

中國銀行 (3988 HK)

盈利能力趨穩

- ❖ **三季度淨利潤僅與去年持平。**2017年三季度，中國銀行的營業收入錄得按年上升7.53%至人民幣1,158億元，然而淨利潤則僅僅按年增長0.10%至人民幣418億元。中行在第三季度錄得資產減值撥備按年上升62.9%至人民幣23億元，受到資產減值大幅上升的負面影響，三季度中行盈利增速慢於同業。2017年前三季度，中行錄得營業收入輕微下跌1.66%至人民幣3,641億元，然而同期淨利潤則按年增長7.93%至人民幣1,455億元。
- ❖ **盈利能力趨向穩定。**2017年前三季度，淨利息收入的增長是推動中國大型商業銀行收入增長的主要動力。2017年第三季度和前三季度，中行分別錄得淨利息收入人民幣870億元和人民幣2,521億元，分別按年增長16.1%和9.7%。然而，中行前三季度的淨利息收益率僅錄得1.85%，與去年同期持平。我們認為其占比較大的海外業務在一定程度上負面的影響了中行的盈利能力。展望未來，在市場流動性中性偏緊同時監管趨嚴的大環境下，我們認為社會融資將會持續地依賴人民幣貸款。然而，從負債端的角度來看，M2增長進入“新常態”則會在一定程度上加大銀行吸收存款的難度。2017至2019年，我們預測中行的淨利息收入分別為人民幣3,291億元、人民幣3,530億元和人民幣3,904億元，年複合增長率為8.9%；與此同時，我們預測中行的淨利息收益率分別為1.79%、1.79%和1.83%。
- ❖ **資產品質在三季度面臨下行壓力。**資產減值撥備是拖慢中行三季度淨利潤增長的主要原因。除了傳統的信貸資產撥備，我們認為可供出售金融資產的撥備也是其中一個重要因素。2017年三季度末，中行錄得不良貸款總額為人民幣1,527億元，較年初小幅上升了人民幣67億元。與此同時，不良貸款率和撥備覆蓋率分別為1.41%和153.57%，分別較年初下降0.05和9.25個百分點。我們認為不良率的下降主要是受益於中行持續對不良資產的處置以及貸款的穩定增長。我們不認為銀行的不良資產已經迎來拐點。展望未來，我們相信中行處置不良資產的腳步並不會停止，但是不良資產的處置力度也在一定程度上受制於市場的接受能力。2017至2019年，我們預測中行的不良率將呈小幅上升趨勢，分別為1.43%、1.46%和1.49%。
- ❖ **資本實力不斷增強。**中行在11月完成了人民幣300億元的2級資本債發行，資本實力得到進一步鞏固。我們預測2018年中行的核心一級資本充足率，一級資本充足率和資本充足率分別為11.49%、12.25%和14.28%。
- ❖ **目標價4.71港元，維持買入評級。**基於我們預測中行將加速處置其不良貸款，我們將2017至2019年的淨利潤預測分別上調0.97%、1.89%和4.18%至人民幣1,801億元、人民幣1,912億元和人民幣2,071億元。現時中行的估值分別為2017和2018年預測市賬率的0.67倍和0.61倍。我們仍然對公司維持買入評級，根據同業0.75倍的2018年的平均預測市賬率，我們的最新目標價為港元4.71元。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入(百萬元人民幣)	473,912	485,656	484,113	514,335	559,171
淨利潤(百萬元人民幣)	170,845	164,578	180,108	191,242	207,065
市帳率(x)	0.80	0.74	0.67	0.61	0.56
市盈率(x)	5.81	6.06	5.36	5.05	4.66
股息率(%)	5.35	5.12	5.61	5.97	6.48
權益收益率(%)	13.97	12.12	12.20	11.91	11.87
不良貸款率(%)	1.43	1.46	1.43	1.46	1.49
撥備覆蓋率(%)	153.30	162.82	157.01	153.20	154.99

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.71
(此前目標價)	HK\$4.65)
潛在升幅	+22.0%
當前股價	HK\$3.86

張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元港幣)	1,293,579
3月平均流通量(百萬元港幣)	1,487.67
52周內股價高/低(港元)	4.18/3.32
總股本(百萬元)	294,387.8

資料來源：彭博

股東結構(H股)

全國社會保障基金理事會	8.99%
BlackRock, Inc.	7.07%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-5.2%	-7.1%
3-月	-0.5%	-5.6%
6-月	1.1%	-12.6%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.boc.cn

