

公司报告

招商证券(香港)有限公司

工商银行 (1398 HK)

净利润增速缓减, 14年业绩符合预期

■ 2014年净利润为2,758亿元人民币(下同), 同比上升5.0%, 基本符合我们和市场预期。鉴于当前经营环境充满挑战, 我们预期2015和2016年净利润将同比增长0.0%/4.2%。

■ 净息差在下半年环比上升8个基点, 加之手续费收入稳定增长 - 上半年分别同比增长7.9%和8.7% - 使拨备前利润增长由上半年同比增长8.8%改善至下半年的13.7%。

■ 资产质量持续承压, 信用成本由第三季的0.31%上升至四季度的0.88%, 拖低了下半年净利润增长。

四季度拨备前利润反弹, 全年维持坚挺

四季度净息差上升, 使净利息收入增长加速(相比第三季度和上半年同比增长12.2%和10.1%, 四季度同比增速为12.9%), 加之手续费收入增长回升, 从而使14年第四季的拨备前利润增速由第三季度的同比增长10.8%和上半年的8.8%反弹至16.9%, 拉动全年拨备前利润增速从2013年的同比增长10.3%上升至2014年的11.1%。

正面因素: (1) 手续费收入由14年第三季的同比下跌1.7%回升至第四季度同比增长17.9%。(2) 由于贷款收益率上升, 但资金成本在降息后有所下降, 故第四季净息差环比上升4个基点至2.72%。(3) 内评法的实施和在14年12月成功发行了350亿元境外优先股, 其资本充足率全面提升, 核心一级资本充足率环比上升13个基点至11.92%、一级资本充足率环比上升39个基点12.19%和资本充足率环比上升33个基点14.53%。

负面因素: (1) 资产质量跟随行业趋势恶化。第四季度不良贷款余额同比上升32.9%, 不良率环比上升7个基点至1.13%。关注类贷款/逾期贷款同比上升63.0%/57.6%。不良贷款新生成率由第三季的0.73%上升至第四季的0.94%。(2) 信用成本由第三季的0.31%上升至第四季的0.88%。由于四季度大幅核销不良贷款, 拨备覆盖率环比下降9.70%至206.90%。

催化剂和估值

进一步的经济刺激措施、更坚挺的净息差和资产质量恶化趋势早于预期逆转, 均可以成为正面的催化剂。

公司目前的估值水平为0.96倍的15年预测市净率和5.66倍的15年预测市盈率, 我们认为相比该行1.35倍的历史平均市净率, 估值依然不高。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
营业额	529,720	578,901	650,191	681,223	722,969
同比增长(%)	12.6%	9.3%	12.3%	4.8%	6.1%
净利润	238,532	262,649	281,142	281,047	292,940
同比增长(%)	14.5%	10.1%	7.0%	0.0%	4.2%
每股盈利(人民币)	0.68	0.75	0.80	0.80	0.83
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.28	0.28	0.30
市盈率(x)	6.59	6.00	5.64	5.66	5.43
市净率(x)	1.40	1.24	1.08	0.96	0.86
净资产收益率(%)	22.9%	21.9%	20.5%	18.0%	16.7%

注: 2015年3月26日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港) 研究部

王冬儿

郑汇亨

+852 3189 6176

+852 3189 6394

dongewang@cmschina.com.hk seancheng@cmschina.com.hk

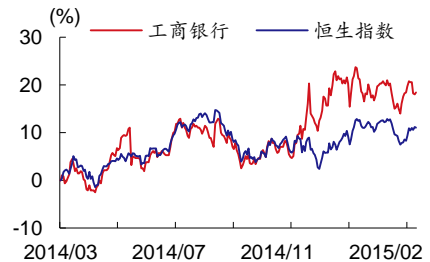
最新变动

不适用

买入

前次评级	买入
股价	HK\$5.57
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$6.22 (+11.7%)
前次目标价:	HK\$6.22

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1398 HK	(2.3)	10.4	31.7
HSI	(1.0)	3.2	12.9

