

睿智投資

中信銀行(998 HK, 3.66 港元目標價:4.63 港元 買入)-低撥備助推中期業績高增長

- ❖ **二季度信用成本大幅下降，淨利潤增 29%。**2012 上半年中信銀行淨利潤同比增長 29%至 193.7 億元(人民幣，下同)。利潤高增長主要由於生息資產規模的擴張，以及相比同業而言較少的撥備支出所致。在一季度加大撥備計提力度後，二季度撥備支出僅 2.3 億元，信用成本大幅下降至僅 0.08%，大幅低於同業，並導致撥備覆蓋率及撥貸比均有所下降。撥備支出的降低助推業績實現高增長，但我們認為在此基礎上實現的業績增長不具持續性，且在目前經濟情況下與同業相比公司撥備略顯不足。
- ❖ **息差大幅收窄，中間業務收入維持高增長。**公司的企業客戶業務佔比較高，企業客戶定期存款比重較大。另外，上半年商業銀行均對資產結構進行調整加大同業資產配置，加上存款成本上升，中信銀行上半年淨息差環比大幅收窄 23 個基點至 2.89%。展望全年，我們預計淨息差仍將持續走低。強勢的企業客戶業務促使公司中間業務收入維持高速增長。上半年手續費淨收入同比增長 38.7%，其中銀行卡手續費、結算手續費和代理手續費高速增長彌補了貸款相關的顧問和承諾手續費增速的放緩。
- ❖ **資產質量穩定，撥備力度稍顯不足。**截止 6 月底不良率較年初微增 1 個基點至 0.61%。上半年不良貸款增長 10%，關注類貸款下降 27%，逾期貸款增 53%，且新增逾期多為逾期 90 天以內，與行業趨勢基本一致。由於二季度撥備大幅減少，撥備覆蓋率和撥貸比均較一季度末有所下降，分別為 273% 和 1.67%。公司的撥貸比指標在同業中處於較低水平，離 2.5% 的監管指引相差較大，我們預計下半年撥備壓力較大。
- ❖ **與其他股份制銀行相比，中信銀行的企業客戶業務佔比較高，因而在降息週期下息差壓力較大，另外公司的撥備水平偏弱，未來有進一步加大計提的可能。**我們維持之前的盈利預測，目前股價對應 2012 年 4.1 倍 PE 和 0.7 倍 PB，在所有內銀股中估值最低。我們認為，目前股價提供了一定安全邊際，未來股價仍有可能向價值中樞回歸。我們維持“買入”評級和 4.63 港元的目標價，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)	5.7	4.2	4.1	4.3	3.9
市帳率(x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	N/A	6.7	7.1	6.7	7.7
權益收益率(%)	18.3	20.9	18.6	15.7	15.7
淨財務杠桿率(%)	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\$3.66
目標價	HK\$4.63
市值(港幣百萬)	204,730
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	122
52 周高/低(港幣)	5.15/2.93
發行股數(百萬股)	46,787
主要股東	中信集團(61.9%)

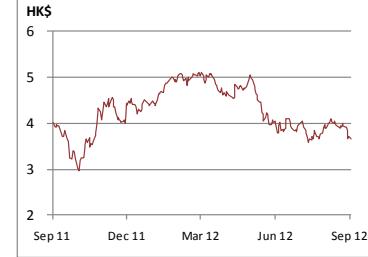
來源:HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.7%	-5.2%
3 月	-3.7%	-10.1%
6 月	-27.1%	-20.7%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博



招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

損益表

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)
净利润收入	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

資產負債表

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
存拆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



