

中國銀行 (3988 HK)

國際化定位受惠美元加息進程

- ❖ **息差擴張及免稅效應拉動業績增長。**2018年上半年，中國銀行淨利潤同比增長5.2%，至1,091億元人民幣，佔我們全年盈利預測的59%。營業收入同比增長2.1%，主要由於在息差擴張和貸款穩健增長推動下，淨利息收入同比增幅達到7.1%。投行相關業務收入下滑，令淨佣金手續費收入同比下降2.0%，表現不及預期。不過公司增加政府債券投資帶來的免稅效應，令所得稅開支同比下降11%，有力支持了淨利潤增速。
- ❖ **淨息差改善幅度勝過同業。**受惠於資產端與負債端利差的快速擴張，中行的二季度淨息差環比擴張6個基點至1.91%，息差改善幅度明顯優於其他大行。由於市場間流動性保持相對充裕，同業利差收窄，中行在二季度調整資產負債表結構，收縮了同業資產（環比下降9.4%），同時加大對貸款的投放（環比增長2.4%）。從貸款結構上看，今年上半年，零售貸款增速明顯高於公司貸款，二者分別達到6.0%及3.9%；個貸增長主要來自按揭貸款及信用卡。此外，海外貸款增速達到6.1%，高於境內貸款增速的4.3%。負債端結構中，存款二季度環比微增0.4%，而同業負債則大幅增長14.6%，顯示出在貸款競爭愈發激烈的情況下，銀行更傾向於從成本下行中的同業市場獲取資金。
- ❖ **資產品質保持穩定。**2018年二季度末，中行不良貸款率為1.43%，環比持平，同時也保持著四大行中最低的不良貸款率水準。撥備覆蓋率環比下滑3.3個百分點至164.8%。公司的不良確認延續了一貫的審慎原則，不良貸款對90天以上逾期貸款比例達到124%。但我們注意到，公司的逾期貸款餘額上半年較年初大幅增長35.5%，而三個月以下逾期貸款餘額增長逾倍。我們希望在今日稍後進行的業績會中就這一現象尋求管理層的解答。
- ❖ **國際佈局利好未來息差擴張。**在美元加息進程中，中行的息差有望加速擴張。2017年，境外業務及境內外匯業務對該行淨利息收入的佔比達到16%。此外，二季度末，該行的外幣資產佔總資產比重達到25.0%，而其中74.3%為美元及港幣資產。這也使得該行能夠自然對沖一部分中美貿易爭端下人民幣匯率波動帶來的影響。
- ❖ **維持買入評級。**我們預計中期業績對中行的股價影響中性。現時中行的估值相當於2018年預測市賬率的0.61倍，股息率6.0%。我們基於GGM估值模型給予公司的目標價為5.20港元，對應2019年預測每股淨資產5.68元人民幣及0.79倍預測市賬率。我們的主要假設包括經調整ROE 12.0%，COE 14.5%以及長期增長率3.0%。

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\$5.20
(此前目標價)	HK\$5.20
潛在升幅	+43.3%
當前股價	HK\$3.63

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

市值(百萬元)	1,168,837
3月平均流通量(百萬元)	881.06
52周內股價高/低(港元)	4.96/3.49
總股本(百萬元)	294,355.9

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金投資有限責任公司	64.63%
中國證券金融股份有限公司	2.91%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.4%	-0.6%
3-月	-12.8%	-6.0%
6-月	-19.6%	-10.5%

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

圖 1: 中行上半年業績概要

(百萬元人民幣)

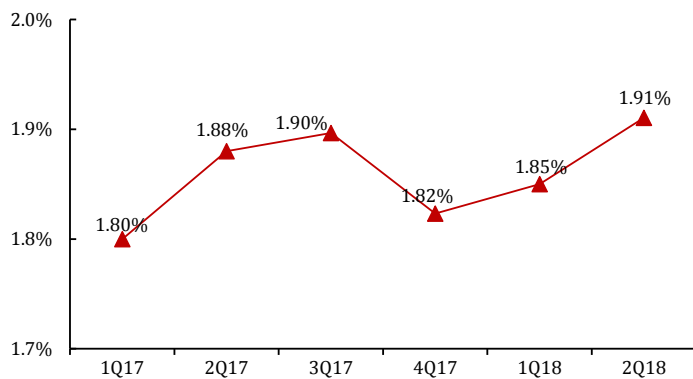
損益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨利息收入	165,042	176,701	7.1%	86,051	90,650	5.3%
淨手續費及佣金收入	49,187	48,188	-2.0%	25,782	22,406	-13.1%
營業收入	238,393	243,518	2.1%	126,086	117,432	-6.9%
營業支出	(71,688)	(74,168)	3.5%	(43,397)	(30,771)	-29.1%
撥備前利潤	166,705	169,350	1.6%	82,689	86,661	4.8%
減值撥備	(26,960)	(28,270)	4.9%	(15,495)	(12,775)	-17.6%
經營利潤	139,745	141,080	1.0%	67,194	73,886	10.0%
所得稅	(29,829)	(26,386)	-11.5%	(15,500)	(10,886)	-29.8%
淨利潤	103,690	109,088	5.2%	49,001	60,087	22.6%

資產負債表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
貸款總額	10,426,548	11,403,241	9.4%	11,130,549	11,403,241	2.4%
客戶存款	13,368,203	14,017,919	4.9%	13,963,212	14,017,919	0.4%
總資產	19,425,980	20,294,918	4.5%	20,159,826	20,294,918	0.7%
不良貸款餘額	147,025	163,304	11.1%	159,647	163,304	2.3%

