

工商銀行 (1398 HK, HK\$5.12, 目標價: HK\$4.69, 持有) — 若嚴格遵循監管要求, 2016 年純利按年下跌

- ❖ **市場焦點並非純利增速。**2016 年, 工商銀行錄得經營收入人民幣 6,417 億元, 按年下跌 4.0%。由於利差收窄, 淨利息收入按年下跌 7.1%, 至人民幣 4,718 億元, 手續費及佣金淨收入增速同樣放緩至按年增長 1.1%, 錄得收入人民幣 1,450 億元。該行 2016 年純利按年微增 0.4%, 至人民幣 2,782 億元。我們相信市場關注的並非工行的盈利表現, 因為它的體量已經十分龐大。市場的更加關注的是該行的資產品質、風險管理以及未來發展戰略。
- ❖ **撥備覆蓋率 136.7%, 低於監管要求。**工行 2016 年末的撥備覆蓋率為 136.7%, 低於銀監會 150% 的監管紅線。根據我們的計算, 在其他條件不變的情況下, 若將工行 2016 年的撥備覆蓋率提升至 150%, 該行的純利將按年下跌 9.8%, 至人民幣 2,500 億元; 同時, 在此條件下, 根據權重法測算, 該行的核心一級資本充足率、一級資本充足率和資本充足率分別為 12.72%、13.27% 及 14.48%。
- ❖ **持續優化貸款結構。**截至 2016 年末, 工行的客戶貸款及墊款總額為人民幣 13.1 萬億元, 按年增長 9.4%。過去 3 年中, 住房按揭貸款成為拉動貸款增長的引擎, 2014 年至 2016 年間年複合增長率為 25.1%。服務中國的大型企業是工行的傳統競爭優勢。考慮到以下幾個因素: 1) 中國房地產市場面臨政策調控; 2) 政府鼓勵和支持中小企業發展, 以及 3) 今年 1、2 月份, 境內新增中長期非金融企業及機關團體貸款佔境內新增貸款總額比例達到 77.1% 和 49.2%, 我們預計工行的公司類貸款餘額在 2017 年增速將達到 5.0%, 特別是在基礎設施相關貸款方面將取得較為明顯的增長。
- ❖ **傳統利息盈利能力預計迎來拐點。**2016 年, 工行的淨息差與淨利差分別為 2.16% 及 2.03%, 按年下降 31 個基點及 28 個基點。還原營改增實施的因素後, 淨息差為 2.26%。隨著中國貨幣政策的收緊, 以及貸款結構的改變, 我們預計該行 2017 年的淨息差及淨利差分別為 2.13% 及 2.00%, 跌幅將有所收窄。
- ❖ **資產質量仍然承壓。**2016 年末, 工行的不良貸款率為 1.62%, 按年上升 0.12 個百分點。不過, 不良貸款餘額的增速放緩至 18.0%, 按年降低 26.2 個百分點。展望未來, 我們認為 2017 年不良貸款餘額增速將進一步放緩至 13.2%, 主要是預計該行對信用業務的風險管控將更為審慎, 同時將加速處置不良貸款。我們預測, 2017 年至 2019 年該行的不良貸款率將分別緩慢上升至 1.71%、1.81% 和 1.90%。
- ❖ **上調純利預測, 維持持有評級。**在撥備覆蓋率為 135.0% 的假定下, 我們將工行 2017 年及 2018 年的純利預測分別上調 7.0% 及 8.6%。工行目前股價相當於 0.76 倍 2017 年預測市帳率, 高於可比同業平均的 0.72 倍。根據 P/B-ROE 線性回歸模型估值法, 我們給予工行的最新目標價為 4.69 港元, 相當於該行 2017 年預測市盈率的 0.7 倍。維持**持有**評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	668,733	641,681	678,680	727,302	778,295
淨利潤 (百萬人民幣)	277,131	278,249	282,720	292,973	308,700
市帳率 (倍)	0.95	0.86	0.76	0.69	0.63
股息率 (%)	5.14	5.16	5.16	5.35	5.64
權益收益率 (%)	16.69	14.80	13.53	12.59	12.09
不良貸款率 (%)	1.50	1.62	1.71	1.81	1.90
撥備覆蓋率 (%)	156.34	136.69	135.03	135.01	135.03

