



2015年8月26日  
市场焦点  
评级: 买入  
目标价: 3.60 港元

H-股股价 (港元) 2.25  
预测股价上升空间 60.00%  
预测 2015 年股息率 6.48%  
预测总投资回报 66.48%

过往评级&目标价 买入; 3.60 港元  
日期 7月16日, 2015

研究员: 欧宇恒  
电话: (852) 2147 8802  
邮件: johannesau@abci.com.hk

**主要数据**

52 周高/低价(港元)	3.17/2.20
发行股数 (百万)	10,995.6
H-股(百万)	3,023.6
未上市股(百万)	7,972.0
市值	
H-股(百万港元)	6,803
未上市股(百万港元)	17,937
3 个月日均成交额(百万港元)	3.3
主要股东 (%)	
哈尔滨经济发展公司	19.65

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

**1H15 年收入组成(%)**

批发银行	47.8
零售银行	20.2
金融市场业务	31.3
其他	0.7

来源: 公司, 农银国际证券

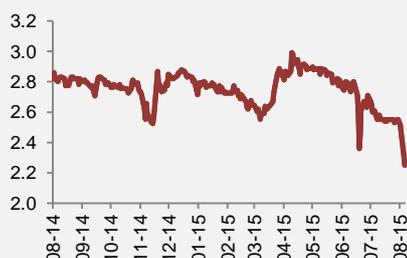
**股价表现(%)**

	绝对	相对*
1 个月	(13.8)	1.2
3 个月	(22.1)	2.2
6 个月	(17.4)	(4.5)

\*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

**1 年股价表现 (港元)**



来源: 彭博

# 哈尔滨银行(6138 HK)

## 成本控制及农户贷款资产质量改善,维持买入评级

- 哈尔滨银行的 1H15 净利润同比增长 6.01%，净息差同比扩大 8 个基点，手续费收入占营业收入比逐步提高至 17.15%
- 目标降低成本，通过与绩效挂钩的薪酬结构和严格成本控制，成本收入比同比降低 3.75 个百分点
- 尽管整体不良贷款率环比上升 23 个基点，农户贷款不良贷款率环比下降了 2.3 个百分点，而黑龙江地区不良贷款率环比下降 2 个基点
- 哈尔滨银行目前的价格相当于 16 年预测市账率 0.52 倍，目标价意味着 60.0% 的上升空间，重申买入评级

**利率市场化下息差仍见改善。**哈尔滨银行 1H15 净利润为 21.02 亿元人民币，同比增长 6.01%，占我们全年净利润预测的 49.2%。其中净利息收入同比增长 8.6%，主要受上半年 23.58% 的贷款增长和净息差同比扩大 8 个基点驱动。净息差的改善主要由银行间资金成本同比下降 88 个基点，抵消受利率市场化影响而同比下降 43 个基点的贷款收益率和同比上升 24 个基点的存款成本。另外，手续费收入同比上升 13.71%，占总收入比例由 1H14 的 16.53% 逐步提升至 1H15 的 17.15%。

**薪酬系统优化降低成本收入比。**除依靠收入增长，我们注意到哈尔滨银行为应付充满挑战的经营环境而对成本控制的态度转趋谨慎，反映于其 1H15 下降至 28.18% 的成本收入比(同比下降 3.75 个百分点)。基于优化绩效挂钩的薪酬结构和严格的成本控制，薪酬成本及其他经营开支同比下降 54.3% 及 40.4%。

**农民不良贷款减少。**尽管总体不良贷款率在 1H15 环比上升 23 个基点至 1.36%，我们乐于看到过去受天灾所带来的资产质量影响已经得到缓和，其中农户贷款的不良贷款率从 2014 年 12 月的 7.15% 大幅下降至 2015 年 6 月的 4.85%。新增不良贷款主要来自小企业贷款(环比上升 41 个基点)和小企业自然人贷款(环比上升 96 个基点)。而黑龙江地区，哈尔滨银行的业务核心所在，不良贷款率则环比略为下降 2 个基点至 1.8%。