行业: 银行

恒生指数	24497
国企指数	11917

重要数据

52周股价区间(港元)	4.56-5.9
港股市值(十亿美元)	267.2
日均成交量(百万股)	263.36
每股净资产(人民币)	4.69

主要股东

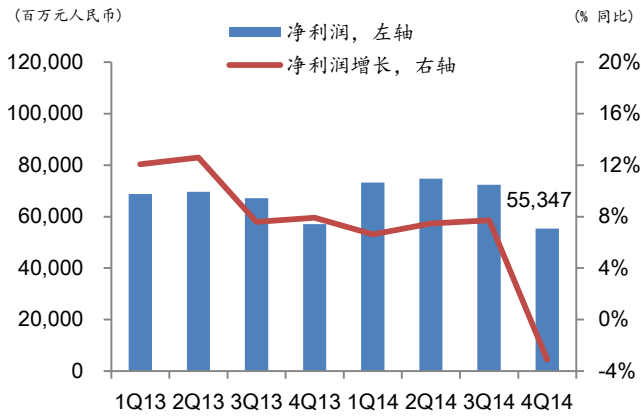
中央汇金投资有限责任公司	35.12%
中华人民共和国财政部	34.88%
香港中央结算(代理人)有限公司	24.51%
总股数(十亿股)	354.8
自由流通量	81.0%

相关报告

1. ICBC (1398 HK) - A stable player to well positioned for the challenging operating environment; maintain BUY (BUY) 2015/03/17
2. ICBC (1398 HK) - 3Q14 NPAT in line but growth slightly picked up from 2Q (BUY) 2014/10/30
3. ICBC (1398 HK) - 1H14 results in line; 2Q14 NIM expanded 4bps QoQ (BUY) 2014/08/29

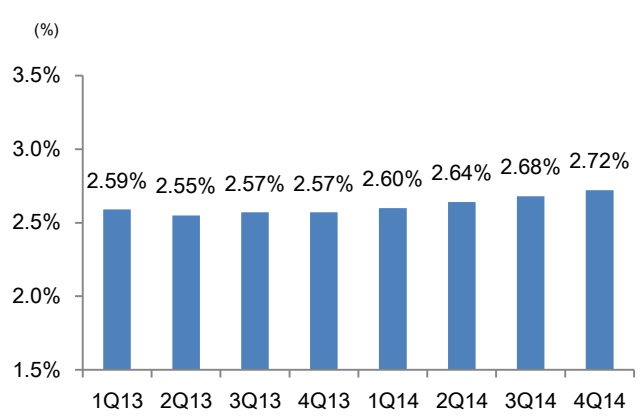
重点图表

图1: 季度净利润及同比增长



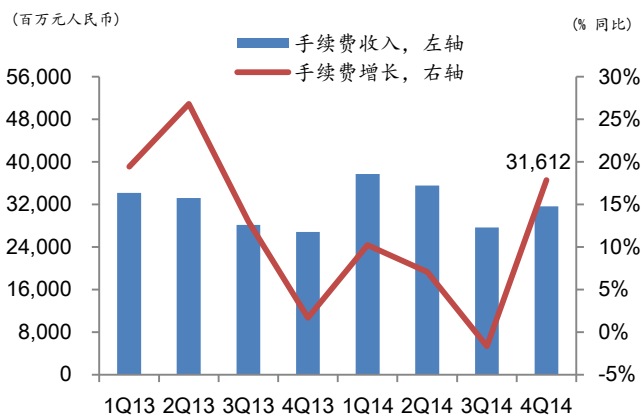
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 净息差季度走势



