

工商銀行 (1398 HK)

淨息差改善優於預期

- ❖ **2017 年業績符合預期。**工商銀行公佈 2017 年全年業績，與我們預期一致。營運收入按年增長 5.3%，至 6,757 億元人民幣，主要歸功於淨利息收入的強勁恢復，按年增長 10.6%。撥備前利潤按年增長 9.1%，至 4,895 億元人民幣。工行繼續保持著審慎的撥備策略，貸款減值損失按年增長 44.1%。純利按年增長 2.8%，至 2,861 億元。期內，工行對成本的控制較為得當，成本收入比按年下降 3.4 個百分點至 26.5%。整體而言，工行資產質量的企穩和淨息差的改善好於我們的預期。
- ❖ **淨息差持續並顯著改善。**2017 年，工行淨息差達到 2.22%，按年改善 6 個基點，特別是下半年淨息差回升跡象明顯，第四季單季淨利息收入按年增長 14.5%。生息資產結構保持穩定，不過 2017 年下半年收益率在個人貸款、票據貼現及同業資產的帶動下環比提升 13 個基點。另一方面，工行具有龐大的客戶群和穩定低成本的資金來源，負債結構不斷優化，其存款按年增長 7.9%，占總負債比例達到 80.3%，而活期存款占日均生息資產比例也達到了 42.2%，按年提升 1 個百分點。展望未來，隨著貸款重定價的進行以及市場流動性偏緊的情況持續，我們相信工行仍將受惠於其強大的攬儲能力，並在 2018 年將淨息差進一步擴大。
- ❖ **資產質量展望大致趨穩。**2017 年年末，工行的不良貸款率為 1.55%，連續第四個季度下降，環比改善 1 個基點，同比改善 7 個基點，好於預期。根據我們的測算，四季度不良生成率環比小幅回升 7 個基點，但全年而言，不良生成率下降 24 個基點，降幅高於 2016 年，整體趨勢向好。此外，不良貸款對逾期超過 3 個月貸款的比例進一步提升 13.8 個百分點至 123.6%，顯示了該行對不良的確認更加嚴格，而關注類貸款餘額及占比按年均有下降。在宏觀經濟靠穩的前提下，我們認為今年工行的資產質量仍將逐步改善。工行的撥備覆蓋率在年末回升到 154.07%，環比及同比分別改善 5.7 個百分點及 17.4 個百分點。管理層表示，在 2018 年年初實施 IFRS 9 後，撥備覆蓋率升至 169%。
- ❖ **上調至買入評級。**在流動性偏緊及強監管環境的持續下，銀行業整體資產負債擴張速度將會放緩，而分化趨勢將愈發明顯。大行具備其他中小型銀行無法比擬的資本實力及資金成本優勢，將從規模擴張及盈利能力兩方面大幅超越，同時資產質量的率先企穩也將為未來業績增長預留空間。我們將工行 2018 年至 2019 年的純利預測分別提升 0.9% 及 4.8%，至 3,034 億元人民幣及 3,304 億元人民幣。工行目前的股價相當於 2018 年預測市帳率的 0.89 倍。我們基於 DDM 給予該行的最新目標價 8.2 港元相當於 2018 年預測市帳率的 1.1 倍。上調至買入評級。

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)	668,733	641,681	675,654	734,297	806,067
淨利潤 (百萬元人民幣)	277,131	278,249	286,049	303,738	330,393
每股盈利 (元人民幣)	0.77	0.77	0.79	0.84	0.94
每股盈利變動 (%)	(1.7)	(0.5)	2.9	6.3	8.9
市帳率 (x)	1.19	1.08	1.00	0.89	0.81
市盈率 (x)	7.41	7.45	7.24	6.81	6.25
股息率 (%)	4.08	4.10	4.21	4.48	4.88
權益收益率 (%)	16.69	14.80	13.96	13.51	13.26
不良貸款率 (%)	1.50	1.62	1.55	1.50	1.43
撥備覆蓋率 (%)	156.34	136.69	154.07	179.43	207.02

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (上升)

目標價	HK\$8.2
(此前目標價)	HK\$6.45
潛在升幅	20.4%
當前股價	HK\$6.81

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)	2,604,905
3 月平均流通量 (百萬元)	2,016.21
52 周內股價高/低 (港元)	7.64/4.83
總股本 (百萬元)	356,407.0

