邮储银行（1658）

效率显著提升，资产结构优化

——邮储银行 2019 年中报业绩点评

邱冠华（分析师）	郭昶皓（研究助理）	袁梓芳（分析师）
021-38676912	021-38031652	021-38676284
qiuguanhua@gtjas.com	guochanghao@gtjas.com	yuanzifang@gtjas.com
证书编号 S0880511010038	S0880118080077	S0880519060001

评级:	增持
当前价格（港元）:	4.49

2019.08.21

交易数据

52 周内股价区间（港元）	3.92-4.90
当前股本（百万股）	81031
当前市值（百万港元）	363829

相关报告

《邮储银行：一块好璞玉，零售生力军》2019.06.09

本报告导读：

邮储银行 19H1 业绩略超市场预期。管理效率提升带来成本端优化，贷款占比上升有助稳定收益。维持目标价 6.47 港元，对应 19 年 1.0 倍 PB，现价空间 44%，增持。

摘要：

投资建议：考虑管理效率提升带来的成本优化，上调 19/20/21 年净利润增速预测至 13.28%(+2.54pc)/13.58%(+1.75pc)/13.26%(+0.10pc)，对应 EPS0.70/0.80/0.91 元，BVPS5.77/6.31/6.93 元。现价对应 5.75/5.03/4.42 倍 PE，0.70/0.64/0.58 倍 PB。维持目标价 6.47 港元，对应 19 年 1.0 倍 PB，现价空间 44%，维持增持评级。

业绩概览：19H1 营收+7.02%，净利润+15.0%，净息差（日均余额口径）2.55%。不良率 0.82%，环比-1bp，拨备覆盖率 396%，环比+35pc。

新的认识：效率显著提升，资产结构优化

- **效率显著提升。**19H1 净利润同比+15.0%，增速较 19Q1 提升 2.7pc。其中最大亮点在于 19H1 成本收入比同比大幅下降 4.8pc 至 51.0%，归因于新一届董事会推动管理效率提升，使得：①运营费用压降，19H1`一般运营及管理费同比下降 18.9%；②规范程度提升，使得诉讼的预期损失减少、部分预计负债转回，因此对应的营业支出下降。
- **资产结构优化。**体现为持续将低成本负债配置于高收益贷款：①存贷比首次突破 50%，环比+2.1pc 至 51.7%；②贷款/总资产环比+1.8pc 至 45.2%。随着资本补充到位，邮储银行存贷比及贷款占比指标仍有快速上升空间，将使邮储银行在利率下行期资产收益率相对更稳。
- **不良继续改善。**资产质量延续 18 年中报后的改善趋势，体现为：①不良率微降，环比-1bp 至 0.82%，逾期贷款率较 18 年末下降 2bp 至 0.97%；②安全垫增厚，拨备覆盖率环比+35pc 至 396%；
- **资本有望补充。**当前已明确有两项资本补充计划：①证监会已受理邮储银行 A 股招股说明书，回 A 进展顺利。保守测算若成功回归 A 股，可提升核心一级资本充足率 43bp；②邮储银行计划发行不超过 800 亿元永续债，静态测算可提升资本充足率 168bp 至 14.66%。两项计划合计可大幅提升资本充足率 211bp。

风险提示：宏观经济失速引发信用风险，存款成本超预期提升。

财务摘要（百万元人民币）	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	190.633	189.602	224.864	261.245	283.421	318.469	354.462
(+/-)%	9.64%	-0.54%	18.60%	16.18%	8.49%	12.37%	11.30%
净利润	34,859	39,801	47,683	52,311	59,259	67,305	76,229
(+/-)%	7.04%	14.18%	19.80%	9.71%	13.28%	13.58%	13.26%
PE	7.06	7.94	8.21	6.85	5.75	5.03	4.42
PB	1.02	0.94	0.85	0.77	0.70	0.64	0.58

注：财务摘要与公司财报单位统一，使用人民币。股价、市值使用模板默认的港币。人民币：港币汇率为 0.8980。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1：邮储银行 2019 年中期业绩概览

