

中国银行业

信用风险上升，偏好防御性更强的银行

- ❖ **未来资产质量波动将会增大。**中国的宏观经济目前面临的下行压力加剧，就内部而言，消费和投资对经济的拉动能力依然偏弱，外部而言，中美贸易战全面升级甚至形成持久战的可能性增大。我们预期未来企业的盈利能力将会走弱，从而导致信用风险上升。由于银行业资产质量的变化通常滞后于经济周期3至6个月，因此我们预期今年第四季度至2019年第一季度，行业的不良贷款额将会上升，尽管今年三季度资产质量数据预计仍将呈现向好态势。
- ❖ **A股上市企业存在潜在信用质量恶化风险。**我们选取了超过3,400家A股上市非金融企业，对其利息覆盖率（EBIT/利息开支）进行分析，计算出隐含的不良贷款率。当利息覆盖率小于一倍时，相关负债即被认定为潜在不良贷款。2018年上半年，我们计算出的隐含不良率由2017年的4.3%，上升至4.8%，显示企业的偿债能力或有所下降。我们同时注意到，取样的企业2018年上半年的杠杆率上升了3个百分点，意味着它们更易面临信用违约风险或财务困难。
- ❖ **资产质量风险依然可控。**我们预期我们覆盖的银行2018年平均不良生成率将由2017年的80个基点，上升至115个基点，主要由于信用风险的上升，以及更严格的不良贷款认定。不过，行业整体的资产质量下滑风险应该处于可控范围，因为上一个资产质量周期遗留下来的坏账已基本得到确认并处置。此外，政府为呵护社融及减低企业税赋负担而推出的政策支持，也可部分抵消贸易战对宏观经济带来的冲击。
- ❖ **对信贷风险抵御能力较强的银行具备以下特点：**1) 零售贷款占比较高，有利于分散风险，降低信贷资产的顺周期性；2) 对制造业、批发和零售业、采矿业、建筑业和房地产开发等高风险行业（不良贷款率大于1%）的公司贷款敞口较小；3) 不良贷款认定严格，不良贷款对90天以上逾期贷款比率更高；以及4) 拨备前利润增长强劲，可以预留更多空间提升风险抵补能力。就以上标准而言，**建行及农行较同业更具优势。**
- ❖ **维持行业「优于大市」评级，看好防御性更强的银行。**我们预期中国银行业的股价表现在未来12个月内将跑赢恒指，主要得益于盈利的回升以及监管不明朗因素的解除。不过，在宏观经济下行压力加大的情况下，信用风险将逐步抬升，我们认为未来几个季度，资产质量将可能成为股价表现的的决定性因素。我们仍然建议投资者选择风险偏好较低、资本实力强劲的大行。

估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率(倍)		股息率		股本回报率	
		(港元)	(港元)		2018E	2018E	2018E	2018E		
工商银行	1398 HK	5.38	7.60	买入	0.73	5.5	5.5%	13.9%		
建设银行	939 HK	6.45	9.30	买入	0.74	5.4	5.6%	14.2%		
农业银行	1288 HK	3.64	5.30	买入	0.69	5.2	5.7%	13.8%		
中国银行	3988 HK	3.33	5.20	买入	0.55	4.8	6.5%	12.1%		
中信银行	998 HK	4.92	5.90	买入	0.52	4.7	6.6%	11.6%		
交通银行	3328 HK	5.55	6.40	持有	0.54	5.0	6.3%	11.2%		
民生银行	1988 HK	5.63	6.20	持有	0.50	3.8	3.8%	12.9%		
光大银行	6818 HK	3.45	3.70	持有	0.53	4.8	6.5%	11.5%		

资料来源：彭博、招银国际研究预测

优于大市

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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及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年证券交易法规则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。