

中国銀行 (3988 HK)

国际化定位受惠美元加息进程

- ❖ **息差扩张及免税效应拉动业绩增长。**2018年上半年，中国银行净利润同比增长5.2%，至1,091亿元人民币，占我们全年盈利预测的59%。营业收入同比增长2.1%，主要由于在息差扩张和贷款稳健增长推动下，净利息收入同比增幅达到7.1%。投行相关业务收入下滑，令净佣金手续费收入同比下降2.0%，表现不及预期。不过公司增加政府债券投资带来的免税效应，令所得税开支同比下降11%，有力支持了净利润增速。
- ❖ **净息差改善幅度胜过同业。**受惠于资产端与负债端利差的快速扩张，中行的二季度净息差环比扩张6个基点至1.91%，息差改善幅度明显优于其他大行。由于市场间流动性保持相对充裕，同业利差收窄，中行在二季度调整资产负债表结构，收缩了同业资产（环比下降9.4%），同时加大对贷款的投放（环比增长2.4%）。从贷款结构上来看，今年上半年，零售贷款增速明显高于公司贷款，二者分别达到6.0%及3.9%；个贷增长主要来自按揭贷款及信用卡。此外，海外贷款增速达到6.1%，高于境内贷款增速的4.3%。负债端结构中，存款二季度环比微增0.4%，而同业负债则大幅增长14.6%，显示出在贷款竞争愈发激烈的情况下，银行更倾向于从成本下行中的同业市场获取资金。
- ❖ **资产质量保持稳定。**2018年二季度末，中行不良贷款率为1.43%，环比持平，同时也保持着四大行中最低的不良贷款率水平。拨备覆盖率环比下滑3.3个百分点至164.8%。公司的不良确认延续了一贯的审慎原则，不良贷款对90天以上逾期贷款比例达到124%。但我们注意到，公司的逾期贷款余额上半年较年初大幅增长35.5%，而三个月以下逾期贷款余额增长逾倍。我们希望在今天稍后进行的业绩会中就这一现象寻求管理层的解答。
- ❖ **国际布局利好未来息差扩张。**在美元加息进程中，中行的息差有望加速扩张。2017年，境外业务及境内外汇业务对该行净利息收入的占比达到16%。此外，二季度末，该行的外币资产占总资产比重达到25.0%，而其中74.3%为美元及港币资产。这也使得该行能够自然对冲一部分中美贸易争端下人民币汇率波动带来的影响。
- ❖ **维持买入评级。**我们预计中期业绩对中行的股价影响中性。现时中行的估值相当于2018年预测市账率的0.61倍，股息率6.0%。我们基于GGM估值模型给予公司的目标价为5.20港元，对应2019年预测每股净资产5.68元人民币及0.79倍预测市账率。我们的主要假设包括经调整ROE 12.0%，COE 14.5%以及长期增长率3.0%。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	473,912	485,656	483,761	519,096	561,805
净利润(百万元人民币)	170,845	164,578	172,407	185,510	203,059
每股盈利(元人民币)	0.56	0.54	0.57	0.61	0.67
每股盈利变动(%)	(6.8)	(4.1)	4.9	7.8	9.7
市帐率(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
权益收益率(%)	13.97	12.12	11.86	11.83	11.84
不良贷款率(%)	1.43	1.46	1.45	1.43	1.41
拨备覆盖率(%)	153.30	162.82	159.18	161.63	167.63

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$5.20
(此前目标价)	HK\$5.20
潜在升幅	+43.3%
当前股价	HK\$3.63

孙明, CFA

电话: (852) 3900 0836

邮件: terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,168,837
3月平均流通量(百万港元)	881.06
52周内股价高/低(港元)	4.96/3.49
总股本(百万)	294,355.9

资料来源: 彭博

股东结构

中央汇金投资有限责任公司	64.63%
中国证券金融股份有限公司	2.91%

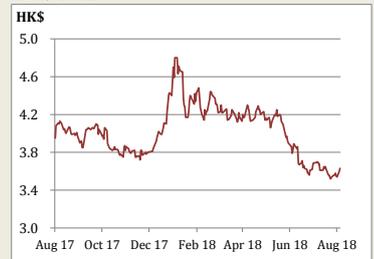
资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.4%	-0.6%
3-月	-12.8%	-6.0%
6-月	-19.6%	-10.5%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

