

中國銀行 (3988 HK)

盈利能力的恢復或將受益於美元加息進程

❖ **2017 年撥備前利潤增長符合預期。**2017 年，中國銀行撥備前利潤達到 3,099 億元人民幣，按年微降 0.2%，與我們預期相符，若撇除出售南洋商業銀行、集友銀行等的一次性收益後，撥備前利潤按年增長 8.6%。純利增速低於我們的預期，主要由於中行維持了較高的減值損失，純利按年增長 4.8%，至 1,724 億元人民幣。

❖ **淨息差溫和改善，預期 2018 年將有更好表現。**2017 年中行淨利息收入按年增長 10.6%，至 3,384 億元人民幣。淨息差按年回升 1 個基點至 1.84%，但與前三季相比，淨息差下降 1 個基點，主要由於 2017 年下半年同業負債成本上升較快所致。不過，中行的整體存款成本保持穩定，而境內存款成本更下降 13 個基點，主要是由於活期存款占比按年提升 0.9 個百分點至 49.4%，以及境內人民幣存款日均餘額按年增長 12.5%。在生息資產端，利息收益率按年上升 1 個基點。過去幾年，在全球低息環境下，中行的淨息差擴張部分受制於其占比較高的海外業務。而在目前美元進入加息週期的背景下，我們期望 2018 年海外業務將對中行的淨息差產生正面影響。

❖ **資產品質改善較緩。**2017 年，中行的不良貸款率按年下降 1 個基點，至 1.45%，但年中不良貸款率走勢呈現反彈，第四季度環比及下半年環比分別回升 4 個基點及 7 個基點。我們認為主要是由下半年境內公司貸款的資產質量惡化導致的，其不良率環比上升 19 個基點，而境內個人貸款和境外貸款的不良率環比則分別下降 6 個基點及持平。其他指標也顯示中行的資產質量短期仍然承壓：1) 關注類貸款占比下半年環比上升 14 個基點至 2.91%，以及 2) 下半年不良生成率經測算環比上升 22 個基點至 1.05%。不過，好的一點是，逾期貸款餘額環比下降 3.5%，而不良貸款比逾期 90 天以上貸款比例環比提升 10.2 個百分點至 120.5%，顯示不良確認更加嚴格。中行貸款結構中，有 21.2% 的境外貸款和 32.0% 的境內個人貸款，其不良率分別為 0.18% 及 0.76%，維持低位且持續改善，對中行的資產質量起到了很好的穩定作用。我們預期 2018 年中行的資產質量將逐步企穩。

❖ **提出建立“新時代全球一流銀行”新戰略，維持買入評級。**中行提出了到 2050 年建成“新時代全球一流銀行”的戰略目標，其中重點涉及對金融科技的投入（占每年營業收入的 1%-2%）、發展低資本消耗業務、繼東南亞業務後將繼續對其他海外區域平台進行整合等。我們認為該戰略對於中行的長遠發展具有積極的引導作用。基於對資產負債表增速的修正，我們將 2018 年及 2019 年的淨利潤預測小幅下調 3.0% 和 1.9% 至人民幣 1,855 億元和人民幣 2,031 億元。現時中行的估值相當於 2018 年預測市帳率的 0.66 倍。我們仍然維持買入評級，最新目標價為 5.2 港元，相當於 2018 年預測市帳率 0.81 倍。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	473,912	485,656	483,761	519,096	561,805
淨利潤 (百萬元人民幣)	170,845	164,578	172,407	185,510	203,059
每股盈利 (元人民幣)	0.56	0.54	0.57	0.61	0.67
每股盈利變動 (%)	(6.8)	(4.1)	4.9	7.8	9.7
市帳率 (x)	0.84	0.77	0.73	0.66	0.60
市盈率 (x)	6.11	6.37	6.07	5.63	5.13
股息率 (%)	5.08	4.87	5.10	5.50	6.04
權益收益率 (%)	13.97	12.12	11.86	11.83	11.84
不良貸款率 (%)	1.43	1.46	1.45	1.43	1.41
撥備覆蓋率 (%)	153.30	162.82	159.18	161.63	167.63

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入 (維持)

目標價	HK\$5.2
(此前目標價)	HK\$4.71
潛在升幅	+22.1%
當前股價	HK\$4.26

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：samsonman@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬港元)	1,377,526
3 月平均流通量(百萬港元)	2,314.36
52 周內股價高/低(港元)	4.96/3.57
總股本(百萬)	294,355.9

資料來源：彭博

股東結構 (H 股)

