

中國建設銀行 (939 HK)

淨息差及資產質量改善，撥備前利潤增速亮眼

- ❖ **2017年業績表現符合預期，撥備前利潤表現出色。**2017年，建行全年純利達到2,423億元人民幣，按年增長4.7%，符合我們的預期。盈利能力回升明顯，撥備前利潤按年增速為10.0%，達到4,270億元人民幣，主要是受到淨息差擴張和成本收入比下降的帶動。建行持續展現出良好的成本控制能力，成本收入比按年下降36個基點，至27.15%。
- ❖ **淨息差持續改善。**建行2017年淨息差為2.21%，按年上升一個基點，但下半年較上半年大幅反彈7個基點，同時單季淨息差按季均有回升。息差的改善這主要是由於建行在貸款端的定價優勢，以及在資產負債端的結構性優化。2017年下半年，貸款收益率環比增長25個基點，最主要由個人貸款利率的提升所帶動。建行持續保持著對個貸的重點投放，年末餘額按年增長40.3%，其中按揭貸款/信用卡貸款/個人消費貸款增速分別為17.5%/27.5%/156.7%。此次，付息負債端結構也有所優化，活期存款占日均付息負債比例由2017年上半年的43.9%改善至下半年的45.0%，存款付息率環比下降2個基點，不過由於發行債券利息有所上升，下半年整體付息負債率環比微升2個基點。展望2018年，在偏緊的市場流動性下，付息負債端的成本及存款的增長仍面臨一定壓力，不過建行在資產端的定價能力及其持續在個人貸款及普惠金融方面的投放將有利於息差的持續改善。
- ❖ **資產質量逐步向好，撥備政策仍然維持審慎。**2017年，建行不良貸款率逐季改善，每季末降低一個基點，至2017年末達到1.49%；不良貸款餘額增速也逐季放緩。不良生成率全年下降14個基點至0.66%，顯示資產質量整體平穩向好。不良貸款/90天以上逾期貸款比例達到171.0%，按年大幅上升24.4個百分點，對不良的確認進一步嚴格。年末撥備覆蓋率為171.08%，同比/環比分別上升20.7個百分點/5個百分點，撥備比重回2.5%以上，達到2.55%。儘管資產質量逐步改善，但建行仍然保持了較強的計提力度，全年/4Q17貸款減值增幅分別為37.7%/39.3%。未來我們認為在保持審慎的基礎上，建行的計提減值增速將有所下降，釋放一定盈利空間。
- ❖ **核心一級資本充足率居大行之首。**2017年末，建行的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率分別為13.09%/13.71%/15.50%，特別是核心一級資本充足率回升幅度明顯，環比/同比回升25個基點/11個基點，資本實力鞏固。
- ❖ **維持買入評級。**現時，建行的股價相當於2018年預測市帳率的0.89倍。基於對資產負債表增速的調整，我們將對建行2018年及2019年的純利預測輕微下調至2,602億元人民幣和2,840億元人民幣。目標價維持9.70港元，相當於公司2018年預測市帳率的1.08倍。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入(百萬元人民幣)	586,687	559,860	594,031	646,337	695,988
淨利潤	228,145	231,460	242,264	260,167	284,016
每股盈利(元人民幣)	0.91	0.92	0.96	1.04	1.13
每股盈利變動(%)	0.14	0.99	4.70	7.42	9.20
市帳率(x)	1.19	1.08	0.99	0.89	0.80
市盈率(x)	7.40	7.33	7.00	6.52	5.97
股息率(%)	4.06	4.12	4.31	4.58	5.00
權益收益率(%)	17.05	15.38	14.44	13.88	13.67
不良貸款率(%)	1.58	1.52	1.49	1.44	1.40
撥備覆蓋率(%)	150.99	150.36	171.08	200.05	228.70

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入(維持)

目標價	HK\$9.70
(此前目標價)	HK\$9.70
潛在升幅	+20.6%
當前股價	HK\$8.04

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元港幣)	2,021,805
3月平均流通量(百萬元港幣)	4,112.41
52周內股價高/低(港元)	9.39/5.91
總股本(百萬元)	250,011.0

資料來源：彭博

股東結構(H股)

匯金公司	59.31%
------	--------

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.1%	-0.6%
3-月	16.2%	11.7%
6-月	26.9%	13.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道

