	0.59	0.65	0.72	0.81	0.89
PE	9.50	8.66	7.72	6.93	6.25
PB	1.18	1.06	0.96	0.87	0.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

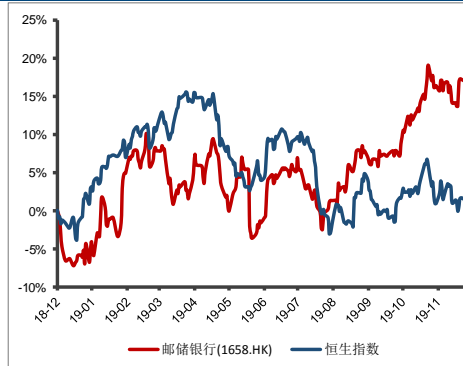
公司简介：

公司是中国领先的大型零售银行，定位于服务“三农”、城乡居民和中小企业。依托邮政集团的代理网点，公司建立了中国银行同业唯一的「自营+代理」运营模式，拥有数量最多、覆盖最广的分销网络，获得长期、稳定和低成本的资金来源。战略定位于服务小区、服务中小企业、服务「三农」，显著受益于中国经济转型的机遇。

交易数据

52周股价区间(港元)	5.59-5.61
总市值(亿港元)	4818.73
流通市值(亿港元)	122.88
总股本/流通A股(万股)	8620274/219817
流通B股/H股(万股)	/1985617
52周日均换手率	28.03

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

研究助理：田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

目 录

1. 公司具有独特的“自营+代理”模式.....	4
1.1 年轻国有大行，股权结构多元化.....	4
1.2 “自营+代理”模式：低成本存款 VS 储蓄代理费.....	4
1.3 渠道下沉：深耕县域、中西部地区，践行普惠金融小微贷.....	7
2. 零售业务优势凸显，资产负债结构持续优化.....	8
2.1 负债端：低成本存款优势显著.....	9
2.2 资产端：贷款快速扩张，结构优化空间大.....	10
3. 高费用拖低 ROA，高权益乘数支撑 ROE.....	12
3.1 ROA 较低：主要受管理费用拖累.....	12
3.2 轻资本结构+普惠金融优势下，高权益乘数可持续.....	14
4. 优异资产质量可持续.....	15
4.1 资产质量优异，拨备计提充足.....	15
4.2 贷款结构较优，不良压力或不大.....	17
5. 盈利预测及投资建议.....	17
6. 风险提示.....	19

表格目录

表 1：邮储银行代理模式简要介绍.....	5
表 2：银行风险资产权重.....	15
表 3：国有行动态估值比较表（估值来自 wind 一致预期，截至 2019 年 12 月 13 日）.....	18

插图目录

图 1：邮储银行发展历程示意图.....	4
图 2：邮储银行股权结构图.....	4
图 3：邮储银行网点总数远超四大行，1H19 代理网点占比高达 79.98%.....	5
图 4：邮储银行代理网点吸收个人存款占比达 76.14%.....	5
图 5：邮储银行存款付息率低于五大行平均.....	6
图 6：邮储银行净息差高于五大行平均.....	6
图 7：剔除储蓄代理费后，邮储银行成本收入比回归正常值.....	6
图 8：邮储银行还原储蓄代理费的净息差收窄.....	6
图 9：邮储银行综合实际费率持续下降.....	7
图 10：邮储银行 1H19 县域网点占比高达 70%.....	7
图 11：邮储涉农贷款占比（1H19，26.8%）高于行业平均.....	7
图 12：邮储中西部网点占比（1H19，55%）高于同业.....	8
图 13：1H19 邮储中西部地区存贷款占大头，区域营收贡献较高.....	8
图 14：西部地区工业增加值同比增速较高，工业企业发展潜力大.....	8

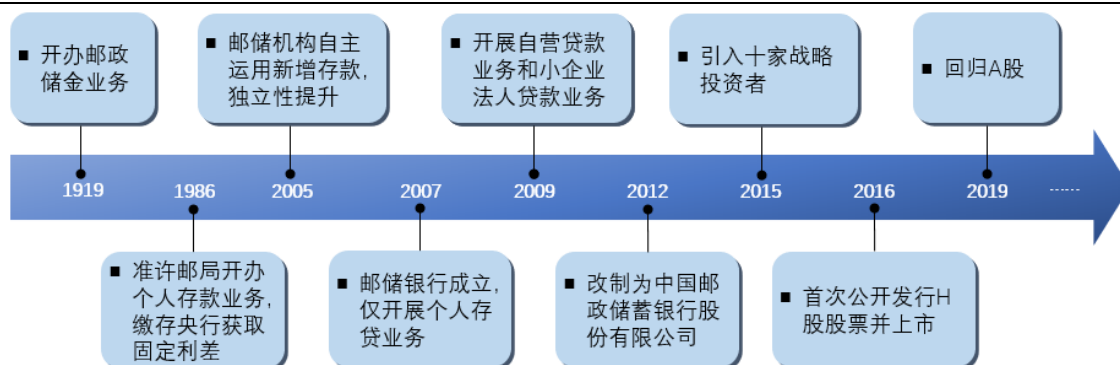
图 15: 邮储银行普惠小微贷占比 (1H19, 13.03%) 远高于同业	8
图 16: 邮储各经营分部营收占比: 个人银行业务占比超 60%	9
图 17: 邮储银行个人银行业务营收占比高于五大行、招行	9
图 18: 3Q19 邮储存款占计息负债的 96.4%, 高于同业	9
图 19: 邮储银行存款平稳增长, 增速高于五大行平均	9
图 20: 邮储银行 3Q19 个人存款占存款的 87%, 高于同业	10
图 21: 邮储银行存款付息率 (1H19, 1.53%) 低于同业	10
图 22: 邮储银行贷款占比(3Q19, 48.07%)略低于五大行	10
图 23: 邮储银行贷款增速高于五大行平均, 且占比逐年提高	10
图 24: 邮储银行个贷占比(3Q19, 54.24%)高于同业	11
图 25: 邮储银行个贷规模增速高于五大行平均	11
图 26: 邮储银行个人按揭贷款占个贷比重逐年提高	11
图 27: 邮储银行个人按揭贷款增速高于五大行	11
图 28: 邮储贷款收益率(1H19, 4.84%)高于五大行平均	11
图 29: 1H19 邮储银行个人贷款利率高于对公贷款利率	11
图 30: 邮储中长期债券投资占比较高, 投资收益率稳定	12
图 31: 邮储银行贷存比相对较低, 资产业务有较大发展空间	12
图 32: 邮储银行 ROA 较低, 与五大行间的差距正逐渐缩小	12
图 33: 邮储银行杜邦分析 (1H19,年化)	13
图 34: 邮储银行净息差高于五大行	13
图 35: 邮储银行实际所得税率低于五大行平均	13
图 36: 邮储银行净利息收入占比营收较高, 非息不断改善	14
图 37: 邮储手续费及佣金净收入增速平稳 (3Q19, 18.9%)	14
图 38: 银行卡及 POS 中收贡献较大, 理财中收占比较低	14
图 39: 邮储银行理财中收增速持续降低 (1H19, -20.15%)	14
图 40: 邮储银行 ROE (3Q19, 14.18%) 逐年提高	15
图 41: 3Q19 邮储银行 ROE 仅次于招行, 位列第二	15
图 42: 邮储银行权益乘数高于同业, 资本充足率快速提高	15
图 43: 邮储银行不良率贷款率低于行业平均	16
图 44: 邮储银行关注贷款率、逾期贷款率低, 潜在不良较少	16
图 45: 邮储 90 天以上逾期/不良较高, 不良认定标准严格	16
图 46: 邮储银行 3Q19 不良生成率较低	16
图 47: 邮储 3Q19 拨备覆盖率 389.53%, 拨备回补利润能力强	16
图 48: 邮储个人按揭贷款占比逐年提高 (1H19, 61.6%)	17
图 49: 邮储银行个人按揭贷款不良率较低 (1H19, 0.36%)	17
图 50: 邮储银行低风险行业贷款占比较高	17
图 51: 邮储银行交运仓储、电力燃气行业不良贷款率低	17

1. 公司具有独特的“自营+代理”模式

1.1 年轻国有大行，股权结构多元化

邮储银行成立于2007年，成立之初仅从事个人存贷业务；自2009年起开始办理自营贷款业务和小企业法人贷款业务；2012年完成股改；2015年引入瑞银、中国人寿、中国电信、蚂蚁金服、摩根大通等10家境内外战略投资者；2016年8月在H股上市，2019年12月10日在A股上市，完成“股改-引战-上市”的改革目标。

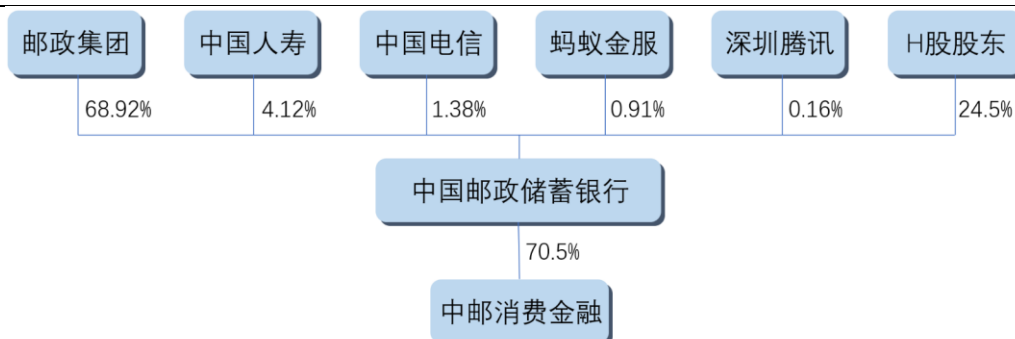
图 1：邮储银行发展历程示意图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

