



內地銀行股

版塊報告

研究部主管

李聲揚,CFA

isyli@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

研究員

伍其峰

dkfng@sinopac.com

(852) 3609 6253

股票銀行名稱	現價(港幣)
1398(工行)	4.64
939(建行)	5.6
1288(農行)	3.24
3988(中行)	3.44
3328(交通)	5.94
3968(招商)	18.6
1988(民生)	8.82
998(中信)	4.97
3968(光大)	3.55

股價表現(%)	1個月	3個月	6個月	年初至今
1398(工行)	-4	4	10	-1
939(建行)	-2	5	13	6
1288(農行)	-2	11	15	2
3988(中行)	-3	6	9	0
3328(交通)	-1	10	20	8
3968(招商)	-5	9	9	2
1988(民生)	-1	8	21	16
998(中信)	-4	0	1	-1
3968(光大)	-3	1	-1	-7
恆生指數	-2	3	8	4

純利增長放緩

版塊純利概況

- 踏入第 3 季，內銀股的盈利增速持續放緩，雖然 9 間內銀的盈利均跑贏全年盈利預測的 80%或以上（表 1），但由於內銀股在第 4 季普遍會因營運支出上升及於該季進行更多資產撥備，內銀股在第四季的純利一般會下滑，所以首 3 季的業績只能算是普普通通。
- 整體純利方面，內銀股維持在按年 2% 的增長，唯招商上升按年上升 8% 較為突出。而按季方面則整體純利下跌 8%，只有招商及中國光大的純利能按季持平，交行則下跌 20%。

版塊業務

- 受去年減息所拖累，銀行股於重訂息率後，息差收窄以致淨利息收益率按年整體錄得下跌，當中以大型銀行較為明顯，但自第 2 季後開始收窄，減息的影響已大致獲得反映。淨利息收益方面亦因此意料之內的下落。
- 手續費及佣金收入持續錄得輕微升幅，按年平均升 6%，非利息收入的上升能彌補部份因息差收窄而下落的利息收入，我們預期非利息收入能持續錄得上升。
- 整體不良貸款率於 3Q16 較上季持平，較值得注意的是中信及工商銀行的不良貸款比率分別回彈 10 點子及 7 點子，而民生銀行及建行則有明顯改善，分別下跌 10 點子及 7 點子。（點子）

評價及投資建議

- 眾多內銀股中，我們較看好農業銀行（1288）及建設銀行（939）。農業銀行近三季的不良貸款比率均能保持，資產質素並無惡化，同時有合理的撥備覆蓋率，對於盈利壓力相對下降；建行則一方面是四大中貸款增長比率最多的內銀，同時按季比不良貸款率大減 7 點子。而兩者的市盈率（表 2）均在同業中較低，算是眾內銀股中較為吸引的兩隻。

內銀股版塊概況

踏入第三季，內銀股的盈利增速持續放慢，雖然九間內銀的盈利均跑贏全年盈利預測的 80%或以上，但由於內銀股在第四季普遍會因營運支出生上升及於該季進行更多資產撥備，內銀股在第四季的純利一般會下滑，所以首 3 季的業績只能算是普普通通。

純利方面，整體內銀股的增長維持在 2%，唯招商上升按年上升 8%較為突出。按季方面則整體純利下跌 8%，只有招商及中國光大純利能按季持平，交行則下跌 20%。

經營環境受到經濟增長放緩所影響，淨利息收益率均錄得跌幅。但經歷了第一季減息所帶來的負面影響後，淨利息收益率的跌幅已慢慢收窄，由 2Q16 按季整體下跌 8 基點至 3Q16 按季整體下跌 3 基點。

