

中国银行 (3988 HK, HK\$3.86, 目标价: HK\$4.34, 买入) — 经营策略, “稳”字当先

- ❖ **国有五大行中唯一 2016 年纯利下跌的银行。**2016 年, 中国银行的经营收入按年小幅增长 2.5%, 至人民币 4,857 亿元, 但纯利却按年下跌 3.7%, 至人民币 1,646 亿元。在净利息收入及净佣金和手续费收入分别按年下跌 6.9% 及 4.1% 的情况下, 金融投资收益和出售南洋商业银行所得收益港币 300 亿元成为推动中行去年营业收入的主要增长点。该行的派息比率仍保持在 31.1% 的水平, 但受盈利减少影响, 每股股息按年下降 4.0%, 至每股 0.168 元人民币。
- ❖ **“稳健”为未来发展奠定良好基础。**中行纯利的下降是由于拨备覆盖率的提升, 从 2015 年的 153.3% 上升至 2016 年的 162.8%。截至 2016 年末, 中行的不良贷款率按年增长 0.03 个百分点, 至 1.46%, 但与 2016 年 6 月底相比则下降了 0.01 个百分点。我们认为, 银行的资产质量仍然面临严峻考验, 未来风险仍将持续暴露, 预计该行 2017 年至 2019 年的不良贷款率分别为 1.50%、1.58% 和 1.63%。尽管去年纯利录得轻微下降, 但我们对于中行审慎的拨备原则持积极看法, 这将为该行未来的发展以及潜在不良贷款的持续暴露奠定更为坚实的基础。
- ❖ **盈利受惠于境外业务。**2016 年, 中行的净利息收入按年下跌 6.9%, 至人民币 3,060 亿元。与同业相比, 中行的传统借贷业务盈利能力保持较强, 期内净利息收益率 (NIM) 为 1.83%, 按年下跌 29 个基点 (其中营改增的影响为 9 个基点)。净利息收益率的跌幅要小于同业, 我们相信这主要是由于该行的海外业务占比较高所致。2016 年, 海外业务的净利息收益率按年仅微降 12 个基点, 至 0.96%。在境内外货币政策收紧的背景下, 我们认为该行 NIM 进一步下跌的空间将持续收窄, 预计 2017 年和 2018 年将分别为 1.75% 和 1.70%。
- ❖ **境外业务在税前利润中的占比提升。**2016 年, 中行境外业务的税前利润按年增长 39.4%, 至 122 亿美元, 对集团税前利润总额的贡献达到了 36.3%, 按年上升 12.7 个百分点。同时, 境外资产也占据了该行总资产的 26.0%。中银香港 (2388 HK) 拥有较为稳定的净利息收益率及较为良好的资产质量, 已经成为中行最重要的海外业务平台。中银香港下一步的主要任务是整合中行在东盟地区的资源以及持续创造和中国银行境内业务的协同效应。
- ❖ **下调纯利预测, 但评级升至买入。**以中行 2016 年审慎的拨备政策为参考, 在预测 2017 年及 2018 年拨备覆盖率为 167.02% 及 167.13% 的大前提下, 我们对该行这两个财年的纯利预测分别下调 7.37% 和 5.08%, 至人民币 1,611 亿元和人民币 1,686 亿元。该行目前的股价相当于 2017 年预测市帐率的 0.71 倍。我们的新目标价 4.34 港元, 相当于该行 2017 年预测市帐率的 0.80 倍, 也是可比同业的 2017 平均预测市帐率加一个标准差。考虑到该行将派发每股 0.168 元人民币的股息, 我们预期中国银行的潜在回报率将达到 16.3%。评级调升至买入。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	473,912	485,656	484,093	508,752	540,738
净利润 (百万人民币)	170,845	164,578	161,128	168,643	181,637
市帐率 (x)	0.84	0.77	0.71	0.66	0.61
股息率 (%)	5.11	4.89	4.78	5.01	5.41
权益收益率 (%)	13.97	12.12	10.99	10.68	10.69
不良贷款率 (%)	1.43	1.46	1.50	1.58	1.63
拨备覆盖率 (%)	153.30	162.82	167.02	167.13	167.33

来源: 公司及招银国际研究部预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行(3988 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.86
目标价	HK\$4.34
市值 (港币百万)	1,202,502
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1,185.03
52 周高/低 (港币)	4.08/ 2.9
发行 H 股数 (百万)	294,387.8
主要股东	中央汇金(64.6%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-0.8%	-3.1%
3 月	14.8%	2.6%
6 月	8.0%	5.5%

