

深耕本土展望东盟， 全球产业布局重塑受益标的

核心观点

中银香港深度覆盖中国香港、东南亚地区，在跟随中资企业“走出去”的过程中，一方面能够为在东南亚设厂的中资企业提供投融资业务，另一方面则在中国香港打造财资中心，利好负债成本改善，形成良性循环。叠加跨境理财需求的不断增长，我们认为中银香港将受益于全球产业布局重塑，营收、利润将实现穿越周期的稳健增长。当前估值处于历史底部，高分红水平稳健可持续，极具配置性价比。

摘要

全球产业链布局重塑下的发展新机遇：在全球产业链布局重塑的宏观大背景下，中银香港深度覆盖中国香港、东南亚两大地区，具备较大的发展潜力。（1）中国香港：本土唯三发钞行，市场覆盖率高，品牌影响力大。环球贸易平台 iGTB 搭建日趋完善，国际化程度不断提升。财资中心建设步伐持续加快，将留存大量低成本资金，形成良性循环。（2）东南亚：中资企业走出去主要目的地，布局广泛，网点众多。母行持续支持下，与“走出去”央企合作紧密，具备更高的风险定价性价比，盈利能力强，是未来的重要增长点。

跨境理财需求日益提升，是未来财富管理业务的重要抓手。中银香港禀赋突出，牌照齐全，是唯一一家人民币清算行，在人民币业务、产品设计上具备天然优势。战略上聚焦高净值、年轻客群，以中银人寿为窗口开展保险业务。伴随着中国内地高净值客群跨境理财需求的不断提高，中银香港有望把握这一机遇，实现中收的进一步增长。

基本面：受益于美元加息周期下净利息收入的同比高增，23-24 年，中银香港营收、利润均实现了较快增长。展望未来，其信贷规模有望伴随着降息周期的开启，实现稳健增长的态势。而净息差预计在前瞻性布局的支持下，下行幅度较为有限。叠加跨境理财需求增长下中收的发展机遇，我们认为营收增速有望保持稳健，资产质量方面，中国内房风险是目前最为主要的掣肘，考虑到系列政策的持续出台、中银香港“快进快出”的不良处置传统，风险暴露趋势预计放缓，减值计提压力的减小下利润稳健增长的趋势可以延续。

预计 2024-2026 年营收增速分别为 7.8%、3.7%、4.9%，归母净利润增速分别为 10.1%、5.8%、7.1%。当前股价仅对应 0.77 倍 24 年 PB，处于历史低位。首次覆盖给予买入评级，目标估值 1.10 倍 24 年 PB，对应股价为 35.94 港元/股。

中银香港 (2388.HK)

首次评级

买入

马鲲鹏

makunpeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060001

SFC 编号:BIZ759

李晨

lichenbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521060002

SFC 编号:BSJ178

发布日期：2024 年 12 月 31 日

当前股价：25.05 港元

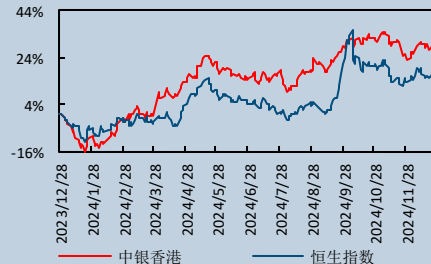
目标价格 6 个月：35.94 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
9.61/1.74	2.49/-14.48	4.89/18.79
12 月最高/最低价 (元)		32.50/23.85
总股本 (万股)		1,057,278.03
流通 A 股 (万股)		1,057,278.03
总市值 (亿元)		2,347.16
流通市值 (亿元)		2,526.89
近 3 月日均成交量 (万)		1406.90
主要股东		
BOC Hong Kong (BVI) Limited		66.06%

股价表现



目录

一、历史悠远，股权架构清晰，母行领导直管	1
1.1 百年老行，股权架构简单清晰	1
1.2 母行领导直管，高管兼具海内外银行从业经验	2
二、发展新机遇：全球产业转移带动资金账户的转移	4
三、立足香港展望东南亚，全球产业布局重塑受益者	5
3.1 深耕本土底蕴深厚，紧抓发展机遇，打造国际财资中心	5
3.2 东南亚业务：中企出海主要目的地，未来重要增长点	7
四、牌照齐全，背靠集团优势，把握跨境理财机遇	10
五、基本面分析	13
5.1 盈利能力：净利息收入为主要来源，营收、利润增长领先同业	13
5.2 规模：资负两端重回稳健扩张趋势，地产相关行业为主要投向	15
5.2.1 资产端：贷款增速见底，期待降息方案推动下需求好转	15
5.2.2 负债端：存款定期化趋势还在延续	17
5.3 价格：息差走势与美元周期息息相关，预计未来降幅有限	18
5.4 资产质量：回顾历史，不良处置“快进快出”，风险暴露趋势逐步放缓	19
5.5 杜邦分析	24
5.6 资本充足率处于绝对高位，高分红水平有保障	25
六、投资建议&估值	26
七、风险分析	30

一、历史悠远，股权架构清晰，母行领导直管

1.1 百年老行，股权架构简单清晰

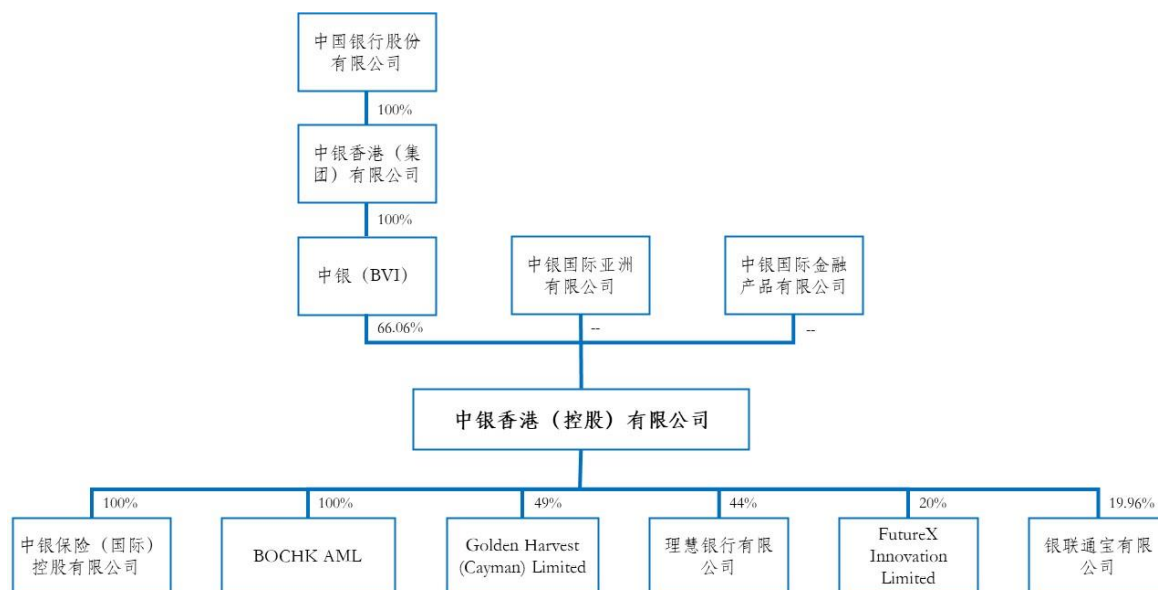
中银香港历史悠远，深耕本土，知名度高、影响力大。中银香港的历史可以追溯至 1917 年中国银行在中国香港成立的分支机构，距今已有 107 年。自 1917 年以来，中国银行香港分行持续深耕本土，在当地影响力不断扩大，并于 1993 年成为中国香港地区的法定发钞行，2003 年成为第一家人民币清算行，在本地市场具有极高的知名度及影响力。2001 年，中银集团重组其在中国香港的机构，合并了原香港中银集团十二行中十家银行的业务，并同时持有香港注册的南洋商业银行、集友银行和中银信用卡（国际）有限公司的股份权益，使之成为中银香港的附属机构，并于 2002 年 7 月 25 日在港交所主板上市。当前，中银香港已成为本土除汇丰银行以外资产规模最大的银行，并在深耕本土的基础上，乘中国企业走出去的东风，开创东南亚这一第二战场，打造全新增长极。

表 1: 中银香港历史悠久，影响力大，认可度高

年份	事件
1917	中国银行在香港成立分支机构
1993	中国银行香港分行成为香港法定发钞行
2001	中国银行整合 10 家在港银行机构，成立中银香港（控股）
2002	在香港联交所上市
2003	被委任为香港人民币业务清算行
2016	5 月，出售南洋商业银行全部股权；10 月，收购中银马来西亚；12 月，第一家海外自建机构文莱分行开业
2017	完成中国银行泰国、雅加达、金边、马尼拉、胡志明市分行业务交割；收购中国银行印度尼西亚、柬埔寨业务；出售集友银行股权
2018	收购中国银行老挝万象分行
2020	初步批准设立缅甸仰光分行；中银香港、京东数科、怡和集团合资成立的香港地区虚拟银行 Livi Bank 开业
2021	获批准设立越南河内代表处；开展债券通“南向通”首批交易
2022	于 7 家东南亚机构及 2 家中国银行分行推出跨境开立中银香港个人账户服务，私人银行转介服务已覆盖 8 家东南亚机构
2023	荣获《亚洲银行家》两项大奖：9 度获颁香港最佳现金管理银行，5 度获颁香港最佳交易银行；连续 10 年荣获《亚洲银行及财金》颁发香港最佳本地现金管理银行奖项

资料来源：公司财报，公司官网，中信建投证券

股权结构简单清晰，背靠母行，差异化优势明显。股权结构方面，截至 1H23 中国银行通过中银香港（集团）及其附属机构间接持有公司 66.06% 的股权，是中银香港的第一大股东也是实际控制人，股权结构极为清晰、简单。受益于雄厚的股东背景，中银香港相较于其他香港本土银行，在客户资源上有着极大的优势，能够拥有更多服务内地大型央企客户的机会，而相较于进军香港市场的中资银行，中银香港与当地的联系更为紧密，且拥有极大的零售客群，经营底蕴、品牌影响力更为深厚，市场竞争力明显更强。

图 1: 中银香港股权结构清晰、简单, 由中国银行集团间接控股 66.06%


数据来源: 公司官网, Wind, 中信建投证券

1.2 母行领导直管, 高管兼具海内外银行从业经验

背靠母行, 高管兼具海内外银行从业经验。2023 年 4 月 27 日, 葛海蛟董事长正式履职中国银行董事长, 同时兼任中银香港董事长, 直接领导香港子公司的系列业务, 中银香港与母行的协同效应进一步巩固。从管理层背景来看, 中银香港董事会、高级管理人员多具有海外背景。其中, 孙煜副董事长曾担任中国银行副行长、中国银行伦敦分行行长, 徐海峰副总裁曾担任中国银行(欧洲)有限公司董事长、卢森堡分行行长, 曾在总行、辽宁省分行、纽约分行、匈牙利分行担任管理职务, 兼具海内外的银行经营管理经验, 专业能力极强。在优秀管理层的持续引领下, 我们认为中银香港正确战略将得到贯彻, 支撑业绩实现持续增长。

表 2: 新领导班子正式搭建, 管理层兼具内地、海外管理背景

姓名	职务	年龄	任职时间	履历
葛海蛟	董事长	52	2023	现为中国银行股份有限公司董事长、执行董事、BOC Hong Kong(BVI)Limited 及中银香港(集团)有限公司董事。于 2023 年加入中国银行前, 于 2021 年 11 月至 2023 年 3 月担任河北省委常委、副省长, 2019 年 9 月至 2021 年 11 月担任河北省副省长, 2018 年 11 月至 2019 年 9 月任中国光大集团股份公司执行董事, 2019 年 1 月至 2019 年 9 月任中国光大银行股份有限公司(其股份于上海交易所及香港联合交易所有限公司上市)执行董事及行长, 2016 年 10 月至 2018 年 11 月任中国光大集团股份公司副总经理。曾在中国农业银行股份有限公司(其股份于上海交易所及香港联合交易所有限公司上市)工作多年, 先后担任中国农业银行大连市分行副行长、新加坡分行总经理、总行国际业务部副总经理(部门总经理级)、黑龙江省分行行长等职务。

孙煜	副董事长、执行董事、总裁	51	2020	自 2020 年 12 月起调任为执行董事，并获委任为本公司及中银香港副董事长兼总裁。于 1998 年加入中国银行，于 2019 年 2 月至 2020 年 12 月担任中国银行副行长，2018 年 9 月至 2019 年 2 月任中国银行海外业务总监。于 2015 年 3 月至 2018 年 11 月任中国银行伦敦分行行长、中国银行(英国)有限公司行长，2015 年 12 月至 2018 年 11 月亦兼任中国银行伦敦交易中心总经理。此前，曾先后担任中国银行全球金融市场部总监、金融市场总部总监(代客)、金融市场总部总监(证券投资)和上海市分行副行长，并于 2012 年 7 月至 2014 年 12 月期间任中银香港全球市场总经理。于 2015 年 3 月至 2021 年 9 月兼任中国银行(英国)有限公司董事，其中 2018 年 12 月至 2021 年 9 月兼任中国银行(英国)有限公司董事长，于 2019 年 2 月至 2020 年 12 月兼任中银航空租赁有限公司(于香港上市)董事长，于 2019 年 11 月至 2020 年 12 月兼任中国银行上海人民币交易业务总部总裁及于 2019 年 12 月至 2020 年 12 月兼任中国银行北京市分行行长。目前亦兼任集团内多项职务，包括自 2020 年 12 月起获委任为中银保险(国际)控股有限公司董事长、中银香港慈善基金董事局主席，以及自 2021 年 2 月起获委任为中银人寿董事长。
徐海峰	风险总监、副总裁	52	2022	于 2022 年加入本集团，为本集团副总裁，主管环球企业金融部、工商金融部、机构业务部、交易银行部、托管及信托服务和东南亚业务。亦为中银集团信托人有限公司董事长。曾担任中国银行(欧洲)有限公司董事长、中国银行卢森堡分行行长。于 1993 年加入中国银行，曾在总行、辽宁省分行、纽约分行、匈牙利分行担任管理职务，其中包括匈牙利分行行长、纽约分行副行长等。
邢桂伟	副总裁	51	2022	于 2022 年加入本集团，为本集团副总裁亦为香港银行同业结算有限公司主席及香港交易及结算所有限公司风险管理委员会成员。在加入本集团前，担任中银金融科技有限公司董事长兼中国银行金融技术创新办公室主任。
王化斌	副总裁	50	2023	本集团副总裁，在加入本集团前，担任中国银行金融机构部总经理。于 2000 年加入中国银行，曾担任中国银行公司金融总部主管(国际结算及贸易融资)、伦敦分行副行长及公司业务总监，以及中银香港金边分行行长。
陈文	副总裁	55	2022	于 1990 年担任副总裁，主管个人金融及财富管理部、个人数字金融产品部、个金风险及综合管理部、私人银行、中银信用卡公司和中银人寿。亦为中银信用卡公司董事长、中银保险(国际)控股有限公司及中银人寿董事。于 1990 年 7 月至 2001 年 9 月期间曾就任华侨商业银行(原香港中银集团成员行之一)不同业务范畴的岗位。原香港中银集团成员行业务重组后，自 2001 年 10 月起，历任本集团发展规划部产品开发处主管、企业银行及金融机构部副总经理、业务优化中心总经理、机构业务部总经理，以及个人金融及财富管理部总经理，并于 2022 年 8 月晋升至现职岗位。
李彤	副总裁	53	2023	本集团副总裁，在加入本集团前，中银国际控股有限公司首席执行官兼执行总裁、执行董事。于 1993 年加入中国银行，曾在河南省分行、深圳市分行、悉尼分行工作。
黄雪飞	公司秘书、董事会秘书	-	2024	于 2017 年 7 月加入本银行，并将于 2024 年 6 月 30 日起同时任本银行董事会秘书部总经理。黄女士于 1998 年加入中国银行，曾任多个职位包括中国银行董事会秘书部信息披露团队主管及投资者关系团队主管。她现为本银行董事会秘书部副总经理。