表 1：內銀股首季業績一覽

人民幣 (百萬)	9M16	9M15	3Q16	2Q16	9M16 V 9M15 (%)	3Q16 V 2Q16 (%)	市場全年 純利預測	首三季盈利 佔預測	對比市場 預期
工商	222,792	221,761	72,575	75,453	0%	-4%	273,422	81%	符合
建行	193,835	191,557	60,425	65,458	1%	-8%	228,373	85%	略勝
農行	154,170	153,210	49,022	50,460	1%	-3%	178,784	86%	略勝
中行	134,813	131,545	41,776	46,418	2%	-10%	167,280	81%	符合
交行	52,578	52,040	14,917	18,595	1%	-20%	65,649	80%	符合
招商	52,142	48,500	16,911	16,881	8%	0%	60,119	87%	略勝
民生	39,163	38,377	11,940	13,517	2%	-12%	46,720	84%	符合
中信	34,543	32,926	10,943	12,400	5%	-12%	41,874	82%	符合
中國光大	24,437	23,875	7,998	7,993	2%	0%	29,693	82%	符合
總計/平均	908,473	893,791	286,507	307,175	3%	-7%	1,091,914	83%	

資料來源：公司資料、東盛證券、彭博

表 2：估值

股票名稱	股票編號	股價(港幣)	市盈率 (FY16E)(X)	市帳率 (FY16E)(X)	每股收益 (人民幣) (FY16E)(X)	每股帳面值 (人民幣) (FY16E)(X)	東盛研究部看 法*
工商銀行	1398	4.64	4.82	0.8	0.63	5.21	8
建設銀行	939	5.6	4.70	0.8	0.78	6.21	2
農業銀行	1288	3.24	4.48	0.7	0.47	3.79	1
中國銀行	3988	3.44	5.11	0.7	0.44	4.38	5
交通銀行	3328	5.94	5.55	0.7	0.70	7.49	3
招商銀行	3968	18.6	5.88	1.0	2.07	15.72	6
民生銀行	1988	8.82	5.39	0.9	1.07	8.95	4
中信銀行	998	4.97	4.58	0.6	0.71	6.99	9
中國光大銀行	6818	3.55	4.64	0.7	0.50	4.67	7

*1：為最看好，9：為最不看好

資料來源：公司資料、東盛證券

損益表項目比較：3Q16 與 2Q16,9M16 與 9M15

淨利息收入：受內地去年減息影響，按年比較整體內銀的淨利息收入下跌 4% (表 3)，當中五大內銀明顯較受影響，個別較小型的內銀則保持正增長。按季的淨利息收入保持平穩 (表 4)。

淨利息收益率：全數內銀股按季的淨利息收益率均收窄，收窄幅度平均為 3 點子，幅度比上季的 8 點子為低，去年內地減息的影響已大部份被反映出來。四大行中以建行及農行的淨利息收益率較高，整體而言則以招商居首。

淨手續費及佣金收入：絕大部份銀行於首三季的淨手續費及佣金收入均按年上升 (中行除外)，彌補了部份因利差收窄而流失的收入。四大行中以農行最為突出，上升 10%。中小型銀行則以中信的增幅最為亮眼。按季的而言則全數內銀的手續費及佣金收入均跌，跌幅為 11%。

經營支出：整體內銀版塊按年的經營支出均跌，大部份原因來自經營稅金的支出下降。按季的經營支出大部份內銀只有不足 10% 的變動，惟民生銀行的經營支出於第三季按季大幅增加。

資產撥備：由於經濟環境的轉變，大部份銀行採取較審慎的策略，按年的資產撥備亦有顯著提升。當中中行的貸款撥備增幅最大，極有可能是因為早前的撥備覆蓋率太貼近 150% 所致。按季比的貸款撥備則整體下降 10%。

純利：大部份內銀股因減息而使利息收入下跌以致純利增長放緩，可謂預期之中，普遍按年增長約 1% - 2%，只有招商銀行錄得較大的 8% 升幅。按季比內銀版塊表現較令人失望，整體下跌 8%，交行按季甚至下跌 20%。

表 3：按年比較 (9M16 VS 9M15)

