

邮储银行 (1658 HK)

投资者开放日纪要

- ❖ **公司简介。**邮储银行是一家以零售业务为主的大型银行，定位为服务社区、小微企业及“三农”客户。截至2018年上半年末，该行的总资产及存款总额，分别列行业第六位及第五位。凭借母公司邮政集团的庞大分支网络作为其代理网点，邮储银行拥有国内最广泛的网点布局（约4万个网点），以及全行业第二大的零售客户群体（约5.65亿名）。在2016年9月H股上市前，邮储银行于2015年12月引入了10名战略投资者，其中包括瑞银、摩根大通等全球知名金融机构，以及蚂蚁金服及腾讯等领先金融科技公司。
- ❖ **资产结构具备逆周期特性。**邮储银行的贷款结构在经济周期下防御性更强，对高风险行业（制造业、批发和零售业、采矿业等）的敞口较小。低周期性的零售贷款占总贷款比重达到53.7%，而总资产中有1/3为金融投资，主要为政府及金融机构发行的债券。
- ❖ **资金端优势对净息差前景形成支持。**受惠于分部广泛、数量众多的物理网点，存款在邮储银行总负债中的占比高达94%，其中85%来自黏性较强的零售客户。因此在M2增速低迷、存款竞争加剧的情况下，邮储面对的资金成本压力相对较小。此外，邮储银行的贷存比在今年三季度末仅为49.8%，同期四大行平均值则为75.4%，因而邮储拥有更多空间提升对高收益贷款的配置，从而支持其净息差维持优于同业的表现。
- ❖ **拨备充裕，有助盈利表现平稳。**截至2018年三季度末，邮储银行的不良贷款率为0.88%，仅为行业水平1.87%的一半，同时拨备覆盖率则达到了311%，远高于行业水平的181%。邮储的不良确认严格，95.4%的逾期贷款都纳入了不良贷款。我们认为邮储未来的盈利表现会较同业更为稳定，因为充裕的拨备能够在公司收入增速放缓或资产质量恶化时，对盈利起到一定支撑作用。
- ❖ **投资者对邮储银行的担忧主要有以下几点：**1) 需向邮政集团支付代理费用，导致营业费用居高不下；2) 手续费收入占比较低，对利率市场化更为敏感；3) 与四大行相比，邮储的资本实力较为薄弱，截至三季度末，核心一级资本充足率/资本充足率分别为9.7%/13.7%；4) 监管引导贷款更多投向中小企业、民营企业及三农领域并辅以贷款利率优惠，可能会造成风险的进一步累积。
- ❖ **估值及潜在催化剂。**目前，邮储银行的股价相当于0.74倍2019年预测市帐率，而四大行平均值为0.64倍。我们认为，邮储应该较同业享有估值溢价，因为其具备更强的零售优势、更好的资产质量以及显著高于同业的盈利增速。潜在催化剂包括贷款（特别是零售贷款）在资产中占比的进一步提升，以及ROE较同业更早的触底回升。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业收入(百万元人民币)	190,633	189,602	224,864
净利润(百万元人民币)	34,859	39,801	47,683
每股盈利(元人民币)	0.61	0.55	0.59
每股盈利变动(%)	(12.0)	(8.9)	6.2
市帐率(x)	1.02	0.94	0.85
市盈率(x)	6.6	7.3	6.8
股息率(%)	3.3	1.8	3.7
权益收益率(%)	15.2	12.9	13.1
不良贷款率(%)	0.80	0.87	0.75
拨备覆盖率(%)	298.2	271.7	324.8

资料来源：公司及招银国际研究部

未评级

当前股价 HK\$4.73

孙明, CFA

电话: (852) 3900 0836

邮件: terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	383,275
3月平均流通量(百万港元)	102.29
52周内股价高/低(港元)	5.64/4.03
总股本(百万)	81,031.0

资料来源: 彭博

股东结构

中国邮政集团公司	68.92%
瑞银	4.22%
中国人寿保险股份有限公司	4.12%

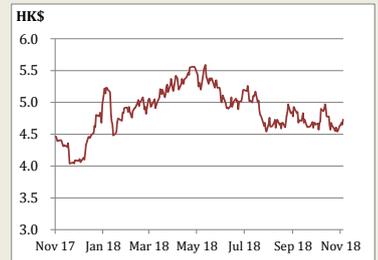
资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.8%	-5.4%
3-月	0.6%	6.1%
6-月	-11.4%	2.0%

