

工商銀行 (1398 HK)

傳統商業銀行業務初現增長勢頭

❖ **撥備覆蓋率溫和回升。**今年首季，工商銀行營業收入按年下跌 0.48%，至 1,682 億元人民幣。營業收入的下滑主要源自兩個因素：1) 淨手續費及佣金收入按年下跌 5.8%，以及 2) 其他收益及收入按年下跌 21.5%。不過，受益於該行良好的營業成本控制，期內工行的成本收入比按年下降 0.5 個百分點至 21.8%；純利按年上升 1.4%，至 760 億元人民幣。值得注意的是，工行的撥備覆蓋率仍然低於 150% 的監管紅線，2017 年首季末為 141.5%，不過較 2016 年年末回升 4.8 個百分點。

❖ **淨利息收入帶來增長動力。**2017 年首季，工行錄得淨利息收入 1,220 億元人民幣，按年增長 2.66%。不過，年化淨息差按年降低 16 個基點，至 2.12%，剔除“營改增”實施的影響後，年化淨息差為 2.25%，按年輕微下跌 3 個基點。2017 年 5 月，國內新增人民幣貸款達到 1.11 萬億元人民幣，而新增社會融資僅為 1.06 萬億元人民幣。這意味著新增社會融資更多地依賴於人民幣貸款的增長，而表外融資規模有所收縮。2017 年，我們預計工行今年的貸款總額將按年增長 9.7%，至 14.3 萬億元人民幣；與此同時，貸款增長的主要動力將轉移至公司貸款，預測全年公司貸款的按年增速將由 2016 年的 3.4% 提升至 2017 年的 13.0%。在市場流動性不斷收緊的大背景下，工行依靠其龐大的業務規模和雄厚的資本實力，在面對公司客戶及其他中小型銀行時，擁有更強的議價能力。2017 年，我們預測淨息差將穩定在 2.15%，按年下跌 1 個基點，淨利息收入則將按年增長 6.8%，至 5,039 億元人民幣。

❖ **2017 年金融投資總額增速預計按年下降至 3.9%。**隨著監管的不斷升級，商業銀行與同業業務、資管計劃、表外業務及其他“影子銀行”活動相關的投資增長放緩。2017 年 5 月 M2 按年增速僅為 9.6%，創下 2013 年以來最低水準。與此同時，住戶部門及非金融企業及機關團體新增人民幣存款增長乏力，5 月增長總額僅為 2,321 億元人民幣。我們預計，2017 年工行的存款總額將按年增長 9.1%，增速按年下降 0.4 個百分點。在央行審慎的貨幣政策及偏緊的市場流動性背景下，我們相信工行將重點發展其傳統的信貸業務。同時，我們認為該行今年的金融投資總額增速將放緩至 3.9%，按年下跌 3.5 個百分點，投資總額達到 5.2 萬億元人民幣。投資增速的下跌主要是基於我們認為有限的資金將優先支持傳統信貸業務，尤其是在監管政策不斷趨嚴的大背景下。

❖ **市場憂慮尚未退散，維持“持有”評級。**由於估值較低，中國的國有銀行一直是“北水南下”最鍾愛的標的之一。今年以來，恒生指數和恒生國企指數分別上升 16.5% 及 10.5%，而工行的股價也隨之上漲 11.6%。與同業相比，工行的核心競爭力在於其龐大的規模和廣闊的資金來源，但市場仍保留對該行的一些擔憂，特別是對於該行撥備覆蓋率的執行政策。工行現時的股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.76 倍。依據 P/B-ROE 估值方法，我們給予該行目標價 5.04 港元。維持持有評級。

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)	668,733	641,681	676,713	720,461	771,343
淨利潤(百萬元人民幣)	277,131	278,249	280,025	283,516	293,500
市帳率(x)	0.94	0.86	0.76	0.69	0.63
股息率(%)	5.15	5.17	5.12	5.18	5.37
權益收益率(%)	16.69	14.80	13.41	12.22	11.57
不良貸款率(%)	1.50	1.62	1.64	1.73	1.82
撥備覆蓋率(%)	156.34	136.69	140.04	140.56	141.39

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有 (維持)

目標價	HK\$5.04
(此前目標價)	HK\$4.69
潛在升幅	-2.9%
當前股價	HK\$5.19

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(百萬港元)	2,005,716
3 月平均流通量(百萬港元)	1,328.47
52 周內股價高/低(港元)	5.43/4.03
總股本(百萬)	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%
BlackRock, Inc.	5.94%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.2%	-1.1%
3-月	-0.6%	-5.5%
6-月	12.3%	-3.1%