主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨資產回報率	16.9%	17.0%	0.1%	14.0%	17.0%	3.0%
不良貸款率	1.4%	1.4%	0.1%	1.4%	1.4%	0.0%
撥備覆蓋率	152.5%	164.8%	12.3%	168.1%	164.8%	-3.3%
撥貸比	79.7%	81.3%	1.7%	79.7%	81.3%	1.6%
核心一級資本充足率	10.9%	11.0%	0.1%	10.9%	11.0%	0.1%

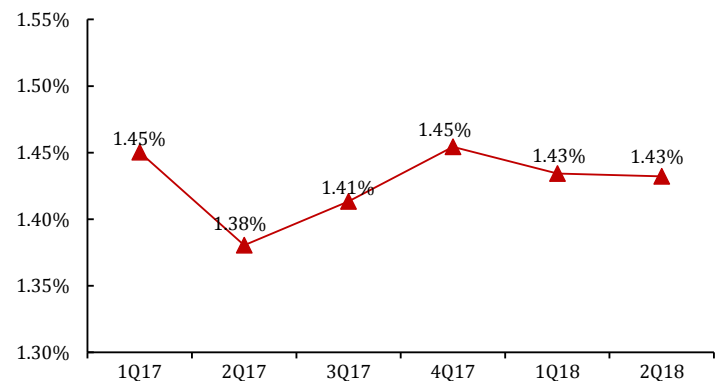
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 中行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 中行不良貸款率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	566,139	622,616	672,843	734,514	800,066
利息支出	(260,091)	(284,227)	(300,772)	(324,134)	(349,481)
淨利息收入	306,048	338,389	372,071	410,380	450,584
淨手續費及佣金收入	88,664	88,691	91,352	94,092	96,915
其他淨收益和收入	74,140	34,074	35,533	36,821	38,174
營業收入	468,852	461,154	498,956	541,293	585,673
營業費用	(158,265)	(151,252)	(165,270)	(180,362)	(196,555)
扣除減值損失前的營業利潤	310,587	309,902	333,686	360,932	389,119
資產減值損失	(89,072)	(88,161)	(97,546)	(103,329)	(102,708)
營業利潤	221,515	221,741	236,140	257,603	286,411
聯營企業及合營企業投資淨收益	897	1,162	1,162	1,162	1,162
稅前利潤	222,412	222,903	237,302	258,765	287,573
所得稅費用	(38,361)	(37,917)	(40,366)	(44,017)	(48,918)
年度利潤	184,051	184,986	196,935	214,748	238,655
非控制性權益	(19,473)	(12,579)	(13,837)	(15,221)	(16,743)
淨利潤	164,578	172,407	183,099	199,527	221,913

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）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央銀行款項	2,271,640	2,227,614	2,405,823	2,610,318	2,832,195
同業資產	1,176,482	1,060,456	1,109,037	1,160,047	1,213,607
金融投資	3,972,884	4,554,722	4,910,551	5,294,613	5,709,174
貸款和墊款淨額	9,735,646	10,644,304	11,550,029	12,528,814	13,599,928
其他資產	992,237	980,328	1,036,417	1,119,414	1,208,360
總資產	18,148,889	19,467,424	21,011,857	22,713,206	24,563,264
向中央銀行借款	867,094	1,035,797	1,139,377	1,230,527	1,328,969
同業負債	2,102,315	2,313,240	2,487,085	2,652,559	2,833,126
客戶存款	12,611,840	13,280,464	14,342,901	15,562,048	16,884,822
已發行債券	311,230	488,702	508,702	528,702	548,702
其他負債	769,318	772,542	825,827	886,807	953,028
總負債	16,661,797	17,890,745	19,303,891	20,860,643	22,548,646
本行股東應享權益	1,411,682	1,496,016	1,627,303	1,771,900	1,933,955
非控制性權益	75,410	80,663	80,663	80,663	80,663
總權益	1,487,092	1,576,679	1,707,966	1,852,563	2,014,618

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入结构					
净利息收入	65.3%	73.4%	74.6%	75.8%	76.9%
净手续费及佣金收入	18.9%	19.2%	18.3%	17.4%	16.5%
其他净收益和收入	15.8%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-6.9%	10.6%	10.0%	10.3%	9.8%
净手续费及佣金收入	-4.1%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业收入	2.0%	-1.6%	8.2%	8.5%	8.2%
营业费用	-7.6%	-4.4%	9.3%	9.1%	9.0%
拨备前利润	7.7%	-0.2%	7.7%	8.2%	7.8%
净利润	-3.7%	4.8%	6.2%	9.0%	11.2%
资产质量					
不良贷款率	1.46%	1.45%	1.39%	1.38%	1.32%
不良贷款拨备覆盖率	162.82%	159.18%	166.15%	169.37%	173.69%
拨贷比	2.38%	2.31%	2.31%	2.33%	2.29%
信贷成本	0.91%	0.81%	0.82%	0.80%	0.73%
资本充足率					
核心一级资本充足率	11.37%	11.15%	11.89%	12.02%	12.17%
一级资本充足率	12.28%	12.02%	12.66%	12.73%	12.82%
资本充足率	14.28%	14.19%	15.25%	15.27%	15.31%
回报率					
平均净资产收益率	12.54%	12.23%	12.06%	12.05%	12.27%
平均总资产收益率	0.90%	0.88%	0.87%	0.88%	0.91%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.54	0.56	0.60	0.65	0.73
每股股息（元人民币）	0.168	0.176	0.187	0.203	0.226
每股账面值（元人民币）	4.46	4.74	5.19	5.68	6.23

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。