

工商银行 (1398 HK)

净息差改善优于预期

- ❖ **2017 年业绩符合预期。**工商银行公布 2017 年全年业绩，与我们预期一致。营运收入按年增长 5.3%，至 6,757 亿元人民币，主要归功于净利息收入的强劲恢复，按年增长 10.6%。拨备前利润按年增长 9.1%，至 4,895 亿元人民币。工行继续保持着审慎的拨备策略，贷款减值损失按年增长 44.1%。纯利按年增长 2.8%，至 2,861 亿元。期内，工行对成本的控制较为得当，成本收入比按年下降 3.4 个百分点至 26.5%。整体而言，工行资产质量的企稳和净息差的改善好于我们的预期。
- ❖ **净息差持续并显著改善。**2017 年，工行净息差达到 2.22%，按年改善 6 个基点，特别是下半年净息差回升迹象明显，第四季单季净利息收入按年增长 14.5%。生息资产结构保持稳定，不过 2017 年下半年收益率在个人贷款、票据贴现及同业资产的带动下环比提升 13 个基点。另一方面，工行具有庞大的客户群和稳定低成本的资金来源，负债结构不断优化，其存款按年增长 7.9%，占总负债比例达到 80.3%，而活期存款占日均生息资产比例也达到了 42.2%，按年提升 1 个百分点。展望未来，随着贷款重定价的进行以及市场流动性偏紧的情况持续，我们相信工行仍将受惠于其强大的揽储能力，并在 2018 年将净息差进一步扩大。
- ❖ **资产质量展望大致趋稳。**2017 年年末，工行的不良贷款率为 1.55%，连续第四个季度下降，环比改善 1 个基点，同比改善 7 个基点，好于预期。根据我们的测算，四季度不良生成率环比小幅回升 7 个基点，但全年而言，不良生成率下降 24 个基点，降幅高于 2016 年，整体趋势向好。此外，不良贷款对逾期超过 3 个月贷款的比例进一步提升 13.8 个百分点至 123.6%，显示了该行对不良的确认更加严格，而关注类贷款余额及占比按年均有所下降。在宏观经济靠稳的前提下，我们认为今年工行的资产质量仍将逐步改善。工行的拨备覆盖率在年末回升到 154.07%，环比及同比分别改善 5.7 个百分点及 17.4 个百分点。管理层表示，在 2018 年年初实施 IFRS 9 后，拨备覆盖率升至 169%。
- ❖ **上调至买入评级。**在流动性偏紧及强监管环境的持续下，银行业整体资产负债扩张速度将会放缓，而分化趋势将愈发明显。大行具备其他中小型银行无法比拟的资本实力及资金成本优势，将从规模扩张及盈利能力两方面大幅超越，同时资产质量的率先企稳也将为未来业绩增长预留空间。我们将工行 2018 年至 2019 年的纯利预测分别提升 0.9% 及 4.8%，至 3,034 亿元人民币及 3,304 亿元人民币。工行目前的股价相当于 2018 年预测市帐率的 0.89 倍。我们基于 DDM 给予该行的最新目标价 8.2 港元相当于 2018 年预测市帐率的 1.1 倍。上调至买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E
营业收入 (百万元人民币)	668,733	641,681	675,654	734,297	806,067
净利润 (百万元人民币)	277,131	278,249	286,049	303,738	330,393
每股盈利 (元人民币)	0.77	0.77	0.79	0.84	0.94
每股盈利变动 (%)	(1.7)	(0.5)	2.9	6.3	8.9
市帐率 (x)	1.19	1.08	1.00	0.89	0.81
市盈率 (x)	7.41	7.45	7.24	6.81	6.25
股息率 (%)	4.08	4.10	4.21	4.48	4.88
权益收益率 (%)	16.69	14.80	13.96	13.51	13.26
不良贷款率 (%)	1.50	1.62	1.55	1.50	1.43
拨备覆盖率 (%)	156.34	136.69	154.07	179.43	207.02

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入 (上升)

目标价	HK\$8.2
(此前目标价)	HK\$6.45
潜在升幅	20.4%
当前股价	HK\$6.81

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	2,604,905
3 月平均流通量(百万港元)	2,016.21
52 周内股价高/低(港元)	7.64/4.83
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%
中国平安保险 (集团) 股份有限公司	8.00%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.4%	-2.2%
3-月	7.0%	3.6%
6-月	17.7%	5.9%

