

中國銀行(3988 HK, HK\$3.47, 目標價: HK\$3.58, 持有) — 肩負中國銀行業國際化的重任

- ❖ **中國國際化程度最高的銀行。**由於歷史因素及其自身獨特的定位，中國銀行的海外業務發展一直領先於同業。截至 2016 年上半年，中國銀行海外資產佔比達到總資產的 28.4%；其海外業務營業收入佔總營業收入比重，亦由 2013 年的 17.4%，上升至 2016 年上半年的 28.2%。近年來，中國銀行持續整合和推進其海外業務的布局和發展，我們認為其中至關重要的一步是將東盟地區業務轉讓予其海外業務的重要平台——中銀香港(2388 HK)。在「一帶一路」戰略及中國企業「走出去」的大背景下，中國銀行可藉助對旗下資源的不斷整合，更好地把握政策機遇與商業契機，進一步拓展其海外版圖。
- ❖ **跨境人民幣業務的先驅。**中國銀行在跨境人民幣業務領域佔據領先地位，截至 2015 年末，其跨境人民幣結算量及清算量均位列全球第一。鑒於人民幣近期被納入特別提款權(SDR)貨幣籃子，我們相信，海外市場未來對於人民幣資產配置的需求將進一步增長。借助其多元化的業務平台，以及境內外龐大的分支網路，中國銀行將繼續在人民幣國際化進程中扮演重要角色。
- ❖ **中國銀行業未來將何去何從？**儘管海外業務佔比較高，在一定程度上分散了風險，但與其他同業一樣，主體業務立足於國內的中國銀行也面臨著諸多行業中不利趨勢的挑戰，包括內地資產質素的下降，以及監管部門對理財產品日益嚴格的管控。為解決不良資產上升的問題，現階段政府及監管部門推出了「債轉股」以及不良資產證券化兩種新途徑，中行作為首批不良資產證券化試點銀行之一亦成功發行一隻產品。但在實際操作中，兩種方法仍存在許多不確定因素，它們的實際效果亦有待更多案例進行檢驗。
- ❖ **我們認為較低的估值已經大部分反映了未來潛在的負面因素。**現時，同業股價相當於 2017 年預測市賬率 0.67 倍，而中國銀行股價相當於 2017 年預測市賬率 0.61 倍。我們認為，較低的估值已基本反映了銀行業面對的不利狀況帶來的潛在負面影響，特別是盈利增速的下跌以及未來更多不良資產的暴露。我們預測，2016 年至 2018 年，中國銀行的營業收入及淨利潤的年複合增長率分別為 1.3% 及 1.7%。展望未來，我們認為銀行業以下幾個方面值得投資者持續關注，包括其自身的風險管控、互聯網金融的發展、業務國際化程度的不斷加深以及日趨嚴格的理財產品業務新規所帶來的影響。
- ❖ **首次給予目標價 3.58 港元。**我們認為，採用其他四家大型國有銀行的 P/B-ROE 綫性回歸模型是對中國銀行最合理的估值方式。根據綫性分析得出的 P/B 公式以及我們預測的中行 2017 年 11.74% 的權益收益率進行計算，我們首次給予中行目標價為 3.58 港元，相當於該行 2017 年預測市賬率的 0.63 倍。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)	407,509	456,328	473,912	516,439	505,088	530,353
淨利潤(百萬人民幣)	156,911	169,595	170,845	171,693	173,950	177,665
市賬率	0.90	0.81	0.73	0.66	0.61	0.56
股息率(%)	6.57	6.37	5.88	5.64	5.72	5.84
權益收益率(%)	18.00	16.43	13.97	12.59	11.74	11.10
不良貸款率(%)	0.96	1.18	1.43	1.60	1.72	1.91
撥備覆蓋率(%)	229.35	187.60	153.30	151.56	150.31	150.11

來源: 公司及招銀國際研究部預測

中國銀行(3988 HK)

評級	持有
收市價	HK\$3.47
目標價	HK\$3.58
市值(港幣百萬)	1,115,705
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	1,027.23
52 周高/低(港幣)	3.88/ 2.83
發行 H 股數(百萬)	83,622.3
主要股東	中央匯金(64.6%)

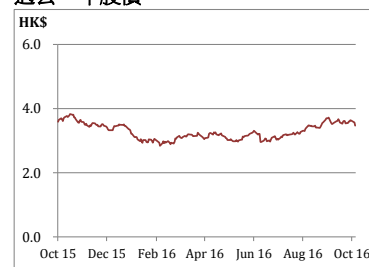
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.0%	-1.8%
3 月	14.8%	3.9%
6 月	15.2%	0.3%

