工商銀行 (1398 HK)

盈利能力提升，撥備覆蓋率持續改善

- **2017 年第三季度盈利能力明顯改善。**工商銀行 2017 年第三季度單季純利按年增長 3.3%，增幅在第二季的 2.3%及第一季的 1.4%基礎上進一步提升。這主要是由於：1）淨利息收入的强勁帶動，按年增長 13.8%，以及 2）淨手續費佣金收入的跌幅收窄，由第二季度的按年下降 6.6%和第一季度按年下降 5.8%，改善至按年跌 3.3%。工行仍然保持著較為審慎的撥備原則，當季貸款減值損失按年增長 40.1%，增速與前兩季相若，但其他資產計提的減值損失按年大幅增長逾 8.7 倍，至 11.6 億元人民幣。今年首三季度，工行經營收入按年增長 4.6%至 5,062.7 億元人民幣，淨利潤按年增長 2.3%至 2,280.0 億元人民幣。

- **資產負債結構優化，定價能力增强，推動淨息差擴張。**2017 年首三季度，工行淨息差較上半年改善 1 個基點，至 2.17%。淨息差持續回升的原因在於：1）存款規模保持穩定增長，日均餘額中成本較低的活期存款顯著提升，負債結構優化，成本有所下降；2）對新增貸款的定價能力不斷增强，三季度貸款收益率較二季度和一季度分別提升 6 個基點和 25 個基點；3）在流動性偏緊的情況下，市場利率抬升，擁有充足資金參與金融市場業務的工行因而受惠。

- **資產質量保持穩定。**截至 2017 年第三季末，工行的不良貸款率為 1.56%，較上季末繼續改善 1 個基點。同時，工行的撥備覆蓋率穩步回升至 148.42%。第三季末，作為不良貸款先行指標的關注類貸款占比和逾期貸款占比，分別較年初下降 66 個基點和 61 個基點，降幅遠高於不良貸款率 6 個基點的下降幅度。此外，工行還加大了對不良貸款的處置和現金清收力度，前三季共處置約 1,300 億元人民幣不良貸款。隨著資產質量較好的新增貸款不斷增長，我們預計工行 2017 年至 2019 年的不良貸款率將穩定在 1.57%、1.58%和 1.58%，同時撥備覆蓋率將繼續提升，直至達到 150%的監管紅綫。

- **資本實力得到有效補充。**工行早前宣布，已獲得監管部門批准，可在 2017 年年內發行最多不超過 880 億元人民幣的二級資本債券。截至 2017 年三季度末，工行的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率分別為 12.88%、13.40%和 14.67%，再度領先可比同業。在二級資本債券發行完畢後，我們認為工行的資本實力將進一步得到增强。根據權重法，我們預計該行 2017 年年末的核心一級資本充足率、一級資本充足率及資本充足率將分別升至 13.27%、13.78%和 15.49%。

- **維持持有評級。**隨著資本實力的增强、資產質量的穩定和盈利能力的回升，工行的市場領導地位可得到進一步鞏固。但今年以來，工行的股價表現已超出可比同業 18.5 至 29.3 個百分點。我們將工行 2017 年至 2019 年的純利預測輕微提升至 2,839.5 億元人民幣、3,011.4 億元人民幣和 3,154.1 億元人民幣。工行目前的股價相當於 2018 年預測市帳率的 0.82 倍。我們給予該行的最新目標價 6.45 港元相當於 2018 年預測市帳率的 0.84 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。

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	283,950	301,136	315,408
市帳率 (x)	1.12	1.01	0.91	0.82	0.75
市盈率 (x)	6.95	6.87	6.73	6.35	6.06
股息率 (%)	4.35	4.37	4.39	4.66	4.88
權益收益率(%)	16.69	14.80	13.65	13.09	12.51
不良貸款率 (%)	1.50	1.62	1.57	1.58	1.58
撥備覆蓋率 (%)	156.34	136.69	148.46	150.68	151.31