邮政集团绝对控股，战略投资者多维协同。截至 19 年 6 月末，邮政集团持股 68.92%，为公司实际控制人；提供网点、客户、数据、平台支持。同时，公司战略投资者结构多元化，涉及金融、电商、IT、通信等多个领域，包括中国人寿（4.12%）、中国电信（1.38%）、蚂蚁金服（0.91%）、瑞银（0.82%）、摩根大通（0.53%）、星辰银行（0.49%）、深圳腾讯（0.16%）等。战略投资者为公司提供渠道拓展、客户挖掘、产品创新等方面的支持；在零售金融、财富管理、金融市场领域推进全面战略合作。

图 2：邮储银行股权结构图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 “自营+代理”模式：低成本存款 VS 储蓄代理费

邮储银行具有独特的“自营+代理”运营模式。除自营网点外，还可将邮政集团的营业机构作为代理网点，委托邮政集团代为办理部分商业银行业务。代理业务主要是吸收个人存款业务和中间业务（主要包括代理网点提供的结算类金融服务、代理类金融服务及其他服务）；但并未开展资产端业务以及负债端

的对公存款业务。

表 1: 邮储银行代理模式简要介绍

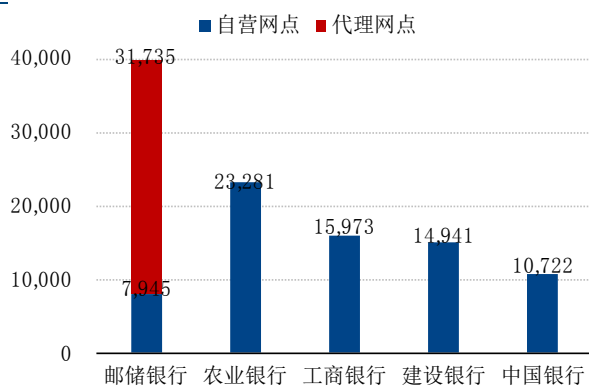
代理业务	细分业务	代理费用
个人存款业务	代理吸收人民币个人存款及外币个人存款业务	按“固定费率、分档计费”的原则计算储蓄代理费; 设置综合费率上限为 1.50%。
中间业务	结算类金融服务	先在邮储银行确认收入, 再按照“谁办理谁受益”的原则, 向邮政企业支付手续费及佣金。
	代理类金融服务	
	其他服务	

资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

1.2.1 低成本吸储能力强, 资产业务潜能较大

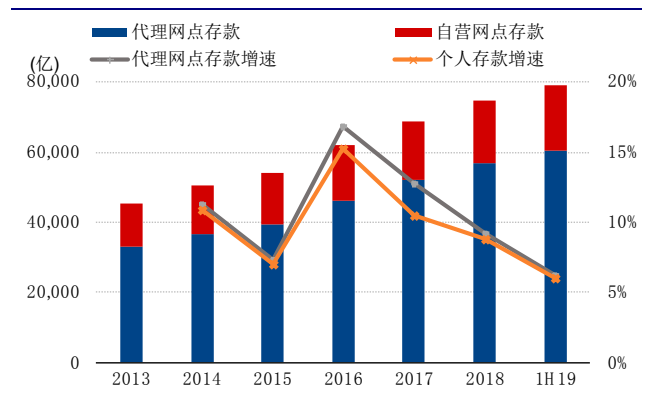
- 邮储银行网点总数远超四大行, 绝大部分为代理网点。截至 19 年 6 月末, 邮储银行共有网点 39,680 个, 其中代理网点 31,735 个, 占比 79.98%。邮储银行代理网点存款贡献较高。截至 19 年 6 月末, 邮储银行个人存款规模 7.9 万亿, 其中代理网点贡献 6 万亿, 占比 76%; 且代理网点个人存款增速高于个人存款增速, 吸储能力强。

图 3: 邮储银行网点总数远超四大行, 1H19 代理网点占比高达 79.98%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

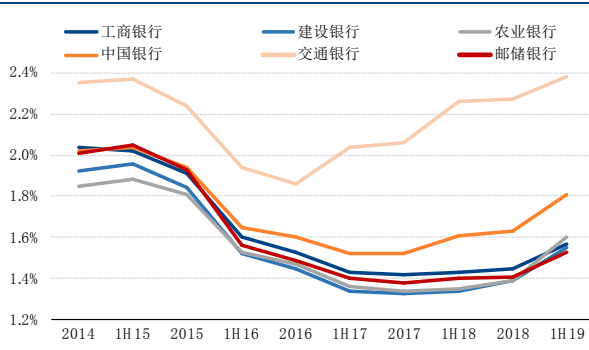
图 4: 邮储银行代理网点吸收个人存款占比达 76.14%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

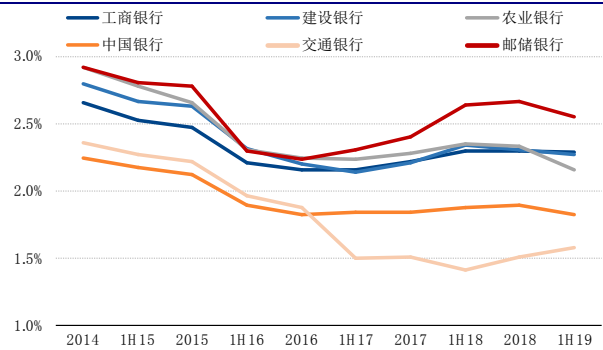
- 得益于大量下沉的代理网点, 邮储银行存款低成本优势显著, 净息差较高。19 年上半年, 邮储银行存款付息率 (1.53%) 低于五大行均值 (1.78%); 净息差 (2.55%) 高于五大行均值 (2.03%)。

图 5: 邮储银行存款付息率低于五大行平均



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6: 邮储银行净息差高于五大行平均



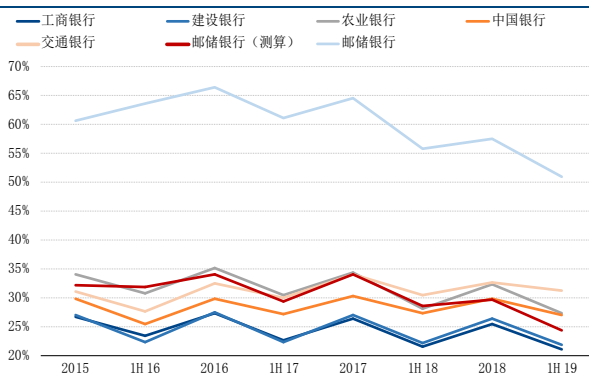
资料来源: wind, 东兴证券研究所

- **代理网点资产业务潜能较大:** 随着小额贷款辅助业务试点全国推广, 营收贡献或进一步提高。截至 19 年 6 月, 邮储银行首批代理营业机构小额贷款辅助业务已在浙江、安徽、福建、湖南、广东、云南等 6 个省份开展试点, 网点转型进展顺利。预计随着辅助小额贷款业务的全国推广, 以及小微企业政策支持力度的加大, 邮储银行代理网点资产业务范围或将进一步扩大, 有望直接产生营收贡献。

1.2.2 综合储蓄代理费率持续下降

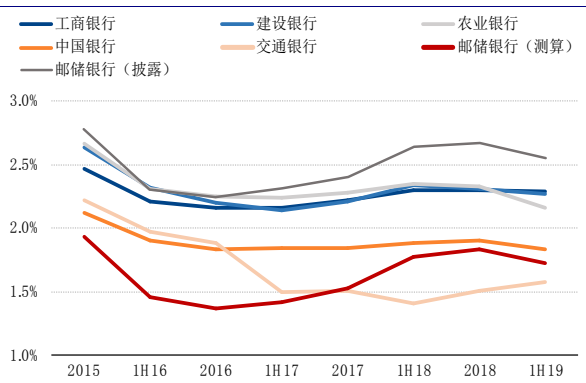
- **剔除储蓄代理费后, 成本收入比回归正常值。** 邮储银行需对代理网点吸收的存款支付一定储蓄代理费, 即存款附加成本。受额外储蓄代理费的影响, 邮储成本收入比 (1H19, 51.0%) 高于五大行平均 (25.7%); 我们测算 1H19 剔除储蓄代理费的成本收入比为 24.3%, 回归行业平均。若将储蓄代理费加回利息支出, 16-18 年“还原净息差”收窄 87BP/88BP/83BP。

图 7: 剔除储蓄代理费后, 邮储银行成本收入比回归正常值



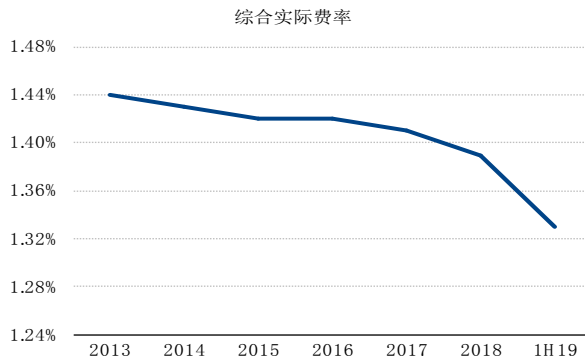
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 8: 邮储银行还原储蓄代理费的净息差收窄



资料来源: wind, 东兴证券研究所

- **存款定期化趋势下, 综合实际费率持续下降。** 储蓄代理费率按“固定费率, 分档计费, 综合费率上限 1.5%”的原则确定; 且与期限长短呈负相关, 存款期限越长, 储蓄代理费率越低, 因而实际支付费率取决于存款期限结构。在存款定期化趋势下, 公司实际综合费率持续下降。2013-1H19 已下行 11BP 至 1.33%。

