

✦ 郵儲銀行 (1658 HK)

盈利增速提升，資產質量亮眼

- ✦ **營運效率提升及減稅效應帶動盈利加速增長。**郵儲銀行 2019 年首季淨利潤達到 185 億元（人民幣，下同），占市場一致預期全年盈利預測的 32.5%。淨利潤同比增速由 2018 年全年的 9.7% 提升至 12.2%，而一致預期對今年全年增速的預測為 8.8%。得益於收入端的穩健增長及成本收入比的下降，撥備前利潤保持強勁增長，同比增速 14.4%。不過，減值撥備同比大幅增加 24.5%，一定程度上削弱了淨利潤增速，但部分被增加政府債投資導致的所得稅同比下降 9.3% 所抵消。
- ✦ **業績正面因素：1) 成本收入比**同比下降 2.5 個百分點至 53.3%，主要由於收入增速大於開支增速，顯示郵儲銀行的營運效率有所改善；**2) 資產擴張速度**提升，環比增長 6.6%，主要來自貸款的穩健增長，公司貸款及零售貸款分別環比增長 6.9% 及 5.2%；**3) 存款增長強勁**，環比增速為 6.0%，主要由零售存款貢獻，而這得益於該行廣闊的網點布局；**4) 資產質量進一步改善**，不良貸款率環比下降 3 個基點至 0.83%（行業最低水平），撥備覆蓋率則環比提升 16.4 個百分點至 363%（行業最高水平）。
- ✦ **業績負面因素：1) 淨息差環比收窄** 8 個基點，至 2.58%，可能是由於監管要求降低對小微及民營企業的貸款利率。此外，郵儲還擴大了債券投資規模，主要投向政府債券，雖然具有減稅效應，但收益率低於貸款。同時，同業資產環比提升 20%，可能是由於降准釋放的額外資金，適度增加了同業拆借；**2) 資本充足情況有所減弱**，由於一季度放貸速度較快，核心一級資本充足率/資本充足率環比下降 16/32 個基點至 9.61%/13.44%。
- ✦ **估值依然較為吸引。**我們預期 2019 年一季度業績將對郵儲銀行的股價表現產生正面影響。郵儲目前的估值為 0.68 倍 2019 年預測市帳率，低於其歷史平均的 0.79 倍及 H 股中國上市銀行平均的 0.74 倍。我們認為，郵儲應該較同業享有估值溢價，因為其具備更強的零售優勢及更強的風險抵補能力來抵禦宏觀經濟的下行風險。潛在催化劑包括貨幣政策邊際性收緊、由信用成本下降帶來的盈利增速進一步提升，以及市場一致預期上調全年盈利預測。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A
營業收入(百萬元人民幣)	189,602	224,864	261,245
淨利潤(百萬元人民幣)	39,801	47,683	52,311
每股盈利(元人民幣)	0.55	0.59	0.62
每股盈利變動 (%)	(8.9)	6.2	4.7
市帳率 (x)	0.93	0.84	0.75
市盈率 (x)	7.2	6.7	6.4
股息率 (%)	1.9	3.7	4.9
權益收益率 (%)	12.9	13.1	12.3
不良貸款率 (%)	0.87	0.75	0.86
撥備覆蓋率 (%)	271.7	324.8	346.8

資料來源：公司及招銀國際證券

未評級

當前股價 HK\$4.61

孫明, CFA

電話: (852) 3900 0836

郵件: terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話: (852) 3761 8775

郵件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬港元)	373,551
3月平均流通量(百萬港元)	210.14
52周內股價高/低(港元)	5.64/4.11
總股本(百萬)	81,031.0

資料來源：彭博

股東結構

中國郵政集團公司	68.92%
瑞銀	4.22%
中國人壽保險股份有限公司	4.12%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.1%	-4.4%
3-月	5.2%	-4.3%
6-月	-0.6%	-15.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵鹹永道

