

中国邮政储蓄银行 (601658 CH)

防御性及成长性兼备

在新冠肺炎疫情爆发对银行业经营环境带来挑战之际，我们认为邮储银行将表现出良好的防御性。与此同时，广泛的网点布局和庞大的客户资源能够激发其利润增长潜力。首次覆盖给予“买入”评级。

- **扎实的负债基础和持续优化的资产结构可巩固 NIM 优势。** 邮储银行独特的“自营+代理”模式使得吸储成本低廉且稳定，存款余额占负债比重超过 95%。2017 年以来银行业存款竞争加剧，邮储银行相对五大行的 NIM 优势进一步扩大。该行在同业市场是资金净融出方，因而近期市场利率下行对其 NIM 造成一定压力，但通过提升贷存比和增加高收益的消费类信贷配置给未来 NIM 扩张创造了空间。若央行下调存款基准利率，邮储银行将显著受惠。根据我们的测算，定期和活期存款利率分别降低 10bp 和 5bp 可提升该行 NIM 和净利润 8.5bp 和 3.0%。
- **资产质量健康且潜在风险低。** 邮储银行的核心资产质量指标十分优异，不良贷款率仅为 0.83%，拨备覆盖率高达 391%，关注及逾期贷款率在可比同业中最低。我们认为该行健康的资产质量主要归因于：1) 零售贷款占比达 54.3%，其中低风险的按揭贷款占比 61.5%；2) 经营历史较短，过往信贷周期中的不良贷款遗留问题少；3) 对高风险行业的信贷敞口有限。因此，即便在疫情影响下，邮储银行也能保持低于同业的不良生成水平。
- **广泛的客户资源为利润增长带来潜力。** 截至 1H19，邮储银行共有 39,680 个营业网点，其中包括 7,945 个自营网点和 31,735 个代理网点。零售客户总数达 5.89 亿（工商银行为 6.27 亿）。该行众多的网点数量及庞大的客户资源还未充分完成利润转化。提高网点服务能力、增强客户渗透、强化科技应用将成为利润增长的主要驱动力。该行 1H19 手续费收入仅占营收的 6.6%，也意味着中间业务存在巨大的提升空间。
- **首次覆盖给予“买入”评级和人民币 7.30 元目标价。** 我们预计邮储银行 2019-2021 年净利润增速分别为 15.0%、12.8%、15.6%，净利润预测比市场预期高 1-4%。鉴于邮储银行显著的零售优势、较快的信贷及利润增速、更具韧性的 NIM 以及较低的资产质量风险，该行应享有较五大行更高的估值溢价。我们的目标价为人民币 7.30 元，相当于 2020 年 1.16 倍的预测 P/B。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	224,864	261,245	277,358	300,541	328,354
净利润(百万元人民币)	47,683	52,311	60,142	67,819	78,405
EPS (元人民币)	0.59	0.62	0.69	0.75	0.87
EPS 变动 (%)	6.2	4.7	11.6	9.4	16.2
EPS 市场预期 (元人民币)	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
不良贷款率 (%)	0.75	0.86	0.85	0.93	0.95
拨备覆盖率 (%)	325	347	394	391	409

资料来源：公司、彭博、招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	RMB 7.30
潜在升幅	+32.5%
当前股价	RMB 5.51

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836

terrysun@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	457,517
3 月平均流通股(百万元人民币)	NA
52 周内股价高/低(元人民币)	6.14/5.21
总股本(百万)	67,122 (A)
	19,856 (H)

资料来源：彭博

股东结构

中国邮政集团	64.21%
中国人寿	3.84%
中国电信	1.28%

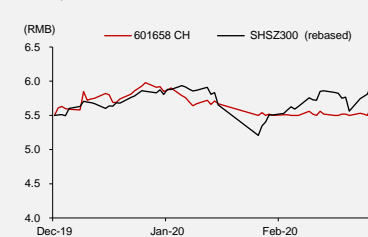
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.2%	-7.0%
3-月	NA	NA
6-月	NA	NA

