

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年12月01日
市场数据

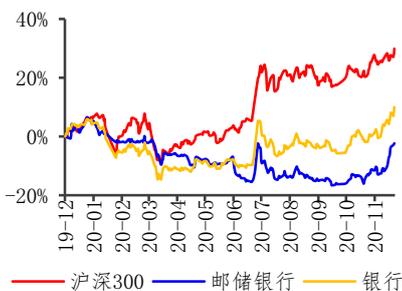
目前股价	5.26
总市值（亿元）	4,575.07
流通市值（亿元）	204.04
总股本（万股）	8,697,856
流通股本（万股）	387,912
12个月最高/最低	5.89/4.47

分析师

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

✉ zouhengchao@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<成长性零售大行，业绩率先反转>>

2020-10-30

<<奔跑的零售大行>> 2020-06-16

溢价定增彰显信心，业绩改善大行居首

——邮储银行（601658）定增点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	257,979	277,735	289,491	322,220	358,641
(+/-%)	18.5%	7.7%	4.2%	11.3%	11.3%
净利润（百万元）	52,311	60,933	61,361	68,483	77,474
(+/-%)	9.7%	16.5%	0.7%	11.6%	13.1%
摊薄 EPS（元/股）	0.65	0.71	0.71	0.75	0.85
PE	8.1	7.4	7.4	7.0	6.2

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**11月30日邮储银行公布定增预案，拟向控股股东邮政集团非公开发行不超过54.05亿股A股股票，募集资金不超过300亿。
- **定增将提升核心一级资本充足率0.54pct，溢价6%认购彰显对公司未来发展信心。**（1）3Q20邮储银行核心一级资本充足率为9.51%，静态测算定增完成后将提升公司核心一级资本充足率0.54pct至10.05%，预计本次定增将在2021年一季度末前完成（2020年年报披露前）。目前公司正在全力推进资本管理高级法，未来切换后资本充足率有望提升1-2pct，向五大行靠拢；（2）自去年底邮储银行A股上市以来，邮政集团累计增持8.7亿股，耗资46亿元，持股比例提升1.06pct至65.27%；本次定增完成后邮政集团持股比例将继续提升2.03pct至67.30%，且定增价5.55元/股较目前股价溢价5.5%，彰显大股东对公司未来发展的信心。
- **短期业绩改善幅度在大行居首，3Q20业绩增速率先转正，主要得益于更干净的资产负债表。**公司3Q20净利润增速大幅转正至+13.5%（五大行同比-4.2%），9M20净利润增速收窄至-2.7%（五大行同比-9.0%），主要得益于公司有一张干净的资产负债表（关注率仅0.53%，远低于五大行平均2.33%的水平），在疫情缓解后资产质量率先出现拐点。公司3Q20不良率环比下降1bp（较年初小幅上升2bp），五大行3Q20不良率环比上升5bp（较年初上升12bp），风险出清后信用成本得以快速下行，从而反哺利润。
- **中长期看存贷比改善、中收占比提升以及运营效率提高，盈利能力有进一步提升空间。**（1）9M20公司存贷比56.5%（五大行平均76.8%），我们测算存贷比和零售贷款占比每提升1pct分别能够带来1pct和0.5pct的息差弹性；（2）中收占比6.9%（五大行平均19.3%），仅相当于其他大行2007年时水平，信用卡、财富管理业务均有很大提升空间，公司3Q20手续费收入同比大幅增长27.1%，推动9M20手续费取得11.2%的双位数增长；（3）公司网点的点均产能与同业相比还存在着较大差距，但同时也是邮储的潜力，公司一方面加快推进网点转型，提升网点效能；另一方面对代理网点积极争取监管支持，逐步进行功能新增和产品叠加。

- **投资建议:** 邮储银行在资产结构、中间业务以及运营效率上均有较大的优化空间,干净的资产负债表也使得公司率先走出疫情影响,我们持续看好公司作为零售大行的成长性。预计 2020-2022 年净利润增速分别为 0.7%/11.6%/13.1%,目前估值 0.78x21PB,维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:** 贷款投放不及预期,存贷比提升较慢;中间业务发展不及预期;代理网点功能拓展不及预期;经济下行超预期导致资产质量恶化。

