

工商銀行(1398 HK, HK\$4.57, 目標價: HK\$4.44, 持有) — 內地商業銀行領軍者

- ❖ 「宇宙第一大行」。以資產和市值計算，工商銀行是全球最大的銀行之一。截至2016年6月底，工商銀行的總資產達到人民幣23.5萬億元。作為中國最大的國有商業銀行，工商銀行一直秉承服務於大型中國企業的传统。工行在境內商業銀行業務的多個方面都明顯領先同業。我們相信，未來工行仍將保持在中國銀行業中的領導地位，並將持續拓展更為多元化的業務模式，逐步提高海外市場的滲透率。
- ❖ 「大金融集團」逐漸成型。中國銀行業當下正在經歷轉型期，各家銀行都在本業以外的領域開疆辟野，提升綜合服務能力。工行在商業銀行方面表現穩固，在此基礎上，該行還積極與其他金融機構進行戰略性合作，為客戶提供全方位金融服務。由工行分別持股80%及60%的工銀瑞信基金管理有限公司和工銀安盛人壽有限公司就是兩個最典型的代表。隨著其逐步完善和擴展的「大金融集團」，我們期待未來集團內部將產生更多協同效應。
- ❖ 進一步深入海外市場。儘管被市場稱為「宇宙第一大行」，但工行的業務佈局仍然不夠國際化。2016年上半年，海外總資產及海外營業收入對集團的貢獻僅為11.8%及6.9%。隨著人民幣國際化進程的深化以及中國資本市場的不斷開放，工行的海外業務拓展也取得了不錯的成績。通過戰略入股非洲最大的商業銀行——標準銀行集團，並向標準銀行倫敦收購標準公眾有限公司60%的股權，成立工銀標準銀行，工行得以將自己業務的輻射範圍間接擴大至非洲20多個國家，並參與到環球商品交易和金融市場業務中。儘管海外拓展絕不會是一路坦途，勢必會面對諸多風險，特別是來自經營和政策方面的風險，但國際化也是工行成為一家真正的全球性大行的必經之路。建立一個高效的離岸金融平台將為其未來的增長打下更為堅實的基礎。
- ❖ 「越大越難」，理性看待大型內銀未來增長。由於目前國有中資銀行的規模已經很大，我們相信市場應該以更為理性的視角看待它們未來的增長速度。工行2015年純利已經達到了人民幣2,771億元，我們認為追求業績增長已不再是該行未來發展的首要任務；相反，風險的管控、資產質量的改善和戰略轉型將是該行在中國經濟「新常态」下的主要著眼點。我們預測，工行2016年及2017年的純利將分別按年下跌1.5%及3.2%。不過，我們認為這些可以預見的負面因素，都已基本反應在其較低的估值中。根據P/B-ROE估值法，我們給予工行目標價4.44港元，相當於該行2017年預測市帳率0.67倍。考慮到我們2017年5.38%的預測股息率，我們認為工行的預期回報率為2.5%。首次覆蓋給予「持有」評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	578,901	634,858	668,733	657,084	698,966	763,488
淨利潤(百萬人民幣)	262,649	275,811	277,131	272,919	264,195	269,875
市帳率(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
權益收益率(%)	21.92	19.96	17.01	14.47	12.69	11.78
不良貸款率(%)	0.94	1.13	1.50	1.75	2.07	2.44
撥備覆蓋率(%)	257.19	206.90	156.34	150.89	150.17	150.57

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\$4.57
目標價	HK\$4.44
市值(港幣百萬)	1,729,993
過去3月平均交易(港幣百萬)	1,167.42
52周高/低(港幣)	5.12/ 3.72
發行股數(百萬)	356,407
主要股東(H股)	Temasek Holdings (10.0%)

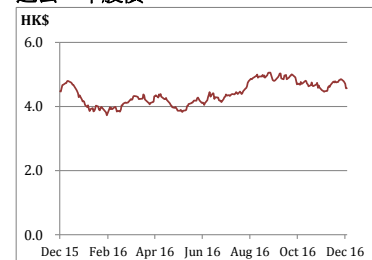
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	1.6%	2.8%
3月	-5.2%	0.3%
6月	12.8%	2.5%

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）	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)
净利息收入	443,335	493,522	507,867	481,990	510,450	555,892
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)
净手续费及佣金收入	122,326	132,497	143,391	150,298	157,840	168,041
其他净收入	625	1,803	4,920	5,510	7,108	9,596
营业收入	578,901	634,858	668,733	657,084	698,966	763,487
营业费用	(204,140)	(218,674)	(220,835)	(172,413)	(182,020)	(197,323)
扣除减值损失前的营业利润	374,761	416,184	447,898	484,671	516,946	566,164
资产减值损失	(38,098)	(56,267)	(86,022)	(128,768)	(172,931)	(214,960)
营业利润	336,440	359,455	360,905	355,002	343,186	350,451
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
税前利润	338,537	361,612	363,235	357,691	346,338	353,809
所得税费用	(75,572)	(85,326)	(85,515)	(84,057)	(81,389)	(83,145)
年度利润	262,965	276,286	277,720	273,634	264,948	270,664
非控制性权益	(316)	(475)	(589)	(715)	(753)	(789)
净利润	262,649	275,811	277,131	272,919	264,195	269,875

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）	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
客户贷款和垫款	9,681,415	10,768,750	11,652,812	12,689,258	13,638,372	14,881,686
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
总资产	18,917,752	20,609,953	22,209,780	24,093,608	26,557,456	29,414,647
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
客户存款	14,620,825	15,556,601	16,281,939	18,268,431	20,436,383	22,970,919
其他	1,748,485	1,976,178	1,861,252	1,952,819	2,068,173	2,268,197
总负债	17,639,289	19,072,649	20,409,261	22,099,683	24,363,324	27,001,271
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
总权益	1,278,463	1,537,304	1,800,519	1,993,925	2,194,132	2,413,376

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利息收入						
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%
总额	97.8%	98.9%	98.1%	97.1%	96.6%	96.1%
增长						
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%
资产质量						
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%
资本充足率						
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%
回报率						
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%
每股数据						
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

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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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责任。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。