

中国邮政储蓄银行 (1658 HK)

盈利增速位居大行之首

未评级

当前股价

HK\$ 4.49

概要: 8月20日, 邮储银行公布2019年上半年业绩, 净利润同比增长14.9%至374亿元人民币, 占市场一致预期全年净利润预测的67.2%。二季度拨备前利润同比增长23.0%, 主要由于手续费收入、投资收益的强劲增长及经营效率的改善抵消了由于净息差收窄带来的净利息收入增速放缓。单季度净利润同比增速由一季度的12.2%提升至二季度的17.8%, 远高于其他大行。2019年上半年年化ROE因此同比回升0.6个百分点至17.2%。

■ **业绩正面因素:** 1) 上半年净手续费收入同比增长21.6%, 主要由结算清算及银行卡收入拉动。邮储银行的非息收入占比因此由2018年全年的10.4%提升至今年上半年的16%; 2) 成本控制得当, 经营开支同比减少2.1%, 成本收入比同比下降4.8个百分点。邮储银行一直致力于整合物理网点及提升代理网点的收入贡献能力; 3) 平均生息资产结构改善, 贷款及证券投资占比提升(环比分别增长3.7%及2.9%), 而对收益率较低的同业资产则进行了收缩(环比下降41.3%); 4) 资产质量保持良好, 不良贷款率环比微降1个基点至0.82%, 拨备覆盖率则环比提升33个百分点至396%, 为所有全国性银行中最高水平。

■ **业绩负面因素:** 1) 二季度净息差环比收窄6个基点至2.52%。贷款利率的下行导致生息资产收益率下降3个基点, 而存款价格上涨导致负债成本上升9个基点。由于邮储银行的同业负债占比较低, 央行的货币宽松政策对该行的正面影响有限; 2) 存款环比减少0.5%, 主要由于揽储竞争加剧, 存款需求减少。贷存比环比增长2.1个百分点至51.7%, 但仍落后于同业; 3) 核心一级资本充足率/资本充足率环比下降36/46个基点至9.25%/12.98%。邮储银行计划发行800亿元人民币永续债, 而其A股IPO申请也已被中国证监会接收; 根据我们的测算, 这些措施完成后, 将能够提升该行资本充足率225个基点。

■ **估值偏低。** 邮储银行目前的估值为0.7倍2019年预测市帐率, 较行业平均值0.64倍高10%, 但较其自身历史平均值0.74倍低6%。股价提升的动力将可能来自营运效率的进一步改善、贷款占比的进一步提升以及A股IPO取得比市场预期更快的进展。邮储银行将于今天上午九点举行业绩发布会。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18A
营业收入(百万元人民币)	189,602	224,864	261,245
净利润(百万元人民币)	39,801	47,683	52,311
每股盈利(元人民币)	0.55	0.59	0.62
每股盈利变动(%)	-	6.2	4.7
市盈率(倍)	7.3	6.8	6.5
市帐率(倍)	0.94	0.85	0.77
股息率(%)	1.8	3.7	4.8
权益收益率(%)	12.9	13.1	12.3
不良贷款率(%)	0.87	0.75	0.86
拨备覆盖率(%)	272	325	347

资料来源: 公司、招银国际证券

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	363,827
3月平均流通量(百万港元)	105.51
52周内股价高/低(港元)	5.03/ 4.11
总股本(百万)	81,031

资料来源: 彭博

股东结构

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

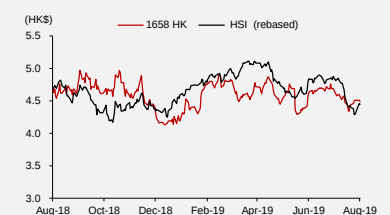
资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.8%	5.2%
3-月	1.3%	7.7%
6-月	-5.1%	1.9%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 罗兵咸永道

图 1: 邮储银行 2019 年上半年业绩概要

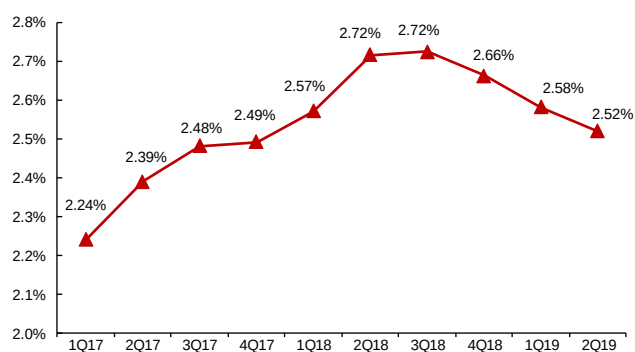
(百万元人民币)						
损益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	111,662	119,082	6.6%	58,424	59,953	2.6%
净手续费及佣金收入	7,682	9,339	21.6%	3,020	4,431	46.7%
经营收入	132,408	141,704	7.0%	69,169	73,230	5.9%
经营支出	(74,770)	(73,222)	-2.1%	(39,465)	(36,703)	-7.0%
拨备前利润	57,638	68,482	18.8%	29,704	36,527	23.0%
减值拨备	(23,371)	(27,693)	18.5%	(14,332)	(16,442)	14.7%
税前利润	34,267	40,789	19.0%	15,372	20,085	30.7%
所得税	(1,720)	(3,364)	95.6%	655	(1,209)	-284.6%
净利润	32,523	37,384	14.9%	16,018	18,864	17.8%

资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	4,276,865	4,701,673	9.9%	4,533,734	4,701,673	3.7%
存款总额	8,627,440	9,101,191	5.5%	9,142,684	9,101,191	-0.5%
总资产	9,516,211	10,067,175	5.8%	10,143,800	10,067,175	-0.8%
不良贷款余额	36,888	38,372	4.0%	37,658	38,372	1.9%

关键指标	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	2.64%	2.55%	-9bp	2.58%	2.52%	-6bp
净资产回报率	16.5%	17.2%	0.6ppt	17.0%	17.0%	-
不良贷款率	0.97%	0.82%	-15bp	0.83%	0.82%	-1bp
拨备覆盖率	269.8%	396.1%	126.3ppt	363.2%	396.1%	32.9ppt
贷存比	48.2%	51.7%	3.5ppt	49.6%	51.7%	2.1ppt
核心一级资本充足率	9.0%	9.3%	25bp	9.6%	9.3%	-36bp

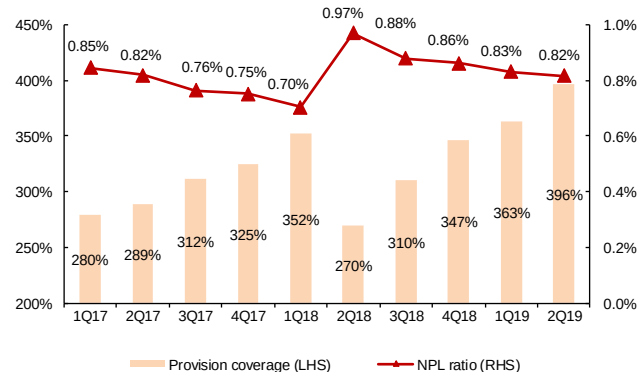
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 邮储银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 邮储银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



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。

招银国际证券投资评级

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

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风险。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，请与我们联络。

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。