

中信銀行 (998 HK)

手續費收入拖累三季度盈利表現

- ❖ **手續費收入增長乏力，經營開支上升，拖累盈利增速。**中信銀行 2018 年首三季淨利潤達到 368 億元人民幣，占我們全年盈利預測的 81%。三季度單季撥備前淨利潤同比增速為 1.6%，較中期的 5.9% 大幅放緩 4.3 個百分點，主要由於淨手續費及佣金收入同比下降 6.2%，同時營業支出同比增長 11.6%。不過，受益於良好的信貸增速及息差的不斷擴張，三季度淨利息收入依然維持較快增長，同比增速為 9.2%。此外，所得稅收入同比減少 12%，相信是投資地方債帶來免稅效應；三季度淨利潤同比增長 3.3%。
- ❖ **淨息差持續擴張。**央行較為寬鬆的貨幣政策令同業市場利率下行。根據我們的測算，中信銀行三季度淨息差環比回升 5 個基點至 1.97%。該行增加了成本較低的同業負債，占總負債比例提升至 24.6%，但仍低於監管要求的 33%。從資產端來看，中信銀行提升了利率較高的貸款和債券投資的占比，而降低了同業資產占比，也推動了息差的回升。不過，三季度客戶存款末環比收縮 0.3%，令貸存比攀升至歷史高位 98.1%；這將可能限制該行信貸規模的進一步擴張。
- ❖ **資產質量展望改善。**截至三季度末，中信銀行的不良貸款餘額環比上升 3.2%，但不良貸款率環比下降 1 個基點至 1.79%。該行三季度不良貸款的減值計提環比增加 25%，撥備覆蓋率也因此環比提升 9.8 個百分點，至 161%。中信銀行在二季度末時實行了更嚴格的不良確認，一次性將逾期 90 天以上貸款全部劃入不良貸款。儘管未來宏觀經濟依然存在諸多不確定性，但我們認為該行的資產質量面臨的壓力有所減小。
- ❖ **資本充足水準仍然偏弱。**截至三季度末，中信銀行的資本充足情況有所改善，核心一級資本充足率及資本充足率分別提升了 12 個基點和 89 個基點至 8.65% 及 12.23%。但目前該行的資本充足率與監管紅線依然只相差 120 至 170 個基點。中信銀行 10 月已完成發行 200 億元人民幣二級資本債，將能夠提升資本充足率 44 個基點。該行的 400 億元人民幣 A 股可轉債的計劃仍待中國證監會批准，但在目前估值壓力較大的情況下，待該筆可轉債全部轉股補充資本，仍需時日。
- ❖ **維持買入評級，目標價 5.90 港元。**目前中信銀行的股價相當於 2018 年預測市帳率 0.53 倍，較行業平均值低 28%，而距離其自身 2016 年年初時的估值低點 0.46 倍也僅有 15% 的差距，預計估值進一步下行的空間較小。我們認為中信銀行在零售轉型方面的進展快於其他股份制同業；但我們更看好風險偏好低且資本實力強的國有大行。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入 (百萬元人民幣)	154,159	157,231	168,425	179,688	191,611
淨利潤	41,629	42,566	45,593	49,583	54,828
每股盈利 (元人民幣)	0.85	0.87	0.90	0.99	1.09
每股盈利變動 (%)	-3.3	2.3	4.0	9.0	10.9
市帳率 (x)	0.61	0.57	0.53	0.49	0.45
市盈率 (x)	5.0	4.9	4.7	4.3	3.9
股息率 (%)	5.0	6.1	6.5	7.1	7.9
權益收益率 (%)	12.58	12.01	11.63	11.67	11.89
不良貸款率 (%)	1.69	1.68	1.73	1.69	1.65
撥備覆蓋率 (%)	155.50	169.44	180.73	194.01	201.12

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$5.90
(此前目標價)	HK\$5.90)
潛在升幅	+21.4%
當前股價	HK\$4.86

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(百萬港元)	301,798
3 月平均流通量(百萬港元)	133.09
52 周內股價高/低(港元)	6.71/4.63
總股本(百萬)	48,934.8

