

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，所得稅收入同比减少 12%，相信是投資地方債帶來免稅效應；三季度淨利潤同比增长 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。
- ❖ **資本充足水平仍然偏弱。** 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，仍需求時日。
- ❖ **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%

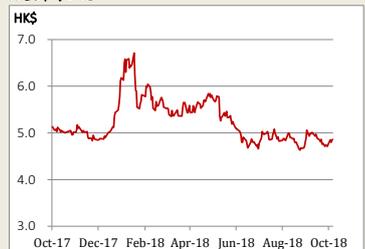
資料來源：公司

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



審計師：羅兵咸永道

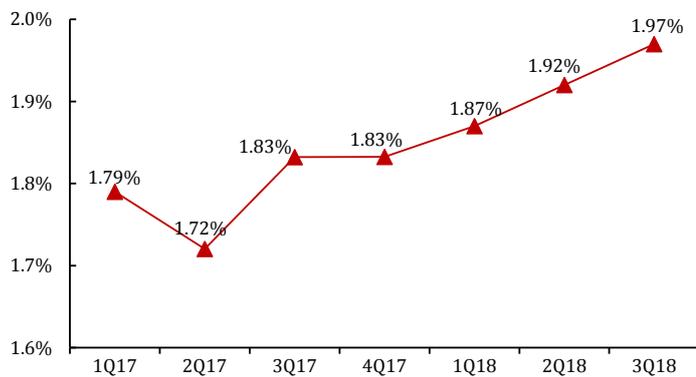
公司網站：www.citicbank.com

图 1：中信银行三季度业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	9M17	9M18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
净利息收入	74,273	76,860	3.5%	25,597	27,052	5.7%
净手续费及佣金收入	34,216	32,604	-4.7%	11,389	10,742	-5.7%
营业收入	115,518	121,854	5.5%	41,588	40,474	-2.7%
营业支出	(31,599)	(34,199)	8.2%	(11,082)	(11,636)	5.0%
拨备前利润	83,919	87,655	4.5%	30,506	28,838	-5.5%
减值拨备	(39,476)	(41,363)	4.8%	(13,704)	(15,202)	10.9%
经营利润	44,443	46,292	4.2%	16,802	13,636	-18.8%
所得税	(9,539)	(8,543)	-10.4%	(2,950)	(2,276)	-22.8%
净利润	34,738	36,799	5.9%	13,555	11,078	-18.3%
资产负债表	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
贷款总额	3,083,676	3,511,095	13.9%	3,379,294	3,511,095	3.9%
客户存款	3,316,743	3,578,398	7.9%	3,587,994	3,578,398	-0.3%
总资产	5,536,973	5,864,796	5.9%	5,807,444	5,864,796	1.0%
不良贷款余额	52,579	62,794	19.4%	60,865	62,794	3.2%
主要比率	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
净资产回报率	12.0%	11.6%	-0.4ppt	14.5%	11.6%	-2.9ppt
不良贷款率	1.7%	1.8%	13bp	1.8%	1.8%	-1bp
拨备覆盖率	161.0%	160.9%	-0.1ppt	151.1%	160.9%	9.8ppt
贷存比	95.5%	98.1%	2.6ppt	94.2%	98.1%	3.9ppt
核心一级资本充足率	8.6%	8.7%	9bp	8.5%	8.7%	12bp

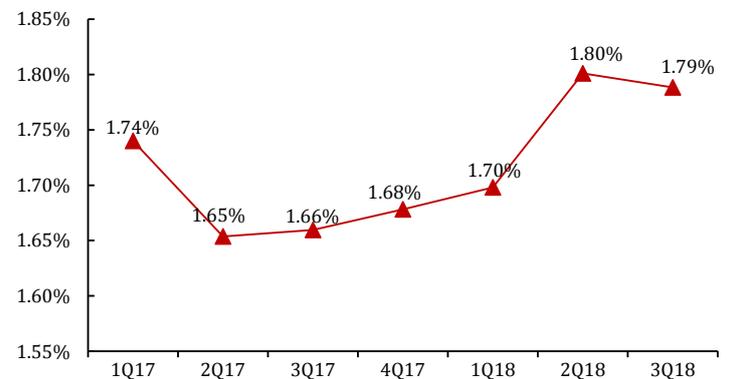
资料来源：公司、招银国际证券

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	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)
净利息收入	106,138	99,645	109,394	118,202	127,544
净手续费及佣金收入	42,280	46,858	48,264	50,677	53,211
其他净收益和收入	5,741	10,728	10,767	10,809	10,856
营业收入	154,159	157,231	168,425	179,688	191,611
营业费用	(47,272)	(48,913)	(50,898)	(55,941)	(60,474)
扣除减值损失前的营业利润	106,887	108,318	117,526	123,747	131,137
资产减值损失	(52,288)	(55,787)	(61,305)	(62,661)	(63,656)
营业利润	54,599	52,531	56,221	61,086	67,481
联营企业及合营企业投资净收益	9	(255)	(255)	(255)	(255)
税前利润	54,608	52,276	55,966	60,831	67,226
所得税费用	(12,822)	(9,398)	(10,061)	(10,936)	(12,086)
年度利润	41,786	42,878	45,905	49,895	55,140
非控制性权益	(157)	(312)	(312)	(312)	(312)
净利润	41,629	42,566	45,593	49,583	54,828

资料来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央银行款项	545,921	561,560	600,202	647,456	698,490
同业资产	546,653	351,045	365,866	381,428	397,768
金融投资	1,852,670	1,445,298	1,496,127	1,585,930	1,689,682
贷款和垫款净额	2,802,384	3,105,984	3,344,425	3,606,531	3,893,405
其他资产	183,422	213,804	248,189	275,922	296,673
总资产	5,931,050	5,677,691	6,054,808	6,497,266	6,976,018
向中央银行借款	184,050	237,600	261,360	287,496	316,246
同业负债	1,464,927	1,283,047	1,354,122	1,430,115	1,511,409
客户存款	3,639,290	3,407,636	3,646,171	3,937,864	4,252,893
已发行债券	107,530	168,299	173,028	177,993	183,206
其他负债	150,757	168,676	176,203	185,298	195,141
总负债	5,546,554	5,265,258	5,610,883	6,018,766	6,458,894
本行股东应享权益	379,224	399,638	431,131	465,706	504,329
非控制性权益	5,272	12,795	12,795	12,795	12,795
总权益	384,496	412,433	443,926	478,501	517,124

资料来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：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

资料来源：公司及招银国际研究部预测

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于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。