

# 立足香港，布局东盟

2017年10月10日

## 投资要点

- 公司概况：香港地区最大中资银行集团。**公司为中国银行集团控股子公司，主要以香港为中心开展商业银行为主的综合化金融服务。截至2017年中，公司总资产2.64万亿，存、贷规模分别为1.1万亿和1.65万亿，均位居市场第二位。2010-16年，公司持续经营净利润复合增速8.3%，2017年上半年增速24.2%，持续保持同业前列。ROE长期保持可比同业的领先水平，上半年14.1%高于可比同业均值4.1pcts。
- 资源禀赋突出：兼享业务资格、集团协同和香港区位三大优势。**
  - 业务资格优势：**公司持香港发钞行、香港离岸人民币独家清算行等资质，相关业务中收占比约20%，在人民币国际化和资本项目开放过程中持续受益；
  - 集团联动优势：**中行境内分行、在港综合化子公司给中银香港提供了充沛的业务联动资源，公司银团贷款、IPO收款行业务分别连续12年和6年保持市场首位；
  - 区位优势：同时受益于香港银行业上升周期与内地经济溢出效应：**净息差回升（2Q17行业平均NIM较年初+9BPs）、信贷增长强劲（上半年行业贷款增幅10.2%）共同利好香港银行业回暖；受益内地经济溢出效应，近两年中银香港信贷增速持续高于行业平均10pcts以上。
- 管理水平优秀，经营业绩稳健。**
  - 财务管理面：**负债成本优势明显，17H1计息负债付息率仅0.6%，低于其他竞争同业27BPs；高效资负管理助息差突出表现，17H1净息差环比+27BPs，高于行业平均18BPs；优异的成本费用管控为业内典范，得益于人员效率和规模效应，成本收入比27%（低于竞争同业均值23pcts）。
  - 风险管理面：**受益于良好的客户结构，中银香港公司类贷款、个人贷款的减值贷款率分别为0.2%和0.03%，遥遥领先可比同业；得益于资产质量的优异表现，尽管公司拨备计提/拨备前经营收入仅为1.5%（低于可比同业均值9.7pcts），但拨备覆盖率160%仍大幅高出可比同业111pcts。
- 增长空间广阔：“一带一路”最大受益在港行，东盟业务规模及盈利有望迎来到劲增期。**“一带一路”战略下，中国银行将继续发挥国内金融机构走出去的“领头羊”作用，而中银香港作为中行集团最优质海外资产，有望成为集团带路战略的“排头兵”。
  - 短期看，**若东盟六国资产重组完成，2017年公司东盟地区总资产将达800亿左右，加之可能的后续收购和注资，地区外延性快速扩张可期。
  - 中期看，**预计未来五年公司东盟地区贷款有望保持30%增速，有望进一步驱动地区资产内生性高增；根据公司管理层介绍，东盟地区利润贡献预计五年内将提升至20%。
- 风险因素。**宏观经济下行风险；公司东盟战略推进不及预期。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们预测公司2017-2019年EPS分别为2.94/3.22/3.60元。基于带路战略中的特殊地位，公司有望成为香港银行股中的稀缺品种，持续受益于香港银行业周期上行和内地经济溢出效应。我们根据ROE测算公司合理估值水平，给予公司2017年2.07倍PB估值，对应目标价47.4港元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	40,181	41,754	47,825	56,325	63,263
增长率 YoY%	-9.26%	3.91%	14.54%	17.77%	12.32%
净利润（百万元）	26,982	55,503	31,098	34,023	38,016
增长率 YoY%	9.79%	105.70%	-43.97%	9.40%	11.74%
每股收益 EPS（元）	2.55	5.25	2.94	3.22	3.60
每股净资产 BVPS（元）	18.42	21.25	22.91	24.75	26.84
PE	14.99	7.29	13.00	11.89	10.64
PB	2.08	1.80	1.67	1.55	1.43

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为2017年10月9日收盘价



## 买入（首次）

当前价：38.25 港元

目标价：47.40 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

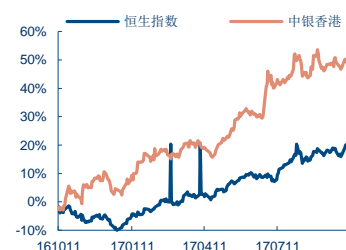
**冉宇航**

电话：0755-23835417

邮件：ranyh@citics.com

执业证书编号：S1010516100001

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

恒生指数	28326.59 点
总股本/港股流通股本	1.06/1.06 百万股
近12个月最高/最低价	40.25 港元/25.9 港元
近1月绝对涨幅	1.67%
近6月绝对涨幅	24.98%
今年以来绝对涨幅	42.99%
12个月日均成交额	0.39 百万港元

## 目录

<b>公司概况：香港地区最大中资银行集团</b> .....	1
公司沿革：中行控股的在港商业银行集团，具百年经营历史 .....	1
业务概览：规模及盈利平稳增长，ROE 水平长期同业占优 .....	2
<b>资源禀赋突出：三大优势奠定发展基础</b> .....	4
香港最大中资银行，国资背景助特许业务持牌 .....	4
中行优质离岸资产，集团内联动优势明显 .....	4
区位优势：受益香港银行业上升周期与内地经济溢出效应 .....	5
<b>管理能力优秀，经营业绩稳健</b> .....	6
管理层：中行管理层与本土高管优势互补 .....	6
财务管理：资产负债管理高效，成本控制业内典范 .....	7
风险管理：资产质量领跑行业，风险成本表现优异 .....	9
<b>增长空间广阔：长期受益带路战略，中期东盟业务劲增</b> .....	11
中行国际化战略定位清晰，东盟业务赋能中银香港 .....	11
东盟业务潜力：基建信贷、贸易融资、人民币结算三大蓝海 .....	12
发展前瞻：收购与注资加速进行中，规模盈利劲增可期 .....	13
<b>风险因素</b> .....	14
<b>首次覆盖给予“买入”评级，目标价 47.4 港元</b> .....	14
盈利预测 .....	14
估值与投资评级 .....	15

## 插图目录

图 1: 中银香港发展历史 .....	1
图 2: 公司业务及组织架构 .....	1
图 3: 中银香港总资产增长情况 .....	2
图 4: 中银香港权益乘数变动情况 .....	2
图 5: 中银香港拨备前净营业收入增长情况 .....	2
图 6: 中银香港可持续经营净利润增长情况 .....	2
图 7: 中银香港生息资产构成（2017H1） .....	3
图 8: 中银香港计息负债构成（2017H1） .....	3
图 9: 中银香港贷款结构（2017H1） .....	3
图 10: 中银香港存款构成（2017H1） .....	3
图 11: 近三年香港五大银行 ROE 情况 .....	3
图 12: 沪、深两地港股通交易量变化 .....	4
图 13: 中银香港与中国银行集团其他机构联动示意图 .....	5
图 14: 香港银行业息差与美元利率走势 .....	5
图 15: 香港地区信贷增长情况 .....	5
图 16: 香港零售银行不良贷款率 .....	6
图 17: 港交所主板市场成交情况 .....	6
图 18: 在港使用的工商金融业贷款增长情况 .....	6
图 19: 在港使用的工商金融贷款分行业增长情况 .....	6
图 20: 中银香港生息资产结构变化 .....	7
图 21: 中银香港风险加权系数变化 .....	7
图 22: 各银行负债成本比较（17H） .....	7
图 23: 各银行生息资产资金来源构成（17H） .....	7
图 24: 中银香港、香港地区持牌银行往来及储蓄存款占比情况 .....	8
图 25: 中银香港 NIM 走势 .....	8
图 26: 各行净息差与主要市场利率相关系数情况 .....	8
图 27: 各银行成本收入情况 .....	9
图 28: 中银香港营业费用构成（17H） .....	9
图 29: 中银香港减值、逾期未减值贷款比率 .....	10
图 30: 香港主要银行资产质量情况（2016N） .....	10
图 31: 中银香港拨备计提/拨备前经营营业收入 .....	10
图 32: 各行拨备计提/拨备前净营业收入情况 .....	10
图 33: 香港五大银行拨备覆盖率情况 .....	10
图 34: 中国银行东南亚地区业务拓展示意图 .....	11
图 35: 中行在“一带一路”国家的机构布局 .....	11
图 36: 东盟地区金融需求及中国银行集团优势 .....	13
图 37: 中银香港中国地区以外客户贷款余额 .....	14
图 38: 各地区净息差-不良率指标对比情况 .....	14
图 39: 香港五大银行 P/B 与 ROE 情况 .....	16