資料來源：彭博

股東結構

中國中信有限公司	65.37%
中國煙草總公司	4.39%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.8%	6.9%
3-月	-2.6%	11.0%
6-月	-11.8%	5.9%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵鹹永道

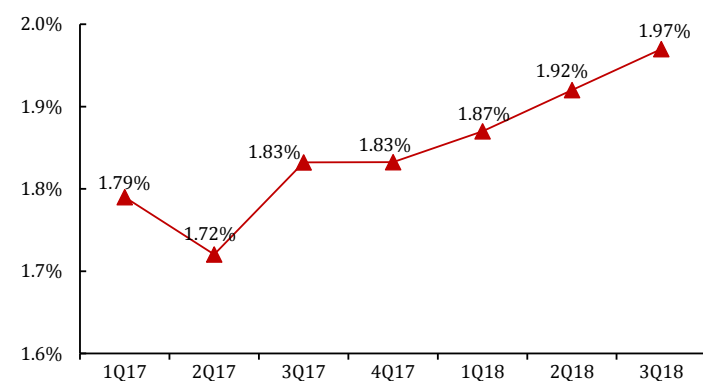
公司網站：www.citicbank.com

圖 1：中信銀行三季度業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	9M17	9M18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
淨利息收入	74,273	76,860	3.5%	25,597	27,052	5.7%
淨手續費及佣金收入	34,216	32,604	-4.7%	11,389	10,742	-5.7%
營業收入	115,518	121,854	5.5%	41,588	40,474	-2.7%
營業支出	(31,599)	(34,199)	8.2%	(11,082)	(11,636)	5.0%
撥備前利潤	83,919	87,655	4.5%	30,506	28,838	-5.5%
減值撥備	(39,476)	(41,363)	4.8%	(13,704)	(15,202)	10.9%
經營利潤	44,443	46,292	4.2%	16,802	13,636	-18.8%
所得稅	(9,539)	(8,543)	-10.4%	(2,950)	(2,276)	-22.8%
淨利潤	34,738	36,799	5.9%	13,555	11,078	-18.3%
資產負債表	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
貸款總額	3,083,676	3,511,095	13.9%	3,379,294	3,511,095	3.9%
客戶存款	3,316,743	3,578,398	7.9%	3,587,994	3,578,398	-0.3%
總資產	5,536,973	5,864,796	5.9%	5,807,444	5,864,796	1.0%
不良貸款餘額	52,579	62,794	19.4%	60,865	62,794	3.2%
主要比率	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
淨資產回報率	12.0%	11.6%	-0.4ppt	14.5%	11.6%	-2.9ppt
不良貸款率	1.7%	1.8%	13bp	1.8%	1.8%	-1bp
撥備覆蓋率	161.0%	160.9%	-0.1ppt	151.1%	160.9%	9.8ppt
貸存比	95.5%	98.1%	2.6ppt	94.2%	98.1%	3.9ppt
核心一級資本充足率	8.6%	8.7%	9bp	8.5%	8.7%	12bp