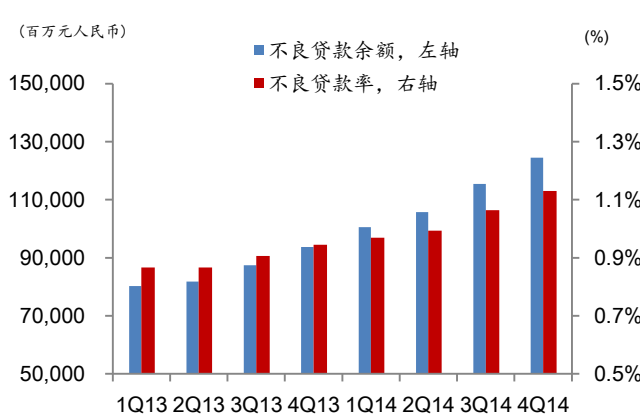
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 手续费收入及同比增长



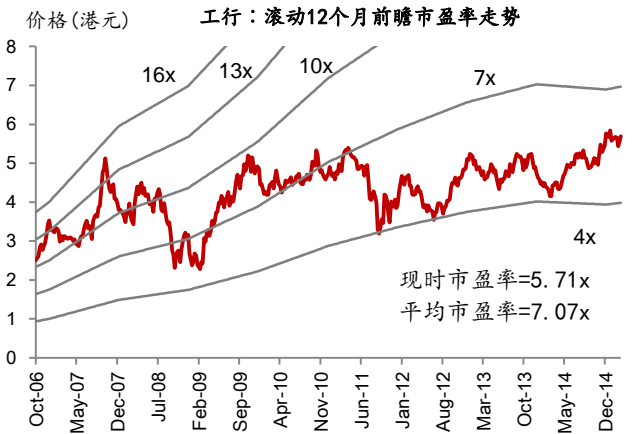
来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 不良贷款余额和不良率



来源: 公司资料, 招商证券(香港)

