

中國郵政儲蓄銀行 (601658 CH)

防禦性及成長性兼備

在新冠肺炎疫情爆發對銀行業經營環境帶來挑戰之際，我們認為郵儲銀行將表現出良好的防禦性。與此同時，廣泛的網點佈局和龐大的客戶資源能夠激發其利潤增長潛力。首次覆蓋給予“買入”評級。

- **扎實的負債基礎和持續優化的資產結構可鞏固 NIM 優勢。**郵儲銀行獨特的“自營+代理”模式使得吸儲成本低廉且穩定，存款餘額占負債比重超過 95%。2017 年以來銀行業存款競爭加劇，郵儲銀行相對五大行的 NIM 優勢進一步擴大。該行在同業市場是資金淨融出方，因而近期市場利率下行對其 NIM 造成一定壓力，但通過提升貸存比和增加高收益的消費類信貸配置給未來 NIM 擴張創造了空間。若央行下調存款基準利率，郵儲銀行將顯著受惠。根據我們的測算，定期和活期存款利率分別降低 10bp 和 5bp 可提升該行 NIM 和淨利潤 8.5bp 和 3.0%。
- **資產質量健康且潛在風險低。**郵儲銀行的核心資產質量指標十分優異，不良貸款率僅為 0.83%，撥備覆蓋率高達 391%，關注及逾期貸款率在可比同業中最低。我們認為該行健康的資產質量主要歸因於：1) 零售貸款占比達 54.3%，其中低風險的按揭貸款占比 61.5%；2) 經營歷史較短，過往信貸週期中的不良貸款遺留問題少；3) 對高風險行業的信貸敞口有限。因此，即便在疫情影響下，郵儲銀行也能保持低於同業的不良生成水平。
- **廣泛的客戶資源為利潤增長帶來潛力。**截至 1H19，郵儲銀行共有 39,680 個營業網點，其中包括 7,945 個自營網點和 31,735 個代理網點。零售客戶總數達 5.89 億（工商銀行為 6.27 億）。該行眾多的網點數量及龐大的客戶資源還未充分完成利潤轉化。提高網點服務能力、增強客戶滲透、強化科技應用將成為利潤增長的主要驅動力。該行 1H19 手續費收入僅占營收的 6.6%，也意味著中間業務存在巨大的提升空間。
- **首次覆蓋給予“買入”評級和人民幣 7.30 元目標價。**我們預計郵儲銀行 2019-2021 年淨利潤增速分別為 15.0%、12.8%、15.6%，淨利潤預測比市場預期高 1-4%。鑒於郵儲銀行顯著的零售優勢、較快的信貸及利潤增速、更具韌性的 NIM 以及較低的資產質量風險，該行應享有較五大行更高的估值溢價。我們的目標價為人民幣 7.30 元，相當於 2020 年 1.16 倍的預測 P/B。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬元人民幣)	224,864	261,245	277,358	300,541	328,354
淨利潤 (百萬元人民幣)	47,683	52,311	60,142	67,819	78,405
EPS (元人民幣)	0.59	0.62	0.69	0.75	0.87
EPS 變動 (%)	6.2	4.7	11.6	9.4	16.2
EPS 市場預期 (元人民幣)	NA	NA	0.71	0.78	0.87
P/E (倍)	9.4	8.9	8.0	7.3	6.3
P/B (倍)	1.17	1.05	0.96	0.87	0.79
股息率 (%)	2.7	3.5	3.8	4.2	4.9
ROE (%)	13.1	12.3	12.4	12.5	13.2
不良貸款率 (%)	0.75	0.86	0.85	0.93	0.95
撥備覆蓋率 (%)	325	347	394	391	409

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	RMB 7.30
潛在升幅	+32.5%
當前股價	RMB 5.51

中國銀行業

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

公司數據

市值 (百萬元人民幣)	457,517
3 月平均流通量 (百萬元人民幣)	NA
52 周內股價高/低 (元人民幣)	6.14/5.21
總股本 (百萬)	67,122 (A) 19,856 (H)