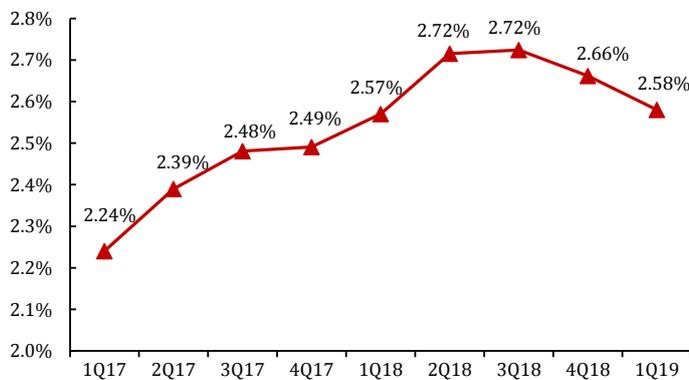
公司網站：www.psb.com

圖 1：郵儲銀行 2019 年一季度業績概要

(百萬元人民幣)					
損益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨利息收入	60,305	59,129	-2.0%	53,238	11.1%
淨手續費及佣金收入	3,124	4,908	57.1%	4,662	5.3%
營業收入	64,722	68,474	5.8%	63,239	8.3%
營業支出	(42,224)	(36,519)	-13.5%	(35,305)	3.4%
撥備前利潤	22,498	31,955	42.0%	27,934	14.4%
減值撥備	(19,490)	(11,251)	-42.3%	(9,039)	24.5%
經營利潤	3,008	20,704	588.3%	18,895	9.6%
所得稅	2,659	(2,155)	NA	(2,375)	-9.3%
淨利潤	5,601	18,520	230.7%	16,505	12.2%
資產負債表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
貸款總額	4,276,865	4,533,734	6.0%	3,879,712	16.9%
客戶存款	8,627,440	9,142,684	6.0%	8,441,162	8.3%
總資產	9,516,211	10,143,800	6.6%	9,227,353	9.9%
不良貸款餘額	36,888	37,658	2.1%	27,281	38.0%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
淨資產回報率	5.3%	17.0%	11.7ppt	16.9%	0.2ppt
不良貸款率	0.86%	0.83%	-3bp	0.70%	13bp
撥備覆蓋率	346.8%	363.2%	16.4ppt	351.9%	11.2ppt
貸存比	49.6%	49.6%	0.0ppt	46.0%	3.6ppt
核心一級資本充足率	9.8%	9.6%	-16bp	8.9%	76bp

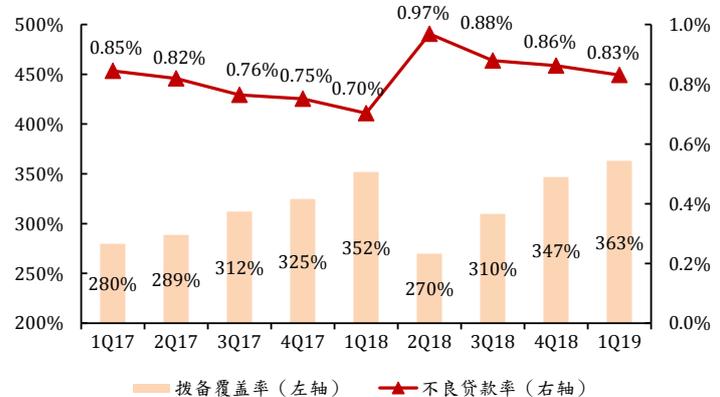
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2：郵儲銀行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3：郵儲銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

利潤表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018
利息收入	278,198	305,285	360,166
利息支出	(120,612)	(117,170)	(126,044)
净利息收入	157,586	188,115	234,122
净手续费及佣金收入	11,498	12,737	14,434
其他净收益和收入	20,518	24,012	12,689
营业收入	189,602	224,864	261,245
营业费用	(129,772)	(147,016)	(152,324)
扣除减值损失前的营业利润	59,830	77,848	108,921
资产减值损失	(16,902)	(26,737)	(55,434)
营业利润	42,928	51,111	53,487
联营企业及合营企业投资净收益	0	0	0
税前利润	42,928	51,111	53,487
所得税费用	(3,152)	(3,402)	(1,103)
年度利润	39,776	47,709	52,384
非控制性权益	25	(26)	(73)
净利润	39,801	47,683	52,311

資料來源：公司、招銀國際證券

資產負債表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018
存放中央银行款项	1,259,035	1,364,392	1,155,444
同业资产	442,194	754,731	665,660
金融投资	3,463,841	3,167,033	3,387,487
贷款和垫款净额	2,939,217	3,541,571	4,149,538
其他资产	161,335	184,824	158,082
总资产	8,265,622	9,012,551	9,516,211
向中央银行借款	0	0	0
同业负债	425,634	237,214	248,929
客户存款	7,286,311	8,062,659	8,627,440
已发行债券	54,943	74,932	76,154
其他负债	151,846	206,389	88,375
总负债	7,918,734	8,581,194	9,040,898
股东权益	346,530	430,973	474,404
非控制性权益	358	384	909
总权益	346,888	431,357	475,313

資料來源：公司、招銀國際證券

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018
收入结构			
净利息收入	83.1%	83.7%	89.6%
净手续费及佣金收入	6.1%	5.7%	5.5%
其他净收益和收入	10.8%	10.7%	4.9%
总计	100.0%	100.0%	100.0%
增长			
净利息收入	-12.1%	19.4%	24.5%
净手续费及佣金收入	32.6%	10.8%	13.3%
营业收入	-0.5%	18.6%	16.2%
营业费用	5.0%	13.3%	3.6%
拨备前利润	-10.7%	30.1%	39.9%
净利润	14.2%	19.8%	9.7%
资产质量			
不良贷款率	0.87%	0.75%	0.86%
不良贷款拨备覆盖率	271.7%	324.8%	346.8%
拨贷比	2.37%	2.44%	2.98%
信贷成本	0.74%	0.64%	1.09%
资本充足率			
核心一级资本充足率	8.63%	8.60%	9.77%
一级资本充足率	8.63%	9.67%	10.88%
资本充足率	11.13%	12.51%	13.76%
回报率			
平均总资产收益率	12.90%	13.07%	12.33%
平均净资产收益率	0.51%	0.55%	0.54%
每股数据			
每股利润（元人民币）	0.55	0.59	0.62
每股股息（元人民币）	0.074	0.147	0.194
每股账面值（元人民币）	4.28	4.73	5.26

資料來源：公司、招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。