

中国银行-H (3988 HK)

净息差及资产质量走势向好

8月30日，中国银行公布2019年上半年业绩，净利润同比增长4.5%至1,140亿元人民币，占我们/市场一致预期全年净利润预测的60.4%/62.9%。上半年拨备前利润同比增幅达到8.1%，主要来源于投资收益的增长及良好的成本控制，但净利息收入增速放缓。中行在二季度减少了减值计提，抵消了所得税增长带来的负面影响；单季净利润同比增速因此由一季度的4.0%提升至二季度的5.0%。

- **业绩正面因素：**1) 二季度净息差环比提升2个基点至1.84%，而其他大行息差环比均录得下滑。管理层在业绩会上解释称，这主要是源自于该行资产组合的优越及负债端对成本的严格把控。2) 活期存款较年初增长7.2%，高于存款总额增速的5.5%；其中，零售贷款的同期增速达到了11.5%。活期存款占存款总额的比例较年初提升了0.8个百分点至49.5%。3) 资产质量环比显著改善，不良贷款率环比下降2个基点至1.40%，是五大行中最低水平。关注类贷款及逾期贷款二季度均实现双降。不良贷款认定趋严，不良贷款对90天以上逾期贷款及总逾期贷款比率达到135.9%及98.5%（去年年末未123.5%及75.9%）。4) 多渠道补充资本，改善资本充足水平，中行上半年发行了400亿元人民币永续债及730亿元人民币优先股，二季度末资本充足率较去年底提升36个基点至15.3%。
- **业绩负面因素：**1) 拨备覆盖率环比下降7.1个百分点至177.5%，低于五大行平均水平的208%。如果营业收入增长放缓，中行未来释放盈利的空间较小。2) 净手续费收入增速同比放缓至3.6%，主要受信贷承诺及外汇业务影响。3) 2019年上半年年化ROE同比下降0.7个百分点至14.6%，主要由于净利润增速维持在4.5%的低位。
- 维持「买入」评级，下调目标价至4.3港元。中国银行目前的估值为0.48倍2019年预测市帐率，较其自身五年历史平均值0.58倍低17%。我们保持盈利预测不变，但将目标价由5.2港元下调至4.3港元，主要由于我们将可持续ROE假设降低至11.0%、权益成本(COE)假设提升至14.5%以及将港元对人民币汇率假设调整至0.897。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	461,154	486,798	536,026	572,547	615,568
净利润(百万元人民币)	172,407	180,086	189,224	200,490	214,094
每股盈利(元人民币)	0.56	0.59	0.62	0.66	0.70
每股盈利变动(%)	4.9	4.6	5.3	6.2	7.0
市盈率(倍)	4.8	4.6	4.3	4.1	3.8
市帐率(倍)	0.57	0.52	0.48	0.44	0.41
股息率(%)	6.6	6.9	7.2	7.6	8.1
权益收益率(%)	12.2	11.9	11.5	11.3	11.1
不良贷款率(%)	1.45	1.42	1.43	1.45	1.46
拨备覆盖率(%)	159	182	192	201	212

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$ 4.30
(此前目标价)	HK\$ 5.20
潜在升幅	+43.8%
当前股价	HK\$ 2.99

中国银行业

孙明, CFA
 (852) 3900 0836
 terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌
 (852) 3761 8775
 suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据	
市值(百万港元)	1,066,138
3月平均流通量(百万港元)	779.01
52周内股价高/低(港元)	3.84/2.91
总股本(百万)	83,622 (H)
	210,766 (A)

资料来源：彭博

股东结构	
中央汇金	64.63%
证金公司	2.92%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.1%	0.5%
3-月	-7.8%	-2.3%
6-月	-19.1%	-9.9%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

