

Company Report: BOC Hong Kong (02388 HK)

中文版

Hunter Zhang 张潇子骏

(852) 2509 5317

公司报告: 中银香港 (02388 HK)

Chinese version

hunter.zhang@gtjas.com.hk

30 April 2025

净息差收窄压力因服务费收入动能而得以缓解，资产质量领导地位保持不变，重申“买入”

- **重申“买入”评级，目标价 38.50 港元。**中银香港（“公司”）2025 年第一季度净利息收入符合预期，非利息收入略超预期。提取减值准备前的经营溢利同比增长 15.6%，主要得益于净服务费及佣金收入的强劲增长（同比增长 34.7%）和严格的成本控制（成本对收入比率为 20.5%）。非利息收入增长强劲，且随着海外业务扩张步伐加快，我们仍看好财富管理和保险业务收入前景。鉴于公司高效的负债平衡效率和运营成本管理，我们对公司的成本控制能力充满信心。我们维持 2025-2027 年每股账面价值 34.314 港元/ 36.682 港元/ 39.319 港元的预测，并维持公司 38.50 港元的目标价，对应 1.12 倍 2025 年市净率。
- **净息差韧性抵御利率下行压力，公司注重负债优化。**尽管净息差同比收窄 6 个基点至 1.55%（2024 年第一季度：1.61%），中银香港注重资金成本管理，并展现出卓越的负债管理能力。支储存款占比环比增长 2.9%，目前占存款总额的 49.3%，抵御港元 Hibor 波动带来的资金成本影响。同时，公司运营成本也降至相对较低水平，成本对收入比率为 20.51%。资产端客户贷款增长 1.3%至 16,983.7 亿港元，同时公司在低利率环境下增加了部分债券投资，以捕捉更高收益机会，体现出较高的资产配置灵活性。我们认为，通过优化贷款结构和增强负债组合，公司仍可保持净息差韧性。
- **资产质量保持领先，财富管理业务增长显著。**资产质量持续改善，2025 年第一季度不良贷款率降至 1.01%，远低于香港同业平均水平，0.32%的年化信贷成本仍在可控范围内。呆坏账拨备净支出环比下降 5 亿港元至 13 亿港元。中银香港 2025 年第一季度非利息收入增长强劲，净服务费及佣金收入同比增长 34.7%至 34.2 亿港元。这一优异表现得益于股市情绪回暖，中银香港抓住了客户对投资理财方案的强劲需求。此外，净交易性收入同比增长，主要反映外汇和结构性产品表现强劲。我们认为，跨境协同效应和出海的强劲势头将继续支持非利息收入增长，而优异的资产质量将进一步巩固公司的盈利韧性。
- **催化剂：**1）美联储或放缓降息步伐；2）跨境理财通；3）利好政策或将提振经济。
- **下行风险：**1）房地产行业不景气；2）香港信贷需求疲弱。

Rating:

Buy

Maintained

评级:

买入 (维持)

6-18m TP 目标价:

HK\$38.50

Revised from 原目标价:

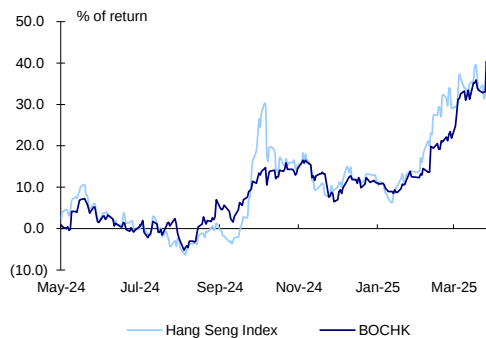
HK\$38.50

Share price 股价:

HK\$32.200

Stock performance

股价表现



Change in Share Price	1 M	3 M	1 Y
股价变动	1 个月	3 个月	1 年
Abs. % 绝对变动 %	2.5	27.5	33.3
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	6.9	18.2	8.8
Avg. Share price(HK\$) 平均股价 (港元)	30.1	28.8	25.1

