

全球化银行，亚洲再出发

2017年6月30日

投资要点

- ❖ **汇丰：“世界的本土银行”。**汇丰的历史，可说是资本全球化的历史。成立于英国资本向亚洲输出时期，二战后开启全球并购扩张之路、享受经济与贸易全球化红利，2008年金融危机后受冲击不得不转向收缩战略。**区域分散化和业务多元化是汇丰最大的经营特色：**（1）区域分布上：经营网络遍及六大洲，其中亚洲地区贡献了最多的资产规模（38.11%）和税前利润（73.58%）；（2）业务结构上，商行、投行、保险等构成了混业经营的金融集团，其中零售银行与财富管理、工商金融、环球银行及资本市场三大业务贡献了80%以上的税前利润。
- ❖ **资产负债表分析：扩表逻辑与全球经济格局紧密相关，近年来战略重心在缩表与调整。**金融危机后公司的资产扩张明显放缓，2008-2016年总资产的CAGR仅为0.1%（2000-2007年CAGR为19.42%），尤其是2013-2016年公司连续五年出现缩表。2015年公司提出十大项策略行动，旨在重新聚焦核心地区和重点业务、调整经营网络节省成本开支。具体来看：（1）出售部分地区业务（如巴西），同时战略重心向增长潜力较大的亚洲地区转移；（2）剥离部分非核心业务（如持有的其他金融机构的少数股权），以及低收益的风险加权资产。
- ❖ **利润表分析：长期盈利模式受到挑战，短期受益美国金融恢复及亚洲快速增长。**公司自2012年以来收入和利润几乎零增长，在2016年则都出现了大幅的下滑，同比分别减少16%和77%，长期压力来自：（1）收入增长乏力，量价齐跌致使净利息收入增长乏力，净利息收益率由2009年的2.94%降至2016年的1.73%，不过受益于美联储加息等因素已在2017年1季度出现环比改善，未来有望继续对净利息收入产生积极影响；（2）非息收入受全球市场波动（汇率、利率等）逐年下降，但受益人民币资金的全球化过程；（3）运营成本和监管成本拖累盈利，成本收入比持续上升至60%以上，员工薪酬刚性和监管处罚增加是重要原因。乐观的是，资产质量在逐步好转，风险成本对业绩的负面效应在持续减弱。
- ❖ **2017年积极变化：资产重回扩张，盈利增速改善。**（1）**资产端：**2017年1季度公司总资产增长1.75%（+415亿美元），考虑到公司以亚洲为重心的战略正在发挥效果、且2015年制定的风险资产缩减计划已于1季度超额完成，因此全年资产规模有望重回正增长。（2）**盈利端：**1季度净利息收益率环比上升4BPs达到1.64%，主因美国加息促使利差扩大，结合资产的增长情况来看，未来净利息收益或将有所改善。
- ❖ **今年以来绝对收益显著，高分红、高流动性以及基本面的改善有望对估值形成有效支撑。**公司股价自2016年6月触底反弹以来，累计涨幅已达66.44%（今年以来涨幅21.33%），这一轮上涨行情的驱动力主要来自：（1）港股市场整体走强；（2）2016年8月和今年2月分别宣布启动25亿和10亿美元的股票回购；（3）资本实力稳步增强，目前普通股一级资本率分别达到14.3%；（4）业绩出现边际改善迹象，1季度经调整收入和税前利润分别增长2%和12%；（5）长期稳定的现金分红，近几年公司每年都保持每股0.5美元左右的派息水平。当前公司估值对应2017年1.19xPB，在H股上市银行中仍属较高水平，我们认为稳定的分红、业绩的边际改善以及作为大盘股的流动性溢价和配置效应将对公司估值形成有效支撑。
- ❖ **风险因素：**业绩改善不达市场预期；港股市场出现系统性波动。

项目/年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入（百万美元）	56,485	55,287	45,479	50,512	53,334
增长率	0.46%	-2.12%	-17.74%	11.07%	5.59%
净利润（百万美元）	13,115	12,572	1,299	9,969	13,656
增长率	-15.53%	-1.21%	-81.67%	667.44%	36.98%
EPS（美元）	0.69	0.64	0.07	0.49	0.67
BVPS（美元）	9.79	9.19	8.29	7.84	7.93
PE	13.52	14.57	133.25	19.04	13.92
PB	0.95	1.01	1.13	1.19	1.18

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）上述预测采用Wind一致预期；（2）股价为2017年6月29日收盘价



无评级

中信证券研究部

肖斐斐

电话：0755-23835396

邮件：xff@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

冉宇航

电话：0755-23835417

邮件：ranyh@citics.com

执业证书编号：S1010516100001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目录

汇丰：“世界的本土银行”	1
发展历史：资本全球化的历史	1
股权架构：分散股权+管理层持股	2
经营特色：区域布局分散，业务板块多元	2
资产负债表分析：收缩与调整	4
扩表逻辑与全球宏观经济格局正相关	4
收缩与调整（2013-2016）：退出部分地区市场、出售非核心资产	4
利润表分析：收入增长乏力，成本困境凸显	6
收入和利润增长连续多年疲软	6
净利息收入：量价齐跌致增速放缓甚至出现负增长	7
非息收入：货币换算亏损及市场波动致收益持续减少	7
费用支出：运营成本和监管成本拖累盈利增长	8
风险成本：资产质量逐步好转，对业绩负面效应持续减弱	9
2017 年积极变化：资产重回扩张，盈利增速改善	10
资产负债表有望重回扩张之路	10
收入与盈利增速出现改善	10
分红与估值	11
分红：长期保持高水平的现金分红率	11
估值：基本面改善助推股价上涨，估值高于行业平均	12

插图目录

图 1：汇丰控股发展历程	1
图 2：汇丰控股附属公司在全球的布局	2
图 3：汇丰控股分地区风险加权资产	3
图 4：汇丰控股分地区经调整税前利润构成	3
图 5：汇丰控股旗下五大业务板块	3
图 6：2016 年汇丰控股各业务收入贡献构成	3
图 7：2016 年汇丰控股各业务利润贡献构成	3
图 8：2000 年后汇丰控股资产增长情况	4
图 9：近年来汇丰控股出售资产情况	5
图 10：近十年汇丰控股风险加权资产变化	5
图 11：汇丰控股收入增长情况	6
图 12：汇丰控股税后利润增长情况	6
图 13：汇丰控股各类收入同比增速	7
图 14：汇丰控股各类收入占比	7
图 15：汇丰控股净利息收益率变化	7
图 16：汇丰控股付息资产及净利息收入增速	7
图 17：汇丰控股非息业务收入增速及构成	8
图 18：汇丰控股成本收入比持续上升	8
图 19：汇丰控股成本构成	8
图 20：汇丰控股减值损失及占收入比例	9
图 21：汇丰控股近五年已减值贷款占比	9
图 22：汇丰控股近五年减值贷款拨备覆盖情况	9
图 23：2017 年 1 季度汇丰控股资产端变化	10
图 24：2017 年 1 季度汇丰控股负债端变化	10
图 25：汇丰控股单季收入和税前利润	11
图 26：汇丰控股单季净利息收入	11
图 27：汇丰控股 2017Q1 各地区税前利润	11
图 28：汇丰控股 2017Q1 各业务板块税前利润	11
图 29：近十年汇丰控股现金分红率变化	12
图 30：2016 年 H 股主要银行现金分红率对比	12
图 31：2016 年以来汇丰控股股价走势	13
图 32：汇丰控股资本实力稳步增强	13
图 33：南下资金（港股通）买卖汇丰控股情况	13