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	9.98%
Temasek Holdings (Private) Limited	8.43%
中國平安保險 (集團) 股份有限公司	8.00%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.4%	-2.2%
3-月	7.0%	3.6%
6-月	17.7%	5.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.icbc.com.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	861,594	935,357	1,013,573
利息支出	(363,912)	(319,634)	(339,516)	(357,597)	(370,596)
淨利息收入	507,867	471,846	522,078	577,760	642,977
手續費及佣金收入	161,670	164,714	158,666	162,842	169,792
手續費及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,041)	(19,541)	(20,375)
淨手續費及佣金收入	143,391	144,973	139,625	143,301	149,417
其他淨收入	17,475	24,862	13,951	13,236	13,672
營業收入	668,733	641,681	675,654	734,297	806,067
營業費用	(220,835)	(193,112)	(186,194)	(193,854)	(212,399)
扣除減值損失前的營業利潤	447,898	448,569	489,460	540,443	593,668
資產減值損失	(86,022)	(86,138)	(124,096)	(152,192)	(171,124)
營業利潤	360,905	360,675	361,691	384,149	418,097
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,330	2,604	2,950	3,258	3,315
稅前利潤	363,235	363,279	364,641	387,407	421,412
所得稅費用	(85,515)	(84,173)	(77,190)	(82,130)	(89,339)
年度利潤	277,720	279,106	287,451	305,276	332,072
非控制性權益	(589)	(857)	(1,402)	(1,538)	(1,679)
淨利潤	277,131	278,249	286,049	303,738	330,393

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
現金及存放中央銀行款項	3,059,633	3,350,788	3,613,872	3,609,698	3,798,079
存放和拆放同業及其他金融機構款項	683,793	797,473	847,611	904,401	969,518
投資	5,009,963	5,481,174	5,756,704	6,141,862	6,569,593
客戶貸款和墊款	11,652,812	12,767,334	13,892,966	14,856,425	16,004,431
對聯營及合營公司的投資	24,185	30,077	32,441	34,095	35,732
其他	1,779,394	1,710,419	1,943,449	2,172,786	2,308,971
總資產	22,209,780	24,137,265	26,087,043	27,719,267	29,686,324
向中央銀行借款	210	545	456	479	503
同業及其他金融機構存放和拆入款項	2,265,860	2,016,799	1,706,549	1,621,222	1,637,434
客戶存款	16,281,939	17,825,302	19,226,349	20,443,584	21,895,886
其他	1,861,252	2,313,456	3,012,633	3,269,077	3,522,858
總負債	20,409,261	22,156,102	23,945,987	25,334,361	27,056,681
歸屬於母公司股東的權益	1,789,474	1,969,751	2,127,491	2,370,576	2,614,363
非控制性權益	11,045	11,412	13,565	14,331	15,281
總權益	1,800,519	1,981,163	2,141,056	2,384,907	2,629,644

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	75.9%	73.5%	77.3%	78.7%	79.8%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	20.7%	19.5%	18.5%
其他净收入	2.6%	3.9%	2.1%	1.8%	1.7%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	8.9%	8.6%	8.4%
利息支出	2.1%	-12.2%	6.2%	5.3%	3.6%
净利息收入	2.9%	-7.1%	10.6%	10.7%	11.3%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	-3.7%	2.6%	4.3%
其他净收入	97.7%	42.3%	-43.9%	-5.1%	3.3%
营业收入	5.3%	-4.0%	5.3%	8.7%	9.8%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	9.1%	10.4%	9.8%
税前利润	0.4%	0.0%	0.4%	6.2%	8.8%
净利润	0.5%	0.4%	2.8%	6.2%	8.8%
资产质量					
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.55%	1.50%	1.43%
不良贷款拨备覆盖率	156.34%	136.69%	154.07%	179.43%	207.02%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.87%	12.87%	12.77%	12.93%	13.05%
一级资本充足率	13.48%	13.42%	13.27%	13.39%	13.47%
资本充足率	15.22%	14.61%	15.14%	15.15%	15.07%
回报率					
净资产收益率	16.69%	14.80%	13.96%	13.51%	13.26%
平均总资产回报率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.15%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.77	0.77	0.79	0.84	0.91
每股股息（人民币）	0.233	0.234	0.241	0.256	0.279
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.73	6.41	7.09

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。