

邮储银行(601658.SH/01658.HK)

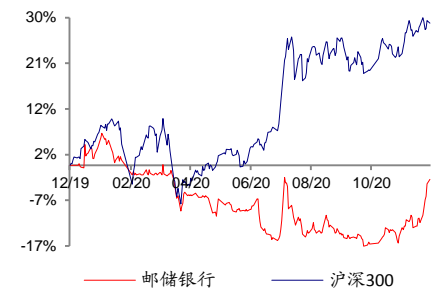
溢价发行彰显信心，提升资本充足率 0.54pct

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	5.23 元/4.38 港元
合理价值	6.23 元/5.13 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-12-01

核心观点:

- **此次定增价格预计 5.55 元/股，溢价发行彰显控股股东对公司经营的信心和支持。**邮储银行发布定增预案：1.本次增发定向控股股东邮政集团发行 A 股股票数量不超过 5,405,405,405 股，募集资金总额不超过人民币 300 亿元，该方案尚需董事会、股东大会批准，证监会、银保监会核准。2.本次定增价格不低于以下价格孰高者：定价基准日前 20 个交易日本行人民币普通股股票交易均价的 80%，发行前本行最近一期末经审计的归属于母公司普通股股东的每股净资产，根据上述定价原则，邮政集团认购本次定增 A 股股份的每股认购价格为 5.55 元/股。3.完成此次定增后，邮政集团持股比例由 65.27% 提升至 67.30%。
- **此次定增将有效提升各级资本充足率 0.54pct，但距可比国有行同业仍需加强资本补充。**1.据此方案以 2020Q3 数据进行静态测算，若邮储银行完成 A 股定增，则公司核心一级资本、一级资本、资本充足率有望分别提升 0.54pct 至 10.05%、12.35%、14.40%，资本在一定程度上得到有效补充。2.纳入大行部监管以后，邮储银行加快资本补充进度，A 股 IPO+ 本次定增，有效补充核心一级资本，缩小了与可比国有行同业的资本差距，但距可比国有行同业仍需加强资本补充。
- **和同业相比邮储银行零售银行优势**补充完后将进一步提升信贷投放能力，提升存贷比。1.邮储银行坚持大型零售商业银行的定位，依托庞大的客户基础和广泛的网点基础，凭借独有的自营网点+代理网点的模式，获得独特的零售竞争优势。2.公司持续提升存贷比提高资产运用效率，经过几年的努力，存贷比提升至 55.6%，距离国有大行 75% 左右的水平仍有空间，资本补充后有望进一步提升信贷投放能力。3.负债端优势明显且基础稳定，20Q3 存款占计息负债比例高达 96.4%，预计将受益于本轮终端利率上行周期。
- **投资建议：**溢价定增彰显控股股东对公司经营的信心和支持，定增完成后有效提升资本充足率 0.54pct，进一步缩小与可比国有行资本差距，提升资产投放能力。考虑到公司零售银行的定位、良好的存款基础并持续提升贷存比提高资产运用效率以及优于可比国有大行的资产质量，不考虑本次定增影响，预计公司 20/21 年归母净利润增速分别为 -0.69% 和 8.22%，EPS 分别为 0.67/0.72 分别为 7.8X/7.2X，PB 分别为 0.84X/0.77X。考虑公司定增缓解资本内生压力，释放风险加权资产增长空间，我们认为可以给予公司 A 股 20 年 PB 估值 1.0X，测算出合理价值 6.23 元/股，给予公司 H 股 20 年 PB 估值 0.7X，H 股合理价值为 5.13 港币/股，均给予“买入”评级。
- **风险提示：**1.经济增长超预期下滑；2.资产质量大幅恶化。

相对市场表现



倪军
SAC 执证号: S0260518020004
021-38003646
nijun@gf.com.cn
分析师: 屈俊
SAC 执证号: S0260515030005
SFC CE No. BLZ443
0755-88286915
qujun@gf.com.cn