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结	Turnover 收入	Net Profit 股东净利	EPS 每股净利	EPS 每股净利变动	PER 市盈率	BPS 每股净资产	PBR 市净率	DPS 每股股息	Yield 股息率	ROE 净资产收益率
12/31	(HK\$ m)	(HK\$ m)	(HK\$)	(Δ %)	(x)	(HK\$)	(x)	(HK\$)	(%)	(%)
2023A	65,498	32,723	3.095	26.1	10.2	30.279	1.0	1.672	5.3	10.6
2024A	71,253	39,079	3.696	19.4	8.5	32.036	1.0	1.989	6.3	11.9
2025F	78,077	46,223	4.372	18.3	7.2	34.314	0.9	2.453	7.8	13.2
2026F	83,658	51,566	4.877	11.6	6.5	36.682	0.9	2.667	8.5	13.7
2027F	90,433	56,744	5.367	10.0	5.9	39.319	0.8	2.951	9.4	14.1
Shares in issue (m) 总股数 (m)				10,572.8	Major shareholder 大股东				BOC 66.1%	
Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m)				333,043.2	Free float (%) 自由流通比率 (%)				33.9	
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)				17,652.5	FY25 CET-1 Ratio FY25 普通股权一级资本比率				20.7	
52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$)				32.250 / 21.500	FY25 NPL Ratio FY25 不良贷款率 (%)				1.05	

Source: the Company, Guotai Junan International.

财务报表及比率

损益表					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Net interest income	51,078	52,334	56,053	58,621	62,185
Net fee income	9,167	9,893	10,791	11,685	12,934
Other non-interest income	5,253	9,026	11,234	13,352	15,314
Total non-interest income	14,420	18,919	22,025	25,038	28,247
Operating income	65,498	71,253	78,077	83,658	90,433
Net insurance Bs/Cs	0	0	0	0	0
Operating expenses	(16,607)	(17,494)	(17,934)	(18,770)	(19,646)
PPOP	48,891	53,759	60,144	64,889	70,787
Provision loss	(6,333)	(4,054)	(4,416)	(3,536)	(3,737)
Operating profit	42,558	49,705	55,727	61,353	67,050
Other profits	(1,644)	(1,923)	(903)	(404)	(132)
Profit before tax	40,914	47,782	54,825	60,949	66,918
Income tax	(6,057)	(7,636)	(7,678)	(8,459)	(9,250)
Profit after tax	34,857	40,146	47,147	52,490	57,668
Non-controlling interest	(2,134)	(1,067)	(924)	(924)	(924)
Shareholders' profit / loss	32,723	39,079	46,223	51,566	56,744
Basic EPS	3.095	3.696	4.372	4.877	5.367

现金流量表					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Operating cash before taxation	203,877	8,171	12,257	15,933	22,307
Hong Kong profits tax paid	(5,997)	(5,344)	(4,542)	(4,770)	(5,008)
Overseas profits tax paid	(763)	(952)	(762)	(800)	(840)
Cash from operating activities	197,117	1,875	6,953	10,364	16,459
Additions of PPE	(388)	(1,264)	(448)	(479)	(478)
Additions of IPs	(26)	(118)	(282)	(307)	(306)
Proceeds from disposal of PPE	31	8	30	35	36
Change of A&JVs	(1,102)	(25)	(200)	(250)	(249)
Dividend received from A&JVs	431	0	79	90	91
Acquisitions	(905)	(934)	(920)	(927)	(923)
Cash from investing activities	(1,959)	(2,333)	(1,741)	(1,838)	(1,830)
Dividend and interest to shareholders	(16,585)	(18,132)	(19,039)	(19,991)	(20,990)
Dividend paid to non-controlling interests	(173)	(215)	(194)	(205)	(199)
Redemption and proceeds of subordinated liabilities	0	(1,276)	0	0	0
Interest paid for subordinated liabilities	(2,483)	(2,535)	0	0	0
Redemption and proceeds of other equity instruments	(23,546)	0	0	0	0
Payment of lease liabilities	(613)	(600)	(607)	(603)	(605)
Cash from financing activities	(43,400)	(22,758)	(19,839)	(20,798)	(21,794)
Net changes in cash	151,758	(23,216)	(14,627)	(12,272)	(7,165)
Cash at beg of year	540,925	686,930	649,288	624,571	600,041
FX adjustments	(5,753)	(14,426)	(10,090)	(12,258)	(11,174)
Cash at end of year	686,930	649,288	624,571	600,041	581,703