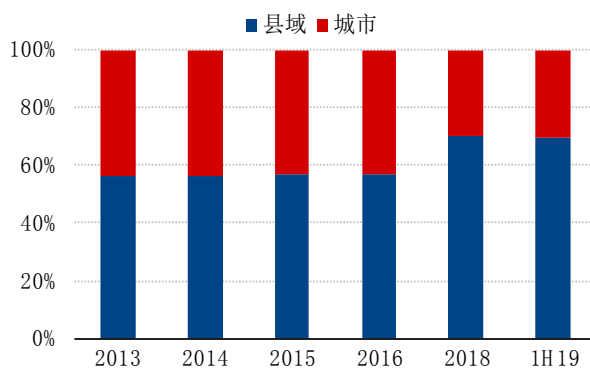
图 9: 邮储银行综合实际费率持续下降


资料来源: wind, 东兴证券研究所

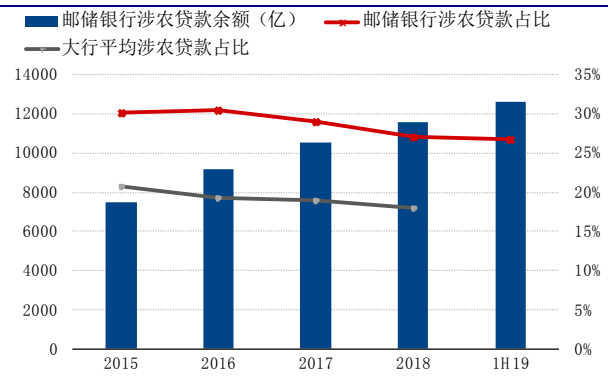
1.3 渠道下沉: 深耕县域、中西部地区, 践行普惠金融小微贷

县域网点占比较高, 低成本存款来源稳定。截至 19 年 6 月末, 邮储银行县域网点占比 70%, 覆盖全国 99% 的县(市)。农村居民储蓄观念强, 对传统金融机构依赖度更高, 存款议价能力较弱; 县域已成为低成本存款的主要来源。

涉农贷款占比较高, 受益于税收优惠政策。邮储银行拥有完整的涉农贷款产品体系, 包括农户贷款、新型农业经营主体贷款、涉农商户贷款、县域涉农小微企业贷款等, 已实现农村经营主体全覆盖。截至 19 年 6 月末, 邮储涉农贷款超 1.25 万亿元, 占贷款总额的 26.8%; 占比高于中资大型银行平均。涉农贷款利息收入增值税率为 3% (税收优惠政策), 其他贷款利息收入增值税为 6%。

图 10: 邮储银行 1H19 县域网点占比高达 70%


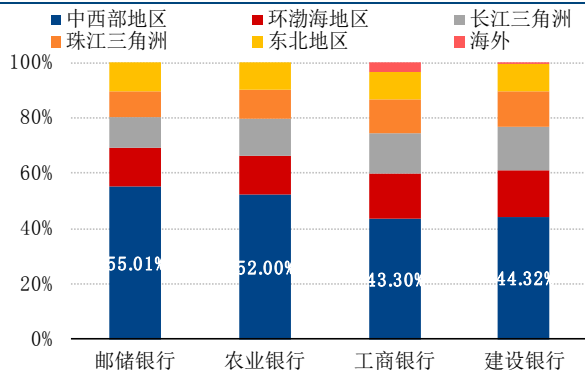
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 11: 邮储涉农贷款占比 (1H19, 26.8%) 高于行业平均


资料来源: wind, 东兴证券研究所

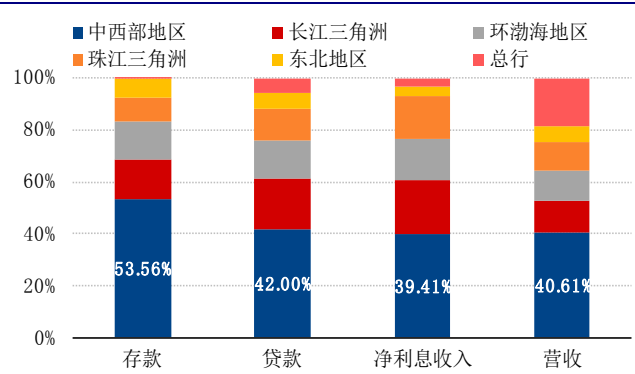
区域差异化经营: 中西部地区网点占比高, 区域营收贡献较高。截至 19 年 6 月末, 邮储银行中西部地区网点 (4542 个) 占比 55%, 高于农行、工行、建行; 中西部存款、贷款、净利息收入、营收占比分别为 53.6%、42.0%、39.4%、40.8%; 其中, 中西部存款及营收贡献度均超过长三角、环渤海、珠三角贡献总和。

图 12: 邮储中西部网点占比 (1H19, 55%) 高于同业



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 1H19 邮储中西部地区存贷款占大头, 区域营收贡献较高

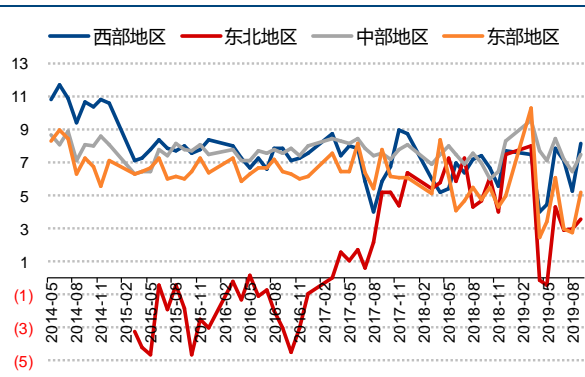


资料来源: wind, 东兴证券研究所

差异化区域布局下, 存款竞争压力较低。考虑到: 1) 中西部地区金融活跃度低, 投资渠道相对较少, 居民对传统金融机构的依存度更高; 邮储银行的大量下沉网点将有效提高客户粘性。2) 中西部地区工业增加值增速高于东部、东北地区, 邮储银行的差异化网点布局能在一定程度上缓解存款竞争压力, 低成本负债优势可持续。

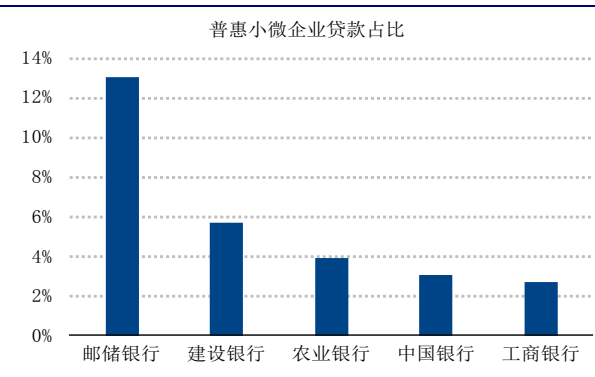
积极布局普惠小微贷款, 更利于分散风险、减轻不良压力。截至 19 年 6 月末, 邮储银行单户授信 1,000 万元及以下的普惠型小微企业贷款已达 6126.4 亿元, 占贷款总额的 13%, 占比在大型商业银行中排名第二, 显著高于同业平均水平。

图 14: 西部地区工业增加值同比增速较高, 工业企业发展潜力大



资料来源: wind, 东兴证券研究所

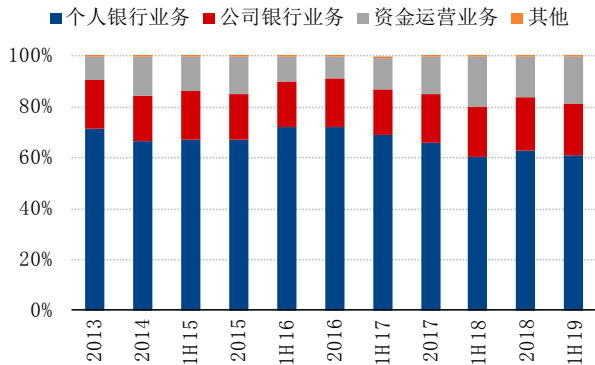
图 15: 邮储银行普惠小微贷占比 (1H19, 13.03%) 远高于同业



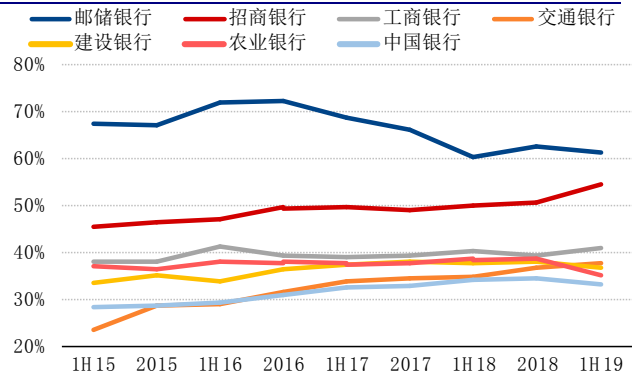
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 零售业务优势凸显, 资产负债结构持续优化

邮储银行坚持零售主导的业务战略, 定位于服务社区、中小企业、“三农”, 零售业务优势显著。体现为: 个人银行业务营收贡献显著高于五大行及招行。19 年上半年, 邮储银行个人银行业务营收占比为 61.3%; 2016-1H18, 尽管邮储个人银行业务营收占比仍高于五大行, 但占比有所下滑; 竞争格局或正在变化。

