

中信銀行 (998 HK)

盈利增長動能恢復

8月27日，中信銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長10.1%至283億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的60.5%/61.8%。二季度撥備前利潤同比保持了雙位數增長，增速達到10.1%（一季度增速為23.4%），主要由於淨利息收入和淨手續費收入的強勁增長（同比增長13.7%及12.8%），而投資收益同比下降17.8%。減值撥備增幅溫和（同比增長+9.9%），單季淨利潤同比增速由一季度的8.6%提升至二季度的11.9%。2019年上半年年化ROE同比小幅下滑0.1個百分點至13.8%。

- **業績正面因素：**1) 上半年貸款增速提升至**6.3%**（去年同期為5.8%），主要來自零售貸款（特別是按揭及信用卡）的增長（較年初增加11.0%）。零售貸款的資產質量也控制得當，零售不良貸款率較年初下降10個基點至0.9%。我們相信中信銀行更高的零售貸款占比，將有助於該行在LPR實施後維持較同業水平更好的淨息差。2) 存款保持良好增速，較年初增長**10.5%**，儘管活期存款占比有所下降。貸存比因此下降3.8個百分點至95.1%。3) 上半年成本收入比同比下降**1.3**個百分點至**26.5%**，顯示經營效率有所改善。
- **業績負面因素：**1) 撥備覆蓋率環比下降**4.7**個百分點至**165.2%**，低於股份制銀行的平均水平193%。不良生成加快，不良貸款餘額環比增長3%，不過不良貸款率環比持平在1.72%。我們認為該行在撥備覆蓋率補齊缺口之前，信貸成本下降空間不大。2) 二季度息差環比持平在**1.96%**，同業資金成本的下降被存款成本的上升所抵消。今年上半年貸款收益率較去年下半年下降6個基點，主要由於零售貸款和票據的收益率下降。3) 核心一級資本充足率/資本充足率環比下降**19/36**個基點至**8.58%/12.27%**。中信銀行今年3月已發行400億元人民幣可轉債，但鑒於目前估值低於每股淨資產，轉股可能仍需時間。
- **維持「買入」評級，下調目標價至5.4港元。**中信銀行目前的估值為0.4倍2019年預測市帳率，較其五年歷史平均值0.51倍低22%。我們維持盈利預測不變，但將目標價由5.9港元下調至5.4港元，主要由於我們將權益成本（COE）假設提升至16.8%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。中信銀行將在今天上午9:30舉行業績會；我們期待會上更多關於業績的細節信息。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	157,231	165,766	184,013	196,252	210,587
淨利潤(百萬元人民幣)	42,566	44,513	46,824	49,760	53,189
每股盈利(元人民幣)	0.84	0.88	0.93	0.99	1.06
每股盈利變動(%)	(0.9)	4.7	5.4	6.5	7.1
市盈率(倍)	4.2	4.1	3.8	3.6	3.4
市帳率(倍)	0.48	0.44	0.40	0.37	0.34
股息率(%)	7.3	6.4	7.0	7.4	7.9
權益收益率(%)	11.6	11.3	10.9	10.7	10.5
不良貸款率(%)	1.68	1.77	1.82	1.83	1.84
撥備覆蓋率(%)	169	158	161	168	173

資料來源：公司、招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$ 5.40
(此前目標價)	HK\$ 5.90
潛在升幅	+35.3%
當前股價	HK\$ 3.99

中國銀行業

孫明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	266,241
3月平均流通量(百萬港元)	119.78
52周內股價高/低(港元)	5.41/3.92
總股本(百萬)	14,882 (H)
	34,053 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中國中信有限公司	65.37%
中國烟草總公司	4.39%
證金公司	2.28%

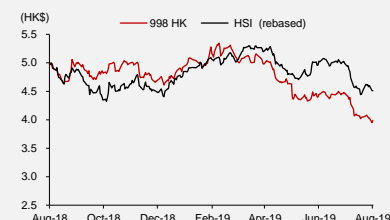
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.6%	-2.3%
3-月	-14.9%	-9.3%
6-月	-23.4%	-14.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