表格目录

表 1：汇丰控股部分高管持股情况 2

表 2：2015 年汇丰控股发布调整策略及完成情况 5

表 3：近几年汇丰控股面临的监管处罚 9

表 4：H 股上市银行分红收益率 12

表 5：主要 H 股银行部分经营指标对比 14

表 6：全部 H 股上市银行估值对比 14

汇丰：“世界的本土银行”

发展历史：资本全球化的历史

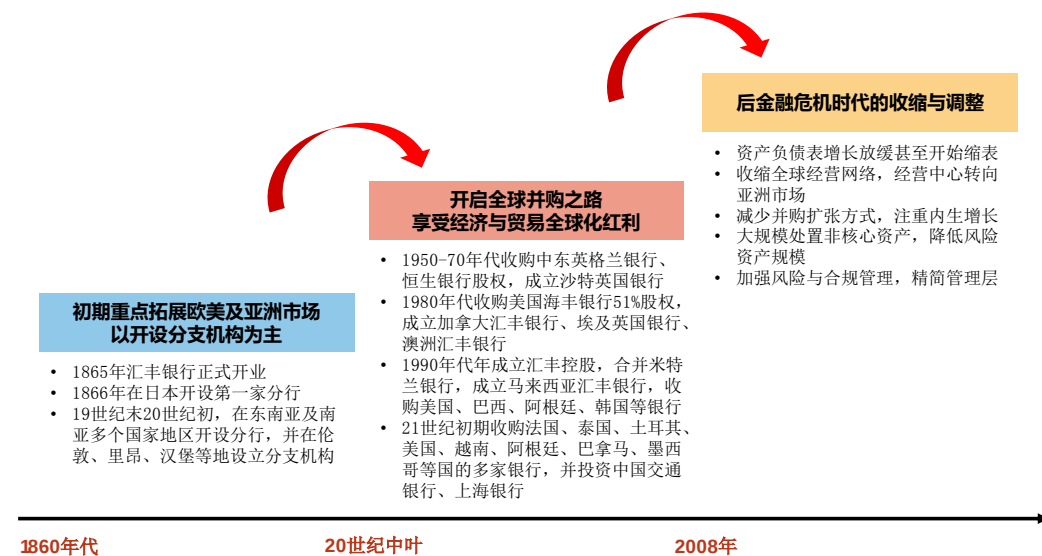
汇丰诞生于欧美资本开始大规模向全世界输出的时期，在经历二战前后的低迷后搭上经济与贸易全球化的东风、开启了全球并购扩张之路，不过也在 2008 年金融危机大受冲击、不得不重新调整发展战略。汇丰的历史就是一部资本全球化的历史。

（1）1860 年代至 20 世纪中叶：以亚洲及欧美市场为重点、以开设分支机构为主要扩张方式。在此时期汇丰银行向亚洲政府（尤其是中国）大量提供金融服务，同时也是英国政府在中国、日本和新加坡等地的重要往来银行。在菲律宾、新加坡、斯里兰卡、印度和马来西亚等多地开设分行，并在欧洲的伦敦、里昂、汉堡等地设立分支机构，到 20 世纪初汇丰已经建立起一个以远东及欧洲为中心的具有相当规模的分支网络。

（2）20 世纪中叶至 21 世纪初：巩固香港市场地位并开启全球并购之路，享受经济与贸易全球化的红利。二战之前汇丰的业务重心集中在亚洲及欧洲，因此受到二战以及之后地缘政治变动的影响。不过自 1950 年代开始伴随着经济全球化以及东亚经济的崛起，汇丰充分享受了全球经济增长的红利：一方面在香港的战后重建中发挥重大作用，同时也增强了自身在香港市场的地位和话语权，包括 1965 年收购恒生银行 51% 股权等；另一方面在全球范围内通过兼并收购迅速扩张，收购的标的几乎遍及六大洲，既有发达国家也有新兴市场、既有商业银行（主要的）也有非银行金融机构（如证券公司、消费信贷公司等）。

（3）2008 年至今：后金融危机时代的收缩与调整。作为一家混业经营的银行集团，汇丰在 2008 年金融危机中也大受冲击，之后多年资产规模缓慢增长甚至出现负增长，尤其是自 2010 年起开始调整发展战略，核心是收缩和调整：（1）收缩，包括处置非核心业务、压缩风险资产规模、退出部分地区市场（如巴西、土耳其等）、减少并购数量和规模；（2）调整，包括经营中心转向亚洲市场，当然全球化仍然是其坚持的战略。

图 1：汇丰控股发展历程



资料来源：中信证券研究部根据公开资料整理

股权架构：分散股权+管理层持股

股权分散，前两大股东均为机构投资者。截至 2016 年末汇丰控股前两大股东为 Blackrock 和 JPMorgan Chase，持股比例分别为 5.89% 和 4.58%。

管理层持股，几乎每位董事都持有公司股份。截至 2016 年末持股最多的是现任总裁欧智华（3,344,208 股，占总股本 0.0166%）。

表 1：汇丰控股部分高管持股情况

高管	职务	持股数量（股）	持股比例
范智康	集团主席，执行董事	402,158	0.0020%
欧智华	集团行政总裁，执行董事	3,344,208	0.0166%
麦荣恩	集团财务董事，执行董事	345,469	0.0017%
缪思成	集团风险管理总监，执行董事	824,241	0.0041%
费卓成	集团风险管理委员会主席，独立非执行董事	66,605	0.0003%
李德麟	集团薪酬委员会、提名委员会主席，独立非执行董事	40,860	0.0002%
聂德伟	集团监察委员会成员，独立非执行董事	50,000	0.0002%

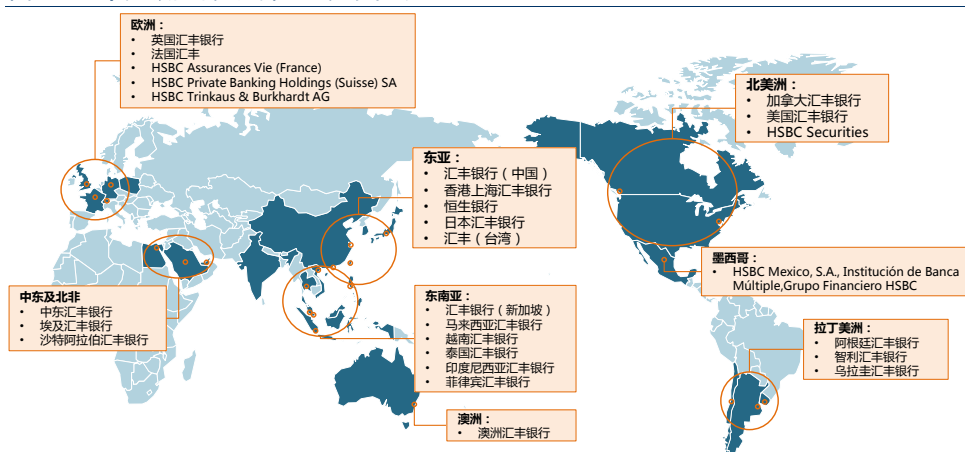
资料来源：公司财报，中信证券研究部

经营特色：区域布局分散，业务板块多元

公司经营最大的特点就是区域的分散化和业务的多元化，我们认为将其称作一个“全球银行的组合（United Banks over the World）”更为合适。这种架构是汇丰长期践行全球化战略的结果，其优势便在于缓释风险，不过劣势则在于容易受到地缘政治和区域经济波动的冲击和影响，尤其是近几年显得尤为明显。