资料来源：公司财报，中信建投证券

二、发展新机遇：全球产业转移带动资金账户的转移

自第一次工业革命以来，全球经历了四次重大的产业转移，每一轮转移都对全球产业结构带来了深远影响。总体来看，产业和技术优势是产业转移的内在基础，市场需求和不同区域生产要素成本差距是产业转移的主要驱动力。伴随着中国经济的快速发展，在制造业、新能源、汽车等领域的技术积累和突破，产业优势这一转移基础条件已经成熟。同时，生活水平不断提升，人工成本逐步提高，中国本土的成本优势开始下降。在技术优势和成本考量的共同驱动下，中国产业出海是近年来的显著趋势。此外，受中美贸易摩擦影响，为确保供应链安全稳定，大量欧美跨国企业也在寻求中国之外的产业链备份，即所谓“中国+1”。中国产业出海和“中国+1”的主要目的地是东南亚、中东和墨西哥等新兴市场，第五次全球产业大转移已经开启。

而全球产业转移将带动资金账户的转移，具备全球性展业能力的国际性银行更受益。我们以中国、东南亚、美国之间的贸易及资金路线为例介绍产业转移如何带动资金账户转移：

- 过去企业主体、产业和主要生产环节都在中国内地，贸易流中生产销售环节的关键节点在中国内地叠加，资金账户也在中国内地，国际性银行相较本地中资银行没有优势，甚至在长期客户关系上存在劣势：在过去 20 多年原材料和商品销售“两头在外”的加工贸易格局下，原材料由东南亚等地流入中国内地，在中国内地进行生产后出口美国，资金回流中国内地。很明显，向原材料产地付款和向商品销售地收款资金账户，跟随企业主体和生产销售环节，基本都在中国内地。
- 产业转移后，部分企业主体或二级主体、生产环节甚至产业都向海外迁移，贸易流中生产、销售、收付款的关键节点开始散布于全球各地，资金账户跟随几大关键节点外迁，国际性银行的全球本地化服务能力开始发挥优势：以产业出海东南亚为例，原材料采购和生产环节均在东南亚本地进行，出口美国后资金跟随贸易链回流东南亚，资金是否由中资出海企业的东南亚二级主体回流中国内地母公司，取决于企业内部安排，并非必然回流，若配套产业同步外迁，将进一步强化资金在海外的流动，而非回流中国内地。因此，对海外资金账户的需求将明显提升，具备全球化布局、深耕海外重点市场多年、同时在中国内地也有长期经营的国际性银行将更为受益，对于产业转移浪潮中的企业而言，在多个海外重点市场具备“主场优势”是对银行的最大需求，即银行的全球本地化服务能力。

图 2：产业转移前后的贸易流和资金流：资金流在海外形成闭环，产业转移带动资金账户转移



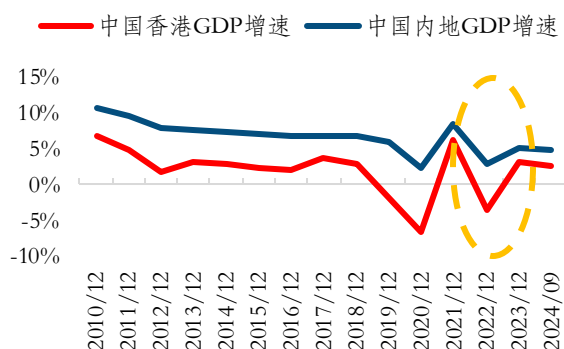
数据来源：中信建投证券

三、立足香港展望东南亚，全球产业布局重塑受益者

3.1 深耕本土底蕴深厚，紧抓发展机遇，打造国际财资中心

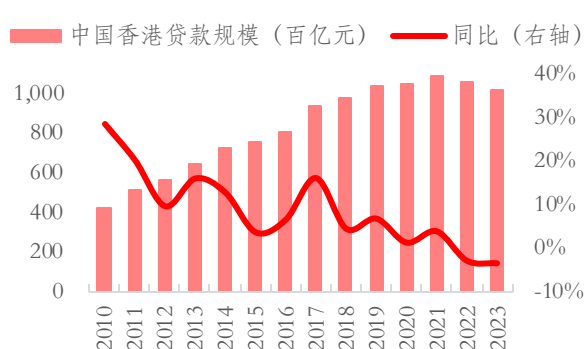
中银香港厚植香江沃土，是其未来发展最为重要的 **beta**。中国香港作为全球最富裕、经济最发达、生活水平最高的地区之一，也是全球第三大金融中心，为中银香港业务的快速发展提供了有利条件。24 年前三季度，中国香港实际 GDP 延续 23 年的修复趋势，同比增长 2.6%。信贷需求上，受美联储加息周期影响，中国香港贷款规模短期有所承压，2022 年、2023 年分别同比减少 3.0%、3.6%。但从长期来看，2016-2023 年中国香港贷款规模 CAGR 为 3.5%，保持稳健增长的趋势。

图 3：香港 GDP 增速实现明显修复



数据来源：Wind，香港政府，统计局，中信建投证券

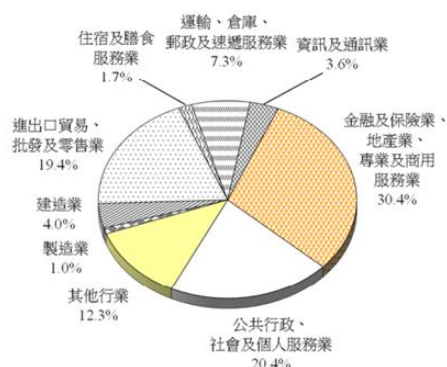
图 4：香港贷款受加息周期冲击同比减少



数据来源：香港金融管理局，中信建投证券

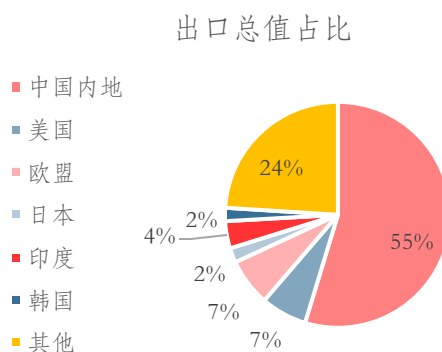
依托得天独厚的地理优势、制度优势，中国香港逐步发展出以金融、地产、进出口为主的经济结构，特殊经济结构下潜藏发展新机遇。具体来看，金融、地产业为其经济做出了 30% 以上的巨大贡献，此外进出口贸易、批发及零售业为其经济做出了 19.4% 的贡献，是香港地区经济增长的两大支柱。作为中国对外交往的重要窗口、央企“走出去”的第一站，中国香港地区与中国内地深度绑定。从出口总值占比来看，中国内地占中国香港出口总值的 55%，显著高于其他国家与地区。在全球产业链布局重塑、企业“走出去”脚步不断加快的背景下，中国香港地区发展前景仍然广阔，银行业具备极大的业务机遇。

图 5：经济结构上金融、地产业占比最高



数据来源：香港金融管理局，中信建投证券

图 6：香港地区与中国大陆经济深度绑定



数据来源：香港金融管理局，中信建投证券

中银香港长期深耕本土市场，是中国香港地区的主要银行，底蕴极为深厚，品牌优势显著。截至 1H24，中银香港在中国香港地区贷款、存款市场占有率持续上升至 16.5%、15.7%，仅次于汇丰，显著高于渣打、东亚、大新。中银香港与本土市场的经济发展深度绑定，地区发展机遇是其未来发展最为核心的 beta。作为中国香港本土市场的主要银行，底蕴极为深厚，具备极大的市场影响力与品牌优势，叠加中资背景，有望在全球产业链布局重塑趋势中把握发展机遇，打造国际财资中心，获得穿越周期的成长能力。

表 3: 中银香港在中国香港地区具备极高的市场占有率

银行	贷款余额（亿港元）	贷款市场占有率	银行	存款余额（亿港元）	存款市场占有率
汇丰	21,535	28.3%	汇丰	42,612	27.2%
中银香港	12,510	16.5%	中银香港	24,635	15.7%
渣打	6,604	8.7%	渣打	12,612	8.0%
东亚	2,522	3.3%	东亚	6,527	4.2%
大新	1,038	1.4%	大新	2,081	1.3%

资料来源：公司财报，中信建投证券

中国银行作为目前国内银行业中海外布局最为广阔的银行，是央企“走出去”的首选，母行大力支持下，中银香港优势显著。一方面，在国内供给大于需求、全球产业布局持续重塑的背景下，中国企业“走出去”，从红海走向蓝海市场已成为行业发展的大势所趋。另一方面，伴随着国际政治形势的持续变化、全球贸易网络的日趋复杂化，中国企业在“走出去”的过程中不可避免地将遭遇一定政治风险，政治风险一是来自于关税的提升，二则是来自于海外资金的监管风险，在此基础上，以中国银行为代表的、具备广阔海外网点布局的大行将成为国央企“走出去”的首选合作银行。中银香港是中国银行海外布局的重要一环，主要覆盖香港、东南亚两大地区，目前出海企业跨国扩张过程中，往往会选择东南亚作为主要的建厂目的地，在东南亚地区建厂、制造、销售，但其资金往往留存于香港的资金账户。故而对于中银香港，在母行的大力支持下，既可以在东南亚地区为走出去企业提供贷款、存款等各类服务，也可以在中国香港地区打造财资中心，获得非息收入与低成本的留存资金，形成良性循环。

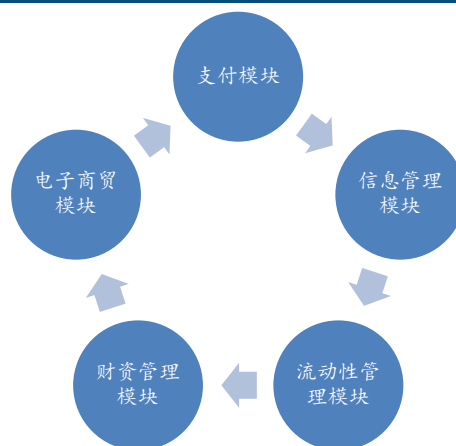
在跨境业务需求逐步扩张的背景下，当前中银香港已初步完成交易银行业务布局，并不断推进国际化财资中心建设。交易银行业务方面，中银香港业务布局已初见成效，目前能够提供支付、收款、信息管理、流动性管理、财资、环球贸易、供应链管理等主要服务。推出环球交易银行平台 iGTB，涵盖支付、信息管理、流动性管理、财资管理、电子商贸等主要模块。此外，不断推动环球交易银行平台 iGTB 的区域化发展，实现 iGTB 平台香港及东南亚区域 9 种主要语言全覆盖，并成功将该平台拓展至泰国、马来西亚、越南、菲律宾等 8 个东南亚国家，支持处理 54 种货币支付指示，包括 17 种主流货币及 37 种小货币汇款，国际化程度日益提升；财资中心建设方面，依托人民币业务上的天然禀赋，不断加强人民币产品创新和推广，积极培育离岸人民币市场。持续助力企业客户的境外司库建设，2024 年上半年企业资金池数目上升 21%，企业及机构托管资产总值上升 44%。在深度服务香港本土客户的基础上，强化对海外客户的服务力度，充分满足不同客群的多样化需求，包括协助东南亚机构聚焦目标客群的跨境贸易及投资所设计的外汇兑换、风险对冲等需求，提升产品服务能力。

图 7: 中银香港环球交易银行平台 iGBT



数据来源: 公司官网, 中信建投证券

图 8: iGBT 平台主要模块

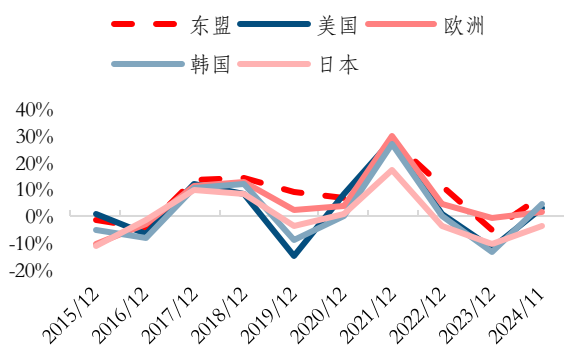


数据来源: 公司官网, 中信建投证券

3.2 东南亚业务: 中企出海主要目的地, 未来重要增长点

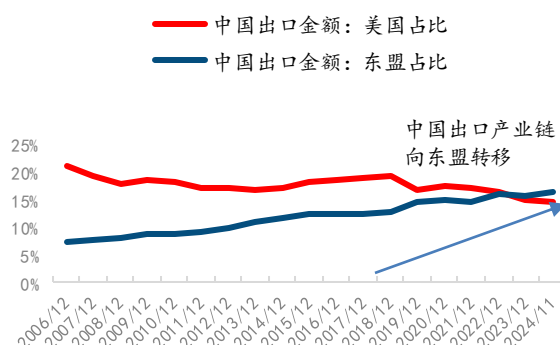
东盟是亚洲第三大经济体以及世界第六大经济体, 经济增速近年来处于较高水平, 是中企出海最主要的目的地, 也是未来中银香港业务扩张的重点。自 2016 年东盟五国实际 GDP 增速回升至 4.8% 之后, 东盟经济增速显著高于全世界及发达经济体增长水平, 2023 年, 东盟五国实际 GDP 增速为 7.6%, 高于全世界 1.9%、发达经济体 1.5% 的增速水平。今年上半年, 东盟延续上涨趋势, 六国实际 GDP 同比增长 4.6%, 仍高于发达经济体的增速水平。东盟经济的快速发展与中国“一带一路”战略的开展、RCEP 签署息息相关, 伴随着中国企业走出去的步伐不断加快, 东盟与中国经济的互相绑定、联系日益密切, 2017 年后中国对东盟进出口总额增速基本高于其他全球主要经济体, 2024 年前 11 月中国对东盟进出口总额累计同比增长 7.2%, 显著高于美国 2.9%、欧洲 1.3%、韩国 4.9%、日本 -3.5% 的增速水平。此外, 伴随着全球产业链的逐步转移, 东南亚地区正成为中国企业出海的重要中转站, 贸易链由过去的“中国——美国”向“中国——东盟——美国”演变, 是中资企业海外投资设厂的首选。