按年		淨利息收入	淨手續費及佣金收入	非利息收入	總收入	經營支出	撥備前利潤	貸款撥備	貸款增長	純利
1398	工商	-10%	2%	7%	-4%	-14%	0%	4%	9%	0%
939	建行	-7%	4%	11%	-3%	-12%	1%	-1%	11%	1%
1288	農行	-9%	10%	12%	-5%	-12%	-1%	6%	9%	1%
3988	中行	-7%	-4%	28%	4%	-8%	4%	42%	9%	2%
3328	交行	-7%	5%	19%	0%	-2%	2%	7%	8%	1%
3968	招商	-1%	11%	10%	3%	-5%	7%	8%	16%	8%
1988	民生	1%	5%	-1%	0%	-13%	7%	23%	24%	2%
998	中信	4%	19%	17%	7%	-2%	12%	24%	20%	5%
6818	中國光大	-2%	5%	8%	1%	-6%	5%	11%	19%	2%
	平均	-4%	6%	12%	0%	-8%	4%	14%	14%	2%
	最高									
	最低									

資料來源：公司資料、東盛證券

表 4：按季比較 (3Q16 VS 2Q16)

按季		淨利息收入	淨手續費及佣金收入	非利息收入	總收入	經營支出	撥備前利潤	貸款撥備	貸款增長	純利
1398	工商	1%	-16%	-15%	-3%	-3%	-3%	-6%	2%	-4%
939	建行	2%	-13%	-24%	-5%	1%	-8%	-14%	4%	-8%
1288	農行	2%	-1%	5%	3%	0%	4%	28%	3%	-3%
3988	中行	0%	-7%	-49%	-23%	4%	-33%	-59%	1%	-10%
3328	交行	-4%	-22%	-17%	-8%	19%	-21%	-22%	1%	-20%
3968	招商	0%	-36%	-33%	-13%	-8%	-15%	-35%	5%	0%
1988	民生	1%	-5%	13%	5%	55%	-11%	-9%	-13%	-14%
998	中信	1%	-6%	-6%	-1%	9%	-5%	6%	3%	-12%
6818	中國光大	0%	5%	4%	1%	-8%	6%	19%	3%	0%
	平均	0%	-11%	-14%	-5%	8%	-10%	-10%	1%	-8%
	最高									
			最低							

資料來源：公司資料、東盛證券

重要財務比率短評

存貸款比率：九間內地銀行的存貸款比率於 3Q16 時錄得上升至 76.7%(2Q16 時 74.7%)，當中以中小型銀行的上升較為顯著，但四大內銀的存貸比均跌。(表 5 及表 6)。

槓桿比率：內銀的平均槓桿比率由 2Q16 的 14.6x 跌至 3Q16 的 14.1x。

資本回報率：受到大部份銀行於第三季純利受壓所影響，整體的年度化資本回報率由 2Q16 的 16.15% 下跌至 3Q16 的 15.31%。而基於第四季內銀股的純利會於 4Q 受支出及撥備上升而收窄，資本回報率可能會進一步下降。

資本充足率：整體的核心一級資本充足率，一級資本充足率及總資本充足率均錄得輕微上升，分別為 10.8%、11.4% 及 13.3%。

不良貸款比率：平均不良貸款比率於 3Q16 時持平，整體而言不良貸款率暫算維持在穩定的水平。但部份銀行的不良貸款率的變動仍大，如中信，工商便分別上升 10 點子及 7 點子，而民生銀行卻下跌 10 點子。

撥備覆蓋率：內銀平均的撥備覆蓋率望一步由 158.5% 下降至平均 157.1%，反映不良貸款的上升速度比起撥備幅度更大，而工商及建行均低於監管紅線的 150%，工商銀行的覆蓋率更跌至 136.1%。

表 5：營運比率(3Q16)

