

中国銀行 (3988 HK)

盈利能力的恢复或将受益于美元加息进程

❖ **2017 年拨备前利润增长符合预期。**2017 年，中国银行拨备前利润达到 3,099 亿元人民币，按年微降 0.2%，与我们预期相符，若撇除出售南洋商业银行、集友银行等的一次性收益后，拨备前利润按年增长 8.6%。纯利增速低于我们的预期，主要由于中行维持了较高的减值损失，纯利按年增长 4.8%，至 1,724 亿元人民币。

❖ **净息差温和改善，预期 2018 年将有更好表现。**2017 年中行净利息收入按年增长 10.6%，至 3,384 亿元人民币。净息差按年回升 1 个基点至 1.84%，但与前四季相比，净息差下降 1 个基点，主要由于 2017 年下半年同业负债成本上升较快所致。不过，中行的整体存款成本保持稳定，而境内存款成本更下降 13 个基点，主要是由于活期存款占比按年提升 0.9 个百分点至 49.4%，以及境内人民币存款日均余额按年增长 12.5%。在生息资产端，利息收益率按年上升 1 个基点。过去几年，在全球低息环境下，中行的净息差扩张部分受制于其占比较高的海外业务。而在目前美元进入加息周期的背景下，我们期望 2018 年海外业务将对中行净息差产生正面影响。

❖ **资产质量改善较缓。**2017 年，中行的不良贷款率按年下降 1 个基点，至 1.45%，但年中不良贷款率走势呈现反弹，第四季度环比及下半年环比分别回升 4 个基点及 7 个基点。我们认为主要是由下半年境内公司贷款的资产质量恶化导致的，其不良率环比上升 19 个基点，而境内个人贷款和境外贷款的不良率环比则分别下降 6 个基点及持平。其他指标也显示中行的资产质量短期仍然承压：1) 关注类贷款占比下半年环比上升 14 个基点至 2.91%，以及 2) 下半年不良生成率经测算环比上升 22 个基点至 1.05%。不过，好的一点是，逾期贷款余额环比下降 3.5%，而不良贷款比逾期 90 天以上贷款比例环比提升 10.2 个百分点至 120.5%，显示不良确认更加严格。中行贷款结构中，有 21.2% 的境外贷款和 32.0% 的境内个人贷款，其不良率分别为 0.18% 及 0.76%，维持低位且持续改善，对中行的资产质量起到了很好的稳定作用。我们预期 2018 年中行的资产质量将逐步企稳。

❖ **提出建立“新时代全球一流银行”新战略，维持买入评级。**中行提出了到 2050 年建成“新时代全球一流银行”的战略目标，其中涉及对金融科技的投入（占每年营业收入的 1%-2%）、发展低资本消耗业务、继东南亚业务后将继续对其他海外区域平台进行整合等。我们认为该战略对于中行的长远发展具有积极的引导作用。基于对资产负债表增速的修正，我们将 2018 年及 2019 年的净利润预测小幅下调 3.0% 和 1.9% 至人民币 1,855 亿元和人民币 2,031 亿元。现时中行的估值相当于 2018 年预测市账率的 0.66 倍。我们仍然维持买入评级，最新目标价为 5.2 港元，相当于 2018 年预测市账率 0.81 倍。

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)	473,912	485,656	483,761	519,096	561,805
净利润(百万元人民币)	170,845	164,578	172,407	185,510	203,059
每股盈利(元人民币)	0.56	0.54	0.57	0.61	0.67
每股盈利变动(%)	(6.8)	(4.1)	4.9	7.8	9.7
市帐率(x)	0.84	0.77	0.73	0.66	0.60
市盈率(x)	6.11	6.37	6.07	5.63	5.13
股息率(%)	5.08	4.87	5.10	5.50	6.04
权益收益率(%)	13.97	12.12	11.86	11.83	11.84
不良贷款率(%)	1.43	1.46	1.45	1.43	1.41
拨备覆盖率(%)	153.30	162.82	159.18	161.63	167.63

资料来源：公司及招銀国际研究部预测

买入（维持）

目标价	HK\$5.2
(此目前目标价)	HK\$4.71
潜在升幅	+22.1%
当前股价	HK\$4.26

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文子森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,377,526
3 月平均流通量(百万港元)	2,314.36
52 周内股价高/低(港元)	4.96/3.57
总股本(百万)	294,355.9

资料来源：彭博

股东结构 (H 股)