图 16: 邮储各经营分部营收占比: 个人银行业务占比超 60%


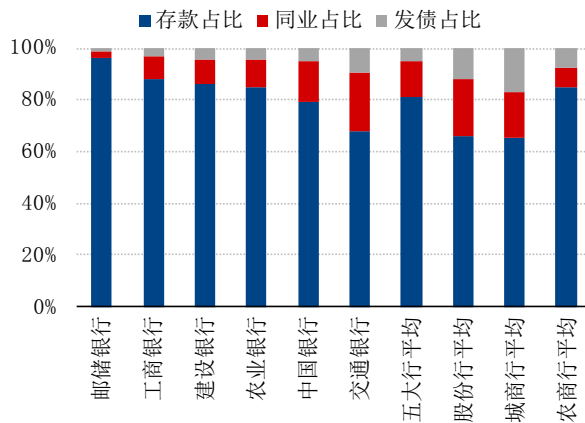
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 17: 邮储银行个人银行业务营收占比高于五大行、招行


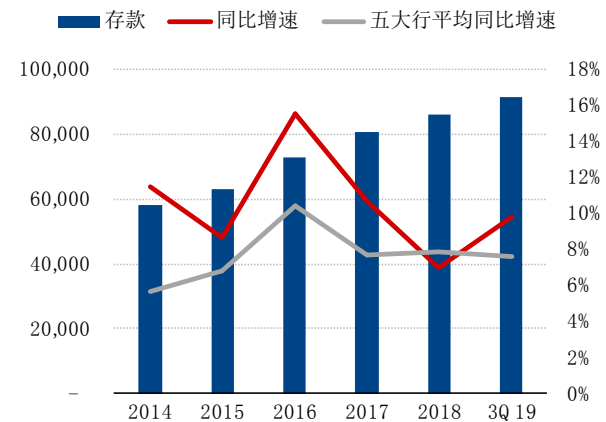
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.1 负债端: 低成本存款优势显著

- **邮储银行负债端存款占比高, 存款增长较快。**截至 3Q19, 存款占比计息负债高达 96.4%, 显著高于五大行平均。邮储银行庞大的网点布局和稳固的客户基础支撑其存款稳健增长, 13-18 年存款年均复合增速为 10.6%, 增速高于五大行平均 7.66%。

图 18: 3Q19 邮储存款占计息负债的 96.4%, 高于同业


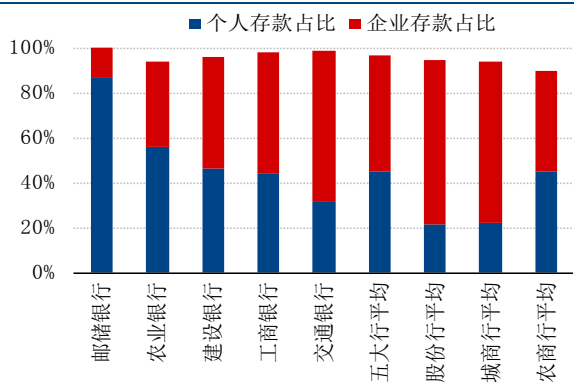
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 邮储银行存款平稳增长, 增速高于五大行平均


资料来源: wind, 东兴证券研究所

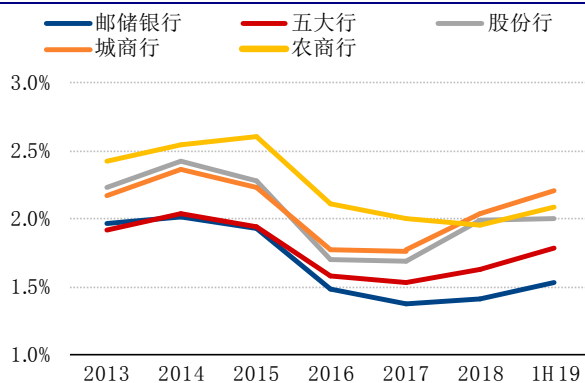
- **个人存款占比高于同业, 存款高稳定性、低成本优势显著。**邮储银行存款的主要构成为个人存款, 截至 19 年 9 月末, 个人存款占比 87%, 远高于上市行平均, 存款稳定性较高。
- **存款付息率显著低于大行平均, 低成本优势可持续。**13-15 年, 邮储银行与五大行存款付息率趋同; 15-17 年, 邮储银行存款付息率降幅更大; 17 年后, 存款成本缓慢上升。19 年上半年, 邮储存款付息率为 1.53%, 低于同业。基于差异化的网点布局 (深耕中西部、县域) 和扎实的客户基础等天然优势, 邮储银行揽储压力对较小, 低存款付息率可持续。

图 20: 邮储银行 3Q19 个人存款占存款的 87%, 高于同业



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 21: 邮储银行存款付息率 (1H19, 1.53%) 低于同业

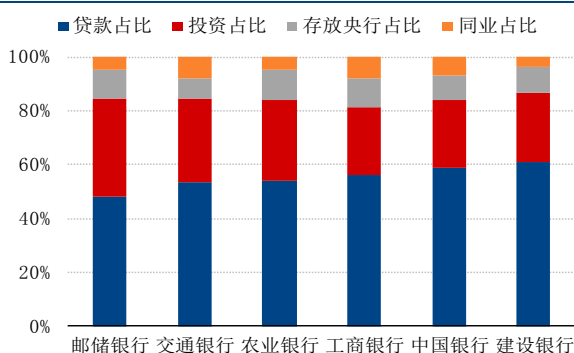


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2 资产端：贷款快速扩张，结构优化空间大

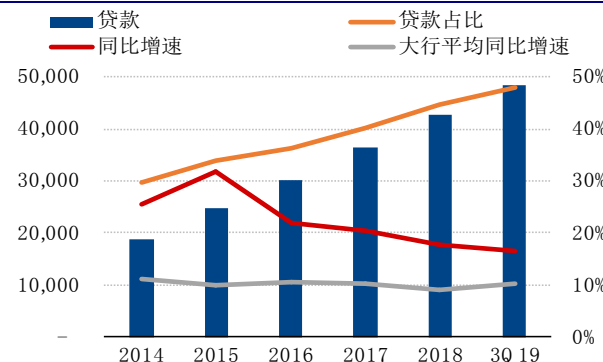
贷款占比不断提升，资产结构持续优化。邮储银行资产端业务起步较晚，2009 年才开始办理公司贷款业务。近年来贷款规模实现较快增长，同比增速稳定在 15% 以上，增速高于大行平均；且贷款占比总资产已升至 3Q19 的 48%，成为主要生息资产。截至 19 年 9 月末，邮储银行贷款占总资产的 48.07%，仍略低于五大行；3Q19 债券投资占比 (36.5%) 略高；资产结构优化的空间较大。

图 22: 邮储银行贷款占比(3Q19, 48.07%)略低于五大行



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 23: 邮储银行贷款增速高于五大行平均，且占比逐年提高

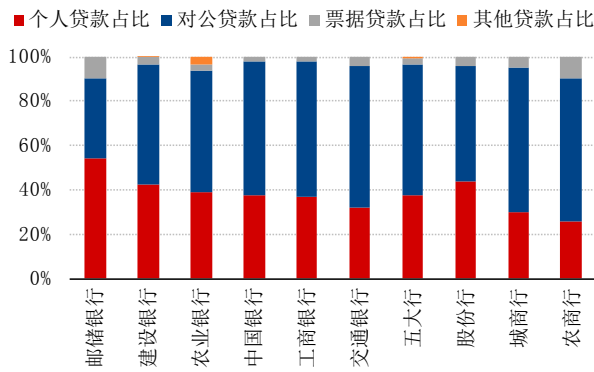


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2.1 信贷结构：零售特色鲜明，收益率更高

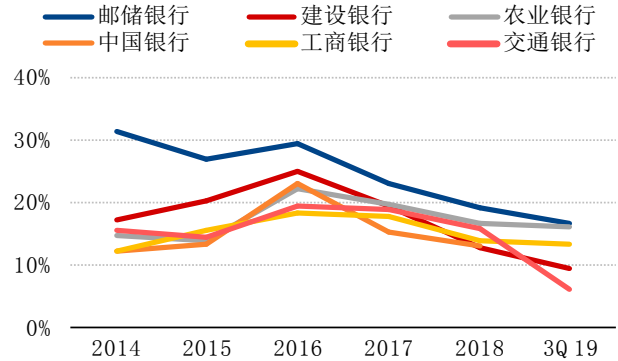
■ 个人贷款占比、增速均高于可比同业。从贷款结构来看，邮储银行个人贷款占比高于行业平均。截至 19 年 9 月末，个贷占贷款总额的 54.24%，高于五大行平均。2014-3Q19，邮储个人贷款增速有所下滑，但增速仍高于同业。

图 24: 邮储银行个贷占比(3Q19, 54.24%)高于同业



资料来源: wind, 东兴证券研究所

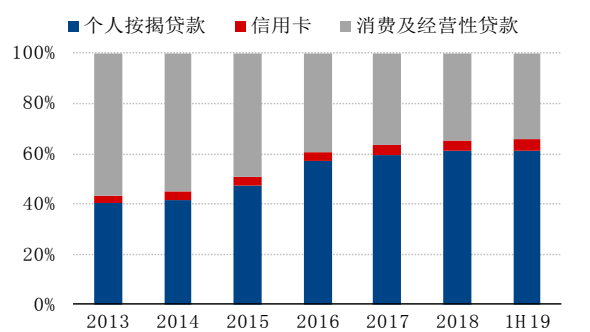
图 25: 邮储银行个贷规模增速高于五大行平均



资料来源: wind, 东兴证券研究所

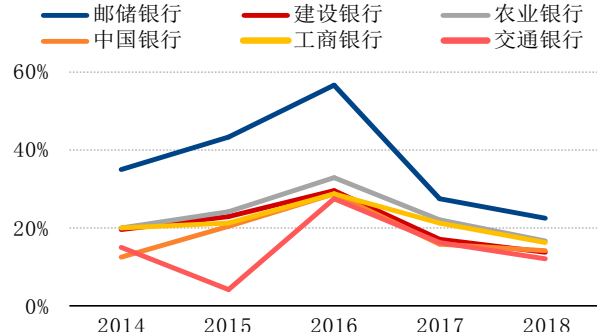
■ 低风险按揭贷款占比不断提高, 个贷结构持续优化。近年来, 邮储银行个人按揭贷款规模高速扩张, 截至 19 年 6 月末, 按揭贷款占比已升至 61%, 消费及经营性贷款占比下降至 34%; 个贷结构趋于稳定。个人贷款中, 按揭贷款具有低资本占用和低风险属性; 消费及经营性贷款具有高风险、高收益特征; 结构优化有助于维持低不良率。