資料來源：彭博

股東結構

中國郵政集團	64.21%
中國人壽	3.84%
中國電信	1.28%

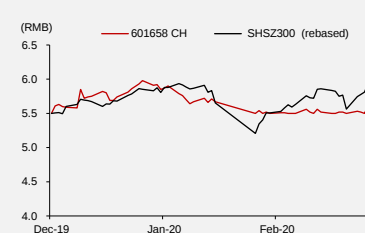
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.2%	-7.0%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

資料來源：彭博

股份表現

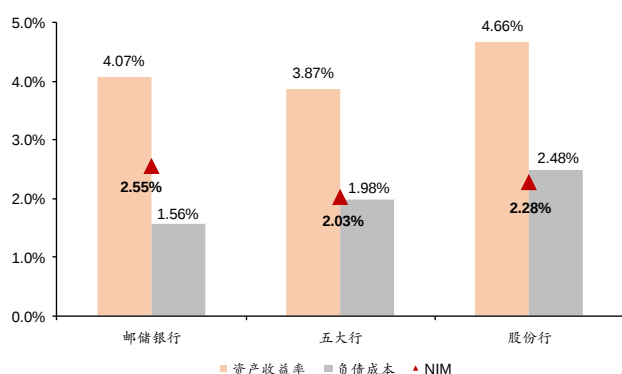


資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

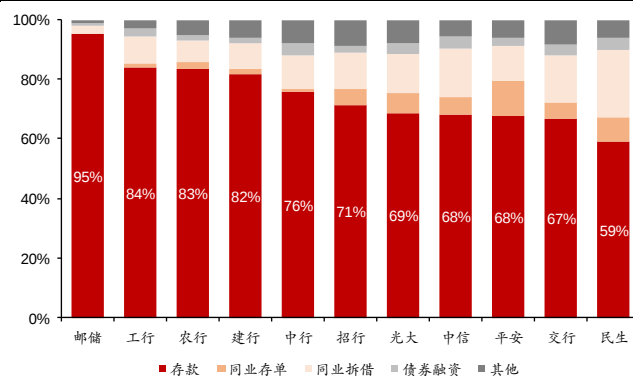
重點圖表

圖 1: 資產收益率、負債成本、NIM (1H19)



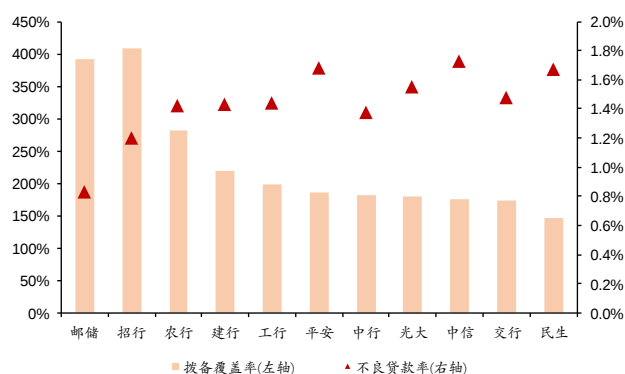
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 負債結構 (1H19)



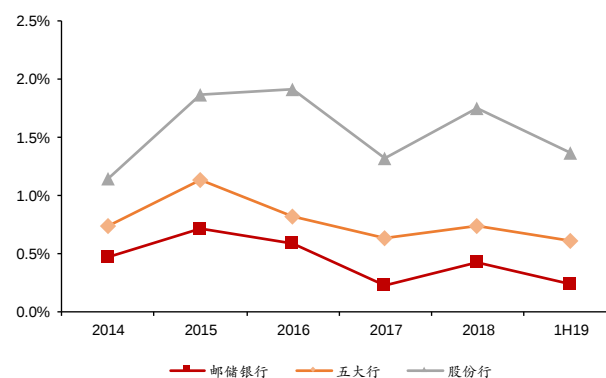
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 不良貸款率和撥備覆蓋率 (3Q19)