资料来源: 彭博

股价表现

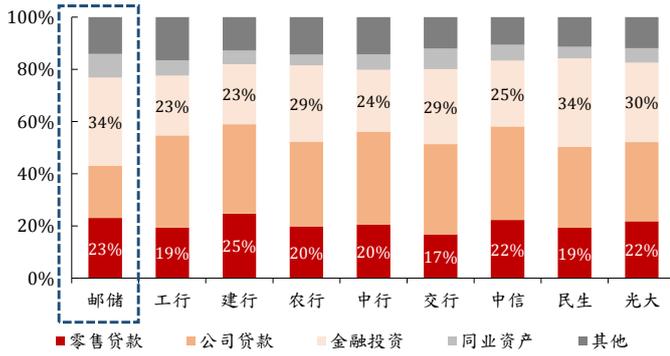


资料来源: 彭博

核数师: 罗兵咸永道

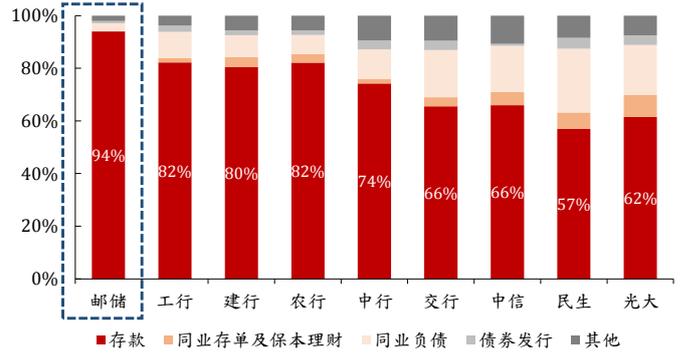
公司网站: www.psb.com

图 1: 资产配置 (2Q18)



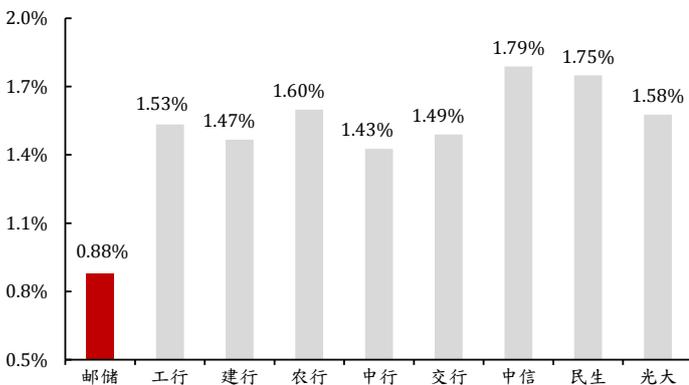
资料来源：公司、招银国际证券

图 2: 负债结构 (3Q18)



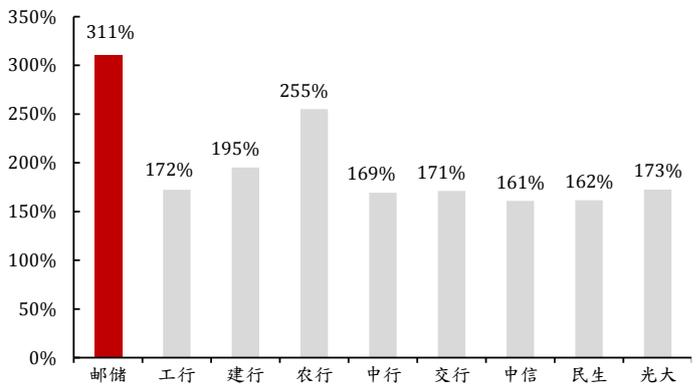
资料来源：公司、招银国际证券

图 3: 不良贷款率 (3Q18)



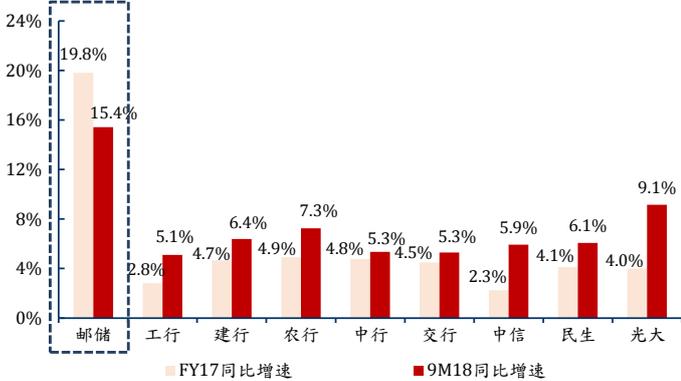
资料来源：公司、招银国际证券

图 4: 拨备覆盖率 (3Q18)



