

中國郵政儲蓄銀行 (1658 HK)

盈利增速位居大行之首

未評級

當前股價

HK\$ 4.49

概要: 8月20日, 郵儲銀行公佈2019年上半年業績, 淨利潤同比增長14.9%至374億元人民幣, 占市場一致預期全年淨利潤預測的67.2%。二季度撥備前利潤同比增長23.0%, 主要由於手續費收入、投資收益的強勁增長及經營效率的改善抵消了由於淨息差收窄帶來的淨利息收入增速放緩。單季度淨利潤同比增速由一季度的12.2%提升至二季度的17.8%, 遠高於其他大行。2019年上半年年化ROE因此同比回升0.6個百分點至17.2%。

■ **業績正面因素:** 1) 上半年淨手續費收入同比增長21.6%, 主要由結算清算及銀行卡收入拉動。郵儲銀行的非息收入佔比因此由2018年全年的10.4%提升至今年上半年的16%; 2) 成本控制得當, 經營開支同比減少2.1%, 成本收入比同比下降4.8個百分點。郵儲銀行一直致力於整合物理網點及提升代理網點的收入貢獻能力; 3) 平均生息資產結構改善, 貸款及證券投資佔比提升(環比分別增長3.7%及2.9%), 而對收益率較低的同業資產則進行了收縮(環比下降41.3%); 4) 資產質量保持良好, 不良貸款率環比微降1個基點至0.82%, 撥備覆蓋率則環比提升33個百分點至396%, 為所有全國性銀行中最高水平。

■ **業績負面因素:** 1) 二季度淨息差環比收窄6個基點至2.52%。貸款利率的下行導致生息資產收益率下降3個基點, 而存款價格上漲導致負債成本上升9個基點。由於郵儲銀行的同業負債佔比較低, 央行的貨幣寬鬆政策對該行的正面影響有限; 2) 存款環比減少0.5%, 主要由於攬儲競爭加劇, 存款需求減少。貸存比環比增長2.1個百分點至51.7%, 但仍落後於同業; 3) 核心一級資本充足率/資本充足率環比下降36/46個基點至9.25%/12.98%。郵儲銀行計畫發行800億元人民幣永續債, 而其A股IPO申請也已被中國證監會接收; 根據我們的測算, 這些措施完成後, 將能夠提升該行資本充足率225個基點。

■ **估值偏低。** 郵儲銀行目前的估值為0.7倍2019年預測市帳率, 較行業平均值0.64倍高10%, 但較其自身歷史平均值0.74倍低6%。股價提升的動力將可能來自營運效率的進一步改善、貸款佔比的進一步提升以及A股IPO取得比市場預期更快的進展。郵儲銀行將於今天上午九點舉行業績發佈會。

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(%)	-	6.2	4.7
市盈率(倍)	7.3	6.8	6.5
市帳率(倍)	0.94	0.85	0.77
股息率(%)	1.8	3.7	4.8
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(%)	272	325	347

資料來源: 公司、招銀國際證券

中國銀行業

孫明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元港元)	363,827
3月平均流通量(百萬元港元)	105.51
52周內股價高/低(港元)	5.03/ 4.11
總股本(百萬)	81,031

資料來源: 彭博

股東結構

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

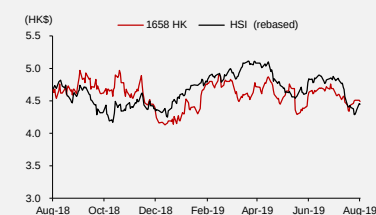
資料來源: 公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.8%	5.2%
3-月	1.3%	7.7%
6-月	-5.1%	1.9%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 羅兵咸永道

圖 1: 郵儲銀行 2019 年上半年業績概要

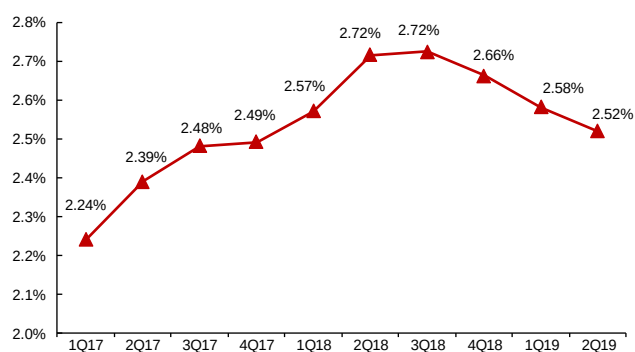
(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	111,662	119,082	6.6%	58,424	59,953	2.6%
淨手續費及佣金收入	7,682	9,339	21.6%	3,020	4,431	46.7%
經營收入	132,408	141,704	7.0%	69,169	73,230	5.9%
經營支出	(74,770)	(73,222)	-2.1%	(39,465)	(36,703)	-7.0%
撥備前利潤	57,638	68,482	18.8%	29,704	36,527	23.0%
減值撥備	(23,371)	(27,693)	18.5%	(14,332)	(16,442)	14.7%
稅前利潤	34,267	40,789	19.0%	15,372	20,085	30.7%
所得稅	(1,720)	(3,364)	95.6%	655	(1,209)	-284.6%
淨利潤	32,523	37,384	14.9%	16,018	18,864	17.8%

資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	4,276,865	4,701,673	9.9%	4,533,734	4,701,673	3.7%
存款總額	8,627,440	9,101,191	5.5%	9,142,684	9,101,191	-0.5%
總資產	9,516,211	10,067,175	5.8%	10,143,800	10,067,175	-0.8%
不良貸款餘額	36,888	38,372	4.0%	37,658	38,372	1.9%

關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	2.64%	2.55%	-9bp	2.58%	2.52%	-6bp
淨資產回報率	16.5%	17.2%	0.6ppt	17.0%	17.0%	-
不良貸款率	0.97%	0.82%	-15bp	0.83%	0.82%	-1bp
撥備覆蓋率	269.8%	396.1%	126.3ppt	363.2%	396.1%	32.9ppt
貸存比	48.2%	51.7%	3.5ppt	49.6%	51.7%	2.1ppt
核心一級資本充足率	9.0%	9.3%	25bp	9.6%	9.3%	-36bp

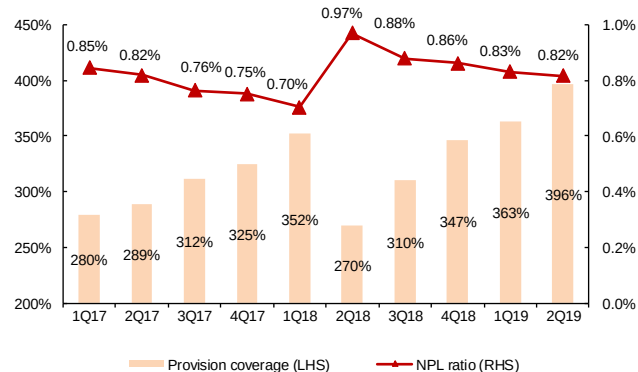
資料來源: 公司、招銀國際證券

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

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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

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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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資訊，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。