來源: 公司及招銀國際研究部預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

工商銀行(1398 HK)

評級	持有
收市價	HK\$5.12
目標價	HK\$4.69
市值 (港幣百萬)	1,907,086
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1,182.95
52 周高/低 (港幣)	5.27/ 3.82
發行股數 (百萬)	356,407
主要股東(H 股)	Temasek Holdings (10.0%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.8%	-0.2%
3 月	-5.2%	0.8%
6 月	4.0%	0.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	836,785	897,132	968,588
利息支出	(363,912)	(319,634)	(337,917)	(361,486)	(394,307)
净利息收入	507,867	471,846	498,868	535,647	574,281
手续费及佣金收入	161,670	164,714	172,690	182,127	190,517
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,859)	(20,398)	(20,957)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	152,830	161,729	169,560
其他净收入	4,920	4,545	4,772	5,011	5,261
营业收入	668,733	641,681	678,680	727,302	778,295
营业费用	(220,835)	(193,112)	(182,834)	(193,770)	(206,607)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	495,846	533,533	571,689
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(127,395)	(151,980)	(169,569)
营业利润	360,905	360,675	367,401	380,645	401,203
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	3,152	3,358	3,358
税前利润	363,235	363,279	370,553	384,003	404,561
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(87,080)	(90,241)	(95,072)
年度利润	277,720	279,106	283,473	293,762	309,489
非控制性权益	(589)	(857)	(753)	(789)	(789)
净利润	277,131	278,249	282,720	292,973	308,700

來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,620,922	3,967,635	4,384,548
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	758,311	813,419	872,633
投资	5,009,963	5,481,174	6,237,221	7,031,373	7,939,646
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,694,380	14,964,350	16,423,566
对联营及合营公司的投资	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
总资产	22,209,780	24,137,265	25,933,923	28,487,640	31,419,687
向中央银行借款	210	545	572	601	631
同业及其他金融机构存放和拆入款项	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,761,949	1,670,384
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,696,481	21,990,679	24,603,134
其他	1,861,252	2,313,456	2,156,621	2,275,958	2,470,075
总负债	20,409,261	22,156,102	23,712,241	26,029,186	28,744,223
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,209,547	2,445,298	2,662,308
非控制性权益	11,045	11,412	12,135	13,156	13,156
总权益	1,800,519	1,981,163	2,221,682	2,458,454	2,675,464

來源：公司及招銀國際研究部預測

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	75.9%	73.5%	73.5%	73.6%	73.8%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	22.5%	22.2%	21.8%
其他净收入	2.6%	3.9%	4.0%	4.1%	4.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	5.7%	7.2%	8.0%
利息支出	2.1%	-12.2%	5.7%	7.0%	9.1%
净利息收入	2.9%	-7.1%	5.7%	7.4%	7.2%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	5.4%	5.8%	4.8%
其他净收入	97.7%	42.3%	8.5%	10.9%	15.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	5.8%	7.2%	7.0%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	10.5%	7.6%	7.2%
税前利润	0.4%	0.0%	2.0%	3.6%	5.4%
净利润	0.5%	0.4%	1.6%	3.6%	5.4%
资产质量					
不良贷款率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
不良贷款拨备覆盖率	156.3%	136.7%	135.0%	135.0%	135.0%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.3%	12.7%	13.8%	14.1%	14.5%
一级资本充足率	12.8%	13.3%	14.3%	14.6%	14.9%
资本充足率	14.6%	14.5%	15.9%	16.2%	16.5%
回报率					
平均总资产回报率	16.7%	14.8%	13.5%	12.6%	12.1%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.77	0.78	0.79	0.82	0.87
每股股息（人民币）	0.23	0.23	0.23	0.24	0.26
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.96	6.62	7.23

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，本公司及其僱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。