图 26: 邮储银行个人按揭贷款占个贷比重逐年提高



资料来源: wind, 东兴证券研究所

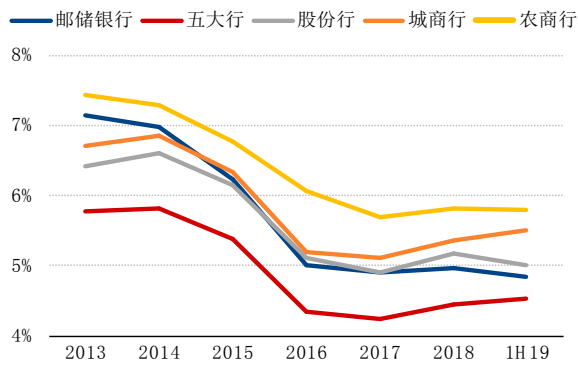
图 27: 邮储银行个人按揭贷款增速高于五大行



资料来源: wind, 东兴证券研究所

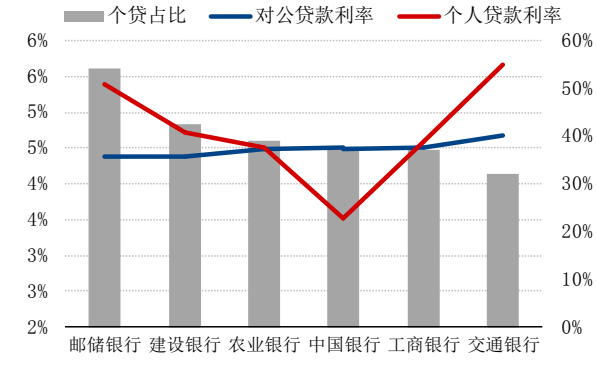
■ 信贷结构持续改善下, 高贷款收益率可持续。由于邮储个贷占比较高, 个贷收益率高于对公贷款收益率, 因而贷款收益率显著高于五大行平均。1H19 贷款收益率 4.84%, 较五大行平均贷款收益率 4.59% 高 25bps。

图 28: 邮储贷款收益率(1H19, 4.84%)高于五大行平均



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 29: 1H19 邮储银行个人贷款利率高于对公贷款利率

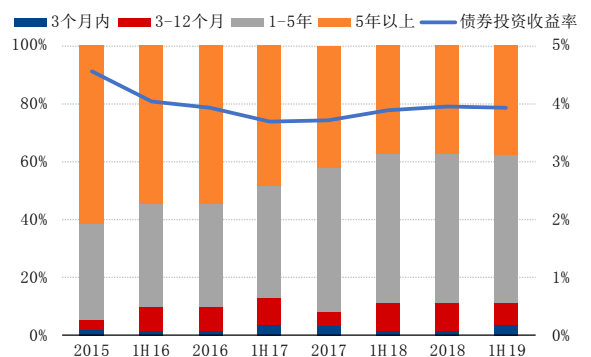


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.2.2 投资结构: 中长期占比高, 投资收益率稳定

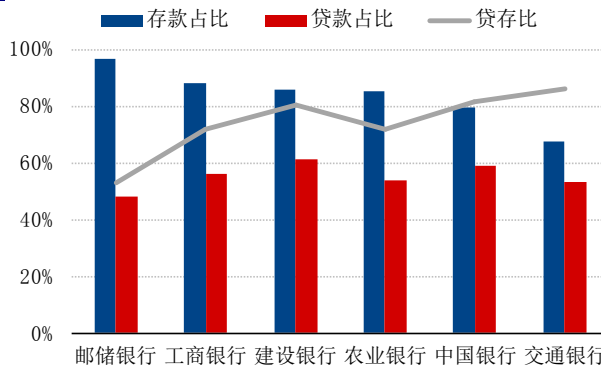
邮储银行资产端债券投资占比 (3Q19, 36.5%) 高于可比同业; 主要以 1 年期以上债券投资为主, 占比在 90% 左右, 久期更长。2015-1H19, 5 年期以上债券占比下降至 37% 左右, 1-5 年期债券占比升至 51% 左右, 久期缩短并保持稳定, 投资收益率稳定在 4% 左右。

图 30: 邮储中长期债券投资占比较高, 投资收益率稳定



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 31: 邮储银行贷存比相对较低, 资产业务有较大发展空间



资料来源: wind, 东兴证券研究所

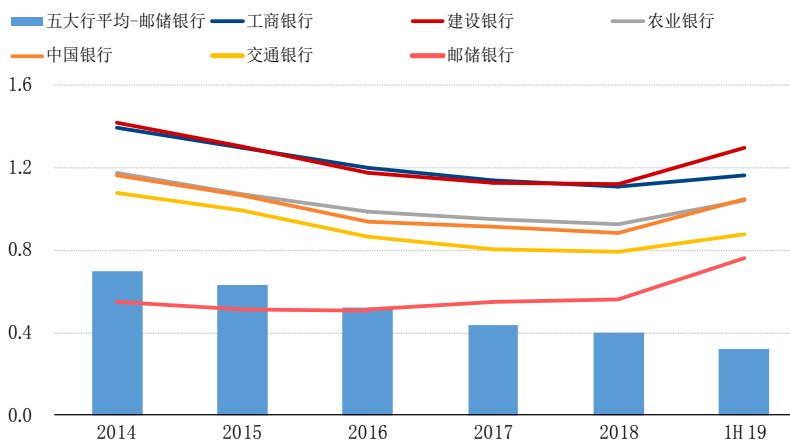
存款利用率仍较低, 资产业务潜能巨大。体现为: 邮储银行贷存比低于可比同业, 3Q19 贷存比仅为 52.88%, 存款利用率不足。预计随着公司资产布局及信贷结构的不断优化, 负债端低成本优势将得以充分发挥, 资产端业务拓展空间更大。

3. 高费用拖低 ROA, 高权益乘数支撑 ROE

3.1 ROA 较低: 主要受管理费用拖累

邮储银行 ROA 水平低于五大行, 有较大改善空间。1H19 年化 ROA 为 0.76%, 显著低于五大行平均 1.09%; 近年来 ROA 不断提高, 与五大行间的差距正逐渐缩小。

图 32: 邮储银行 ROA 较低, 与五大行间的差距正逐渐缩小



资料来源: wind, 东兴证券研究所

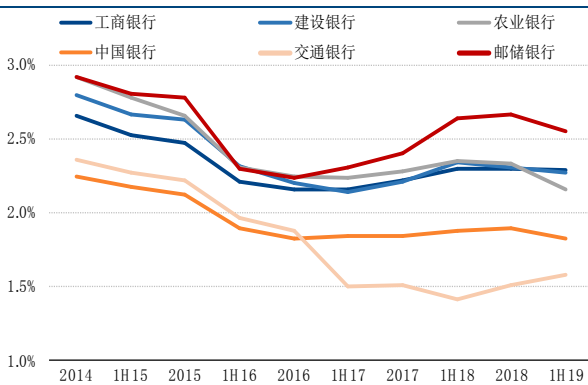
3.1.1 ROA 较低: 主要受管理费用拖累

图 33: 邮储银行杜邦分析 (1H19, 年化)

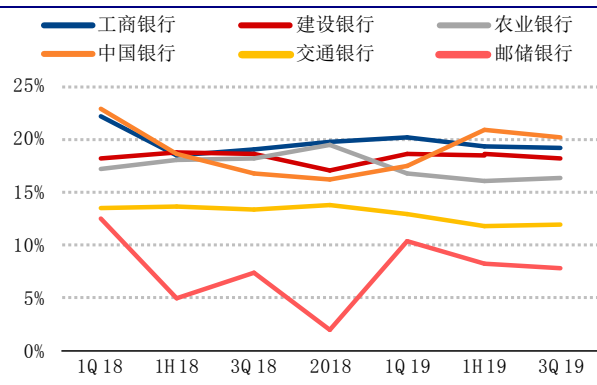
	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	五大行平均	差值
营业收入	2.03%	2.02%	1.85%	1.71%	1.63%	1.58%	1.85%	-0.27%
利息净收入	1.37%	1.40%	1.36%	1.12%	0.97%	1.62%	1.24%	0.38%
利息收入	2.33%	2.42%	2.41%	2.26%	2.52%	2.59%	2.38%	0.21%
利息支出	-0.96%	-1.02%	-1.05%	-1.13%	-1.55%	-0.97%	-1.14%	0.17%
手续费及佣金净收入	0.41%	0.43%	0.29%	0.31%	0.32%	0.13%	0.35%	-0.22%
净其他非息收入	0.25%	0.19%	0.20%	0.27%	0.35%	-0.17%	0.25%	-0.42%
营业支出	-1.07%	-0.95%	-1.02%	-0.77%	-0.95%	-1.38%	-0.95%	-0.43%
营业税金及附加	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.02%	0.00%
管理费用	-0.38%	-0.42%	-0.48%	-0.42%	-0.45%	-0.98%	-0.43%	-0.55%
拨备前利润	1.63%	1.58%	1.36%	1.27%	1.16%	0.58%	1.40%	-0.82%
资产减值损失	-0.45%	-0.42%	-0.42%	-0.21%	-0.30%	-0.38%	-0.36%	-0.02%
税前利润	0.96%	1.07%	0.83%	0.94%	0.68%	0.56%	0.90%	-0.34%
所得税	-0.19%	-0.20%	-0.13%	-0.19%	-0.08%	-0.05%	-0.16%	0.11%
净利润 (ROAA)	0.77%	0.87%	0.70%	0.75%	0.60%	0.51%	0.74%	-0.23%
权益乘数	12.06	11.61	13.47	12.06	13.45	19.86	12.53	7.33
ROE (摊薄)	9.28%	10.00%	9.35%	8.49%	7.96%	11.19%	9.01%	2.18%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