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	518,995	602,680	615,056	571,241	599,756	630,893
利息支出	(235,410)	(281,578)	(286,406)	(251,728)	(267,833)	(290,939)
净利息收入	283,585	321,102	328,650	319,513	331,923	339,954
手续费及佣金收入	88,585	98,538	100,905	99,764	102,730	107,079
手续费及佣金支出	(6,493)	(7,298)	(8,495)	(8,231)	(8,424)	(8,727)
净手续费及佣金收入	82,092	91,240	92,410	91,534	94,306	98,352
其他净收入	41,832	43,986	52,852	105,393	78,859	92,047
营业收入	407,509	456,328	473,912	516,439	505,088	530,353
营业费用	(172,314)	(177,788)	(185,401)	(178,172)	(166,679)	(171,304)
扣除减值损失前的营业利润	235,195	278,540	288,511	338,268	338,409	359,049
资产减值损失	(23,510)	(48,381)	(59,274)	(89,656)	(84,998)	(99,840)
营业利润	211,685	230,159	229,237	248,612	253,411	259,209
联营企业及合营企业投资净收益	1,092	1,319	2,334	1,489	1,873	2,115
税前利润	212,777	231,478	231,571	250,101	255,284	261,324
所得税费用	(49,036)	(54,280)	(52,154)	(56,273)	(57,439)	(58,798)
年度利润	163,741	177,198	179,417	193,828	197,845	202,526
非控制性权益	(6,830)	(7,603)	(8,572)	(22,135)	(23,895)	(24,861)
净利润	156,911	169,595	170,845	171,693	173,950	177,665

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
现金及存放同业	702,584	813,054	654,378	712,923	780,410	839,050
存放中央银行	2,132,001	2,306,088	2,196,063	2,188,277	2,362,987	2,562,256
拆放同业	512,888	402,280	426,848	503,681	554,049	609,454
投资	2,403,631	2,710,375	3,595,095	3,920,711	4,466,212	5,164,935
客户贷款和垫款净额	7,439,742	8,294,744	8,935,195	9,750,743	10,579,180	11,451,110
其他	683,453	724,841	1,008,018	831,880	891,616	984,155
总资产	13,874,299	15,251,382	16,815,597	17,908,214	19,634,454	21,610,960
同业存入	1,551,624	1,780,247	1,764,320	1,658,461	1,807,722	1,970,417
对中央银行负债	200,939	348,271	415,709	750,355	937,943	1,224,016
客户存款	10,097,786	10,885,223	11,729,171	12,686,085	13,760,691	14,959,199
发行债券	224,704	278,045	282,929			
其他	837,769	776,168	1,265,863	312,797	328,526	335,568
总负债	12,912,822	14,067,954	15,457,992	1,002,562	1,149,332	1,300,829
本行股东应享权益	923,916	1,140,859	1,304,946	1,422,060	1,540,192	1,661,361
非控制性权益	37,561	42,569	52,659	75,895	110,047	159,569
总权益	961,477	1,183,428	1,357,605	1,497,955	1,650,239	1,820,930

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利息收入						
净利息收入	69.6%	70.4%	69.3%	61.9%	65.7%	64.1%
净手续费及佣金收入	20.1%	20.0%	19.5%	17.7%	18.7%	18.5%
其他净收入	10.3%	9.6%	11.2%	20.4%	15.6%	17.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长						
利息收入	2.5%	16.1%	2.1%	-7.1%	5.0%	5.2%
利息支出	-5.7%	19.6%	1.7%	-12.1%	6.4%	8.6%
净利息收入	10.4%	13.2%	2.4%	-2.8%	3.9%	2.4%
净手续费及佣金收入	17.4%	11.1%	1.3%	-0.9%	3.0%	4.3%
其他净收入	6.5%	5.1%	20.2%	99.4%	-25.2%	16.7%
营业收入	11.3%	12.0%	3.9%	9.0%	-2.2%	5.0%
扣除减值损失前的营业利润	13.9%	18.4%	3.6%	17.2%	0.0%	6.1%
税前利润	13.4%	8.8%	0.0%	8.0%	2.1%	2.4%
净利润	12.4%	8.1%	0.7%	0.5%	1.3%	2.1%
资产质量						
不良贷款率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%
不良贷款拨备覆盖率	229.4%	187.6%	153.3%	151.6%	150.3%	150.1%
信贷成本	0.3%	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
资本充足率						
核心一级资本充足率	9.1%	9.4%	10.0%	10.6%	10.9%	11.0%
一级资本充足率	9.1%	10.1%	10.9%	11.4%	11.6%	11.7%
资本充足率	11.7%	12.4%	12.8%	13.3%	13.5%	13.7%
回报率						
平均总资产回报率	18.0%	16.4%	14.0%	12.6%	11.7%	11.1%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
每股数据						
每股利润（人民币）	0.56	0.61	0.56	0.58	0.59	0.60
每股股息（人民币）	0.20	0.19	0.18	0.17	0.17	0.17
每股账面值（人民币）	3.31	3.70	4.09	4.49	4.89	5.30

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。