招銀國際證券 | 睿智投資 | 公司研究

招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

中國郵政儲蓄銀行（1658 HK）

優異的資產品質支持盈利擴張

受益於信貸成本的回落，郵儲銀行三季度淨利潤同比增長 13.5%（二季度為同比-28.1%），顯著超預期。年初至今的利潤下跌由上半年的同比-10.0%收窄至前三季度的同比-2.7%。在疫情衝擊下，郵儲表現出強大的風險抵禦能力。作為唯一以零售業務為戰略重心的國有銀行，當視窗指導力度減弱時，該行的盈利增速將優於同業，這將減小削減分紅率的可能性。由於海外業務佔比小，近期全球疫情加劇對該行業務影響有限。

- **業績亮點：1）三季度貸款環比增長 3.1%**，主要受零售貸款拉動。零售貸款佔比在三季末達到 56.5%。資產結構持續改善，貸款佔比提升，而收益率較低的同業資產和債券投資佔比下降。**2）資產品質保持優異**。三季度不良貸款生成率下降至 0.14%（環比下降 32bp），不良貸款率環比下降 1bp 至 0.88%，為全國性銀行中最低。撥備覆蓋率上升 3.1ppt 至 403.2%，僅次於招行。**3）三季度淨手續費收入增速提升，同比增長 27.1%**，或由強勁的銀行卡和代理業務費用拉動。**4）三季度核心一級 CAR 環比增長 34bp** 至 9.51%。
- **業績不足：1）三季度存款增長疲弱，環比僅增 1.4%**，可能由於該行主動清理高成本存款產品所致。**2）三季度淨息差環比下滑 2bp**，但下降速度明顯慢於二季度的 8bp。**3）三季度成本收入比同比上升 3.9ppt 至 59.8%**，或由科技投資增加所致。
- **維持買入評級和 4.80 港元目標價。**我們維持盈利預測不變，基於 0.71 倍目標市賬率及 2020 年預測每股淨資本 6.1 元人民幣，給與 4.80 港元目標價。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入 (百萬元人民幣)	261,245	277,116	300,576	322,860	354,119
淨利潤 (百萬元人民幣)	52,311	60,933	54,664	59,733	68,941
每股盈利 (元人民幣)	0.62	0.72	0.60	0.66	0.76
每股盈利變動 (%)	4.7	16.9	(16.3)	9.2	16.1
每股盈利市場預期 (元人民幣)	NA	NA	0.65	0.72	0.81
市盈率 (倍)	5.5	4.7	5.6	5.1	4.4
市帳率 (倍)	0.64	0.58	0.55	0.51	0.47
股息率 (%)	5.8	6.3	5.6	6.1	7.1
股權回報率 (%)	12.3	12.7	10.2	10.4	11.2
不良貸款率 (%)	0.86	0.86	0.94	0.98	0.96
撥備覆蓋率 (%)	347	389	410	422	447

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$ 4.80
(此前目標價	HK$ 4.80)
潛在升幅	+28.0%
當前股價	HK$ 3.75

中國銀行業

孫明，CFA
(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

公司資料

市值 (百萬港元)	425,134
3 月平均流通量 (百萬港元)	194
52 周內股價高/低 (港元)	5.44/3.02
總股本 (百萬)	**19,856(H)** 67,122(A)

資料來源：彭博

股東結構

中國郵政集團	65.2%
中國人壽	3.8%
中國電信	1.3%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	17.5%	11.7%
3-月	-14.0%	-13.7%
6-月	-17.8%	-18.3%

資料來源：彭博

股份表現

資料來源：彭博

審計師：普華永道

圖 1: 郵儲銀行業績概覽

(百萬元人民幣)