ROA 的主要正向贡献是净利息收入和所得税。(1) 净利息收入对 ROA 贡献为 1.62%, 高于五大行平均 0.38pct; 得益于领先同业的净息差水平。(2) 所得税对 ROA 的负向贡献为 -0.05%, 低于五大行平均 0.11pct; 得益于邮储银行占比较高的免税收入 (包括国债、地方债、普惠型小微贷款等); 3Q19 实际税率 (7.81%) 低于五大行均值 (17.2%)。

图 34: 邮储银行净息差高于五大行


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 35: 邮储银行实际所得税率低于五大行平均


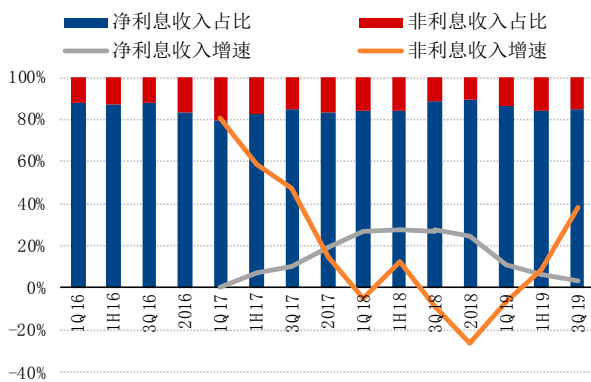
资料来源: wind, 东兴证券研究所

ROA 的主要负向贡献是手续费及佣金净收入和管理费用。(1) 手续费及佣金净收入对 ROA 的贡献仅为 0.13%, 低于五大行平均 0.22pct; 主要原因是邮储银行中间业务开展较晚, 且客户主要集中在县域地区。(2) 管理费用对 ROA 的负向贡献 (-0.98%) 高于五大行平均 0.55pct; 主要是“自营+代理”模式下较高的储蓄代理费拖累。

3.1.2 营收：净利息收入贡献更大，非息收入持续改善

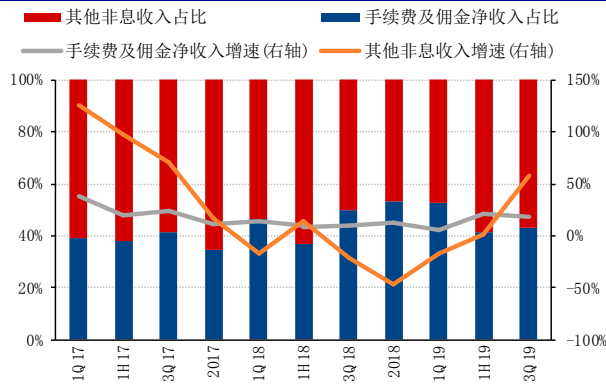
邮储银行对存贷业务依赖性较大，非息业务基础较薄弱；净利息收入贡献维持在 80% 以上。19 年以来，在行业净息差收窄，中间业务加速发展的趋势下，邮储非息收入增速提高，非息不断改善。其中，净手续费收入占非息收入的 40% 左右，增速稳定；其他非息收入增速波动较大，系证券投资收益波动影响。

图 36：邮储银行净利息收入占比营收较高，非息不断改善



资料来源：wind，东兴证券研究所

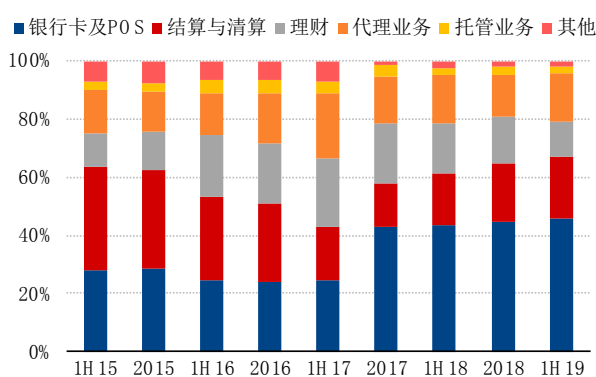
图 37：邮储手续费及佣金净收入增速平稳（3Q19，18.9%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

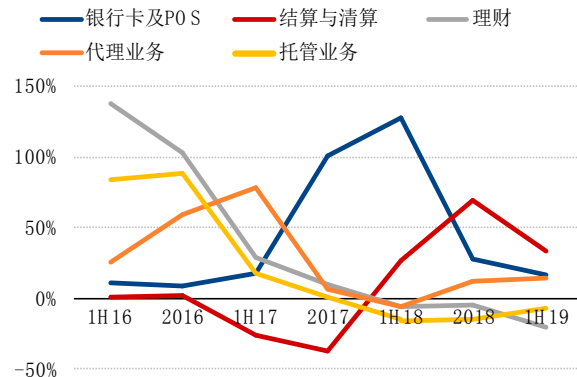
银行卡中收占比显著提高；理财子开业后，理财中收贡献有望恢复。银行卡及 POS 占比增至 45.68% (1H19)，系信用卡消费和分期规模快速增长带动刷卡手续费和分期收入增长。邮储理财中收占比比较低，1H19 已降至 (12.44%)，1H18/2018/1H19 增速为 -5.28%/-5.11%/-20.15%，系资管新规影响。理财子公司开业后，背靠扎实的网点、客户基础，理财中收贡献有望恢复反弹。

图 38：银行卡及 POS 中收贡献较大，理财中收占比低



资料来源：wind，东兴证券研究所

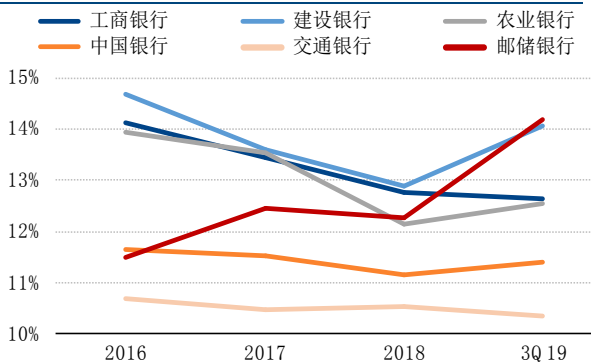
图 39：邮储银行理财中收增速持续降低（1H19，-20.15%）



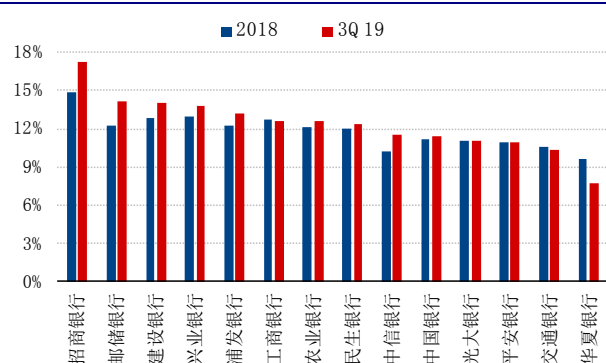
资料来源：wind，东兴证券研究所

3.2 轻资本结构+普惠金融优势下，高权益乘数可持续

低 ROA 下，权益乘数抬高邮储 ROE 水平。邮储银行 ROE 逐年提高，3Q19 年化 ROE 为 14.18% (2018 年为 12.26%)，在国有大行和股份行中位列第二。高 ROE 得益于较高的权益乘数，1H19 权益乘数为 19.86，显著高于国有大行均值 12.53。

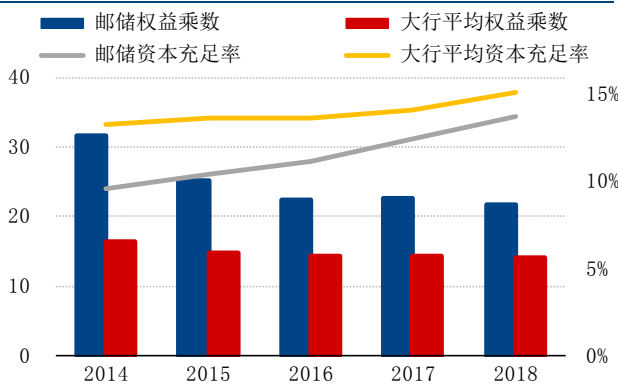
图 40: 邮储银行 ROE (3Q19, 14.18%) 逐年提高


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 41: 3Q19 邮储银行 ROE 仅次于招行, 位列第二


资料来源: wind, 东兴证券研究所

资产结构具有轻资本属性, 高权益乘数可持续。由于邮储银行资产端贷款占比 (44.94%) 低, 投资类资产占比 (35.58%) 高, 且贷款以个人贷款和小微企业贷款为主, 资本消耗相对较小, 因而可支撑较高的杠杆水平。近年来, 邮储银行通过集团增资、战略投资者增资补充资本, 权益乘数有所下降, 但仍高于大行平均。考虑到净资产基数已经较大, 后续增资对权益乘数的影响将逐渐减弱, 故高权益乘数可持续。

