

中國銀行業

信用風險上升，偏好防禦性更強的銀行

- ❖ **未來資產質量波動將會增大。**中國的宏觀經濟目前面臨的下行壓力加劇，就內部而言，消費和投資對經濟的拉動能力依然偏弱，外部而言，中美貿易戰全面升級甚至形成持久戰的可能性增大。我們預期未來企業的盈利能力將會走弱，從而導致信用風險上升。由於銀行業資產質量的變化通常滯後於經濟周期3至6個月，因此我們預期今年第四季度至2019年第一季度，行業的不良貸款額將會上升，儘管今年三季度資產質量數據預計仍將呈現向好態勢。
- ❖ **A股上市企業存在潛在信用質量惡化風險。**我們選取了超過3,400家A股上市非金融企業，對其利息覆蓋率（EBIT/利息開支）進行分析，計算出隱含的不良貸款率。當利息覆蓋率小於一倍時，相關負債即被認定為潛在不良貸款。2018年上半年，我們計算出的隱含不良率由2017年的4.3%，上升至4.8%，顯示企業的償債能力或有所下降。我們同時注意到，取樣的企業2018年上半年的杠杆率上升了3個百分點，意味著它們更易面臨信用違約風險或財務困難。
- ❖ **資產質量風險依然可控。**我們預期我們覆蓋的銀行2018年平均不良生成率將由2017年的80個基點，上升至115個基點，主要由於信用風險的上升，以及更嚴格的不良貸款認定。不過，行業整體的資產質量下滑風險應該處於可控範圍，因為上一個資產質量周期遺留下來的壞賬已基本得到確認並處置。此外，政府為呵護社融及減低企業稅賦負擔而推出的政策支援，也可部分抵消貿易戰對宏觀經濟帶來的衝擊。
- ❖ **對信貸風險抵禦能力較強的銀行具備以下特點：**1) 零售貸款占比較高，有利於分散風險，降低信貸資產的順周期性；2) 對製造業、批發和零售業、採礦業、建築業和房地產開發等高風險行業（不良貸款率大於1%）的公司貸款敞口較小；3) 不良貸款認定嚴格，不良貸款對90天以上逾期貸款比率更高；以及4) 撥備前利潤增長強勁，可以預留更多空間提升風險抵補能力。就以上標準而言，**建行及農行較同業更具優勢。**
- ❖ **維持行業「優於大市」評級，看好防禦性更強的銀行。**我們預期中國銀行業的股價表現在未來12個月內將跑贏恒指，主要得益於盈利的回升以及監管不明朗因素的解除。不過，在宏觀經濟下行壓力加大的情況下，信用風險將逐步抬升，我們認為未來幾個季度，資產質量將可能成為股價表現的決定性因素。我們仍然建議投資者選擇風險偏好較低、資本實力強勁的大行。

估值表

公司名稱	股份代碼	股價	目標價	評級	市帳率(倍)	市盈率(倍)	股息率	股本回報率
		(港元)	(港元)		2018E	2018E	2018E	2018E
工商銀行	1398 HK	5.38	7.60	買入	0.73	5.5	5.5%	13.9%
建設銀行	939 HK	6.45	9.30	買入	0.74	5.4	5.6%	14.2%
農業銀行	1288 HK	3.64	5.30	買入	0.69	5.2	5.7%	13.8%
中國銀行	3988 HK	3.33	5.20	買入	0.55	4.8	6.5%	12.1%
中信銀行	998 HK	4.92	5.90	買入	0.52	4.7	6.6%	11.6%
交通銀行	3328 HK	5.55	6.40	持有	0.54	5.0	6.3%	11.2%
民生銀行	1988 HK	5.63	6.20	持有	0.50	3.8	3.8%	12.9%
光大銀行	6818 HK	3.45	3.70	持有	0.53	4.8	6.5%	11.5%

資料來源：彭博、招銀國際研究預測

優於大市

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

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。