

工商銀行 (1398 HK)

傳統業務迎來拐點

- ❖ **2017年上半年營業收入按年增長2.4%**。工商銀行2017年上半年營業收入和純利錄得輕微增長，分別按年增長2.4%及1.8%，至3,367億元人民幣和1,530億元人民幣。業績的增長主要源自淨利息收入的推動。不過，由於財富管理業務監管趨嚴以及推廣普惠金融，工行的淨手續費和佣金收入按年下跌6.2%，至767億元人民幣，其中，財富管理和私人銀行相關的手續費收入按年下跌14.4%。
- ❖ **傳統業務迎來拐點**。由於監管收緊其他融資管道以及貨幣政策偏緊，我們相信中國銀行業的傳統業務已經迎來拐點，盈利能力將逐步企穩。2017年上半年，工商銀行的淨利息收入按年增長7.1%，至2,509億元人民幣，佔營業收入比重達到74.5%。同時，淨息差按年微降5個基點，至2.16%。截至上半年末，工行的客戶貸款達到13.5萬億元人民幣，較上年末增長7,821億元人民幣，增幅達到6.1%。我們預計2017年至2019年，工行的貸款將分別達到13.9萬億元人民幣、15.2萬億元人民幣和16.8萬億元人民幣，年複合增長率為9.8%。此外，我們認為淨利息收入的增加同樣受惠於工行廣闊的資金來源。截至2017年上半年末，工行的客戶存款達到19.0萬億元人民幣，佔總負債的比重按年增長0.55個百分點至81.0%。考慮到市場流動性趨緊以及工行的獨特競爭優勢，我們預計該行的淨息差在2017年至2019年將逐步上升，分別達到2.19%、2.28%和2.31%；淨利息收入將達到5,213億元人民幣、5,946億元人民幣和6,609億元人民幣，年複合增長率達到12.6%。
- ❖ **資產品質保持穩定**。截至2017年上半年末，工行的不良貸款率為1.57%，較2016年末下降5個基點。我們預計2017年至2019年，該行的不良貸款率將分別為1.61%、1.63%和1.64%。我們預測不良貸款率將持續爬升的原因之一是2018年即將實施的IFRS 9。新準則要求商業銀行重新劃分信貸資產，預先確認貸款損失。此外，工行較低的撥備覆蓋率也一直令市場擔憂。今年上半年，工行的撥備覆蓋率為145.8%，較2016年末回升9.1個百分點。
- ❖ **維持持有評級，上調目標價**。未來數年，傳統銀行業務的表現將令中國的商業銀行在業績表現上出現分化。受惠於其自身龐大的規模和在行業中的戰略性地位，我們認為工商銀行的行業領先位置將得以保持。我們將對該行2017年至2019年純利的預測分別上調1.3%、5.9%和7.3%，至2,836億元人民幣、3,001億元人民幣和3,150億元人民幣，年複合增長率5.4%。工行目前的股價相當於2017年預測市帳率的0.87倍和2018年預測市帳率的0.78倍。我們給予該行的最新目標價6.56港元相當於2018年預測市帳率的0.85倍，同時也是可比同業的2018年平均預測市帳率加兩個標準差，以反映該行在商業銀行業務中的領先地位。計入我們預測的2018年股息每股0.249元人民幣，我們預計工行的潛在回報為13.8%。

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	684,763	763,352	836,509
淨利潤(百萬元人民幣)	277,131	278,249	283,616	300,119	315,002
市帳率(x)	1.08	0.98	0.87	0.78	0.71
市盈率(x)	6.71	6.63	6.51	6.15	5.86
股息率(%)	4.51	4.53	4.54	4.81	5.05
權益收益率(%)	16.69	14.80	13.57	12.87	12.29
不良貸款率(%)	1.50	1.62	1.61	1.63	1.64
撥備覆蓋率(%)	156.34	136.69	145.01	150.58	150.42

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有 (維持)

目標價	HK\$6.56
(此前目標價)	HK\$5.04
潛在升幅	9.0%
當前股價	HK\$6.02

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(百萬元)	2,432,458
3月平均流通量(百萬元)	1,818.28
52周內股價高/低(港元)	6.07/4.43
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%
BlackRock, Inc.	5.02%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.4%	6.3%
3-月	13.8%	5.2%
6-月	16.5%	-0.4%