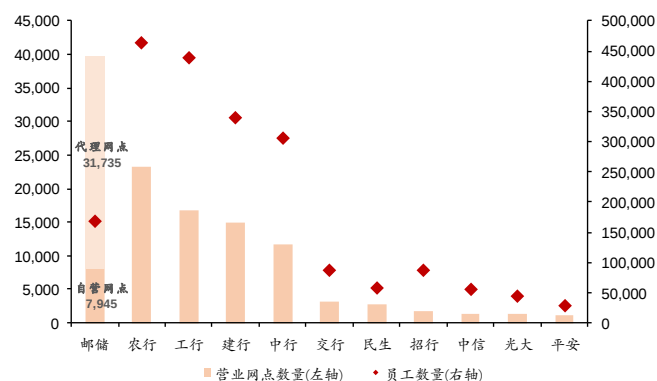
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 4: 不良貸款生成率



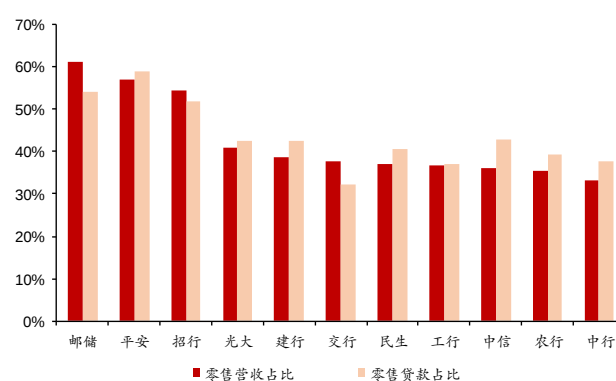
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 5: 營業網點和員工數量 (1H19)



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 6: 零售業務貢獻度 (1H19)



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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	305,285	360,166	385,514	419,136	459,243
利息支出	(117,170)	(126,044)	(146,098)	(161,421)	(178,982)
淨利息收入	188,115	234,122	239,416	257,715	280,260
淨手續費及傭金收入	12,737	14,434	16,599	19,919	23,504
其他	24,012	12,689	21,343	22,907	24,589
經營收入	224,864	261,245	277,358	300,541	328,354
經營支出	(147,016)	(152,324)	(154,419)	(163,936)	(174,525)
撥備前利潤	77,848	108,921	122,940	136,605	153,829
資產減值損失	(26,737)	(55,434)	(60,863)	(65,884)	(72,081)
經營利潤	51,111	53,487	62,077	70,721	81,748
非經營收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	51,111	53,487	62,077	70,721	81,748
所得稅費用	(3,402)	(1,103)	(1,862)	(2,829)	(3,270)
少數股東權益	(26)	(73)	(73)	(73)	(73)
淨利潤	47,683	52,311	60,142	67,819	78,405

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	1,364,392	1,155,444	1,249,957	1,355,961	1,470,976
同業資產	754,731	665,660	465,962	475,281	484,787
金融投資	3,167,033	3,387,487	3,623,737	3,749,662	3,880,623
貸款總額	3,630,135	4,276,865	4,961,163	5,655,726	6,447,528
減: 貸款減值準備	88,564	127,327	165,503	205,682	249,690
其他資產	184,824	158,082	216,102	264,592	290,168
總資產	9,012,551	9,516,211	10,351,419	11,295,541	12,324,392
向中央銀行借款	-	-	-	-	-
同業負債	237,214	248,929	264,701	304,406	350,067
存款總額	8,062,659	8,627,440	9,334,890	10,128,356	10,989,266
已發行債券	74,932	76,154	106,616	122,608	140,999
其他負債	206,389	88,375	95,134	102,710	110,934
總負債	8,581,194	9,040,898	9,801,341	10,658,080	11,591,266
股東總權益	430,973	474,404	549,169	636,551	732,216
其中: 永續債	-	-	-	40,000	80,000
其中: 優先股	47,846	47,869	47,869	47,869	47,869
少數股東權益	384	909	909	909	909
總權益	431,357	475,313	550,078	637,460	733,125

