

中信银行(998 HK, 3.66 港元, 目标价: 4.63 港元, 买入) - 低拨备助推中期业绩高速增长

- ❖ **二季度信用成本大幅下降, 净利润增 29%。**2012 上半年中信银行净利润同比增长 29%至 193.7 亿元(人民币, 下同)。利润高增长主要由于生息资产规模的扩张, 以及相比同业而言较少的拨备支出所致。在一季度加大拨备计提力度后, 二季度拨备支出仅 2.3 亿元, 信用成本大幅下降至仅 0.08%, 大幅低于同业, 并导致拨备覆盖率及拨贷比均有所下降。拨备支出的降低助推业绩实现高增长, 但我们认为在此基础上实现的业绩增长不具持续性, 且在目前经济情况下与同业相比公司拨备略显不足。
- ❖ **息差大幅收窄, 中间业务收入维持高增长。**公司的企业客户业务占比较高, 企业客户定期存款比重较大。另外, 上半年商业银行均对资产结构进行调整加大同业资产配置, 加上存款成本上升, 中信银行上半年净息差环比大幅收窄 23 个基点至 2.89%。展望全年, 我们预计净息差仍将持续走低。强势的企业客户业务促使公司中间业务收入维持高速增长。上半年手续费净收入同比增长 38.7%, 其中银行卡手续费、结算手续费和代理手续费高速增长弥补了贷款相关的顾问和承诺手续费增速的放缓。
- ❖ **资产质量稳定, 拨备力度稍显不足。**截止 6 月底不良率较年初微增 1 个基点至 0.61%。上半年不良贷款增长 10%, 关注类贷款下降 27%, 逾期贷款增 53%, 且新增逾期多为逾期 90 天以内, 与行业趋势基本一致。由于二季度拨备大幅减少, 拨备覆盖率和拨贷比均较一季度末有所下降, 分别为 273%和 1.67%。公司的拨贷比指标在同业中处于较低水平, 离 2.5%的监管指引相差较大, 我们预计下半年拨备压力较大。
- ❖ **与其他股份制银行相比, 中信银行的企业客户业务占比较高, 因而在降息周期下息差压力较大, 另外公司的拨备水平偏弱, 未来有进一步加大计提的可能。我们维持之前的盈利预测, 目前股价对应 2012 年 4.1 倍 PE 和 0.7 倍 PB, 在所有内银股中估值最低。我们认为, 目前股价提供了一定安全边际, 未来股价仍有可能向价值中枢回归。我们维持“买入”评级和 4.63 港元的目标价, 对应 2012 年 5.1 倍 PE 和 0.9 倍 PB。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入额(人民币百万元)	56,356	77,092	85,983	86,651	96,467
净利润(人民币百万元)	21,509	30,819	34,777	32,686	36,191
每股收益(人民币)	0.55	0.71	0.74	0.70	0.77
每股收益变动(%)	50.2	29.0	4.6	(6.0)	10.7
市盈率(x)	5.7	4.2	4.1	4.3	3.9
市帐率(x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	N/A	6.7	7.1	6.7	7.7
权益收益率(%)	18.3	20.9	18.6	15.7	15.7
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招银国际研究部

中信银行(998 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.66
目标价	HK\$4.63
市值(港币百万)	204,730
过去 3 月平均交易(港币百万)	122
52 周高/低(港币)	5.15/2.93
发行股数(百万股)	46,787
主要股东	中信集团 (61.9%)

来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-5.7%	-5.2%
3 月	-3.7%	-10.1%
6 月	-27.1%	-20.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

