

中国银行(3988 HK, HK\$3.47, 目标价: HK\$3.58, 持有) — 肩负中国银行国际化的重任

- ❖ **中国国际化程度最高的银行。**由于历史因素及其自身独特的定位，中国银行的海外业务发展一直领先于同业。截至 2016 年上半年，中国银行海外资产占比达到总资产的 28.4%；其海外业务营业收入占总营业收入比重，亦由 2013 年的 17.4%，上升至 2016 年上半年的 28.2%。近年来，中国银行持续整合和推进其海外业务的布局和发展，我们认为其中至关重要的一步是将东盟地区业务转让予其海外业务的重要平台——中银香港（2388 HK）。在「一带一路」战略及中国企业「走出去」的大背景下，中国银行可借助对旗下资源的不断整合，更好地把握政策机遇与商业契机，进一步拓展其海外版图。
- ❖ **跨境人民币业务的先驱。**中国银行在跨境人民币业务领域占据领先地位，截至 2015 年末，其跨境人民币结算量及清算量均位列全球第一。鉴于人民币近期被纳入特别提款权（SDR）货币篮子，我们相信，海外市场未来对于人民币资产配置的需求将进一步增长。借助其多元化的业务平台，以及境内外庞大的分支网络，中国银行将继续在人民币国际化进程中扮演重要角色。
- ❖ **中国银行业未来将何去何从？**尽管海外业务占比较高，在一定程度上分散了风险，但与其他同业一样，主体业务立足于国内的中国银行也面临着诸多行业中不利趋势的挑战，包括内地资产质量的下降，以及监管部门对理财产品日益严格的管控。为解决不良资产上升的问题，现阶段政府及监管部门推出了「债转股」以及不良资产证券化两种新途径，中行作为首批不良资产证券化试点银行之一亦成功发行一只产品。但在实际操作中，两种方法仍存在许多不确定因素，它们的实际效果亦有待更多案例进行检验。
- ❖ **我们认为较低的估值已经大部分反映了未来潜在的负面因素。**现时，同业股价相当于 2017 年预测市账率 0.67 倍，而中国银行股价相当于 2017 年预测市账率 0.61 倍。我们认为，较低的估值已基本反映了银行业面对的不利状况带来的潜在负面影响，特别是盈利增速的下跌以及未来更多不良资产的暴露。我们预测，2016 年至 2018 年，中国银行的营业收入及净利润的年复合增长率分别为 1.3% 及 1.7%。展望未来，我们认为银行业以下几个方面值得投资者持续关注，包括其自身的风险管控、互联网金融的发展、业务国际化程度的不断加深以及日趋严格的理财产品业务新规所带来的影响。
- ❖ **首次给予目标价 3.58 港元。**我们认为，采用其他四家大型国有银行的 P/B-ROE 线性回归模型是对中国银行最合理的估值方式。根据线性分析得出的 P/B 公式以及我们预测的中行 2017 年 11.74% 的权益收益率进行计算，我们首次给予中行目标价为 3.58 港元，相当于该行 2017 年预测市账率的 0.63 倍。首次覆盖给予「持有」评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY13A	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (百万人民币)	407,509	456,328	473,912	516,439	505,088	530,353
净利润 (百万人民币)	156,911	169,595	170,845	171,693	173,950	177,665
市账率	0.90	0.81	0.73	0.66	0.61	0.56
股息率 (%)	6.57	6.37	5.88	5.64	5.72	5.84
权益收益率 (%)	18.00	16.43	13.97	12.59	11.74	11.10
不良贷款率 (%)	0.96	1.18	1.43	1.60	1.72	1.91
拨备覆盖率 (%)	229.35	187.60	153.30	151.56	150.31	150.11

来源: 公司及招银国际研究部预测

中国银行(3988 HK)

