

工商銀行 (1398 HK)

盈利能力穩定回復

- ❖ **2018年二季度業績表現穩固，撥備政策維持審慎。** 工行2018年上半年淨利潤為1,604億元人民幣，同比增長4.9%，占我們全年預測的53%。淨利息收入的強勁增長（同比增長9.0%）和手續費收入的回升（同比增長5.4%）推動二季度單季撥備前利潤同比增長7.3%。經營成本基本持平，成本收入比同比下降1.2個百分點至23.6%，為行業最低水平，反映出該行卓越的成本效率。工行依然維持了較為審慎的撥備原則，減值損失同比增長38.1%。淨利潤增長得益於所得稅的下降（同比下降30.2%），可能是由於政府債券投資增加帶來的免稅效應。
- ❖ **淨息差環比持平，顯示風險偏好較低。** 根據我們的測算，工行2018年二季度淨息差環比穩定在2.30%（建行下降兩個基點，農行/中行上升4個/5個基點）。上半年的貸款收益率因定價提升，同比上漲20個基點，而存款成本受惠於該行強大的存款優勢，並沒有發生變化。不過，由於近半新增貸款為按揭貸款，資產收益率環比整體持平。這反映出在宏觀不確定性背景下，銀行風險偏好降低。此外，由於銀行間利率在二季度大幅回落，工行作為淨拆出方的盈利能力有所減弱。
- ❖ **資產質量展望趨穩。** 二季度末，工行的不良貸款率環比持平，至1.54%；撥備覆蓋率下降1.3個百分點至173.2%。工行一直保持著審慎的不良貸款確認策略，不良貸款對90天以上逾期貸款比率為126.6%。作為不良貸款的前瞻性指標，關注類貸款和逾期貸款比率上半年分別下降了72個基點和20個基點。
- ❖ **資本狀況良好。** 工行的核心一級資本充足率和資本充足率二季度分別下降31個基點和37個基點至12.33%和14.73%，主要是由於當季派發了現金股息。工行的資本比率仍然維持行業第二高水平，僅次於建行。工行昨日公告，建議發行1,000億元人民幣優先股，這將能令該行一級資本充足率提升60個基點。
- ❖ **維持買入評級。** 工行目前的估值相當於2018年預測市賬率0.79倍，股息率5.1%。我們基於GGM模型給予公司的目標價為7.60港元，對應2019年預測每股淨資產6.98元人民幣及0.94倍預測市賬率。我們的主要估值假設包括經調整ROE 13.8%，COE 14.5%以及長期增長率3.0%。
- ❖ **主要風險：**1) 宏觀經濟弱於預期；2) 零售業務競爭加劇；3) 作為最大的國有銀行，需要肩負更重大的社會責任。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	641,681	675,654	757,075	816,904	878,090
淨利潤(百萬元人民幣)	278,249	286,049	302,666	329,699	365,246
每股盈利(元人民幣)	0.77	0.79	0.84	0.91	1.01
每股盈利變動(%)	(0.5)	2.9	5.9	9.1	10.9
市帳率(x)	0.94	0.87	0.79	0.71	0.65
市盈率(x)	6.49	6.31	5.96	5.47	4.93
股息率(%)	4.70	4.83	5.11	5.56	6.16
權益收益率(%)	1.18	1.12	1.10	1.11	1.14
不良貸款率(%)	1.62	1.55	1.50	1.48	1.46
撥備覆蓋率(%)	136.69	154.07	180.79	202.63	216.85

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入(維持)

目標價	HK\$7.60
(此目前目標價)	HK\$7.60
潛在升幅	31.0%
當前股價	HK\$5.80

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)	2,177,299
3月平均流通量(百萬元)	1,447.55
52周內股價高/低(港元)	7.64/4.83
總股本(百萬元)	356,407.0

