

中信银行(998 HK, 3.87 港元, 目标价: 4.63 港元, 买入) - 低估值与基本面的权衡

- ❖ **对公业务占主导地位，未来息差压力较大。**以资产计截止 2011 年底中信银行是国内第八大商业银行。中信银行对公业务占主导地位，81.3%的贷款投放和 82.2%的存款来源均为企业客户。一方面，中信银行的业务结构决定了在经济下滑和信贷需求下降的宏观环境下，银行的议价能力相对偏弱；另一方面，与零售业务相比，对公业务消耗的成本较低，使得总体成本收入比低于股份制银行平均水平。今年一季度，存款成本上升很快而贷款收益率在重订价作用下也未能大幅走高，在利率市场化启动及经济增速放缓的环境下，我们判断今明两年息差压力较大，预计 2012 年净息差下降 45 个基点至 2.55%，2013 年进一步下滑至 2.33%。
- ❖ **资产负债表收缩，非息收入增速放缓。**2011 年底在整合金融市场部后，同业资产增长迅猛，总资产实现了同比 32.9% 的高速增长。然而今年一季度压缩同业业务导致资产负债表出现收缩。新资本管理办法实施后，同业资产的权重有所上调，我们预计同业业务有进一步压缩的可能，从而导致今年资产负债表的扩张速度大幅降低，我们预计总资产增速在 6% 以下。手续费收入方面，今年银监会对收费项目进行了清理规范，加上经济活动趋弱导致传统收费项目增速下滑，我们预计 2012/2013 年手续费增速分别为 17.4%/14.6%，远低于 2011 年 55.1% 的增速。
- ❖ **资产质量可控，拨备力度加强。**2011 年不良率下降 0.07% 至 0.6%，今年一季度不良率进一步降低至 0.56%。我们判断一季度不良率的降低主要是加大核销力度所致。我们预计今年不良贷款余额将逐步上升，但幅度可控。一季度末拨备覆盖率升至 309%，年化信用风险成本约 0.57%，拨贷比升至 1.73%。我们预计 2012 年拨备支出与 2011 年比增长不多，主要是由于去年表外信贷承诺 12.2 亿元(人民币，下同)的一次性拨备。而贷款减值准备账户仍将稳定增长，拨备覆盖率和拨贷比有望维持在 250% 和 1.8% 以上，不良率预计不超过 1%。
- ❖ **由于同业资产较多及零售贷款较少，新资本管理办法对中信银行的资本充足率影响偏负面。**然而由于达标时间延长，我们估计整个银行业的融资需求将大幅降低，符合我们预期。与其他股份制银行相比，中信银行基本面偏弱，我们预计 2012/2013 年利润增速分别为 12.8%/-6%。目前股价对应 2012 年 4.2 倍 PE 和 0.74 倍 PB，在所有内银股中估值最低，较 A 股折价第二深。我们认为，目前股价提供了良好的安全边际，未来股价仍有可能向价值中枢回归。我们首次给予“买入”评级，目标价 4.63 港元，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)	5.9	4.4	4.2	4.5	4.1
市帐率(x)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
股息率(%)	N/A	6.5	6.8	6.4	7.4
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: 公司及招銀国际研究部

中信银行(998 HK)

评级	买入
收市价	HK\$3.87
目标价	HK\$4.63
市值(港币百万)	212,998
过去 3 月平均交易(港币百万)	165
52 周高/低(港币)	5.17/2.93
发行股数(百万股)	46,787
主要股东	中信集团(61.9%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-13.9%	-10.5%
3 月	-24.5%	-15.0%
6 月	-12.0%	-14.8%

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
手续费与佣金净收入	5,696	8,837	10,378	11,898	13,002
其他营业收入	2,525	3,149	2,974	3,459	3,576
营业总收入	56,356	77,092	85,983	86,651	96,467
营业费用	(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)
物业重估损益	226	86	50	50	50
税前利润	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: 公司及招银国际研究部

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
存放央行款项	252,289	361,419	401,364	456,753	519,784
现金及存放同业款	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
发放贷款及垫款	1,246,026	1,410,779	1,609,499	1,840,310	2,092,421
债券投资	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
同业存放款项	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
吸收存款	1,730,816	1,968,051	2,229,802	2,537,514	2,887,691
应交税费	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
股东权益	120,175	174,496	198,602	219,202	240,588

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY09A	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E
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
总资产回报率	1.03%	1.11%	1.19%	1.01%	1.00%
平均资产回报率	1.12%	1.27%	1.22%	1.06%	1.06%
资本回报率	17.90%	17.66%	17.51%	14.91%	15.04%
平均资本回报率	18.30%	20.92%	18.64%	15.65%	15.74%
净息差	2.63%	3.00%	2.55%	2.33%	2.35%
手续费净收入占比	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%	9.43%	9.26%	9.35%
资本充足率	11.31%	12.27%	12.55%	12.26%	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%
贷存比	73.0%	72.9%	73.5%	74.0%	74.2%
增长比率					
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%
净利息收入增速	35.0%	55.1%	17.4%	14.6%	9.3%
营业费用增速	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: 公司及招銀国际研究部

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，请与我们联系。

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商投资者

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。