

中信銀行 (998 HK)

資產質量依然承壓

- ❖ **撥備計提削弱淨利潤增長。** 中信銀行 2018 年上半年淨利潤達到 257 億元人民幣，占全年市場一致預期的 57%。淨利潤加速增長，同比增速由一季度的 6.8% 進一步提升至上半年的 7.1%，高於全國商業銀行整體增速水平的 6.4%。按季來看，中信銀行二季度撥備前利潤同比增長 9.3%，主要由淨利息收入及投資收益推動，而部分為理財業務收緊導致的淨手續費佣金收入下滑所抵消。在監管引導下，不良認定趨嚴，導致減值撥備同比大幅增長 17.9%，令單季淨利潤增速收窄至 7.4%。
- ❖ **資金成本下降，淨息差改善。** 受惠於二季度下行的同業市場利率，我們測算中信銀行的淨息差環比回升 4 個基點，至 1.91%。公司的負債結構中，同業負債占比達到 22.5%，預期在 7、8 月整體流動性較為寬裕的情況下，三季度淨息差仍將持續擴張。截至二季度末，存款總額環比增長 3.2%，增速高於同期貸款增長的 2.4%；貸存比仍然維持偏高水平，達到 94.2%。
- ❖ **不良貸款確認趨嚴導致不良貸款餘額上升。** 二季度末，中信銀行的不良貸款餘額環比上升 8.7%，不良貸款率也攀升 10 個基點至 1.80%，主要受製造業和批發零售業貸款資產質量下滑影響。由於監管加強，中信銀行採取了更為嚴格的不良貸款認定，二季度末不良貸款對 90 天以上逾期貸款的比例達到 106%，較 2017 年末上升 15 個百分點。與此同時，撥備覆蓋率大幅下降 36.7 個百分點至 151%。我們預計該行在撥備覆蓋率回升到行業平均水平之前，信貸成本仍將維持在較高水平。
- ❖ **資本充足水平仍然偏弱。** 截至二季度末，中信銀行的核心一級資本充足率及資本充足率分別下降 5 個基點和 51 個基點至 8.53% 及 11.34%，主要由於公司在二季度派發股息。目前公司的資本充足率與監管紅綫僅相差 80 至 100 個基點，將可能影響公司信貸的進一步投放。該行發行 400 億元人民幣 A 股可轉債的計劃仍待中國證監會批准。若該筆可轉債全部轉股，將有望為資本充足水平帶來 90 個基點的改善。
- ❖ **零售轉型進入收穫期。** 自 2014 年起，中信銀行開始實施為期 3 年的零售轉型計劃，以降低業務的順周期性、減少資本消耗以及提升盈利能力。截至二季度末，零售貸款占該行貸款總額的 38.3%，較 2014 年的 25.3% 大幅上升 13 個百分點。零售業務對營業收入及稅前利潤的貢獻在今年上半年也分別達到了 34.6% 及 35.9%。
- ❖ **估值吸引，但缺乏向上修復催化劑。** 目前中信銀行的股價相當於 2018 年預測市帳率 0.52 倍，較行業平均值 0.77 倍以及其自身的歷史 P/B 平均值 0.75 倍低約 30%。我們認為公司股價的短期表現仍將受制於資產質量的下滑。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業收入(百萬元人民幣)	145,545	154,159	157,231
淨利潤(百萬元人民幣)	41,158	41,629	42,566
每股盈利(元人民幣)	0.88	0.85	0.87
每股盈利變動(%)	1.1	(3.3)	2.3
市帳率(x)	0.66	0.61	0.57
市盈率(x)	4.86	5.02	4.91
股息率(%)	4.96	5.03	6.11
權益收益率(%)	14.26	12.58	12.01
不良貸款率(%)	1.43	1.69	1.68
撥備覆蓋率(%)	167.81	155.50	169.44

資料來源：公司、彭博、招銀國際證券

未評級

當前股價 HK\$4.97

孫明, CFA

電話: (852) 3900 0836

郵件: terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話: (852) 3761 8775

郵件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬元)	310,390
3 月平均流通量(百萬元)	181.45
52 周內股價高/低(港元)	6.82/4.63
總股本(百萬元)	48,934.8