招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

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, 招银国际研究部

聯華超市(980 HK, HK\$6.61, 目標價: HK\$7.63, 持有) - 拐點仍未來臨, 盈利能力偏弱

- ❖ 成本高企致中期業績下降 15.4%。2012 上半年營業額同比微增 3.9%至 145.8 億元(人民幣, 下同), 毛利增 4%, 毛利率與去年同期基本持平於 13.8%。但銷售成本上升 7.5%, 升幅超過毛利增幅。行政開支和其他運營成本分別增長 3.9%和 7.9%, 總體費用率上升 63 個基點。加上聯營投資收益減少 14.8%, 導致中期淨利下滑 15.4%至 3.32 億元, 淨利率下降 52 個基點至 2.27%。
- ❖ 同店銷售下滑 1.69%, 以大賣場為甚。2012 上半年公司旗下大賣場、超市和便利店的同店銷售額分別下降 3.7%、上升 1.44%和上升 4.36%。由於大賣場營業額佔比較高, 導致總體同店銷售下滑 1.69 個百分點。公司大賣場面臨周邊新開門店的激烈競爭, 實現同店增長面臨較大壓力。超市和便利店受影響相對較小。上半年應付帳款賬期和存貨周轉期分別為 59 天和 38 天, 總體穩定。
- ❖ 門店總數淨減少 92 家。上半年公司新開大賣場 3 家, 超市 67 家和便利店 100 家, 合計新開店 170 家, 但由於關閉了低效率和長期虧損門店共 262 家, 使門店總數不升反降 92 家至 5,058 家, 門店數量仍保持行業領先。公司跨區域擴張能力羸弱, 且短期來看在華東地區的擴張也陷入瓶頸, 未來外部增長能力偏弱。在激烈競爭下, 大賣場業態未來經營壓力增大, 公司不得不加大促銷力度以保持市場份額, 但會進一步削弱經營利潤率。
- ❖ 從上半年經營情況來看, 人力資源成本和租金成本上升成為侵蝕利潤的最大因素。此外由於面對激烈競爭而加大促銷力度, 使得經營利潤率保持低位。公司缺乏有效的異地擴張能力, 目前華東地區的擴張也進入瓶頸期。公司內生和外生能力均偏弱, 盈利拐點仍未來臨。我們維持原有盈利預期, 預計 2012/2013 年淨利潤分別為 6.48 億元和 7.36 億元。目前股價對應 2012 年 9.5 倍市盈率。我們維持“持有”評級和 7.63 港元目標價, 對應 1 倍 PEG。

聯華超市 (980 HK)

	持有
收市價	HK\$6.61
目標價	HK\$7.63
市值(港幣百萬)	7,401
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	4.2
52 周高/低(港幣)	15.00/6.45
發行股數(百萬股)	1,120
主要股東	上海友誼(55.2%)

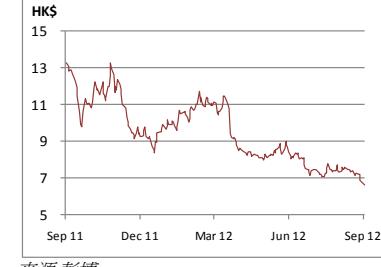
來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.9%	-9.5%
3 月	-17.6%	-23.1%
6 月	-40.2%	-35.0%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(人民幣百萬元)	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
淨利潤(人民幣百萬元)	622	627	648	736	851
每股收益(人民幣)	1.00	0.56	0.58	0.66	0.76
每股收益變動(%)	22.8	(44.1)	3.4	13.6	15.5
市盈率(x)	5.6	9.6	9.3	8.2	7.1
市帳率(x)	4.2	4.0	3.8	3.4	3.0
股息率(%)	5.9	3.7	3.8	4.3	4.9
權益收益率(%)	23.2	20.2	18.2	18.0	18.3
淨財務杠桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

損益表

年結：12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額	25,905	27,520	28,368	29,445	30,946
銷售成本	(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
銷售及分銷成本	(4,977)	(5,498)	(5,713)	(5,970)	(6,328)
行政費用	(648)	(673)	(696)	(731)	(760)
其他運營开支	(78)	(75)	(79)	(81)	(84)
應稅前利潤	775	829	842	955	1,106
財務費用	-	(0)	-	-	-
應占聯營公司損益	179	143	160	185	211
稅前利潤	954	972	1,002	1,140	1,317
所得稅	(244)	(258)	(265)	(303)	(350)
少數股東權益	(88)	(87)	(88)	(100)	(116)
淨利潤	622	627	648	736	851

来源：公司，招銀證券研究部

資產負債表

年結：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，招銀證券研究部

現金流量表

年結：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)
經營利潤	1,093	949	1,072	1,211	1,394
存货变动	(331)	(634)	(97)	(75)	(152)
应收款项变动	(94)	(175)	(46)	118	60
应付账款变动	2,557	1,553	733	593	752
其他	(897)	(863)	-	-	-
經營活動淨現金流	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	-	-	-
投資活動淨現金流	(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)	-	-	-
融資活動淨現金流	(221)	(518)	(581)	(667)	(766)
總淨現金流	1,389	(15)	336	446	499
期初現金	4,192	5,581	5,566	5,903	6,349
期末現金	5,581	5,566	5,903	6,349	6,849

来源：公司，招銀證券研究部

主要財務比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股數據					
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
成長性指標 (%)					
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
资产负债表相关比率					
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				
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，招銀證券研究部

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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。