图 9: 东盟与中国进出口金额同比增速在其他主要经济体中位居前列, 24 年前 11 月显著高于其他经济体



数据来源: Wind, 中信建投证券

图 10: 中国出口额占比: 美国 vs 东盟



数据来源: Wind, 中信建投证券

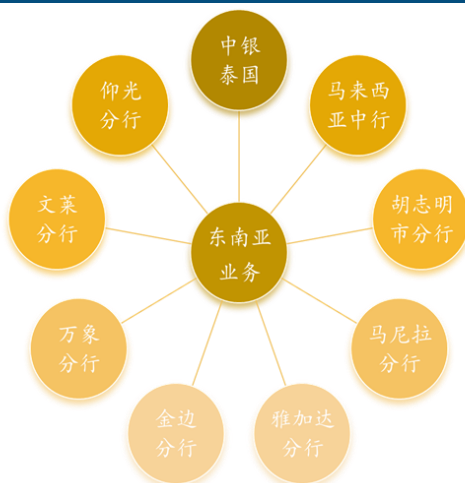
中银香港东南亚业务的开展始于 2015 年。中银香港创设之初，港外地区的经营重点是中国大陆，通过集友、南商两家银行在中国大陆开展业务。2015-2016 年，由于中国内地业务开展不及预期，中银香港将南商出售给了信达，将集友出售给了厦门国际，并逐步开始收购母行在东南亚的分支机构。于 2016 年 6 月 30 日正式签署中银泰国及中银马来西亚的收购协议，开启中银香港的崭新征程。当前中银香港在东南亚地区合计拥有中银泰国、中银马来西亚、胡志明分行、马尼拉分行、雅加达分行、金边分行、万象分行、文莱分行及仰光分行等九家机构，东南亚业务搭建初显成效。

表 4: 中银香港东南亚业务拓展时间一览

日期	东南亚业务扩展
2018/12/28	收购老挝中银万象分行拥有权益
2018/12/04	与中国银行就转让中银万象分行签订协议
2017/12/29	收购菲律宾业务及越南业务
2017/11/06	与中国银行就转让越南业务及菲律宾业务签订协议
2017/11/03	收购柬埔寨业务
2017/07/06	收购印度尼西亚业务
2017/02/28	与中国银行就收购印度尼西亚业务及柬埔寨业务签订收购协议
2017/01/29	收购中银泰国股权
2016/10/17	收购马来西亚中国银行股权
2016/06/30	与中国银行就收购中银泰国及中银马来西亚签订收购协议

资料来源：公司财报，中信建投证券

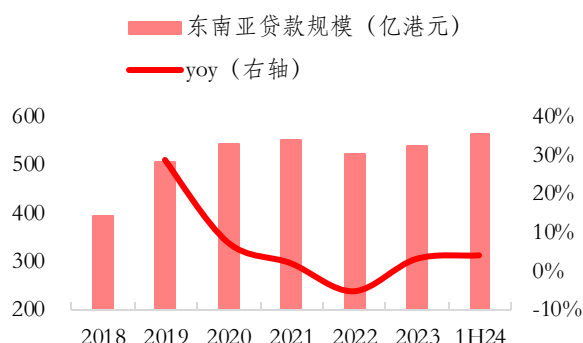
图 11: 中银香港各家分行一览



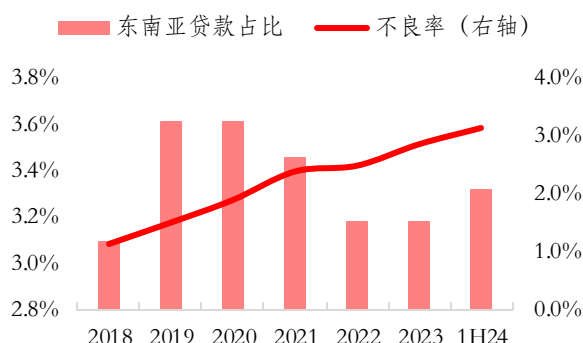
数据来源：公司财报，中信建投证券

中银香港东南亚业务已取得不俗的成绩。截至 1H24，中银香港东南亚业务贷款规模达 565 亿港元，其中 2019 年同比增速为 28.5%，疫情后一方面为控制风险，另一方面则是在加息周期中需求的相对减弱，增速小幅下行，1H24 同比增长 4.1%，在不考虑汇率影响下，较年初增长 8.6%。当前，中银香港东南亚业务贷款占比已稳步上升至 3.3%，主要服务国内走出去的中资企业以及当地的留学生，以公司、跨境为主，客群还需进一步挖掘。资产质量方面，东南亚业务不良率近年来有所上升，由 2020 年的 1.90% 上升至 1H24 的 3.14%，不良率

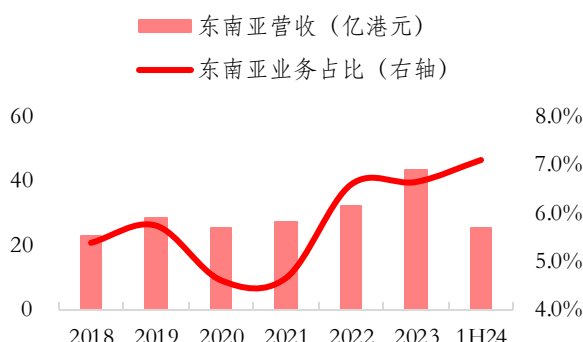
的上升一方面是由于疫情后海外风险的如期暴露，另一方面则与中国内地房地产的风险外溢相关，即出险房企东南亚地区投资项目暴雷后所产生的风险，但伴随着相关负面影响的逐步消除，预计该部分资产质量暴露情况将稳步化解，不良率或有所回落。存款业务方面，1H24 中银香港东南亚地区存款同比增长 12.4% 至 847 亿港元，在不考虑汇率影响下较年初增长 17.4%，增速处于较高水平。

图 12: 疫情后东南亚贷款规模增速明显放缓


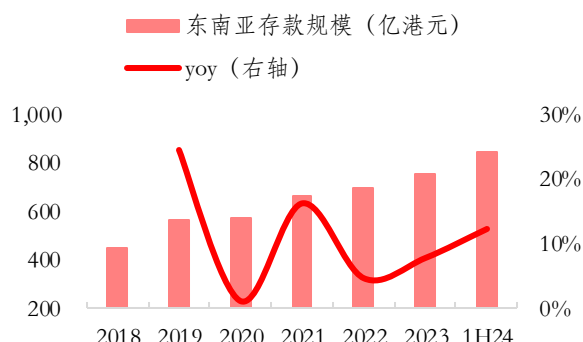
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 13: 1H24 东南亚贷款占比为 3.3%


数据来源：公司财报，中信建投证券

图 14: 1H24 东南亚业务营收占整体营收比重为 7.1%


数据来源：公司财报，中信建投证券

图 15: 2018-1H24 东南亚存款规模 CAGR 为 12.0%


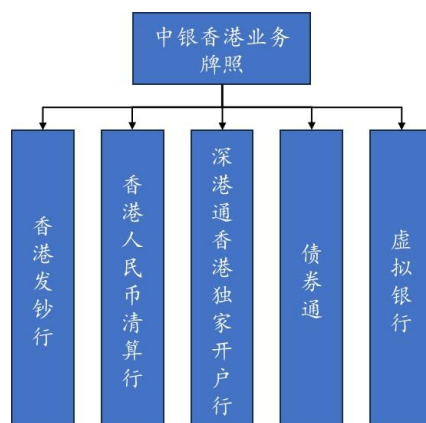
数据来源：公司财报，中信建投证券

相较于其他地区业务，东南亚业务盈利能力较强，是其未来发展的重要增长极。1H24 中银香港东南亚业务营收同比增长 24.1% 至 25.08 亿港元，不考虑汇率波动后同比增速达 30.8%，占全行比重稳步上行至 7.10%，相较于 3.3% 的贷款占比处于较高水平。相较于东南亚地区的其他本土银行或国际大行，中银香港在东盟地区经营时间短，市场影响力、品牌效应并不具备显著优势。因此，我们认为，中银香港的东南亚业务重点还是在跟随中国企业出海的过程中，服务在当地投资设厂的中资企业。与当地的企业相比，能够出海的中资企业往往具备更强的还款能力，信用风险相对更低，风险定价性价比更为突出，将利好中银香港全集团盈利能力的上升，是未来发展的重要增长极。

四、牌照齐全，背靠集团优势，把握跨境理财机遇

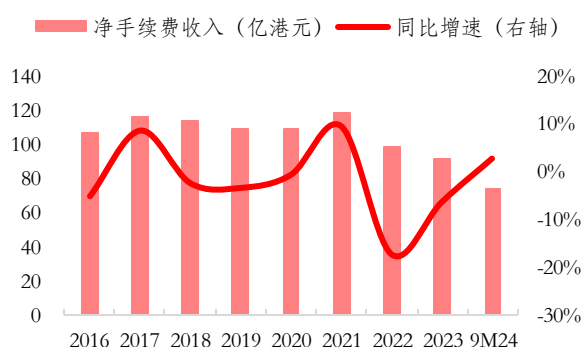
中银香港牌照齐全，背靠集团优势，能够为客户提供综合化金融服务。中银香港禀赋突出，在本地市场具备较大的资源优势。牌照方面，中银香港是中国香港的三家发钞行之一，此外也是中国香港人民币业务的唯一清算行。同时，背靠集团支持，中银香港在人民币业务、产品设计等方面都具备着天然优势。24年前三季度，中银香港净手续费收入自2022年以来增速首次回正，同比增长2.7%至74.2亿港元。从结构上看，贷款佣金、投资及保险业务、非信贷类传统业务分别占中银香港整体手续费收入的21%、25%、54%。其中，贷款佣金与信贷需求的增长强相关，投资及保险业务与资本市场的景气程度相关联，在非信贷类传统业务中，信用卡、货币买卖业务与香港地区旅游业、消费具备极高的相关性。

图 16: 中银香港业务牌照齐全



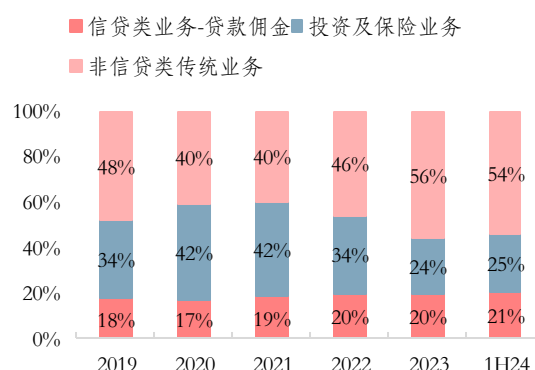
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 17: 中银香港 9M24 净手续费收入同比增长 2.7%，较 2023 年有所改善



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 18: 1H24 贷款佣金占比保持在 50% 的相对高位



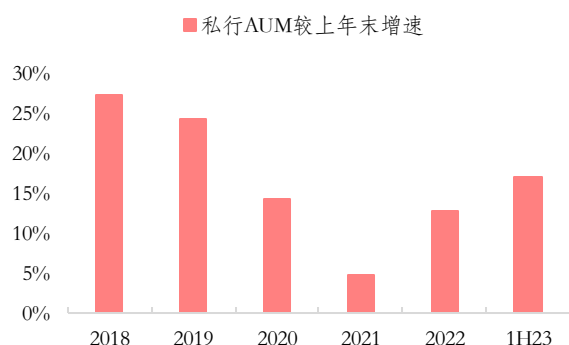
数据来源：公司财报，中信建投证券

经营策略上，中银香港聚焦高净值、年轻客群，在本地市场具备极大的影响力。中银香港零售客群底蕴深厚，全港共计 700 余万人口，零售客户数高达 400 余万，客户覆盖率极高。财富管理业务方面，近年来持续拓展高端客层品牌，强化高端专属产品和服务配套，推出“Segment of One”个性化客户体验，运用大数据及

人工智能，深入分析客户日常理财行为及习惯，转化为专属个人提示，并推出“私人财富”一对一按揭顾问咨询服务，满足高端客户投资理财和财富管理需要，高端客户基础进一步扩大，2018年至2023年，中银香港私行 AUM 除 2021-2022 年受疫情冲击影响有所下行外，基本能够实现两位数以上的增速水平。同时，中银理财正致力于打造全新年轻品牌，推出“理财 TrendyToo”，从“轻便 Banking+”、“轻而易举 Spending+”、“轻易起步 Investing+”以及“轻型 Living+”四大维度出发，紧贴年轻客户的自主理财需要及生活态度，提供多元化的 7×24 小时体验及简单易明的“轻理财”知识，协助年轻客户实现理财目标。2024 年上半年，年轻客群开户量同比增长超 50%，具备极大的业务挖掘潜力，或成为未来中银香港财富管理业务的重要增长极。

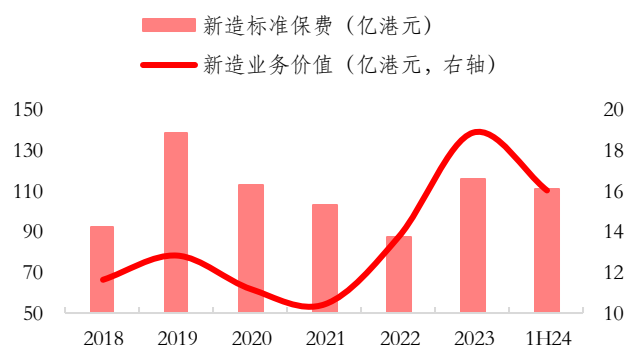
中银人寿是中银香港开展保险业务的重要窗口，近年来业绩稳步增长。1H24 中银人寿新造业务价值同比增长 52.4%至 16.0 亿港元，实现新造标准保费 111 亿港元，同比增长 78.8%，保持极高的增速水平，预计与跨境理财需求增长相关。而在人民币业务方面，中银人寿作为中银香港与中银集团的合资子公司，在人民币保险业务上具备天然优势，24 年一季度，中银人寿人民币新造标准保费市场占有率达 18.6%，位居市场第二，人民币保险业务市占率达 51.2%，持续稳占市场首位。在持续巩固银行渠道保险业务优势的同时，中银人寿积极拓展经纪渠道合作伙伴，首季经纪渠道新造标准保费同比增长约 400%。

图 19: 1H23 中银香港私行 AUM 较年初增长 17.1%，2023 年实现两位数增长



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 20: 1H24 中银人寿实现新造业务价值 16.0 亿港元，同比增长 52.4%



数据来源：公司财报，中信建投证券

把握跨境理财发展新机遇，财富管理增长潜力大。伴随着中国内地市场逐步进入低利率时代，中国内地的高净值客户对于跨境理财的需求日益提高。以汇丰、渣打三季度的财富管理业务为例，依托自身强大的资产管理能力、全球化经营体系，充分把握了跨境理财需求增长的机遇，3Q24 财富管理业务收入分别同比增长 35%、32%。香港作为中国对外交流的重要窗口，是中国内地高净值客户践行跨境理财的重要一站，在此背景下，中银香港有望充分把握这一历史机遇，财富管理业务具备较大的增长空间。中银香港近年来针对这一重要趋势，推出中银跨境理财通 2.0 服务，1H24 南北双向整体客户数较年初增长 50%，南北双向资金汇划量实现倍增，领先市场。同时积极推进人民币国际化和金融互联互通，股票通、债券通、互换通业务保持市场前列，互换通业务规模逐步提升。