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

持有（維持）

目標價	HK$6.45
(此前目標價	HK$6.56)
潛在升幅	2.2%
當前股價	HK$6.31

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(百萬港元)	2,524,485
3 月平均流通量 (百萬港元)	2,016.24
52 周內股價高/低 (港元)	6.48/4.43
總股本 (百萬)	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%
中國平安保險（集團）股份有限公司	5.15%

資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.2%	6.7%
3-月	16.8%	12.2%
6-月	25.8%	8.9%

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

年结：12月31日（百万元人民币）	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)
净利息收入	**507,867**	**471,846**	**521,309**	**594,603**	**660,874**
手续费及佣金收入	161,670	164,714	157,468	160,612	163,807
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(16,692)	(16,864)	(17,200)
净手续费及佣金收入	**143,391**	**144,973**	**140,776**	**143,748**	**146,607**
其他净收入	17,475	24,862	22,678	25,001	29,027
营业收入	**668,733**	**641,681**	**684,763**	**763,352**	**836,509**
营业费用	(220,835)	(193,112)	(183,106)	(203,395)	(222,091)
扣除减值损失前的营业利润	**447,898**	**448,569**	**501,657**	**559,957**	**614,417**
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(130,503)	(167,130)	(202,958)
营业利润	**360,905**	**360,675**	**369,703**	**392,069**	**410,794**
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	2,980	3,258	3,315
税前利润	**363,235**	**363,279**	**372,683**	**395,327**	**414,109**
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(87,581)	(92,902)	(97,316)
年度利润	**277,720**	**279,106**	**285,103**	**302,425**	**316,793**
非控制性权益	(589)	(857)	(1,153)	(1,289)	(1,385)
净利润	**277,131**	**278,249**	**283,950**	**301,136**	**315,408**

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（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,682,953	3,772,940	4,066,736
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	819,862	875,403	924,615
投资	5,009,963	5,481,174	5,696,952	5,969,421	6,154,199
客户贷款和垫款	**11,652,812**	**12,767,334**	**13,905,452**	**15,248,465**	**16,784,910**
对联营及合营公司的投资	24,185	30,077	30,188	32,589	33,025
其他	1,779,394	1,710,419	1,574,302	1,685,866	1,780,211
总资产	**22,209,780**	**24,137,265**	**25,709,710**	**27,584,683**	**29,743,696**
向中央银行借款	210	545	491	515	541
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	1,791,742	1,698,687
客户存款	**16,281,939**	**17,825,302**	**19,365,271**	**21,026,857**	**22,922,456**
其他	1,861,252	2,313,456	2,281,970	2,340,727	2,475,672
总负债	**20,409,261**	**22,156,102**	**23,506,298**	**25,159,841**	**27,097,355**
归属于母公司股东的权益	**1,789,474**	**1,969,751**	**2,190,777**	**2,411,134**	**2,632,403**
非控制性权益	11,045	**11,412**	**12,634**	**13,709**	**13,938**
总权益	**1,800,519**	**1,981,163**	**2,203,411**	**2,424,843**	**2,646,342**

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%	2.6%	6.1%	4.8%
净利润	**0.5%**	**0.4%**	**2.0%**	**6.1%**	**4.7%**
资产质量					
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.57%	1.58%	1.58%
不良贷款拨备覆盖率	156.34%	136.69%	148.46%	150.68%	151.31%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.25%	12.72%	13.27%	13.48%	13.65%
一级资本充足率	12.82%	13.27%	13.78%	13.95%	14.08%
资本充足率	14.58%	14.48%	15.49%	15.63%	15.71%
回报率					
净资产收益率	16.69%	14.80%	13.65%	13.09%	12.51%
平均总资产回报率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.10%
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）	0.233	0.234	0.235	0.250	0.262
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.91	6.52	7.14

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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大厦 45 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。報告所載數據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，幷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，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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采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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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信息，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。