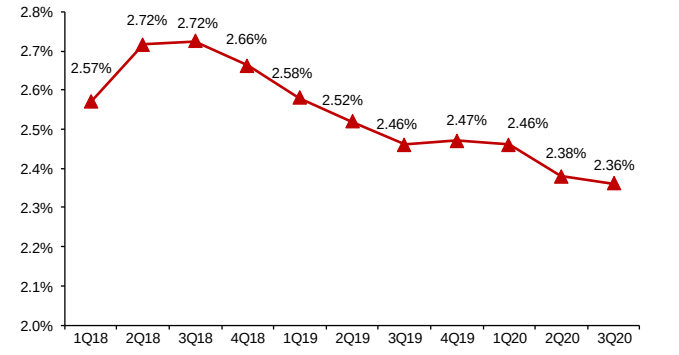
損益表	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY
淨利息收入	60,098	61,044	61,721	61,233	63,449	3.6%	5.6%
淨手續費及傭金收入	8,756	5,514	10,529	13,002	6,593	-49.3%	-24.7%
經營收入	68,854	66,558	72,250	74,235	70,042	-5.6%	1.7%
經營支出	(38,528)	(46,226)	(38,156)	(38,508)	(41,920)	8.9%	8.8%
撥備前利潤	30,326	20,332	34,094	35,727	28,122	-21.3%	-7.3%
減值撥備	(12,166)	(15,533)	(11,432)	(22,162)	(6,979)	-68.5%	-42.6%
稅前利潤	18,160	4,799	22,662	13,565	21,143	55.9%	16.4%
所得稅	(1,238)	1,893	(2,557)	3	(1,921)	NA	55.2%
淨利潤	16,907	6,645	20,094	13,564	19,186	41.4%	13.5%

資產負債表	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY
貸款總額	4,846,845	4,974,186	5,242,248	5,481,104	5,652,101	3.1%	16.6%
存款總額	9,165,526	9,314,066	9,762,687	9,866,583	10,006,331	1.4%	9.2%
總資產	10,110,524	10,216,706	10,798,624	10,966,186	11,133,942	1.5%	10.1%
不良貸款餘額 s	40,063	42,844	45,118	48,531	49,762	2.5%	24.2%
損失準備	156,057	166,124	174,042	193,610	199,877	3.2%	28.1%

Key ratio	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	QoQ	YoY
淨息差	2.46%	2.47%	2.46%	2.38%	2.36%	-2bp	-10bp
成本收入比	56.0%	69.5%	52.8%	51.9%	59.8%	8.0ppt	3.9ppt
資產回報率	0.75%	0.67%	0.26%	0.76%	0.50%	-0.3ppt	-0.2ppt
股本回報率	14.9%	5.5%	15.8%	10.5%	14.7%	4.2ppt	-0.2ppt
不良貸款率	0.83%	0.86%	0.86%	0.89%	0.88%	-1bp	5bp
撥備覆蓋率	391.1%	389.5%	387.3%	400.1%	403.2%	3.1ppt	12.1ppt
撥貸比	3.22%	3.34%	3.32%	3.53%	3.54%	0bp	32bp
貸存比	52.9%	53.4%	53.7%	55.6%	56.5%	0.9ppt	3.6ppt
核心一級資本充足率	9.6%	9.9%	9.6%	9.2%	9.5%	34bp	-4bp
一級資本充足率	10.6%	10.9%	12.0%	11.5%	11.8%	34bp	126bp
資本充足率	13.3%	13.5%	14.6%	14.0%	13.9%	-11bp	59bp