资料来源：彭博

股份表现

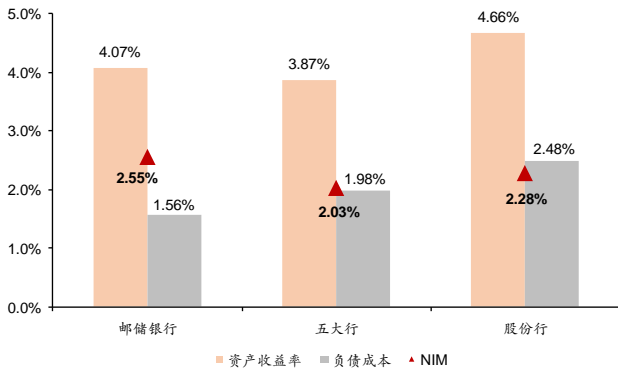


资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

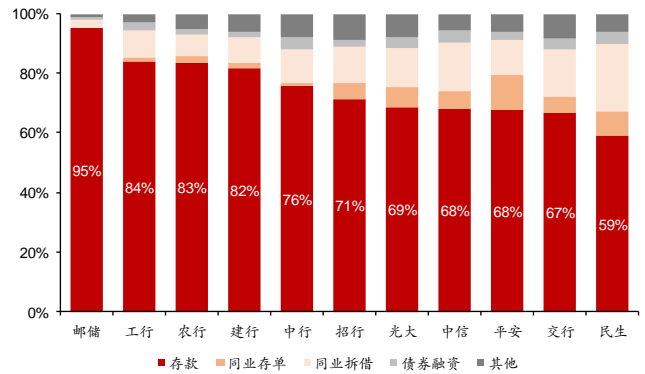
重点图表

图 1: 资产收益率、负债成本、NIM (1H19)



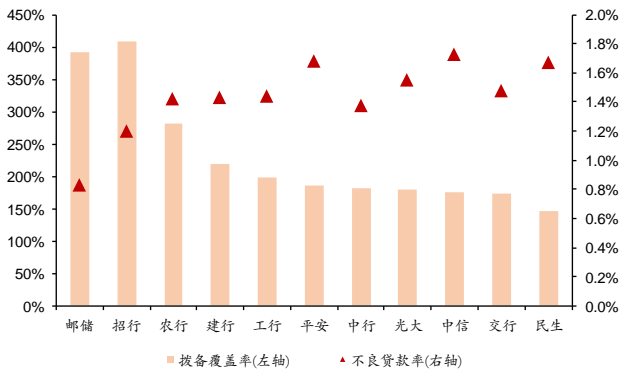
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 负债结构 (1H19)



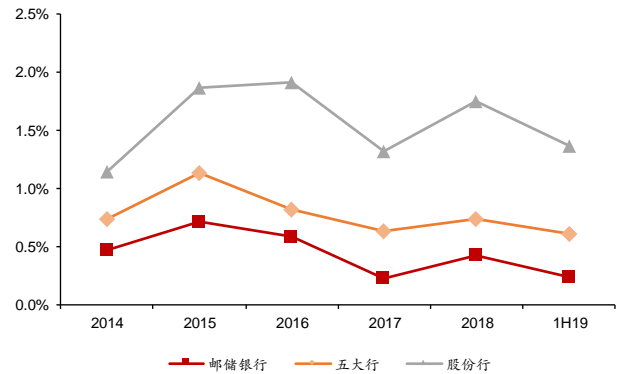
资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 不良贷款率和拨备覆盖率 (3Q19)



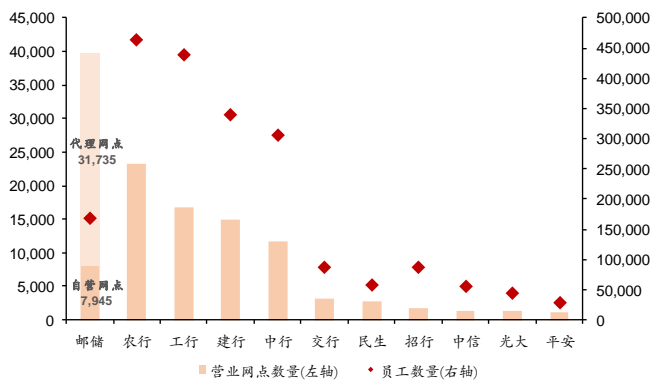
资料来源: 公司、招银国际证券

图 4: 不良贷款生成率



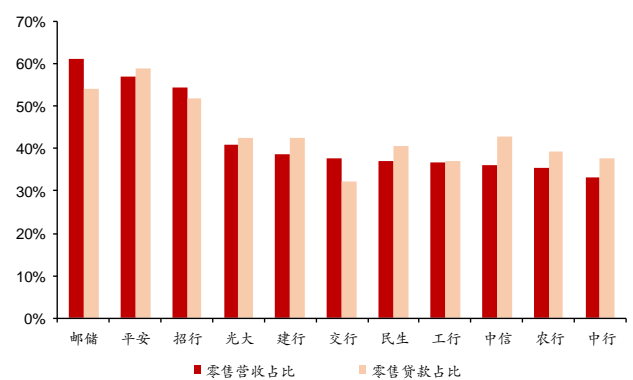
资料来源: 公司、招银国际证券

图 5: 营业网点和员工数量 (1H19)