图 42: 邮储银行权益乘数高于同业, 资本充足率快速提高


资料来源: wind, 东兴证券研究所

表 2: 银行风险资产权重

资产项目	权重
对一般企业的债权 (普通对公贷款)	100%
对符合标准的小微企业的债权 (小微企业贷款)	75%
个人贷款	
个人住房按揭贷款	50%
其他个人贷款	75%

资料来源: 商业银行资本管理办法, 银保监会, 东兴证券研究所

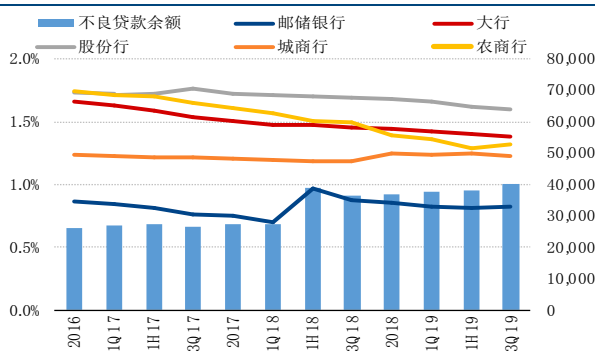
4. 优异资产质量可持续

4.1 资产质量优异, 拨备计提充足

资产质量各项指标优于同业。由于邮储开展信贷业务较晚, 避开了传统高风险行业和地区, 资产质量优异。(1) 不良率长期维持在 1% 以内: 3Q19 不良率仅为 0.83%, 显著优于同业水平。(2) 关注贷款率、逾期贷款率低 (资产质量前瞻指标): 1H19 关注贷款率为 0.67%, 逾期贷款率为 0.97%, 潜在不良担忧较小。

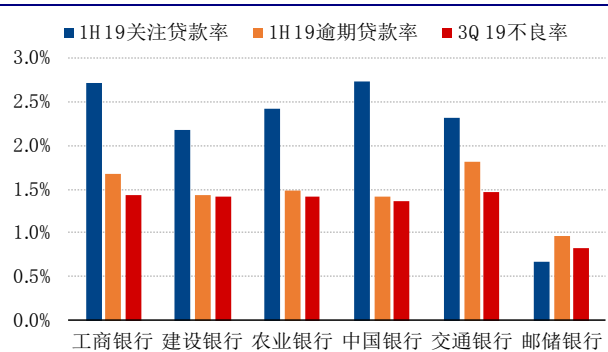
(3) 不良认定标准严格, 风险暴露充分。1H19 邮储银行 90 天以上逾期/不良为 81%。(4) 不良生成率低: 3Q19 邮储银行不良净生成率仅为 0.85%, 低于五大行平均 (0.92%), 不良生成压力低。

图 43: 邮储银行不良率贷款率低于行业平均



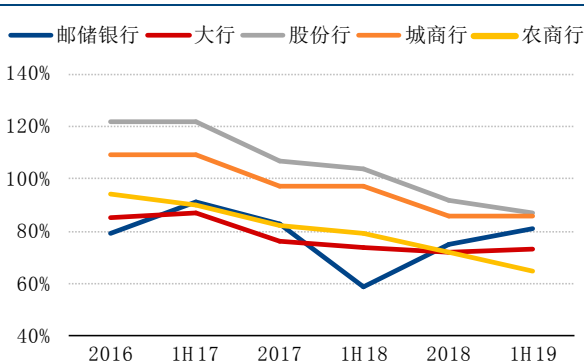
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 44: 邮储银行关注贷款率、逾期贷款率低, 潜在不良较少



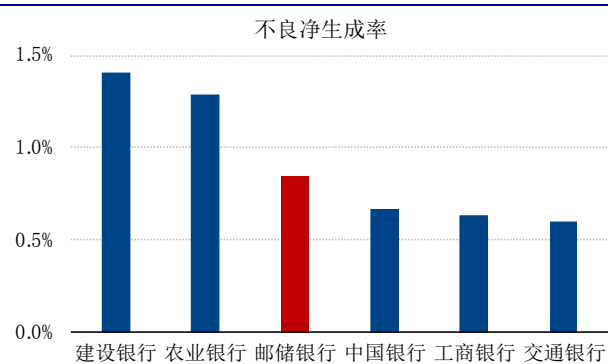
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 45: 邮储 90 天以上逾期/不良较高, 不良认定标准严格



资料来源: wind, 东兴证券研究所

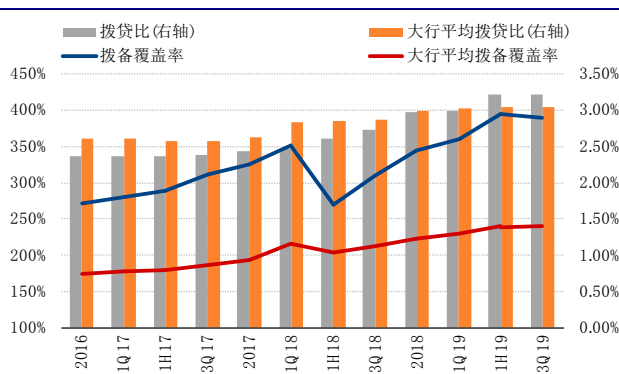
图 46: 邮储银行 3Q19 不良生成率较低



资料来源: wind, 东兴证券研究所

拨备计提充足, 拨备回补利润能力强。3Q19 拨备覆盖率 389.53%, 高于五大行平均拨备覆盖率 (241%) 148.53pct; 3Q19 拨贷比 3.22%, 高于大行平均拨贷比 (3.04%) 0.18pct。

图 47: 邮储 3Q19 拨备覆盖率 389.53%, 拨备回补利润能力强

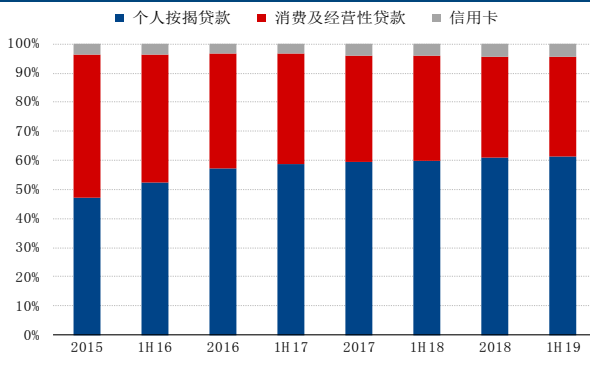


资料来源: wind, 东兴证券研究所

4.2 贷款结构较优, 不良压力或不大

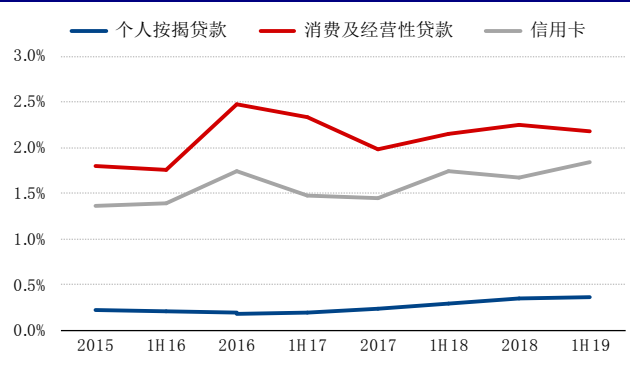
优异资产质量得益于低风险的信贷结构。邮储银行贷款端个贷占比更高, 零售特色鲜明, 其中: (1) 个贷以按揭贷款为主, 风险更低。1H19 按揭贷款占个人贷款的 61.6% (个人按揭贷不良率仅为 0.36%)、消费经营贷占比 34.26% (不良率为 2.17%)、信用卡占比 4.28% (不良率为 1.85%)。

图 48: 邮储个人按揭贷款占比逐年提高 (1H19, 61.6%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

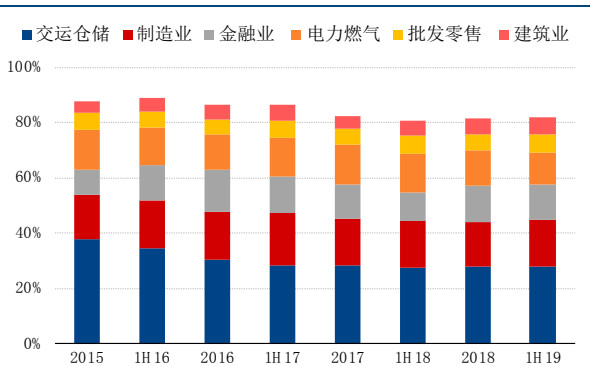
图 49: 邮储银行个人按揭贷款不良率较低 (1H19, 0.36%)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

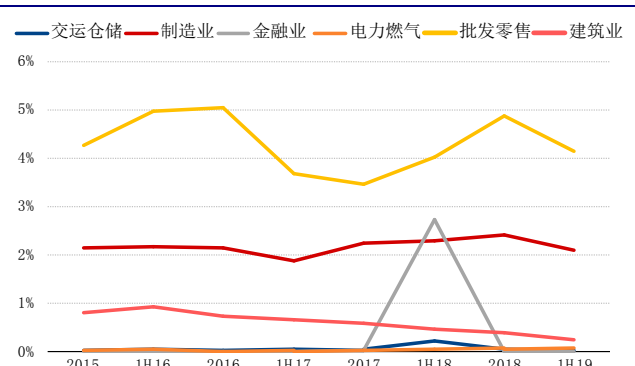
(2) 对公贷款中, 高风险行业占比较低。截至 19 年 6 月末, 邮储银行对公贷款中, 占比较高的行业分别为交运仓储、制造业、金融业、电力燃气。其中, 低风险的交运仓储 (1H19, 不良率 0.03%) 和电力燃气行业 (1H19, 不良率 0.06%) 贷款占比近 40%; 高风险的批发零售行业 (1H19, 不良率 4.14%) 贷款仅占 6.36%。

