

中國銀行 (3988 HK)

2017 年上半年取得“雙增”

- ❖ **淨利息收入與淨佣金手續費收入“雙增”**。隨著市場流動性的收緊和人民幣貸款需求的復蘇，我們認為中國大型銀行的淨利息收入正在回升。中國銀行也不例外，2017 年上半年錄得淨利息收入 1,650 億元人民幣，按年增長 6.6%。此外，淨手續費和佣金收入同樣按年增長 2.8%，至 492 億元人民幣。不過，營業收入卻按年倒退 5.4%，至 2,484 億元人民幣，主要由於 2016 年上半年出售南洋商業銀行導致當期基數較高。
- ❖ **純利錄得兩位數增幅，但撥備覆蓋率下降，核銷大幅增加**。就在市場對大型銀行單位數的純利增幅習以為常時，2017 年上半年中行卻交出了兩位數增幅的答卷，純利按年增長 11.5%，至 1,037 億元人民幣。除了與營業收入有關外，純利的增長與該行的資產質量也密切相關。與 2016 年年末相比，中行今年上半年的不良貸款率下降了 8 個基點，至 1.38%，而撥備覆蓋率同樣下降 10.3 個百分點，至 152.5%。再加上 404 億元人民幣的核銷，中行的資產減值損失按年大幅下降 46.0%，進一步促成了雙位數的純利增幅。海外業務一直以來是中行特色，今年上半年佔該行總資產和總貸款的比重分別達到 26.8% 及 22.3%，同時保持著 0.18% 的極低的不良貸款率。我們預計，2017 年至 2019 年，中國銀行的不良貸款率將分別達到 1.43%、1.46% 和 1.49%，撥備覆蓋率分別為 159.5%、157.2% 和 156.5%。此外，我們預計同期的純利將分別達到 1,784 億元人民幣、1,877 億元人民幣和 1,988 億元人民幣，年複合增長率為 5.6%。
- ❖ **淨息差按季持續改善，但 2017 年全年或未能持續向好**。2017 年上半年，中行的淨息差按年輕微下跌 6 個基點，至 1.84%。儘管淨息差從 2016 年第三季度的 1.74% 持續改善至 2017 年第二季度的 1.88%，但這一趨勢未必能夠延續。截至上半年末，中行存款達到 13.7 萬億元人民幣，但佔總負債的比例卻較 2016 年末下降 1 個百分點，至 76.7%。我們認為 2017 年下半年中行可能面臨資金成本方面的一定壓力，特別是由於季節性因素，銀行間對存款的競爭將更為激烈。我們預計 2017 年中行的淨息差為 1.80%，按年微降 3 個基點，2018 年和 2019 年分別達到 1.78% 和 1.81%。同時，我們預計淨利息收入將分別達到 3,297 億元人民幣、3,517 億元人民幣和 3,848 億元人民幣，年複合增長率 8.0%。
- ❖ **目標價 4.65 港元，維持買入評級**。目前中行的股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.73 倍和 2018 年預測市帳率的 0.67 倍。現時的估值明顯落後於同業平均水平。我們給予該行的新目標價 4.65 港元，相當於其 2018 年預測市帳率的 0.75 倍，同時也是可比同業的 2018 年平均預測市帳率。計入我們預測的 2018 年每股股息 0.192 元人民幣，中行的潛在回報達到 18.0%。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	484,892	513,230	553,797
淨利潤 (百萬元人民幣)	170,845	164,578	178,386	187,695	198,759
市帳率 (x)	0.87	0.80	0.73	0.67	0.61
市盈率 (x)	6.29	6.56	5.86	5.57	5.26
股息率 (%)	4.94	4.73	5.14	5.41	5.74
權益收益率 (%)	13.97	12.12	12.09	11.71	11.45
不良貸款率 (%)	1.43	1.46	1.43	1.46	1.49
撥備覆蓋率 (%)	153.30	162.82	159.45	157.21	156.50

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$4.65
(此前目標價)	HK\$4.43
潛在升幅	+12.6%
當前股價	HK\$4.13

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)	1,413,311
3 月平均流通量 (百萬元)	1,339.38
52 周內股價高/低 (港元)	4.18/3.32
總股本 (百萬)	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.	6.98%

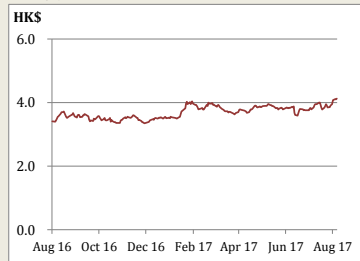
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	8.2%	5.1%
3-月	5.1%	-2.8%
6-月	4.3%	-10.8%

