

工商银行 (1398 HK)

传统商业银行业务初现增长势头

❖ **拨备覆盖率温和回升。**今年首季，工商银行营业收入按年下跌 0.48%，至 1,682 亿元人民币。营业收入的下滑主要源自两个因素：1) 净手续费及佣金收入按年下跌 5.8%，以及 2) 其他收益及收入按年下跌 21.5%。不过，受益于该行良好的营业成本控制，期内工行的成本收入比按年下降 0.5 个百分点至 21.8%；纯利按年上升 1.4%，至 760 亿元人民币。值得注意的是，工行的拨备覆盖率仍然低于 150% 的监管红线，2017 年首季末为 141.5%，不过较 2016 年年末回升 4.8 个百分点。

❖ **净利息收入带来增长动力。**2017 年首季，工行录得净利息收入 1,220 亿元人民币，按年增长 2.66%。不过，年化净息差按年降低 16 个基点，至 2.12%，剔除“营改增”实施的影响后，年化净息差为 2.25%，按年轻微下跌 3 个基点。2017 年 5 月，国内新增人民币贷款达到 1.11 万亿元人民币，而新增社会融资仅为 1.06 万亿元人民币。这意味着新增社会融资更多地依赖于人民币贷款的增长，而表外融资规模有所收缩。2017 年，我们预计工行今年的贷款总额将按年增长 9.7%，至 14.3 万亿元人民币；与此同时，贷款增长的主要动力将转移至公司贷款，预测全年公司贷款的按年增速将由 2016 年的 3.4% 提升至 2017 年的 13.0%。在市场流动性不断收紧的大背景下，工行依靠其庞大的业务规模和雄厚的资本实力，在面对公司客户及其他中小型银行时，拥有更强的议价能力。2017 年，我们预测净息差将稳定在 2.15%，按年下跌 1 个基点，净利息收入则将按年增长 6.8%，至 5,039 亿元人民币。

❖ **2017 年金融投资总额增速预计按年下降至 3.9%。**随着监管的不断升级，商业银行与同业业务、资管计划、表外业务及其他“影子银行”活动相关的投资增长放缓。2017 年 5 月 M2 按年增速仅为 9.6%，创下 2013 年以来最低水平。与此同时，住户部门及非金融企业及机关团体新增人民币存款增长乏力，5 月增长总额仅为 2,321 亿元人民币。我们预计，2017 年工行的存款总额将按年增长 9.1%，增速按年下降 0.4 个百分点。在央行审慎的货币政策及偏紧的市场流动性背景下，我们相信工行将重点发展其传统的信贷业务。同时，我们认为该行今年的金融投资总额增速将放缓至 3.9%，按年下跌 3.5 个百分点，投资总额达到 5.2 万亿元人民币。投资增速的下跌主要是基于我们认为有限的资金将优先支持传统信贷业务，尤其是在监管政策不断趋严的大背景下。

❖ **市场忧虑尚未退散，维持“持有”评级。**由于估值较低，中国的国有银行一直是“北水南下”最钟爱的标的之一。今年以来，恒生指数和恒生国企指数分别上升 16.5% 及 10.5%，而工行的股价也随之上涨 11.6%。与同业相比，工行的核心竞争力在于其庞大的规模和广阔的资金来源，但市场仍保留对该行的一些担忧，特别是对于该行拨备覆盖率的执行政策。工行现时的股价相当于 2017 年预测市帐率的 0.76 倍。依据 P/B-ROE 估值方法，我们给予该行目标价 5.04 港元。维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	668,733	641,681	676,713	720,461	771,343
净利润(百万元人民币)	277,131	278,249	280,025	283,516	293,500
市帐率(x)	0.94	0.86	0.76	0.69	0.63
股息率(%)	5.15	5.17	5.12	5.18	5.37
权益收益率(%)	16.69	14.80	13.41	12.22	11.57
不良贷款率(%)	1.50	1.62	1.64	1.73	1.82
拨备覆盖率(%)	156.34	136.69	140.04	140.56	141.39

资料来源：公司及招银国际研究部预测

持有 (维持)

目标价	HK\$5.04
(此目前目标价)	HK\$4.69
潜在升幅	-2.9%
当前股价	HK\$5.19

张淳鑫

电话：(852) 3900 0836

邮件：zhangchunxin@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)	2,005,716
3 月平均流通量(百万港元)	1,328.47
52 周内股价高/低(港元)	5.43/4.03
总股本(百万)	356,407.0

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

全国社会保障基金理事会	9.98%
Temasek Holdings (Private) Limited	8.43%
BlackRock, Inc.	5.94%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.2%	-1.1%
3-月	-0.6%	-5.5%
6-月	12.3%	-3.1%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.icbc.com.cn

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	837,625	898,074	969,642
利息支出	(363,912)	(319,634)	(333,743)	(355,935)	(384,056)
净利息收入	507,867	471,846	503,882	542,139	585,586
手续费及佣金收入	161,670	164,714	165,550	168,440	171,738
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,700)	(20,044)	(20,437)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	145,849	148,395	151,302
其他净收入	17,475	24,862	26,982	29,927	34,455
营业收入	668,733	641,681	676,713	720,461	771,343
营业费用	(220,835)	(193,112)	(180,949)	(191,943)	(204,757)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	495,764	528,518	566,586
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(130,836)	(159,328)	(184,336)
营业利润	360,905	360,675	363,878	368,282	381,334
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	367,030	371,640	384,692
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(86,252)	(87,335)	(90,403)
年度利润	277,720	279,106	280,778	284,305	294,289
非控制性权益	(589)	(857)	(753)	(789)	(789)
净利润	277,131	278,249	280,025	283,516	293,500

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	3,059,633	3,350,788	3,600,018	3,878,534	4,188,997
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	5,695,996	5,900,594	6,120,703
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,997,601	15,334,783	16,856,922
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	25,675,015	27,638,193	29,838,550
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	19,440,300	21,152,636	23,045,222
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	23,456,060	25,191,144	27,186,311
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,206,852	2,433,954	2,638,601
非控制性权益	11,045	11,412	12,103	13,096	13,638
总权益	1,800,519	1,981,163	2,218,955	2,447,050	2,652,239

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	75.9%	73.5%	74.5%	75.2%	75.9%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	21.6%	20.6%	19.6%
其他净收入	2.6%	3.9%	4.0%	4.2%	4.5%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	5.8%	7.2%	8.0%
利息支出	2.1%	-12.2%	4.4%	6.6%	7.9%
净利息收入	2.9%	-7.1%	6.8%	7.6%	8.0%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	0.6%	1.7%	2.0%
其他净收入	97.7%	42.3%	8.5%	10.9%	15.1%
营业收入	5.3%	-4.0%	5.5%	6.5%	7.1%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	10.5%	6.6%	7.2%
税前利润	0.4%	0.0%	1.0%	1.3%	3.5%
净利润	0.5%	0.4%	0.6%	1.2%	3.5%
资产质量					
不良贷款率	1.5%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%
不良贷款拨备覆盖率	156.3%	136.7%	140.0%	140.6%	141.4%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.3%	12.7%	13.2%	13.3%	13.4%
一级资本充足率	12.8%	13.3%	13.7%	13.8%	13.8%
资本充足率	14.6%	14.5%	15.3%	15.4%	15.4%
回报率					
平均总资产回报率	16.7%	14.8%	13.4%	12.2%	11.6%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.77	0.78	0.79	0.80	0.82
每股股息（元人民币）	0.23	0.23	0.23	0.23	0.24
每股账面值（元人民币）	4.80	5.29	5.95	6.59	7.16

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。