

中银香港 (02388.HK) 2018 年中报点评

# 内外兼修，高质发展

2018 年 8 月 29 日

## 投资要点

- ❖ **中银香港 2018 年上半年实现股东应占溢利 175.28 亿港元，剔除去年同期出售集友影响，同比+17.7%，符合预期。**收入端，Q1、Q2 营收单季同比增速分别为 18.3%/13.2%，受掉期策略调整影响，上半年净利息收入增速回落 (YoY +7.5%)，而服务及佣金净收入恢复双位数增长 (YoY +12%)。**成本端**，运营效率进一步提升，成本收入比 (25.4%) 同比-0.79pct。**风险端**，不良率微幅提升仍领跑同业 (0.22%，比年初+4BPs)，拨备政策延续审慎，拨备/贷款总额比率由年初 0.36% 进一步上升至 0.42%。
- ❖ **规模稳步扩张，资产负债配置效益导向。**上半年，中银香港总资产增幅 4.7%，较 2H17 增速 (0.2%) 有明显提升，其中：① 负债端，存款基础 (+785 亿) 有力支持规模扩张，半年增幅 4.4% 大幅高于行业均值近 2.8pcts；② 资产端，策略性地将存放同业 (-512 亿) 转换为收益率更高的债券品种 (+1024 亿)，并继续加大贷款投放 (+830 亿，HoH 7.3%)，香港本地发放贷款增长 6.7%，明显高于行业均值 (5.4%)。此外，资产负债合理配置下，公司上半年流动性指标 (LCR 146%，HoH +10pcts) 和资本水平 (CET1 16.62%，HoH +10BPs) 亦有改善。
- ❖ **息差走势符合预期，后续仍有望稳步上行。**考虑外汇掉期影响后，上半年净息差 1.56% (HoH +13BPs)，与同业基本持平 (测算恒生银行上半年息差走阔 9BPs)。今年以来公司在负债端继续加大定期存款吸收力度 (Q2 占比 42.5%，HoH +5.5pcts)，同期全市场定期存款占比上行 2.3pcts。考虑到公司资产短久期，美元、港元资产高占比因素，下半年港元利率继续走高，公司或比同业从中受益更多。
- ❖ **受益于优质客户结构，风险表现平稳。**中银香港客户中内资企业占比较高，但主要集中于大型央企等优质企业，资产质量保持稳定。半年报数据看，公司 Q2 不良率 0.22% (HoH 4BPs)，仍大幅优于行业平均。分区域看，在香港使用和在香港以外使用的贷款不良率分别为 0.2%/0.26% (+2BPs/+4BPs)，均保持稳定。
- ❖ **东盟战略有序推进，协同效应有望显现。**中银香港于今年 1 月完成菲律宾、越南地区的业务交割，将在东盟 10 国的布局增加至 7 国。公司上半年在东盟地区的贷款、存款增速分别为 7.2%/11.3%，与全行均值比分别 -0.1pct/+6.9pcts，资产端业务扩张仍偏谨慎态度。此外，公司在东盟战略推进同时，上半年成本收入比仍同比-0.79pct，我们看好公司集约管理和一体化发展带来的协同效应。
- ❖ **风险提示：**地区宏观经济下行风险；公司东盟战略推进不及预期。
- ❖ **维持“买入”评级，目标价 51 港元。**作为“一带一路”和粤港澳大湾区战略中的最大受益行，继续看好公司在港股上市银行中的稀缺地位。受益于香港地区港元加息、东南亚地区业务协同作用，公司盈利仍有望强劲增长。维持公司 2018/19 年 EPS 预测为 3.22/3.60 元，当前股价对应 2018 年 12.20x PE/1.59x PB。维持公司目标价 51.0 港元，对应 2018 年 2.07x PB。

| 项目/年度        | 2015   | 2016    | 2017    | 2018E  | 2019E  |
|--------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万港元)  | 40,181 | 42,595  | 48,769  | 56,325 | 63,263 |
| 增长率 YoY%     | -9.26% | 6.01%   | 14.49%  | 15.49% | 12.32% |
| 归母净利润 (百万港元) | 26,982 | 55,876  | 31,070  | 34,023 | 38,016 |
| 增长率 YoY%     | 9.79%  | 107.09% | -44.39% | 9.50%  | 11.74% |
| EPS (港元)     | 2.55   | 5.28    | 2.94    | 3.22   | 3.60   |
| BVPS (港元)    | 18.42  | 21.63   | 22.96   | 24.63  | 26.50  |
| PE (倍)       | 15.38  | 7.43    | 13.36   | 12.20  | 10.92  |
| PB (倍)       | 2.13   | 1.81    | 1.71    | 1.59   | 1.43   |