图 40: 中银香港领先 P/B 与 ROE 走势 ..... 16

## 表格目录

表 1: 中银香港持有的业务资格一览 ..... 4

表 2: 中银香港人民币清算行服务 ..... 4

表 3: 中银香港高级管理人员 ..... 6

表 4: 香港主流银行零售存款牌价 ..... 8

表 5: 主要同业杜邦分析比较（2017H 年化） ..... 9

表 6: 四大行东南亚地区机构布局情况 ..... 11

表 7: 中银香港东盟战略推进情况 ..... 13

表 8: 中银香港盈利预测关键假设 ..... 15

表 9: 中银香港盈利预测结果 ..... 15

表 10: 公司可持续 ROE 对应的 PB 水平 ..... 16

## 公司概况：香港地区最大中资银行集团

### 公司沿革：中行控股的在港商业银行集团，具百年经营历史

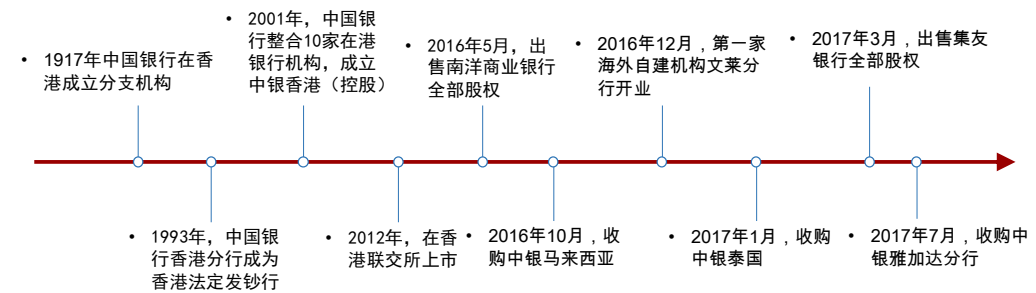
**历史沿革：**中国银行最早于 1917 年在香港成立分支机构。2001 年，中行整合在港的 10 家银行机构及保险、证券等金融业务，成立中国银行（香港）控股有限公司（02388.HK）。成立后，公司业务主要以香港本地为中心，同时通过子公司南洋商业银行和集友银行在部分内地城市开展银行业务。2016 年以来，在中国银行海外业务布局战略性调整下，中银香港定位由城市银行向区域银行转变：一方面，公司通过自设机构和收购母公司优质资产的方式，逐步成为中国银行集团在东南亚地区的经营主体；另一方面，出售南洋商业银行和集友银行，减少在内地与母公司的业务重叠。

**股权结构：**公司实际控制人中国银行集团通过中银香港（集团）及其他附属机构间接持有公司 66.06% 的股权，同时公众持股占比 33.94%。

**业务及组织架构：**（1）综合化金融子公司齐全。中银香港分别通过中国银行（香港）、中银集团人寿保险、中银香港资管公司、新华信托等下属公司，开展银行、保险、资管、信托等综合化金融业务。（2）东南亚地区机构布局完善。目前，在区域银行战略下，公司已完成对中国银行集团在马来西亚、泰国、印度尼西亚地区的资产收购，并已建立文莱分行。

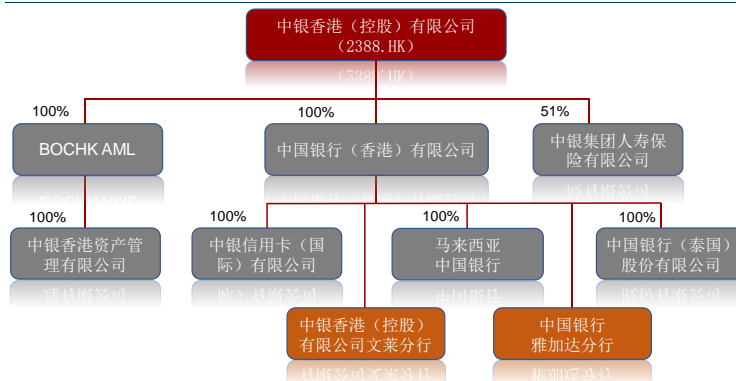
**管理层简介：**中银香港现任高级管理人员主要以中国银行管理团队为主。高管团队 7 人中，6 人具有中国银行工作经验，1 人为香港本地金融人士。

图 1：中银香港发展历史



资料来源：公司网站，中信证券研究部

图 2：公司业务及组织架构图

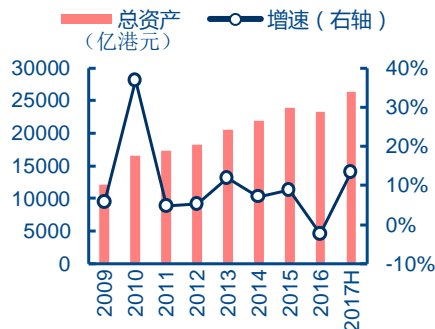


资料来源：公司网站，中信证券研究部

## 业务概览：规模及盈利平稳增长，ROE 水平长期同业占优

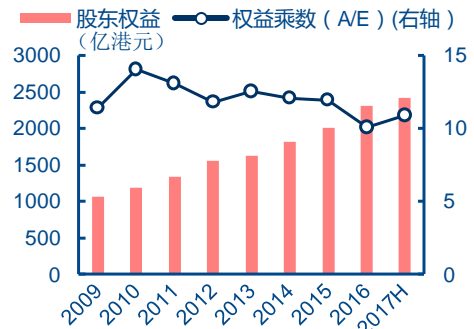
**经营业绩：规模平稳扩张，盈利模式稳健。**（1）金融危机后，中银香港资产规模扩张速度稳定（2016 年总资产下降主要受出售南商银行影响），年化复合增长率 9.8%。截至 2017 年 6 月末，公司总资产达 2.64 万亿，占香港银行业总资产比重约为 12.1%。近年来，公司权益乘数呈下降趋势，17H1 权益乘数 10.9。（2）公司盈利亦保持平稳增长，剔除出售南商银行影响，公司 2010-16 年间拨备前净营收、持续经营净利润平均增速分别为 9.7%、10.5%。非息收入贡献逐步由 32% 提升至 39% 左右。2017 年上半年，公司实现拨备前净营业收入 233 亿港元，同比增速 13.7%；实现净利润 150 亿港元，同比增速 24.2%。

图 3：中银香港总资产增长情况



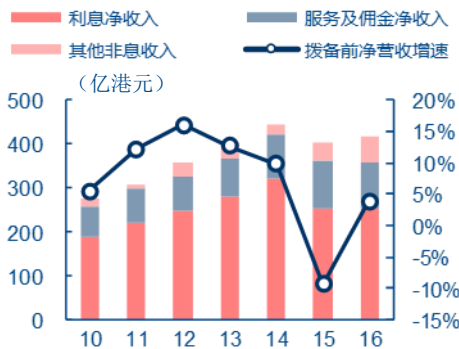
资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：考虑出售南洋商业银行影响，2015 年数据已重列

图 4：中银香港权益乘数变动情况



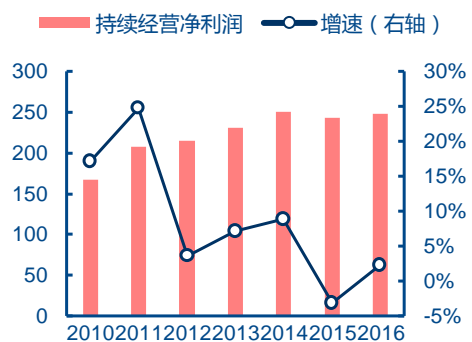
资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：考虑出售南洋商业银行影响，2015 年数据已重列

图 5：中银香港拨备前净营业收入增长情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：考虑出售南洋商业银行影响，15 年数据已重列，15 年实际拨备前净营业收入增速为 8%

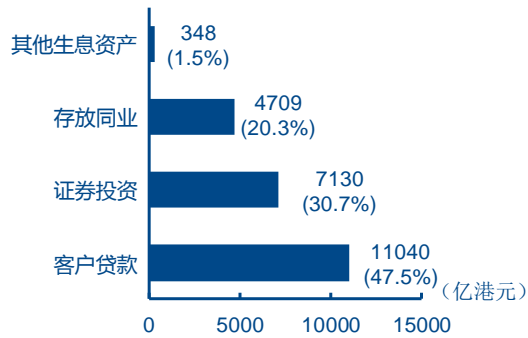
图 6：中银香港可持续经营净利润增长情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：考虑出售南洋商业银行影响，15 年数据已重列，15 年实际持续经营净利润增速为 10%