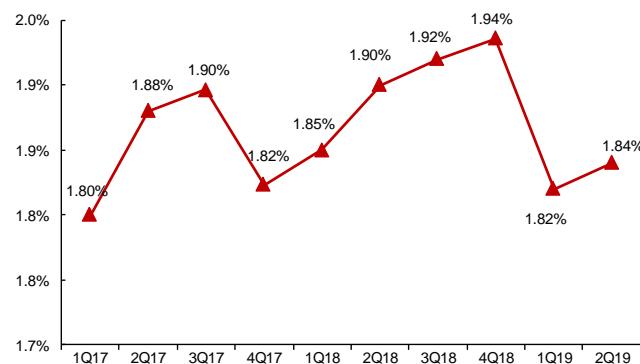
审计师：安永

图1：中国银行2019年上半年业绩概要

(百万元人民币)	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	172,451	181,684	5.4%	88,577	92,303	4.2%
净手续费及佣金收入	48,188	50,564	4.9%	22,406	23,209	3.6%
经营收入	243,518	263,312	8.1%	117,432	122,306	4.2%
经营支出	(74,168)	(77,754)	4.8%	(30,771)	(30,096)	-2.2%
拨备前利润	169,350	185,558	9.6%	86,661	92,210	6.4%
减值拨备	(28,270)	(33,670)	19.1%	(12,775)	(6,335)	-50.4%
税前利润	141,080	151,888	7.7%	73,886	85,875	16.2%
所得税	(26,386)	(31,116)	17.9%	(10,886)	(19,553)	79.6%
净利润	109,088	114,048	4.5%	60,087	63,083	5.0%
资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	11,819,272	12,569,734	6.3%	12,260,376	12,569,734	2.5%
存款总额	14,595,788	15,392,934	5.5%	15,207,131	15,392,934	1.2%
总资产	21,267,275	22,266,024	4.7%	21,616,555	22,266,024	3.0%
不良贷款余额	166,941	175,899	5.4%	173,083	175,899	1.6%
关键指标	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	1.88%	1.83%	-5bp	1.82%	1.84%	2bp
净资产回报率	15.5%	14.8%	-0.7ppt	13.2%	16.1%	2.8ppt
不良贷款率	1.43%	1.40%	-3bp	1.42%	1.40%	-2bp
拨备覆盖率	163.9%	177.5%	13.6ppt	184.6%	177.5%	-7.1ppt
贷存比	81.3%	81.7%	0.3ppt	80.6%	81.7%	1.0ppt
核心一级资本充足率	11.0%	11.2%	22bp	11.4%	11.2%	-17bp

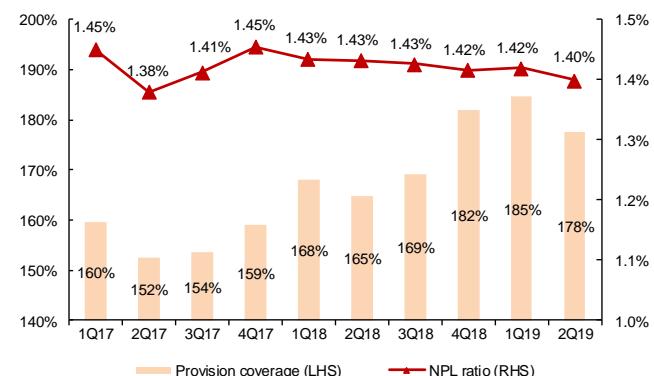
资料来源：公司、招银国际证券

图2：中国银行单季净息差走势



资料来源：公司、招银国际证券

图3：中国银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源：公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	622,616	687,900	771,650	825,658	886,572
利息支出	(284,227)	(328,194)	(361,907)	(386,848)	(412,703)
净利息收入	338,389	359,706	409,743	438,810	473,870
净手续费及佣金收入	88,691	87,208	91,568	96,147	100,954
其他	34,074	39,884	34,715	37,590	40,744
经营收入	461,154	486,798	536,026	572,547	615,568
经营支出	(151,252)	(159,971)	(175,802)	(188,880)	(203,671)
拨备前利润	309,902	326,827	360,224	383,667	411,896
资产减值损失	(88,161)	(99,294)	(120,312)	(128,691)	(138,901)
经营利润	221,741	227,533	239,912	254,976	272,995
非经营收入	1,162	2,110	2,110	2,110	2,110
税前利润	222,903	229,643	242,022	257,086	275,105
所得税费用	(37,917)	(37,208)	(39,214)	(41,655)	(44,574)
少数股东权益	(12,579)	(12,349)	(13,584)	(14,942)	(16,437)
净利润	172,407	180,086	189,224	200,490	214,094