（1）区域布局的分散化：经历百余年的发展和扩张后，汇丰当前的经营网络（包括附属公司以及分支机构）遍布六大洲。当然亚洲和欧美仍是其战略重心，尤其是亚洲地区占据了最大份额的风险资产（2016 年 3340 亿美元，占比 38.11%）、同时也贡献了绝大部分盈利（2016 年经调整税前利润 142 亿美元，占比 73.58%）。

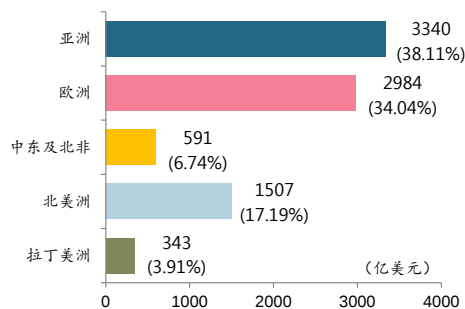
图 2：汇丰控股附属公司在全球的布局



资料来源：公司财报及官网，中信证券研究部

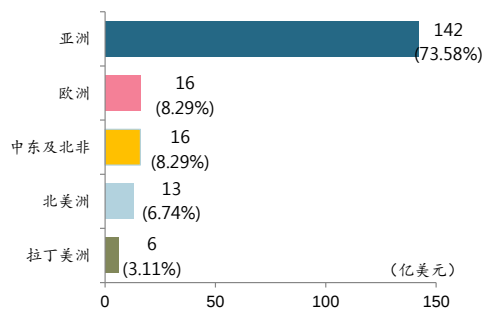
注：上图中仅列出汇丰控股旗下较重要的附属公司

图 3：汇丰控股分地区风险加权资产



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 4：汇丰控股分地区经调整税前利润构成



资料来源：公司财报，中信证券研究部

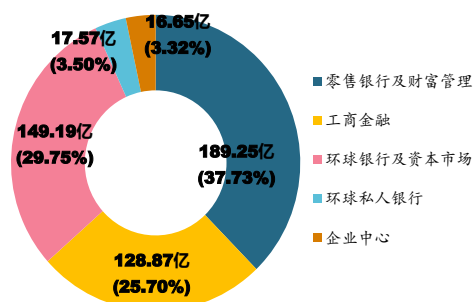
(2) 业务经营的多元化：汇丰起家于商业银行，但目前业务范围却不仅限于商业银行、而是属于混业经营，业务板块包括零售银行及财富管理、工商金融、环球银行及资本市场、私人银行和企业中心等，其中贡献收入和利润最多的是前三大板块，合计贡献接近 90% 左右的收入和税前利润。多元化经营除了能缓释业务过于单一集中的风险外，也有助各类业务之间的协同。

图 5：汇丰控股旗下五大业务板块

零售银行及财富管理	工商金融	环球银行及资本市场	环球私人银行	企业中心
- 为客户管理财务、购置物业、为未来储蓄及投资 - 保险及投资管理业务为所有环球业务提供支持，以满足客户各种需要	- 在54个国家/地区支持约200万名企业客户 - 客户包括聚焦于本土市场的小型企业，以及在全球运营的大型公司	- 向企业、政府及机构提供各种金融服务及产品，全面涵盖资本融资、顾问及交易银行服务 - 可按客户的特定目标，组合及制定合适的产品及方案	- 为高资产净值客户和其家族提供私人银行服务 - 业务遍及欧洲、美洲、亚太地区、中东和非洲地区	2016年成立 - 主要是合并了资产负债管理、既有业务与于联营及合资公司的权益、融资业务、支持集团业务的统筹管理等

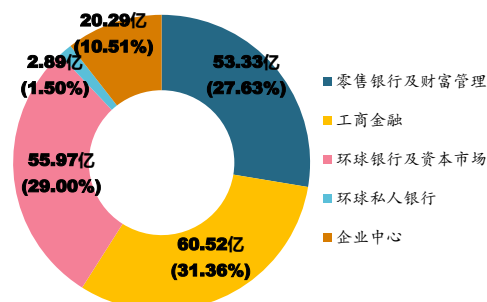
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 6：2016 年汇丰控股各业务收入贡献构成



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 7：2016 年汇丰控股各业务利润贡献构成



资料来源：公司财报，中信证券研究部

资产负债表分析：收缩与调整

扩表逻辑与全球宏观经济格局正相关

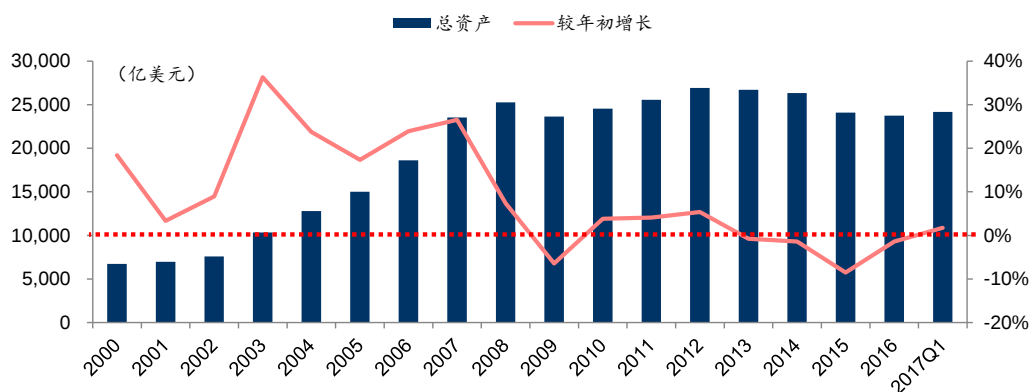
汇丰的资产负债表扩张与全球宏观经济的走势密切相关，全球经济的增长为汇丰资产增长奠定良好基础，而经济的波动也对业务的扩张产生约束。

（1）2000-2007 年：21 世纪初全球经济保持良好的增长态势，汇丰控股的资产规模亦实现了较快的扩张速度，2000-2007 年总资产 CAGR 达到 19.42%；

（2）2008-2012 年：受金融危机的冲击，公司总资产增速在 2008-2009 年连续下降，尤其是 2009 年出现缩表、总资产同比减少 6.45%；而危机后的救助政策以及自 2008 年末开始的量化宽松使得公司在 2010-2012 年出现资产恢复性的增长；

（3）2013-2016 年：公司连续 5 年出现缩表，其中有公司自身经营策略调整的原因（剥离非核心资产、出售部分地区业务等）、也与全球经济表现不佳息息相关（主要经济体经济表现均差强人意）。

图 8：2000 年后汇丰控股资产增长情况



资料来源：公司财报及官网，中信证券研究部

收缩与调整（2013-2016）：退出部分地区市场、出售非核心资产

汇丰控股作为覆盖商行、投行、基金、保险的金融集团，混业和跨全球的经营一直是其特色和优势所在，但在金融危机以及部分地区经济波动的冲击下，利润增长压力凸显促使其开始采取收缩战略。

2015 年 6 月公司宣布十项策略行动，旨在通过战略调整使公司的全球网络及全面银行业务模式发挥更大的价值。这些策略主要分为几类：**（1）调整资产规模；（2）精简集团架构；（3）节省成本开支；（4）业务重心聚焦。**