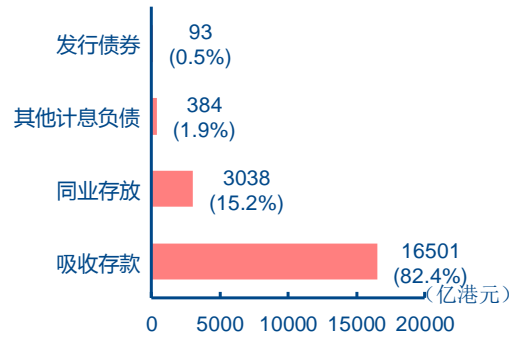
**业务结构：资产端市场化资金运用占比较高，负债端吸收存款占绝对主导，资本水平持续宽裕。**（1）资产端，中银香港客户贷款占比为 47.5%，其中公司贷款为主要投向（比重 72%）；受出售南商和集友银行影响，公司所得现金主要增配了存放同业类资产，存放同业、证券投资占比分别为 20.3% 和 30.7%。（2）负债端，存款优势明显（占比 82.4%），其中公司存款和个人存款发展较为均衡，占存款比重分别为 53% 和 47%；存款中，低成本的即期、往来存款和储蓄存款占比达 63%。（3）资本端，2017 年上半年公司一级资本充足率、资本充足率分别为 17.66% 和 21.76%，均远高于监管要求。

图 7：中银香港生息资产构成（2017H1）



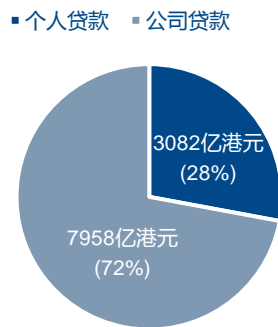
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 8：中银香港计息负债构成（2017H1）



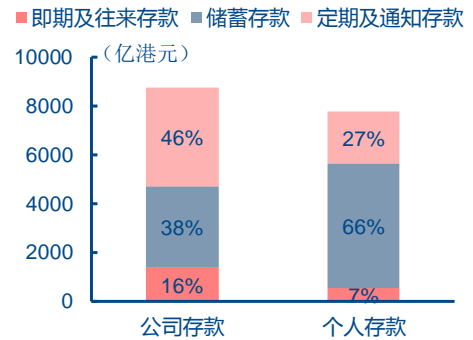
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 9：中银香港贷款结构（2017H1）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

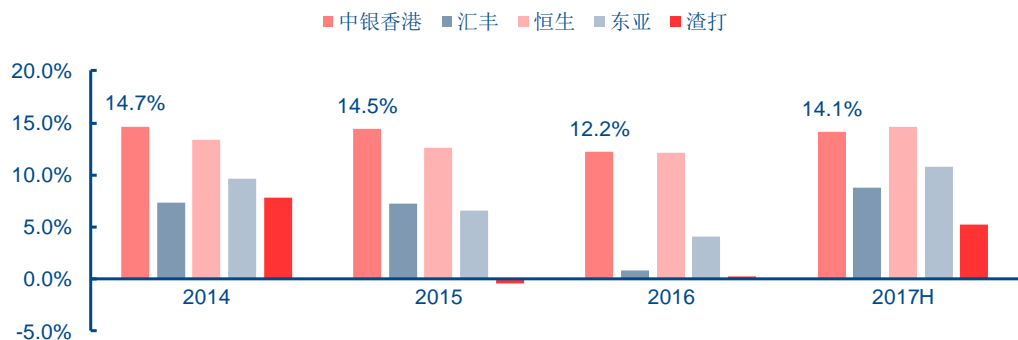
图 10：中银香港存款构成（2017H1）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

**行业地位：存贷业务市占率市场第二，ROE 长期位居可比同业前列。**香港地区主流商业银行包括中银香港、汇丰、恒生、渣打和东亚银行，且上述五行均在香港本地上市。**从业务规模看**，公司作为香港地区第二大商业银行集团（仅次于汇丰），其 2017 年上半年存、贷业务市场份额分别为 13.6%和 12.3%，均位列市场第二。**从盈利水平看**，公司净利润增长稳定性明显高于可比同业，ROE 水平（17H1 为 13.7%）长期位列香港主流商业银行前列。**从市值看**，截至 9 月 24 日，中银香港港股总市值 4065 亿港元，居五家香港主流商业银行第二位（全港股市场第 21 位），仅次于汇丰（总市值 1.55 万亿）。

图 11：近三年香港五大银行 ROE 情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：中银香港 2016、2017H 数据为持续经营业务的 ROE

## 资源禀赋突出：三大优势奠定发展基础

### 香港最大中资银行，国资背景助特许业务持牌

得益于国资背景，中银香港在人民币国际化、中国资本项目开放过程中享有独一无二的资源禀赋。整体看，受益于公司特有业务资格的中收项目（证券经纪、货币买卖、托管服务）在所有中收中占比达 20%；2017 年上半年上述中收三项同比增幅+21%，同期中收增幅-3%。

**(1) 唯一中资背景发钞行。**中银香港自 1993 年以来担任港币发钞行（另两家为汇丰银行和渣打银行）。发钞行最大优势在于，公众认可带来的负债成本和经营费用优势，中银香港负债成本（0.6%）和成本收入比（30%以下）长期维持可比同业的最低水平。

**(2) 香港独家离岸人民币清算行。**目前，中银香港在港开展的人民币清算业务量占全球离岸人民币清算的 70%，该项业务除直接产生托管服务、货币买卖等服务费收入外，亦可沉淀低成本的结算性存款（自 2013 年人民币国际化提速以来，公司类即期存款及往来存款占比由 2014 年末的 5.9%快速提升至 2016 年末的 8.4%，年化增速超过 20%）。

**(3) 获沪、港、深三地联通全部业务资格。**公司目前为香港地区“沪股通”独家汇兑和结算银行，“港股通”结算银行及独家汇兑指定银行；同时获得深港通下港股通的跨境资金结算业务资格；并担任债券通下香港债务工具中央结算系统独家开户行。

表 1：中银香港持有的业务资格一览

资格	相关银行数量	业务市场规模
香港发钞行	3 家	-
香港人民币清算行	独家	2016 年，香港人民币 RTGS(实时全额支付系统)清算额 202 万亿人民币
沪股通香港结算行	独家	17 年上半年，沪港通双向成交金额 1.11 万亿人民币
深港通香港独家开户行	5 家	17 年上半年，深港通双向成交金额 4421 亿人民币
债券通香港开户行	独家	-

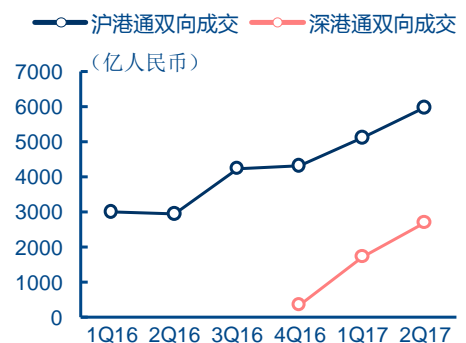
资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 2：中银香港人民币清算行服务

业务	业务介绍
人民币汇款	为参加行提供跨境即时逐笔结算服务
支票清算	为参加行提供本地人民币支票清算与交收服务
人民币债券服务	为参加行提供人民币债券结算及托管服务
人民币平盘服务	银行间同业拆借中心于香港唯一境外直接会员，为参加行提供人民币兑换业务平盘服务
拆借业务	为境外参加行提供短期的人民币资金融通服务
人民币回购服务	向参加行提供人民币回购服务
人民币托管账户	提供人民币托管账户服务，降低交易对手风险
人民币现钞服务	人民币现钞提存、现钞兑换平盘等服务
人民币银行卡服务	为发行人民币银行卡的参加行和中国银联提供人民币银联卡的资金清算服务

资料来源：公司网站，中信证券研究部

图 12：沪、深两地港股通交易量变化



资料来源：WIND，中信证券研究部

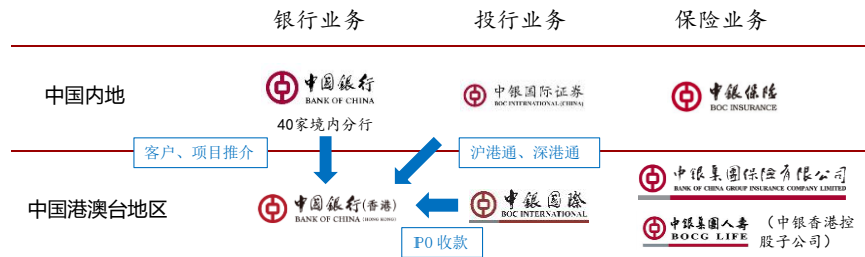
### 中行优质离岸资产，集团内联动优势明显

依托母行强大的机构网络和客户基础，中银香港业务具备明显的香港-内地、银行-非银联动优势。(1) 与中国银行境内分支机构联系紧密。中国银行集团内部建立内地分行向中银



香港的客户和业务推介机制，受益于内地大型企业近年来强劲的海外并购和全球资产配置需求，中银香港已经连续 12 年获得港澳地区银团贷款牵头安排行第一。（2）与中国银行综合化子公司联动密切。除中银香港外，中国银行集团在港澳台地区同时开展投资银行（中银国际控股有限公司）、一般性保险（中银集团保险有限公司，该公司同时持有中银集团寿险 49% 的股权）等业务。受益于与上述公司的跨业态联动，中银香港已连续 6 年取得香港地区 IPO 收款行业业务市场第一，同时保持香港人民币保险业务的领先地位。