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	615,056	566,139	605,898	651,792	706,407
利息支出	(286,406)	(260,091)	(276,830)	(298,754)	(316,019)
淨利息收入	328,650	306,048	329,069	353,039	390,388
手續費及佣金收入	100,905	98,319	102,235	104,036	106,896
手續費及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(9,763)	(9,779)	(10,048)
淨手續費及佣金收入	92,410	88,664	92,471	94,257	96,848
其他淨收入	52,852	90,944	62,573	67,039	71,935
營業收入	473,912	485,656	484,113	514,335	559,171
營業費用	(185,401)	(175,069)	(171,860)	(179,503)	(189,000)
扣除減值損失前的營業利潤	288,511	310,587	312,253	334,832	370,171
資產減值損失	(59,274)	(89,072)	(65,573)	(73,270)	(87,367)
營業利潤	229,237	221,515	246,680	261,562	282,804
聯營企業及合營企業投資淨收益	2,334	897	1,015	1,149	1,300
稅前利潤	231,571	222,412	247,695	262,710	284,104
所得稅費用	(52,154)	(38,361)	(55,731)	(59,110)	(63,923)
年度利潤	179,417	184,051	191,964	203,600	220,180
非控制性權益	(8,572)	(19,473)	(11,856)	(12,358)	(13,115)
淨利潤	170,845	164,578	180,108	191,242	207,065

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金及存放同業	654,378	659,982	674,182	686,543	699,589
存放中央銀行	2,196,063	2,271,640	2,356,077	2,461,309	2,569,094
拆放同業	426,848	594,048	683,155	751,471	826,618
投資	3,595,095	3,972,884	4,425,473	4,771,710	4,986,956
客戶貸款和墊款淨額	8,935,195	9,735,646	10,686,208	11,291,896	12,086,483
其他	1,008,018	914,689	879,250	926,091	1,019,223
總資產	16,815,597	18,148,889	19,704,345	20,889,020	22,187,964
同業存入	1,764,320	1,420,527	1,534,169	1,687,586	1,822,593
對中央銀行負債	415,709	867,094	1,092,538	1,147,165	1,204,524
客戶存款	11,729,171	12,939,748	13,814,605	14,562,453	15,369,056
發行債券	282,929	362,318	471,763	458,555	486,159
其他	1,265,863	1,072,110	1,168,368	1,270,717	1,393,102
總負債	15,457,992	16,661,797	18,081,444	19,126,476	20,275,433
本行股東應享權益	1,304,946	1,411,682	1,540,248	1,672,361	1,816,846
非控制性權益	52,659	75,410	82,653	90,183	95,684
總權益	1,357,605	1,487,092	1,622,901	1,762,544	1,912,530

來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	69.3%	63.0%	68.0%	68.6%	69.8%
净手续费及佣金收入	19.5%	18.3%	19.1%	18.3%	17.3%
其他净收入	11.2%	18.7%	12.9%	13.0%	12.9%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.1%	-8.0%	7.0%	7.6%	8.4%
利息支出	1.7%	-9.2%	6.4%	7.9%	5.8%
净利息收入	2.4%	-6.9%	7.5%	7.3%	10.6%
净手续费及佣金收入	1.3%	-4.1%	4.3%	1.9%	2.7%
其他净收入	20.2%	72.1%	-31.2%	7.1%	7.3%
营业收入	3.9%	2.5%	-0.3%	6.2%	8.7%
扣除减值损失前的营业利润	3.6%	7.7%	0.5%	7.2%	10.6%
税前利润	0.0%	-4.0%	11.4%	6.1%	8.1%
净利润	0.7%	-3.7%	9.4%	6.2%	8.3%
资产质量					
不良贷款率	1.43%	1.46%	1.43%	1.46%	1.49%
不良贷款拨备覆盖率	153.30%	162.82%	157.01%	153.20%	154.99%
信贷成本	0.63%	0.91%	0.60%	0.63%	0.71%
资本充足率					
核心一级资本充足率	9.99%	10.34%	10.98%	11.49%	11.84%
一级资本充足率	10.86%	11.17%	11.76%	12.25%	12.54%
资本充足率	12.84%	13.19%	13.88%	14.28%	14.54%
回报率					
平均总资产回报率	13.97%	12.12%	12.20%	11.91%	11.87%
净资产收益率	1.07%	0.94%	0.95%	0.94%	0.96%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.56	0.54	0.61	0.65	0.70
每股股息（元人民币）	0.175	0.168	0.184	0.196	0.213
每股账面值（元人民币）	4.09	4.46	4.89	5.34	5.83

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並無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

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 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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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。