全國社會保障基金理事會	8.99%
BlackRock, Inc.	7.15%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.5%	2.1%
3-月	7.7%	9.2%
6-月	9.6%	0.4%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.boc.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	622,616	675,735	740,400
利息支出	(286,406)	(260,091)	(284,227)	(305,895)	(334,425)
淨利息收入	328,650	306,048	338,389	369,840	405,975
手續費及佣金收入	100,905	98,319	100,800	102,595	105,425
手續費及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(12,109)	(12,311)	(12,651)
淨手續費及佣金收入	92,410	88,664	88,691	90,283	92,774
其他淨收入	52,852	90,944	56,681	58,972	63,056
營業收入	473,912	485,656	483,761	519,096	561,805
營業費用	(185,401)	(175,069)	(173,859)	(179,843)	(194,043)
扣除減值損失前的營業利潤	288,511	310,587	309,902	339,252	367,762
資產減值損失	(59,274)	(89,072)	(88,161)	(97,326)	(101,150)
營業利潤	229,237	221,515	221,741	241,926	266,613
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,334	897	1,162	1,505	1,950
稅前利潤	231,571	222,412	222,903	243,431	268,563
所得稅費用	(52,154)	(38,361)	(37,917)	(43,452)	(46,998)
年度利潤	179,417	184,051	184,986	199,978	221,564
非控制性權益	(8,572)	(19,473)	(12,579)	(14,468)	(18,505)
淨利潤	170,845	164,578	172,407	185,510	203,059

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	2017	2018E	2019E
現金及存放同業	654,378	659,982	560,463	526,937	517,141
存放中央銀行	2,196,063	2,271,640	2,227,614	2,228,959	2,340,983
拆放同業	426,848	594,048	575,399	558,137	569,300
投資	3,595,095	3,972,884	4,554,722	4,951,166	5,283,922
客戶貸款和墊款淨額	8,935,195	9,735,646	10,644,304	11,620,773	12,717,498
其他	1,008,018	914,689	904,922	965,848	1,025,668
總資產	16,815,597	18,148,889	19,467,424	20,851,820	22,454,512
同業存入	1,764,320	1,420,527	1,425,262	1,439,515	1,482,700
對中央銀行負債	415,709	867,094	1,035,797	1,189,095	1,319,895
客戶存款	11,729,171	12,939,748	13,657,924	14,326,300	15,162,129
發行債券	282,929	362,318	499,128	673,823	875,970
其他	817,919	769,318	772,542	811,848	853,223
總負債	15,457,992	16,661,797	17,890,745	19,125,706	20,570,878
本行股東應享權益	1,304,946	1,411,682	1,496,016	1,640,198	1,791,016
非控制性權益	52,659	75,410	80,663	85,916	92,617
總權益	1,357,605	1,487,092	1,576,679	1,726,114	1,883,633

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2015	2016	2017	2018E	2019E
利息收入					
淨利息收入	69.3%	63.0%	69.9%	71.2%	72.3%
淨手續費及佣金收入	19.5%	18.3%	18.3%	17.4%	16.5%
其他淨收入	11.2%	18.7%	11.7%	11.4%	11.2%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增長					
利息收入	2.1%	-8.0%	10.0%	8.5%	9.6%
利息支出	1.7%	-9.2%	9.3%	7.6%	9.3%
淨利息收入	2.4%	-6.9%	10.6%	9.3%	9.8%
淨手續費及佣金收入	1.3%	-4.1%	0.0%	1.8%	2.8%
其他淨收入	20.2%	72.1%	-37.7%	4.0%	6.9%
營業收入	3.9%	2.5%	-0.4%	7.3%	8.2%
扣除減值損失前的營業利潤	3.6%	7.7%	-0.2%	9.5%	8.4%
稅前利潤	0.0%	-4.0%	0.2%	9.2%	10.3%
淨利潤	0.7%	-3.7%	4.8%	7.6%	9.5%
資產質量					
不良貸款率	1.43%	1.46%	1.45%	1.43%	1.41%
不良貸款撥備覆蓋率	153.30%	162.82%	159.18%	161.63%	167.63%
信貸成本	0.63%	0.91%	0.81%	0.82%	0.80%
資本充足率					
核心一級資本充足率	11.10%	11.37%	11.15%	12.03%	12.08%
一級資本充足率	12.07%	12.28%	12.02%	12.88%	12.87%
資本充足率	14.06%	14.28%	14.19%	15.10%	15.11%
回報率					
平均淨資產收益率	13.97%	12.12%	11.86%	11.83%	11.84%
平均總資產回報率	1.07%	0.94%	0.92%	0.92%	0.94%
每股數據					
每股利潤（元人民幣）	0.56	0.54	0.57	0.61	0.67
每股股息（元人民幣）	0.175	0.168	0.176	0.190	0.208
每股賬面值（元人民幣）	4.09	4.46	4.74	5.23	5.75

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45&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士。