图 13：中银香港与中国银行集团其他机构联动示意图



资料来源：中信证券研究部整理

### 区位优势：受益香港银行业上升周期与内地经济溢出效应

香港银行业基本面中长期转暖趋势强劲，量、价、险、费四因素共同利好行业。预计未来三年香港银行业税前利润平均增速有望维持 8% 附近（根据金融管理局发布的香港银行业表现数据，2015、16 年行业税前经营溢利增速-3.6%，8.7%）：

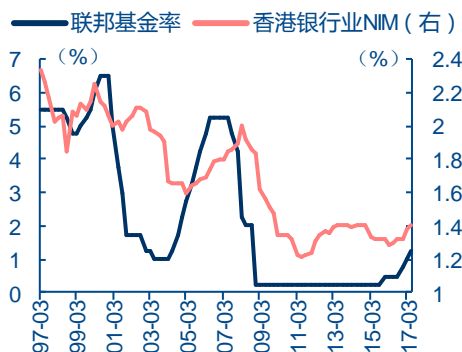
（1）美联储加息促升香港银行业息差回升。由于贷款定价盯住美元利率，香港银行业净息差水平与美联储联邦基金利率保持了高度正相关。受益于 2015 年底以来的美元加息周期，香港行业 NIM 已逐步上行 13BPs（回归结果显示，美国联邦基金利率升 25BPs，香港银行业净息差上升 4.8BPs）。美元加息周期方向不变，在港银行有望持续受益于息差修复。

（2）香港经济企稳驱动本地信贷高增长。香港本地经济企稳刺激贷款快速增长，17H1 香港贷款增速 10%，为 2014 年以来同期最高增速。

（3）香港银行业资产质量稳中趋好。2016 年以来，香港银行业资产质量再次进入修复期，伴随经济企稳，该趋势有望延续。

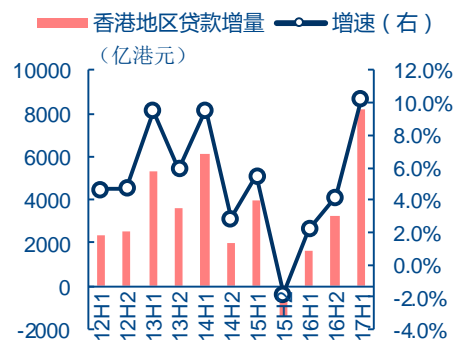
（4）两地资本市场联动有利于香港银行非息收入增长。贷款较快增长带来的贷款佣金收入、资本市场成交回暖带来的证券经纪收入，有望共同支撑非息收入的修复。

图 14：香港银行业息差与美元利率走势



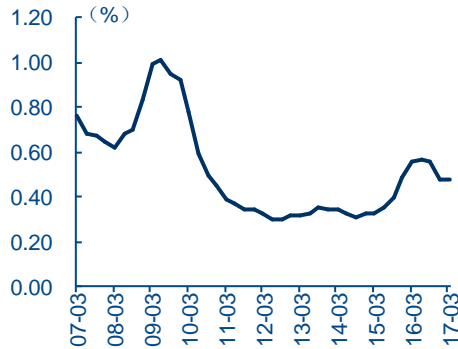
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 15：香港地区信贷增长情况



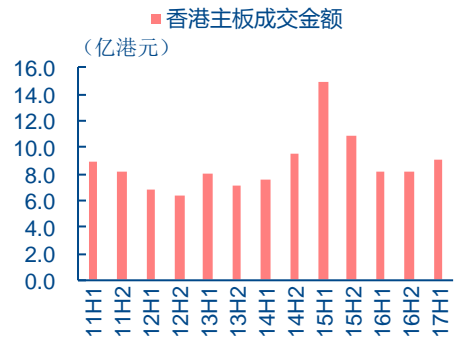
资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 16: 香港零售银行不良贷款率



资料来源: CEIC, 中信证券研究部

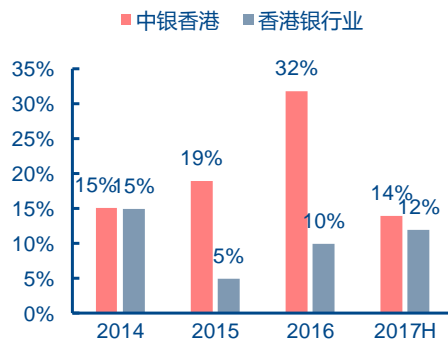
图 17: 港交所主板市场成交情况



资料来源: WIND, 中信证券研究部

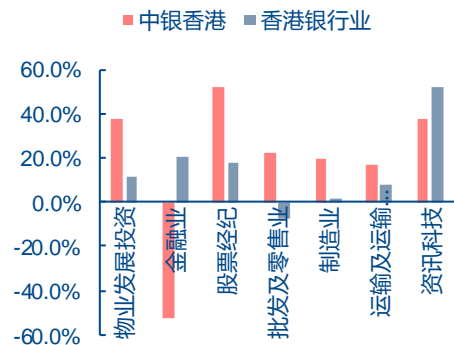
中银香港在享受行业基本面周期回暖的同时, 也受益内地经济的溢出效应。(1) 得益于中资企业国际化扩张进程和旺盛的内地信贷需求溢出, 近两年中银香港在港工商金融业贷款增速持续高于行业平均水平 (2015、16 年分别高 14pcts 和 22pcts)。从行业看, 主要是物业发展投资、制造业和运输业领先行业平均, 也从侧面验证大量需求主要来自港外企业的在港贷款 (非香港传统经济行业)。(2) 预计粤港澳大湾区发展政策的推进, 中银香港从两地经济协同发展中享受到的溢出红利将得以持续。

图 18: 在港使用的工商金融业贷款增长情况



资料来源: 香港金管局, 公司财报, 中信证券研究部

图 19: 在港使用的工商金融贷款分行业增长情况



资料来源: 香港金管局, 公司财报, 中信证券研究部

## 管理能力优秀, 经营业绩稳健

### 管理层: 中行管理层与本土高管优势互补

以业务及客户属地为导向, 中行管理层及本土高管各司其职。(1) 公司业务、金融市场业务高管人员及财务负责人由中国银行管理层担任, 有助于中资企业客户营销以及集团内部支持政策和财务资源争取。(2) 本土金融人士更加了解香港本地零售客户、产品及业务, 负责零售业务板块 (个人金融、财富管理、信用卡、寿险业务), 更利于业务开展。

表 3: 中银香港高级管理人员

高管	职务	主管业务	过往履历
岳毅	副董事长、执行董事兼总裁	整体业务及营运	中国银行: 副行长, 个人金融业务总裁等
李久仲	执行董事兼风险总监	风险管理部、法律合规部、金融犯罪部	中国银行: 全球金融市场部总经理

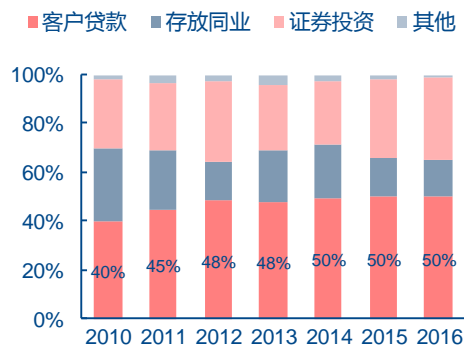
高管	职务	主管业务	过往履历
林晶臻	副总裁	环球企业金融部、工商金融部、交易银行部、机构业务部以及东南亚业务	中国银行：公司金融部总经理
袁树	副总裁	金融市场业务	中国银行：金融市场部总经理
龚杨恩慈	副总裁	个人金融及财富管理部、个人金融及综合管理部、渠道管理部、私人银行、中银信用卡公司、中银人寿	渣打银行：分行及直销银行总经理
钟向群	营运总监	营运部、资讯科技部、网络金融中心及金融服务部	中国银行：网络金融部总经理
隋洋	财务总监	财务管理部、会计部	中国银行：财务管理部副总经理

资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 财务管理：资产负债管理高效，成本控制业内典范

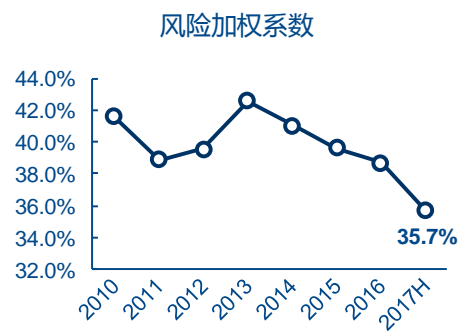
**资产端管理：资产配置考量收益与资本节约因素。**(1) 收益相对较高的信贷类资产稳步增配，信贷资产占总资产比重由 2011 年的 47.6% 逐年提升至 2016 年的 50.1%。(2) 轻资本策略效果突出，2017 年上半年，公司风险加权系数由 2013 年的高点 42.6% 下降至 35.7%，基本达到可比同业的最低水平（汇丰 35.2%、恒生 39.7%、渣打 41.7%）。

