

中信银行 (998 HK)

资产质量依然承压

- ❖ **拨备计提削弱净利润增长。**中信银行 2018 年上半年净利润达到 257 亿元人民币，占全年市场一致预期的 57%。净利润加速增长，同比增速由一季度的 6.8% 进一步提升至上半年的 7.1%，高于全国商业银行整体增速水平的 6.4%。按季来看，中信银行二季度拨备前利润同比增长 9.3%，主要由净利息收入及投资收益推动，而部分为理财业务收紧导致的净手续费佣金收入下滑所抵消。在监管引导下，不良认定趋严，导致减值拨备同比大幅增长 17.9%，令单季净利润增速收窄至 7.4%。
- ❖ **资金成本下降，净息差改善。**受惠于二季度下行的同业市场利率，我们测算中信银行的净息差环比回升 4 个基点，至 1.91%。公司的负债结构中，同业负债占比达到 22.5%，预期在 7、8 月整体流动性较为宽裕的情况下，三季度净息差仍将持续扩张。截至二季度末，存款总额环比增长 3.2%，增速高于同期贷款增长的 2.4%；贷存比仍然维持偏高水平，达到 94.2%。
- ❖ **不良贷款确认趋严导致不良贷款余额上升。**二季度末，中信银行的不不良贷款余额环比上升 8.7%，不良贷款率也攀升 10 个基点至 1.80%，主要受制造业和批发零售业贷款资产质量下滑影响。由于监管加强，中信银行采取了更为严格的不良贷款认定，二季度末不良贷款对 90 天以上逾期贷款的比例达到 106%，较 2017 年末上升 15 个百分点。与此同时，拨备覆盖率大幅下降 36.7 个百分点至 151%。我们预计该行在拨备覆盖率回升到行业平均水平之前，信贷成本仍将维持在较高水平。
- ❖ **资本充足水平仍然偏弱。**截至二季度末，中信银行的核心一级资本充足率及资本充足率分别下降 5 个基点和 51 个基点至 8.53% 及 11.34%，主要由于公司在二季度派发股息。目前公司的资本充足率与监管红线仅相差 80 至 100 个基点，将可能影响公司信贷的进一步投放。该行发行 400 亿元人民币 A 股可转债的计划仍待中国证监会批准。若该笔可转债全部转股，将有望为资本充足水平带来 90 个基点的改善。
- ❖ **零售转型进入收获期。**自 2014 年起，中信银行开始实施为期 3 年的零售转型计划，以降低业务的顺周期性、减少资本消耗以及提升盈利能力。截至二季度末，零售贷款占该行贷款总额的 38.3%，较 2014 年的 25.3% 大幅上升 13 个百分点。零售业务对营业收入及税前利润的贡献在今年上半年也分别达到了 34.6% 及 35.9%。
- ❖ **估值吸引，但缺乏向上修复催化剂。**目前中信银行的股价相当于 2018 年预测市帐率 0.52 倍，较行业平均值 0.77 倍以及其自身的历史 P/B 平均值 0.75 倍低约 30%。我们认为公司股价的短期表现仍将受制于资产质量的下滑。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业收入 (百万元人民币)	145,545	154,159	157,231
净利润 (百万元人民币)	41,158	41,629	42,566
每股盈利 (元人民币)	0.88	0.85	0.87
每股盈利变动 (%)	1.1	(3.3)	2.3
市帐率 (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
权益收益率 (%)	14.26	12.58	12.01
不良贷款率 (%)	1.43	1.69	1.68
拨备覆盖率 (%)	167.81	155.50	169.44

资料来源：公司、彭博、招银国际证券

未评级

当前股价 HK\$4.97

孙明, CFA

电话: (852) 3900 0836

邮件: terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话: (852) 3761 8775

邮件: suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	310,390
3 月平均流通量(百万港元)	181.45
52 周内股价高/低(港元)	6.82/4.63
总股本(百万)	48,934.8