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表					
Year end 31 Dec (HK\$ m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Cash & cash equivalents	408,384	612,153	656,051	716,380	786,002
HKSARG Certificates of indebtedness	213,000	223,510	229,131	234,200	239,380
Investment	1,351,730	1,456,278	1,498,304	1,539,849	1,622,248
Loans	1,691,331	1,664,084	1,720,322	1,811,684	1,939,238
Other assets	204,338	238,383	244,764	228,782	143,515
Total current assets	3,868,783	4,194,412	4,348,572	4,530,895	4,730,383
Total Assets	3,868,783	4,194,408	4,348,572	4,530,895	4,730,383
Customer deposits	2,503,841	2,724,221	2,805,363	2,919,778	3,055,437
Deposits and balances from banks/Fis	373,673	352,052	380,779	403,969	420,289
HKSARG currency notes	213,000	223,510	229,131	234,200	239,380
Other liabilities	454,840	552,395	566,982	581,595	596,044
Total Current Liabilities	3,545,354	3,852,178	3,982,255	4,139,541	4,311,150
Total Liabilities	3,545,354	3,852,178	3,982,255	4,139,541	4,311,150
Total Shareholders' Equity	320,145	338,716	362,803	387,839	415,718
Minority Interest	3,284	3,514	3,514	3,514	3,514
Total Equity	323,429	342,230	366,317	391,353	419,232

财务比率					
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS(HK\$)	3.095	3.696	4.372	4.877	5.367
BVPS(HK\$)	30.279	32.036	34.314	36.682	39.319
DPS(HK\$)	1.672	1.989	2.453	2.667	2.951
Growth (%)					
Net interest income	31.8	2.5	7.1	4.6	6.1
Net fee income	(6.5)	7.9	9.1	8.3	0.0
Non-interest income	(6.8)	31.2	16.4	13.7	12.8
Operating income	20.8	8.8	9.6	7.1	8.1
PPOP	31.2	10.0	11.9	7.9	9.1
Net profit	26.1	19.4	18.3	11.6	10.0
EPS	26.1	19.4	18.3	11.6	10.0
Efficiency and liquidity (%)					
Cost-to-income	25.4	24.6	23.0	22.4	21.7
Loan-to-deposit	68.0	61.6	61.8	62.4	63.9
Income contribution (%)					
Net interest income	78.0	73.4	71.8	70.1	68.8
Non-interest income	22.0	26.6	28.2	29.9	31.2
Profitability and Valuation					
ROE(%)	10.6	11.9	13.2	13.7	14.1
ROA(%)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
Dividend yield(%)	5.3	6.3	7.8	8.5	9.4
PE(x)	10.2	8.5	7.2	6.5	5.9
PB(x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
CAR (%)					
CET-1 ratio	19.0	20.1	20.7	21.1	20.9
CAR	21.2	22.1	22.6	22.9	22.7
Asset Quality (HK\$ mn, year ended 31 Dec)					
NPL	17,797	17,652	18,138	18,216	18,313
NPL ratio (%)	1.05	1.05	1.05	1.00	0.94
LLR / NPLs (%)	82.72	84.72	90.85	75.06	79.93
LLR / Loans (%)	0.86	0.89	0.95	0.75	0.75

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有,或将会为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”) 对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如: 配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com