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	2017	2018E	2019E
利息收入	871,779	791,480	861,594	935,357	1,013,573
利息支出	(363,912)	(319,634)	(339,516)	(357,597)	(370,596)
净利息收入	507,867	471,846	522,078	577,760	642,977
手续费及佣金收入	161,670	164,714	158,666	162,842	169,792
手续费及佣金支出	(18,279)	(19,741)	(19,041)	(19,541)	(20,375)
净手续费及佣金收入	143,391	144,973	139,625	143,301	149,417
其他净收入	17,475	24,862	13,951	13,236	13,672
营业收入	668,733	641,681	675,654	734,297	806,067
营业费用	(220,835)	(193,112)	(186,194)	(193,854)	(212,399)
扣除减值损失前的营业利润	447,898	448,569	489,460	540,443	593,668
资产减值损失	(86,022)	(86,138)	(124,096)	(152,192)	(171,124)
营业利润	360,905	360,675	361,691	384,149	418,097
联营企业及合营企业投资净收益	2,330	2,604	2,950	3,258	3,315
税前利润	363,235	363,279	364,641	387,407	421,412
所得税费用	(85,515)	(84,173)	(77,190)	(82,130)	(89,339)
年度利润	277,720	279,106	287,451	305,276	332,072
非控制性权益	(589)	(857)	(1,402)	(1,538)	(1,679)
净利润	277,131	278,249	286,049	303,738	330,393

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	3,613,872	3,609,698	3,798,079
存放和拆放同业及其他金融机构款项	683,793	797,473	847,611	904,401	969,518
投资	5,009,963	5,481,174	5,756,704	6,141,862	6,569,593
客户贷款和垫款	11,652,812	12,767,334	13,892,966	14,856,425	16,004,431
对联营及合营公司的投资	24,185	30,077	32,441	34,095	35,732
其他	1,779,394	1,710,419	1,943,449	2,172,786	2,308,971
总资产	22,209,780	24,137,265	26,087,043	27,719,267	29,686,324
向中央银行借款	210	545	456	479	503
同业及其他金融机构存放和拆入款项	2,265,860	2,016,799	1,706,549	1,621,222	1,637,434
客户存款	16,281,939	17,825,302	19,226,349	20,443,584	21,895,886
其他	1,861,252	2,313,456	3,012,633	3,269,077	3,522,858
总负债	20,409,261	22,156,102	23,945,987	25,334,361	27,056,681
归属于母公司股东的权益	1,789,474	1,969,751	2,127,491	2,370,576	2,614,363
非控制性权益	11,045	11,412	13,565	14,331	15,281
总权益	1,800,519	1,981,163	2,141,056	2,384,907	2,629,644

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	2017	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	75.9%	73.5%	77.3%	78.7%	79.8%
净手续费及佣金收入	21.4%	22.6%	20.7%	19.5%	18.5%
其他净收入	2.6%	3.9%	2.1%	1.8%	1.7%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.6%	-9.2%	8.9%	8.6%	8.4%
利息支出	2.1%	-12.2%	6.2%	5.3%	3.6%
净利息收入	2.9%	-7.1%	10.6%	10.7%	11.3%
净手续费及佣金收入	8.2%	1.1%	-3.7%	2.6%	4.3%
其他净收入	97.7%	42.3%	-43.9%	-5.1%	3.3%
营业收入	5.3%	-4.0%	5.3%	8.7%	9.8%
扣除减值损失前的营业利润	7.6%	0.1%	9.1%	10.4%	9.8%
税前利润	0.4%	0.0%	0.4%	6.2%	8.8%
净利润	0.5%	0.4%	2.8%	6.2%	8.8%
资产质量					
不良贷款率	1.50%	1.62%	1.55%	1.50%	1.43%
不良贷款拨备覆盖率	156.34%	136.69%	154.07%	179.43%	207.02%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.87%	12.87%	12.77%	12.93%	13.05%
一级资本充足率	13.48%	13.42%	13.27%	13.39%	13.47%
资本充足率	15.22%	14.61%	15.14%	15.15%	15.07%
回报率					
净资产收益率	16.69%	14.80%	13.96%	13.51%	13.26%
平均总资产回报率	1.29%	1.20%	1.14%	1.13%	1.15%
每股数据					
每股利润（人民币）	0.77	0.77	0.79	0.84	0.91
每股股息（人民币）	0.233	0.234	0.241	0.256	0.279
每股账面值（人民币）	4.80	5.29	5.73	6.41	7.09

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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45&46 楼

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。