

中国銀行 (3988 HK)

出售附属公司拉动盈利增长

- ❖ **2017 年第一季度营业收入按年增长 5.21%。**今年首季，中行营业收入按年增长 5.2%，至 1,295 亿元人民币。营业收入的增长主要源自出售其附属公司集友银行，根据我们的计算，交易总作价为 684 亿元人民币。期内资产减值损失按年大幅增长 39.4%，拖累纯利表现，按年仅微增 0.06%，至 466 亿元人民币。
- ❖ **净息差逐步企稳。**2017 年首季，中行录得净息差 (NIM) 1.80%，按年下降 17 个基点，与此同时，净利息收入也相应下降 1.17%，至 786 亿元人民币。与国内其他同业不同，中行的业绩表现与海外市场气氛更加紧密相关。我们预期至 2017 年底，该行的海外资产占总资产比例将达到 28.0%。尽管我们并没有见到 NIM 有明显向好的迹象，但由于该行的海外业务占比较高，以及中国货币政策逐步趋紧，我们预计公司的 NIM 将逐步企稳，2017 年至 2019 年分别为 1.72%、1.70% 及 1.67%。
- ❖ **维持审慎的财务政策。**截至 2017 年第一季末，中行的不良贷款率为 1.45%，按年上升 0.02 个百分点，但与 2016 年末的 1.46% 相比，则轻微下降 0.01 个百分点。我们认为该行的资产质量仍然面临一定的考验，预期 2017 年至 2019 年，不良贷款率将分别为 1.49%、1.51% 及 1.55%。我们对该指标的预测维持在较低的水平，主要由于该行核销加速、预计将参与更多债转股项目及推出更多不良资产证券化产品。在资产质量持续受压这个大背景下，中行仍然坚持审慎的财务原则，2017 年首季拨备覆盖率维持在 159.5% 的较高水平。尽管这样牺牲了短期盈利，但中行为潜在风险和长期发展做了更加充分的准备。
- ❖ **国内贷款业务增速放缓。**一般而言，每年首季存量贷款的重新定价及发放新贷款将为银行的全年信贷业务定下基调。在金融行业“去杠杆化”及国家对房地产行业进行严格调控的情况下，中行 2017 年首季的贷款余额较 2016 年底增长 3.92%，至 10.4 万亿元人民币；其中，境内人民币贷款余额为 7.7 万亿元人民币，增速则由 2016 年第一季度的 4.18% 下降至 3.39%。我们预计中行全年贷款余额增速将由 2016 年的 9.0%，下降至 2017 年的 6.9%。海外的信贷需求将成为主要推动力，但海外业务 NIM 较低，我们预计 2017 年约为 0.97%。我们预测 2017 年该行的净利息收入将为人民币 3,041 亿元，按年轻微下跌 0.6%。
- ❖ **目标价 4.43 港元。**我们将对中行 2017 年及 2018 年的纯利预测分别上调 2.5% 及 0.2%，至 1,652 亿元人民币及 1,691 亿元人民币。该行目前股价相当于 2017 年预测市帐率的 0.60 倍，明显低于同业平均水平。我们给予该行的最新目标价为 4.43 港元，相当于该行 2017 年预测市帐率的 0.72 倍，同时也是可比同业 2017 年预测市帐率的平均水平。维持**买入**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)	473,912	485,656	482,886	502,888	523,424
净利润(百万元人民币)	170,845	164,578	165,191	169,051	170,614
市帐率(x)	0.71	0.65	0.60	0.56	0.52
股息率(%)	5.35	5.12	5.14	5.26	5.31
权益收益率(%)	13.97	12.12	11.25	10.68	10.05
不良贷款率(%)	1.43	1.46	1.49	1.51	1.55
拨备覆盖率(%)	153.30	162.82	159.49	159.74	159.38

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (维持)

目标价	HK\$4.43
(此前目标价)	HK\$4.34
潜在升幅	+19.7%
当前股价	HK\$3.70

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)	1,157,818
3 月平均流通量(百万港元)	1,407.77
52 周内股价高/低(港元)	4.08/2.9
总股本(百万)	294,387.8