资料来源：彭博

股东结构

中国中信有限公司	65.37%
中国烟草总公司	4.39%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.6%	1.4%
3-月	-16.1%	-6.7%
6-月	-19.9%	-9.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

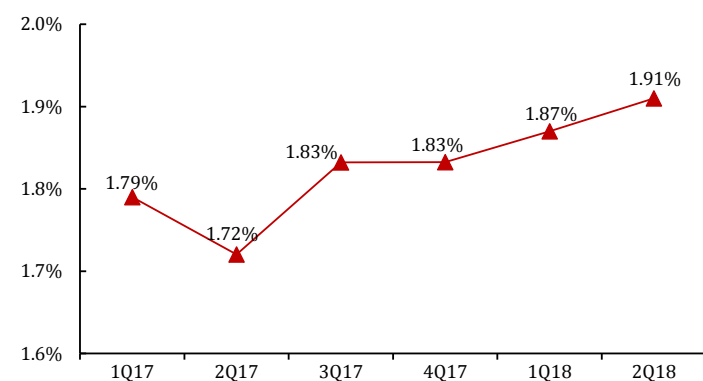
公司网站：www.citicbank.com

图1：中信银行上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净利息收入	49,494	49,808	0.6%	24,211	25,597	5.7%
净手续费及佣金收入	22,761	21,862	-3.9%	10,473	11,389	8.7%
营业收入	76,709	81,380	6.1%	39,792	41,588	4.5%
营业支出	(21,168)	(22,563)	6.6%	(11,481)	(11,082)	-3.5%
拨备前利润	55,541	58,817	5.9%	28,311	30,506	7.8%
减值拨备	(24,414)	(26,161)	7.2%	(12,457)	(13,704)	10.0%
经营利润	31,127	32,656	4.9%	15,854	16,802	6.0%
所得税	(6,952)	(6,267)	-9.9%	(3,317)	(2,950)	-11.1%
净利润	24,011	25,721	7.1%	12,166	13,555	11.4%
资产负债表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
贷款总额	3,012,896	3,379,294	12.2%	3,298,496	3,379,294	2.4%
客户存款	3,453,476	3,587,994	3.9%	3,477,528	3,587,994	3.2%
总资产	5,651,216	5,807,444	2.8%	5,624,705	5,807,444	3.2%
不良贷款余额	51,119	60,865	19.1%	56,008	60,865	8.7%
主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净资产回报率	14.3%	14.5%	0.2%	13.2%	14.5%	1.3%
不良贷款率	1.7%	1.8%	0.1%	1.7%	1.8%	0.1%
拨备覆盖率	153.0%	151.1%	-1.9%	187.8%	151.1%	-36.7%
拨贷比	89.5%	94.2%	4.7%	94.9%	94.2%	-0.7%
核心一级资本充足率	8.6%	8.5%	-0.1%	8.6%	8.5%	-0.1%

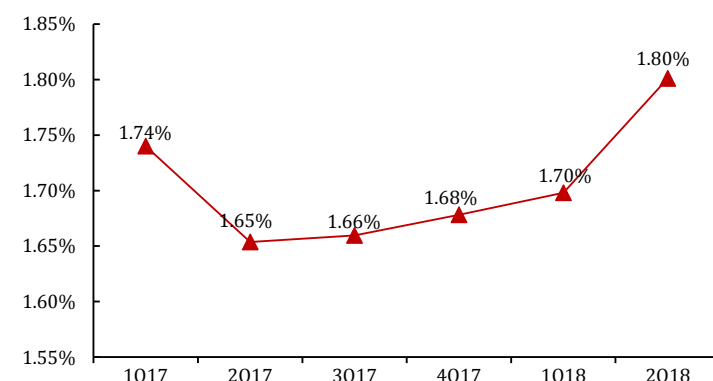
资料来源：公司、招银国际证券

图2：中信银行单季净息差走势



资料来源：公司、招银国际证券

图3：中信银行不良贷款率走势



资料来源：公司、招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。