



# 公司报告

## 中银香港 (2388 HK) – 买入 综合银行业 始发报告 2013E (目标价: HK\$33.61)

### 主要数据

|                    |             |
|--------------------|-------------|
| 股价 (HK\$)          | 26.15       |
| 目标价(HK\$)          | 33.61       |
| 上行空间 (%)           | 28.5        |
| 52 周高/低(HK\$)      | 26.15/20.25 |
| 发行股数               | 10,573      |
| 市值 (HK\$百万)        | 276,478     |
| 30 天平均成交额 (HK\$百万) | 289         |
| 主要股东(%):           |             |
| 中银香港(集团)有限公司       | 66.1        |

来源:公司和彭博

### 2012 年上半年收入组成 (%)

|      |      |
|------|------|
| 个人银行 | 25.6 |
| 公司银行 | 30.5 |
| 财资业务 | 24.1 |
| 保险   | 19.7 |
| 其他   | 0.1  |

来源:公司

### 股价表现(%)

|      | 绝对   | 相对*    |
|------|------|--------|
| 1 个月 | 8.3  | 3.4    |
| 3 个月 | 8.3  | (0.4)  |
| 6 个月 | 10.9 | (10.5) |

\*相对于恒生指数

来源: 彭博

### 1 年股价表现



来源: 彭博

### 分析员:

欧宇恒  
电话: (852) 2147 8802  
电邮: johannesau@abci.com.hk

报告日期: 2013 年 1 月 23 日

## 利润化人民币离岸业务

人民币离岸业务的领先地位令中银香港可以通过改善人民币存贷比和人民币净息差来超越同业对手。在稳定的融资成本和更好的资产收益率支持下, 中银香港的净息差将提高, 令其净利息收入将在 2012-14 年间达到 13% 的复合增长率。慷慨的派息率和强劲的资本充足率支持我们视其为行业核心持股的判断。我们给予首次评级为买入, 目前股价据目标价有 29% 上升空间。

**具有人民币离岸业务的竞争优势:** 随着前海金融试验区的建立, 人民币国际化的速度将加快。新的人民币贷款途径将令香港银行低人民币存贷比和人民币净息差的结构性问题得以缓解。此外, 从 2012 年 10 月起, 人民币离岸存款的增长势头开始出现。据我们估计, 中银香港占有人民币离岸存款和贷款的市场份额分别为 30% 和 50%。从 2012 年上半年开始, 人民币离岸业务已经开始反应在该行的业绩中, 随着该业务的增加, 我们认为中银香港的增长将超越其同业公司。

**净息差已于 2011 年上半年见底:** 在资金流入和低息背景下, 港币和美元融资成本稳定, 同时人民币存款利率正接近内地, 因而上升空间有限。我们认为, 这些因素会增强香港银行的定价能力、改善人民币资产收益率, 银行净息差将因而出现温和增长。中银香港的净息差也将因此, 分别在 2013 年和 2014 年提高 5 基点和 6 基点, 我们预计其净息差在 2012 年已经上升了 29 基点。我们估算, 其净利息收入和净利润将在 2012-14 年间分别达到 13% 和 7% 的复合增长率。

**防守性的股息政策和资本充足率:** 中银香港的管理层致力于保持 60-70% 的慷慨派息率, 即使在糟糕的年份也如此。13% 的核心资本充足率和 17.4% 的总资本充足率, 消除了巴塞尔协议 III 实施后公司或削减派息的忧虑。高派息率和强劲的资本充足率构成了中银香港的防守性, 支持我们认为其是该行业核心持股的判断。

**我们据戈登增长模型推出目标价 HKD33.61, 即 2.43x 2013E P/B:** 目前, 中银香港的估值为 1.89x 2013E P/B。鉴于其首屈一指的股本回报率, 独特的离岸人民币结算地位和领先的香港市场份额, 中银香港值得拥有对同业的估值溢价。从目前股价计算, 我们的目标价代表 29% 的上升空间。因此, 我们给予首次评级为买入。

**风险因素:** 人民币国际化放缓、中国资产质量大幅恶化和宏观环境转差。

### 业绩和估值

| 财年截至 31/12   | FY10A  | FY11A  | FY12E  | FY13E  | FY14E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营运利润(HKD 百万) | 27,508 | 30,846 | 36,495 | 39,991 | 44,581 |
| 同比变化 (%)     | 5.6    | 12.1   | 18.3   | 9.6    | 11.5   |
| 净利润(HKD 百万)  | 16,196 | 20,430 | 20,859 | 22,727 | 24,968 |
| 同比变化 (%)     | 16.3   | 26.1   | 2.1    | 9.0    | 9.9    |
| EPS (HKD)    | 1.53   | 1.93   | 1.97   | 2.15   | 2.36   |
| BVPS (HKD)   | 10.89  | 12.27  | 13.06  | 13.84  | 14.65  |
| PE (x)       | --     | 13.5   | 13.3   | 12.2   | 11.1   |
| PB (x)       | --     | 2.13   | 2.00   | 1.89   | 1.79   |
| 股息率 (%)      | --     | 4.6    | 4.6    | 5.2    | 5.9    |
| ROAE (%)     | 14.8   | 16.7   | 15.6   | 16.0   | 16.6   |

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



## 权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或其成员公司，或向本报告提及的某些公司寻求投资银行服务。

## 评级的定义

| 评级 | 定义                               |
|----|----------------------------------|
| 买入 | 股票投资回报 $\geq$ 市场回报               |
| 持有 | 市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报 |
| 卖出 | 股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%             |

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

## 股价风险的定义

| 评级 | 定义                                       |
|----|------------------------------------------|
| 很高 | $2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率         |
| 高  | $1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 2.6 |
| 中等 | $1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.5 |
| 低  | 180 天波动率/180 天基准指数波动率 $<$ 1.0            |

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司  
电话：(852) 2868 2183