图 21: 受益于跨境理财、全球化配置需求的不断增长, 渣打集团、汇丰控股财富管理业务三季度均实现较高增速

【渣打集团】							
(百万美元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	环比	同比
财富方案业务 (Wealth Solutions)	526	412	616	618	694	12%	32%
投资产品 (Investment Products)	364	298	424	444	507	14%	39%
银行保险 (Bancassurance)	162	114	192	174	187	7%	15%
【汇丰控股】							
(百万美元)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	环比	同比
财富管理收入	1,882	1,689	2,195	2,161	2,360	9%	25%
NII	401	385	401	402	401	0%	0%
Non-NII	1,481	1,304	1,794	1,759	1,959	11%	32%
Investment distribution	654	540	701	707	743	5%	14%
Global Private Banking	282	260	377	359	372	4%	32%
Life insurance	224	177	385	367	482	31%	115%
Asset management	321	327	331	326	362	11%	13%

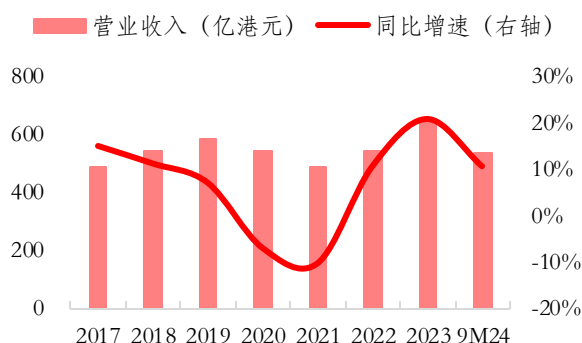
数据来源: 公司财报, 中信建投证券

五、基本面分析

5.1 盈利能力：净利息收入为主要来源，营收、利润增长领先同业

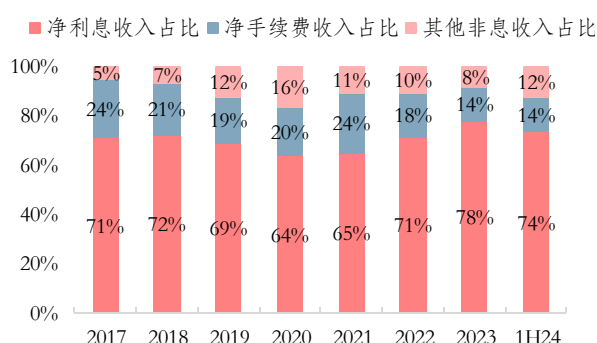
净利息收入为主要来源，营收结构与 A 股银行类似。2022 年以来，中银香港充分受益于美联储的加息周期，营收增速较 2020、2021 年实现显著修复，2022-2023 年分别实现营收 542.2、655.0 亿港元，分别同比增长 10.7%、20.8%。今年前三季度，由于存款成本持续上升下，净息差红利的逐步减弱，中银香港净利息收入增速有所放缓，但中银香港依然实现营收 538.2 亿港元，同比增长 10.7%，保持在较高水平。营收结构方面，与 A 股上市银行类似，净利息收入除 2020、2021 年受疫情、美联储降息等因素影响外，占比基本能够维持在 70% 左右水平，而 1H24 中收、其他非息收入占比分别为 14%、12%，贡献相对较少。

图 22: 1H24 中银香港营收延续了 22 年、23 年的出色表现，同比增长 14.6%



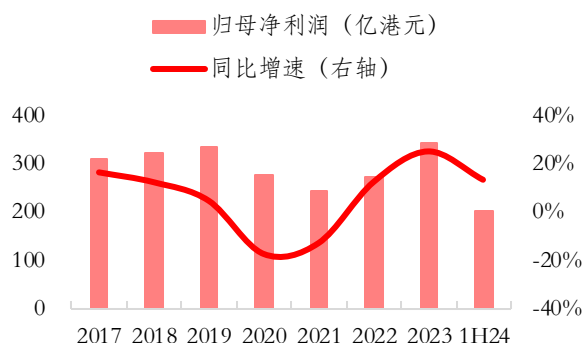
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 23: 中银香港营收结构与 A 股上市银行类似，净利息收入是其营收的主要来源

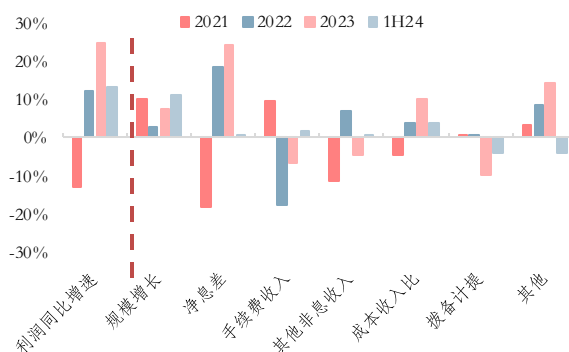


数据来源：公司财报，中信建投证券

业绩方面，1H24 中银香港实现归母净利润 200 亿港元，同比增长 13.3%，增速小幅回落，但依然维持在两位数以上的增速水平。业绩归因来看，规模增长、成本压降是其当前最主要的利润贡献项，分别正向贡献了 11.0%、1.0% 的利润，而拨备多提作为最大的业绩拖累项，对利润产生了 3.9% 的负面影响。此外，值得注意的是，伴随着上半年存款成本压力的不断上升，中银香港净息差对其利润的支撑作用已下降至 0.96%，同时考虑到美联储降息方案的正式落地，预计净息差对于利润的贡献将继续减弱。而在持续的高息环境下，客户还款能力与高贷款利息的错配是目前中银香港资产质量相对恶化的一大主要原因，在联邦基金利率持续调降的背景下，Hibor 的下调、经济活力的回升将利好中银香港资产质量的改善，减值计提压力的持续减少将继续支撑其利润实现稳健增长。

图 24: 1H24 中银香港归母净利润同比增长 13.3%，维持在两位数以上的较高增速


数据来源：公司财报，中信建投证券

图 25: 业绩归因来看，规模增长是中银香港业绩最为主要的贡献项


数据来源：公司财报，中信建投证券

与香港的其他银行相比，中银香港营收、利润增速均处于同业前列。2021-2023 年，中银香港营收、归母净利润 CAGR 分别为 16%、18%，与香港其他本土银行相比，其营收 CAGR 仅低于东亚银行，而利润 CAGR 则仅次于汇丰与渣打。展望未来，伴随着美联储降息方案的正式落地，预计中银香港净息差将有所承压，但受益于联邦基金利率的下调，信贷需求的改善将利好其规模继续实现接近两位数的增长，“以量补价”下营收增速将继续保持稳定。此外在客户还款压力的持续改善下，中银香港不良生成趋势有望放缓，有望支撑其归母净利润实现稳健增长。

图 26: 中银香港营收、利润增速位居同业前列

营收 (百万港元)	2020	2021	2022	2023	1H24	2023同比	1H24同比
汇丰控股	491,977	498,732	394,836	515,252	290,878	30.5%	1.1%
中银香港	54,474	48,982	54,215	65,498	35,336	20.8%	14.6%
渣打集团	115,167	114,761	122,944	135,548	77,672	10.3%	11.3%
恒生银行	36,068	33,182	34,399	40,822	20,431	18.7%	2.5%
东亚银行	8,347	6,962	8,730	11,314	5,671	29.6%	-0.3%
大新银行	1,769	1,990	3,007	2,016	1,148	-33.0%	14.7%

归母净利润 (百万港元)	2020	2021	2022	2023	1H24	2023同比	1H24同比
汇丰控股	40,786	108,553	121,360	183,557	133,474	51.3%	-2.3%
中银香港	27,863	24,348	27,330	34,115	20,040	24.8%	17.9%
渣打集团	5,647	18,057	22,994	27,058	18,548	17.7%	-0.4%
恒生银行	16,687	13,960	11,286	17,848	9,893	58.1%	0.7%
东亚银行	3,614	5,270	4,359	4,118	2,111	-5.5%	-19.9%
大新银行	1,493	1,658	1,609	1,860	1,396	15.6%	25.6%

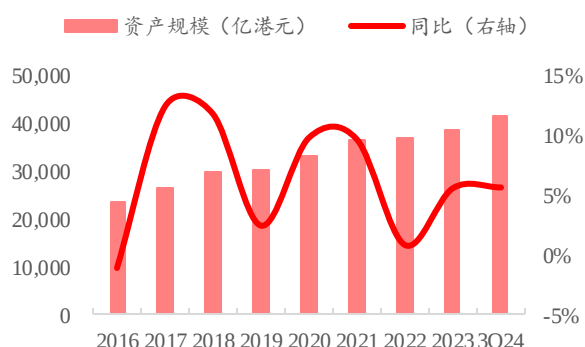
数据来源：公司财报，中信建投证券

5.2 规模：资负两端重回稳健扩张趋势，地产相关行业为主要投向

5.2.1 资产端：贷款增速见底，期待降息方案推动下需求好转

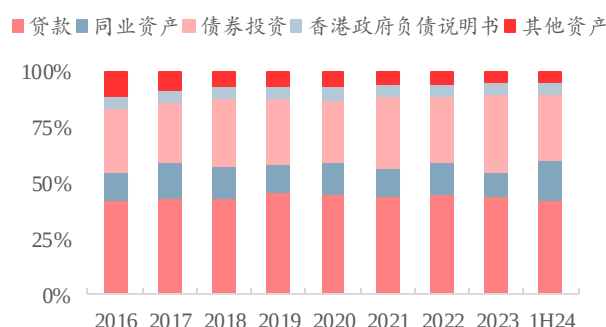
中银香港长期深耕香港本土市场，近年来信贷需求有所承压，同业资产为上半年主要增量。2022年，由于美联储快速加息后Hibor的跟随上调，香港市场信贷需求遭到压制，资产同比增速由2021年的9.59%下降至0.74%。而伴随着联邦基金利率上调节奏的逐步趋缓，以及同业资产、债券投资规模的支撑，2023年、3Q24增速已恢复至5%以上的水平。期待降息持续推进下，信贷增速的恢复。资产结构上，贷款、债券投资是最为主要的组成部分，其中1H24贷款、债券投资占比分别为43%、29%，而同业资产占比为17%，是资产另一大主要来源。

图 27: 1H24 资产规模同比增长 5.6%



数据来源：公司财报，中信建投证券

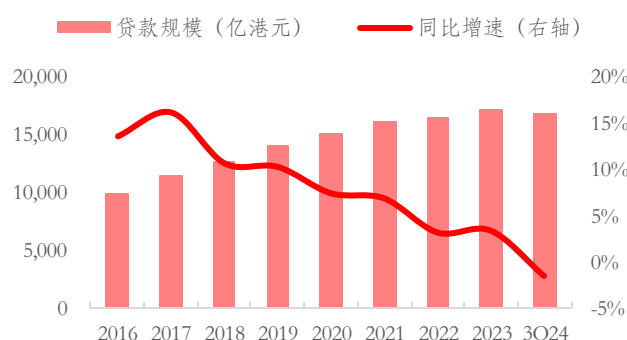
图 28: 贷款、债券投资为资产端最为主要的组成部分



数据来源：公司财报，中信建投证券

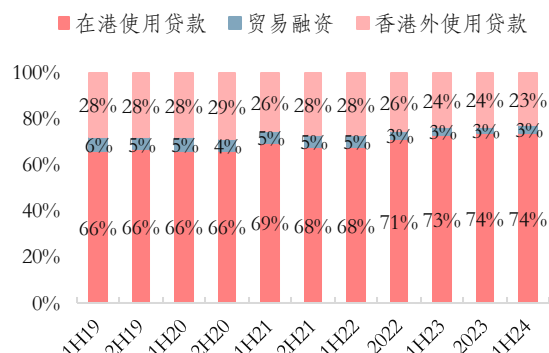
信贷投放上，近年来受高息环境、疫情冲击等因素影响，2020年以来香港贷款增速逐年下行。3Q24同比减少1.6%，目前处于历史低位，增速的持续下行与香港房市相对疲弱的表现以及高利息环境下需求偏弱相关。预计受益于联邦基金利率持续下调、香港地产政策的发力见效，香港信贷需求将得到有效修复，推动中银香港贷款规模实现稳健增长。地区结构上，中银香港信贷资源主要投向本土市场，1H24占比为74%，而贸易融资占比3%，港外使用贷款占比为23%。其中，在港外信贷投放中，粤港澳大湾区、东南亚地区是当前中银香港的业务重点，也是其未来发展的重要增长极。

图 29: 3Q24 贷款规模同比减少 1.6%，目前处于历史低位



数据来源：公司财报，中信建投证券

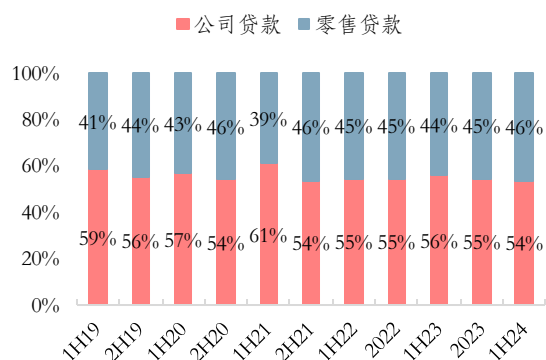
图 30: 1H24 在港使用贷款占比为 74%



数据来源：公司财报，中信建投证券

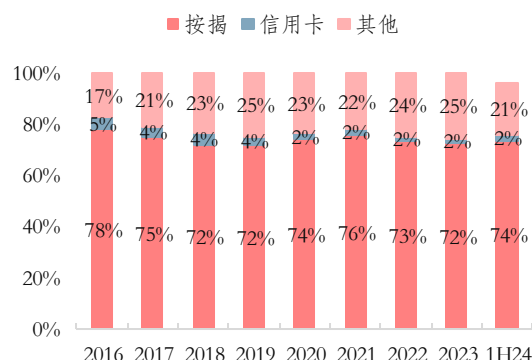
行业结构上，中银香港投放相对均衡，公司贷款、零售贷款占比基本持平。具体来看，香港地区房地产业极为发达，故而在投放上以房地产业贷款为主。零售投放上，按揭贷款为主要来看，占比超 70%，而信用卡、其他贷款 1H24 占比分别为 2%、21%；对公投放上，物业发展、物业投资是中银香港最为主要的投放领域，前者类似于中国内地的经营性物业贷，而后者则对标开发贷。此外，1H24 制造业贷款、运输及运输设备占比分别为 9%、8%，也是中银香港对公投放的重要方向。