资料来源: 公司、招银国际证券

图 6: 零售业务贡献度 (1H19)



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	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)
净利息收入	188,115	234,122	239,416	257,715	280,260
净手续费及佣金收入	12,737	14,434	16,599	19,919	23,504
其他	24,012	12,689	21,343	22,907	24,589
经营收入	224,864	261,245	277,358	300,541	328,354
经营支出	(147,016)	(152,324)	(154,419)	(163,936)	(174,525)
拨备前利润	77,848	108,921	122,940	136,605	153,829
资产减值损失	(26,737)	(55,434)	(60,863)	(65,884)	(72,081)
经营利润	51,111	53,487	62,077	70,721	81,748
非经营收入	-	-	-	-	-
税前利润	51,111	53,487	62,077	70,721	81,748
所得税费用	(3,402)	(1,103)	(1,862)	(2,829)	(3,270)
少数股东权益	(26)	(73)	(73)	(73)	(73)
净利润	47,683	52,311	60,142	67,819	78,405

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	1,364,392	1,155,444	1,249,957	1,355,961	1,470,976
同业资产	754,731	665,660	465,962	475,281	484,787
金融投资	3,167,033	3,387,487	3,623,737	3,749,662	3,880,623
贷款总额	3,630,135	4,276,865	4,961,163	5,655,726	6,447,528
减: 贷款减值准备	88,564	127,327	165,503	205,682	249,690
其他资产	184,824	158,082	216,102	264,592	290,168
总资产	9,012,551	9,516,211	10,351,419	11,295,541	12,324,392
向中央银行借款	-	-	-	-	-
同业负债	237,214	248,929	264,701	304,406	350,067
存款总额	8,062,659	8,627,440	9,334,890	10,128,356	10,989,266
已发行债券	74,932	76,154	106,616	122,608	140,999
其他负债	206,389	88,375	95,134	102,710	110,934
总负债	8,581,194	9,040,898	9,801,341	10,658,080	11,591,266
股东总权益	430,973	474,404	549,169	636,551	732,216
其中: 永续债	-	-	-	40,000	80,000
其中: 优先股	47,846	47,869	47,869	47,869	47,869
少数股东权益	384	909	909	909	909
总权益	431,357	475,313	550,078	637,460	733,125

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	84%	90%	86%	86%	85%
净手续费及佣金收入	6%	6%	6%	7%	7%
其他	11%	5%	8%	8%	7%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	19.4%	24.5%	2.3%	7.6%	8.7%
净手续费及佣金收入	10.8%	13.3%	15.0%	20.0%	18.0%
营业收入	18.6%	16.2%	6.2%	8.4%	9.3%
拨备前利润	30.1%	39.9%	12.9%	11.1%	12.6%
净利润	19.8%	9.7%	15.0%	12.8%	15.6%
贷款总额	20.6%	17.8%	16.0%	14.0%	14.0%
存款总额	10.7%	7.0%	8.2%	8.5%	8.5%
经营效率					
成本收入比	64.6%	57.6%	54.8%	53.6%	52.1%

资产质量

不良贷款率	0.75%	0.86%	0.85%	0.93%	0.95%
拨备覆盖率	325%	347%	394%	391%	409%
拨贷比	2.44%	2.98%	3.34%	3.64%	3.87%
信贷成本	0.64%	1.09%	1.05%	1.00%	0.97%

资本充足率

核心一级资本充足率	8.6%	9.8%	10.4%	10.3%	10.3%
一级资本充足率	9.7%	10.9%	11.4%	12.0%	12.5%
资本充足率	12.5%	13.8%	14.0%	14.7%	15.3%