變動		貸款/存款(%)	槓桿比率(x)	資本回報率 (年度化)	資本充足率			不良貸款率(%)	撥備覆蓋率(%)	淨利息收益率	
					核心一級	一級	總計			3Q16E*	按季
1398	工商	71.1%	12.1	15.92%	12.6	13.1	14.2	1.62	136.1	217	(1)
939	建行	73.6%	13.0	17.27%	13.4	13.5	15.4	1.56	148.8	222	(5)
1288	農行	61.5%	14.5	16.31%	10.4	11.0	13.2	2.39	172.7	225	(3)
3988	中行	74.4%	12.2	13.34%	11.3	12.2	14.1	1.48	155.8	184	(3)
3328	交行	83.1%	13.1	12.18%	11.1	12.3	14.2	1.53	150.3	186	(4)
3968	招商	84.7%	14.0	18.36%	12.2	12.2	13.9	1.87	186.4	252	(2)
1988	民生	79.7%	16.8	16.64%	9.1	9.1	11.7	1.57	154.4	190	(8)
998	中信	81.7%	16.0	13.96%	9.0	9.2	11.5	1.50	154.9	203	(0)
6818	中國光大	80.3%	15.4	13.82%	8.5	9.7	11.2	1.51	154.1	187	(2)
	平均	76.7%	14.1	15.31%	10.8	11.4	13.3	1.67	157.1	207	(3)
*東盛估算年度化的淨利息收益率,可能與公司公佈有分別											
最高			最低								

資料來源：公司資料、東盛證券

表 6：營運比率(2Q16)

變動		貸款/存款(%)	槓桿比率(x)	資本回報率	資本充足率			不良貸款率(%)	撥備覆蓋率(%)	淨利息收益率	
					核心一級	一級	總計			2Q16E*	按季
1398	工商	71.4%	12.6	16.48%	12.5	13.1	14.3	1.55	143.0	218	(6)
939	建行	74.0%	13.1	18.22%	13.1	13.2	15.1	1.63	151.6	227	(9)
1288	農行	61.9%	14.8	17.05%	10.1	10.8	12.8	2.40	177.7	228	(7)
3988	中行	75.7%	12.4	14.03%	11.1	12.0	13.9	1.47	155.1	188	(8)
3328	交行	82.2%	14.3	13.85%	10.9	11.2	13.2	1.54	150.5	191	(7)
3968	招商	79.1%	14.6	19.07%	12.1	12.1	13.9	1.83	189.1	253	(7)
1988	民生	73.5%	16.0	17.56%	9.3	9.4	11.5	1.67	152.6	198	(12)
998	中信	77.8%	16.9	14.58%	8.9	8.9	11.3	1.40	157.0	203	(9)
6818	中國光大	76.3%	16.4	14.52%	8.5	9.4	10.9	1.50	150.3	189	(9)
	平均	74.7%	14.6	16.15%	10.7	11.1	13.0	1.67	158.5	210	(8)
*東盛估算年度化的淨利息收益率,可能與公司公佈有分別											
最高			最低								

資料來源：公司資料、東盛證券

個別銀行短評

工商銀行

1. 純利增長令人失望，按年計純利亦只是持平，是眾多銀行股之中純利表現最差的一間。
2. 撥備覆蓋率為眾銀行中最低，只有 136.1%，將來可能會因為資產撥備開支提升而對盈利帶來壓力。
3. 不良貸款比率上升 7 點子，較其他同業上升的幅度為大，資產質量下降的問題相對其他銀行較為嚴重。
4. 淨利息收益率的跌幅為四大內銀中最少。

建設銀行

1. 是另一間撥備覆蓋率跌破 150%「紅線」的內地銀行，有潛在的盈利

壓力。

2. 各級資本充足率較 2Q16 均上升，三個級別的資本充足率均屬各銀行中最高，集資的壓力不大。
3. 不良貸款比率大幅改善 7 點子，是四大行中跌幅最為顯著的，反映資產質數的惡化放緩。

