

中國銀行 (3988 HK, HK\$3.86, 目標價: HK\$4.34, 買入) — 經營策略, “穩”字當先

- ❖ **國有五大行中唯一 2016 年純利下跌的銀行。**2016 年，中國銀行的經營收入按年小幅增長 2.5%，至人民幣 4,857 億元，但純利卻按年下跌 3.7%，至人民幣 1,646 億元。在淨利息收入及淨佣金和手續費收入分別按年下跌 6.9% 及 4.1% 的情況下，金融投資收益和出售南洋商業銀行所得收益港幣 300 億元成為推動中行去年營業收入的主要增長點。該行的派息比率仍保持在 31.1% 的水準，但受盈利減少影響，每股股息按年下降 4.0%，至每股 0.168 元人民幣。
- ❖ **“穩健”為未來發展奠定良好基礎。**中行純利的下降是由於撥備覆蓋率的提升，從 2015 年的 153.3% 上升至 2016 年的 162.8%。截至 2016 年末，中行的不良貸款率按年增長 0.03 個百分點，至 1.46%，但與 2016 年 6 月底相比則下降了 0.01 個百分點。我們認為，銀行的資產質量仍然面臨嚴峻考驗，未來風險仍將持續暴露，預計該行 2017 年至 2019 年的不良貸款率分別為 1.50%、1.58% 和 1.63%。儘管去年純利錄得輕微下降，但我們對於中行審慎的撥備原則持積極看法，這將為該行未來的發展以及應對潛在不良貸款的持續暴露奠定更為堅實的基礎。
- ❖ **盈利受惠於境外業務。**2016 年，中行的淨利息收入按年下跌 6.9%，至人民幣 3,060 億元。與同業相比，中行的傳統借貸業務盈利能力保持較強，期內淨利息收益率 (NIM) 為 1.83%，按年下跌 29 個基點 (其中營改增的影響為 9 個基點)。淨利息收益率的跌幅要小於同業，我們相信這主要是由於該行的海外業務佔比較高所致。2016 年，海外業務的淨利息收益率按年僅微降 12 個基點，至 0.96%。在境內外貨幣政策收緊的背景下，我們認為該行 NIM 進一步下跌的空間將持續收窄，預計 2017 年和 2018 年將分別為 1.75% 和 1.70%。
- ❖ **境外業務在稅前利潤中的占比提升。**2016 年，中行境外業務的稅前利潤按年增長 39.4%，至 122 億美元，對集團稅前利潤總額的貢獻達到了 36.3%，按年上升 12.7 個百分點。同時，境外資產也佔據了該行總資產的 26.0%。中銀香港 (2388 HK) 擁有較為穩定的淨利息收益率及較為良好的資產品質，已經成為中行最重要的海外業務平台。中銀香港下一步的主要任務是整合中行在東盟地區的資源以及持續創造和中國銀行境內業務的協同效應。
- ❖ **下調純利預測，但評級升至買入。**以中行 2016 年審慎的撥備政策為參考，在預測 2017 年及 2018 年撥備覆蓋率為 167.02% 及 167.13% 的大前提下，我們對該行這兩個財年的純利預測分別下調 7.37% 和 5.08%，至人民幣 1,611 億元和人民幣 1,686 億元。該行目前的股價相當於 2017 年預測市帳率的 0.71 倍。我們的新目標價 4.34 港元，相當於該行 2017 年預測市帳率的 0.80 倍，也是可比同業的 2017 年平均預測市帳率加一個標準差。考慮到該行將派發每股 0.168 元人民幣的股息，我們預期中國銀行的潛在回報率將達到 16.3%。**評級調升至買入。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	473,912	485,656	484,093	508,752	540,738
淨利潤 (百萬人民幣)	170,845	164,578	161,128	168,643	181,637
市帳率 (x)	0.84	0.77	0.71	0.66	0.61
股息率 (%)	5.11	4.89	4.78	5.01	5.41
權益收益率 (%)	13.97	12.12	10.99	10.68	10.69
不良貸款率 (%)	1.43	1.46	1.50	1.58	1.63
撥備覆蓋率 (%)	153.30	162.82	167.02	167.13	167.33