图 50: 邮储银行低风险行业贷款占比较高



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 51: 邮储银行交运仓储、电力燃气行业不良贷款率低



资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

我们认为, 公司负债端低成本优势可持续, 零售优势将支撑其较高贷款收益率水平, 息差有望保持平稳; 规模平稳增长, 净利息收入增速平稳; 中收增长潜力巨大。不良生成压力较小, 拨备反补盈利空间较大。预计公司盈利能力将延续, ROE 逐步上升。

(1) 贷款规模可保持平稳较快增长。邮储银行资产结构不断优化, 贷款规模增长较快; 但考虑经济下行压力加大, 实际信贷需求不足, 贷款增速或将逐年下降, 假设 2019-2021 年贷款增速分别为 17%、16%、

15%。

(2) 在银行息差收窄趋势下, 邮储有望维持领先同业的息差水平。随着 LPR 定价机制切换以及逆周期政策力度加强, 2020 年贷款收益率下行压力较大; 货币政策引导市场利率下行或温和缓解银行负债成本压力; 综合来看, 明年息差有收窄压力。考虑到公司代理网点数量优势以及客户、存款基础带来的稳定低成本负债; 零售优势支撑的较高贷款收益率, 邮储银行的息差有望保持平稳, 假设 2019-2021 年净息差分别为 2.66%、2.65%、2.64%。

(3) 手续费占比较低, 未来在信用卡、理财等中收领域的拓展空间较大, 非息将进一步改善。邮储银行成立时间晚, 中间业务基础较为薄弱, 中收对营收贡献较少。考虑到邮储银行客户基础庞大, 综合化经营不断推进, 以及零售中间业务的服务水平逐步提高, 预计邮储银行在信用卡、财富管理、基金代销等领域的手续费收入贡献将不断提高, 假设 2019-2021 年手续费收入增速分别为 15%、15%、15%

(4) 管理费用将逐步下降, 带动成本收入比回归正常水平。随着公司未来机制改善、经营效率提高以及金融科技应用的逐步深入, 预计邮储银行的管理费用支出将逐步下降, 假设 2019-2021 年管理费用同比增速分别为-2%、-1%、-1%; 对应成本收入比 49.7%、45.2%、41.6%。

(5) 不良生成压力较小, 较高的拨备对盈利反补空间巨大。考虑当前邮储银行资产结构的低风险性, 预计公司不良生成压力较小, 假设 2019-2021 年不良生成率分别为 0.88%、0.87%、0.89%。邮储银行拨备计提充足, 风险抵补能力强, 预计拨备覆盖率将小幅提升, 假设 2019-2021 年信用成本分别为 1.09%、1.27%、1.37%。

根据上述假设条件, 我们测算邮储银行 2019-2021 年净利润增速为 12.14%/11.44%/10.89%, 对应 EPS 0.72/0.81/0.89 元, BVPS 5.80/6.40/7.06 元。考虑 (1) 邮储银行负债端低成本优势可持续, 零售优势将支撑其高贷款收益率, 盈利渐高, ROE 将继续领先其他国有大行; (2) “自营+代理”模式下, 邮储银行网点、存款、客户优势显著, 随着代理网点资产业务范围的进一步扩大, 将直接产生利息收入和非息收入贡献, 应享有一定估值溢价。当前国有行平均估值为 0.78 倍 19 年 PB, 给予邮储银行 1.1 倍 19 年 PB 目标估值, 对应目标价 6.38 元/股, 较当前约有 15% 上行空间, 首次给予“强烈推荐”评级,

表 3: 国有行动态估值比较表 (估值来自 wind 一致预期, 截至 2019 年 12 月 13 日)

	PB(LF)	2019E	2020E	2021E
工商银行	0.86	0.84	0.76	0.69
建设银行	0.88	0.86	0.79	0.72
农业银行	0.75	0.74	0.67	0.61
中国银行	0.66	0.65	0.61	0.54
交通银行	0.61	0.60	0.55	0.51
邮储银行	0.98	1.00	0.89	0.80

平均	0.79	0.78	0.71	0.65
邮储估值溢价	24.28%	28.51%	24.69%	23.69%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

代理网点资产业务开展不及预期、经济下滑影响资产质量。

附表: 公司盈利预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表 (亿元)											
净利息收入	1881	2341	2647	2859	3054	收入增长					
手续费及佣金	127	144	166	191	220	净利润增速	19.8%	9.7%	12.1%	11.4%	10.9%
其他收入	240	127	151	177	204	拨备前利润增速	30.1%	39.9%	35.2%	18.3%	14.9%
营业收入	2249	2612	2965	3227	3477	税前利润增速	19.1%	4.6%	44.5%	11.4%	10.9%
营业税及附加	(17)	(18)	(18)	(26)	(31)	营业收入增速	18.6%	16.2%	13.5%	8.8%	7.7%
业务管理费	(1454)	(1505)	(1475)	(1460)	(1445)	净利息收入增速	19.4%	24.5%	13.1%	8.0%	6.8%
拨备前利润	778	1089	1472	1741	2000	手续费及佣金增速	10.8%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
计提拨备	(267)	(554)	(700)	(880)	(1045)	营业费用增速	15.4%	3.5%	-2.0%	-1.0%	-1.0%
税前利润	511	535	773	861	955						
所得税	(34)	(11)	(185)	(207)	(229)	规模增长					
归母净利润	477	523	587	654	725	生息资产增速	9.3%	6.0%	7.5%	9.5%	5.4%
资产负债表 (亿元)						贷款增速	20.6%	17.8%	17.0%	16.0%	15.0%
贷款总额	36301	42769	50039	58046	66752	同业资产增速	61.5%	-13.0%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
同业资产	8917	7763	5434	4890	4401	证券投资增速	-8.6%	6.9%	9.0%	5.0%	-4.0%
证券投资	31670	33854	36901	38746	37196	其他资产增速	-6.7%	3.7%	529.9%	-2.1%	135.7%
生息资产	90533	95940	103120	112965	119069	计息负债增速	12.5%	7.8%	38.0%	6.9%	37.9%
非生息资产	478	496	3071	3007	7156	存款增速	10.7%	7.0%	10.0%	9.0%	8.5%
总资产	90126	95162	104755	114223	124056	同业负债增速	50.8%	-44.3%	54.9%	5.0%	54.9%
客户存款	80627	86274	94902	103443	112236	股东权益增速	6.8%	24.4%	7.1%	10.2%	7.1%
其他计息负债	3121	3251	3604	3833	4080						
非计息负债	2064	884	1061	1273	1527	存款结构					
总负债	85812	90409	99566	108549	117842	活期	41.3%	14.1%	14.13%	14.13%	14.13%
股东权益	4314	4753	5189	5674	6213	定期	58.7%	85.8%	85.85%	85.85%	85.85%
每股指标						其他	0.0%	0.0%	0.02%	0.02%	0.02%
每股净利润(元)	0.59	0.65	0.72	0.81	0.89	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	0.96	1.34	1.82	2.15	2.47	企业贷款(不含贴)	38.3%	39.4%	39.44%	39.44%	39.44%
每股净资产(元)	4.73	5.26	5.80	6.40	7.06	个人贷款	53.6%	53.3%	53.27%	53.27%	53.27%
每股总资产(元)	111.22	117.44	129.28	140.96	153.10	贷款质量					
P/E	9.50	8.66	7.72	6.93	6.25	不良贷款率	0.75%	0.86%	0.80%	0.80%	0.82%
P/PPOP	5.82	4.16	3.08	2.60	2.26	正常	98.57%	98.51%	99.42%	99.47%	99.52%
P/B	1.18	1.06	0.96	0.87	0.79	关注	0.68%	0.63%	0.58%	0.53%	0.48%
P/A	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	次级	0.13%	0.22%			
利率指标						可疑	0.15%	0.14%			
净息差(NIM)	2.40%	2.67%	2.66%	2.65%	2.63%	损失	0.47%	0.50%			
净利差(Spread)	2.46%	2.64%	2.74%	2.84%	2.94%	拨备覆盖率	324.77%	345.17	357.05	377.20%	395.05%
贷款利率	4.90%	4.96%	5.11%	5.26%	5.41%						
存款利率	1.38%	1.41%	1.46%	1.51%	1.56%	资本状况					
生息资产收益率	3.90%	4.10%	4.25%	4.40%	4.55%	资本充足率	12.51%	13.76%	15.20%	16.84%	18.70%
计息负债成本率	1.44%	1.46%	1.51%	1.56%	1.61%	核心一级资本充足	8.60%	9.77%	11.10%	12.62%	14.36%
盈利能力						资产负债率	95.21%	95.01%	95.00%	94.99%	94.95%

ROAA	0.55%	0.57%	0.59%	0.60%	0.61%						
ROAE	13.07%	12.92%	13.09%	13.23%	13.30%	其他数据					
拨备前利润率	0.90%	1.18%	1.47%	1.59%	1.68%	总股本(亿)	810.31	810.31	862.03	862.03	862.03

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任银行业研究负责人。长期紧密跟踪银行业发展变化，致力于行业深度研究和银行股前瞻性投资分析。

研究助理简介

单击此处输入文字。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。