農業銀行

1. 不良貸款率為 2.39%，仍為同業中最高，但於 3Q16 按季下跌 1 點子，而近三季的不良貸款率亦得以維持，在維繫資產質素方面的表現較好。
2. 撥備覆蓋率為眾銀行中數一數二的高，雖然下降了 5%，仍達到 172.73%，對不良貸款的準備甚充份。
3. 純利為四大內銀中最能達到市場所預期的一間，市盈率亦比同業為低，由於撥備覆蓋率高，對撥備的開支相對可以減少，盈利的壓力亦相對較低。

中國銀行

1. 撥備覆蓋率有回升，由早前 1Q16 時低於 150% 升至 3Q16 的 155.83%，但亦因此影響了純利。
2. 不良貸款比率唯然略升 1 點子，但仍為四大行中最低，資產的質素維持得較好。
3. 純利得以按年增長主因為出售南洋商業銀行所致，若撇除相關收益的話純利按年將出現倒退。
4. 各資本充足率按季上升，資本水平亦不錯。

交通銀行

1. 資本充足率按季上升，處於同業中的平均線之上，資本水平相對穩定。
2. 撥備覆蓋率非常貼近 150%，雖然不良貸款略為放緩了 0.01%，但低撥備覆蓋率極有機會為純利帶來壓力。

3. 交行在非利息收入的增長為各內銀最多，主要受其保險業務帶動。

招商銀行

1. 純利增長按年升 8%，是各銀行中增幅最多，按季方面純利亦能持平。
2. 撥備覆蓋率雖較 2Q16 下跌約 3%但仍為眾內地銀行股中最高，達 186.4%。
3. 不良貸款比率持續上升，由 FY15 的 1.68%升至現時的 1.87%，是同業中次高，可見盈利及貸款增長的同時不良貸款亦隨之上升，資產質素問題可能成為其潛在風險。

民生銀行

1. 核心一級及核心資本充足率均跌，而且低於同業平均數，是按季唯一錄得以上兩項資本充足率下跌的內銀股。
2. 是另一間淨利息收入按年錄得正增長的內地銀行，淨利息收益率雖然已收窄但跌幅仍然是同業中最高。
3. 不良貸款比率按季大幅下降 10 點子，資產質素獲得大幅度改善。
4. 較值得留意的是民生銀行於第三季的營運支出（業務及管理費）大幅上升 55%，而撇除該行計算，同業平均的經營支出按季只上升 2%。

中信銀行

1. 不良貸款率按季大升 10 點子，是近幾季少有的大升，亦是眾內銀中升幅最大的，資產質素水平令人擔心。
2. 淨利息收益率雖然錄得增長，純利按年亦有 5%升幅，但撥備覆蓋率已然連續兩季下跌，總計約 12%，加上不良貸款率按季大升下，相信會對盈利帶來一定壓力。
3. 資本充足率按季上升，但中信的資本充足率仍然同為內銀中第二低，相對上集資的壓力比其他高。

中國光大銀行

1. 不良貸款率按季微升，但只有 1.51%較同業平均低，而在貸款的增長增較同業為好，對於資產質素控制方面表現良好。
2. 純利按季持平，淨利息收益率的跌幅大幅收窄。
3. 自資本充足率於 2Q16 下降後成為同業中最低資本充足率的內銀，按季方面核心一級資本充足率外均升，但仍然需要面對資本充足率較低的問題。

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致東盛（經紀）集團及 / 或其附屬公司或聯屬公司（統稱「東盛」）須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於東盛可信之資料來源，但東盛並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，東盛概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。東盛可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

東盛之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及之任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

東盛及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。東盛可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。東盛一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。東盛在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

東盛證券（經紀）有限公司（「東盛證券」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

東盛集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司（包括東盛證券）（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2016 年 11 月 4 日，東盛證券（經紀）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2015 東盛證券（經紀）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經東盛證券（經紀）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。東盛證券（經紀）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。