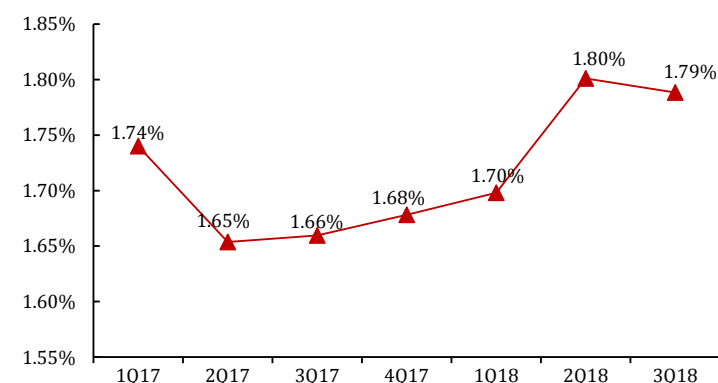
資料來源：公司、招銀國際證券

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	213,474	220,762	236,870	254,258	273,157
利息支出	(107,336)	(121,117)	(127,476)	(136,057)	(145,613)
淨利息收入	106,138	99,645	109,394	118,202	127,544
淨手續費及佣金收入	42,280	46,858	48,264	50,677	53,211
其他淨收益和收入	5,741	10,728	10,767	10,809	10,856
營業收入	154,159	157,231	168,425	179,688	191,611
營業費用	(47,272)	(48,913)	(50,898)	(55,941)	(60,474)
扣除減值損失前的營業利潤	106,887	108,318	117,526	123,747	131,137
資產減值損失	(52,288)	(55,787)	(61,305)	(62,661)	(63,656)
營業利潤	54,599	52,531	56,221	61,086	67,481
聯營企業及合營企業投資淨收益	9	(255)	(255)	(255)	(255)
稅前利潤	54,608	52,276	55,966	60,831	67,226
所得稅費用	(12,822)	(9,398)	(10,061)	(10,936)	(12,086)
年度利潤	41,786	42,878	45,905	49,895	55,140
非控制性權益	(157)	(312)	(312)	(312)	(312)
淨利潤	41,629	42,566	45,593	49,583	54,828

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央銀行款項	545,921	561,560	600,202	647,456	698,490
同業資產	546,653	351,045	365,866	381,428	397,768
金融投資	1,852,670	1,445,298	1,496,127	1,585,930	1,689,682
貸款和墊款淨額	2,802,384	3,105,984	3,344,425	3,606,531	3,893,405
其他資產	183,422	213,804	248,189	275,922	296,673
總資產	5,931,050	5,677,691	6,054,808	6,497,266	6,976,018
向中央銀行借款	184,050	237,600	261,360	287,496	316,246
同業負債	1,464,927	1,283,047	1,354,122	1,430,115	1,511,409
客戶存款	3,639,290	3,407,636	3,646,171	3,937,864	4,252,893
已發行債券	107,530	168,299	173,028	177,993	183,206
其他負債	150,757	168,676	176,203	185,298	195,141
總負債	5,546,554	5,265,258	5,610,883	6,018,766	6,458,894
本行股東應享權益	379,224	399,638	431,131	465,706	504,329
非控制性權益	5,272	12,795	12,795	12,795	12,795
總權益	384,496	412,433	443,926	478,501	517,124

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

主要比率

年結：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入结构					
净利息收入	68.8%	63.4%	65.0%	65.8%	66.6%
净手续费及佣金收入	27.4%	29.8%	28.7%	28.2%	27.8%
其他净收益和收入	3.7%	6.8%	6.4%	6.0%	5.7%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	1.6%	-6.1%	9.8%	8.1%	7.9%
净手续费及佣金收入	18.5%	10.8%	3.0%	5.0%	5.0%
营业收入	5.9%	2.0%	7.1%	6.7%	6.6%
营业费用	-6.6%	3.5%	4.1%	9.9%	8.1%
拨备前利润	12.6%	1.3%	8.5%	5.3%	6.0%
净利润	1.1%	2.3%	7.1%	8.8%	10.6%
资产质量					
不良贷款率	1.69%	1.68%	1.73%	1.69%	1.65%
不良贷款拨备覆盖率	155.50%	169.44%	180.73%	194.01%	201.12%
拨贷比	2.62%	2.84%	3.13%	3.28%	3.32%
信贷成本	1.69%	1.65%	1.62%	1.49%	1.39%
资本充足率					
核心一级资本充足率	8.64%	8.49%	9.97%	10.08%	10.22%
一级资本充足率	9.65%	9.34%	10.96%	11.01%	11.08%
资本充足率	11.98%	11.65%	13.38%	13.26%	13.18%
回报率					
平均净资产收益率	12.58%	12.01%	11.63%	11.67%	11.89%
平均总资产收益率	0.75%	0.73%	0.75%	0.77%	0.79%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.85	0.87	0.90	0.99	1.09
每股股息（元人民币）	0.215	0.261	0.280	0.304	0.336
每股账面值（元人民币）	7.04	7.45	8.10	8.80	9.59

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

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	: 招銀國際並未給予投資評級

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，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(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。