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	73%	74%	76%	77%	77%
净手续费及佣金收入	19%	18%	17%	17%	16%
其他	7%	8%	6%	7%	7%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	10.6%	6.3%	13.9%	7.1%	8.0%
净手续费及佣金收入	0.0%	-1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	-1.6%	5.6%	10.1%	6.8%	7.5%
拨备前利润	-0.2%	5.5%	10.2%	6.5%	7.4%
净利润	4.8%	4.5%	5.1%	6.0%	6.8%
贷款总额	9.3%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
存款总额	5.3%	9.9%	8.0%	8.0%	8.0%
经营效率					
成本收入比	31.8%	31.9%	31.6%	31.8%	31.9%

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	2,227,614	2,331,053	2,516,098	2,717,385	2,934,776
同业资产	1,060,456	1,405,534	1,291,040	1,342,562	1,396,661
金融投资	4,554,722	5,054,551	5,545,985	5,886,894	6,248,911
贷款总额	10,896,558	11,819,272	12,764,814	13,785,999	14,888,879
减: 贷款减值准备	252,254	303,781	351,900	402,566	460,110
其他资产	980,328	960,646	1,136,614	1,244,413	1,323,034
总资产	19,467,424	21,267,275	22,902,651	24,574,688	26,332,151
向中央银行借款	1,035,797	907,521	907,521	907,521	907,521
同业负债	2,313,240	2,781,557	3,011,946	3,173,482	3,345,614
存款总额	13,280,464	14,595,788	15,763,451	17,024,527	18,386,489
已发行债券	488,702	631,854	651,854	671,854	691,854
其他负债	772,542	625,158	667,424	713,128	762,549
总负债	17,890,745	19,541,878	21,002,196	22,490,512	24,094,027
股东总权益	1,496,016	1,612,980	1,788,037	1,971,760	2,125,707
其中: 永续债	-	-	40,000	80,000	80,000
其中: 优先股	99,714	99,714	99,714	99,714	99,714
少数股东权益	80,663	112,417	112,417	112,417	112,417
总权益	1,576,679	1,725,397	1,900,454	2,084,177	2,238,124

资产质量	不良贷款率	1.45%	1.42%	1.43%	1.45%	1.46%
拨备覆盖率	159%	182%	192%	201%	212%	
拨贷比	2.31%	2.58%	2.76%	2.92%	3.09%	
信贷成本	0.81%	0.95%	0.94%	0.93%	0.93%	
资本充足率	核心一级资本充足率	11.2%	11.4%	12.4%	12.5%	12.6%
	一级资本充足率	12.0%	12.3%	13.1%	13.2%	13.3%
	资本充足率	14.2%	15.0%	16.2%	16.2%	16.2%
盈利能力	净息差	1.84%	1.90%	1.90%	1.90%	1.91%
	平均权益回报率	12.2%	11.9%	11.5%	11.3%	11.1%
	平均资产回报率	0.88%	0.85%	0.83%	0.82%	0.81%
	平均风险资产回报率	1.41%	1.39%	1.37%	1.35%	1.35%
每股数据 (元人民币)	每股净利润	0.56	0.59	0.62	0.66	0.70
	每股股息	0.18	0.18	0.19	0.20	0.22
	每股账面值	4.74	5.14	5.60	6.09	6.61

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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之分析员，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。

招銀國際證券投資評級

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	招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼 电话：(852) 3900 0888 传真：(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。招銀證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。招銀證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銀證券编写，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。招銀證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投资银行相关业务联系。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，请与我们联络。

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，未经招銀證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年证券交易法规则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。