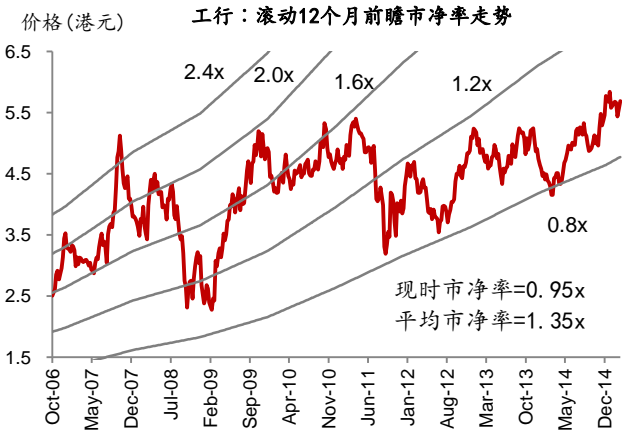
图5: 市盈率区间



注: 2015年3月20日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 市净率区间



注: 2015年3月20日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 2014年业绩表

利润表 (百万元人民币)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
利息收入	200,342	215,038	222,228	3.3%	10.9%	394,604	437,266	6.0%	10.8%	767,111	849,879	10.8%
利息支出	(84,643)	(89,711)	(91,640)	2.2%	8.3%	(167,158)	(181,351)	3.6%	8.5%	(323,776)	(356,357)	10.1%
净利息收入	115,699	125,327	130,588	4.2%	12.9%	227,446	255,915	7.7%	12.5%	443,335	493,522	11.3%
非利息收入	30,728	27,361	34,729	26.9%	13.0%	59,979	62,090	-21.6%	3.5%	135,566	141,336	4.3%
交易收益/损失 - 汇兑损益及公允价值变动	(988)	(2,790)	(2,138)	-23.4%	116.4%	(2,011)	(4,928)	47.1%	145.1%	(2,259)	(8,279)	266.5%
净佣金及手续费收入	26,823	27,657	31,612	14.3%	17.9%	54,944	59,269	-19.1%	7.9%	122,326	132,497	8.3%
交易收益/损失 - 投资性证券	(294)	175	592	238.3%	不适用	17	767	-26.0%	不适用	625	1,803	188.5%
其他	5,187	2,319	4,663	101.1%	-10.1%	7,029	6,982	-16.2%	-0.7%	14,874	15,315	3.0%
营业收入	146,427	152,688	165,317	8.3%	12.9%	287,425	318,005	0.4%	10.6%	578,901	634,858	9.7%
营业支出	(63,412)	(50,766)	(68,296)	34.5%	7.7%	(112,391)	(119,062)	19.5%	5.9%	(204,140)	(218,674)	7.1%
拨备前利润	83,015	101,922	97,021	-4.8%	16.9%	175,034	198,943	-8.4%	13.7%	374,761	416,184	11.1%
资产减值损失	(9,701)	(8,289)	(24,273)	192.8%	150.2%	(16,380)	(32,562)	34.7%	98.8%	(38,321)	(56,729)	48.0%
包括: 贷款减值损失	(9,834)	(8,238)	(24,041)	191.8%	144.5%	(16,171)	(32,279)	34.6%	99.6%	(38,098)	(56,267)	47.7%
联营公司收益	574	508	633	24.6%	10.3%	1,042	1,141	12.3%	9.5%	2,097	2,157	2.9%
税前利润	73,888	94,141	73,381	-22.1%	-0.7%	159,696	167,522	-13.7%	4.9%	338,537	361,612	6.8%
所得税费用	(16,694)	(21,667)	(17,950)	-17.2%	7.5%	(35,208)	(39,617)	-13.3%	12.5%	(75,572)	(85,326)	12.9%
净利润	57,194	72,474	55,431	-23.5%	-3.1%	124,488	127,905	-13.8%	2.7%	262,965	276,286	5.1%
归属于少数股东净利润	78	110	84	-23.6%	7.7%	186	194	-31.0%	4.3%	316	475	50.3%
归属于母公司股东净利润	57,116	72,364	55,347	-23.5%	-3.1%	124,302	127,711	-13.8%	2.7%	262,649	275,811	5.0%

资产负债表(百万元人民币)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
总资产	18,917,752	20,150,956	20,609,953	2.3%	8.9%	18,917,752	20,609,953	1.5%	8.9%	18,917,752	20,609,953	8.9%
贷款总额	9,922,374	10,853,652	11,026,331	1.6%	11.1%	9,922,374	11,026,331	3.6%	11.1%	9,922,374	11,026,331	11.1%
不良贷款余额	93,689	115,471	124,497	7.8%	32.9%	93,689	124,497	17.7%	32.9%	93,689	124,497	32.9%
贷款减值准备	240,959	250,108	257,581	3.0%	6.9%	240,959	257,581	2.3%	6.9%	240,959	257,581	6.9%
存款总额	14,620,825	15,339,964	15,556,601	1.4%	6.4%	14,620,825	15,556,601	-1.1%	6.4%	14,620,825	15,556,601	6.4%
归属于母公司股东权益	1,274,134	1,427,581	1,496,431	4.8%	17.4%	1,274,134	1,496,431	10.4%	17.4%	1,274,134	1,496,431	17.4%
每股数据 (人民币)												
发行股数 (百万股)	351,390	351,513	353,495	0.6%	0.6%	351,390	353,495	0.6%	0.6%	351,390	353,495	0.6%
每股净资产	3.63	4.06	4.23	4.2%	16.7%	3.63	4.23	9.8%	16.7%	3.63	4.23	16.7%
每股盈利	0.16	0.21	0.15	-28.6%	-6.2%	0.35	0.36	-14.3%	2.9%	0.75	0.78	4.0%
每股股息	0.262	0.000	0.255	不适用	-2.4%	0.262	0.255	不适用	-2.4%	0.262	0.255	-2.4%
拨备前利润	0.24	0.29	0.27	-5.3%	16.2%	0.50	0.56	-9.0%	13.0%	1.07	1.18	10.4%