图 20：中银香港生息资产结构变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

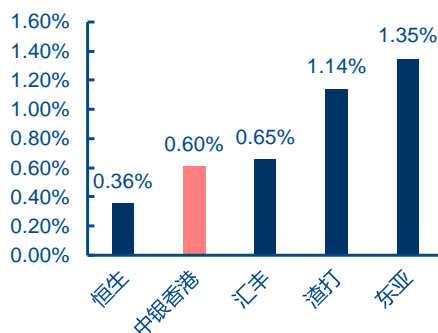
图 21：中银香港风险加权系数变化



资料来源：公司财报，中信证券研究部

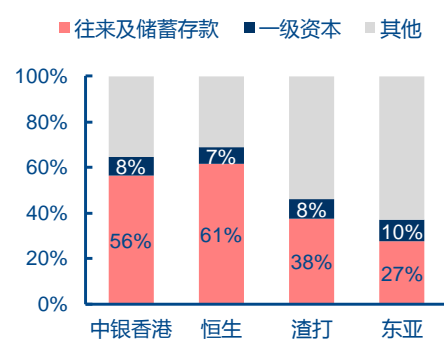
**负债端管理：低成本负债策略效果突出，负债成本居同业较低水平。**(1) 静态看，得益于生息资产资金来源中，低成本的一级资本及往来和储蓄存款的高占比（合计约 64%），中银香港计息负债付息率仅为 0.6%，保持行业较优水平。(2) 动态看，公司存款成本控制仍在稳步推进。因素分解表明，2016 年下半年存款结构优化（往来和储蓄存款占比提升 +4BPs）拉高 NIM 值 7BPs，使得公司成为五大银行在 16H2 唯一 NIM 上升的银行。2017 年上半年，公司存款增量中，往来及储蓄存款占比仍高于行业平均。

图 22：各银行负债成本比较 (17H)



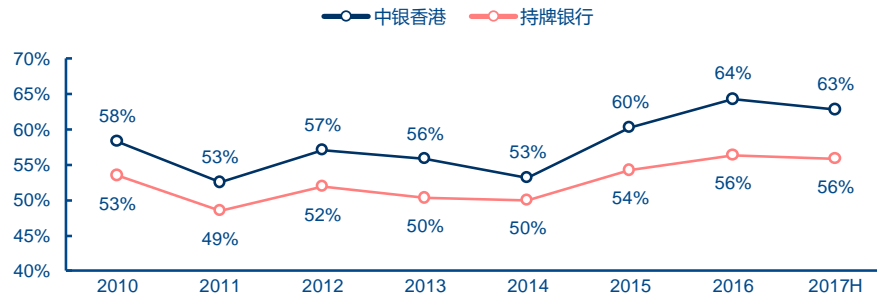
资料来源：公司财报，中信证券研究部 由于部分银行未披露平均计息负债余额，此处计息负债成本=利息支出/平均生息资产余额

图 23：各银行生息资产资金来源构成 (17H)



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 24：中银香港、香港地区持牌银行往来及储蓄存款占比情况



资料来源：香港金管局，公司财报，中信证券研究部

表 4：香港主流银行零售存款牌价

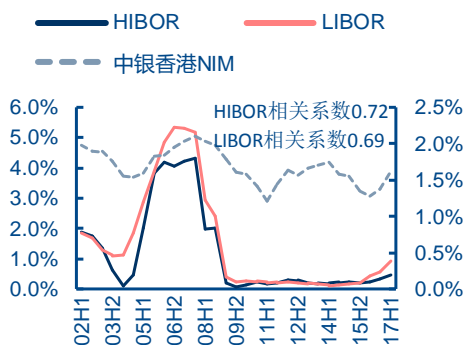
	储蓄存款	定期存款							
		1 个月	3 个月	6 个月	12 个月	2 年	3 年	5 年	
中银香港	3000 以下 0%，3000-50 万为 0.01%，50 万以上 0.02%	0.01%	0.01%	0.05%	0.20%	0.20%	0.25%	0.30%	
汇丰	5000 以下 0%，5000 以上 0.001%	0.01%	0.01%	0.05%	0.15%	-	-	-	
恒生	5000 以下 0%，5000 以上 0.001%	0.01%	0.01%	0.05%	0.15%	0.12%	0.25%	0.30%	
渣打	0.01%	0.01%	0.01%	0.03%	0.15%	-	-	-	
东亚	5000 以下 0%，5000 以上 0.01%	0.01%	0.01%	0.05%	0.21%	-	-	-	

资料来源：银行官网，中信证券研究部 注：牌价日期为 2017 年 9 月 27 日

受益于资产负债结构及管理策略，升息周期净息差受益性更强。从 2002 年上半年至 2017 年上半年，中银香港净息差与 HIBOR 和 LIBOR 的相关系数为 0.72 和 0.69，而汇丰、恒生、东亚相关系数基本位于 0.5-0.6 区间。美元加息周期，中银香港净息差上行趋势将更加确定。我们认为，这种高相关性主要源于：

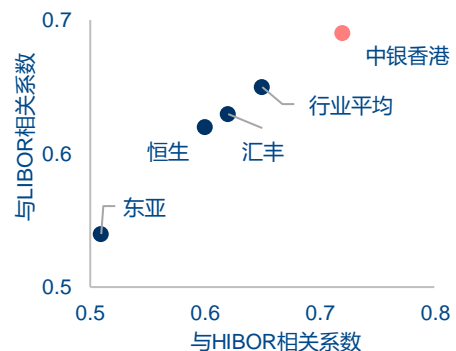
- (1) 久期因素，中银香港存放同业等短期限资产占比较高，资产端利率敏感性更强；
- (2) 经营区域因素，公司经营区域的利率水平对于美元、港元利率更为敏感（主要集中在香港本地）；
- (3) 资产负债策略，部分其他银行可能采取了主动管理等利率风险策略。

图 25：中银香港 NIM 走势



资料来源：WIND，公司财报，中信证券研究部

图 26：各行净息差与主要市场利率相关系数情况

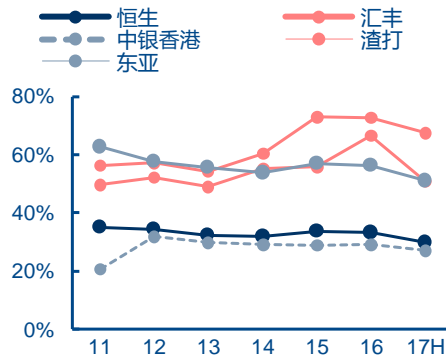


资料来源：WIND，公司财报，中信证券研究部 注：汇丰银行数据区间为 06H1 至 17H1，其余三家为 02H1 至 17H1

**成本控制：成本收入比远低于同业平均，为 ROE 行业占优的主要驱动力。** 在香港五家主要银行中，中银香港和恒生费用管控效果最好，成本收入比（营业支出/总营业收入）一直

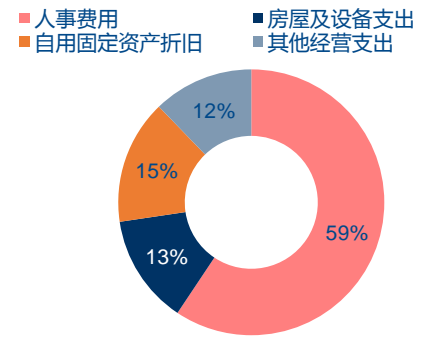
维持在 30%以下，远低于汇丰、渣打和东亚 50%以上的比例。通过杜邦分析可以看出，优秀的成本费用控制（营业支出/平均总资产 0.49%，低于其他三行平均 0.55pct）是中银香港盈利能力持续领先同业的主要驱动因素。整体看，中银香港成本控制主要得益于：（1）较高的人员使用效率，使得年化人均费用（55.8 万港元/人，汇丰、恒生、渣打、东亚平均 50.9 万港元/人）与同业相当的情况下，人工费用/平均总资产不及主要同业的一半；（2）业务模式成熟，机构布局稳定，规模效应使得房屋及设备支出等费用明显处于同业较低水平。

图 27：各银行成本收入情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 28：中银香港营业费用构成（17H）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 5：主要同业杜邦分析比较（2017H 年化）