图 31: 中银香港投放结构相对均衡，公司贷款、零售贷款基本持平



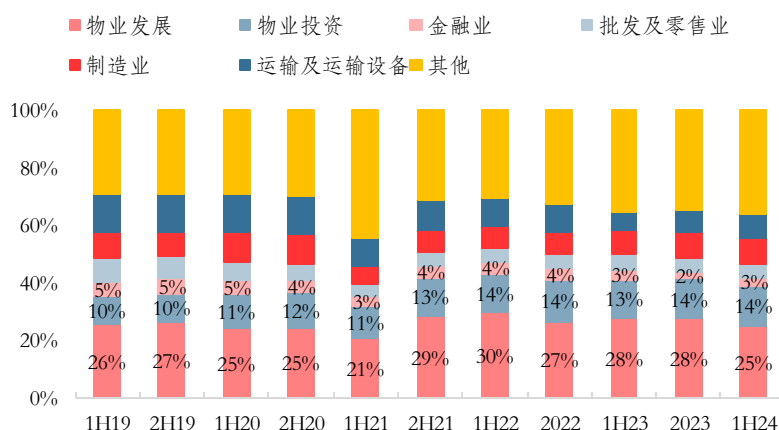
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 32: 零售投放上，按揭贷款占比最高，1H24 为 74%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 33: 对公投放上，物业发展、物业投资 1H24 占比分别为 25%、14%高于其他类型贷款



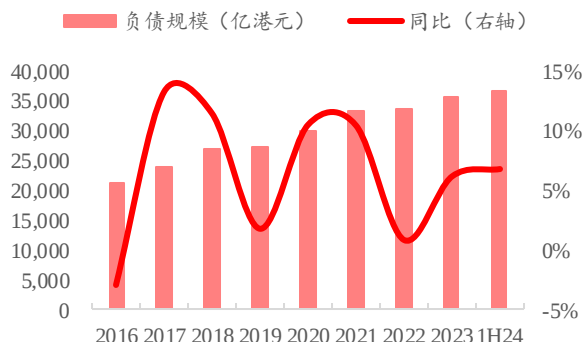
数据来源：公司财报，中信建投证券

展望未来，伴随着美联储降息周期的正式开启，联邦基金终端利率正向 3% 的合理目标稳步过渡。对于海外银行，3% 的终端利率水平是较为舒服的利率环境。在这种利率水平下，企业有充足的借款需求和经营活力，同时存款成本压降后银行也有一定盈利空间，双方供求意愿达到均衡，从而推动信贷规模持续上行。我们认为，中银香港在利率下行周期中，其规模增速将实现显著修复，实现“以量补价”的信贷投放。

5.2.2 负债端：存款定期化趋势还在延续

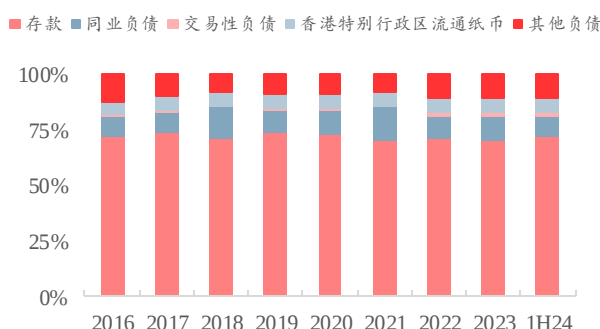
整体来看，中银香港负债规模变化趋势与资产规模基本同步。2022 年增速较 2021 年下降 9.5pct 至 0.9%，而 2023 年、1H24 增速已恢复至 6% 以上的水平。负债结构上，存款是其资金最为主要的来源，占比基本维持在 70% 以上，而同业负债接近 10%，香港特别行政区流通纸币占比约 5%。

图 34: 2023 年、1H24 负债规模增速已恢复至 6% 以上



数据来源：公司财报，中信建投证券

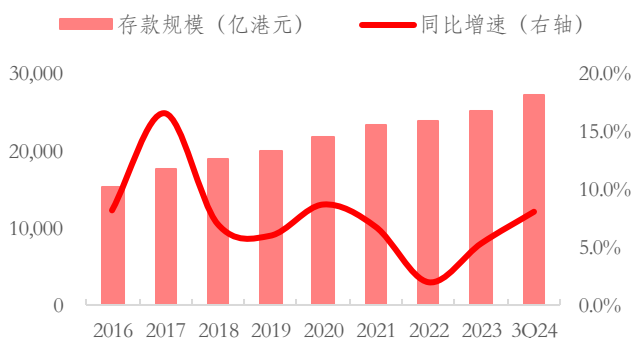
图 35: 中银香港存款占比维持在 70% 以上



数据来源：公司财报，中信建投证券

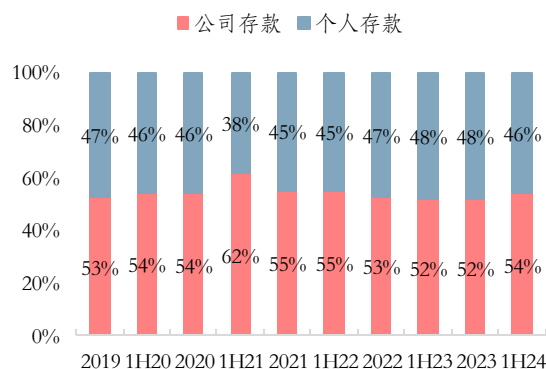
存款方面，3Q24 存款规模延续改善趋势，同比增长 8.1%，存款增速的改善预计与高利率环境下存款定期化趋势相关。存款结构方面，公司存款、个人存款占比相近，1H24 分别为 54%、46%。期限结构方面，中银香港低成本存款占比在 1H21 达到峰值，CASA 存款占比为 73%，但在 2021 年中之后，低成本存款占比受定期化趋势拖累，逐步下降，1H24 下降至 46%，为近年来的最低水平，但其低成本存款占比仍然优于同业水平。展望未来，伴随着两地股市表现的回暖，财富效应的外溢、利率的下行均将利好定期存款资金的外流，将推动中银香港资金活化度的进一步上升，为其净息差做出贡献。

图 36: 3Q24 存款规模同比增长 8.1%，延续了 2023 年的改善趋势



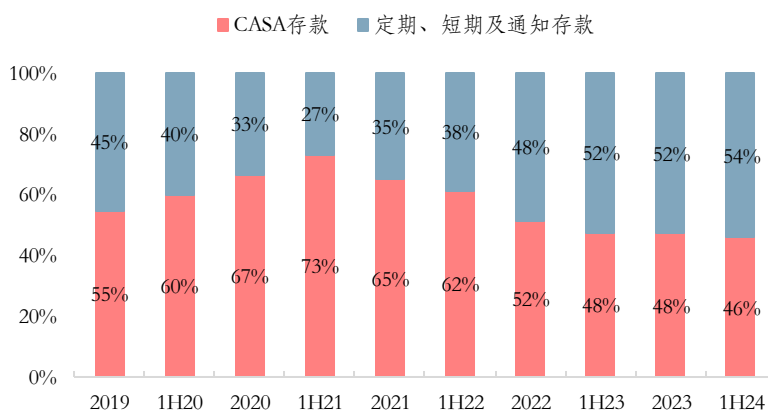
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 37: 公司存款、个人存款占比接近，1H24 分别为 54%、46%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 38: CASA 存款占比自 1H21 持续下行, 1H24 已下行至 46%

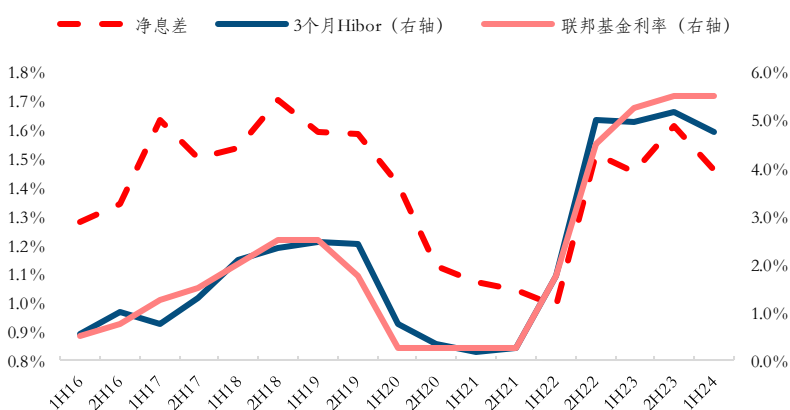


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

5.3 价格：息差走势与美元周期息息相关，预计未来降幅有限

净息差走势与美元周期息息相关，预计未来降幅相对有限。香港作为中国内地对外交往的重要窗口，具有独特的利率、汇率制度。因此，虽然香港市场利率（Hibor）的调整相较联邦基金利率较为滞后，但其整体趋势基本一致。而中银香港作为一家深耕香港当地的银行，其净息差走势与 Hibor 具备极强的相关性。今年上半年，伴随着高利率环境下存款成本的持续上行，中银香港 1H24 净息差环比 2H23 下降 15bps 至 1.46%。展望未来，虽然 Hibor 的跟随下调将对中银香港的资产定价产生较大的负面影响，但得益于对美联储降息的前瞻性布局、对冲工具的积极配置、美联储降息节奏的放缓，以及利率下调后存款成本压力的缓解，预计中银香港净息差降幅相对有限，将继续维持在合理区间。

图 39: 净息差：走势与美元周期具备极强的相关性

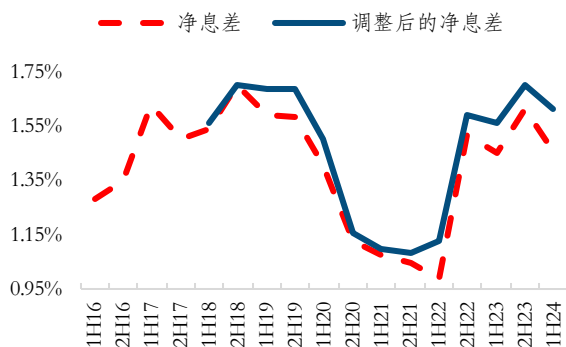


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

在披露传统意义上的账面净息差之外，中银香港针对调整后的净息差也进行了披露。在调整口径上，调整后的净息差计入了外汇掉期合约的资金收入或成本，相对于账面口径的净息差变化更为平滑，能够更好地反应其净息差的实际情况。9M24 调整后的净息差为 1.62%，同比持平，变动幅度明显更小。与香港地区的同业相

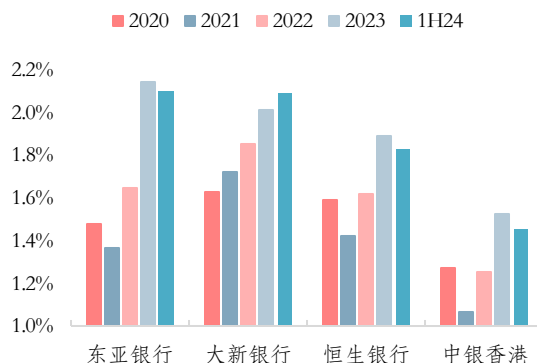
比，中银香港净息差并无绝对优势，其当前净息差的绝对水平低于东亚、大新、恒生。

图 40: 调整后的净息差趋势更为平滑



数据来源：公司财报，中信建投证券

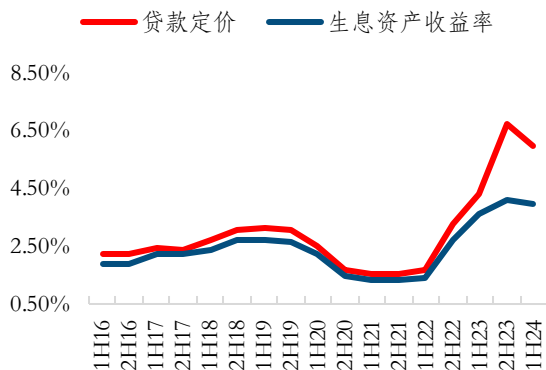
图 41: 中银香港净息差低于同业



数据来源：公司财报，中信建投证券

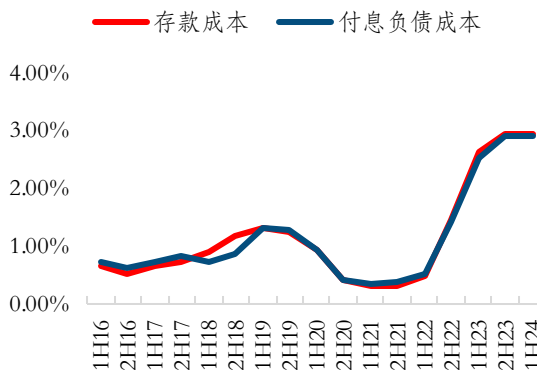
从资产负债两端的定价来看，自 1H22 之后，中银香港资产定价、负债成本均明显上行。1H23 之后，资产定价的上升趋势有所放缓，并于 1H24 环比下行。1H24 贷款定价、生息资产收益率分别环比 2H23 下降 74bps、14bps 至 5.95%、3.97%。而负债端，1H24 存款成本、付息负债成本分别环比 2H23 下降 2bps、上升 1bps 至 2.92%、2.91%，负债成本体现出较大的刚性。

图 42: 1H24 贷款定价、生息资产收益率环比 2H23 下降 74bps、14bps 至 5.95%、3.97%



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 43: 1H24 存款成本环比 2H23 下降 2bps 至 2.92%，付息负债成本环比 2H23 上升 1bp 至 2.91%



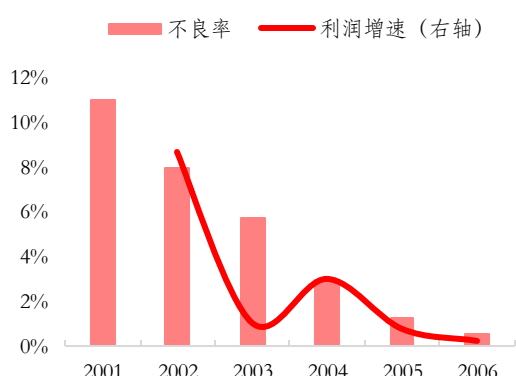
数据来源：公司财报，中信建投证券

5.4 资产质量：回顾历史，不良处置“快进快出”，风险暴露趋势逐步放缓

相较于其他的香港上市银行，中银香港资产质量扎实，不良率长期处于低位，为其利润的长期释放打下了坚实的基础。但实际上，中银香港的资产质量并非一直保持稳定，也会随着香港经济环境的变化产生波动，自 2001 年之后共经历了三轮较为典型的不良暴露周期，分别为 2001-2003 年，2007-2008 年以及疫情后，对于前两轮周期，中银香港能够快速出清问题资产，推动利润增速快速回升，而在当前经历的不良暴露周期中，不良风险暴露基本见顶，资产减值损失计提压力明显改善，将为美元加息周期结束后的利润释放提供条件。