比率 (%)	4Q13	3Q14	4Q14	4Q14 q-q	4Q14 y-y	2H13	2H14	2H14 h-h	2H14 y-y	2013	2014	2014 y-y
1. 成本收入比	43.31%	33.25%	41.31%	8.06pp	-1.99pp	39.10%	37.44%	6.00pp	-1.66pp	35.26%	34.44%	-0.82pp
2. 有效税率	22.59%	23.02%	24.46%	1.45pp	1.87pp	22.05%	23.65%	0.10pp	1.60pp	22.32%	23.60%	1.27pp
3. 总资产收益率	1.21%	1.43%	1.09%	-0.35pp	-0.13pp	1.32%	1.25%	-0.26pp	-0.07pp	1.44%	1.40%	-0.04pp
4. 净资产收益率	18.23%	20.81%	15.14%	-5.66pp	-3.09pp	20.33%	17.92%	-4.62pp	-2.41pp	21.90%	19.91%	-1.99pp
5. 存贷比	67.86%	70.75%	70.88%	0.12pp	3.01pp	67.86%	70.88%	3.19pp	3.01pp	67.86%	70.88%	3.01pp
6. 不良贷款率	0.94%	1.06%	1.13%	7bps	19bps	0.94%	1.13%	14bps	19bps	0.94%	1.13%	19bps
7. 拨备覆盖率	257.19%	216.60%	206.90%	-9.70pp	-50.29pp	257.19%	206.90%	-31.12pp	-50.29pp	257.19%	206.90%	-50.29pp
8. 拨贷比	2.43%	2.30%	2.34%	4bps	-9bps	2.43%	2.34%	-2bps	-9bps	2.43%	2.34%	-9bps
9. 净息差	2.57%	2.68%	2.72%	4bps	15bps	2.57%	2.70%	8bps	13bps	2.57%	2.66%	9bps
10. 信用成本	0.40%	0.31%	0.88%	57bps	48bps	0.33%	0.60%	13bps	26bps	0.41%	0.54%	13bps
11. 非利息收入占比	20.99%	17.92%	21.01%	3.09pp	0.02pp	20.87%	19.52%	-5.49pp	-1.34pp	23.42%	22.26%	-1.16pp
12. 手续费收入占比	18.32%	18.11%	19.12%	1.01pp	0.80pp	19.12%	18.64%	-4.47pp	-0.48pp	21.13%	20.87%	-0.26pp
13. 核心一级资本充足率	10.57%	11.79%	11.92%	0.13pp	1.35pp	10.57%	11.92%	0.56pp	1.35pp	10.57%	11.92%	1.35pp
14. 一级资本充足率	10.57%	11.80%	12.19%	0.39pp	1.62pp	10.57%	12.19%	0.83pp	1.62pp	10.57%	12.19%	1.62pp
15. 资本充足率	13.12%	14.20%	14.53%	0.33pp	1.41pp	13.12%	14.53%	0.86pp	1.41pp	13.12%	14.53%	1.41pp

来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
现金及存放中央银行款项	3,174,943	3,294,007	3,623,408	3,985,748	4,384,323
存放同业及其他金融机构款项	636,450	717,984	804,142	900,639	1,008,716
买入返售资产	544,579	331,903	315,308	331,073	347,627
发放贷款和垫款	8,583,289	9,681,415	10,641,667	11,590,993	12,528,245
投资	3,862,216	3,949,688	4,229,661	4,514,846	4,821,661
投资联营企业	33,284	28,515	29,085	29,667	30,260
固定资产	135,889	164,347	172,564	181,193	190,252
递延所得税资产	22,789	28,860	30,303	31,818	33,409
其他资产	548,778	721,033	728,243	735,526	742,881
资产总额	17,542,217	18,917,752	20,921,734	22,723,001	24,428,189
向中央银行借款	1,133	724	869	956	1,051
同业及其他金融机构存放款项	1,486,805	1,269,255	1,396,181	1,535,799	1,689,378
吸收存款	13,642,910	14,620,825	15,995,863	17,224,261	18,397,118
应交税费	56,922	55,674	61,241	67,366	74,102
卖出回购资产	237,764	299,304	314,269	329,983	346,482
已发行存款证	38,009	130,558	261,116	313,339	344,673
已发行债券	232,186	253,018	273,018	288,018	288,018
递延所得税负债	552	420	462	508	559
其他负债	717,477	1,009,511	1,110,462	1,221,508	1,343,659
负债总额	16,413,758	17,639,289	19,413,481	20,981,737	22,485,041
股本	349,620	351,390	353,494	353,494	353,494
资本公积	133,835	138,852	144,057	149,457	155,060
盈余公积及其他	269,001	271,943	313,583	356,454	401,892
未分配利润	372,541	511,949	657,573	797,085	947,691
优先股	0	0	35,000	80,000	80,000
少数股东权益	3,462	4,329	4,545	4,773	5,011
股东权益合计	1,128,459	1,278,463	1,508,253	1,741,264	1,943,148