1、退出部分地区，战略重心聚焦亚洲

2016 年汇丰控股完成出售巴西业务，仅保留 HSBC Brasil S.A.-Banco de Investimento 继续服务巴西的大型企业，满足其国际和跨境业务需要；2017 年中东汇丰银行则出售了旗下的黎巴嫩业务；此外乌拉圭业务目前也在计划出售之列。除了直接出售外，公司还重点对美国、墨西哥和土耳其（原计划出售，后改为重组）等地区的业务进行重组。**对于汇丰退出**

部分地区的原因，一方面是因为这些地区本身的政治或经济环境出现问题，如巴西；另一方面则源自汇丰的收缩战略，压降回报率较低甚至亏损的区域业务。

在退出部分地区的同时，汇丰控股明确将增强在亚洲（尤其是中国珠三角地区）市场的投入、并且致力于提高亚洲市场的占有率和盈利贡献。在公司 2015 年公布的“策略行动”中，提出提高市场占有率、亚洲管理资产每年增长约 10% 的目标，并力争通过人民币国际化来推动业务增长。

2、剥离非核心资产，回归传统商行业务

近年来汇丰控股退出了几十项非核心业务，包括相继出售了所持有的中国平安、上海银行、兴业银行（由恒生银行持股）的少数股权，以及印度、新加坡和墨西哥等地的寿险业务。

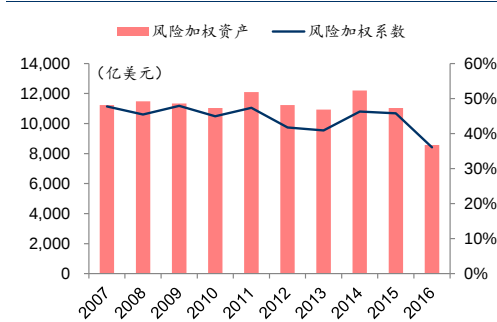
2007 年以来公司风险加权资产一直维持在 1.1~1.2 万亿美元的水平，2015 和 2016 年则持续下降，截至 2016 年末将至 8572 亿美元、风险系数也将至 36.09% 的历史新低。

图 9：近年来汇丰控股出售资产情况

年份	出售资产
2011年	出售美国零售业务及信用卡业务
2012年	出售所持中国平安15.6%的股份
2013年	出售所持上海银行8%股份
2015年	恒生银行出售所持兴业银行4.99%股份
2016年	出售巴西汇丰银行
2017年	出售黎巴嫩业务

资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：上表仅列示了部分较为重要的资产剥离事项

图 10：近十年汇丰控股风险加权资产变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 2：2015 年汇丰控股发布调整策略及完成情况

策略行动	2017 年的目标	2016 年取得的进展	2015 年取得的进展
一、调整规模及精简集团架构的行动			
1、减少集团风险加权资产约 2900 亿美元	- 集团风险加权资产减少 2900 亿美元 - 环球银行及资本市场业务恢复集团的目标盈利能力；占集团风险加权资产的比率则降至 1/3 以下	2016 年进一步削减 1,432 亿美元，其中环球银行及资本市场业务的减幅尤其显著 - 环球银行及资本市场业务的风险加权资产为 3,004 亿美元，占集团风险加权资产总值之 37%	- 环球银行及资本市场业务：达成 2015 至 2017 年目标的 50% 以上 - 工商金融业务：达成 2015 至 2017 年目标的 75% 以上 - 美国的消费间接贷款业务：加快出售资产，达成 2015 至 2017 年风险加权资产缩减目标接近 405
2、优化环球网络	减少覆盖范围	- 于 2016 年 7 月 1 日完成出售巴西业务；维持在巴西的业务覆盖，以满足大型企业客户的国际业务需要 - 于 2016 年底业务覆盖 70 个国家和地区（较 2014 年底的 73 个国家和地区为少）	- 签订协议出售巴西业务，须待监管机构批准 2015 年业务覆盖范围缩至 71 个国家和地区
3、重建在北美自由贸易区的盈利能力	- 美国除税前利润约 20 亿美元 - 墨西哥除税前利润约 6 亿美元	- 美国（不包括消费及按揭贷款缩减组合）经调整除税前利润：4 亿美元（较 2015 年下降 22%） - 零售银行及财富管理业务的主要贷款产品在墨西哥的市场占有率全面上升 - 墨西哥的经调整除税前利润：3 亿美元（较 2015 年上升 354%）	- 美国的工商金融和环球银行及资本市场业务收入分别增加 4% 及 12% - 于北美自由贸易区的跨境收入增长超过 30%
4、实现 45 至 50 亿美元的成本节约	2017 年的退出率相等于 2014 年的营业支出	2016 年实现成本节约 22 亿美元，经调整成本（不包括巴西）较 2015 年减少 4% - 与 2015 年相比，2016 年收入增长率与支出增长率之差为正数 2016 年等同全职雇员数目减少约 900 人	- 受严控成本及成本节约计划影响，经调整成本（不包括巴西）较 2014 年上升 5% 2015 年的达标支出为 9 亿美元 - 等同全职雇员为 255,203 人，较 2014 年减少 1%

策略行动	2017 年的目标	2016 年取得的进展	2015 年取得的进展
二、重新部署资本及投资			
1、投资于亚洲-优先及加快	- 提高市场占有率 - 亚洲的管理资产每年增长约 10%	- 把握中国「一带一路」倡议的商机，包括联系中国与马来西亚和埃及的能源交易 - 广东地区贷款：47 亿美元（较 2015 年增加 16%） - 东盟经调整收入：31 亿美元（较 2015 年下跌 2%） - 由投资管理业务管理而分配至亚洲的资产：1,430 亿美元（较 2015 年增加 11%） - 在亚洲制订保险产品的新增保单年度保费：23 亿美元（较 2015 年增加 13%）	- 珠江三角洲：已建立管理团队及取得新许可证（详情见第 21 页） - 东盟：提升服务能力及数码方案实力；获《欧洲货币》杂志嘉许为七个东盟市场的「最佳本地资金管理机构」 - 投资管理环球行政总裁重驻香港 - 成为中港基金互认计划下首批获选的基金经理之一
2、透过人民币国际化推动业务增长	20 至 25 亿美元收入	- 占人民币合格境外机构投资者（「RQFII」）托管人市场份额 52%（证券服务）；在所有活跃 RQFII 市场的占有率均高踞首位 - 担任中国财政部在英国发行人民币 30 亿元债券（首次在中国境外发行的主权人民币债券）的联席牵头经办人 - 人民币国际化带来的收入（来自部分或全部以人民币计值的离岸业务，以及中国内地若干特定产品）：12.5 亿美元（较 2015 年减少 25%）	- 成为其中一家率先连接至跨境银行同业支付系统的银行 - 为中国人民银行于伦敦发行 50 亿元人民币债券担任联席全球协调人及账簿管理人，是次为该行首次于中国境外发售债券