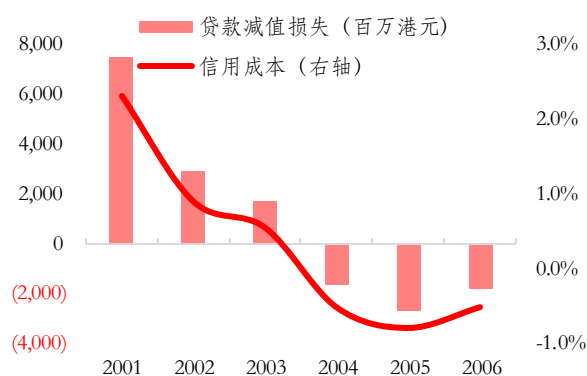
2001-2003 年：在中银香港合并创设之初，受亚洲经济危机影响，不良率处于绝对高位。2001 中银香港不良率为 10.99%，贷款减值损失高达 74.12 亿元，对利润造成了极大的拖累。2002 年，通过加大对不良贷款的处置力度，中银香港资产质量显著改善，不良率同比下降 3pct 至 7.99%，贷款减值损失同比减少至 28.55 亿港元，信用成本则同比下降 1.41pct 至 0.89%，资产质量显著改善下，中银香港 2002 年归母净利润同比高增 145%。2004-2006 年，通过对存量不良的持续化解，增量不良的有效控制，截至 2006 年，中银香港不良贷款率持续下降至 0.57%，绝对值处于极低的水平。同时，2004-2006 这三年间，中银香港贷款减值准备均处于净回拨的状态，三年分别回拨 16.28、26.45、17.90 亿港元，带动归母净利润分别同比增长 50%、13%、4%。

图 44: 中银香港创立初期不良率高达 10.99%，2002 年明显改善下，利润增速得以释放



数据来源：公司财报，中信建投证券

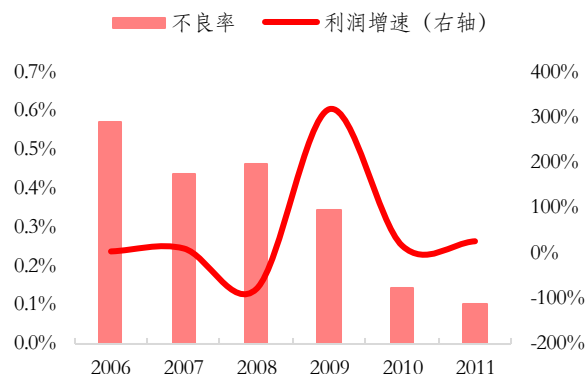
图 45: 2004 年后中银香港贷款减值压力大幅缓解，信贷减值损失实现净拨回



数据来源：公司财报，中信建投证券

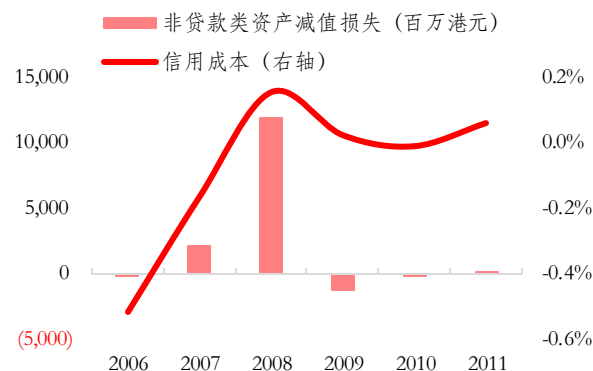
2007-2008 年：金融危机引发的第二轮资产质量恶化，但恶化主要来源为住房按揭抵押债券。2008 年，受次贷危机影响，中银香港利润同比减少 78%，资产减值损失同比大幅增长至 125.73 亿港元，但资产减值损失的主要来源并非金融危机下贷款质量的恶化，其 2008 年不良率仅同比微升 2bps 至 0.46%，依然处于极低的水平，住房按揭抵押债券的质量急剧恶化才是中银香港资产减值损失大幅增加的主要原因。截至 2007 年末，中银香港合计持有美国 non-agency 住房抵押债券 396.99 亿港元，2007、2008 年各计提相关资产减值损失 21.33、82.53 亿港元，对中银香港利润增速造成了极大的冲击，针对这一情况，中银香港迅速采取措施，2009 年相关资产规模已压降至 37.84 亿港元，净拨回相关资产减值准备 11.86 亿元，资产减值计提压力大幅缓解，利润增速回升至 317%。其中值得我们关注的是，2007-2008 年中银香港的信用成本分别为 -0.17%、0.15%，除 2008 年下半年贷款违约风险有所抬头外其余阶段依旧保持稳定，彰显出自身在信贷方面极强的风险控制能力。

图 46: 2007-2008 年中银香港不良率基本保持稳定



数据来源：公司财报，中信建投证券

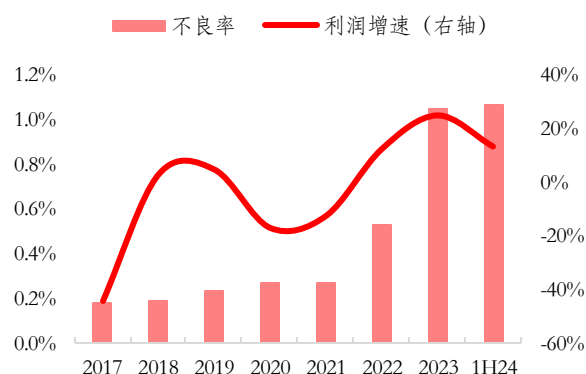
图 47: 2007-2008 年资产减值计提压力主要来源于美国 non-agency 住房按揭抵押债券



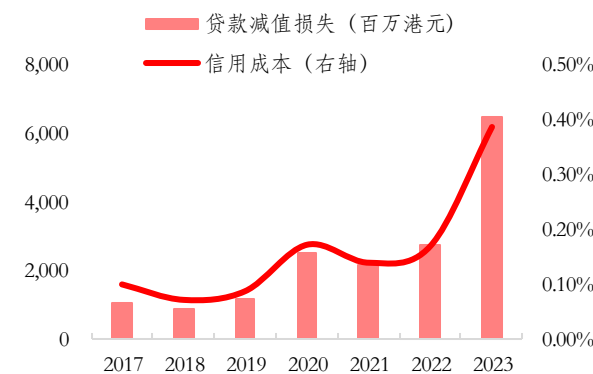
数据来源：公司财报，中信建投证券

2021 至今：疫情冲击叠加内地地产贷款质量恶化。本轮不良暴露可分为两个阶段，第一个阶段为 2021-1H22，不良生成的主要来源为受疫情冲击影响的相关行业贷款。但该部分贷款客户主要以大型企业为主，根据 1H22 中银香港业绩演示图表，包括贸易、零售、航空、旅游（含酒店业）、餐饮、娱乐等行业的贷款企业中，大型企业占比为 84.5%，中小型企业占比仅为 15.5%，该部分贷款截至 1H22 合计占总贷款比重为 8.59%，敞口不大，对中银香港贷款质量冲击相对可控。从不良及关注率来看，截至 1H22 上述行业贷款不良率、关注率分别为 0.82%、2.04%，整体也处于相对较低的水平，整体风险安全可控。

图 48: 2021-2023 年中银香港不良率明显抬头，1H24 上行趋势放缓 图 49: 2022-2023 年贷款减值计提压力明显上升

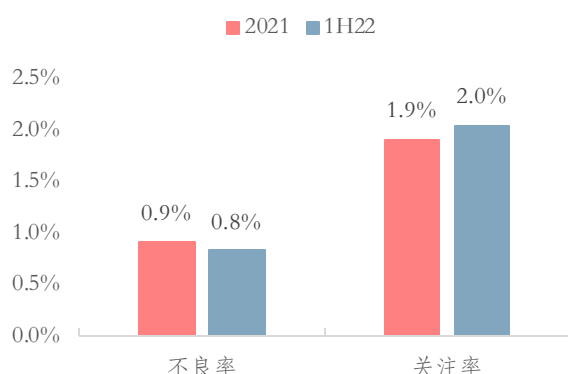


数据来源：公司财报，中信建投证券



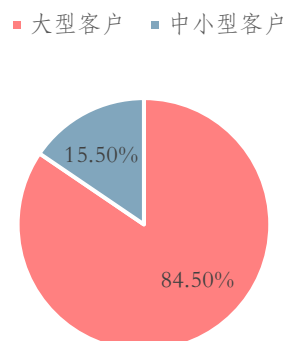
数据来源：公司财报，中信建投证券

图 50: 受疫情影响行业贷款不良率及关注率



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

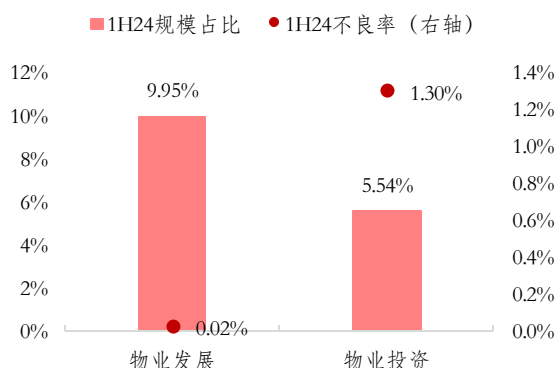
图 51: 受疫情影响行业贷款大型客户占比 84.5%



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

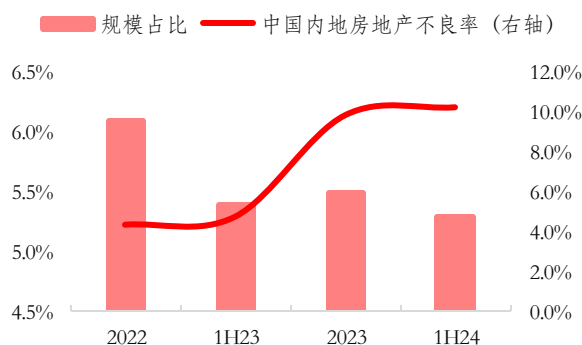
但当前对中银香港影响更大、市场关注更多的则是地产相关风险。首先是香港本土的地产相关业务, 截至 1H24, 中银香港本土物业发展、物业投资占贷款比重分别为 11.41%、5.42%, 不良率分别为 0.55%、0.90%, 不包含内房的香港房地产贷款总额为 2620 亿港元, 较上年末减少 4.7%, 不良率仅为 0.16%。客户多为香港本地大型蓝筹企业, 且接近 60% 为物业发展类贷款 (可类比为物业经营贷), 资产质量极为良好; 当前不良暴露的主要来源是中国内地房地产, 截至 1H24 相关业务规模占比交 2022 年的 6.1% 下降至 5.3%, 不良率则较 2022 年的 4.4% 上升至 10.3%, 风险预计还在暴露阶段。其中, 客户主要以业务为粤港澳大湾区及中国内地一二线沿海城市的全国性布局龙头企业为主, 国有企业贷款占比 82%, 客户质量相对价高, 风险进一步的暴露压力相对较弱。区域头向上, 投向中国内地使用贷款占比 47%, 投向香港使用贷款占比 51%。展望后续, 对于香港本土的地产风险, 我们预计在香港政府“撤辣”等政策的有力托底下, 香港本土地产风险将维持安全可控的状态; 而对于内房业务, 预计相关风险还处于暴露阶段, 但得益于政策端的支持、中银香港对于相关风险不断加大处置力度, 内房风险的暴露压力将得到进一步缓解。

图 52: 香港本地的物业发展及物业投资贷款不良率处于较低水平



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 53: 中国内地房地产的风险暴露是当前中银香港最为主要的风险点

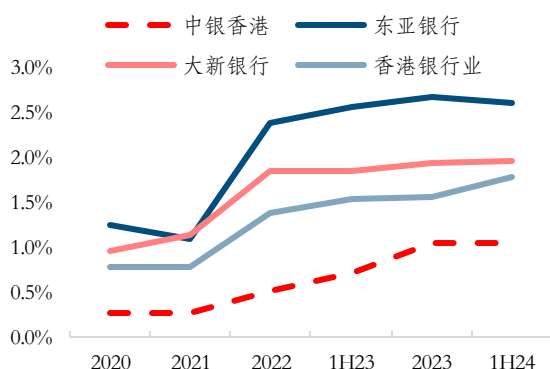


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

不良率等资产质量指标方面, 自 2020 年开始, 中银香港在疫情、内地房地产暴雷、高利率环境等多因素

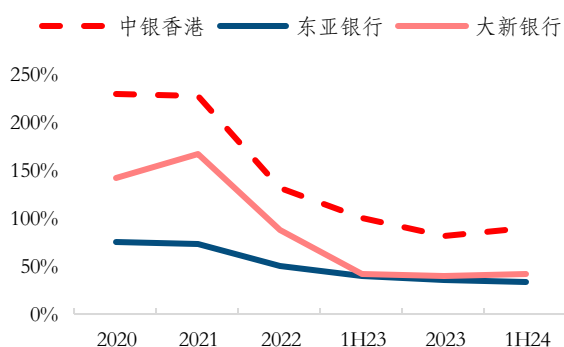
影响下，不良率显著上行，由2020年的0.27%上升至2023年末的1.05%。24年上半年，在中银香港的有力管控下，不良暴露趋势明显放缓，不良率仅小幅上升1bp，三季度则上升至1.11%。但与香港同业相比，中银香港仍然体现出了较为明显的资产质量优势，其不良率水平明显低于东亚、大新银行的2.62%、1.96%，且显著低于香港银行业的1.79%，资产质量优势仍然突出。得益于风险暴露趋势的放缓，中银香港拨备覆盖率自2020年以来首次实现见底回升，1H24较2023年末上升7.5pct至90.4%。展望未来，伴随着存量风险包袱的逐步出清、货币环境宽松下客户还款能力的回升叠加自身“快进快出”的风险处置打法，我们认为中银香港不良率、拨备覆盖率将较1H24实现进一步优化，资产质量优势将得到进一步巩固。

图 54: 1H24 不良率仅环比年初上升 1bp, 上升幅度明显收窄



数据来源：公司财报，中信建投证券

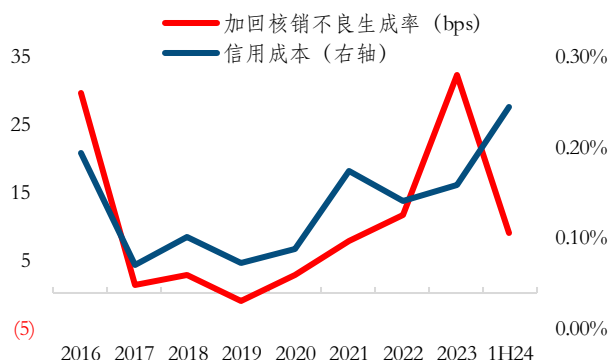
图 55: 1H24 拨备覆盖率环比 2023 年末上升 7.5pct 至 90.4%, 见底回升



数据来源：公司财报，中信建投证券

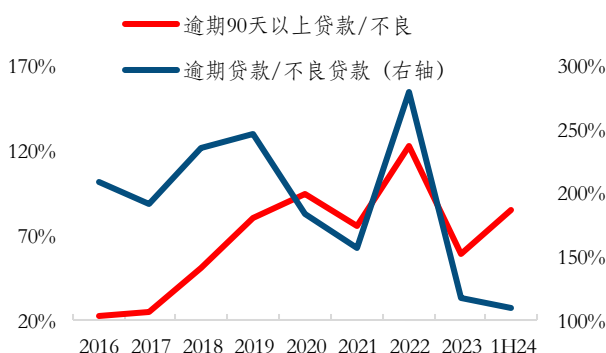
1H24 加回核销不良生成率较 2023 年显著下降 25bps 至 9bps，不良生成压力明显下降，是其不良率上升趋势放缓的另一大重要原因。而 1H24 信用成本则较 2023 年小幅上升 7bps 至 0.24%，整体处于低位，小幅上升预计与东南亚业务的风险暴露相关，但由于近年来东南亚业务的资产质量波动主要是受中国内房风险外溢影响，大部分为中国大陆出险房企此前在东南亚地区的投资项目资金链断裂，在政策托底、中银香港着重处置的背景下，我们预计相关风险整体的影响可控，其全年信用成本或实现环比下降。不良认定标准方面，1H24 中银香港逾期 90 天以上贷款占不良比重、逾期贷款占不良比重分别为 86%、109%，不良认定标准较为严格。