单位：百万元	19H1	18H1	YoY(%)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	QoQ(%)
拨备前利润	**68,482**	**57,638**	**18.8%**	**28,785**	**22,498**	**31,955**	**36,527**	**14.3%**
母公司净利润	**37,381**	**32,523**	**14.9%**	**14,187**	**5,601**	**18,520**	**18,861**	**1.8%**
EPS（未年化）	**0.43**	**0.37**		**0.18**	**0.07**	**0.23**	**0.23**	
BVPS（未年化）	**5.49**	**5.00**		**5.20**	**5.26**	**5.49**	**5.49**	
营业收入	**141,704**	**132,408**	**7.0%**	**64,115**	**64,722**	**68,474**	**73,230**	**6.9%**
同比增速	7.02%	24.95%		15.79%	1.89%	8.28%	5.87%	-2.4pc
净利息收入	**119,082**	**111,662**	**6.6%**	**62,155**	**60,305**	**59,129**	**59,953**	**1.4%**
生息资产（期初期末平均）	**9,814,699**	**9,123,250**	**7.6%**	**9,294,094**	**9,419,248**	**9,840,584**	**10,122,335**	**2.9%**
净息差（期初期末口径）	2.43%	2.45%	-2bp	2.68%	2.56%	2.40%	2.37%	-3bp
净息差（日均余额口径）	2.55%	2.64%	-9bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	**22,622**	**20,746**	**9.0%**	**1,960**	**4,417**	**9,345**	**13,277**	**42.1%**
手续费净收入	9,339	7,682	21.6%	3,628	3,124	4,908	4,431	**-9.7%**
其他非息收入	13,283	13,064	1.7%	-1,668	1,293	4,437	8,846	**99.4%**
业务及管理费	**72,194**	**73,884**	**-2.3%**	**34,852**	**41,746**	**36,519**	**35,675**	**-2.3%**
成本收入比	50.95%	55.80%	-4.9pc	54.36%	64.50%	53.33%	48.72%	-4.6pc
资产拨备支出	**27,696**	**23,371**	**18.5%**	**12,573**	**19,490**	**11,251**	**16,445**	**46.2%**
信贷拨备支出	27,263	16,775	**62.5%**	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	1.21%	0.88%	34bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	**3,364**	**1,720**	**95.6%**	**2,042**	**-2,659**	**2,155**	**1,209**	**-43.9%**
有效税率	8.25%	5.02%	3.2pc	12.60%	-88.40%	10.41%	6.02%	-4.4pc
规模指标：								
总资产	10,067,175	9,326,163	7.9%	9,350,857	9,516,211	10,143,800	10,067,175	-0.8%
生息资产余额	10,096,450	9,282,638	8.8%	9,305,549	9,532,947	10,148,220	10,096,450	-0.5%
其中：贷款净额	4,550,381	3,911,440	16.3%	4,044,759	4,149,538	4,397,857	4,550,381	3.5%
同业资产	469,361	850,535	-44.8%	715,718	665,660	799,380	469,361	-41.3%
债券投资	3,761,871	3,149,953	19.4%	3,185,561	3,387,487	3,654,685	3,761,871	2.9%
总负债	9,573,116	8,872,665	7.9%	8,880,921	9,040,898	9,650,109	9,573,116	-0.8%
付息负债余额	9,481,423	8,683,637	9.2%	8,696,286	8,952,523	9,565,550	9,481,423	-0.9%
其中：吸收存款	9,101,191	8,332,830	9.2%	8,349,929	8,627,440	9,142,684	9,101,191	-0.5%
同业负债	277,952	274,625	1.2%	269,431	248,929	346,867	277,952	-19.9%
发行债券	102,280	76,182	34.3%	76,926	76,154	75,999	102,280	34.6%
所有者权益	493,109	452,638	8.9%	469,093	474,404	492,752	493,109	0.1%
总股本	81,031	81,031	0.0%	81,031	81,031	81,031	81,031	0.0%
重点关注： **不良贷款**	38,372	38,917	-1.4%	36,569	36,888	37,658	38,372	1.9%
不良率	0.82%	0.97%	-15bp	0.88%	0.86%	0.83%	0.82%	-1bp
关注贷款	31,358	25,837	21.4%	n.a	26,731	n.a	31,358	n.a
关注率	0.67%	0.64%	2bp	n.a	0.63%	n.a	0.67%	n.a
逾期贷款	45,801	40,795	12.3%	n.a	42,356	n.a	45,801	n.a
逾期率	0.97%	1.02%	-4bp	n.a	0.99%	n.a	0.97%	n.a
不良生成额	4,782	25,364	-81.1%	4,613	6,756	5,881	-1,099	-118.7%
不良生成率	0.22%	0.80%	-57bp	0.46%	0.65%	0.55%	-0.10%	-65bp
拨备覆盖率	394.28%	269.78%	124.5pc	309.92%	345.17%	360.82%	394.28%	33.5pc
拨贷比	3.22%	2.61%	60bp	2.73%	2.98%	3.00%	3.22%	22bp
资本充足率	12.98%	12.90%	8bp	13.71%	13.76%	13.44%	12.98%	-46bp
核心资本充足率	10.26%	10.07%	19bp	10.81%	10.88%	10.66%	10.26%	-40bp
ROE	16.4%	16.3%	0.1pc	12.3%	4.7%	15.3%	15.3%	0.0pc

数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的比较标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com