

## 工商银行 (1398 HK, HK\$4.57, 目标价: HK\$4.44, 持有) — 内地商业银行领军者

- ❖ 「宇宙第一大行」。以资产和市值计算，工商银行是全球最大的银行之一。截至2016年6月底，工商银行的总资产达到人民币23.5万亿元。作为中国最大的国有商业银行，工商银行一直秉承服务于大型中国企业的传统。工行在境内商业银行业务的多个方面都明显领先同业。我们相信，未来工行仍将保持在中国银行业中的领导地位，并将持续拓展更为多元化的业务模式，逐步提高海外市场的渗透率。
- ❖ 「大金融集团」逐渐成型。中国银行业当下正在经历转型期，各家银行都在本业以外的领域开疆辟野，提升综合服务能力。工行在商业银行方面表现稳固，在此基础上，该行还积极与其他金融机构进行战略合作，为客户提供全方位金融服务。由工行分别持股80%及60%的工银瑞信基金管理有限公司和工银安盛人寿有限公司就是两个最典型的代表。随着其逐步完善和扩展的「大金融集团」，我们期待未来集团内部将产生更多协同效应。
- ❖ 进一步深入海外市场。尽管被市场称为「宇宙第一大行」，但工行的业务布局仍然不够国际化。2016年上半年，海外总资产及海外营业收入对集团的贡献仅为11.8%及6.9%。随着人民币国际化进程的深化以及中国资本市场的不断开放，工行的海外业务拓展也取得了不错的成绩。通过战略入股非洲最大的商业银行——标准银行集团，并向标准银行伦敦收购标准公众有限公司60%的股权，成立工银标准银行，工行得以将自己业务的辐射范围间接扩大至非洲20多个国家，并参与到环球商品交易和金融市场业务中。尽管海外拓展绝不会是一路坦途，势必会面对诸多风险，特别是来自经营和政策方面的风险，但国际化也是工行成为一家真正的全球性大行的必经之路。建立一个高效的离岸金融平台将为其未来的增长打下更为坚实的基础。
- ❖ 「越大越难」，理性看待大型内银未来增长。由于目前国有中资银行的规模已经很大，我们相信市场应该以更为理性的视角看待它们未来的增长速度。工行2015年纯利已经达到了人民币2,771亿元，我们认为追求业绩增长已不再是该行未来发展的首要任务；相反，风险的管控、资产质量的改善和战略转型将是该行在中国经济「新常态」下的主要着眼点。我们预测，工行2016年及2017年的纯利将分别按年下跌1.5%及3.2%。不过，我们认为这些可以预见的负面因素，都已基本反应在其较低的估值中。根据P/B-ROE估值法，我们给予工行目标价4.44港元，相当于该行2017年预测市帐率0.67倍。考虑到我们2017年5.38%的预测股息率，我们认为工行的预期回报率为2.5%。首次覆盖给予「持有」评级。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	578,901	634,858	668,733	657,084	698,966	763,488
净利润(百万人民币)	262,649	275,811	277,131	272,919	264,195	269,875
市帐率(倍)	1.12	0.96	0.85	0.76	0.69	0.62
股息率(%)	6.43	6.28	5.74	5.56	5.38	5.49
权益收益率(%)	21.92	19.96	17.01	14.47	12.69	11.78
不良贷款率(%)	0.94	1.13	1.50	1.75	2.07	2.44
拨备覆盖率(%)	257.19	206.90	156.34	150.89	150.17	150.57

来源: 公司及招銀国际研究部预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

[zhangchunxin@cmbi.com.hk](mailto:zhangchunxin@cmbi.com.hk)

隋晓萌

(852) 3761 8775

[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

### 工商银行(1398 HK)

评级	持有
收市价	HK\$4.57
目标价	HK\$4.44
市值(港币百万)	1,729,993
过去3个月平均交易(港币百万)	1,167.42
52周高/低(港币)	5.12/ 3.72
发行股数(百万)	356,407
主要股东(H股) Temasek Holdings (10.0%)	

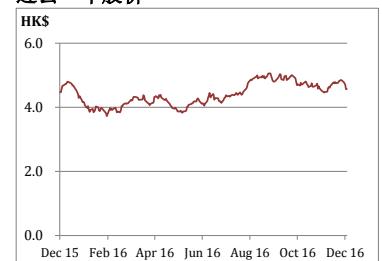
来源: 彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	1.6%	2.8%
3月	-5.2%	0.3%
6月	12.8%	2.5%