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	84%	90%	86%	86%	85%
淨手續費及傭金收入	6%	6%	6%	7%	7%
其他	11%	5%	8%	8%	7%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	19.4%	24.5%	2.3%	7.6%	8.7%
淨手續費及傭金收入	10.8%	13.3%	15.0%	20.0%	18.0%
營業收入	18.6%	16.2%	6.2%	8.4%	9.3%
撥備前利潤	30.1%	39.9%	12.9%	11.1%	12.6%
淨利潤	19.8%	9.7%	15.0%	12.8%	15.6%
貸款總額	20.6%	17.8%	16.0%	14.0%	14.0%
存款總額	10.7%	7.0%	8.2%	8.5%	8.5%

經營效率

成本收入比	64.6%	57.6%	54.8%	53.6%	52.1%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

資產質量

不良貸款率	0.75%	0.86%	0.85%	0.93%	0.95%
撥備覆蓋率	325%	347%	394%	391%	409%
撥貸比	2.44%	2.98%	3.34%	3.64%	3.87%
信貸成本	0.64%	1.09%	1.05%	1.00%	0.97%

資本充足率

核心一級資本充足率	8.6%	9.8%	10.4%	10.3%	10.3%
一級資本充足率	9.7%	10.9%	11.4%	12.0%	12.5%
資本充足率	12.5%	13.8%	14.0%	14.7%	15.3%

盈利能力

淨息差	2.40%	2.67%	2.50%	2.46%	2.44%
平均權益回報率	13.1%	12.3%	12.4%	12.5%	13.2%
平均資產回報率	0.55%	0.54%	0.58%	0.60%	0.64%
平均風險資產回報率	1.13%	1.14%	1.27%	1.30%	1.37%

每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	0.59	0.62	0.69	0.75	0.87
每股股息	0.15	0.19	0.21	0.23	0.27
每股賬面值	4.73	5.26	5.76	6.31	6.95

資料來源: 公司、招銀國際證券預測

圖 7: 主要財務指標同業比較 (3Q19)