证监会的注册
持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

邮储银行 2020-11-01

(601658.SH/01658.HK):拨备计提放缓，Q3 业绩表现超预期

联系人: 李佳鸣 021-38003643
lijiaming@gf.com.cn

本报告中港币兑人民币汇率为 0.8496

附表：邮储银行盈利预测表（每股指标单位：元人民币/股，其他指标单位：百万元人民币）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
价值评估 (倍)						利润表					
P/E	8.44	7.26	7.84	7.22	6.50	净利息收入	234,122	240,224	248,721	275,077	305,595
P/B	0.99	0.91	0.84	0.77	0.71	利息收入	360,166	388,238	407,358	448,169	491,581
P/PPOP	3.89	3.78	3.76	3.32	2.97	利息支出	126,044	148,014	158,637	173,092	185,986
每股指标						净手续费收入	14,434	17,085	18,964	21,809	24,426
EPS	0.62	0.68	0.67	0.72	0.80	净其他非息收入	12,439	19,500	16,380	18,346	20,180
BVPS	5.26	5.75	6.23	6.77	7.37	营业收入	260,995	276,809	284,065	315,231	350,201
PPOPPS	1.34	1.38	1.39	1.58	1.76	营业支出	204,472	213,990	220,913	243,810	271,052
DPS	0.19	0.21	0.22	0.23	0.26	税金及附加	1,843	1,996	1,920	2,175	2,459
股息支付率	31.44%	31.01%	31.01%	31.01%	31.01%	业务及管理费	147,215	156,599	161,917	176,530	195,412
股息收益率	3.70%	4.02%	4.13%	4.47%	4.95%	营业利润	56,523	62,819	63,152	71,421	79,149
驱动性因素						营业外净收入	-3,036	926	648	648	648
贷款增长	17.82%	16.30%	16.50%	14.00%	11.00%	拨备前利润	108,901	119,140	120,876	137,175	152,978
存款增长	7.00%	7.96%	9.50%	9.00%	8.50%	资产减值损失	55,414	55,395	57,076	65,106	73,180
生息资产增长	6.35%	7.52%	10.45%	9.22%	7.42%	利润总额	53,487	63,745	63,800	72,069	79,798
计息负债增长	6.90%	7.04%	10.31%	9.20%	8.26%	所得税	1,103	2,709	3,190	6,486	7,182
平均贷款收益率	5.00%	4.86%	4.60%	4.52%	4.55%	净利润	52,384	61,036	60,610	65,583	72,616
平均生息资产收益率	3.89%	3.93%	3.78%	3.78%	3.83%	归母净利润	52,311	60,933	60,512	65,485	72,518
平均存款付息率	1.41%	1.56%	1.55%	1.53%	1.51%	资产负债表					
平均计息负债付息率	1.45%	1.60%	1.57%	1.57%	1.55%	贷款总额	4,276,865	4,974,186	5,794,927	6,606,216	7,332,900
净息差(NIM)-测算值	2.53%	2.43%	2.31%	2.32%	2.38%	贷款减值准备	127,928	166,124	208,633	253,475	303,370
净利差(NIS)-测算值	2.44%	2.33%	2.20%	2.22%	2.29%	贷款净额	4,149,538	4,808,062	5,586,293	6,352,742	7,029,530
净手续费收入增速	13.32%	18.37%	11.00%	15.00%	12.00%	投资类资产	3,387,487	3,675,030	3,987,408	4,107,030	4,189,170
净非息收入/营收	10.30%	13.22%	12.44%	12.74%	12.74%	存放央行	1,202,935	1,154,843	1,172,874	1,278,432	1,387,099
成本收入比	56.41%	56.57%	57.00%	56.00%	55.80%	同业资产	665,660	445,364	365,198	372,502	372,502
拨备支出/平均贷款	1.40%	1.20%	1.06%	1.05%	1.05%	其他资产	110,591	133,407	149,612	161,595	174,764
实际所得税率	2.06%	4.25%	5.00%	9.00%	9.00%	生息资产	9,532,947	10,249,423	11,320,406	12,364,181	13,281,672
业绩年增长率						资产合计	9,516,211	10,216,706	11,457,701	12,375,406	13,383,963
净利息收入	24.46%	2.61%	3.54%	10.60%	11.09%	存款	8,627,440	9,314,066	10,198,902	11,116,803	12,061,732
净手续费收入	18.37%	11.00%	15.00%	12.00%	12.00%	向央行借款	0	0	23,432	23,432	23,432
净利息收入	16.90%	16.90%	16.90%	16.90%	16.90%	同业负债	248,929	171,706	248,974	298,768	304,744
营业支出	22.68%	4.65%	3.24%	10.36%	11.17%	发行债券	76,154	96,979	99,888	104,883	108,029
拨备前利润	39.89%	9.40%	1.46%	13.48%	11.52%	计息负债	8,952,523	9,582,751	10,571,196	11,543,887	12,497,937
利润总额	4.65%	19.18%	0.09%	12.96%	10.72%	负债合计	9,040,898	9,671,827	10,786,935	11,657,842	12,614,111
净利润	9.80%	10.72%	-0.70%	8.20%	10.74%	股东权益合计		544,879	670,766	717,564	769,852
归母净利润	9.71%	16.48%	-0.69%	8.22%	10.74%	资产质量					
盈利能力						不良贷款余额	36,889	42,844	50,661	58,212	64,655
ROAA	0.57%	0.62%	0.56%	0.55%	0.56%	不良贷款率	0.86%	0.86%	0.87%	0.88%	0.88%
ROAE	12.31%	13.10%	11.18%	11.14%	11.39%	不良净生成率	0.46%	0.41%	0.45%	0.48%	0.45%
RORWA	1.20%	1.31%	1.14%	1.09%	1.07%	拨备覆盖率	347%	388%	412%	435%	469%
资本状况						拨贷比	2.99%	3.34%	3.60%	3.84%	4.14%
资本充足率	13.76%	13.52%	14.08%	14.47%	14.91%	流动性					
一级资本充足率	10.88%	10.87%	12.16%	13.14%	14.10%	存贷比	49.57%	53.41%	56.82%	59.43%	60.79%
核心一级资本充足率	9.77%	9.90%	9.49%	9.13%	8.88%	贷款/总资产	44.94%	48.69%	50.58%	53.38%	54.79%
加权风险资产	4,316,219	4,969,658	5,665,410	6,401,913	7,170,143	投资类资产/总资产	35.60%	35.97%	34.80%	33.19%	31.30%
风险加权系数	45.36%	48.64%	49.45%	51.73%	53.57%	同业资产/总资产	7.00%	4.36%	3.19%	3.01%	2.78%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008年开始从事银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012年开始从事银行业研究，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王先爽：高级分析师，复旦大学金融学硕士，2016年进入银行业研究，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 万思华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 李佳鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 伍嘉慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020年7月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。