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

全国社会保障基金理事会	8.99%
BlackRock, Inc.	6.89%
JPMorgan Chase & Co.	5.93%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.3%	-2.2%
3-月	4.0%	-0.8%
6-月	7.0%	-1.0%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	575,219	608,825	641,498
利息支出	(286,406)	(260,091)	(271,148)	(293,015)	(314,171)
净利息收入	328,650	306,048	304,071	315,809	327,328
手续费及佣金收入	100,905	98,319	98,952	100,645	102,412
手续费及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(9,104)	(9,259)	(9,422)
净手续费及佣金收入	92,410	88,664	89,849	91,386	92,990
其他净收入	52,852	90,944	88,967	95,693	103,106
营业收入	473,912	485,656	482,886	502,888	523,424
营业费用	(185,401)	(175,069)	(169,493)	(175,005)	(177,441)
扣除减值损失前的营业利润	288,511	310,587	313,393	327,883	345,983
资产减值损失	(59,274)	(89,072)	(70,784)	(79,262)	(94,558)
营业利润	229,237	221,515	242,610	248,620	251,425
联营企业及合营企业投资净收益	2,334	897	1,373	1,589	1,958
税前利润	231,571	222,412	243,983	250,209	253,383
所得税费用	(52,154)	(38,361)	(54,896)	(56,297)	(57,011)
年度利润	179,417	184,051	189,086	193,912	196,372
非控制性权益	(8,572)	(19,473)	(23,895)	(24,861)	(25,758)
净利润	170,845	164,578	165,191	169,051	170,614

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
现金及存放同业	654,378	659,982	674,182	686,543	699,589
存放中央银行	2,196,063	2,271,640	2,354,105	2,516,120	2,651,350
拆放同业	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投资	3,595,095	3,972,884	4,587,551	5,369,507	6,358,312
客户贷款和垫款净额	8,935,195	9,735,646	10,405,778	11,011,848	11,814,227
其他	1,008,018	914,689	933,476	1,017,119	1,158,408
总资产	16,815,597	18,148,889	19,638,247	21,352,608	23,508,504
同业存入	1,764,320	1,420,527	1,548,374	1,687,728	1,839,624
对中央银行负债	415,709	867,094	1,083,868	1,300,641	1,495,737
客户存款	11,729,171	12,939,748	13,803,653	14,866,954	15,826,030
发行债券	282,929	362,318	418,510	438,503	471,183
其他	1,265,863	1,072,110	1,176,314	1,329,720	2,024,821
总负债	15,457,992	16,661,797	18,030,719	19,623,546	21,657,394
本行股东应享权益	1,304,946	1,411,682	1,525,331	1,639,878	1,754,791
非控制性权益	52,659	75,410	82,197	89,184	96,318
总权益	1,357,605	1,487,092	1,607,528	1,729,061	1,851,109

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	69.3%	63.0%	63.0%	62.8%	62.5%
净手续费及佣金收入	19.5%	18.3%	18.6%	18.2%	17.8%
其他净收入	11.2%	18.7%	18.4%	19.0%	19.7%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.1%	-8.0%	1.6%	5.8%	5.4%
利息支出	1.7%	-9.2%	4.3%	8.1%	7.2%
净利息收入	2.4%	-6.9%	-0.6%	3.9%	3.6%
净手续费及佣金收入	1.3%	-4.1%	1.3%	1.7%	1.8%
其他净收入	20.2%	72.1%	-2.2%	7.6%	7.7%
营业收入	3.9%	2.5%	-0.6%	4.1%	4.1%
扣除减值损失前的营业利润	3.6%	7.7%	0.9%	4.6%	5.5%
税前利润	0.0%	-4.0%	9.7%	2.6%	1.3%
净利润	0.7%	-3.7%	0.4%	2.3%	0.9%
资产质量					
不良贷款率	1.43%	1.46%	1.49%	1.51%	1.55%
不良贷款拨备覆盖率	153.30%	162.82%	159.49%	159.74%	159.38%
信贷成本	0.63%	0.91%	0.66%	0.70%	0.79%
资本充足率					
核心一级资本充足率	9.99%	10.34%	10.96%	11.23%	11.12%
一级资本充足率	10.86%	11.17%	11.75%	11.98%	11.81%
资本充足率	12.84%	13.19%	13.69%	13.87%	13.62%
回报率					
平均总资产回报率	13.97%	12.12%	11.25%	10.68%	10.05%
净资产收益率	1.07%	0.94%	0.87%	0.82%	0.76%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.56	0.54	0.56	0.57	0.58
每股股息（元人民币）	0.175	0.168	0.169	0.173	0.174
每股账面值（元人民币）	4.61	5.05	5.46	5.87	6.29

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責任。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。