淨利潤	工商銀行	建設銀行	農業銀行	中國銀行	交通銀行	郵儲銀行	招商銀行	中信銀行	民生銀行	光大銀行	平安銀行
9M19淨利潤 (百萬元人民幣)	251,712	225,344	180,671	159,579	60,147	54,288	77,239	40,752	45,529	31,399	23,621
同比	5.0%	5.2%	5.3%	4.1%	5.0%	16.2%	14.6%	10.7%	6.7%	13.1%	15.5%
3Q19淨利潤 (百萬元人民幣)	83,781	71,154	59,226	45,531	17,398	16,904	26,627	12,445	13,906	10,955	8,218
同比	5.8%	6.1%	6.1%	3.0%	5.2%	19.2%	17.7%	12.3%	6.4%	13.1%	16.0%
增速	工商銀行	建設銀行	農業銀行	中國銀行	交通銀行	郵儲銀行	招商銀行	中信銀行	民生銀行	光大銀行	平安銀行
同比 (3Q19 vs 3Q18)											
淨利息收入	5.4%	2.3%	1.0%	4.7%	5.1%	-3.3%	7.0%	11.2%	29.2%	26.2%	32.4%
淨手續費收入	4.8%	17.3%	1.2%	3.6%	11.0%	13.3%	17.3%	37.5%	3.0%	13.1%	63.7%
營業收入	6.7%	6.9%	-0.2%	12.7%	3.5%	7.4%	11.4%	21.3%	11.5%	17.0%	19.4%
營業支出	4.2%	9.5%	4.5%	15.5%	-4.4%	9.1%	23.8%	14.9%	4.2%	20.9%	20.0%
撥備前利潤	7.5%	6.0%	-2.3%	11.1%	9.0%	5.4%	5.9%	23.8%	15.3%	15.2%	19.1%
減值撥備	15.2%	7.3%	-14.9%	0.7%	14.7%	-3.2%	-11.3%	38.9%	28.8%	16.1%	21.8%
環比 (3Q19 vs 3Q18)											
總資產	1.5%	0.6%	3.7%	1.5%	0.5%	0.4%	1.6%	1.0%	-1.1%	1.6%	3.3%
貸款總額	2.4%	2.3%	2.8%	2.5%	1.5%	3.1%	3.2%	3.1%	4.0%	2.5%	3.3%
存款總額	1.0%	1.4%	1.1%	0.8%	-1.4%	0.7%	1.4%	0.4%	-0.3%	0.1%	-2.3%
不良貸款	-0.1%	1.0%	1.6%	0.3%	1.6%	4.4%	0.1%	3.1%	-0.6%	0.8%	3.4%
不良貸款率	-4bp	0bp	-1bp	-3bp	0bp	1bp	-4bp	0bp	-8bp	-3bp	0bp
撥備覆蓋率	6ppt	0ppt	3ppt	5ppt	1ppt	-5ppt	15ppt	10ppt	3ppt	1ppt	4ppt
信用成本	10bp	13bp	3bp	58bp	34bp	-40bp	-12bp	62bp	-11bp	-2bp	-14bp
淨息差	-6bp	2bp	1bp	1bp	0bp	-6bp	-12bp	2bp	15bp	3bp	-9bp
核心一級資本充足率	19bp	26bp	6bp	3bp	21bp	30bp	48bp	18bp	40bp	15bp	87bp
主要財務指標	工商銀行	建設銀行	農業銀行	中國銀行	交通銀行	郵儲銀行	招商銀行	中信銀行	民生銀行	光大銀行	平安銀行
盈利能力											
淨息差	2.21%	2.27%	2.12%	1.85%	1.56%	2.46%	2.57%	1.98%	2.02%	2.31%	2.62%
成本收入比	25.4%	26.8%	32.7%	36.6%	37.6%	56.0%	34.4%	27.2%	31.8%	32.3%	30.3%
ROA	1.11%	1.16%	0.97%	0.81%	0.70%	0.67%	1.47%	0.77%	0.88%	0.94%	0.90%
ROE	14.1%	14.1%	14.1%	11.4%	10.4%	14.9%	19.4%	11.7%	12.8%	14.4%	13.1%
資產質量											
不良貸款率	1.44%	1.43%	1.42%	1.37%	1.47%	0.83%	1.19%	1.72%	1.67%	1.54%	1.68%
不良貸款生成率	0.59%	0.81%	0.61%	0.58%	1.08%	0.76%	0.33%	1.34%	1.48%	1.36%	2.17%
信用成本	0.94%	0.96%	0.94%	0.85%	1.19%	1.02%	1.08%	2.15%	1.70%	1.56%	2.60%
撥備覆蓋率	198%	218%	281%	182%	174%	391%	409%	175%	146%	179%	186%
撥貸比	2.85%	3.10%	3.97%	2.50%	2.57%	3.22%	4.89%	3.01%	2.43%	2.77%	3.13%
資本及流動性											
核心一級資本充足率	12.9%	14.0%	11.2%	11.2%	11.1%	9.6%	11.9%	8.8%	9.3%	9.2%	9.8%
一級資本充足率	14.2%	14.5%	12.5%	13.0%	12.7%	10.6%	12.7%	9.5%	10.4%	11.1%	10.5%
資本充足率	16.7%	17.3%	16.1%	15.5%	14.9%	13.3%	15.4%	11.8%	13.3%	13.4%	13.4%
貸存比	71.3%	80.5%	71.2%	83.0%	86.1%	52.9%	93.1%	97.7%	96.2%	89.7%	93.0%