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	593,048	629,351	714,543
利息支出	(286,406)	(260,091)	(276,540)	(300,686)	(363,936)
净利息收入	328,650	306,048	316,508	328,665	350,607
手续费及佣金收入	100,905	98,319	99,553	103,801	108,245
手续费及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(8,512)	(9,031)	(9,417)
净手续费及佣金收入	92,410	88,664	91,041	94,770	98,828
其他净收入	52,852	90,944	76,544	85,316	91,303
营业收入	473,912	485,656	484,093	508,752	540,738
营业费用	(185,401)	(175,069)	(167,012)	(172,976)	(181,147)
扣除减值损失前的营业利润	288,511	310,587	317,081	335,776	359,591
资产减值损失	(59,274)	(89,072)	(80,214)	(88,109)	(95,259)
营业利润	229,237	221,515	236,867	247,667	264,332
联营企业及合营企业投资净收益	2,334	897	1,873	2,015	2,116
税前利润	231,571	222,412	238,740	249,682	266,448
所得税费用	(52,154)	(38,361)	(53,716)	(56,179)	(59,951)
年度利润	179,417	184,051	185,023	193,504	206,497
非控制性权益	(8,572)	(19,473)	(23,895)	(24,861)	(24,860)
净利润	170,845	164,578	161,128	168,643	181,637

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放同业	654,378	659,982	674,182	686,543	699,589
存放中央银行	2,196,063	2,271,640	2,412,371	2,623,163	2,857,405
拆放同业	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投资	3,595,095	3,972,884	4,587,551	5,369,507	6,358,312
客户贷款和垫款净额	8,935,195	9,735,646	10,435,717	11,322,524	12,323,192
其他	1,008,018	914,689	1,101,681	1,270,515	1,888,047
总资产	16,815,597	18,148,889	19,894,657	22,023,723	24,953,163
同业存入	1,764,320	1,420,527	1,548,374	1,687,728	1,839,624
对中央银行负债	415,709	867,094	1,083,868	1,414,447	1,845,853
客户存款	11,729,171	12,939,748	14,127,350	15,461,641	16,970,780
发行债券	282,929	362,318	328,526	335,568	335,569
其他	1,265,863	1,072,110	1,175,926	1,329,123	2,024,203
总负债	15,457,992	16,661,797	18,264,044	20,228,507	23,016,029
本行股东应享权益	1,304,946	1,411,682	1,521,268	1,636,666	1,762,729
非控制性权益	52,659	75,410	109,345	158,550	174,404
总权益	1,357,605	1,487,092	1,630,613	1,795,215	1,937,133

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	69.3%	63.0%	65.4%	64.6%	64.8%
净手续费及佣金收入	19.5%	18.3%	18.8%	18.6%	18.3%
其他净收入	11.2%	18.7%	15.8%	16.8%	16.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.1%	-8.0%	4.8%	6.1%	13.5%
利息支出	1.7%	-9.2%	6.3%	8.7%	21.0%
净利息收入	2.4%	-6.9%	3.4%	3.8%	6.7%
净手续费及佣金收入	1.3%	-4.1%	2.7%	4.1%	4.3%
其他净收入	20.2%	72.1%	-15.8%	11.5%	7.0%
营业收入	3.9%	2.5%	-0.3%	5.1%	6.3%
扣除减值损失前的营业利润	3.6%	7.7%	2.1%	5.9%	7.1%
税前利润	0.0%	-4.0%	7.3%	4.6%	6.7%
净利润	0.7%	-3.7%	-2.1%	4.7%	7.7%
资产质量					
不良贷款率	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
不良贷款拨备覆盖率	153.3%	162.8%	167.0%	167.1%	167.3%
信贷成本	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
资本充足率					
核心一级资本充足率	10.0%	10.3%	10.9%	11.0%	10.9%
一级资本充足率	10.9%	11.2%	11.7%	11.7%	11.5%
资本充足率	12.8%	13.2%	13.7%	13.7%	13.5%
回报率					
平均总资产回报率	14.0%	12.1%	11.0%	10.7%	10.7%
净资产收益率	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.56	0.54	0.55	0.57	0.62
每股股息 (人民币)	0.175	0.168	0.164	0.172	0.186
每股账面值 (人民币)	4.09	4.46	4.83	5.22	5.65

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。

本公司或其附属关联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。