資料來源：彭博

股東結構

中國中信有限公司	65.37%
中國烟草總公司	4.39%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.6%	1.4%
3-月	-16.1%	-6.7%
6-月	-19.9%	-9.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

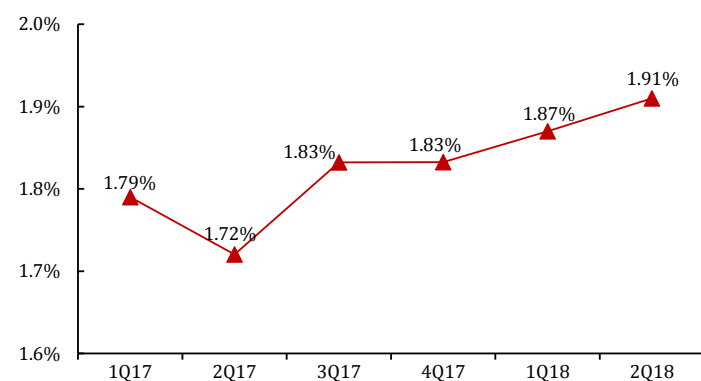
公司網站：www.citicbank.com

圖 1：中信銀行上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨利息收入	49,494	49,808	0.6%	24,211	25,597	5.7%
淨手續費及佣金收入	22,761	21,862	-3.9%	10,473	11,389	8.7%
營業收入	76,709	81,380	6.1%	39,792	41,588	4.5%
營業支出	(21,168)	(22,563)	6.6%	(11,481)	(11,082)	-3.5%
撥備前利潤	55,541	58,817	5.9%	28,311	30,506	7.8%
減值撥備	(24,414)	(26,161)	7.2%	(12,457)	(13,704)	10.0%
經營利潤	31,127	32,656	4.9%	15,854	16,802	6.0%
所得稅	(6,952)	(6,267)	-9.9%	(3,317)	(2,950)	-11.1%
淨利潤	24,011	25,721	7.1%	12,166	13,555	11.4%
資產負債表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
貸款總額	3,012,896	3,379,294	12.2%	3,298,496	3,379,294	2.4%
客戶存款	3,453,476	3,587,994	3.9%	3,477,528	3,587,994	3.2%
總資產	5,651,216	5,807,444	2.8%	5,624,705	5,807,444	3.2%
不良貸款餘額	51,119	60,865	19.1%	56,008	60,865	8.7%
主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨資產回報率	14.3%	14.5%	0.2%	13.2%	14.5%	1.3%
不良貸款率	1.7%	1.8%	0.1%	1.7%	1.8%	0.1%
撥備覆蓋率	153.0%	151.1%	-1.9%	187.8%	151.1%	-36.7%
撥貸比	89.5%	94.2%	4.7%	94.9%	94.2%	-0.7%
核心一級資本充足率	8.6%	8.5%	-0.1%	8.6%	8.5%	-0.1%

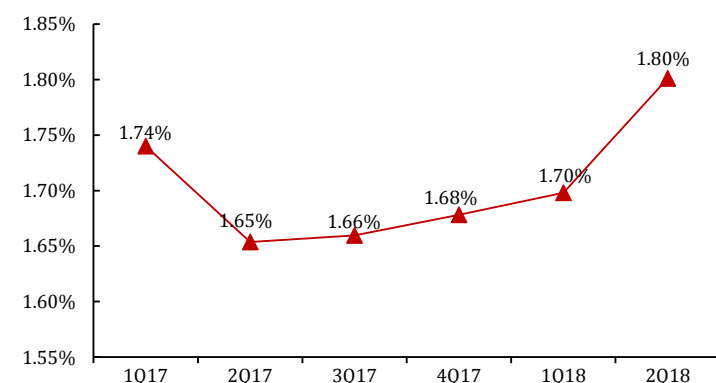
資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2：中信銀行單季淨息差走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3：中信銀行不良貸款率走勢



資料來源：公司、招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。