

中國銀行 (3988 HK)

出售附屬公司拉動盈利增長

- ❖ **2017 年第一季度營業收入按年增長 5.21%。**今年首季，中行營業收入按年增長 5.2%，至 1,295 億元人民幣。營業收入的增長主要源自出售其附屬公司集友銀行，根據我們的計算，交易總作價為 684 億元人民幣。期內資產減值損失按年大幅增長 39.4%，拖累純利表現，按年僅微增 0.06%，至 466 億元人民幣。
- ❖ **淨息差逐步企穩。**2017 年首季，中行錄得淨息差 (NIM) 1.80%，按年下降 17 個基點，與此同時，淨利息收入也相應下降 1.17%，至 786 億元人民幣。與國內其他同業不同，中行的業績表現與海外市場氣氛更加緊密相關。我們預期至 2017 年底，該行的海外資產佔總資產比例將達到 28.0%。儘管我們並沒有見到 NIM 有明顯向好的跡象，但由於該行的海外業務佔比較高，以及中國貨幣政策逐步趨緊，我們預計公司的 NIM 將逐步企穩，2017 年至 2019 年分別為 1.72%、1.70% 及 1.67%。
- ❖ **維持審慎的財務政策。**截至 2017 年第一季末，中行的不良貸款率為 1.45%，按年上升 0.02 個百分點，但與 2016 年末的 1.46% 相比，則輕微下降 0.01 個百分點。我們認為該行的資產質量仍然面臨一定的考驗，預期 2017 年至 2019 年，不良貸款率將分別為 1.49%、1.51% 及 1.55%。我們對該指標的預測維持在較低的水平，主要由於該行核銷加速、預計將參與更多債轉股項目及推出更多不良資產證券化產品。在資產品質持續受壓這個大背景下，中行仍然堅持審慎的財務原則，2017 年首季撥備覆蓋率維持在 159.5% 的較高水平。儘管這樣犧牲了短期盈利，但中行為潛在風險和長期發展做了更加充分的準備。
- ❖ **國內貸款業務增速放緩。**一般而言，每年首季存量貸款的重新定價及發放新貸款將為銀行的全年信貸業務定下基調。在金融行業“去杠杆化”及國家對房地產行業進行嚴格調控的情況下，中行 2017 年首季的貸款餘額較 2016 年底增長 3.92%，至 10.4 萬億元人民幣；其中，境內人民幣貸款餘額為 7.7 萬億元人民幣，增速則由 2016 年第一季度的 4.18% 下降至 3.39%。我們預計中行全年貸款餘額增速將由 2016 年的 9.0%，下降至 2017 年的 6.9%。海外的信貸需求將成為主要推動力，但海外業務 NIM 較低，我們預計 2017 年約為 0.97%。我們預測 2017 年該行的淨利息收入將為人民幣 3,041 億元，按年輕微下跌 0.6%。
- ❖ **目標價 4.43 港元。**我們將對中行 2017 年及 2018 年的純利預測分別上調 2.5% 及 0.2%，至 1,652 億元人民幣及 1,691 億元人民幣。該行目前股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.60 倍，明顯低於同業平均水平。我們給予該行的最新目標價為 4.43 港元，相當於該行 2017 年預測市帳率的 0.72 倍，同時也是可比同業 2017 年預測市帳率的平均水平。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	473,912	485,656	482,886	502,888	523,424
淨利潤 (百萬元人民幣)	170,845	164,578	165,191	169,051	170,614
市帳率 (x)	0.71	0.65	0.60	0.56	0.52
股息率 (%)	5.35	5.12	5.14	5.26	5.31
權益收益率 (%)	13.97	12.12	11.25	10.68	10.05
不良貸款率 (%)	1.43	1.46	1.49	1.51	1.55
撥備覆蓋率 (%)	153.30	162.82	159.49	159.74	159.38

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.43
(此前目標價)	HK\$4.34
潛在升幅	+19.7%
當前股價	HK\$3.70

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值 (百萬元)	1,157,818
3 月平均流通量 (百萬元)	1,407.77
52 周內股價高/低 (港元)	4.08/2.9
總股本 (百萬元)	294,387.8

