

中信銀行(998 HK, 3.87 港元, 目標價: 4.63 港元, 買入) - 低估值與基本面的權衡

- ❖ **對公業務佔主導地位，未來息差壓力較大。**以資產計截止 2011 年底中信銀行是國內第八大商業銀行。中信銀行對公業務佔主導地位，81.3% 的貸款投放和 82.2% 的存款來源均為企業客戶。一方面，中信銀行的業務結構決定了在經濟下滑和信貸需求下降的宏觀環境下，銀行的議價能力相對偏弱；另一方面，與零售業務相比，對公業務消耗的成本較低，使得總體成本收入比低於股份制銀行平均水平。今年一季度，存款成本上升很快而貸款收益率在重訂價作用下也未能大幅走高，在利率市場化啟動及經濟增速放緩的環境下，我們判斷今明兩年息差壓力較大，預計 2012 年淨息差下降 45 個基點至 2.55%，2013 年進一步下滑至 2.33%。
- ❖ **資產負債表收縮，非息收入增速放緩。**2011 年底在整合金融市場部後，同業資產增長迅猛，總資產實現了同比 32.9% 的高速增長。然而今年一季度壓縮同業業務導致資產負債表出現收縮。新資本管理辦法實施後，同業資產的權重有所上調，我們預計同業業務有進一步壓縮的可能，從而導致今年資產負債表的擴張速度大幅降低，我們預計總資產增速在 6% 以下。手續費收入方面，今年銀監會對收費項目進行了清理規範，加上經濟活動趨弱導致傳統收費項目增速下滑，我們預計 2012/2013 年手續費增速分別為 17.4%/14.6%，遠低於 2011 年 55.1% 的增速。
- ❖ **資產質量可控，撥備力度加強。**2011 年不良率下降 0.07% 至 0.6%，今年一季度不良率進一步降低至 0.56%。我們判斷一季度不良率的降低主要是加大核銷力度所致。我們預計今年不良貸款餘額將逐步上升，但幅度可控。一季度末撥備覆蓋率升至 309%，年化信用風險成本約 0.57%，撥貸比升至 1.73%。我們預計 2012 年撥備支出與 2011 年比增長不多，主要是由於去年表外信貸承諾 12.2 億元(人民幣，下同)的一次性撥備。而貸款減值準備賬戶仍將穩定增長，撥備覆蓋率和撥貸比有望維持在 250% 和 1.8% 以上，不良率預計不超過 1%。
- ❖ **由於同業資產較多及零售貸款較少，新資本管理辦法對中信銀行的資本充足率影響偏負面。**然而由於達標時間延長，我們估計整個銀行業的融資需求將大幅降低，符合我們預期。與其他股份制銀行相比，中信銀行基本面偏弱，我們預計 2012/2013 年利潤增速分別為 12.8%/-6%。目前股價對應 2012 年 4.2 倍 PE 和 0.74 倍 PB，在所有內銀股中估值最低，較 A 股折價第二深。我們認為，目前股價提供了良好的安全邊際，未來股價仍有可能向價值中樞回歸。我們首次給予“買入”評級，目標價 4.63 港元，對應 2012 年 5.1 倍 PE 和 0.9 倍 PB。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入額(人民幣百萬元)	56,356	77,092	85,983	86,651	96,467
淨利潤(人民幣百萬元)	21,509	30,819	34,777	32,686	36,191
每股收益(人民幣)	0.55	0.71	0.74	0.70	0.77
每股收益變動(%)	50.2	29.0	4.6	(6.0)	10.7
市盈率(x)	5.9	4.4	4.2	4.5	4.1
市帳率(x)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	N/A	6.5	6.8	6.4	7.4
權益收益率(%)	18.3	20.9	18.6	15.7	15.7
淨財務杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際研究部

中信銀行(998 HK)

評級	買入
收市價	HK\$3.87
目標價	HK\$4.63
市值(港幣百萬)	212,998
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	165
52 周高/低(港幣)	5.17/2.93
發行股數(百萬股)	46,787
主要股東	中信集團(61.9%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-13.9%	-10.5%
3 月	-24.5%	-15.0%
6 月	-12.0%	-14.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