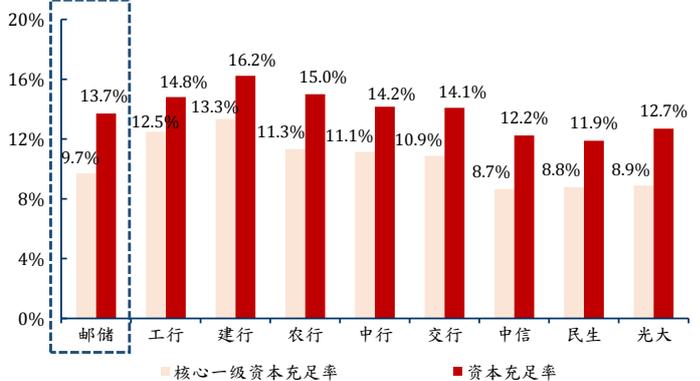
资料来源：公司、招银国际证券

图 5: 净利润同比增速



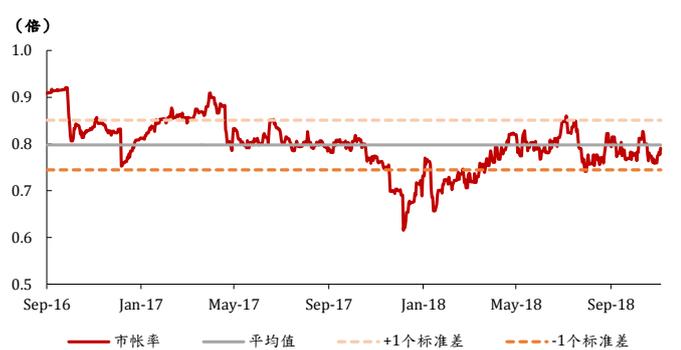
资料来源：公司、招银国际证券

图 6: 资本充足率 (3Q18)



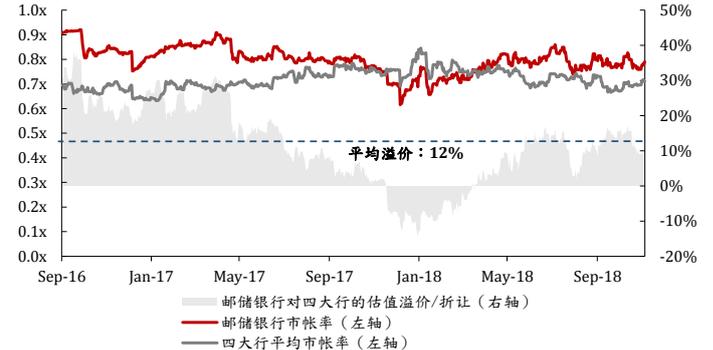
资料来源：公司、招银国际证券

图 7: 历史市帐率变化



资料来源：彭博、招银国际证券

图 8: 与四大行的估值溢价



资料来源：彭博、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017
利息收入	300,561	278,198	305,285
利息支出	(121,302)	(120,612)	(117,170)
净利息收入	179,259	157,586	188,115
净手续费及佣金收入	8,672	11,498	12,737
其他净收益和收入	2,702	20,518	24,012
营业收入	190,633	189,602	224,864
营业费用	(123,610)	(129,772)	(147,016)
扣除减值损失前的营业利润	67,023	59,830	77,848
资产减值损失	(25,635)	(16,902)	(26,737)
营业利润	41,388	42,928	51,111
联营企业及合营企业投资净收益	0	0	0
税前利润	41,388	42,928	51,111
所得税费用	(6,531)	(3,152)	(3,402)
年度利润	34,857	39,776	47,709
非控制性权益	2	25	(26)
净利润	34,859	39,801	47,683

资料来源：公司、招银国际证券

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017
存放中央银行款项	1,085,043	1,259,035	1,364,392
同业资产	673,490	442,194	754,731
金融投资	2,986,667	3,463,841	3,167,033
贷款和垫款净额	2,412,595	2,939,217	3,541,571
其他资产	138,569	161,335	184,824
总资产	7,296,364	8,265,622	9,012,551
向中央银行借款	0	0	0
同业负债	557,027	425,634	237,214
客户存款	6,305,014	7,286,311	8,062,659
已发行债券	24,973	54,943	74,932
其他负债	138,519	151,846	206,389
总负债	7,025,533	7,918,734	8,581,194
股东权益	270,448	346,530	430,973
非控制性权益	383	358	384
总权益	270,831	346,888	431,357

资料来源：公司、招银国际证券

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017
收入结构			
净利息收入	94.0%	83.1%	83.7%
净手续费及佣金收入	4.5%	6.1%	5.7%
其他净收益和收入	1.4%	10.8%	10.7%
总计	100.0%	100.0%	100.0%
增长			
净利息收入	6.8%	-12.1%	19.4%
净手续费及佣金收入	33.8%	32.6%	10.8%
营业收入	9.6%	-0.5%	18.6%
营业费用	8.3%	5.0%	13.3%
拨备前利润	12.2%	-10.7%	30.1%
净利润	7.0%	14.2%	19.8%
资产质量			
不良贷款率	0.80%	0.87%	0.75%
不良贷款拨备覆盖率	298.2%	271.7%	324.8%
拨贷比	2.40%	2.37%	2.44%
信贷成本	1.07%	0.74%	0.92%
资本充足率			
核心一级资本充足率	8.53%	8.63%	8.60%
一级资本充足率	8.53%	8.63%	9.67%
资本充足率	10.46%	11.13%	12.51%
回报率			
平均总资产收益率	15.21%	12.90%	13.07%
平均净资产收益率	0.51%	0.51%	0.55%
每股数据			
每股利润（元人民币）	0.61	0.55	0.59
每股股息（元人民币）	0.131	0.074	0.147
每股账面值（元人民币）	3.94	4.28	4.73

资料来源：公司、招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。