**基于低估值重申买入评级。**哈尔滨银行目前的价格相当于 16 年预测市账率 0.52 倍，我们 3.60 港元的目标价意味着 60.0% 的上升空间。基于低估值重申买入评级。

**风险因素:** 1) 黑龙江省资产质量恶化; 2) 来自大银行进入本地区域的价格竞争; 3) 未能优化业务结构, 提高贷存比; 4) 省外业务的发展风险。

**业绩和估值**

财年截至31/12	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元人民币)	8,544	10,253	11,798	13,522	15,218
同比变化(%)	10.8	20.0	15.1	14.6	12.5
净利润 (百万元)	3,350	3,807	4,275	4,786	5,244
同比变化(%)	17.0	13.6	12.3	12.0	9.6
每股盈利 (元)	0.30	0.35	0.39	0.44	0.48
同比变化(%)	-17.6	13.6	12.3	12.0	9.6
每股净资产 (元)	2.42	2.74	3.05	3.43	3.87
同比变化(%)	7.9	13.5	11.1	12.6	12.9
市盈率 (倍)	5.91	5.20	4.63	4.14	3.77
市账率 (倍)	0.74	0.66	0.59	0.52	0.46
资产回报率 (%)	18.36	15.46	13.43	13.44	13.06
股本回报率 (%)	1.14	1.15	1.17	1.18	1.16
每股股息 (元)	0.04	0.10	0.12	0.13	0.14
股息收益率 (%)	2.11	5.72	6.48	7.25	7.95

来源: 彭博、农银国际证券预测



**综合利润表 (2013A-2017E)**

截至12月31日 (人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利息收入	6,818	8,398	9,213	10,033	10,659
净手续费和佣金收入	1,247	1,600	2,240	3,025	3,932
其他运营收入	479	255	344	464	627
<b>运营收入</b>	<b>8,544</b>	<b>10,253</b>	<b>11,798</b>	<b>13,522</b>	<b>15,218</b>
运营成本	(3,591)	(4,433)	(5,231)	(6,068)	(6,918)
减值损失	(506)	(709)	(936)	(1,153)	(1,399)
联营公司收益	3	17	20	23	26
<b>税前利润</b>	<b>4,450</b>	<b>5,127</b>	<b>5,651</b>	<b>6,323</b>	<b>6,927</b>
应交税费	(1,079)	(1,287)	(1,356)	(1,518)	(1,662)
-少数股东权益	(21)	(34)	(20)	(20)	(20)
<b>净利润</b>	<b>3,350</b>	<b>3,807</b>	<b>4,275</b>	<b>4,786</b>	<b>5,244</b>
<b>增长率 (%)</b>					
净利息收入	2.4	23.2	9.7	8.9	6.2
净手续费和佣金收入	83.8	28.3	40.0	35.0	30.0
其他运营收入	28.0	(46.8)	35.0	35.0	35.0
<b>运营收入</b>	<b>10.8</b>	<b>20.0</b>	<b>15.1</b>	<b>14.6</b>	<b>12.5</b>
运营成本	18.7	23.5	18.0	16.0	14.0
减值损失	(39.5)	40.1	31.9	23.2	21.3
联营公司收益	(65.7)	430.8	15.0	15.0	15.0
<b>税前利润</b>	<b>15.3</b>	<b>15.2</b>	<b>10.2</b>	<b>11.9</b>	<b>9.5</b>
应交税费	9.3	19.3	5.4	11.9	9.5
-少数股东权益	187.8	64.9	(41.6)	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>17.0</b>	<b>13.6</b>	<b>12.3</b>	<b>12.0</b>	<b>9.6</b>
<b>每股数据 (人民币元)</b>					
每股盈利	0.30	0.35	0.39	0.44	0.48
每股净资产	2.42	2.74	3.05	3.43	3.87
每股派息	0.04	0.10	0.12	0.13	0.14
<b>主要比率 (%)</b>					
净利息收益率	2.64	2.71	2.70	2.62	2.54
净息差	2.56	2.50	2.48	2.37	2.31
成本收入比	42.03	43.24	44.34	44.88	45.46
平均资产回报率	1.14	1.15	1.17	1.18	1.16
平均股本回报率	18.36	15.46	13.43	13.44	13.06
实际税率	24.25	25.09	24.00	24.00	24.00
派息率	12.47	29.75	30.00	30.00	30.00