來源: 公司及招銀國際研究部預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行(3988 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.86
目標價	HK\$4.34
市值 (港幣百萬)	1,202,502
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	1,185.03
52 周高/低 (港幣)	4.08/ 2.9
發行 H 股數 (百萬)	294,387.8
主要股東	中央匯金(64.6%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-0.8%	-3.1%
3 月	14.8%	2.6%
6 月	8.0%	5.5%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	593,048	629,351	714,543
利息支出	(286,406)	(260,091)	(276,540)	(300,686)	(363,936)
净利息收入	328,650	306,048	316,508	328,665	350,607
手续费及佣金收入	100,905	98,319	99,553	103,801	108,245
手续费及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(8,512)	(9,031)	(9,417)
净手续费及佣金收入	92,410	88,664	91,041	94,770	98,828
其他净收入	52,852	90,944	76,544	85,316	91,303
营业收入	473,912	485,656	484,093	508,752	540,738
营业费用	(185,401)	(175,069)	(167,012)	(172,976)	(181,147)
扣除减值损失前的营业利润	288,511	310,587	317,081	335,776	359,591
资产减值损失	(59,274)	(89,072)	(80,214)	(88,109)	(95,259)
营业利润	229,237	221,515	236,867	247,667	264,332
联营企业及合营企业投资净收益	2,334	897	1,873	2,015	2,116
税前利润	231,571	222,412	238,740	249,682	266,448
所得税费用	(52,154)	(38,361)	(53,716)	(56,179)	(59,951)
年度利润	179,417	184,051	185,023	193,504	206,497
非控制性权益	(8,572)	(19,473)	(23,895)	(24,861)	(24,860)
净利润	170,845	164,578	161,128	168,643	181,637

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放同业	654,378	659,982	674,182	686,543	699,589
存放中央银行	2,196,063	2,271,640	2,412,371	2,623,163	2,857,405
拆放同业	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投资	3,595,095	3,972,884	4,587,551	5,369,507	6,358,312
客户贷款和垫款净额	8,935,195	9,735,646	10,435,717	11,322,524	12,323,192
其他	1,008,018	914,689	1,101,681	1,270,515	1,888,047
总资产	16,815,597	18,148,889	19,894,657	22,023,723	24,953,163
同业存入	1,764,320	1,420,527	1,548,374	1,687,728	1,839,624
对中央银行负债	415,709	867,094	1,083,868	1,414,447	1,845,853
客户存款	11,729,171	12,939,748	14,127,350	15,461,641	16,970,780
发行债券	282,929	362,318	328,526	335,568	335,569
其他	1,265,863	1,072,110	1,175,926	1,329,123	2,024,203
总负债	15,457,992	16,661,797	18,264,044	20,228,507	23,016,029
本行股东应享权益	1,304,946	1,411,682	1,521,268	1,636,666	1,762,729
非控制性权益	52,659	75,410	109,345	158,550	174,404
总权益	1,357,605	1,487,092	1,630,613	1,795,215	1,937,133

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	69.3%	63.0%	65.4%	64.6%	64.8%
净手续费及佣金收入	19.5%	18.3%	18.8%	18.6%	18.3%
其他净收入	11.2%	18.7%	15.8%	16.8%	16.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.1%	-8.0%	4.8%	6.1%	13.5%
利息支出	1.7%	-9.2%	6.3%	8.7%	21.0%
净利息收入	2.4%	-6.9%	3.4%	3.8%	6.7%
净手续费及佣金收入	1.3%	-4.1%	2.7%	4.1%	4.3%
其他净收入	20.2%	72.1%	-15.8%	11.5%	7.0%
营业收入	3.9%	2.5%	-0.3%	5.1%	6.3%
扣除减值损失前的营业利润	3.6%	7.7%	2.1%	5.9%	7.1%
税前利润	0.0%	-4.0%	7.3%	4.6%	6.7%
净利润	0.7%	-3.7%	-2.1%	4.7%	7.7%
资产质量					
不良贷款率	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
不良贷款拨备覆盖率	153.3%	162.8%	167.0%	167.1%	167.3%
信贷成本	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
资本充足率					
核心一级资本充足率	10.0%	10.3%	10.9%	11.0%	10.9%
一级资本充足率	10.9%	11.2%	11.7%	11.7%	11.5%
资本充足率	12.8%	13.2%	13.7%	13.7%	13.5%
回报率					
平均总资产回报率	14.0%	12.1%	11.0%	10.7%	10.7%
净资产收益率	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.56	0.54	0.55	0.57	0.62
每股股息（人民币）	0.175	0.168	0.164	0.172	0.186
每股账面值（人民币）	4.09	4.46	4.83	5.22	5.65

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。