	中银香港	汇丰	恒生	东亚
净利息收入	1.37%	1.14%	1.71%	1.49%
服务及佣金净收入	0.46%	0.54%	0.48%	0.33%
其他非息收入	0.06%	0.49%	0.37%	0.16%
<b>营业收入</b>	<b>1.89%</b>	<b>2.17%</b>	<b>2.56%</b>	<b>1.98%</b>
人工费用	-0.29%	-0.72%	-0.34%	-0.59%
其他费用	-0.20%	-0.64%	-0.42%	-0.42%
<b>营业支出</b>	<b>-0.49%</b>	<b>-1.36%</b>	<b>-0.76%</b>	<b>-1.01%</b>
<b>拨备前利润</b>	<b>1.40%</b>	<b>0.81%</b>	<b>1.80%</b>	<b>0.97%</b>
贷款拨备计提	-0.03%	-0.05%	-0.10%	-0.20%
其他减值损失计提	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%
<b>拨备后利润</b>	<b>1.37%</b>	<b>0.75%</b>	<b>1.70%</b>	<b>0.75%</b>
营业外收支	0.07%	0.10%	-0.01%	0.22%
<b>税前利润</b>	<b>1.44%</b>	<b>0.85%</b>	<b>1.69%</b>	<b>0.98%</b>
所得税	-0.23%	-0.18%	-0.26%	-0.15%
<b>净利润 (ROA)</b>	<b>1.21%</b>	<b>0.67%</b>	<b>1.43%</b>	<b>0.83%</b>
杠杆率	10.72	13.38	9.73	9.43
<b>ROE</b>	<b>13.01%</b>	<b>8.92%</b>	<b>13.89%</b>	<b>7.81%</b>

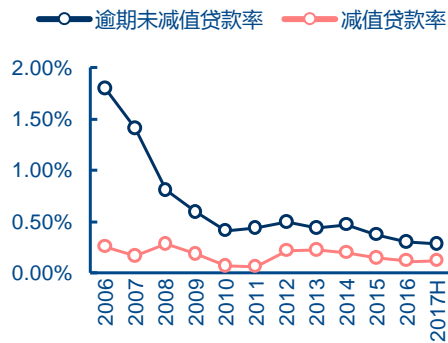
资料来源：公司财报，中信证券研究部

## 风险管理：资产质量领跑行业，风险成本表现优异

**资产质量：公司类贷款、个人贷款质量兼优，同业比具备数量级优势。**后金融危机时期，受益于明确的优质客户定位和完善的风险防控体系，中银香港资产质量持续改善。截至 2017 年半年末，公司减值贷款比率 0.2%，远低于恒生、汇丰、渣打和东亚银行的平均值 1.79%。

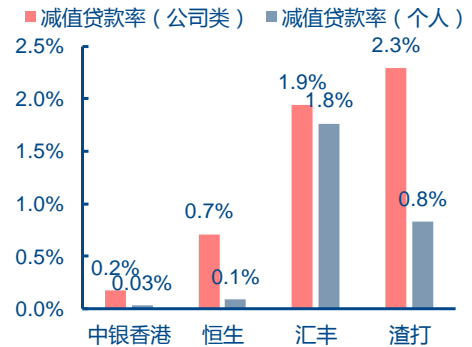
（1）个人贷款专注于高质量的香港本地按揭市场（全市场平均不良率仅 0.48），重点发展优质中高端客户，2016 年个贷减值贷款率仅为 0.03%；（2）公司类贷款主要依托在港的中资背景大型企业和本地优质龙头企业，贷款减值贷款率仅为 0.2%。

图 29：中银香港减值、逾期末减值贷款比率



资料来源：公司财报，中信证券研究部

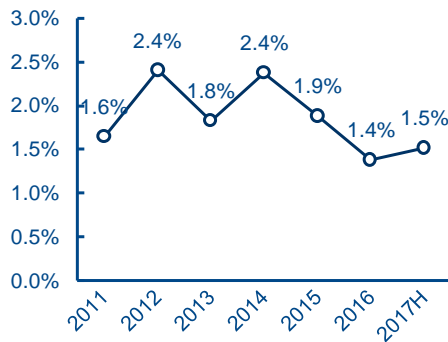
图 30：香港主要银行资产质量情况（2016N）



资料来源：公司财报，中信证券研究部

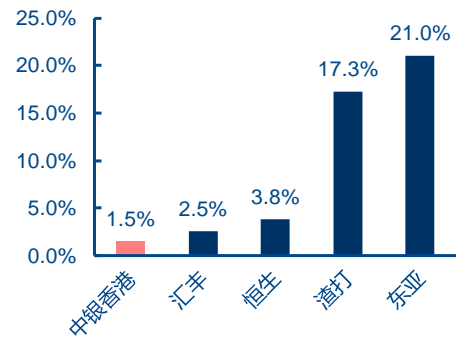
**风险成本：优于同业并持续走低，风险抵补能力强。**受益于资产质量的优异表现，中银香港的风险成本一直保持行业最优水平。17H1 公司拨备计提/拨备前经营营业收入比仅为 1.5%，其他四行分别在 2.5%-21% 水平不等。近三年中银香港拨备计提逐年减少，对利润的反哺效应明显。尽管如此，中银香港拨备覆盖率仍然保持了 168% 的行业最高水平。

图 31：中银香港拨备计提/拨备前经营营业收入



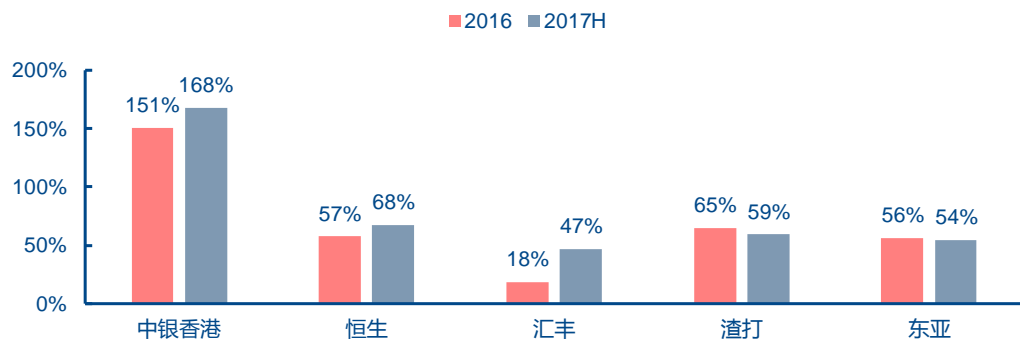
资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 32：各行拨备计提/拨备前净营业收入情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 33：香港五大银行拨备覆盖率情况



资料来源：公司财报，中信证券研究部

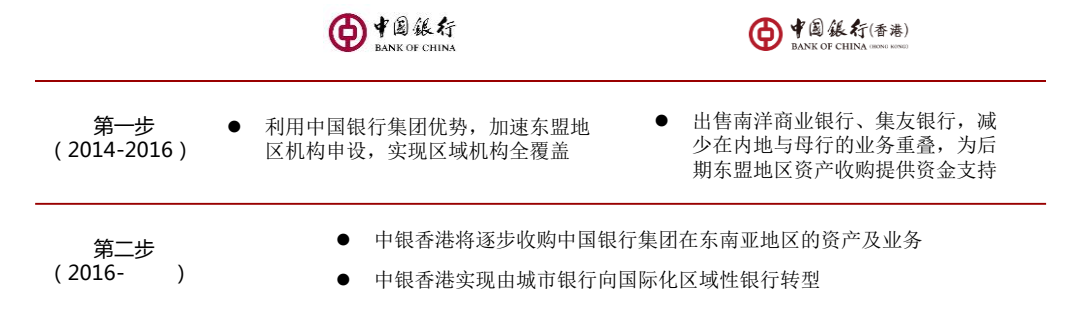
## 增长空间广阔：长期受益带路战略，中期东盟业务劲增

### 中行国际化战略定位清晰，东盟业务赋能中银香港

国家“一带一路”战略定位长远，中银香港作为中行海外“黄金资产”，有望长期受益于带路战略。“一带一路”战略中国未来十年最为重要的全球战略，预计将带来经济增长的全新逻辑。而中国银行集团作为国际化、市场化程度最高的国内银行，在践行一带一路战略方面是领头羊，目前公司海外业务的重点已经从单一的国际金融中心拓展演进为“国际中心+一带一路沿线”齐头发展。同时，中银香港作为中国银行海外业务的黄金资产，目前已成为中国银行一带一路布局的排头兵。我们认为，中银香港成为中银集团在东南亚地区的经营核心。

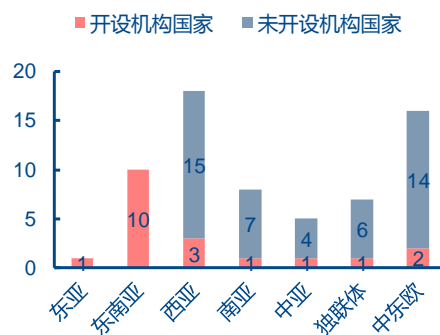
**东盟地区业务发展第一步：集团实现东南亚地区机构全覆盖，中银香港集中出售内地资产。**截止 2016 年 2 月，中国银行依托集团优势，已实现东盟十国的机构全覆盖。东南亚地区是中行最先实现全覆盖的国家地区，同时也是“一带一路”沿线机构数量最多的区域（机构数量占比 50%）；同业比较看，中行在该区域的布局数量相较其他三大国有银行有明显优势（工行、建行、农行此区域机构数量分别为 8、3、2 家）。中银香港已通过出售南商行与集友银行，一方面减少在内地与母行的业务重叠，也为东盟地区资产收购提供资金储备。