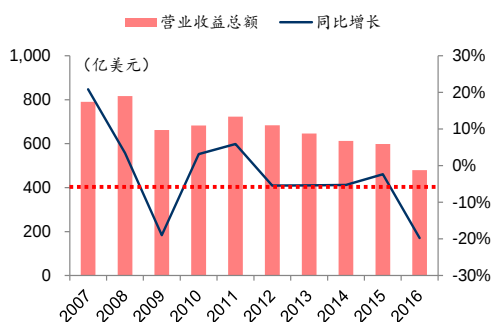
资料来源：公司财报，中信证券研究部

利润表分析：收入增长乏力，成本困境凸显

收入和利润增长连续多年疲软

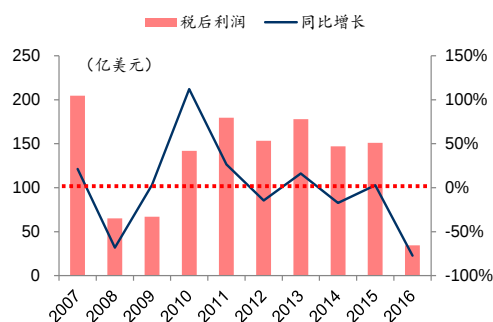
自 2012 年以来汇丰控股的收入和利润几乎一直维持零增长，在 2016 年则都出现了大幅的下滑，同比分别减少 15.83%和 77.17%，主因包括私人银行业务的商誉减值、信贷资产公允价值变动、以及出售巴西业务的影响。

图 11：汇丰控股收入增长情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

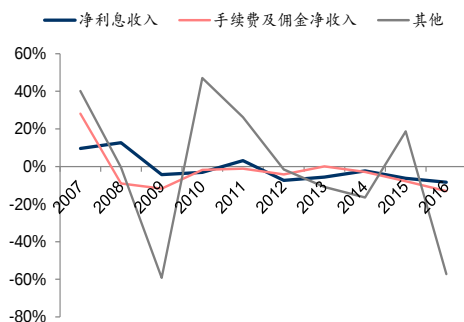
图 12：汇丰控股税后利润增长情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

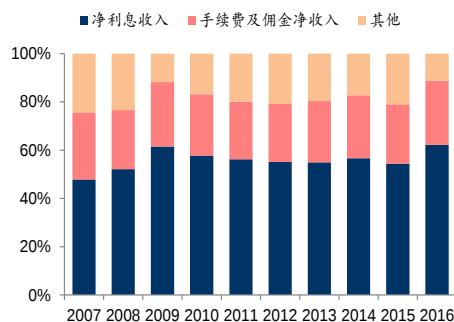
从收入构成来看：（1）净利息收入普遍贡献了 50%~60% 的收入，2016 年占比达 62.15%；（2）手续费及佣金净收入的占比维持在 25~30% 的水平；（3）其他收入的贡献度则波动较大，主要包括交易收益、投资收益、保费收益等。

图 13：汇丰控股各类收入同比增速



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 14：汇丰控股各类收入占比

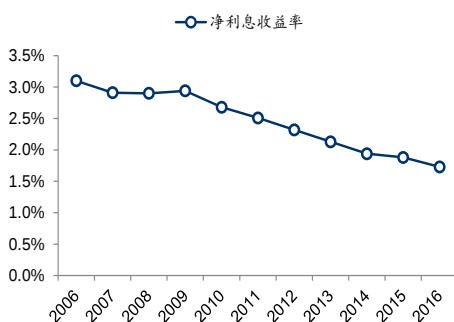


资料来源：公司财报，中信证券研究部

净利息收入：量价齐跌致增速放缓甚至出现负增长

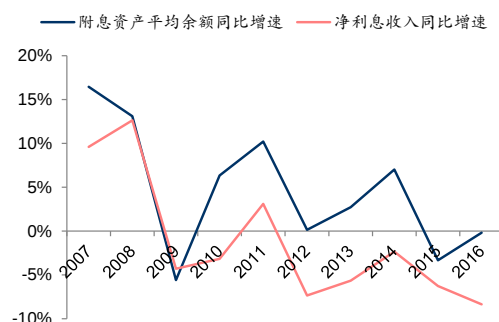
息差收窄和资产增速放缓双重因素叠加，致使净利息收入增长缓慢甚至出现负增长。（1）**息差方面**，金融危机后主要国家均进入降息周期，而作为全球化布局的汇丰控股自然受到明显影响，净息差持续下降，由 2009 年的 2.94% 下降至 2016 年的 1.73%；（2）**规模方面**，前面已提到金融危机后公司战略转向收缩和调整，资产规模亦仅保持缓慢增长甚至负增长。

图 15：汇丰控股净利息收益率变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 16：汇丰控股付息资产及净利息收入增速



资料来源：公司财报，中信证券研究部

非息收入：货币换算亏损及市场波动致收益持续减少

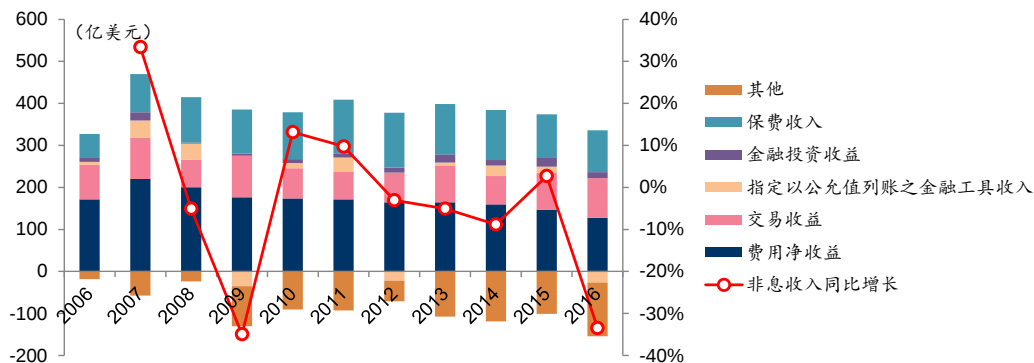
自 2010 年以来汇丰控股的非息收入增速持续下降，并且多年都出现负增长，2016 年同比降幅更是达到 33.43%。总的来看，各类非息收入减少的共同原因包括货币换算亏损以及出售部分业务，此外市场要素的变化（如利率、资本市场景气度等）亦是导致非息收入变动的重要原因。从收入构成来看：

（1）**费用净收益**：2006 年公司共实现费用净收益 220 亿美元，然而此后一直减少，是非息收入表现欠佳的关键原因。2016 年费用净收益仅 128 亿美元（同比少 19 亿），主要源自部分业务货币换算亏损以及亚洲投资者避险情绪增加所致，具体看体现在账户服务、卡业务收费减少，以及经纪业务、管理资金、信托基金等业务费用的下降。

（2）**交易收益和指定以公允价值列账之金融工具收入**：交易收尽管有所波动，但每年都能维持在 60 亿美元以上，尤其是在 2015-2016 年更保持了稳中有升的态势（分别实现 87 亿和 95 亿美元）；不过制定以公允价值列账之金融工具收入在每年波动很大，主要是受利率、股价等因素变动所导致，2016 年亏损 27 亿美元，则因信贷息差变动导致长期债务的公允价值减少所致。

（3）保费收入：从 2012 年最高的 130 亿美元连续下降，2015/16 年分别实现 104 亿和 99.5 亿，减少的原因包括货币换算亏损以及出售巴西业务。

图 17：汇丰控股非息业务收入增速及构成



资料来源：公司财报，中信证券研究部

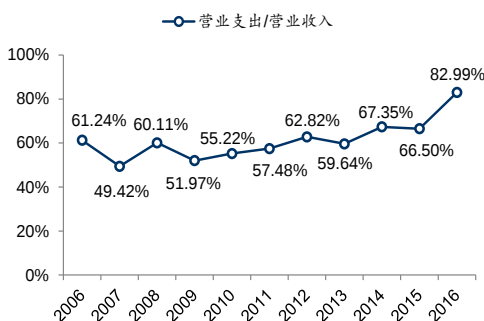
费用支出：运营成本和监管成本拖累盈利增长

近年来汇丰控股的成本收入比持续上升，2016 年达到 82.99%（主因收入减少较多所致）。从成本构成来看，职工薪酬占比维持在 50% 左右、且相对刚性，而管理费用因金融危机后监管的加强导致金额明显上升，此外商誉减值也在个别年份对成本产生较大影响。

