

✦ 邮储银行 (1658 HK)

盈利增速提升，资产质量亮眼

- ✦ **营运效率提升及减税效应带动盈利加速增长。**邮储银行 2019 年首季净利润达到 185 亿元（人民币，下同），占市场一致预期全年盈利预测的 32.5%。净利润同比增速由 2018 年全年的 9.7% 提升至 12.2%，而一致预期对今年全年增速的预测为 8.8%。得益于收入端的稳健增长及成本收入比的下降，拨备前利润保持强劲增长，同比增速 14.4%。不过，减值拨备同比大幅增加 24.5%，一定程度上削弱了净利润增速，但部分被增加政府债投资导致的所得税同比下降 9.3% 所抵消。
- ✦ **业绩正面因素：1) 成本收入比**同比下降 2.5 个百分点至 53.3%，主要由于收入增速大于开支增速，显示邮储银行的营运效率有所改善；**2) 资产扩张速度**提升，环比增长 6.6%，主要来自贷款的稳健增长，公司贷款及零售贷款分别环比增长 6.9% 及 5.2%；**3) 存款增长强劲**，环比增速为 6.0%，主要由零售存款贡献，而这得益于该行广阔的网点布局；**4) 资产质量进一步改善**，不良贷款率环比下降 3 个基点至 0.83%（行业最低水平），拨备覆盖率则环比提升 16.4 个百分点至 363%（行业最高水平）。
- ✦ **业绩负面因素：1) 净息差环比收窄** 8 个基点，至 2.58%，可能是由于监管要求降低对小微及民营企业的贷款利率。此外，邮储还扩大了债券投资规模，主要投向政府债券，虽然具有减税效应，但收益率低于贷款。同时，同业资产环比提升 20%，可能是由于降准释放的额外资金，适度增加了同业拆借；**2) 资本充足情况有所减弱**，由于一季度放贷速度较快，核心一级资本充足率/资本充足率环比下降 16/32 个基点至 9.61%/13.44%。
- ✦ **估值依然较为吸引。**我们预期 2019 年一季度业绩将对邮储银行的股价表现产生正面影响。邮储目前的估值为 0.68 倍 2019 年预测市帐率，低于其历史平均的 0.79 倍及 H 股中国上市银行平均的 0.74 倍。我们认为，邮储应该较同业享有估值溢价，因为其具备更强的零售优势及更强的风险抵补能力来抵御宏观经济的下行风险。潜在催化剂包括货币政策边际性收紧、由信用成本下降带来的盈利增速进一步提升，以及市场一致预期上调全年盈利预测。

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 (%)	(8.9)	6.2	4.7
市帐率 (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
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 (%)	271.7	324.8	346.8

资料来源：公司及招银国际证券

未评级

当前股价 HK\$4.61

孙明, CFA

电话: (852) 3900 0836

邮件: terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	373,551
3月平均流通量(百万港元)	210.14
52周内股价高/低(港元)	5.64/4.11
总股本(百万)	81,031.0

资料来源: 彭博

股东结构

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

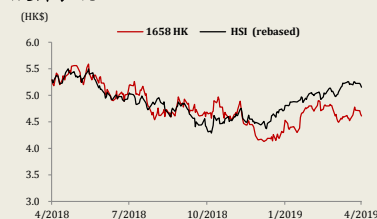
资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.1%	-4.4%
3-月	5.2%	-4.3%
6-月	-0.6%	-15.8%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

核数师: 罗兵咸永道

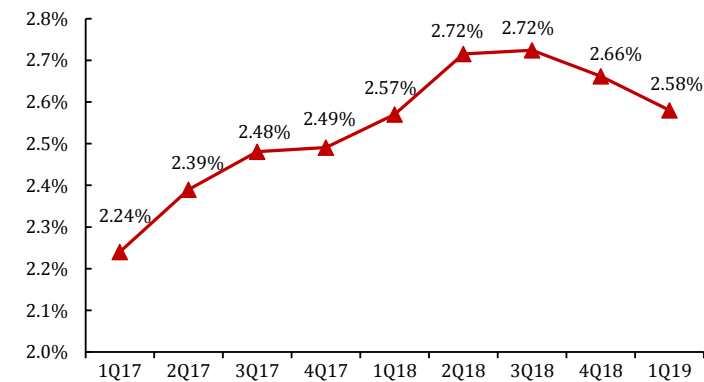
公司网站: www.psb.com

图1：邮储银行2019年一季度业绩概要

(百万元人民币)					
损益表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净利息收入	60,305	59,129	-2.0%	53,238	11.1%
净手续费及佣金收入	3,124	4,908	57.1%	4,662	5.3%
营业收入	64,722	68,474	5.8%	63,239	8.3%
营业支出	(42,224)	(36,519)	-13.5%	(35,305)	3.4%
拨备前利润	22,498	31,955	42.0%	27,934	14.4%
减值拨备	(19,490)	(11,251)	-42.3%	(9,039)	24.5%
经营利润	3,008	20,704	588.3%	18,895	9.6%
所得税	2,659	(2,155)	NA	(2,375)	-9.3%
净利润	5,601	18,520	230.7%	16,505	12.2%
资产负债表	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
贷款总额	4,276,865	4,533,734	6.0%	3,879,712	16.9%
客户存款	8,627,440	9,142,684	6.0%	8,441,162	8.3%
总资产	9,516,211	10,143,800	6.6%	9,227,353	9.9%
不良贷款余额	36,888	37,658	2.1%	27,281	38.0%
主要比率	4Q18	1Q19	QoQ	1Q18	YoY
净资产回报率	5.3%	17.0%	11.7ppt	16.9%	0.2ppt
不良贷款率	0.86%	0.83%	-3bp	0.70%	13bp
拨备覆盖率	346.8%	363.2%	16.4ppt	351.9%	11.2ppt
贷存比	49.6%	49.6%	0.0ppt	46.0%	3.6ppt
核心一级资本充足率	9.8%	9.6%	-16bp	8.9%	76bp

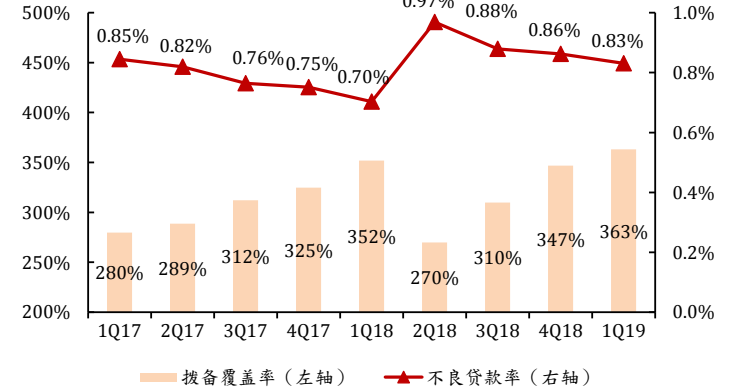
资料来源：公司、招银国际证券

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

利润表

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

资料来源：公司、招银国际证券

资产负债表

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

资料来源：公司、招银国际证券

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

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于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楼及46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作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上责任。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，请与我们联系。

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士。