附：盈利预测表

利润表 (亿)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	增长指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	2341	2402	2533	2808	3111	收入增长					
手续费及佣金	144	171	188	223	265	净利润增速	9.7%	16.5%	0.7%	11.6%	13.1%
其他收入	94	204	174	191	210	拨备前利润增速	39.9%	9.4%	0.5%	12.7%	12.6%
营业收入	2580	2777	2895	3222	3586	税前利润增速	4.6%	19.2%	4.8%	11.6%	13.1%
营业税及附加	(18)	(20)	(21)	(23)	(26)	营业收入增速	18.5%	7.7%	4.2%	11.3%	11.3%
业务管理费	(1472)	(1566)	(1676)	(1850)	(2041)	净利息收入增速	24.5%	2.6%	5.4%	10.9%	10.8%
拨备前利润	1089	1191	1198	1349	1520	手续费及佣金增速	13.3%	18.4%	10.2%	18.3%	19.1%
计提拨备	(554)	(554)	(530)	(604)	(676)	营业费用增速	6.5%	6.4%	7.0%	10.4%	10.3%
税前利润	535	637	668	746	844	规模增长					
所得税	(11)	(27)	(53)	(60)	(67)	生息资产增速	6.0%	7.2%	9.7%	9.0%	8.8%
净利润	523	609	614	685	775	贷款增速	17.8%	16.3%	16.0%	15.0%	14.0%
资产负债表						同业资产增速	-11.8%	-33.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						证券投资增速	7.0%	8.5%	9.7%	1.9%	1.7%
贷款总额	42769	49742	57701	66356	75645	其他资产增速	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
同业资产	6657	4454	4454	4454	4454	计息负债增速	6.9%	7.1%	8.8%	8.9%	8.9%
证券投资	33875	36750	40332	41115	41820	存款增速	7.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	94056	100833	110589	120578	131163	同业负债增速	164.7%	-50.5%	0.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	1106	1334	1457	1588	1728	股东权益增速	10.2%	14.6%	22.6%	11.7%	7.3%
总资产	95162	102167	112045	122166	132891	结构指标					
客户存款	86274	93141	101523	110660	120620	存款结构					
其他计息负债	3251	2738	2840	2952	3075	活期	39.2%	37.3%	38.0%	37.0%	36.0%
非计息负债	884	920	1002	1090	1187	定期	60.7%	62.7%	62.0%	63.0%	64.0%
总负债	90409	96798	105364	114703	124882	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4753	5449	6681	7463	8009	贷款结构					
财务指标						企业贷款(不含贴现)	36.3%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
每股指标						个人贷款	54.2%	55.3%	56.5%	57.5%	58.5%
每股净利润(元)	0.65	0.71	0.71	0.75	0.85	其他指标					
每股拨备前利润(元)	1.34	1.38	1.39	1.47	1.66	资产质量					
每股净资产(元)	5.26	5.75	6.25	6.74	7.33	不良贷款率	0.86%	0.86%	0.87%	0.86%	0.86%
每股总资产(元)	117.44	118.52	129.98	133.36	145.06	正常	98.51%	98.48%			
P/E	8.15	7.44	7.39	7.04	6.22	关注	0.63%	0.66%			
P/B	1.00	0.91	0.84	0.78	0.72	次级	0.22%	0.30%			
P/PPOP	3.91	3.81	3.79	3.57	3.17	可疑	0.14%	0.13%			
利率指标						损失	0.50%	0.43%			
净息差(NIM)	2.56%	2.47%	2.40%	2.43%	2.47%	拨备覆盖率	345.17%	389.45%	406.38%	420.94%	435.10%
净利差(Spread)	2.49%	2.39%	2.31%	2.34%	2.38%	资本状况					
贷款利率	5.00%	4.86%	4.78%	4.73%	4.75%	资本充足率	13.76%	13.52%	13.91%	13.52%	12.99%
存款利率	1.41%	1.56%	1.56%	1.58%	1.60%	一级资本充足率	10.88%	10.87%	11.61%	11.49%	11.16%
生息资产收益率	3.94%	3.98%	3.90%	3.94%	4.00%	核心一级资本充足	9.77%	9.90%	9.37%	9.51%	9.38%
计息负债成本率	1.45%	1.60%	1.59%	1.60%	1.62%	其他数据					
盈利能力						分支机构数量		8231			
ROAA	0.56%	0.62%	0.57%	0.58%	0.61%	员工数量	170809	174406			
ROAE	12.92%	13.21%	11.86%	11.84%	12.02%	总股本(亿)	810.31	810.31	810.31	810.31	810.31
拨备前利润率	1.18%	1.21%	1.12%	1.15%	1.19%						

资料来源：公司公告、长城证券研究所预测

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>