图 34：中国银行东南亚地区业务拓展示意图



资料来源：公司网站，公司公告，中信证券研究部

图 35：中行在“一带一路”国家的机构布局



资料来源：公司网站，中信证券研究部

表 6：四大行东南亚地区机构布局情况

	中行	工行	建行	农行
印度尼西亚	√	√	√	-
泰国	√	√	-	-
马来西亚	√	√	√	-
越南	√	√	-	√
新加坡	√	√	√	√
菲律宾	√	-	-	-
缅甸	√	√	-	-
柬埔寨	√	√	-	-
老挝	√	√	-	-
文莱	√	-	-	-
合计	10家	8家	3家	2家

资料来源：公司网站，公司公告，中信证券研究部

**东盟地区业务发展第二步：通过集团资产战略性重组，确定中银香港为东盟地区经营主体，进而推动中银香港由城市银行向国际化区域银行转型。**中行在东盟 10 国初设的机构中，除文莱为中银香港分行外，其余 9 家均为中国银行直接设立的分子行。根据中国银行公布的

东盟地区战略重组方案，中银香港将逐步收购中国银行集团在东南亚地区的资产及业务，成为集团在该区域的经营主体。

我们认为，以中银香港作为中行东南亚地区的经营主体，具有明显的比较优势和协同效应：**（1）有助于输出中银香港高水平的公司管理和业务经营能力**，特别是复制公司在负债管理、成本管理和风险管理的先进经验；**（2）有助于发挥香港金融中心的辐射作用**，目前内地对外直接投资中约有 70% 以香港设立的财资中心为中转，通过中银香港经营东盟业务更有助于全流程把握中资企业对该区域的投资；**（3）有助于发挥中银香港在东南亚地区的已有资源禀赋作用**，主要是离岸人民币结算方面的优势（中银香港为菲律宾、柬埔寨监管机构允许的人民币清算行）。

## 东盟业务潜力：基建信贷、贸易融资、人民币结算三大蓝海

受益于基建投资和产业结构调整，近年东南亚地区经济保持了 4% 左右的增速水平（2016 年，全球 70 大经济体中，东南亚有 5 国排名在增速前 20 名）。“一带一路”在该区域设施联通、贸易畅通、资金融通效果显现，将为中银香港提供三大业务蓝海：

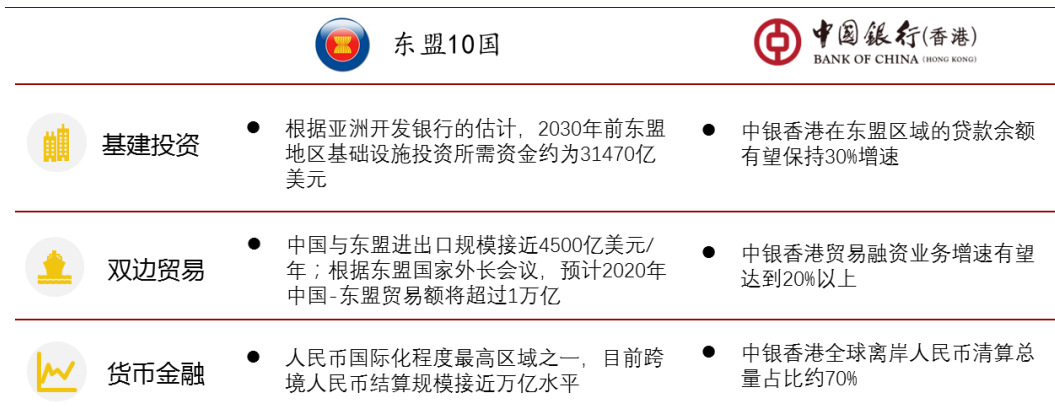
**1. 基建信贷增长潜力可观：区域信贷余额有望保持 30% 增速。**根据亚洲开发银行的估计，2030 年前东盟地区基础设施投资所需资金约 31470 亿美元，中银香港有望深度参与相关项目投融资：（1）中国企业走出去方面，中国对东盟地区直接投资增速居对各地区之首（2015 年增速 87%，2016 年数据预计接近 100%），由于内地对外直投中约有 70% 以香港设立的财资中心为中转，中银香港直接受益；（2）当地企业方面，基建及其上游行业受益将直接激发中银香港东盟客户的信贷需求，17H1 中银香港东盟机构贷款总额增幅达 17%。整体看，2017 年 6 月末中银香港东南亚地区相关授信（包括中国地区企业对东盟投资授信和当地企业授信）余额 615 亿港元（较年初+9.4%），当地企业发放贷款占比的提升将进一步拉高区域授信增速。随着基建投资的持续，我们预计未来五年，公司东盟地区相关授信及本地企业贷款有望分别保持 20% 和 30% 的增速。

**2. 贸易融资：业务增速有望保持年均 20%。**截至 2016 年，中国已连续 8 年成为东盟第一大贸易伙伴，东盟连续 6 年成为中国第三大贸易伙伴。根据中国-东盟战略伙伴关系规划，两地进出口金额将在 2020 年达到 1 万亿，年化复合增速 22%。预计本地化布局完成后，主要受益于东盟地区企业出口项下的贸易融资，中银香港贸易融资业务有望同步保持 20% 左右的增速。

**3. 人民币结算：东盟地区跨境人民币结算规模近万亿，中银香港绝对受益。**受地域和文化影响，东盟地区一直是全球人民币国际化程度最高的区域之一。受益于投资和贸易的快速增长，该地区贸易和直接投资的人民币跨境结算量已接近万亿水平。中银香港作为全球最大的离岸人民币清算行（市场占比 70%），其子公司中国银行（马来西亚）同时为马来西亚唯一人民币业务清算行，同时在柬埔寨与菲律宾也是当地监管机构允许的清算机构，有望在东盟地区人民币国家化进程中直接受益。



图 36：东盟地区金融需求及中国银行集团优势



资料来源：WIND，中信证券研究部。

## 发展前瞻：收购与注资加速进行中，规模盈利劲增可期

资产收购与资本注入并行，公司东盟地区资产规模有望超过 2000 亿港元。目前，中银香港对母行泰国、印尼、马来西亚地区的资产收购已经完成，涉及总资产 383 亿，另外柬埔寨、越南、菲律宾收购预计也将于 2017 年内完成。我们预计，（1）若东盟 6 国资产重组顺利完成，2017 年中银香港在东南亚地区的总资产将达到 800 亿左右（占比约 3.5%）；（2）若进一步收购老挝、新加坡及缅甸业务，预计总资产将达到 1000 亿以上（占比超过 5%）。此外，按照公司管理层在 2017 年上半年业绩发布会上的介绍，下一步如果考虑在东盟地区的注资规划，区域总资产占比可能还有进一步的提升。

表 7：中银香港东盟战略推进情况（单位：亿港元）

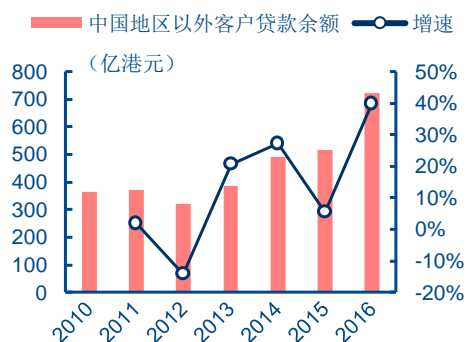
国家	中行集团分设机构	交割完成日期	交易对价	总资产（2016）	净资产（2016）	税后利润（2016）
文莱	中银香港文莱分行	-	-	-	-	-
泰国	中国银行（泰国）	17 年 1 月 9 日	31.17	95.15	23.53	0.06
印度尼西亚	中国银行雅加达分行	17 年 7 月 10 日	16.25	128.95	9.82	2.99
马来西亚	马来西亚中国银行	16 年 10 月 17 日	37.64	159.28	22.38	1.95
柬埔寨	中国银行金边分行	计划 2017 年	12.18	-	8.98	1.07
越南	中银胡志明市分行	计划 2017 年	-	13.92	3.49	0.18
菲律宾	中国银行马尼拉分行	计划 2017 年	-	-	-	-
老挝	中国银行万象分行	-	-	12.83	3.73	0.05
新加坡	中国银行新加坡分行	-	-	-	-	-
缅甸	中国银行仰光代表处	-	-	-	-	-