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金	34.71%
財政部	34.60%
全國社會保障基金理事會	2.43%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.9%	2.0%
3-月	-9.7%	-3.2%
6-月	-13.2%	-5.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.icbc.com.cn

圖 1: 工行上半年業績概要

(百萬元人民幣)

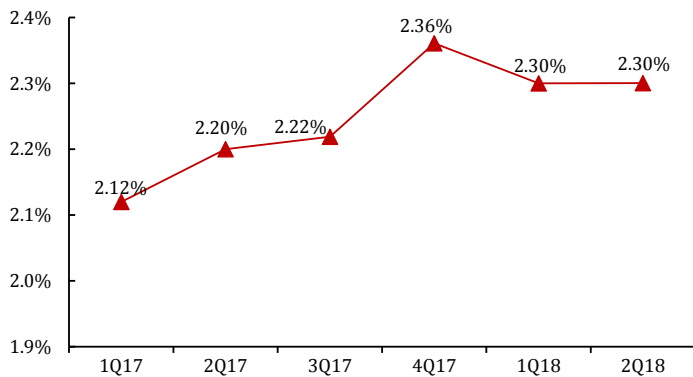
損益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨利息收入	250,922	277,616	10.6%	137,012	140,604	2.6%
淨手續費及佣金收入	76,670	79,260	3.4%	41,613	37,647	-9.5%
營業收入	336,739	361,302	7.3%	183,185	178,117	-2.8%
營業支出	(80,270)	(81,958)	2.1%	(39,998)	(41,960)	4.9%
撥備前利潤	256,469	279,344	8.9%	143,187	136,157	-4.9%
減值撥備	(61,343)	(83,458)	36.1%	(42,258)	(41,200)	-2.5%
經營利潤	195,126	195,886	0.4%	100,929	94,957	-5.9%
所得稅	(42,811)	(36,559)	-14.6%	(22,577)	(13,982)	-38.1%
淨利潤	152,995	160,442	4.9%	78,802	81,640	3.6%

資產負債表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
貸款總額	13,549,396	14,934,137	10.2%	14,568,014	14,934,137	2.5%
客戶存款	19,021,171	20,818,042	9.4%	20,197,826	20,818,042	3.1%
總資產	25,514,046	27,303,080	7.0%	26,493,781	27,303,080	3.1%
不良貸款餘額	217,072	229,976	5.9%	225,023	229,976	2.2%

主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨資產回報率	15.9%	15.6%	-0.3%	15.3%	15.6%	0.4%
不良貸款率	1.6%	1.5%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%
撥備覆蓋率	145.8%	173.2%	27.4%	174.5%	173.2%	-1.3%
撥貸比	72.9%	71.7%	-1.2%	72.1%	71.7%	-0.4%
核心一級資本充足率	12.7%	12.3%	-0.3%	12.6%	12.3%	-0.3%

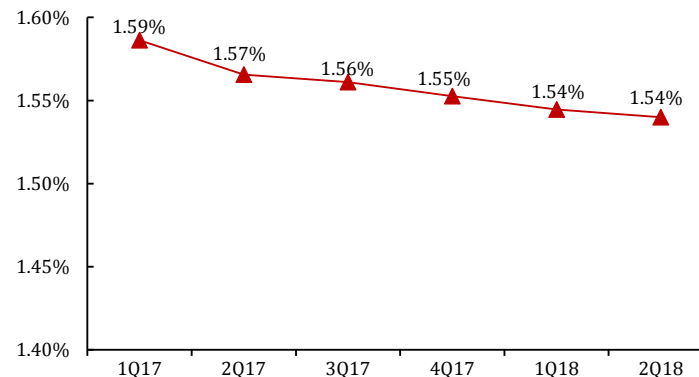
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 工行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 工行不良貸款率走勢