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	861,155	955,480	1,052,230
利息支出	(363,912)	(319,634)	(339,847)	(360,877)	(391,356)
淨利息收入	507,867	471,846	521,309	594,603	660,874
手續費及佣金收入	161,670	164,714	157,468	160,612	163,807
手續費及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(16,692)	(16,864)	(17,200)
淨手續費及佣金收入	143,391	144,973	140,776	143,748	146,607
其他淨收入	17,475	24,862	22,678	25,001	29,027
營業收入	668,733	641,681	684,763	763,352	836,509
營業費用	(220,835)	(193,112)	(183,106)	(203,395)	(222,091)
扣除減值損失前的營業利潤	447,898	448,569	501,657	559,957	614,417
資產減值損失	(86,022)	(86,138)	(131,340)	(168,310)	(203,238)
營業利潤	360,905	360,675	369,267	390,739	410,263
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,330	2,604	2,980	3,258	3,315
稅前利潤	363,235	363,279	372,247	393,997	413,578
所得稅費用	(85,515)	(84,173)	(87,478)	(92,589)	(97,191)
年度利潤	277,720	279,106	284,769	301,408	316,387
非控制性權益	(589)	(857)	(1,153)	(1,289)	(1,385)
淨利潤	277,131	278,249	283,616	300,119	315,002

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	3,594,953	3,862,044	4,166,898
存放和拆放同業及其他金融機構款項	683,793	797,473	819,862	879,394	943,358
投資	5,009,963	5,481,174	5,652,367	5,867,394	6,098,737
客戶貸款和墊款	11,652,812	12,767,334	13,904,711	15,236,809	16,772,269
對聯營及合營公司的投資	24,185	30,077	30,159	32,589	33,025
其他	1,779,394	1,710,419	1,565,101	1,646,310	1,729,406
總資產	22,209,780	24,137,265	25,567,153	27,524,540	29,743,693
向中央銀行借款	210	545	501	526	553
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	1,791,742	1,698,687
客戶存款	16,281,939	17,825,302	19,365,271	21,026,857	22,922,456
其他	1,861,252	2,313,456	2,119,737	2,238,636	2,433,821
總負債	20,409,261	22,156,102	23,344,076	25,057,761	27,055,516
歸屬於母公司股東的權益	1,789,474	1,969,751	2,210,443	2,453,070	2,674,239
非控制性權益	11,045	11,412	12,634	13,709	13,938
總權益	1,800,519	1,981,163	2,223,077	2,466,779	2,688,177

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	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	75.9%	73.5%	76.1%	77.9%	79.0%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	20.6%	18.8%	17.5%
其他净收入	2.6%	3.9%	3.3%	3.3%	3.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	8.8%	11.0%	10.1%
利息支出	2.1%	-12.2%	6.3%	6.2%	8.4%
净利息收入	2.9%	-7.1%	10.5%	14.1%	11.1%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	-2.9%	2.1%	2.0%
其他净收入	97.7%	42.3%	-8.8%	10.2%	16.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	6.7%	11.5%	9.6%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	11.8%	11.6%	9.7%
税前利润	0.4%	0.0%	2.5%	5.8%	5.0%
净利润	0.5%	0.4%	1.9%	5.8%	5.0%
资产质量					
不良贷款率	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
不良贷款拨备覆盖率	156.3%	136.7%	145.0%	150.6%	150.4%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.3%	12.7%	13.3%	13.5%	13.7%
一级资本充足率	12.8%	13.3%	13.8%	14.0%	14.1%
资本充足率	14.6%	14.5%	15.5%	15.7%	15.8%
回报率					
平均总资产回报率	16.7%	14.8%	13.6%	12.9%	12.3%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
每股数据					
每股利润(人民币)	0.77	0.78	0.80	0.84	0.88
每股股息(人民币)	0.23	0.23	0.23	0.25	0.26
每股账面值(人民币)	4.80	5.29	5.96	6.64	7.26

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。