（1）员工薪酬及福利：庞大分布广泛的经营网络对公司形成较大的成本压力，这几乎是包括汇丰在内的所有大型跨国金融集团所面临的共同问题。2016 年公司的员工薪酬及福利占营业成本比重为 45.4%，尽管较往年已有所下降（主要得益于近几年公司采取一系列成本控制措施，如裁员、降薪等），但未来仍是影响盈利表现的重要因素；

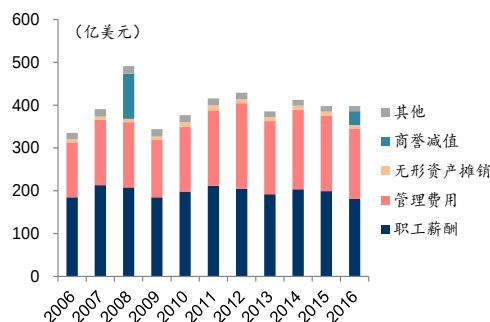
（2）一般及行政开支：在金融危机之后各国的监管部门对金融行业的整顿力度明显加大、并且往往伴随着高额的罚金，同时对资本的要求也越来越高，而汇丰等金融机构亦不得不投入更多资源来应对监管，进而导致合规和管理成本的上升。近几年公司的一般及行政开支占营业成本的比重较金融危机前明显增加，普遍维持在 40% 以上，2016 年达到 41.38%。目前公司尚有若干项监管调查正在进行当中，未来或仍面临较大的成本压力。

图 18：汇丰控股成本收入比持续上升



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：此处成本收入比的“成本”为除贷款减值损失以外的营业支出，“收入”为扣除贷款减值损失之后的营业额

图 19：汇丰控股成本构成



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 3：近几年汇丰控股面临的监管处罚

事项	具体处罚
美国按揭相关调查	2016 年 2 月，联储局宣布就其 2011 年 4 月的同意令，对美国汇丰融资及北美汇丰判处民事罚款 1.31 亿美元
美国按揭证券化活动及诉讼	汇丰正继续配合美国司法部的调查，而调查已到达接近尾声。2016 年 12 月，汇丰与美国司法部进行了初步讨论。美国司法部初步认为汇丰须就若干证券化工具承担《金融行业改革、恢复及执行法》下的法律责任。
反洗钱及制裁相关事宜	2012 年汇丰就未能充分遵守美国反洗钱法例被调查一事，与美国监管当局达成和解协议，内容包括一项与美国司法部达成延后对其起诉的协议，根据协议汇丰向美国监管部门支付 19.21 亿美元
税务相关调查	2016 年 12 月 31 日汇丰就税务相关调查确认 7.73 亿美元的准备
英国银行税	2010 年英国财政部开始依据资产负债表规模按照 0.05% 的比例开始征收银行税，银行税的经济目的是回收此前在金融危机期间救助商业银行所花费的巨额资金，其政治目的则是对商业银行在金融危机前的投机行为进行惩罚

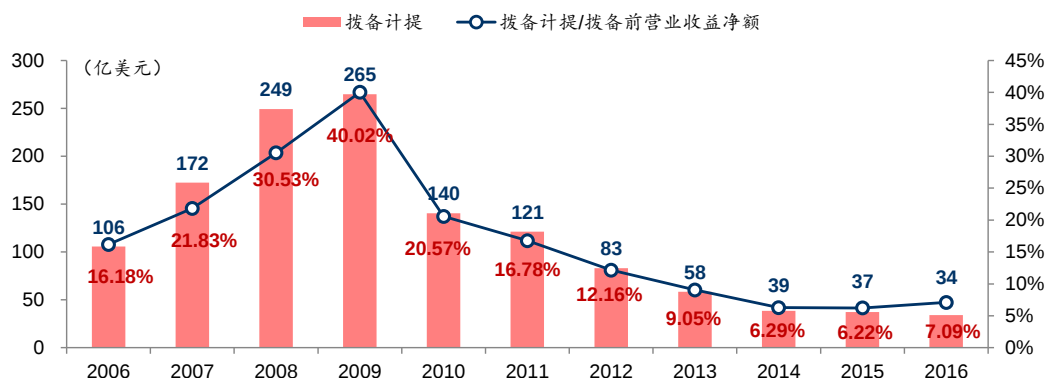
资料来源：公司财报，中信证券研究部

风险成本：资产质量逐步好转，对业绩负面效应持续减弱

自 2009 年以来汇丰控股的风险成本不断减少。2009 年公司新计提的贷款减值损失为 265 亿美元，占当年拨备前营业收益净额的比例高达 40%，不过之后便持续下降，2016 年仅计提 34 亿美元，占比为 7.09%（占比较 2015 年上升主要是因为收入的减少）。

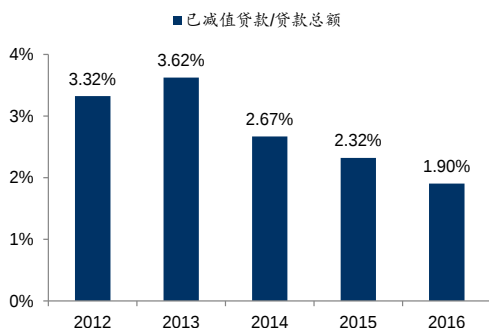
风险成本的降低主要源自资产质量的逐步好转。从存量资产质量来看，近几年公司已减值贷款占贷款总额的比重持续下降，2016 年降至 1.9%，而拨备覆盖情况则稳中有升，2016 年“贷款减值准备/已减值贷款”比例达到 43.07%。

图 20：汇丰控股减值损失及占收入比例



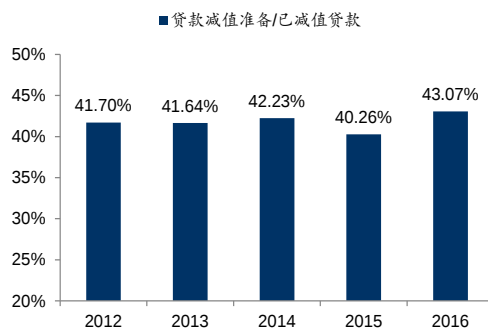
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 21：汇丰控股近五年已减值贷款占比



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 22：汇丰控股近五年减值贷款拨备覆盖情况



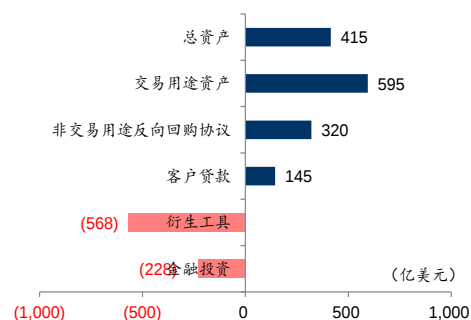
资料来源：公司财报，中信证券研究部

2017 年积极变化：资产重回扩张，盈利增速改善

资产负债表有望重回扩张之路

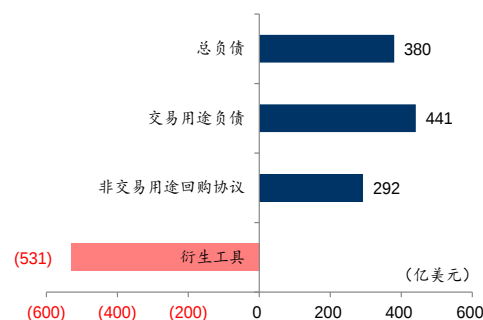
2017 年 1 季度汇丰控股总资产环比增长 1.75%（+415 亿美元），其中主要来自：（1）交易用途资产增加 595 亿；（2）非交易用途的反向回购协议增加 320 亿；（3）贷款增加 145 亿，主要由亚洲业务的增长带动。