图 56: 1H24 加回核销不良生成率较 2023 年明显下降



数据来源：公司财报，中信建投证券

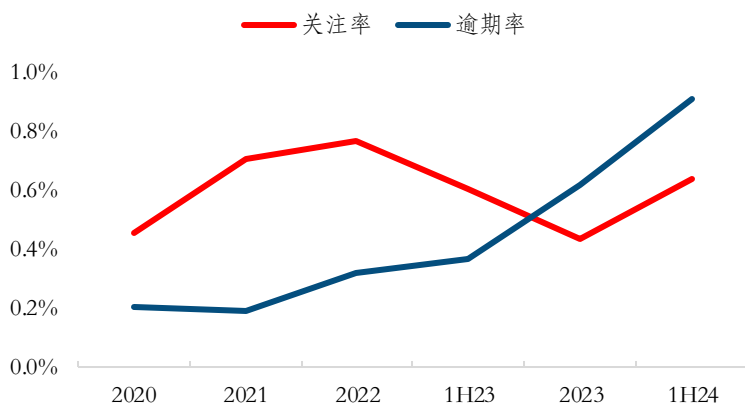
图 57: 不良认定标准严格



数据来源：公司财报，中信建投证券

前瞻指标方面，1H24 中银香港关注率、逾期率分别较上年末上升 19bps、29bps 至 0.64%、0.91%，潜在风险仍处于暴露过程中，但考虑到积极信号的不断体现，我们预计上半年的上升趋势将有所转变，前瞻指标的未来表现将更为平稳。

图 58: 前瞻指标仍处于上升阶段，潜在风险仍在暴露

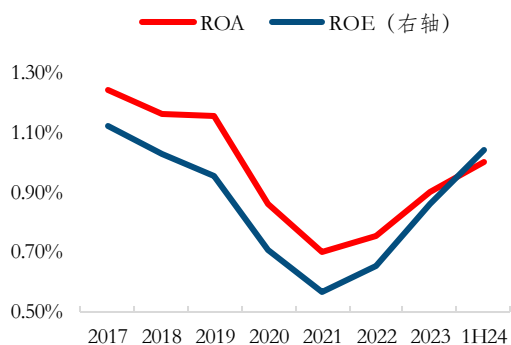


数据来源：公司财报，中信建投证券

5.5 杜邦分析

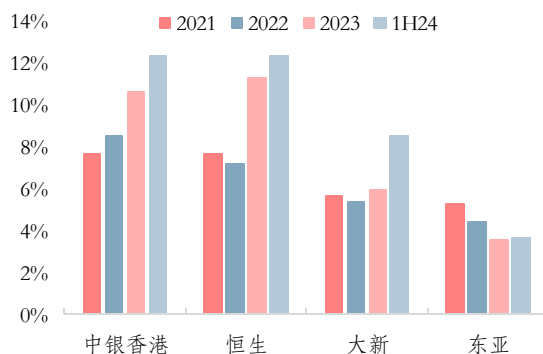
2021 年以来，得益于美元加息周期，中银香港 ROE、ROA 明显回升。伴随着 Hibor 的上行，中银香港 2022 年、2023 年、1H24 ROE 分别较 2021 年上升至 8.50%、10.60%、12.39%，而 ROA 则分别上升至 0.75%、0.90%、1.0%。与香港银行业相比，中银香港 ROE 与恒生基本持平，但 1H24 显著高于大新、东亚 8.5%、3.7%的水平。

图 59: 近年来，得益于美元加息周期，中银香港 ROE、ROA 较 2021 年明显回升



数据来源：公司财报，中信建投证券

图 60: 中银香港 ROE 与恒生基本持平，较大新、东亚存在较大的领先优势



数据来源：公司财报，中信建投证券

纵向拆分来看，2021 年后，净利息收入对于 ROE 的贡献明显抬升，而信用成本的拖累则有所加大。展望未来，在美联储进入降息周期后，虽然净息差对于中银香港 ROE 的贡献将有所减弱，但得益于规模增速的回

暖、非息收入的改善、资产质量的夯实，我们认为净息差的负面影响将得到充分对冲，支撑中银香港 ROE 继续维持在两位数以上的水平。

图 61: 纵向拆分: 23 年信用成本影响加大, 净利息收入贡献明显回升

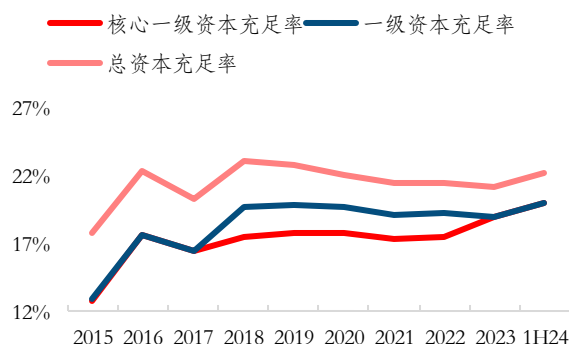
ROE拆分	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1H24
净利息收入(+)	1.39%	1.41%	1.35%	1.09%	0.92%	1.06%	1.36%	1.32%
净息差(+)	1.57%	1.62%	1.59%	1.27%	1.06%	1.25%	1.53%	1.45%
有效资产占比(+)	89%	87%	85%	86%	87%	85%	89%	91%
非息收入(+)	0.57%	0.54%	0.60%	0.62%	0.49%	0.42%	0.38%	0.48%
非息收入占比(+)	29%	28%	31%	36%	35%	29%	22%	26%
周转率(+)	1.96%	1.95%	1.95%	1.72%	1.41%	1.48%	1.74%	1.80%
营业支出(-)	0.55%	0.54%	0.56%	0.52%	0.47%	0.46%	0.44%	0.41%
成本收入比(-)	28%	28%	29%	30%	33%	31%	25%	23%
信用成本(-)	0.04%	0.04%	0.07%	0.09%	0.06%	0.06%	0.17%	0.11%
其他(-)	0.12%	0.20%	0.18%	0.26%	0.17%	0.21%	0.23%	0.28%
ROAA	1.24%	1.16%	1.15%	0.86%	0.70%	0.75%	0.90%	1.00%
杠杆倍数	10.63	10.57	10.01	10.52	10.96	11.33	11.78	12.39
ROAE	13.18%	12.26%	11.51%	9.05%	7.67%	8.50%	10.60%	12.39%

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

5.6 资本充足率处于绝对高位, 高分红水平有保障

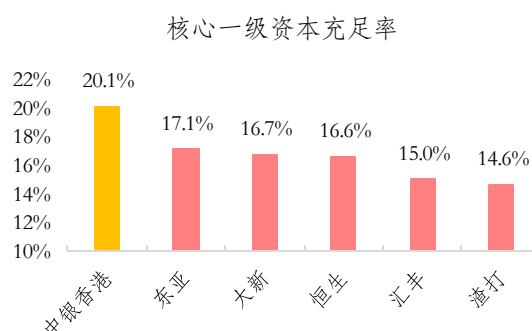
核心资本充足, 便于风险处置、规模扩张的扎实推进。在 2016 年出售南商银行、2017 年出售集友银行后, 中银香港总资本充足率迈上 20% 的大关, 截至 1H24, 中银香港核心一级资本、一级资本、总资本充足率分别上升至 20.05%、20.05%、22.17%, 其核心一级资本充足率在五家香港上市银行中排名第一, 核心资本极为充足, 为其风险处置、规模扩张打下了坚实的基础, 并为其极高的分红率水平提供了保障。

图 62: 中银香港 1H24 核心一级资本充足率上升至 20.05%



数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 63: 中银香港 1H24 核心一级资本充足率同业中保持领先

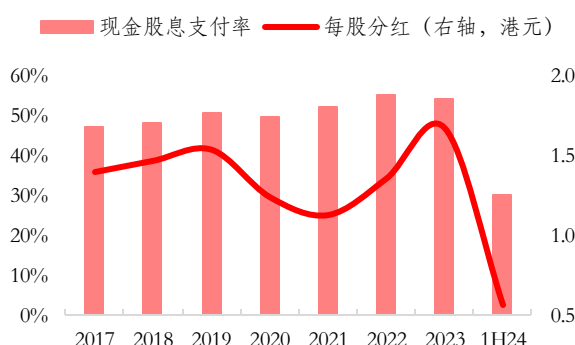


数据来源: 公司财报, 中信建投证券

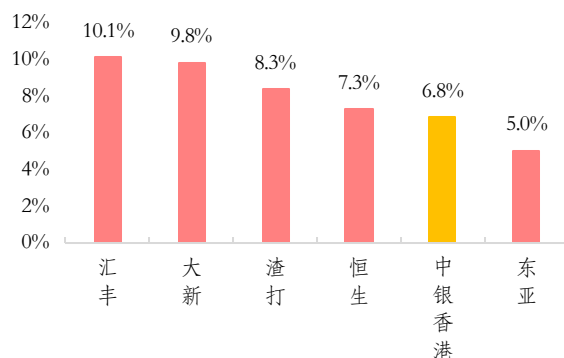
资本有力支撑下, 分红稳健可持续。中银香港现金股息分红率一直保持在较高水平, 在 2019 年后基本保

持在 50% 以上。每股分红方面，中银香港每股分红基本能够保持向上趋势，2020 年、2021 年受疫情影响，中银香港每股分红一度下探至 1.13 港元每股，依然保持较高水平，并于 2022 年触底反弹，2023 年已回升至 1.67 港元每股。此外，2024 年中期分红方案已正式落地，分红率 30%，每股分红 0.57 港元。股息率方面，根据 2024 年 12 月 24 日的股价以及 2023 年的分红水平进行计算，中银香港股息率为 6.8%，处于较高水平。在极高的资本水平支持下，中银香港高分红水平稳定可持续。

图 64: 2019 年至今中银香港现金股息分红率维持在 50% 以上，每股分红 2022 年开始回升 **图 65: 中银香港股息率（2024/12/24）保持相对高位**



数据来源：公司财报，中信建投证券



数据来源：Wind，中信建投证券

六、投资建议&估值

深耕本土的百年老行，股权架构清晰，母行领导直管。中银香港在中国香港地区已有超百年的经营历史，是中国香港地区的法定发钞行及第一家人民币清算行，在本地市场具备极高的知名度及影响力。股权架构方面，中国银行通过中银香港集团间接持有 66.06% 的股权，是中银香港第一大股东及实际控制人。管理层方面，由母行葛董事长兼任中银香港董事长，孙煜副董事长、徐海峰副总裁兼具海内外银行的从业经验，专业能力极强，能够保证正确战略的持续贯彻。

全球产业链布局重塑下的发展新机遇：在全球产业链布局重塑的宏观大背景下，中银香港深度覆盖中国香港、东南亚两大地区，有望顺应行业大势，打造穿越周期的能力。1) 中国香港：面对当前多变复杂的国际环境，央企出海过程中往往倾向于选择以中国银行为代表的国有大行作为自身的银行合作伙伴。中银香港是中国银行海外布局的重要一环，目前出海企业跨国扩张过程中，往往会选择东南亚作为主要的建厂目的地，在东南亚地区建厂、制造、销售，但其资金往往留存于香港的资金账户。故而对于中银香港，在母行的大力支持下，既可以在东南亚地区为走出去企业提供贷款、存款等各类服务，也可以在中国香港地区打造财资中心，获得非息收入与低成本的留存资金，形成良性循环。目前，其国际化财资中心建设、交易银行布局已初具成效，成功构建环球交易平台 iGBT，在深度服务香港本土客户的同时，强化对海外客户的服务，服务能力、国际化水平不断提升；2) 东南亚地区：东南亚地区是中资企业出海的主要目的地，其业务重点还是在在跟随中国企业出海的过程中，服务在当地投资设厂的中资企业。与当地的企业相比，能够出海的中资企业往往具备更强的还款能力，信用风险相对更低，风险定价性价比更为突出，将利好中银香港全集团盈利能力的上升，是未来发展的重要增长极。

跨境理财需求日益提升，是未来财富管理业务的重要抓手。财富管理业务方面，中银香港禀赋突出，牌照齐全，在人民币业务、产品设计上具备天然优势。伴随着中国内地市场逐步进入低利率时代，中国内地的高净值客户对于跨境理财的需求日益提高，中银香港有望充分把握这一历史机遇，财富管理业务具备较大的增长空间。中银香港近年来针对这一重要趋势，推出中银跨境理财通 2.0 服务，1H24 南北双向整体客户数较年初增长 50%，南北双向资金汇划量实现倍增，领先市场。同时积极推进人民币国际化和金融互联互通，股票通、债券通、互换通业务保持市场前列，互换通业务规模逐步提升。

不良处置“快进快出”，风险暴露趋势逐步放缓，资本充足，分红稳健。规模方面，当前中国香港经济仍处于修复阶段，期待 Hibor 利率跟随下行后，信贷增速能够恢复，推动资产结构实现优化。价格方面，中银香港净息差与 Hibor、联邦基金利率具备极强的相关性。我们认为，虽然当前美元利率已进入降息周期，但得益于对美联储降息的前瞻性布局、对冲工具的积极配置、美联储降息节奏的放缓，以及利率下调后存款成本压力的缓解，预计中银香港净息差降幅相对有限，将继续维持在合理区间。资产质量方面，中银香港历史上历经多轮风险暴露周期，风险处置上呈现出“快进快出”的特征。目前，中国内地房地产风险仍然是其风险最为主要的暴露来源，但伴随着政策的持续托底，我们认为风险暴露压力最大的时刻已经过去，后续风险生成压力有望缓解。综上所述，我们认为中银香港营收将继续维持稳健增长，同时在资产质量不断夯实下，其减值计提压力有望减少，支撑业绩保持较快增长。此外，中银香港资本充足率保持绝对高位，能够在保障规模实现较快增速的基础上，实现稳健、可持续的高分红水平。

预计 2024-2026 年营收增速分别为 7.8%、3.7%、4.9%，归母净利润增速分别为 10.1%、5.8%、7.1%。中银香港长期深耕香港本土市场，与当地经济深度绑定。在中资企业出海的过程中，其设立于中国香港的资金账户存在大量的财资业务需求，中银香港有望把握这一发展机遇，打造国际财资中心，沉淀低成本资金，打造穿越周期的能力。此外，中银香港近年来不断加大对东南亚业务的战略倾斜，作为中资企业出海的主要目的地，中银香港有望在跟随企业出海的过程中，实现盈利能力的向上突破。当前中银香港股价仅对应 0.77 倍 24 年 PB，我们认为当前股价并未充分体现这一前景，存在修复空间，首次覆盖给予买入评级，目标估值 1.10 倍 24 年 PB，对应股价为 35.94 港元/股。