损益表

年结：12月31日（人民币百万元）	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)
净利息收入	48,135	65,106	72,631	71,294	79,888
手续费和佣金净收入	5,696	8,837	10,378	11,898	13,002
其他经营收入	2,525	3,149	2,974	3,459	3,576
经营收入	56,356	77,092	85,983	86,651	96,467
经营费用	(22,638)	(28,381)	(32,452)	(33,750)	(36,385)
拨备前利润	33,718	48,711	53,531	52,901	60,082
拨备支出	(5,249)	(7,207)	(7,168)	(9,318)	(11,817)
其他	226	86	50	50	50
税前收入	28,695	41,590	46,413	43,633	48,315
所得税	(6,916)	(10,746)	(11,603)	(10,908)	(12,079)
少数股东权益	(270)	(25)	(33)	(39)	(45)
净利润	21,509	30,819	34,777	32,686	36,191

来源：公司，招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（人民币百万元）	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
总资产	2,081,314	2,765,881	2,927,552	3,234,257	3,625,675
现金及存放央行款项	252,289	361,419	401,364	456,753	519,784
存放其他金融机构款项	134,622	542,511	405,700	404,752	434,392
买入返售金融资产	147,632	162,211	154,100	160,264	166,675
客户贷款净额	1,246,026	1,410,779	1,609,499	1,840,310	2,092,421
证券投资	275,100	261,227	329,146	342,312	379,966
固定资产	10,222	10,388	10,596	11,126	11,682
其他资产	13,170	15,134	14,890	16,282	18,074
总负债	1,956,776	2,587,100	2,724,750	3,010,940	3,381,054
其他金融机构存拆放款	148,735	540,222	421,881	403,565	423,176
卖出回购金融资产	4,381	9,806	10,296	11,326	12,459
客户存款	1,730,816	1,968,051	2,229,802	2,537,514	2,887,691
应缴税金	2,598	4,015	3,212	2,891	2,602
应付利息	8,569	13,599	11,967	11,010	10,129
其他负债	4,054	5,052	4,648	4,230	3,849
少数股东权益	4,363	4,285	4,199	4,115	4,033
所有者权益	120,175	174,496	198,602	219,202	240,588

来源：公司，招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股数据					
每股收益（人民币）	0.551	0.711	0.743	0.699	0.774
每股净资产（人民币）	2.666	3.730	4.245	4.685	5.142
每股股息（人民币）	-	0.200	0.216	0.203	0.232
总资本回报率	1.03%	1.11%	1.19%	1.01%	1.00%
平均资本回报率	1.12%	1.27%	1.22%	1.06%	1.06%
总权益回报率	17.90%	17.66%	17.51%	14.91%	15.04%
平均权益回报率	18.30%	20.92%	18.64%	15.65%	15.74%
净息差	2.63%	3.00%	2.55%	2.33%	2.35%
手续费佣金净收入比重	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%
调整成本收入比	40.2%	36.8%	37.7%	38.9%	37.7%
核心资本充足率	8.46%	9.91%	9.95%	9.31%	9.35%
总资本充足率	11.31%	12.27%	12.55%	12.18%	12.25%
权益资产比率	5.77%	6.31%	6.78%	6.78%	6.64%
杠杆率	17.3	15.9	14.7	14.8	15.1
不良资产率	0.67%	0.60%	0.71%	0.81%	0.66%
拨备覆盖率	213.51%	272.31%	254.59%	248.92%	346.24%
拨贷比	1.44%	1.62%	1.81%	2.03%	2.29%
存贷比	73.0%	72.9%	73.5%	74.0%	74.2%
成长性指标					
贷款增速	18.6%	13.4%	14.3%	14.6%	14.0%
存款增速	29.0%	13.7%	13.3%	13.8%	13.8%
手续费增速	35.0%	55.1%	17.4%	14.6%	9.3%
经营费用增苏	18.3%	25.4%	14.3%	4.0%	7.8%
拨备前利润增速	54.3%	44.5%	9.9%	-1.2%	13.6%
净利润增速	50.2%	43.3%	12.8%	-6.0%	10.7%