图 23：2017 年 1 季度汇丰控股资产端变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 24：2017 年 1 季度汇丰控股负债端变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

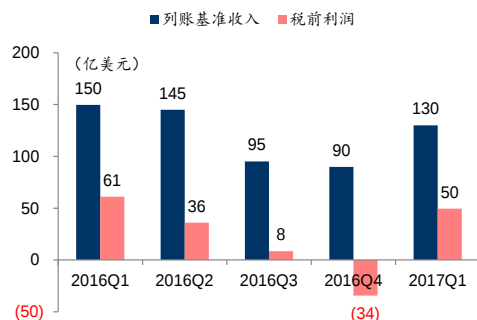
公司亚洲优先的战略正在发挥作用，全年有望重回资产扩张之路。1 季度亚洲地区增长强劲，尤其是珠三角的客户贷款同比增长 17%，在此带动下公司贷存比回升至 68.8%（2016 年末 67.7%）。此外公司已于 1 季度已超额完成 2015 年设定的风险加权资产削减目标，因此全年全资产增长有望保持相对乐观。

收入与盈利增速出现改善

2017 年以来公司经营业绩出现积极变化，单季收入和利润规模均出现回升。1 季度列账基准收入和税前利润分别为 130 亿和 50 亿，环比 4 季度均有明显改善。尽管同比仍有所下降，但若考虑到可比因素调整（如出售巴西业务等），经调整后的收入和税前利润同比都实现了正增长（+2%和+12%）。

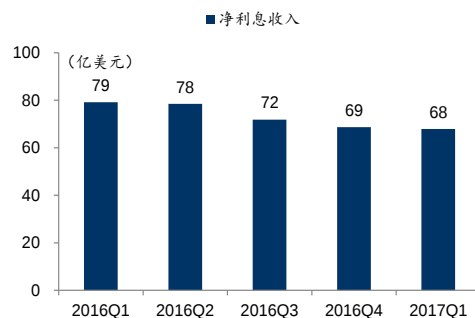
（1）息差亦出现环比回升。2017 年 1 季度公司净利息收益率达 1.64%，环比 2016 年 4 季度上升 4BPs，主要得益于美联储加息促使利率上升，而这一积极因素未来仍将继续产生影响。此外前面也提到，1 季度公司的总资产实现了正增长，且全年有望重回扩张之路。因此展望未来净利息收益或将出现改善。

图 25：汇丰控股单季收入和税前利润



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 26：汇丰控股单季净利息收入

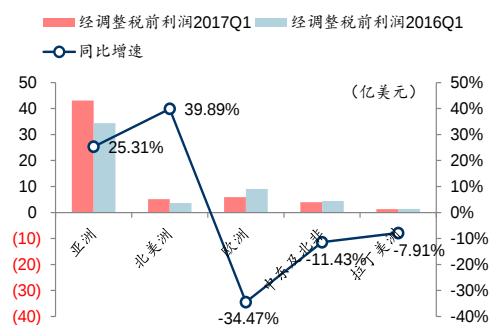


资料来源：公司财报，中信证券研究部

（2）重返亚洲战略生效，亚洲地区贡献强劲增长。五大地区中，亚洲和北美洲 1 季度的经调整税前利润均实现正增长（分别+23.51%和+39.89%）。①亚洲地区表现尤其优异：截至 1 季度末公司在中国珠三角地区的客户贷款同比增长 17%，此外保险产品销量增长 13%，管理资产规模增长 15%（或与中国内地资金流出有关）；②北美自贸区的三个国家中美国和加拿大的贷款减值及其他信贷风险准备下降，而墨西哥的收入则实现正增长。

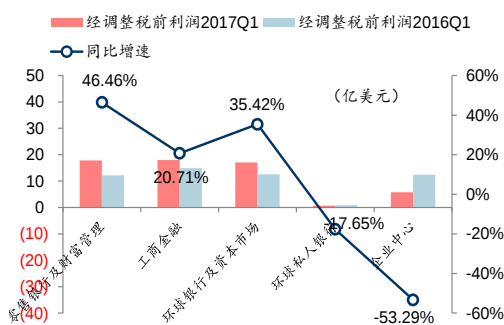
（3）四大环球业务中三项均表现良好。尤其是零售银行及财富管理业务经调整税前利润同比增 46.46%，主要来自于寿险产品和往来款项、储蓄及存款业务增长；环球银行及资本市场业务也因利率及信贷交易增加促使经调整税前利润同比增 35.42%。

图 27：汇丰控股 2017Q1 各地区税前利润



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 28：汇丰控股 2017Q1 各业务板块税前利润



资料来源：公司财报，中信证券研究部

分红与估值

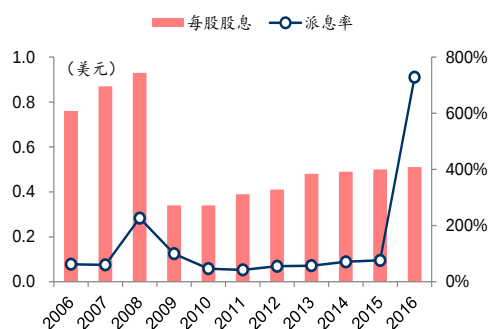
分红：长期保持高水平的现金分红率

派息率长期保持在 40% 以上且远高于 H 股上市银行。从每股派息来看，汇丰控股在 2008 年之前和之后表现出明显差异，2008 年及之前每年的每股股息（普通股）基本维持在 0.9 美元左右，而在 2009 年大幅下降至 0.34 美元，近几年略有回升，2016 年达到 0.5 美元。尽管每股派息变较大，但派息率却一直保持在 40% 以上。**2016 年派息率远高于 H 股上市银行**，H 股上市银行中 2016 年派息率前三位分别是汇丰控股（728.6%）、恒生银行（73.49%）和九台农商行（63.96%），28 家银行平均派息率为 53.25%。

分红收益率位居同行前列，配置价值凸显。以当前股价计算，汇丰控股的分红收益率约 5.46%，在 H 股 28 家上市银行中排第四，仅次于九台农商行（6.98%）、郑州银行（5.68%）、交通银行（5.57%），具备较好的配置价值。

汇丰控股之所以能长期保持高分红，一方面源于分散的股权结构以及管理层持股，另一方面也是因为近年来公司资产规模几乎不增长（尤其是风险加权资产还出现负增长），现金留存在账上不如提高股东回报。考虑到当前公司基本面已经出现积极变化，因此预计派息水平能够保持稳定。

图 29：近十年汇丰控股现金分红率变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 30：2016 年 H 股主要银行现金分红率对比

银行	派息率	银行	派息率
汇丰	728.60%	创兴	27.84%
恒生	73.49%	天津	27.10%
九台农商	63.96%	重庆	26.36%
中银香港	48.40%	中信	25.27%
东亚	46.70%	大新	24.84%
青岛	39.23%	重庆农商	23.64%
浙商	30.49%	民生	21.35%
招商	30.06%	盛京	21.33%
中行	30.05%	光大	15.08%
建行	30.03%	邮储	15.00%
农行	30.02%	锦州	12.69%
工行	30.01%	徽商	9.82%
交行	30.00%	渣打	0.00%
郑州	29.69%	哈尔滨	0.00%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 4：H 股上市银行分红收益率