注：2015年3月26日的收盘价

来源：彭博，公司资料，招商证券(香港)研究部

综合收益表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
利息收入	721,439	767,111	863,084	884,733	947,186
利息支出	(303,611)	(323,776)	(357,169)	(359,312)	(388,703)
净利息收入	417,828	443,335	505,915	525,421	558,483
手续费及佣金净收入	106,064	122,326	129,573	136,889	143,819
交易相关利润	(3,996)	(1,634)	(1,509)	1,079	1,050
其他业务收入	9,824	14,874	16,213	17,834	19,617
非利息收入	111,892	135,566	144,277	155,802	164,486
营业收入	529,720	578,901	650,191	681,223	722,969
营业费用	(189,940)	(204,140)	(230,790)	(251,959)	(272,898)
拨备前利润	339,780	374,761	419,401	429,264	450,071
资产减值损失	(33,745)	(38,321)	(54,166)	(64,932)	(65,544)
营业外收入	2,652	2,097	2,265	2,491	2,740
税前收益	308,687	338,537	367,500	366,823	387,267
所得税费用	(69,996)	(75,572)	(85,995)	(83,269)	(89,071)
税后收益	238,691	262,965	281,505	283,554	298,196
归属于少数股东权益净利润	(159)	(316)	(363)	(407)	(456)
归属于母公司股东的净利润	238,532	262,649	281,142	281,047	292,940

主要财务比率 (%)

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净息差	2.66%	2.57%	2.62%	2.46%	2.38%
净利差	2.49%	2.40%	2.42%	2.25%	2.14%
资产收益率	4.59%	4.45%	4.48%	4.14%	4.03%
资金成本	2.10%	2.05%	2.06%	1.89%	1.89%
有效税率	22.68%	22.32%	23.40%	22.70%	23.00%
成本收入比	35.86%	35.26%	35.50%	36.99%	37.75%
非利息收入与营业收入比	21.12%	23.42%	22.19%	22.87%	22.75%
存贷比	64.53%	67.86%	68.16%	68.99%	69.88%
不良贷款率	0.85%	0.94%	1.12%	1.30%	1.43%
拨备覆盖率	295.55%	257.19%	213.82%	189.54%	177.94%
拨贷比	2.50%	2.43%	2.39%	2.46%	2.54%
信用成本	0.39%	0.41%	0.52%	0.57%	0.53%
现金分红率	35.01%	34.92%	35.00%	35.00%	35.00%
总资产收益率	1.45%	1.44%	1.41%	1.30%	1.26%
净资产收益率	22.92%	21.90%	20.50%	17.99%	16.67%
核心一级资本充足率	n.a.	10.57%	11.52%	11.56%	11.58%
一级资本充足率	10.62%	10.57%	11.79%	12.12%	12.08%
资本充足率	13.66%	13.12%	13.87%	14.11%	13.89%

每股数据及估值

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
每股净资产(人民币)	3.22	3.63	4.15	4.69	5.26
每股收益(人民币)	0.68	0.75	0.80	0.80	0.83
每股股利(人民币)	0.24	0.26	0.28	0.28	0.30
市盈率(x)	6.59	6.00	5.64	5.66	5.43
市净率(x)	1.40	1.24	1.08	0.96	0.86
股息率(%)	5.32	5.82	6.20	6.24	6.57

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828