表 5：中银香港绝对估值法核心假设

永续期分红率	50%		
永续期 ROE	9.23%		
折现率	9.05%		
beta	0.83		
无风险利率	3.00%		
市场风险溢价	8.35%		
盈利预测			
	2024	2025	2026
每股 EPS	3.42	3.63	3.89
分红率	54%	54%	54%
ROE	10.9%	10.9%	11.2%
BVPS	32.65	33.97	35.49

资料来源：公司财报，中信建投证券

图 66: 中银香港绝对估值敏感性分析

敏感性分析								
		永续期ROE						
		8.2%	8.7%	9.2%	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%
折现率	8.4%	39.22	40.59	42.13	43.89	45.91	48.26	51.02
	8.9%	36.92	38.01	39.22	40.59	42.13	43.89	45.91
	9.4%	35.05	35.94	36.92	38.01	39.22	40.59	42.13
	9.9%	33.49	34.24	35.05	35.94	36.92	38.01	39.22
	10.4%	32.19	32.81	33.49	34.24	35.05	35.94	36.92
	10.9%	31.07	31.61	32.19	32.81	33.49	34.24	35.05
	11.4%	30.11	30.57	31.07	31.61	32.19	32.81	33.49

数据来源: 中信建投证券

图 67: 中银香港盈利预测表

Income statement 利润表 (百万港元, HKD mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
同比增速 (%)									
Net interest income 净利息收入	38,750	51,078	53,281	55,869	56,008	31.8%	4.3%	4.9%	0.3%
Non-interest income 非利息收入	15,465	14,420	17,304	17,304	20,765	-6.8%	20.0%	0.0%	20.0%
Net fee income 净手续费收入	9,800	9,167	9,442	9,725	10,017	-6.5%	3.0%	3.0%	3.0%
Operating income 营业收入	54,215	65,498	70,585	73,173	76,773	20.8%	7.8%	3.7%	4.9%
Operating expenses 营业支出	(16,950)	(16,607)	(16,939)	(17,278)	(17,623)	-2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
PPOP 拨备前营业利润	37,265	48,891	53,646	55,895	59,150	31.2%	9.7%	4.2%	5.8%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(2,348)	(6,333)	(6,148)	(5,539)	(5,102)	169.7%	-2.9%	-9.9%	-7.9%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(2,752)	(6,467)	(7,622)	(2,591)	(3,628)	135.0%	17.9%	-66.0%	40.0%
Operating profit 营业利润	34,917	42,558	47,498	50,356	54,048	21.9%	11.6%	6.0%	7.3%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(1,755)	(1,644)	(1,891)	(2,174)	(2,500)	-6.3%	15.0%	15.0%	15.0%
Profit before taxation 利润总额	33,162	40,914	45,607	48,181	51,548	23.4%	11.5%	5.6%	7.0%
Income tax 所得税	(5,932)	(6,057)	(7,297)	(7,709)	(8,248)	2.1%	20.5%	5.6%	7.0%
Net profit 净利润	27,230	34,857	38,310	40,472	43,300	28.0%	9.9%	5.6%	7.0%
Minority interest 少数股东权益	100	(742)	(742)	(742)	(742)	-842.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT 归属股东净利润	27,330	34,115	37,568	39,730	42,558	24.8%	10.1%	5.8%	7.1%
AT1 shareholders 优先股股息	1,390	1,392	1,392	1,392	1,392	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	25,940	32,723	36,176	38,338	41,166	26.1%	10.6%	6.0%	7.4%
Income statement 利润表 (百万港元, HKD mn)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
Total loans 贷款总额	1,648,269	1,702,302	1,685,279	1,769,543	1,858,020	3.3%	-1.0%	5.0%	5.0%
Total deposits 存款总额	2,377,207	2,503,841	2,629,033	2,839,356	3,066,504	5.3%	5.0%	8.0%	8.0%
NPLs 不良贷款余额	8,724	17,797	18,644	18,989	19,352	104.0%	4.8%	1.9%	1.9%
Loan provisions 贷款损失准备	11,575	14,750	17,629	18,839	21,015	27.4%	19.5%	6.9%	11.6%
Total assets 资产总额	3,666,505	3,868,783	4,139,218	4,500,291	4,897,519	5.5%	7.0%	8.7%	8.8%
Total liabilities 负债总额	3,340,670	3,545,354	3,790,448	4,137,173	4,517,970	6.1%	6.9%	9.1%	9.2%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	323,264	320,145	345,158	359,144	375,178	-1.0%	7.8%	4.1%	4.5%
Other equity instruments 优先股及其他	23,476	0	0	0	0	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	3,106,367	3,334,799	3,660,019	4,041,978	4,244,191	7.4%	9.8%	10.4%	5.0%
Per share data (HKD) 每股数据 (港元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
Shares 普通股股本 (百万股)	10,573	10,573	10,573	10,573	10,573	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	2.45	3.10	3.42	3.63	3.89	26.1%	10.6%	6.0%	7.4%
BVPS	28.35	30.28	32.65	33.97	35.49	6.8%	7.8%	4.1%	4.5%
DPS	1.36	1.67	1.85	1.96	2.10	23.2%	10.6%	6.0%	7.4%
PPOP/sh	3.52	4.62	5.07	5.29	5.59	31.2%	9.7%	4.2%	5.8%
Main indicators 主要指标 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
ROA	0.75%	0.93%	0.96%	0.94%	0.92%	0.18%	0.03%	-0.02%	-0.02%
ROE	8.68%	10.56%	10.88%	10.89%	11.21%	1.88%	0.32%	0.01%	0.33%
NIM 净息差	1.25%	1.53%	1.46%	1.38%	1.32%	0.28%	-0.08%	-0.07%	-0.06%
Cost-to-income ratio 成本收入比	31.26%	25.35%	24.00%	23.61%	22.96%	-5.91%	-1.36%	-0.39%	-0.66%
Effective tax rate 有效所得税率	17.89%	14.80%	16.00%	16.00%	16.00%	-3.08%	1.20%	0.00%	0.00%
LDR 贷存比	69.34%	67.99%	64.10%	62.32%	60.59%	-1.35%	-3.89%	-1.78%	-1.73%
NPL ratio 不良率	0.53%	1.05%	1.11%	1.07%	1.04%	0.52%	0.06%	-0.03%	-0.03%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	132.68%	82.88%	94.56%	99.21%	108.59%	-49.80%	11.68%	4.65%	9.39%
Provision ratio 拨贷比	0.70%	0.87%	1.05%	1.06%	1.13%	0.16%	0.18%	0.02%	0.07%
Credit cost 信用成本	0.17%	0.39%	0.45%	0.15%	0.20%	0.22%	0.06%	-0.30%	0.05%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	28.53%	22.02%	24.52%	23.65%	27.05%	-6.51%	2.50%	-0.87%	3.40%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	18.08%	14.00%	13.38%	13.29%	13.05%	-4.08%	-0.62%	-0.09%	-0.24%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	17.51%	19.02%	20.18%	20.48%	20.89%	1.51%	1.16%	0.30%	0.41%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	19.30%	19.02%	20.18%	20.48%	20.89%	-0.28%	1.16%	0.30%	0.41%
CAR 资本充足率	21.52%	21.18%	22.25%	22.52%	22.91%	-0.34%	1.07%	0.27%	0.39%

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

图 68: 中银香港业绩概览

Income statement 利润表 (百万港元, HKD mn)	1H23	2H23	1H24	HoH	YoY	2022	2023	YoY
Net interest income 净利息收入	23,208	27,870	25,982	-6.8%	12.0%	38,750	51,078	31.8%
Non-interest income 非利息收入	7,630	6,790	9,354	37.8%	22.6%	15,465	14,420	-6.8%
Net fee income 净手续费收入	4,914	4,253	5,000	17.6%	1.8%	9,800	9,167	-6.5%
Operating income 营业收入	30,838	34,660	35,336	2.0%	14.6%	54,215	65,498	20.8%
Operating expenses 营业支出	(7,852)	(8,755)	(8,121)	-7.2%	3.4%	(16,950)	(16,607)	-2.0%
PPOP 拨备前营业利润	22,986	25,905	27,215	5.1%	18.4%	37,265	48,891	31.2%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(1,169)	(5,164)	(2,081)	-59.7%	78.0%	(2,348)	(6,333)	169.7%
Loan impairment charges 贷款和垫款减值损失	(1,225)	(819)	(2,067)	152.4%	68.7%	(2,752)	(6,467)	135.0%
Operating profit 营业利润	21,817	20,741	25,134	21.2%	15.2%	34,917	42,558	21.9%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(294)	(1,350)	(418)	-69.0%	42.2%	-1,755	-1,644	-6.3%
Profit before taxation 利润总额	21,523	19,391	24,716	27.5%	14.8%	33,162	40,914	23.4%
Income tax 所得税费用	(3,441)	(2,616)	(4,253)	62.6%	23.6%	(5,932)	(6,057)	2.1%
Net profit 净利润	18,082	16,775	20,463	22.0%	13.2%	27,230	34,857	28.0%
Minority interest 少数股东权益	(388)	(354)	(423)	19.5%	9.0%	100	(742)	-842.0%
NPAT 归属股东净利润	17,694	16,421	20,040	22.0%	13.3%	27,330	34,115	24.8%
AT1 shareholders 优先股股息	696	696	0	-100.0%	-100.0%	1,390	1,392	0.1%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	16,998	15,725	20,040	27.4%	17.9%	25,940	32,723	26.1%
Income statement 利润表 (百万港元, HKD mn)	1H23	2H23	1H24	HoH	YoY	2022	2023	YoY
Total loans 贷款总额	1,719,637	1,702,302	1,701,338	-0.1%	-1.1%	1,648,269	1,702,302	3.3%
Total deposits 存款总额	2,463,498	2,503,841	2,649,697	5.8%	7.6%	2,377,207	2,503,841	5.3%
NPLs 不良贷款余额	12,554	17,797	18,097	1.7%	44.2%	8,724	17,797	104.0%
Loan provisions 贷款损失准备	12,535	14,750	16,352	10.9%	30.5%	11,575	14,750	27.4%
Total assets 资产总额	3,771,181	3,868,783	3,998,248	3.3%	6.0%	3,666,505	3,868,783	5.5%
Total liabilities 负债总额	3,436,667	3,545,354	3,668,314	3.5%	6.7%	3,340,670	3,545,354	6.1%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	334,514	320,145	326,573	2.0%	-2.4%	323,264	320,145	-1.0%
Other equity instruments 优先股及其他	23,476	0	0	na	-100.0%	23,476	0	-100.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	3,226,086	3,441,740	3,580,673	4.0%	11.0%	3,106,367	3,334,799	7.4%
Per share data (HKD) 每股数据 (港元)								
Shares 普通股股本 (百万股)	10,573	10,573	10,573	0.0%	0.0%	10,573	10,573	0.0%
EPS	1.61	1.49	1.90	27.4%	17.9%	2.45	3.10	26.1%
BVPS	29.42	30.28	30.89	2.0%	5.0%	28.35	30.28	6.8%
DPS	0.53	1.15	0.57	na	na	1.36	1.67	23.2%
PPOP/sh	2.17	2.45	2.57	5.1%	18.4%	3.52	4.62	31.2%
Main indicators 主要指标 (%)	1H23	2H23	1H24	HoH	YoY	2022	2023	YoY
ROA	0.97%	0.88%	1.04%	0.2pct	0.1pct	0.75%	0.93%	0.2pct
ROE	11.13%	9.97%	12.39%	2.4pct	1.3pct	8.68%	10.56%	1.9pct
NIM 净息差	1.45%	1.61%	1.46%	-15bps	1bps	1.25%	1.53%	28bps
Cost-to-income ratio 成本收入比	25.46%	25.26%	22.98%	-2.3pct	-2.5pct	31.26%	25.35%	-5.9pct
Effective tax rate 有效所得税率	15.99%	13.49%	17.21%	3.7pct	1.2pct	17.89%	14.80%	-3.1pct
LDR 贷存比	69.80%	67.99%	64.21%	-3.8pct	-5.6pct	69.34%	67.99%	-1.3pct
NPL ratio 不良率	0.73%	1.05%	1.06%	2bps	33bps	0.53%	1.05%	52bps
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	99.85%	82.88%	90.36%	7.5pct	-9.5pct	132.68%	82.88%	-49.8pct
Provision ratio 拨贷比	0.73%	0.87%	0.96%	9bps	23bps	0.70%	0.87%	16bps
Credit cost 信用成本	0.15%	0.10%	0.24%	15bps	10bps	0.17%	0.39%	22bps
Non-interest income/operating income 非息收入占比	24.74%	19.59%	26.47%	6.9pct	1.7pct	28.53%	22.02%	-6.5pct
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	15.93%	12.27%	14.15%	1.9pct	-1.8pct	18.08%	14.00%	-4.1pct
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	19.00%	19.02%	20.05%	1.0pct	1.1pct	17.51%	19.02%	1.5pct
Tier 1 CAR 一级资本充足率	20.75%	19.02%	20.05%	1.0pct	-0.7pct	19.30%	19.02%	-0.3pct
CAR 资本充足率	22.99%	21.18%	22.17%	1.0pct	-0.8pct	21.52%	21.18%	-0.3pct

数据来源: 公司财报, 中信建投证券

七、风险分析

- （1）美联储降息幅度或时间超预期。
- （2）全球宏观经济步入新一轮衰退，或中国内地房地产企业风险持续暴露，影响中银香港资产质量，导致利润大幅下滑。
- （3）可能存在政策限制等特殊原因导致公司分红率不及预期。
- （4）中银香港部分经营地区或存在主权信用风险。
- （5）全球产业转移存在不确定性，地缘政治摩擦或美国产业限制政策或致使全球化进程受阻，国内企业海外布局节奏放缓，对中银香港东南亚业务产生负面影响。
- （6）悲观预期下，若 25 年净息差在我们现有假设基础上再下调 5bps 至 1.41%，信用成本保持不变，则将对 2025 年营收、归母净利润增速分别造成 2.8pct、5.1pct 的负面影响，下降至 0.9%、0.7%。若净息差保持不变，信用成本在我们预测基础上提升 5bps，则将对 2025 年归母净利润增速造成 2.2pct 的负面影响，下降至 3.6%。

分析师介绍

马鲲鹏

中信建投研究所董事总经理、研委会副主任、金融行业负责人、银行业首席分析师。十余年金融行业研究经验，对银行业研究有深刻认识和丰富经验，新财富、水晶球等最佳分析师评选第一名。英国杜伦大学金融与投资学硕士。

李晨

中国人民大学金融硕士，银行业分析师。多年银行业卖方研究经验，2017-2023 年新财富、水晶球等最佳分析师评选上榜团队核心成员。

研究助理

刘子健

上海财经大学金融学学士、硕士，银行业研究助理。

liuzijian@csc.com.cn

研究助理

王欣宇

中国人民大学金融学学士，新加坡国立大学理学硕士，银行业研究助理。

wangxinyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk