

工商银行 (1398 HK, HK\$5.12, 目标价: HK\$4.69, 持有) — 若严格遵循监管要求, 2016 年纯利按年下跌

- ❖ **市场聚焦点并非纯利增速。**2016 年, 工商银行录得经营收入人民币 6,417 亿元, 按年下跌 4.0%。由于利差收窄, 净利息收入按年下跌 7.1%, 至人民币 4,718 亿元, 手续费及佣金净收入增速同样放缓至按年增长 1.1%, 录得收入人民币 1450 亿元。该行 2016 年纯利按年微增 0.4%, 至人民币 2,782 亿元。我们相信市场关注的并非工行的盈利表现, 因为它的体量已经十分庞大。市场的更加关注的是该行的资产质量、风险管理以及未来发展战略。
- ❖ **拨备覆盖率 136.7%, 低于监管要求。**工行 2016 年末的拨备覆盖率为 136.7%, 低于银监会 150% 的监管红线。根据我们的计算, 在其他条件不变的情况下, 若将工行 2016 年的拨备覆盖率提升至 150%, 该行的纯利将按年下跌 9.8%, 至人民币 2,500 亿元; 同时, 在此条件下, 根据权重法测算, 该行的核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 12.72%、13.27% 及 14.48%。
- ❖ **持续优化贷款结构。**截至 2016 年末, 工行的客户贷款及垫款总额为人民币 13.1 万亿元, 按年增长 9.4%。过去 3 年中, 住房按揭贷款成为拉动贷款增长的引擎, 2014 年至 2016 年间年复合增长率为 25.1%。服务中国的大型企业是工行的传统竞争优势。考虑到以下几个因素: 1) 中国房地产市场面临政策调控; 2) 政府鼓励和支持中小企业发展, 以及 3) 今年 1、2 月份, 境内新增中长期非金融企业及机关团体贷款占境内新增贷款总额比例达到 77.1% 和 49.2%, 我们预计工行的公司类贷款余额在 2017 年增速将达到 5.0%, 特别是在基础设施相关贷款方面将取得较为明显的增长。
- ❖ **传统利息盈利能力预计迎来拐点。**2016 年, 工行的净息差与净利差分别为 2.16% 及 2.03%, 按年下降 31 个基点及 28 个基点。还原营改增实施的因素后, 净息差为 2.26%。随着中国货币政策的收紧, 以及贷款结构的改变, 我们预计该行 2017 年的净息差及净利差分别为 2.13% 及 2.00%, 跌幅将有所收窄。
- ❖ **资产质量仍然承压。**2016 年末, 工行的不良贷款率为 1.62%, 按年上升 0.12 个百分点。不过, 不良贷款余额的增速放缓至 18.0%, 按年降低 26.2 个百分点。展望未来, 我们认为 2017 年不良贷款余额增速将进一步放缓至 13.2%, 主要是预计该行对信用业务的风险管控将更为审慎, 同时将加速处置不良贷款。我们预测, 2017 年至 2019 年该行的不良贷款率将分别缓慢上升至 1.71%、1.81% 和 1.90%。
- ❖ **上调纯利预测, 维持持有评级。**在拨备覆盖率为 135.0% 的假定下, 我们将工行 2017 年及 2018 年的纯利预测分别上调 7.0% 及 8.6%。工行目前股价相当于 0.76 倍 2017 年预测市帐率, 高于可比同业平均的 0.72 倍。根据 P/B-ROE 线性回归模型估值法, 我们给予工行的最新目标价为 4.69 港元, 相当于该行 2017 年预测市盈率的 0.7 倍。维持**持有**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	668,733	641,681	678,680	727,302	778,295
净利润 (百万人民币)	277,131	278,249	282,720	292,973	308,700
市帐率 (倍)	0.95	0.86	0.76	0.69	0.63
股息率 (%)	5.14	5.16	5.16	5.35	5.64
权益收益率 (%)	16.69	14.80	13.53	12.59	12.09
不良贷款率 (%)	1.50	1.62	1.71	1.81	1.90
拨备覆盖率 (%)	156.34	136.69	135.03	135.01	135.03