来源: 彭博

### 过去一年股价



来源: 彭博

## 利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利息收入	767,111	849,879	871,779	802,089	834,901	896,308
利息支出	(323,776)	(356,357)	(363,912)	(320,099)	(324,451)	(340,416)
<b>净利息收入</b>	<b>443,335</b>	<b>493,522</b>	<b>507,867</b>	<b>481,990</b>	<b>510,450</b>	<b>555,892</b>
手续费及佣金收入	134,550	146,678	161,670	168,874	177,348	188,387
手续费及佣金支出	(12,224)	(14,181)	(18,279)	(18,576)	(19,508)	(20,346)
<b>净手续费及佣金收入</b>	<b>122,326</b>	<b>132,497</b>	<b>143,391</b>	<b>150,298</b>	<b>157,840</b>	<b>168,041</b>
其他净收入	625	1,803	4,920	5,510	7,108	9,596
<b>营业收入</b>	<b>578,901</b>	<b>634,858</b>	<b>668,733</b>	<b>657,084</b>	<b>698,966</b>	<b>763,487</b>
营业费用	(204,140)	(218,674)	(220,835)	(172,413)	(182,020)	(197,323)
<b>扣除减值损失前的营业利润</b>	<b>374,761</b>	<b>416,184</b>	<b>447,898</b>	<b>484,671</b>	<b>516,946</b>	<b>566,164</b>
资产减值损失	(38,098)	(56,267)	(86,022)	(128,768)	(172,931)	(214,960)
<b>营业利润</b>	<b>336,440</b>	<b>359,455</b>	<b>360,905</b>	<b>355,002</b>	<b>343,186</b>	<b>350,451</b>
联营企业及合营企业投资净收益	2,097	2,157	2,330	2,689	3,152	3,358
<b>税前利润</b>	<b>338,537</b>	<b>361,612</b>	<b>363,235</b>	<b>357,691</b>	<b>346,338</b>	<b>353,809</b>
所得税费用	(75,572)	(85,326)	(85,515)	(84,057)	(81,389)	(83,145)
<b>年度利润</b>	<b>262,965</b>	<b>276,286</b>	<b>277,720</b>	<b>273,634</b>	<b>264,948</b>	<b>270,664</b>
非控制性权益	(316)	(475)	(589)	(715)	(753)	(789)
<b>净利润</b>	<b>262,649</b>	<b>275,811</b>	<b>277,131</b>	<b>272,919</b>	<b>264,195</b>	<b>269,875</b>

来源：公司及招银国际研究部预测

## 资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及存放中央银行款项	3,294,007	3,523,622	3,059,633	3,371,109	3,715,791	4,106,845
存放和拆放同业及其他金融机构款项	717,984	782,776	683,793	732,792	786,237	843,859
投资	4,322,244	4,433,237	5,009,963	5,725,374	6,500,565	7,357,129
<b>客户贷款和垫款</b>	<b>9,681,415</b>	<b>10,768,750</b>	<b>11,652,812</b>	<b>12,689,258</b>	<b>13,638,372</b>	<b>14,881,686</b>
对联营及合营公司的投资	28,515	28,919	24,185	27,998	30,159	33,589
其他	873,587	1,072,649	1,779,394	1,547,078	1,886,333	2,191,540
<b>总资产</b>	<b>18,917,752</b>	<b>20,609,953</b>	<b>22,209,780</b>	<b>24,093,608</b>	<b>26,557,456</b>	<b>29,414,647</b>
向中央银行借款	724	631	210	212	201	206
同业及其他金融机构存放和拆入款项	1,269,255	1,539,239	2,265,860	1,878,222	1,858,567	1,761,949
<b>客户存款</b>	<b>14,620,825</b>	<b>15,556,601</b>	<b>16,281,939</b>	<b>18,268,431</b>	<b>20,436,383</b>	<b>22,970,919</b>
其他	1,748,485	1,976,178	1,861,252	1,952,819	2,068,173	2,268,197
<b>总负债</b>	<b>17,639,289</b>	<b>19,072,649</b>	<b>20,409,261</b>	<b>22,099,683</b>	<b>24,363,324</b>	<b>27,001,271</b>
归属于母公司股东的权益	1,274,134	1,530,859	1,789,474	1,982,112	2,181,997	2,400,220
非控制性权益	4,329	6,445	11,045	11,813	12,135	13,156
<b>总权益</b>	<b>1,278,463</b>	<b>1,537,304</b>	<b>1,800,519</b>	<b>1,993,925</b>	<b>2,194,132</b>	<b>2,413,376</b>

来源：公司及招银国际研究部预测

## 主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>利息收入</b>						
净利息收入	76.6%	77.7%	75.9%	73.4%	73.0%	72.8%
净手续费及佣金收入	21.1%	20.9%	21.4%	22.9%	22.6%	22.0%
其他净收入	0.1%	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
<b>总额</b>	<b>97.8%</b>	<b>98.9%</b>	<b>98.1%</b>	<b>97.1%</b>	<b>96.6%</b>	<b>96.1%</b>
<b>增长</b>						
利息收入	6.3%	10.8%	2.6%	-8.0%	4.1%	7.4%
利息支出	6.6%	10.1%	2.1%	-12.0%	1.4%	4.9%
净利息收入	6.1%	11.3%	2.9%	-5.1%	5.9%	8.9%
净手续费及佣金收入	15.3%	8.3%	8.2%	4.8%	5.0%	6.5%
其他净收入	127.2%	-33.2%	97.7%	41.9%	23.7%	28.9%
营业收入	9.3%	9.7%	5.3%	-1.7%	6.4%	9.2%
扣除减值损失前的营业利润	10.3%	11.1%	7.6%	8.2%	6.7%	9.5%
税前利润	9.7%	6.8%	0.4%	-1.5%	-3.2%	2.2%
净利润	10.1%	5.0%	0.5%	-1.5%	-3.2%	2.1%
<b>资产质量</b>						
不良贷款率	0.9%	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%
不良贷款拨备覆盖率	257.2%	206.9%	156.3%	150.9%	150.2%	150.6%
<b>资本充足率</b>						
核心一级资本充足率	11.2%	12.2%	12.5%	13.3%	13.6%	13.6%
一级资本充足率	11.2%	12.5%	13.1%	13.8%	14.1%	14.1%
资本充足率	14.0%	15.0%	14.9%	15.8%	16.1%	16.2%
<b>回报率</b>						
平均权益回报率	21.9%	20.0%	17.0%	14.5%	12.7%	11.8%
平均总资产回报率	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	1.0%
<b>每股数据</b>						
每股利润（人民币）	0.75	0.78	0.77	0.77	0.74	0.76
每股股息（人民币）	0.26	0.26	0.23	0.23	0.22	0.22
每股账面值（人民币）	3.63	4.23	4.80	5.34	5.90	6.51

来源：公司及招銀国际研究部预测

## 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。

### 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

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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 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。