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	8.99%
BlackRock, Inc.	6.89%
JPMorgan Chase & Co.	5.93%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.3%	-2.2%
3-月	4.0%	-0.8%
6-月	7.0%	-1.0%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.boc.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	575,219	608,825	641,498
利息支出	(286,406)	(260,091)	(271,148)	(293,015)	(314,171)
淨利息收入	328,650	306,048	304,071	315,809	327,328
手續費及佣金收入	100,905	98,319	98,952	100,645	102,412
手續費及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(9,104)	(9,259)	(9,422)
淨手續費及佣金收入	92,410	88,664	89,849	91,386	92,990
其他淨收入	52,852	90,944	88,967	95,693	103,106
營業收入	473,912	485,656	482,886	502,888	523,424
營業費用	(185,401)	(175,069)	(169,493)	(175,005)	(177,441)
扣除減值損失前的營業利潤	288,511	310,587	313,393	327,883	345,983
資產減值損失	(59,274)	(89,072)	(70,784)	(79,262)	(94,558)
營業利潤	229,237	221,515	242,610	248,620	251,425
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,334	897	1,373	1,589	1,958
稅前利潤	231,571	222,412	243,983	250,209	253,383
所得稅費用	(52,154)	(38,361)	(54,896)	(56,297)	(57,011)
年度利潤	179,417	184,051	189,086	193,912	196,372
非控制性權益	(8,572)	(19,473)	(23,895)	(24,861)	(25,758)
淨利潤	170,845	164,578	165,191	169,051	170,614

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金及存放同業	654,378	659,982	674,182	686,543	699,589
存放中央銀行	2,196,063	2,271,640	2,354,105	2,516,120	2,651,350
拆放同業	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投資	3,595,095	3,972,884	4,587,551	5,369,507	6,358,312
客戶貸款和墊款淨額	8,935,195	9,735,646	10,405,778	11,011,848	11,814,227
其他	1,008,018	914,689	933,476	1,017,119	1,158,408
總資產	16,815,597	18,148,889	19,638,247	21,352,608	23,508,504
同業存入	1,764,320	1,420,527	1,548,374	1,687,728	1,839,624
對中央銀行負債	415,709	867,094	1,083,868	1,300,641	1,495,737
客戶存款	11,729,171	12,939,748	13,803,653	14,866,954	15,826,030
發行債券	282,929	362,318	418,510	438,503	471,183
其他	1,265,863	1,072,110	1,176,314	1,329,720	2,024,821
總負債	15,457,992	16,661,797	18,030,719	19,623,546	21,657,394
本行股東應享權益	1,304,946	1,411,682	1,525,331	1,639,878	1,754,791
非控制性權益	52,659	75,410	82,197	89,184	96,318
總權益	1,357,605	1,487,092	1,607,528	1,729,061	1,851,109

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
淨利息收入	69.3%	63.0%	63.0%	62.8%	62.5%
淨手續費及佣金收入	19.5%	18.3%	18.6%	18.2%	17.8%
其他淨收入	11.2%	18.7%	18.4%	19.0%	19.7%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
利息收入	2.1%	-8.0%	1.6%	5.8%	5.4%
利息支出	1.7%	-9.2%	4.3%	8.1%	7.2%
淨利息收入	2.4%	-6.9%	-0.6%	3.9%	3.6%
淨手續費及佣金收入	1.3%	-4.1%	1.3%	1.7%	1.8%
其他淨收入	20.2%	72.1%	-2.2%	7.6%	7.7%
營業收入	3.9%	2.5%	-0.6%	4.1%	4.1%
扣除減值損失前的營業利潤	3.6%	7.7%	0.9%	4.6%	5.5%
稅前利潤	0.0%	-4.0%	9.7%	2.6%	1.3%
淨利潤	0.7%	-3.7%	0.4%	2.3%	0.9%
資產質量					
不良貸款率	1.43%	1.46%	1.49%	1.51%	1.55%
不良貸款撥備覆蓋率	153.30%	162.82%	159.49%	159.74%	159.38%
信貸成本	0.63%	0.91%	0.66%	0.70%	0.79%
資本充足率					
核心一級資本充足率	9.99%	10.34%	10.96%	11.23%	11.12%
一級資本充足率	10.86%	11.17%	11.75%	11.98%	11.81%
資本充足率	12.84%	13.19%	13.69%	13.87%	13.62%
回報率					
平均總資產回報率	13.97%	12.12%	11.25%	10.68%	10.05%
淨資產收益率	1.07%	0.94%	0.87%	0.82%	0.76%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	0.56	0.54	0.56	0.57	0.58
每股股息（元人民幣）	0.175	0.168	0.169	0.173	0.174
每股賬面值（元人民幣）	4.61	5.05	5.46	5.87	6.29

來源：公司及招銀國際研究部預測

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。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。