银行	分红收益率	银行	分红收益率
九台农商	6.98%	恒生	3.69%
郑州	5.68%	招商	3.53%
交行	5.57%	青岛	3.41%
汇丰	5.46%	创兴	3.25%
重庆	5.34%	光大	3.07%
农行	5.26%	中银香港	3.01%
建行	5.22%	民生	2.42%
中信	5.08%	锦州	1.93%
工行	5.07%	邮储	1.87%
中行	5.00%	徽商	1.86%
浙商	4.74%	大新	1.86%
重庆农商	4.32%	东亚	1.65%
盛京	4.23%	渣打	0.00%
天津	4.21%	哈尔滨	0.00%

资料来源：公司财报，Wind，中信证券研究部 注：上表中分红收益率=2016 年分红金额（H 股部分）/各银行 H 股总市值

估值：基本面改善助推股价上涨，估值高于行业平均

2016 年 2 季度以来股价持续上行

自今年年初至今汇丰控股（0005.HK）涨幅达 21.33%，跑赢恒生指数（18.02%），取得不错的绝对收益。当然汇丰控股的此轮行情并非始于年初，而是从 2016 年 6 月触底回升，从最低点至今涨幅达 66.44%（同期恒生指数涨 28.37%），股价驱动力来自：

（1）H 股市场持续走强，恒生指数自 2016 年 1 季度开始进入一轮上涨行情；

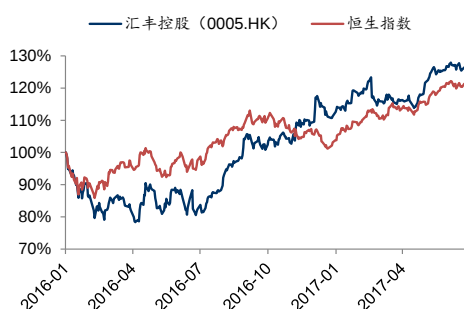
（2）南下资金的驱动，2016 年 6 月 1 日至今公司共有 155 个交易日进入港股通前十大成交个股（占期间全部交易日数量的 58.5%），且大部分均为净买入，成为驱动股价上涨的重要因素；

（3）管理层启动回购，2016 年 8 月公司董事会宣布 25 亿美元的回购计划，并于 12 月 16 日在伦敦交易所完成（回购价格在 5.14~6.75 英镑/股之间，回购数量约 3.25 亿股）；而公司今年在 2 月再次宣布将继续回购 10 亿美元，目前已回购完成（回购架构在 6.43~6.75 英镑/股之间，回购数量约 1.26 亿股）；

（4）资本实力逐步增强，公司资本充足率持续上行，尤其是 2016 年 3 季度环比 2 季度出现明显提升（主因对交通银行投资的监管处理方式变动导致风险加权资产减少），截至 2017 年 1 季度末普通股一级资本达到 14.3%；

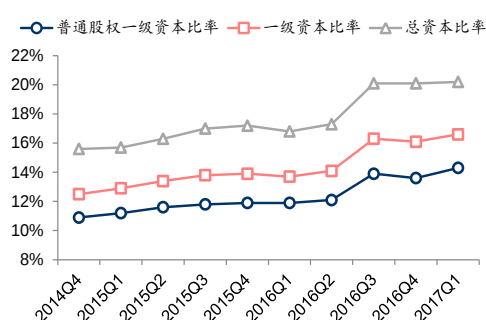
（5）业绩出现边际改善，2017 年 1 季度公司经调整收入和税前利润同比分别增长 2% 和 12%，此外在亚洲地区实现较好增长、北美自由贸易区内三个国家的经调整税前利润均也实现正增长，各种迹象表明公司业绩出现了积极的变化。

图 31：2016 年以来汇丰控股股价走势



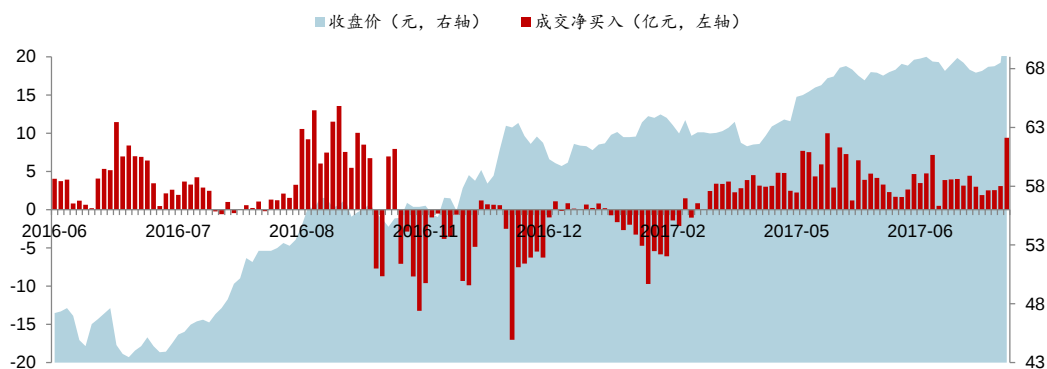
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 32：汇丰控股资本实力稳步增强



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 33：南下资金（港股通）买卖汇丰控股情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

估值水平高于行业平均：高分红+高流动性+配置效应+基本面改善预期

与 H 股上市银行相比，汇丰控股的估值保持在较高水平（Wind 统计约 1.1xPB），我们认为主要源于：**（1）高分红**，每年几乎固定约 0.5 美元的每股派息有助稳定股东回报；**（2）流动性溢价**，H 股投资者偏好流动性好的标的；**（3）配置效应**，汇丰控股当前总市值占 H 股总市值约 5.2%，无论是香港本地资金还是南下资金都存在配置需求；**（4）基本面改善的预期**，与香港本地几家主要的银行相比，汇丰控股无论是资产质量还是息差水平都有较好表现，且在 2017 年 1 季度业绩开始出现积极变化。

表 5：主要 H 股银行部分经营指标对比

	减值贷款占比	普通股股权一级资本比率	净息差	股东回报率
汇丰控股	1.45%	13.60%	1.73%	0.80%
渣打集团	3.69%	13.60%	1.53%	-1.10%
中银香港	0.20%	17.64%	1.32%	26.47%
东亚银行	1.50%	12.10%	1.60%	4.10%
恒生银行	0.46%	16.60%	1.76%	12.10%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 6：全部 H 股上市银行估值对比

银行	PB 估值	银行	PB 估值
恒生	2.25	农行	0.83
中银香港	1.83	重庆农商	0.79
九台农商	1.73	盛京	0.76
锦州	1.38	民生	0.73
青岛	1.38	徽商	0.71
招商	1.27	天津	0.71
东亚	1.18	重庆	0.70
汇丰	1.09	中行	0.69
大新	1.02	渣打	0.69
郑州	0.99	创兴	0.68
浙商	0.98	哈尔滨	0.65
邮储	0.90	交行	0.62
工行	0.86	中信	0.59
建行	0.83	光大	0.57

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：为能够统一对比，上表中估值均为 Wind 统计数据，股价为 2017 年 6 月 29 日收盘价

风险因素：业绩改善不达市场预期；港股市场出现系统性波动。

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标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联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。