资料来源：中信证券量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 8 月 28 日收盘价


**买入 (维持)**

当前价：39.25 港元

目标价：51.00 港元

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

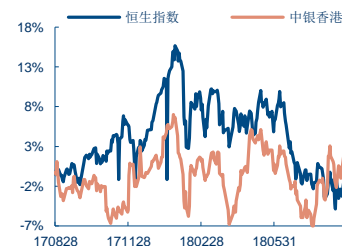
执业证书编号：S1010516100001

**联系人：彭博**

电话：010-60837476

邮件：bpeng@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信证券量化投资分析系统

## 主要数据

|              |                         |
|--------------|-------------------------|
| 恒生指数         | 28271.27 点              |
| 总股本/港股流通股本   | 10,572.78/10,572.78 百万股 |
| 近 12 月最高/最低价 | 41.9 港元/35.7 港元         |
| 近 1 月绝对涨幅    | 3.43%                   |
| 近 6 月绝对涨幅    | 0.62%                   |
| 今年以来绝对涨幅     | 1.0%                    |
| 12 个月日均成交额   | 437.98 百万港元             |

## 相关研究

1. 中银香港 (02388.HK) 2017 年年报点评——区域经济互动的最大受益行 (2018-04-02)
2. 中银香港 (02388.HK) 投资价值分析报告——立足香港，布局东盟 (2017-10-10)

表 1: 中银香港资产负债表

| (百万港元)             | 2015N            | 2016N            | 2017H            | 2017N            | 2018H            |
|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>资产</b>          |                  |                  |                  |                  |                  |
| 库存现金及存放银行及其他金融机构结余 | 398,673          | 234,272          | 236,306          | 426,604          | 375,408          |
| 库存现金               | 9,749            | 7,953            | 12,709           | 14,243           | 15,103           |
| 在银行及其他金融机构的定期存放    | 37,436           | 66,140           | 72,610           |                  |                  |
| 公允价值变化进入损益之金融资产    | 53,994           | 57,777           | 67,358           | 93,194           | 67,970           |
| 衍生金融工具             | 33,353           | 43,211           | 64,332           | 33,543           | 39,843           |
| 特区政府负债证明书          | 90,770           | 101,950          | 123,390          | 146,200          | 153,370          |
| 发放贷款和垫款净额          | 956,373          | 895,530          | 984,764          | 1,142,320        | 1,225,350        |
| 贸易票据、金融机构贷款        | 57,756           | 33,341           | 23,261           | 49,234           | 43,589           |
| 证券投资               | 438,826          | 517,938          | 593,650          | 618,191          | 720,582          |
| 连营公司及合资企业权益        | 324              | 376              | 319              | 417              | 457              |
| 投资物业               | 14,559           | 15,262           | 18,227           | 19,669           | 20,757           |
| 物业、器材及设备           | 55,207           | 50,517           | 45,812           | 47,268           | 48,389           |
| 递延所得税资产            | 167              | 63               | 85               | 58               | 292              |
| 其他资产               | 51,929           | 65,965           | 71,333           | 74,388           | 78,438           |
| <b>资产总计</b>        | <b>2,189,367</b> | <b>2,382,815</b> | <b>2,354,740</b> | <b>2,651,086</b> | <b>2,774,445</b> |
| <b>负债</b>          |                  |                  |                  |                  |                  |
| 特区流通纸币             | 90,770           | 101,950          | 123,390          | 146,200          | 153,370          |
| 银行及其他金融机构存款及结余     | 235,780          | 209,526          | 198,933          | 223,427          | 237,763          |
| 公允价值变化计入损益之金融负债    | 12,260           | 10,942           | 13,371           | 19,720           | 15,912           |
| 衍生金融工具             | 20,787           | 40,074           | 49,304           | 31,044           | 31,678           |
| 客户存款               | 1,480,109        | 1,415,487        | 1,519,867        | 1,775,090        | 1,853,580        |
| 已发行债务证券及存款证        | 11,901           | 6,976            | 1,121            | 21,641           | 15,577           |
| 其他账项及准备            | 51,957           | 34,582           | 52,867           | 53,088           | 77,415           |
| 应付税项负债             | 2,778            | 2,784            | 3,095            | 4,338            | 5,652            |
| 递延所得税负债            | 8,081            | 6,457            | 5,598            | 5,704            | 5,585            |
| 对投保人保单之负债          | 73,796           | 82,645           | 86,534           | 103,229          | 104,914          |
| 后偿负债               | 19,676           | 19,422           | 19,093           | 18,980           | 20,674           |
| 待出售资产之相关负债         |                  | 251,805          | 47,013           | 0                | 0                |
| <b>负债合计</b>        | <b>2,007,895</b> | <b>2,182,650</b> | <b>2,120,186</b> | <b>2,402,463</b> | <b>2,522,120</b> |
| <b>股东权益</b>        |                  |                  |                  |                  |                  |
| 归属于本公司股东权益         | 176,714          | 194,750          | 228,647          | 244,018          | 248,045          |
| 少数股东权益             | 4,758            | 5,415            | 5,907            | 4,605            | 4,280            |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>181,472</b>   | <b>200,165</b>   | <b>234,554</b>   | <b>248,623</b>   | <b>252,325</b>   |