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	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	837,625	898,074	969,642
利息支出	(363,912)	(319,634)	(333,743)	(355,935)	(384,056)
淨利息收入	507,867	471,846	503,882	542,139	585,586
手續費及佣金收入	161,670	164,714	165,550	168,440	171,738
手續費及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,700)	(20,044)	(20,437)
淨手續費及佣金收入	143,391	144,973	145,849	148,395	151,302
其他淨收入	17,475	24,862	26,982	29,927	34,455
營業收入	668,733	641,681	676,713	720,461	771,343
營業費用	(220,835)	(193,112)	(180,949)	(191,943)	(204,757)
扣除減值損失前的營業利潤	447,898	448,569	495,764	528,518	566,586
資產減值損失	(86,022)	(86,138)	(130,836)	(159,328)	(184,336)
營業利潤	360,905	360,675	363,878	368,282	381,334
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,330	2,604	3,152	3,358	3,358
稅前利潤	363,235	363,279	367,030	371,640	384,692
所得稅費用	(85,515)	(84,173)	(86,252)	(87,335)	(90,403)
年度利潤	277,720	279,106	280,778	284,305	294,289
非控制性權益	(589)	(857)	(753)	(789)	(789)
淨利潤	277,131	278,249	280,025	283,516	293,500

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	3,600,018	3,878,534	4,188,997
存放和拆放同業及其他金融機構款項	683,793	797,473	758,311	813,419	872,633
投資	5,009,963	5,481,174	5,695,996	5,900,594	6,120,703
客戶貸款和墊款	11,652,812	12,767,334	13,997,601	15,334,783	16,856,922
對聯營及合營公司的投資	24,185	30,077	30,159	32,589	33,115
其他	1,779,394	1,710,419	1,592,930	1,678,274	1,766,180
總資產	22,209,780	24,137,265	25,675,015	27,638,193	29,838,550
向中央銀行借款	210	545	572	601	631
同業及其他金融機構存放和拆入款項	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,761,949	1,670,384
客戶存款	16,281,939	17,825,302	19,440,300	21,152,636	23,045,222
其他	1,861,252	2,313,456	2,156,621	2,275,958	2,470,075
總負債	20,409,261	22,156,102	23,456,060	25,191,144	27,186,311
歸屬於母公司股東的權益	1,789,474	1,969,751	2,206,852	2,433,954	2,638,601
非控制性權益	11,045	11,412	12,103	13,096	13,638
總權益	1,800,519	1,981,163	2,218,955	2,447,050	2,652,239

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	75.9%	73.5%	74.5%	75.2%	75.9%
淨手續費及佣金收入	21.4%	22.6%	21.6%	20.6%	19.6%
其他淨收入	2.6%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

增長

利息收入	2.6%	-9.2%	5.8%	7.2%	8.0%
利息支出	2.1%	-12.2%	4.4%	6.6%	7.9%
淨利息收入	2.9%	-7.1%	6.8%	7.6%	8.0%
淨手續費及佣金收入	8.2%	1.1%	0.6%	1.7%	2.0%
其他淨收入	97.7%	42.3%	8.5%	10.9%	15.1%
營業收入	5.3%	-4.0%	5.5%	6.5%	7.1%
扣除減值損失前的營業利潤	7.6%	0.1%	10.5%	6.6%	7.2%
稅前利潤	0.4%	0.0%	1.0%	1.3%	3.5%
淨利潤	0.5%	0.4%	0.6%	1.2%	3.5%

資產質量

不良貸款率	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
不良貸款撥備覆蓋率	156.3%	136.7%	140.0%	140.6%	141.4%

資本充足率

核心一級資本充足率	12.3%	12.7%	13.2%	13.3%	13.4%
一級資本充足率	12.8%	13.3%	13.7%	13.8%	13.8%
資本充足率	14.6%	14.5%	15.3%	15.4%	15.4%

回報率

平均總資產回報率	16.7%	14.8%	13.4%	12.2%	11.6%
淨資產收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%

每股數據

每股利潤（元人民幣）	0.77	0.78	0.79	0.80	0.82
每股股息（元人民幣）	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24
每股賬面值（元人民幣）	4.80	5.29	5.95	6.59	7.16

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。