損益表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	72,460	106,623	132,056	134,599	150,441
利息支出	(24,325)	(41,517)	(59,425)	(63,305)	(70,552)
淨利息收入	48,135	65,106	72,631	71,294	79,888
手續費與傭金淨收入	5,696	8,837	10,378	11,898	13,002
其他營業收入	2,525	3,149	2,974	3,459	3,576
營業總收入	56,356	77,092	85,983	86,651	96,467
營業費用	(22,638)	(28,381)	(32,452)	(33,750)	(36,385)
撥備前利潤	33,718	48,711	53,531	52,901	60,082
撥備支出	(5,249)	(7,207)	(7,168)	(9,318)	(11,817)
物業重估損益	226	86	50	50	50
稅前利潤	28,695	41,590	46,413	43,633	48,315
所得稅	(6,916)	(10,746)	(11,603)	(10,908)	(12,079)
少數股東權益	(270)	(25)	(33)	(39)	(45)
淨利潤	21,509	30,819	34,777	32,686	36,191

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
總資產	2,081,314	2,765,881	2,927,552	3,234,257	3,625,675
存放央行款項	252,289	361,419	401,364	456,753	519,784
現金及存放同業款	134,622	542,511	405,700	404,752	434,392
買入返售金融資產	147,632	162,211	154,100	160,264	166,675
發放貸款及墊款	1,246,026	1,410,779	1,609,499	1,840,310	2,092,421
債券投資	275,100	261,227	329,146	342,312	379,966
固定資產	10,222	10,388	10,596	11,126	11,682
其他資產	13,170	15,134	14,890	16,282	18,074
總負債	1,956,776	2,587,100	2,724,750	3,010,940	3,381,054
同業存放款項	148,735	540,222	421,881	403,565	423,176
賣出回購金融資產	4,381	9,806	10,296	11,326	12,459
吸收存款	1,730,816	1,968,051	2,229,802	2,537,514	2,887,691
應交稅費	2,598	4,015	3,212	2,891	2,602
應付利息	8,569	13,599	11,967	11,010	10,129
其他負債	4,054	5,052	4,648	4,230	3,849
少數股東權益	4,363	4,285	4,199	4,115	4,033
股東權益	120,175	174,496	198,602	219,202	240,588

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
每股收益(人民幣)	0.551	0.711	0.743	0.699	0.774
每股淨資產(人民幣)	2.666	3.730	4.245	4.685	5.142
每股股息(人民幣)	-	0.200	0.216	0.203	0.232
總資產回報率	1.03%	1.11%	1.19%	1.01%	1.00%
平均資產回報率	1.12%	1.27%	1.22%	1.06%	1.06%
資本回報率	17.90%	17.66%	17.51%	14.91%	15.04%
平均資本回報率	18.30%	20.92%	18.64%	15.65%	15.74%
淨息差	2.63%	3.00%	2.55%	2.33%	2.35%
手續費淨收入占比	10.11%	11.46%	12.07%	13.73%	13.48%
成本收入比	33.6%	29.9%	30.8%	32.0%	30.8%
調整成本收入比	40.2%	36.8%	37.7%	38.9%	37.7%
核心資本充足率	8.46%	9.91%	9.43%	9.26%	9.35%
資本充足率	11.31%	12.27%	12.55%	12.26%	12.25%
權益資產比率	5.77%	6.31%	6.78%	6.78%	6.64%
杠杆率	17.3	15.9	14.7	14.8	15.1
不良率	0.67%	0.60%	0.71%	0.81%	0.66%
撥備覆蓋率	213.51%	272.31%	254.59%	248.92%	346.24%
撥貸比	1.44%	1.62%	1.81%	2.03%	2.29%
貸存比	73.0%	72.9%	73.5%	74.0%	74.2%
增長比率					
貸款增速	18.6%	13.4%	14.3%	14.6%	14.0%
存款增速	29.0%	13.7%	13.3%	13.8%	13.8%
淨利息收入增速	35.0%	55.1%	17.4%	14.6%	9.3%
營業費用增速	18.3%	25.4%	14.3%	4.0%	7.8%
撥備前利潤增速	54.3%	44.5%	9.9%	-1.2%	13.6%
淨利潤增速	50.2%	43.3%	12.8%	-6.0%	10.7%

來源：公司及招銀國際研究部

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並無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。