资料来源：公司公告，公司网站，中信证券研究部

受地区旺盛信贷需求驱动，东盟地区内生性规模增长亦有望保持高位。受益于地区经济的较高增速和基建投资的快速增长，公司东盟地区信贷增长有望驱动总资产保持较高速的内生性增长。整体看，东盟战略带来的内生性规模扩张在报表上已有所体现，2016 年公司中国地区以外客户贷款余额增加 206 亿（已剔除机构收购及出售影响），增速 40%创历史新高。我们预计，公司未来五年东盟地区贷款余额将保持 30%的年化复合增长（同期公司全部贷款增速 15%）。

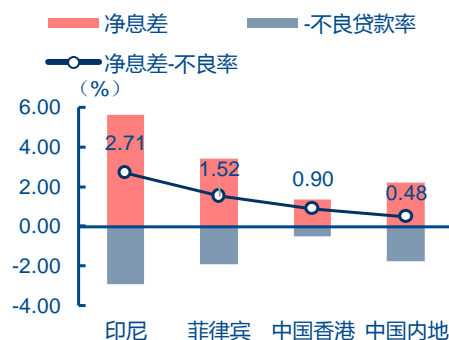
受益区域经营环境，未来五年区域盈利有望拉高公司净利润增速 3.5%。简单以净息差-不良率指标衡量各地区银行业外部经营环境，相较于中国香港和内地的 0.9%和 0.48%，东盟代表国家印尼和菲律宾分别为 2.71%和 1.52%，商业银行盈利环境更为有利。根据 2017 年周年股东大会上管理层的介绍，中银香港东南亚业务收入的利润贡献预计将于五年内提升至 20%。基于此静态测算，在此期间东盟地区盈利贡献每年将拉高公司净利润增速约 3.5pcts。

图 37：中银香港中国地区以外客户贷款余额



资料来源：公司财报，中信证券研究部 注：2015 年数据已根据东盟地区收购机构进行重列

图 38：各地区净息差-不良率指标对比情况



资料来源：CEIC, WIND, 中信证券研究部

## 风险因素

1. 香港地区宏观经济下滑超预期。
2. 香港银行业资产质量超预期下行。
3. 公司东盟战略推进进程低于预期，或中国银行对集团海外业务发展进行重大调整。

## 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 47.4 港元

### 盈利预测

不考虑外延并购的情况下，我们对公司关键假设如下：

**（1）资产规模：**考虑到香港信贷需求转暖和东盟地区贷款的快速增长，我们预计 2017/18/19 年生息资产同比增长 22.5%/15%/12%；其中，贷款保持较快增长 18.5%/16.4%/12.6%，而投资类资产分别增长 9.5%/11%/9%；

**（2）净息差：**美元加息周期下，在港银行净息差呈现行业性改善，加之公司较为出色的负债成本控制水平，且东盟地区业务净息差高于香港的因素，预计 2017/18/19 年公司净息差分别为 1.60%/1.62%/1.63%（根据期初期末平均法计算）；

**（3）非息业务和费用：**贷款的突出表现将相应带来贷款佣金，且资本市场活跃度提升利于证券经纪业务的恢复增长，中银香港服务及佣金净收入有望保持 7%左右增速，但由于 2017 年上半年外汇掉期合约亏损导致净交易性收益同比-72.3%，预计 2017/18/19 年非息收入同比增长 -18.8%/11.6%/6.8%。费用方面受益于成本控制和营运效率提升，预计 2017/18/19 年成本收入比分别为 27.08%/25.7%/26%；

**（4）信用成本：**尽管公司资产质量在可比银行中处于较优水平，但考虑到东盟战略的推进对资产质量的不确定性，我们在盈利预测中仍维持谨慎的信用成本，预计 2017/18/19 年分别为 0.09%/0.10%/0.10%；

**(5) 分红率:** 预计未来三年公司仍将保持现有股利政策, 预计 2017/18/19 年分红率分别为 49%/48%/48%, 其中 2017 年已考虑中期派发特别股息 (0.095 元/股) 的影响。

基于以上假设, 我们测算公司 2017/18/19 年实现提取减值准备前净经营收入 478.3 亿/563.3 亿/632.6 亿, 同比增长 14.5%/17.8%/12.3%; 2017/18/19 年归属净利润预测为 311.0 亿/340.2 亿/380.1 亿港元, 同比增长-43.9%/9.4%/11.7%, 对应 EPS 分别为 2.94 元/3.22 元/3.60 元。其中, 剔除出售南洋商业银行和集友银行影响, 公司 2017/18/19 年持续经营净利润增速分别为 16.6%/19.3%/11.8%。

表 8: 中银香港盈利预测关键假设

项目/年度	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
生息资产增速	7.40%	-7.11%	7.86%	22.50%	15.00%	12.00%
贷款总额增速	11.96%	-6.49%	8.29%	18.53%	16.42%	12.61%
净息差	1.71%	1.35%	1.36%	1.60%	1.62%	1.63%
非息收入增速	-0.27%	21.37%	8.80%	-18.79%	11.62%	6.81%
成本收入比	29.29%	28.90%	29.25%	27.08%	25.67%	25.96%
信用成本	0.11%	0.08%	0.06%	0.09%	0.10%	0.10%

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部预测

表 9: 中银香港盈利预测结果

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
提取减值准备前净经营收入 (百万元)	44,282	40,181	41,754	47,825	56,325	63,263
增长率 YoY%	9.85%	-9.26%	3.91%	14.54%	17.77%	12.32%
归属净利润 (百万元)	24,577	26,982	55,503	31,098	34,023	38,016
增长率 YoY%	10.45%	9.79%	105.70%	-43.97%	9.40%	11.74%
每股收益 EPS (基本) (元)	2.32	2.55	5.25	2.94	3.22	3.60
BVPS (元)	16.71	18.42	21.25	22.91	24.75	26.84

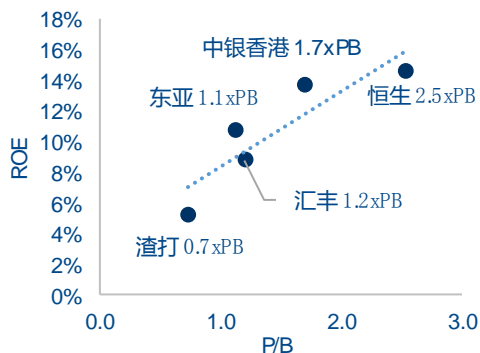
资料来源: 公司财报, 中信证券研究部预测 注: 2017 年归属净利润中包括集友银行出售前产生的净利润 26.23 亿元。

## 估值与投资评级

目前看, 中银香港当前相对估值在行业中处于可比偏低水平。整体看, 香港五大上市本地银行商业模式成熟, 资产质量中长期稳定, 市净率与 ROE 基本保持较为稳定的横向可比关系。当前, 中银香港估值水平与盈利模式、经营区域、业务特点最为相近的恒生银行 (2.4xPB) 相比, 无论绝对水平还是相对水平都存在一定的低估。此外, 近年来中银香港分红收益率保可比同业较高水平 (以年末股价计算, 2016 年 6.77%, 居五家行首位), 配置价值更为突出。

根据三阶段股利折现模型 (DDM), 基于可持续的 ROE 水平测算公司合理估值水平为 2017 年 2.07xPB, 目标价 47.4 港元。综合考虑公司: (1) 稳定且较高的分红水平 (分红率 48%); (2) 今年东盟六国资产收购完成有望带来短期盈利高增期和中期红利持续释放期; (3) 历史市净率与 ROE 保持较高的同步走势, 且预计 ROE 继续平稳保持行业较优水平 (13.8%左右)。因此, 可采用三阶段 DDM 模型, 根据 ROE 来测算合理估值水平。我们预计公司未来三年 (第一阶段) 盈利增速分别为 16.6%/19.3%/11.8% (平均值 16%, 已剔除 16 年出售南洋商业银行、17 年出售集友银行影响), 第二阶段 (7 年) 平均增速 8%, 第三阶段永续增速 3%, 对应合理估值 2.07xPB。首次覆盖给予“买入”评级, 目标价 47.4 港元, 对应 2017 年 16.12X PE/2.07X PB。

图 39：香港五大银行 P/B 与 ROE 情况



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：除中银香港外，其余四行市净率使用 Bloomberg 最佳预测，股价截至 2017 年 10 月 9 日

图 40：中银香港领先 P/B 与 ROE 走势



资料来源：DataStream，中信证券研究部

表 10：公司可持续 ROE 对应的 PB 水平

		可持续 ROE 水平				
		6%	10%	13.8%	18%	22%
未来三年复合增长率	0%	0.59	0.98	1.35	1.76	2.15
	10%	0.77	1.29	1.77	2.31	2.83
	17%	0.90	1.50	2.07	2.70	3.31
	20%	0.99	1.65	2.28	2.98	3.64
	25%	1.12	1.86	2.57	3.35	4.10

资料来源：中信证券研究部

## 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

**中国：**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。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 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”提供证券服务。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。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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 2017 版权所有。保留一切权利。