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	791,480	861,594	974,149	1,057,976	1,145,785
利息支出	(319,634)	(339,516)	(374,838)	(403,151)	(434,218)
淨利息收入	471,846	522,078	599,311	654,825	711,567
淨手續費及佣金收入	144,973	139,625	143,814	148,128	152,572
其他淨收益和收入	24,862	13,951	13,951	13,951	13,951
營業收入	641,681	675,654	757,075	816,904	878,090
營業費用	(193,112)	(186,194)	(213,082)	(231,412)	(250,698)
扣除減值損失前的營業利潤	448,569	489,460	543,993	585,492	627,392
資產減值損失	(87,894)	(127,769)	(161,223)	(168,430)	(165,237)
營業利潤	360,675	361,691	382,770	417,062	462,155
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,604	2,950	2,950	2,950	2,950
稅前利潤	363,279	364,641	385,720	420,012	465,105
所得稅費用	(84,173)	(77,190)	(81,652)	(88,911)	(98,457)
年度利潤	279,106	287,451	304,068	331,101	366,648
非控制性權益	(857)	(1,402)	(1,402)	(1,402)	(1,402)
淨利潤	278,249	286,049	302,666	329,699	365,246

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	3,266,216	3,529,300	3,803,997	4,091,003	4,401,454
同業資產	1,553,100	1,834,242	1,925,954	2,022,252	2,123,364
金融投資	5,481,174	5,756,704	6,129,239	6,642,372	7,200,925
貸款和墊款淨額	12,767,334	13,892,966	15,023,409	16,252,888	17,604,071
其他資產	1,069,441	1,073,831	1,243,416	1,374,440	1,499,687
總資產	24,137,265	26,087,043	28,126,015	30,382,955	32,829,502
向中央銀行借款	545	456	593	771	1,002
同業負債	2,824,532	3,013,161	3,150,543	3,354,920	3,578,885
客戶存款	17,825,302	19,226,349	20,764,457	22,425,613	24,219,663
已發行債券	357,937	526,940	579,940	629,940	679,940
其他負債	1,147,786	1,179,081	1,277,020	1,383,788	1,500,189
總負債	22,156,102	23,945,987	25,772,553	27,795,032	29,979,678
本行股東應享權益	1,969,751	2,127,491	2,339,897	2,574,359	2,836,258
非控制性權益	11,412	13,565	13,565	13,565	13,565
總權益	1,981,163	2,141,056	2,353,462	2,587,924	2,849,823

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	73.5%	77.3%	79.2%	80.2%	81.0%
净手续费及佣金收入	22.6%	20.7%	19.0%	18.1%	17.4%
其他净收益和收入	3.9%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-7.1%	10.6%	14.8%	9.3%	8.7%
净手续费及佣金收入	1.1%	-3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
营业收入	-4.0%	5.3%	12.1%	7.9%	7.5%
营业费用	-12.6%	-3.6%	14.4%	8.6%	8.3%
拨备前利润	0.1%	9.1%	11.1%	7.6%	7.2%
净利润	0.4%	2.8%	5.8%	8.9%	10.8%
资产质量					
不良贷款率	1.62%	1.55%	1.51%	1.49%	1.47%
不良贷款拨备覆盖率	136.69%	154.07%	180.32%	202.07%	216.25%
拨贷比	2.22%	2.39%	2.72%	3.00%	3.17%
信贷成本	0.69%	0.92%	1.06%	1.02%	0.92%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.87%	12.77%	13.16%	13.44%	13.75%
一级资本充足率	13.42%	13.27%	13.66%	13.91%	14.18%
资本充足率	14.61%	15.14%	15.31%	15.44%	15.60%
回报率					
平均总资产收益率	1.18%	1.12%	1.10%	1.11%	1.14%
平均净资产收益率	15.24%	14.35%	13.89%	13.72%	13.78%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.77	0.79	0.84	0.91	1.01
每股股息（元人民币）	0.234	0.241	0.255	0.278	0.307
每股账面值（元人民币）	5.29	5.73	6.32	6.98	7.72

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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信息，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。