数据来源: 公司, 农银国际证券估测



综合资产负债表 (2013A-2017E)

截至12月31日 (人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及等价物	51,552	53,871	54,948	56,047	57,168
存放或拆放同业及其他金融机构款项	84,982	65,475	66,784	68,788	71,539
净贷款	103,515	121,014	139,854	159,912	180,827
投资	71,036	86,647	101,957	118,014	134,313
<b>总生息资产</b>	<b>311,085</b>	<b>327,007</b>	<b>363,544</b>	<b>402,761</b>	<b>443,847</b>
其他资产	11,090	16,634	20,793	25,367	30,440
<b>总资产</b>	<b>322,175</b>	<b>343,642</b>	<b>384,337</b>	<b>428,128</b>	<b>474,288</b>
客户存款	224,178	232,197	250,773	273,342	297,943
同业及其他金融机构存放款项	70,489	70,740	84,888	100,168	116,195
次级债务	3,500	4,498	5,623	7,028	8,786
<b>总计息负债</b>	<b>298,167</b>	<b>307,435</b>	<b>341,284</b>	<b>380,539</b>	<b>422,923</b>
其他负债	4,081	6,044	9,547	9,869	8,763
<b>总负债</b>	<b>302,248</b>	<b>313,479</b>	<b>350,830</b>	<b>390,408</b>	<b>431,686</b>
股本	8,247	10,996	10,996	10,996	10,996
留存收益	4,031	5,487	8,479	11,829	15,500
一般准备	7,450	13,048	13,700	14,522	15,684
少数股东权益	200	632	332	373	422
<b>股东权益合计</b>	<b>19,927</b>	<b>30,163</b>	<b>33,507</b>	<b>37,720</b>	<b>42,601</b>
<b>增长率 (%)</b>					
现金及等价物	(0.6)	4.5	2.0	2.0	2.0
存放或拆放同业及其他金融机构款项	18.5	(23.0)	2.0	3.0	4.0
净贷款	21.4	16.9	15.6	14.3	13.1
投资	38.8	22.0	17.7	15.7	13.8
<b>总生息资产</b>	<b>19.6</b>	<b>5.1</b>	<b>11.2</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>
<b>总资产</b>	<b>19.3</b>	<b>6.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.4</b>	<b>10.8</b>
客户存款	20.1	3.6	8.0	9.0	9.0
同业及其他金融机构存放款项	17.6	0.4	20.0	18.0	16.0
次级债务	0.0	28.5	25.0	25.0	25.0
<b>总计息负债</b>	<b>19.2</b>	<b>3.1</b>	<b>11.0</b>	<b>11.5</b>	<b>11.1</b>
<b>总负债</b>	<b>19.4</b>	<b>3.7</b>	<b>11.9</b>	<b>11.3</b>	<b>10.6</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>17.7</b>	<b>51.4</b>	<b>11.1</b>	<b>12.6</b>	<b>12.9</b>
<b>主要比率 (%)</b>					
贷存比	47.26	53.37	57.17	60.03	62.31
核心资本充足率	10.68	13.94	13.91	14.03	14.25
总资本充足率	11.95	14.64	14.60	14.71	14.92
不良贷款率	0.85	1.13	1.25	1.35	1.40
不良贷款增长	61.24	55.51	27.97	23.62	17.33
坏账支出净额比	0.52	0.62	0.70	0.75	0.80
贷款拨备率	2.29	2.35	2.45	2.55	2.60
拨备覆盖率	269.44	208.23	196.00	188.89	185.71

数据来源: 公司, 农银国际证券估测



## 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/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 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 2015 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