全国社会保障基金理事会	8.99%
BlackRock, Inc.	7.15%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.5%	2.1%
3-月	7.7%	9.2%
6-月	9.6%	0.4%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.boc.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	615,056	566,139	622,616	675,735	740,400
利息支出	(286,406)	(260,091)	(284,227)	(305,895)	(334,425)
净利息收入	328,650	306,048	338,389	369,840	405,975
手续费及佣金收入	100,905	98,319	100,800	102,595	105,425
手续费及佣金支出	(8,495)	(9,655)	(12,109)	(12,311)	(12,651)
净手续费及佣金收入	92,410	88,664	88,691	90,283	92,774
其他净收入	52,852	90,944	56,681	58,972	63,056
营业收入	473,912	485,656	483,761	519,096	561,805
营业费用	(185,401)	(175,069)	(173,859)	(179,843)	(194,043)
扣除减值损失前的营业利润	288,511	310,587	309,902	339,252	367,762
资产减值损失	(59,274)	(89,072)	(88,161)	(97,326)	(101,150)
营业利润	229,237	221,515	221,741	241,926	266,613
联营企业及合营企业投资净收益	2,334	897	1,162	1,505	1,950
税前利润	231,571	222,412	222,903	243,431	268,563
所得税费用	(52,154)	(38,361)	(37,917)	(43,452)	(46,998)
年度利润	179,417	184,051	184,986	199,978	221,564
非控制性权益	(8,572)	(19,473)	(12,579)	(14,468)	(18,505)
净利润	170,845	164,578	172,407	185,510	203,059

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	2017	2018E	2019E
现金及存放同业	654,378	659,982	560,463	526,937	517,141
存放中央银行	2,196,063	2,271,640	2,227,614	2,228,959	2,340,983
拆放同业	426,848	594,048	575,399	558,137	569,300
投资	3,595,095	3,972,884	4,554,722	4,951,166	5,283,922
客户贷款和垫款净额	8,935,195	9,735,646	10,644,304	11,620,773	12,717,498
其他	1,008,018	914,689	904,922	965,848	1,025,668
总资产	16,815,597	18,148,889	19,467,424	20,851,820	22,454,512
同业存入	1,764,320	1,420,527	1,425,262	1,439,515	1,482,700
对中央银行负债	415,709	867,094	1,035,797	1,189,095	1,319,895
客户存款	11,729,171	12,939,748	13,657,924	14,326,300	15,162,129
发行债券	282,929	362,318	499,128	673,823	875,970
其他	817,919	769,318	772,542	811,848	853,223
总负债	15,457,992	16,661,797	17,890,745	19,125,706	20,570,878
本行股东应享权益	1,304,946	1,411,682	1,496,016	1,640,198	1,791,016
非控制性权益	52,659	75,410	80,663	85,916	92,617
总权益	1,357,605	1,487,092	1,576,679	1,726,114	1,883,633

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	69.3%	63.0%	69.9%	71.2%	72.3%
净手续费及佣金收入	19.5%	18.3%	18.3%	17.4%	16.5%
其他净收入	11.2%	18.7%	11.7%	11.4%	11.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	2.1%	-8.0%	10.0%	8.5%	9.6%
利息支出	1.7%	-9.2%	9.3%	7.6%	9.3%
净利息收入	2.4%	-6.9%	10.6%	9.3%	9.8%
净手续费及佣金收入	1.3%	-4.1%	0.0%	1.8%	2.8%
其他净收入	20.2%	72.1%	-37.7%	4.0%	6.9%
营业收入	3.9%	2.5%	-0.4%	7.3%	8.2%
扣除减值损失前的营业利润	3.6%	7.7%	-0.2%	9.5%	8.4%
税前利润	0.0%	-4.0%	0.2%	9.2%	10.3%
净利润	0.7%	-3.7%	4.8%	7.6%	9.5%
资产质量					
不良贷款率	1.43%	1.46%	1.45%	1.43%	1.41%
不良贷款拨备覆盖率	153.30%	162.82%	159.18%	161.63%	167.63%
信贷成本	0.63%	0.91%	0.81%	0.82%	0.80%
资本充足率					
核心一级资本充足率	11.10%	11.37%	11.15%	12.03%	12.08%
一级资本充足率	12.07%	12.28%	12.02%	12.88%	12.87%
资本充足率	14.06%	14.28%	14.19%	15.10%	15.11%
回报率					
平均净资产收益率	13.97%	12.12%	11.86%	11.83%	11.84%
平均总资产回报率	1.07%	0.94%	0.92%	0.92%	0.94%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.56	0.54	0.57	0.61	0.67
每股股息（元人民币）	0.175	0.168	0.176	0.190	0.208
每股账面值（元人民币）	4.09	4.46	4.74	5.23	5.75

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之分析员，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。