来源：公司，招銀国际研究部

联华超市 (980 HK, HK\$6.61, 目标价: HK\$7.63, 持有) - 拐点仍未来临, 盈利能力偏弱

- ❖ **成本高企致中期业绩下降 15.4%。**2012 上半年营业额同比微增 3.9%至 145.8 亿元(人民币, 下同), 毛利增 4%, 毛利率与去年同期基本持平于 13.8%。但销售成本上升 7.5%, 升幅超过毛利增幅。行政开支和其他运营成本分别增长 3.9%和 7.9%, 总体费用率上升 63 个基点。加上联营投资收益减少 14.8%, 导致中期净利下滑 15.4%至 3.32 亿元, 净利率下降 52 个基点至 2.27%。
- ❖ **同店销售下滑 1.69%, 以大卖场为甚。**2012 上半年公司旗下大卖场、超市和便利店的同店销售额分别下降 3.7%、上升 1.44%和上升 4.36%。由于大卖场营业额占比较高, 导致总体同店销售下滑 1.69 个百分点。公司大卖场面临周边新开门店的激烈竞争, 实现同店增长面临较大压力。超市和便利店受影响相对较小。上半年应付帐款账期和存货周转期分别为 59 天和 38 天, 总体稳定。
- ❖ **门店总数净减少 92 家。**上半年公司新开大卖场 3 家, 超市 67 家和便利店 100 家, 合计新开店 170 家, 但由于关闭了低效率和长期亏损门店共 262 家, 使门店总数不升反降 92 家至 5,058 家, 门店数量仍保持行业领先。公司跨区域扩张能力羸弱, 且短期来看在华东地区的扩张也陷入瓶颈, 未来外部增长能力偏弱。在激烈竞争下, 大卖场业态未来经营压力增大, 公司不得不加大促销力度以保持市场份额, 但会进一步削弱经营利润率。
- ❖ **从上半年经营情况来看, 人力资源成本和租金成本上升成为侵蚀利润的最大因素。**此外由于面对激烈竞争而加大促销力度, 使得经营利润率保持低位。公司缺乏有效的异地扩张能力, 目前华东地区的扩张也进入瓶颈期。公司内生和外生能力均偏弱, 盈利拐点仍未来临。我们维持原有盈利预期, 预计 2012/2013 年净利润分别为 6.48 亿元和 7.36 亿元。目前股价对应 2012 年 9.5 倍市盈率。我们维持“持有”评级和 7.63 港元目标价, 对应 1 倍 PEG。

联华超市 (980 HK)

评级	持有
收市价	HK\$6.61
目标价	HK\$7.63
市值 (港币百万)	7,401
过去 3 月平均交易 (港币百万)	4.2
52 周高/低 (港币)	15.00/6.45
发行股数 (百万股)	1,120
主要股东	上海友谊(55.2%)

来源: HKEx, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-9.9%	-9.5%
3 月	-17.6%	-23.1%
6 月	-40.2%	-35.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (人民币百万元)	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
净利润 (人民币百万元)	622	627	648	736	851
每股收益 (人民币)	1.00	0.56	0.58	0.66	0.76
每股收益变动 (%)	22.8	(44.1)	3.4	13.6	15.5
市盈率(x)	5.6	9.6	9.3	8.2	7.1
市帐率(x)	4.2	4.0	3.8	3.4	3.0
股息率 (%)	5.9	3.7	3.8	4.3	4.9
权益收益率 (%)	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

损益表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
销售成本	(22,292)	(23,564)	(24,198)	(25,058)	(26,274)
毛利	3,613	3,956	4,170	4,387	4,673
其他收入	2,417	2,523	2,612	2,768	2,990
其他收益	448	596	548	581	616
销售及分销成本	(4,977)	(5,498)	(5,713)	(5,970)	(6,328)
行政费用	(648)	(673)	(696)	(731)	(760)
其他运营开支	(78)	(75)	(79)	(81)	(84)
息税前利润	775	829	842	955	1,106
财务费用	-	(0)	-	-	-
应占联营公司损益	179	143	160	185	211
税前利润	954	972	1,002	1,140	1,317
所得税	(244)	(258)	(265)	(303)	(350)
少数股东权益	(88)	(87)	(88)	(100)	(116)
净利润	622	627	648	736	851