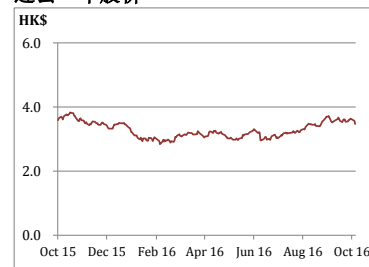
评级	持有
收市价	HK\$3.47
目标价	HK\$3.58
市值 (港币百万)	1,115,705
过去 3 月平均交易 (港币百万)	1,027.23
52 周高/低 (港币)	3.88/ 2.83
发行 H 股数 (百万)	83,622.3
主要股东	中央汇金(64.6%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-4.0%	-1.8%
3 月	14.8%	3.9%
6 月	15.2%	0.3%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利息收入	518,995	602,680	615,056	571,241	599,756	630,893
利息支出	(235,410)	(281,578)	(286,406)	(251,728)	(267,833)	(290,939)
净利息收入	283,585	321,102	328,650	319,513	331,923	339,954
手续费及佣金收入	88,585	98,538	100,905	99,764	102,730	107,079
手续费及佣金支出	(6,493)	(7,298)	(8,495)	(8,231)	(8,424)	(8,727)
净手续费及佣金收入	82,092	91,240	92,410	91,534	94,306	98,352
其他净收入	41,832	43,986	52,852	105,393	78,859	92,047
营业收入	407,509	456,328	473,912	516,439	505,088	530,353
营业费用	(172,314)	(177,788)	(185,401)	(178,172)	(166,679)	(171,304)
扣除减值损失前的营业利润	235,195	278,540	288,511	338,268	338,409	359,049
资产减值损失	(23,510)	(48,381)	(59,274)	(89,656)	(84,998)	(99,840)
营业利润	211,685	230,159	229,237	248,612	253,411	259,209
联营企业及合营企业投资净收益	1,092	1,319	2,334	1,489	1,873	2,115
税前利润	212,777	231,478	231,571	250,101	255,284	261,324
所得税费用	(49,036)	(54,280)	(52,154)	(56,273)	(57,439)	(58,798)
年度利润	163,741	177,198	179,417	193,828	197,845	202,526
非控制性权益	(6,830)	(7,603)	(8,572)	(22,135)	(23,895)	(24,861)
净利润	156,911	169,595	170,845	171,693	173,950	177,665

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（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及存放同业	702,584	813,054	654,378	712,923	780,410	839,050
存放中央银行	2,132,001	2,306,088	2,196,063	2,188,277	2,362,987	2,562,256
拆放同业	512,888	402,280	426,848	503,681	554,049	609,454
投资	2,403,631	2,710,375	3,595,095	3,920,711	4,466,212	5,164,935
客户贷款和垫款净额	7,439,742	8,294,744	8,935,195	9,750,743	10,579,180	11,451,110
其他	683,453	724,841	1,008,018	831,880	891,616	984,155
总资产	13,874,299	15,251,382	16,815,597	17,908,214	19,634,454	21,610,960
同业存入	1,551,624	1,780,247	1,764,320	1,658,461	1,807,722	1,970,417
对中央银行负债	200,939	348,271	415,709	750,355	937,943	1,224,016
客户存款	10,097,786	10,885,223	11,729,171	12,686,085	13,760,691	14,959,199
发行债券	224,704	278,045	282,929			
其他	837,769	776,168	1,265,863	312,797	328,526	335,568
总负债	12,912,822	14,067,954	15,457,992	1,002,562	1,149,332	1,300,829
本行股东应享权益	923,916	1,140,859	1,304,946	1,422,060	1,540,192	1,661,361
非控制性权益	37,561	42,569	52,659	75,895	110,047	159,569
总权益	961,477	1,183,428	1,357,605	1,497,955	1,650,239	1,820,930

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日（百万人民币）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利息收入						
净利息收入	69.6%	70.4%	69.3%	61.9%	65.7%	64.1%
净手续费及佣金收入	20.1%	20.0%	19.5%	17.7%	18.7%	18.5%
其他净收入	10.3%	9.6%	11.2%	20.4%	15.6%	17.4%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长						
利息收入	2.5%	16.1%	2.1%	-7.1%	5.0%	5.2%
利息支出	-5.7%	19.6%	1.7%	-12.1%	6.4%	8.6%
净利息收入	10.4%	13.2%	2.4%	-2.8%	3.9%	2.4%
净手续费及佣金收入	17.4%	11.1%	1.3%	-0.9%	3.0%	4.3%
其他净收入	6.5%	5.1%	20.2%	99.4%	-25.2%	16.7%
营业收入	11.3%	12.0%	3.9%	9.0%	-2.2%	5.0%
扣除减值损失前的营业利润	13.9%	18.4%	3.6%	17.2%	0.0%	6.1%
税前利润	13.4%	8.8%	0.0%	8.0%	2.1%	2.4%
净利润	12.4%	8.1%	0.7%	0.5%	1.3%	2.1%
资产质量						
不良贷款率	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%
不良贷款拨备覆盖率	229.4%	187.6%	153.3%	151.6%	150.3%	150.1%
信贷成本	0.3%	0.6%	0.6%	0.9%	0.8%	0.8%
资本充足率						
核心一级资本充足率	9.1%	9.4%	10.0%	10.6%	10.9%	11.0%
一级资本充足率	9.1%	10.1%	10.9%	11.4%	11.6%	11.7%
资本充足率	11.7%	12.4%	12.8%	13.3%	13.5%	13.7%
回报率						
平均总资产回报率	18.0%	16.4%	14.0%	12.6%	11.7%	11.1%
净资产收益率	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
每股数据						
每股利润（人民币）	0.56	0.61	0.56	0.58	0.59	0.60
每股股息（人民币）	0.20	0.19	0.18	0.17	0.17	0.17
每股账面值（人民币）	3.31	3.70	4.09	4.49	4.89	5.30

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。