审计师: 安永

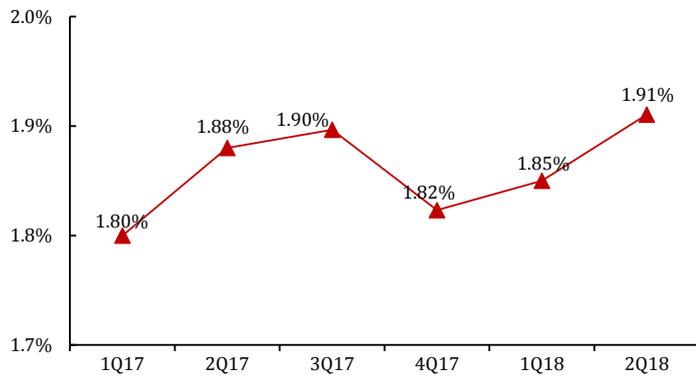
公司网站: www.boc.cn

图 1: 中行上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净利息收入	165,042	176,701	7.1%	86,051	90,650	5.3%
净手续费及佣金收入	49,187	48,188	-2.0%	25,782	22,406	-13.1%
营业收入	238,393	243,518	2.1%	126,086	117,432	-6.9%
营业支出	(71,688)	(74,168)	3.5%	(43,397)	(30,771)	-29.1%
拨备前利润	166,705	169,350	1.6%	82,689	86,661	4.8%
减值拨备	(26,960)	(28,270)	4.9%	(15,495)	(12,775)	-17.6%
经营利润	139,745	141,080	1.0%	67,194	73,886	10.0%
所得税	(29,829)	(26,386)	-11.5%	(15,500)	(10,886)	-29.8%
净利润	103,690	109,088	5.2%	49,001	60,087	22.6%
资产负债表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
贷款总额	10,426,548	11,403,241	9.4%	11,130,549	11,403,241	2.4%
客户存款	13,368,203	14,017,919	4.9%	13,963,212	14,017,919	0.4%
总资产	19,425,980	20,294,918	4.5%	20,159,826	20,294,918	0.7%
不良贷款余额	147,025	163,304	11.1%	159,647	163,304	2.3%
主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净资产回报率	16.9%	17.0%	0.1%	14.0%	17.0%	3.0%
不良贷款率	1.4%	1.4%	0.1%	1.4%	1.4%	0.0%
拨备覆盖率	152.5%	164.8%	12.3%	168.1%	164.8%	-3.3%
拨贷比	79.7%	81.3%	1.7%	79.7%	81.3%	1.6%
核心一级资本充足率	10.9%	11.0%	0.1%	10.9%	11.0%	0.1%

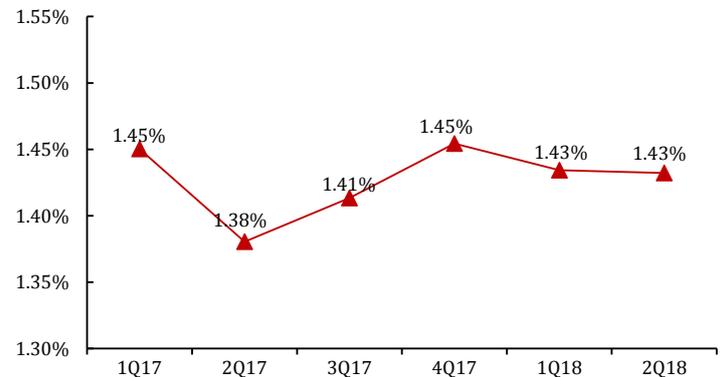
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 中行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 中行不良贷款率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	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)
净利息收入	306,048	338,389	372,071	410,380	450,584
净手续费及佣金收入	88,664	88,691	91,352	94,092	96,915
其他净收益和收入	74,140	34,074	35,533	36,821	38,174
营业收入	468,852	461,154	498,956	541,293	585,673
营业费用	(158,265)	(151,252)	(165,270)	(180,362)	(196,555)
扣除减值损失前的营业利润	310,587	309,902	333,686	360,932	389,119
资产减值损失	(89,072)	(88,161)	(97,546)	(103,329)	(102,708)
营业利润	221,515	221,741	236,140	257,603	286,411
联营企业及合营企业投资净收益	897	1,162	1,162	1,162	1,162
税前利润	222,412	222,903	237,302	258,765	287,573
所得税费用	(38,361)	(37,917)	(40,366)	(44,017)	(48,918)
年度利润	184,051	184,986	196,935	214,748	238,655
非控制性权益	(19,473)	(12,579)	(13,837)	(15,221)	(16,743)
净利润	164,578	172,407	183,099	199,527	221,913

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央银行款项	2,271,640	2,227,614	2,405,823	2,610,318	2,832,195
同业资产	1,176,482	1,060,456	1,109,037	1,160,047	1,213,607
金融投资	3,972,884	4,554,722	4,910,551	5,294,613	5,709,174
贷款和垫款净额	9,735,646	10,644,304	11,550,029	12,528,814	13,599,928
其他资产	992,237	980,328	1,036,417	1,119,414	1,208,360
总资产	18,148,889	19,467,424	21,011,857	22,713,206	24,563,264
向中央银行借款	867,094	1,035,797	1,139,377	1,230,527	1,328,969
同业负债	2,102,315	2,313,240	2,487,085	2,652,559	2,833,126
客户存款	12,611,840	13,280,464	14,342,901	15,562,048	16,884,822
已发行债券	311,230	488,702	508,702	528,702	548,702
其他负债	769,318	772,542	825,827	886,807	953,028
总负债	16,661,797	17,890,745	19,303,891	20,860,643	22,548,646
本行股东应享权益	1,411,682	1,496,016	1,627,303	1,771,900	1,933,955
非控制性权益	75,410	80,663	80,663	80,663	80,663
总权益	1,487,092	1,576,679	1,707,966	1,852,563	2,014,618

来源：公司及招银国际研究部预测

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：公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45&46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。