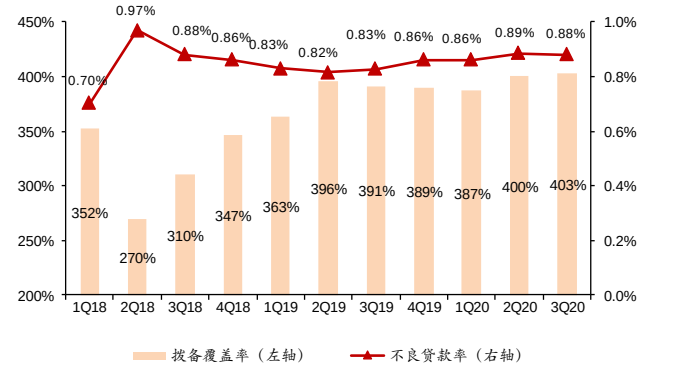
資料來源：公司、招銀國際證券

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

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
利息收入	360,166	388,238	422,444	460,082	504,022
利息支出	(126,044)	(148,014)	(161,442)	(179,320)	(195,092)
淨利息收入	234,122	240,224	261,001	280,762	308,930
淨手續費及傭金收入	14,434	17,085	17,939	19,733	21,706
其他	12,689	19,807	21,635	22,365	23,483
經營收入	261,245	277,116	300,576	322,860	354,119
經營支出	(152,324)	(157,976)	(165,710)	(179,339)	(194,835)
撥備前利潤	108,921	119,140	134,866	143,521	159,284
資產減值損失	(55,434)	(55,395)	(77,668)	(81,029)	(87,176)
經營利潤	53,487	63,745	57,197	62,492	72,108
非經營收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	53,487	63,745	57,197	62,492	72,108
所得稅費用	(1,103)	(2,709)	(2,431)	(2,656)	(3,064)
少數股東權益	(73)	(103)	(103)	(103)	(103)
淨利潤	52,311	60,933	54,664	59,733	68,941

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
存放中央銀行款項	1,155,444	1,110,921	1,210,443	1,312,896	1,424,057
同業資產	665,660	445,364	454,271	463,357	472,624
金融投資	3,729,149	3,984,138	4,109,544	4,174,755	4,274,528
貸款總額	4,276,865	4,974,186	5,720,314	6,578,361	7,433,548
減: 貸款減值準備	127,327	166,124	219,596	272,481	320,121
其他資產	(183,580)	(131,779)	(71,590)	(96,790)	(79,276)
總資產	9,516,211	10,216,706	11,203,385	12,160,098	13,205,35
向中央銀行借款	-	-	-	-	-
同業負債	248,929	171,706	197,462	227,081	261,143
存款總額	8,627,440	9,314,066	10,152,332	11,015,280	11,951,57
已發行債券	76,154	96,979	111,526	128,255	147,493
其他負債	88,375	89,076	82,542	89,128	96,273
總負債	9,040,898	9,671,827	10,543,862	11,459,744	12,456,48
股東總權益	474,404	543,867	658,512	699,342	747,859
其中: 永續債	-	-	79,989	79,989	79,989
其中: 優先股	47,869	47,869	47,869	47,869	47,869
少數股東權益	909	1,012	1,012	1,012	1,012
總權益	475,313	544,879	659,524	700,354	748,871

財務比率

年結: 12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
經營收入結構					
淨利息收入	90%	87%	87%	87%	87%
淨手續費及傭金收入	6%	6%	6%	6%	6%
其他	5%	7%	7%	7%	7%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	24.5%	2.6%	8.6%	7.6%	10.0%
淨手續費及傭金收入	13.3%	18.4%	5.0%	10.0%	10.0%
營業收入	16.2%	6.1%	8.5%	7.4%	9.7%
撥備前利潤	39.9%	9.4%	13.2%	6.4%	11.0%
淨利潤	9.7%	16.5%	-10.3%	9.3%	15.4%
貸款總額	17.8%	16.3%	15.0%	15.0%	13.0%
存款總額	7.0%	8.0%	9.0%	8.5%	8.5%
經營效率					
成本收入比	57.6%	56.3%	54.2%	54.5%	54.0%
資產品質					
不良貸款率	0.86%	0.86%	0.94%	0.98%	0.96%
撥備覆蓋率	347%	389%	410%	422%	447%
撥貸比	2.98%	3.34%	3.84%	4.14%	4.31%
信貸成本	1.09%	1.03%	1.30%	1.18%	1.08%
資本充足率					
核心一級資本充足率	9.8%	9.9%	9.6%	9.5%	9.4%
一級資本充足率	10.9%	10.9%	11.9%	11.6%	11.3%
資本充足率	13.8%	13.5%	14.6%	14.2%	13.9%
盈利能力					
淨息差	2.67%	2.50%	2.44%	2.40%	2.42%
平均權益回報率	12.3%	12.7%	10.2%	10.4%	11.2%
平均資產回報率	0.54%	0.59%	0.49%	0.49%	0.52%
平均風險資產回報率	1.14%	1.26%	1.00%	0.99%	1.05%
每股數據 (元人民幣)					
每股淨利潤	0.62	0.72	0.60	0.66	0.76
每股股息	0.19	0.21	0.19	0.21	0.24
每股帳面值	5.26	5.75	6.10	6.57	7.13

資料來源: 公司、招銀國際證券預測

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 ：招銀國際證券並未給予投資評級

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。而過去的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投資銀行相關業務聯繫。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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於接收此份報告的新加坡投資者

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。