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	605,898	651,792	706,407
利息支出	(286,406)	(260,091)	(276,204)	(300,066)	(321,608)
淨利息收入	328,650	306,048	329,694	351,726	384,800
手續費及佣金收入	100,905	98,319	102,235	104,036	106,896
手續費及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(9,610)	(9,571)	(9,834)
淨手續費及佣金收入	92,410	88,664	92,625	94,465	97,062
其他淨收入	52,852	90,944	62,573	67,039	71,935
營業收入	473,912	485,656	484,892	513,230	553,797
營業費用	(185,401)	(175,069)	(168,742)	(171,932)	(181,645)
扣除減值損失前的營業利潤	288,511	310,587	316,149	341,298	372,151
資產減值損失	(59,274)	(89,072)	(68,178)	(76,266)	(90,963)
營業利潤	229,237	221,515	247,971	265,032	281,189
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,334	897	1,373	1,589	1,758
稅前利潤	231,571	222,412	249,344	266,621	282,947
所得稅費用	(52,154)	(38,361)	(56,102)	(59,990)	(63,663)
年度利潤	179,417	184,051	193,242	206,631	219,284
非控制性權益	(8,572)	(19,473)	(14,856)	(18,936)	(20,525)
淨利潤	170,845	164,578	178,386	187,695	198,759

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	2,356,077	2,488,313	2,592,606
拆放同業	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投資	3,595,095	3,972,884	4,304,221	5,001,178	5,879,484
客戶貸款和墊款淨額	8,935,195	9,735,646	10,743,673	11,348,185	12,148,667
其他	1,008,018	914,689	933,479	1,017,112	1,158,637
總資產	16,815,597	18,148,889	19,694,787	21,292,801	23,305,601
同業存入	1,764,320	1,420,527	1,562,580	1,718,838	1,856,345
對中央銀行負債	415,709	867,094	1,092,538	1,311,046	1,533,924
客戶存款	11,729,171	12,939,748	13,814,605	14,712,475	15,499,674
發行債券	282,929	362,318	424,543	458,688	486,159
其他	1,265,863	1,072,110	1,179,341	1,333,293	2,029,037
總負債	15,457,992	16,661,797	18,073,608	19,534,340	21,405,138
本行股東應享權益	1,304,946	1,411,682	1,538,526	1,667,625	1,804,904
非控制性權益	52,659	75,410	82,653	90,836	95,559
總權益	1,357,605	1,487,092	1,621,179	1,758,461	1,900,463

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
淨利息收入	69.3%	63.0%	68.0%	68.5%	69.5%
淨手續費及佣金收入	19.5%	18.3%	19.1%	18.4%	17.5%
其他淨收入	11.2%	18.7%	12.9%	13.1%	13.0%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
利息收入	2.1%	-8.0%	7.0%	7.6%	8.4%
利息支出	1.7%	-9.2%	6.2%	8.6%	7.2%
淨利息收入	2.4%	-6.9%	7.7%	6.7%	9.4%
淨手續費及佣金收入	1.3%	-4.1%	4.5%	2.0%	2.7%
其他淨收入	20.2%	72.1%	-31.2%	7.1%	7.3%
營業收入	3.9%	2.5%	-0.2%	5.8%	7.9%
扣除減值損失前的營業利潤	3.6%	7.7%	1.8%	8.0%	9.0%
稅前利潤	0.0%	-4.0%	12.1%	6.9%	6.1%
淨利潤	0.7%	-3.7%	8.4%	5.2%	5.9%
資產質量					
不良貸款率	1.43%	1.46%	1.43%	1.46%	1.49%
不良貸款撥備覆蓋率	153.30%	162.82%	159.45%	157.21%	156.50%
信貸成本	0.63%	0.91%	0.63%	0.65%	0.73%
資本充足率					
核心一級資本充足率	9.99%	10.34%	10.85%	11.24%	11.30%
一級資本充足率	10.86%	11.17%	11.63%	11.98%	11.98%
資本充足率	12.84%	13.19%	13.53%	13.81%	13.72%
回報率					
平均總資產回報率	13.97%	12.12%	12.09%	11.71%	11.45%
淨資產收益率	1.07%	0.94%	0.94%	0.92%	0.89%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	0.56	0.54	0.61	0.64	0.68
每股股息（元人民幣）	0.175	0.168	0.182	0.192	0.204
每股賬面值（元人民幣）	4.09	4.46	4.89	5.33	5.79

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。