資料來源: 公司、招銀國際證券

估值概覽

圖 8: 同業估值概覽

公司名称	股份代码	市值(十亿)	股价	目标价	评级	P/B (x)		P/E (x)		股息率		ROE	
		(当地货币)	(当地货币)	(当地货币)		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
A股													
工商银行	601398 CH	1,874	5.41	7.80	买入	0.78	0.71	6.3	5.9	4.9%	5.1%	13.0%	12.6%
建设银行	601939 CH	1,427	6.63	9.40	买入	0.80	0.73	6.3	5.9	4.9%	5.1%	13.3%	12.8%
农业银行	601288 CH	1,205	3.50	5.10	买入	0.70	0.65	5.9	5.5	5.2%	5.5%	12.6%	12.2%
中国银行	601988 CH	996	3.63	5.00	买入	0.65	0.60	5.9	5.6	5.3%	5.5%	11.5%	11.1%
邮储银行	601658 CH	457	5.51	7.30	买入	0.96	0.87	8.0	7.3	3.8%	4.2%	12.4%	12.5%
中信银行	601998 CH	244	5.56	7.30	买入	0.62	0.57	5.8	5.1	4.6%	5.2%	11.1%	11.6%
光大银行	601818 CH	191	3.90	5.60	买入	0.65	0.59	5.7	5.1	4.6%	5.1%	11.9%	12.1%
平安银行	000001 CH	292	15.03	19.80	买入	1.07	0.97	9.8	9.3	1.5%	1.7%	11.1%	11.0%
交通银行	601328 CH	367	5.34	6.50	持有	0.57	0.53	5.3	5.0	5.9%	6.2%	11.3%	11.0%
民生银行	600016 CH	250	5.90	7.00	持有	0.58	0.53	4.9	4.6	6.2%	6.6%	12.3%	12.0%
招商银行	600036 CH	885	35.41	-	未评级	1.50	1.33	9.6	8.5	3.1%	3.6%	16.5%	16.6%
平均						0.83	0.76	6.6	6.2	4.7%	5.0%	12.9%	12.6%
H股													
工商银行	1398 HK	2,098	5.36	7.50	买入	0.69	0.63	5.6	5.3	5.5%	5.8%	13.0%	12.6%
建设银行	939 HK	1,598	6.35	9.10	买入	0.68	0.62	5.4	5.1	5.7%	6.0%	13.3%	12.8%
农业银行	1288 HK	1,349	3.18	4.70	买入	0.57	0.53	4.8	4.5	6.4%	6.8%	12.6%	12.2%
中国银行	3988 HK	1,115	3.09	4.60	买入	0.50	0.46	4.5	4.3	6.9%	7.3%	11.5%	11.1%
邮储银行	1658 HK	512	4.94	6.70	买入	0.77	0.70	6.4	5.9	4.7%	5.3%	12.4%	12.5%
中信银行	998 HK	273	4.09	5.90	买入	0.41	0.38	3.8	3.4	7.0%	7.9%	11.1%	11.6%
光大银行	6818 HK	213	3.13	4.90	买入	0.47	0.42	4.1	3.7	6.4%	7.1%	11.9%	12.1%
交通银行	3328 HK	411	5.04	6.20	持有	0.49	0.45	4.5	4.2	6.9%	7.3%	11.3%	11.0%
民生银行	1988 HK	280	5.53	6.30	持有	0.48	0.44	4.1	3.9	7.4%	7.9%	12.3%	12.0%
招商银行	3968 HK	991	37.75	-	未评级	1.43	1.27	9.2	8.2	3.3%	3.7%	16.6%	16.6%
平均						0.70	0.64	5.6	5.2	5.7%	6.1%	13.0%	12.7%

資料來源：彭博、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。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

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。

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編寫的報告。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。