公司網站：www.ccb.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
利息收入	770,559	696,637	750,154	814,015	882,422
利息支出	(312,807)	(278,838)	(297,698)	(317,938)	(343,888)
淨利息收入	457,752	417,799	452,456	496,077	538,534
手續費及佣金收入	121,404	127,863	131,322	136,635	144,408
手續費及佣金支出	(7,874)	(9,354)	(13,524)	(13,663)	(14,441)
淨手續費及佣金收入	113,530	118,509	117,798	122,971	129,967
其他淨收益和收入	15,405	23,552	23,777	27,288	27,487
營業收入	586,687	559,860	594,031	646,337	695,988
營業費用	(194,826)	(171,515)	(167,043)	(180,974)	(194,181)
扣除減值損失前的營業利潤	391,861	388,345	426,988	465,362	501,807
資產減值損失	(93,639)	(93,204)	(127,362)	(143,481)	(150,227)
營業利潤	298,222	295,141	299,626	321,881	351,580
聯營企業及合營企業投資淨收益	275	69	161	172	189
稅前利潤	298,497	295,210	299,787	322,053	351,769
所得稅費用	(69,611)	(62,821)	(56,172)	(60,224)	(65,781)
年度利潤	228,886	232,389	243,615	261,829	285,988
非控制性權益	(741)	(929)	(1,351)	(1,662)	(1,972)
淨利潤	228,145	231,460	242,264	260,167	284,016

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	2017	2018E	2019E
現金及存放中央銀行款項	2,401,544	2,849,261	2,988,256	2,812,342	2,959,110
存放同業款項	352,966	494,618	175,005	166,255	164,592
拆出資金	310,779	260,670	325,233	343,121	353,414
金融投資	4,271,406	5,068,584	5,181,648	5,402,036	5,671,602
客戶貸款和墊款淨額	10,234,523	11,488,355	12,574,473	13,664,024	14,872,059
其他	778,271	802,217	879,768	948,165	1,011,737
總資產	18,349,489	20,963,705	22,124,383	23,335,943	25,032,515
向中央銀行借款	42,048	439,339	547,287	585,597	614,877
同業及其他金融機構存放款項	1,439,395	1,612,995	1,336,995	1,230,035	1,266,936
拆入資金	321,712	322,546	383,639	400,903	427,763
客戶存款	13,668,533	15,402,915	16,363,754	17,327,569	18,549,000
已發行債務證券	415,544	451,554	596,526	668,109	768,325
其他	1,017,174	1,144,702	1,100,355	1,135,520	1,196,824
總負債	16,904,406	19,374,051	20,328,556	21,347,734	22,823,725
本行股東應享權益	1,434,020	1,576,500	1,779,760	1,969,411	2,187,171
非控制性權益	11,063	13,154	16,067	18,798	21,618
總權益	1,445,083	1,589,654	1,795,827	1,988,209	2,208,789

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	78.0%	74.6%	76.2%	76.8%	77.4%
净手续费及佣金收入	19.4%	21.2%	19.8%	19.0%	18.7%
其他净收益和收入	2.6%	4.2%	4.0%	4.2%	3.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	4.3%	-9.6%	7.7%	8.5%	8.4%
利息支出	3.7%	-10.9%	6.8%	6.8%	8.2%
净利息收入	4.7%	-8.7%	8.3%	9.6%	8.6%
净手续费及佣金收入	4.6%	4.4%	-0.6%	4.4%	5.7%
其他净收益和收入	299.5%	-45.5%	1.0%	14.8%	0.7%
营业收入	5.4%	-4.6%	6.1%	8.8%	7.7%
扣除减值损失前的营业利润	8.6%	-0.9%	10.0%	9.0%	7.8%
税前利润	-0.2%	-1.1%	1.6%	7.4%	9.2%
净利润	0.1%	1.5%	4.7%	7.4%	9.2%
资产质量					
不良贷款率	1.58%	1.52%	1.49%	1.44%	1.40%
不良贷款拨备覆盖率	150.99%	150.36%	171.08%	200.05%	228.70%
资本充足率					
核心一级资本充足率	11.02%	10.89%	11.31%	12.06%	12.49%
一级资本充足率	11.17%	11.03%	11.84%	12.57%	12.96%
资本充足率	12.91%	12.54%	13.40%	14.76%	15.43%
回报率					
平均净资产收益率	17.05%	15.38%	14.44%	13.88%	13.67%
平均总资产收益率	1.30%	1.18%	1.12%	1.14%	1.17%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.91	0.92	0.96	1.04	1.13
每股股息（元人民币）	0.274	0.278	0.291	0.309	0.338
每股账面值（元人民币）	5.66	6.23	6.80	7.56	8.43

来源：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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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&46 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，并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，并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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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。