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

注: 由于 2018 年 1 月 1 日起采用香港财务报告准则第 9 号 (HKFRS 9),

2017 年部分报表数据进行重列

表 2: 中银香港利润表

| (百万港元)           | 2015N         | 2016N         | 2017H         | 2017N         | 2018H         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 利息收入             | 47,952        | 37,492        | 36,776        | 23,586        | 48,951        |
| 利息支出             | -16,033       | -12,316       | -10,752       | -6,390        | -14,243       |
| 利息净收入            | 31,919        | 25,176        | 26,024        | 17,196        | 34,708        |
| 服务费及佣金收入         | 14,005        | 15,572        | 14,932        | 7,632         | 15,405        |
| 服务费及佣金支出         | -3,883        | -4,299        | -4,248        | -1,854        | -3,889        |
| 服务及佣金净收入         | 10,122        | 11,273        | 10,684        | 5,778         | 11,516        |
| 保费收益总额           | 16,741        | 22,645        | 19,339        | 10,530        | 21,792        |
| 保费收益总额之再保净额      | -9,086        | -10,200       | -8,705        | -5,062        | -7,127        |
| 净保费收入            | 7,655         | 12,445        | 10,634        | 5,468         | 14,665        |
| 净交易收益            | 2,162         | 2,597         | 4,706         | 697           | 1,326         |
| 公允价值变动 (损失) / 收益 | 25            | -751          | 101           | 1,188         | 2,181         |
| 其他金融资产净收益        | 846           | 1,286         | 1,006         | 435           | 1,163         |
| 其他经营收入           | 721           | 810           | 815           | 476           | 931           |
| <b>总经营收入</b>     | <b>53,450</b> | <b>52,836</b> | <b>53,970</b> | <b>31,238</b> | <b>66,490</b> |
| 保险索偿利益总额及负债变动    | -19,146       | -23,975       | -21,140       | -13,012       | -25,881       |
| 保险索偿利益及负债变动之再保净额 | 9,978         | 11,320        | 9,765         | 5,589         | 8,160         |

| (百万港元)        | 2015N          | 2016N          | 2017H          | 2017N         | 2018H          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| 保费索偿利益净额及负债变动 | -9,168         | -12,655        | -11,375        | -7,423        | -17,721        |
| 提取减值准备前净经营收入  | 44,282         | 40,181         | 42,595         | 23,815        | 48,769         |
| 减值准备净拨备       | -1,050         | -755           | -601           | -354          | -1,076         |
| <b>净经营收入</b>  | <b>43,232</b>  | <b>39,426</b>  | <b>41,994</b>  | <b>23,461</b> | <b>47,693</b>  |
| 人事费用          | -7,268         | -6,420         | -6,939         | -3,698        | -7,813         |
| 房产及设备支出       | -1,679         | -1,412         | -1,591         | -832          | -1,704         |
| 折旧            | -1,829         | -1,713         | -1,805         | -927          | -1,949         |
| 其他经营支出        | -2,196         | -2,066         | -2,138         | -781          | -2,200         |
| <b>经营支出</b>   | <b>-12,972</b> | <b>-11,611</b> | <b>-12,512</b> | <b>-6,238</b> | <b>-13,703</b> |
| <b>经营利润</b>   | <b>30,260</b>  | <b>27,815</b>  | <b>29,482</b>  | <b>17,223</b> | <b>33,990</b>  |
| 税项            | -5,558         | -4,286         | -4,768         | -2,892        | -6,048         |
| 持续经营净利润       | 25,105         | 24,289         | 25,203         | 15,250        | 29,214         |
| 已终止业务利润       |                | 27,681         | 2,623          | 2,623         | -              |
| <b>净利润</b>    | <b>25,105</b>  | <b>27,611</b>  | <b>17,873</b>  | <b>31,837</b> | <b>17,878</b>  |
| 归属于本行股东利润     | 24,577         | 26,982         | 17,486         | 31,070        | 17,528         |
| 少数股东损益        | 528            | 629            | 387            | 767           | 350            |

资料来源：公司财报，中信证券研究部  
 2017 年部分报表数据进行重列

注：由于 2018 年 1 月 1 日起采用香港财务报告准则第 9 号 (HKFRS 9)，

## 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                             |
|--|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 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；       |
|  | 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

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。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（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 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。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.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

**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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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 2018 版权所有。保留一切权利。