来源: 公司及招银国际研究部预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk
工商银行(1398 HK)

评级	持有
收市价	HK\$5.12
目标价	HK\$4.69
市值 (港币百万)	1,907,086
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1,182.95
52 周高/低 (港币)	5.27/ 3.82
发行股数 (百万)	356,407
主要股东 (H 股) Temasek Holdings (10.0%)	

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.8%	-0.2%
3 月	-5.2%	0.8%
6 月	4.0%	0.7%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	836,785	897,132	968,588
利息支出	(363,912)	(319,634)	(337,917)	(361,486)	(394,307)
净利息收入	507,867	471,846	498,868	535,647	574,281
手续费及佣金收入	161,670	164,714	172,690	182,127	190,517
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,859)	(20,398)	(20,957)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	152,830	161,729	169,560
其他净收入	4,920	4,545	4,772	5,011	5,261
营业收入	668,733	641,681	678,680	727,302	778,295
营业费用	(220,835)	(193,112)	(182,834)	(193,770)	(206,607)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	495,846	533,533	571,689
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(127,395)	(151,980)	(169,569)
营业利润	360,905	360,675	367,401	380,645	401,203
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	3,152	3,358	3,358
税前利润	363,235	363,279	370,553	384,003	404,561
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(87,080)	(90,241)	(95,072)
年度利润	277,720	279,106	283,473	293,762	309,489
非控制性权益	(589)	(857)	(753)	(789)	(789)
净利润	277,131	278,249	282,720	292,973	308,700

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（百万人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,620,922	3,967,635	4,384,548
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	758,311	813,419	872,633
投资	5,009,963	5,481,174	6,237,221	7,031,373	7,939,646
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,694,380	14,964,350	16,423,566
对联营及合营公司的投资	24,185	30,077	30,159	32,589	33,115
其他	1,779,394	1,710,419	1,592,930	1,678,274	1,766,180
总资产	22,209,780	24,137,265	25,933,923	28,487,640	31,419,687
向中央银行借款	210	545	572	601	631
同业及其他金融机构存放和拆入款项	2,265,860	2,016,799	1,858,567	1,761,949	1,670,384
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,696,481	21,990,679	24,603,134
其他	1,861,252	2,313,456	2,156,621	2,275,958	2,470,075
总负债	20,409,261	22,156,102	23,712,241	26,029,186	28,744,223
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,209,547	2,445,298	2,662,308
非控制性权益	11,045	11,412	12,135	13,156	13,156
总权益	1,800,519	1,981,163	2,221,682	2,458,454	2,675,464

来源：公司及招银国际研究部预测

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	75.9%	73.5%	73.5%	73.6%	73.8%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	22.5%	22.2%	21.8%
其他净收入	2.6%	3.9%	4.0%	4.1%	4.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	5.7%	7.2%	8.0%
利息支出	2.1%	-12.2%	5.7%	7.0%	9.1%
净利息收入	2.9%	-7.1%	5.7%	7.4%	7.2%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	5.4%	5.8%	4.8%
其他净收入	97.7%	42.3%	8.5%	10.9%	15.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	5.8%	7.2%	7.0%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	10.5%	7.6%	7.2%
税前利润	0.4%	0.0%	2.0%	3.6%	5.4%
净利润	0.5%	0.4%	1.6%	3.6%	5.4%
资产质量					
不良贷款率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%
不良贷款拨备覆盖率	156.3%	136.7%	135.0%	135.0%	135.0%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.3%	12.7%	13.8%	14.1%	14.5%
一级资本充足率	12.8%	13.3%	14.3%	14.6%	14.9%
资本充足率	14.6%	14.5%	15.9%	16.2%	16.5%
回报率					
平均总资产回报率	16.7%	14.8%	13.5%	12.6%	12.1%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
每股数据					
每股利润 (人民币)	0.77	0.78	0.79	0.82	0.87
每股股息 (人民币)	0.23	0.23	0.23	0.24	0.26
每股账面值 (人民币)	4.80	5.29	5.96	6.62	7.23

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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

本报告期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作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。