盈利能力

净息差	2.40%	2.67%	2.50%	2.46%	2.44%
平均权益回报率	13.1%	12.3%	12.4%	12.5%	13.2%
平均资产回报率	0.55%	0.54%	0.58%	0.60%	0.64%
平均风险资产回报率	1.13%	1.14%	1.27%	1.30%	1.37%

每股数据 (元人民币)

每股净利润	0.59	0.62	0.69	0.75	0.87
每股股息	0.15	0.19	0.21	0.23	0.27
每股账面值	4.73	5.26	5.76	6.31	6.95

资料来源: 公司、招银国际证券预测

图 7: 主要财务指标同业比较 (3Q19)

净利润	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	招商银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行
9M19净利润 (百万元人民币)	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净利润 (百万元人民币)	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	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	招商银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行
同比 (3Q19 vs 3Q18)											
净利息收入	5.4%	2.3%	1.0%	4.7%	5.1%	-3.3%	7.0%	11.2%	29.2%	26.2%	32.4%
净手续费收入	4.8%	17.3%	1.2%	3.6%	11.0%	13.3%	17.3%	37.5%	3.0%	13.1%	63.7%
营业收入	6.7%	6.9%	-0.2%	12.7%	3.5%	7.4%	11.4%	21.3%	11.5%	17.0%	19.4%
营业支出	4.2%	9.5%	4.5%	15.5%	-4.4%	9.1%	23.8%	14.9%	4.2%	20.9%	20.0%
拨备前利润	7.5%	6.0%	-2.3%	11.1%	9.0%	5.4%	5.9%	23.8%	15.3%	15.2%	19.1%
减值拨备	15.2%	7.3%	-14.9%	0.7%	14.7%	-3.2%	-11.3%	38.9%	28.8%	16.1%	21.8%
环比 (3Q19 vs 3Q18)											
总资产	1.5%	0.6%	3.7%	1.5%	0.5%	0.4%	1.6%	1.0%	-1.1%	1.6%	3.3%
贷款总额	2.4%	2.3%	2.8%	2.5%	1.5%	3.1%	3.2%	3.1%	4.0%	2.5%	3.3%
存款总额	1.0%	1.4%	1.1%	0.8%	-1.4%	0.7%	1.4%	0.4%	-0.3%	0.1%	-2.3%
不良贷款	-0.1%	1.0%	1.6%	0.3%	1.6%	4.4%	0.1%	3.1%	-0.6%	0.8%	3.4%
不良贷款率	-4bp	0bp	-1bp	-3bp	0bp	1bp	-4bp	0bp	-8bp	-3bp	0bp
拨备覆盖率	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
净息差	-6bp	2bp	1bp	1bp	0bp	-6bp	-12bp	2bp	15bp	3bp	-9bp
核心一级资本充足率	19bp	26bp	6bp	3bp	21bp	30bp	48bp	18bp	40bp	15bp	87bp
主要财务指标	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行	邮储银行	招商银行	中信银行	民生银行	光大银行	平安银行
盈利能力											
净息差	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%
资产质量											
不良贷款率	1.44%	1.43%	1.42%	1.37%	1.47%	0.83%	1.19%	1.72%	1.67%	1.54%	1.68%
不良贷款生成率	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%
拨备覆盖率	198%	218%	281%	182%	174%	391%	409%	175%	146%	179%	186%
拨贷比	2.85%	3.10%	3.97%	2.50%	2.57%	3.22%	4.89%	3.01%	2.43%	2.77%	3.13%
资本及流动性											
核心一级资本充足率	12.9%	14.0%	11.2%	11.2%	11.1%	9.6%	11.9%	8.8%	9.3%	9.2%	9.8%
一级资本充足率	14.2%	14.5%	12.5%	13.0%	12.7%	10.6%	12.7%	9.5%	10.4%	11.1%	10.5%
资本充足率	16.7%	17.3%	16.1%	15.5%	14.9%	13.3%	15.4%	11.8%	13.3%	13.4%	13.4%
贷存比	71.3%	80.5%	71.2%	83.0%	86.1%	52.9%	93.1%	97.7%	96.2%	89.7%	93.0%

资料来源: 公司、招银国际证券

估值概覽

图 8: 同业估值概覽

公司名称	股份代码	市值(十亿) (当地货币)	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	评级	P/B (x)		P/E (x)		股息率		ROE	
						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%

资料来源: 彭博、招银国际证券预测

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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

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个月的潜在涨幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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投资银行相关业务联系。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。

对于接收此份报告的新加坡投资者

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。