来源：公司，招银证券研究部

资产负债表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	6,326	8,249	9,044	9,699	10,462
固定资产	3,353	3,710	4,245	4,442	4,694
金融资产	545	491	614	860	1,117
无形资产	178	187	168	151	138
定期存款	1,493	2,744	2,744	2,744	2,744
联营投资	504	517	621	776	931
其他	254	600	653	727	838
流动资产	12,127	12,065	12,506	13,047	13,736
存货	2,787	3,421	3,518	3,592	3,745
贸易应收款	118	86	106	108	112
金融资产及其他应收款	1,359	1,279	1,268	1,286	1,318
定期存款	2,281	1,713	1,713	1,713	1,713
现金及等价物	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849
流动负债	15,179	16,645	17,347	17,959	18,734
银行贷款	-	2	-	-	-
贸易应付款	4,157	4,419	4,549	4,636	4,861
其他应付款及应计负债	10,914	12,062	12,665	13,171	13,698
应缴税金	108	162	133	152	175
非流动负债	49	47	47	47	47
递延所得税负债	49	47	47	47	47
少数股东权益	329	308	345	393	468
净资产	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949
股东权益	2,896	3,314	3,812	4,348	4,949

来源：公司，招银证券研究部

现金流量表

年结：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
税前利润	954	972	1,002	1,140	1,317
折旧和摊销	543	546	601	649	701
利息收入	(194)	(302)	(287)	(258)	(279)
应占联营公司损益	(179)	(143)	(160)	(185)	(211)
其他	(31)	(124)	(84)	(134)	(134)
经营利润	1,093	949	1,072	1,211	1,394
存货变动	(331)	(634)	(97)	(75)	(152)
应收款变动	(94)	(175)	(46)	118	60
应付款变动	2,557	1,553	733	593	752
其他	(897)	(863)	-	-	-
经营活动净现金流	2,235	793	1,683	1,803	1,982
金融资产变动	86	315	287	258	279
股东资产购置	(593)	(1,170)	(1,053)	(948)	(995)
其他	(118)	566	-	-	-
投资活动净现金流	(625)	(289)	(766)	(689)	(716)
支付股息	(225)	(448)	(579)	(667)	(766)
资本发行	4	-	-	-	-
银行贷款变动	-	2	(2)	-	-
其他	-	(73)	-	-	-
融资活动净现金流	(221)	(518)	(581)	(667)	(766)
总净现金流	1,389	(15)	336	446	499
期初现金	4,192	5,581	5,566	5,903	6,349
期末现金	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849

来源：公司，招银证券研究部

主要财务比率

年结：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股数据					
每股收益(人民币)	1.001	0.560	0.579	0.658	0.760
每股净资产(人民币)	4.655	2.960	3.405	3.884	4.420
每股股息(港元)	0.390	0.247	0.249	0.283	0.327
盈亏比率 (%)					
毛利率	13.9	14.4	14.7	14.9	15.1
经营利润率	3.0	3.0	3.0	3.2	3.6
净利率	2.4	2.3	2.3	2.5	2.7
有效税率	25.5	26.6	26.5	26.6	26.6
成长性指标 (%)					
营业额增速	7.9	6.2	3.1	3.8	5.1
毛利增速	15.2	9.5	5.4	5.2	6.5
息税前利润增速	18.6	7.0	1.5	13.4	15.8
净利润增速	22.8	0.7	3.4	13.6	15.5
资产负债率相关比率					
流动比率 (倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
速动比率 (倍)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转日	1.4	1.4	1.2	1.3	1.3
应付账款周转日	63.5	68.3	67.9	67.1	66.3
存货周转日	43.0	48.1	52.3	51.8	51.0
权益总负债率 (%)	-	0.1	-	-	-
权益净负债率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
回报率指标 (%)					
权益回报率	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
资产回报率	3.7	3.2	3.1	3.3	3.8

来源：公司，招银证券研究部

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之分析员，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-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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风险。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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。