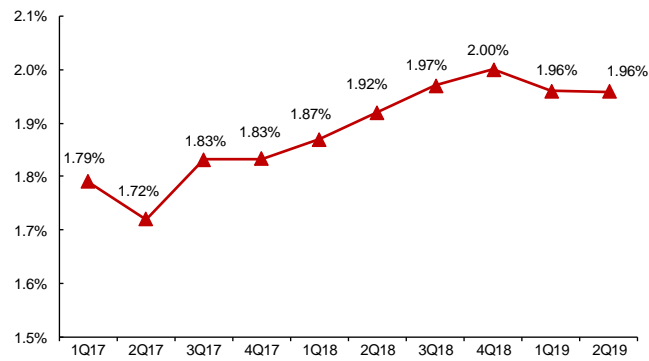
審計師：羅兵鹹永道

圖 1: 中信銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	49,808	57,162	14.8%	25,597	29,092	13.7%
淨手續費及佣金收入	21,862	28,292	29.4%	11,389	12,844	12.8%
經營收入	81,380	93,192	14.5%	41,588	45,775	10.1%
經營支出	(22,563)	(24,673)	9.4%	(11,082)	(12,181)	9.9%
撥備前利潤	58,817	68,519	16.5%	30,506	33,594	10.1%
減值撥備	(26,161)	(34,190)	30.7%	(13,704)	(15,065)	9.9%
稅前利潤	32,656	34,329	5.1%	16,802	18,529	10.3%
所得稅	(6,267)	(5,605)	-10.6%	(2,950)	(3,133)	6.2%
淨利潤	25,721	28,307	10.1%	13,555	15,091	11.3%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	3,608,412	3,835,876	6.3%	3,725,963	3,835,876	2.9%
存款總額	3,649,611	4,034,436	10.5%	3,821,218	4,034,436	5.6%
總資產	6,066,714	6,398,803	5.5%	6,241,411	6,398,803	2.5%
不良貸款餘額	64,028	66,161	3.3%	64,225	66,161	3.0%
關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	1.89%	1.96%	7bp	1.96%	1.96%	0bp
淨資產回報率	13.9%	13.8%	-0.1ppt	12.9%	14.4%	1.5ppt
不良貸款率	1.80%	1.72%	-8bp	1.72%	1.72%	0bp
撥備覆蓋率	151.2%	165.2%	14.0ppt	169.9%	165.2%	-4.7ppt
貸存比	94.2%	95.1%	0.9ppt	97.5%	95.1%	-2.4ppt
核心一級資本充足率	8.5%	8.6%	6bp	8.8%	8.6%	-19bp

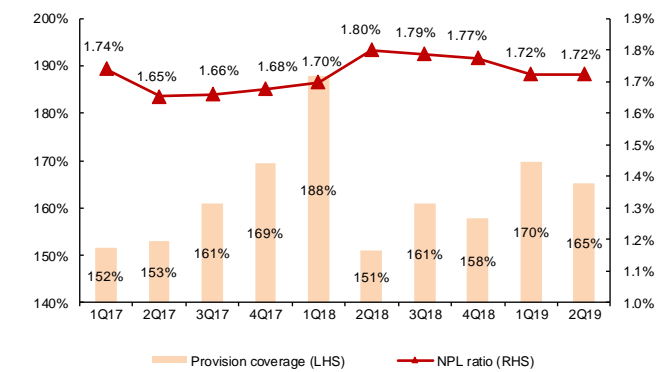
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 中信銀行單季淨息差走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 中信銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	220,762	233,793	269,165	290,133	314,087
利息支出	(121,117)	(129,021)	(141,367)	(152,923)	(165,511)
淨利息收入	99,645	104,772	127,798	137,210	148,576
淨手續費及佣金收入	46,858	45,148	47,405	49,776	52,264
其他	10,728	15,846	8,810	9,266	9,747
經營收入	157,231	165,766	184,013	196,252	210,587
經營支出	(48,913)	(52,600)	(58,619)	(63,326)	(68,646)
撥備前利潤	108,318	113,166	125,394	132,926	141,941
資產減值損失	(55,787)	(58,233)	(67,694)	(71,711)	(76,622)
經營利潤	52,531	54,933	57,700	61,215	65,320
非經營收入	(255)	(607)	(607)	(607)	(607)
稅前利潤	52,276	54,326	57,093	60,608	64,713
所得稅費用	(9,398)	(8,950)	(9,406)	(9,985)	(10,661)
少數股東權益	(312)	(863)	(863)	(863)	(863)
淨利潤	42,566	44,513	46,824	49,760	53,189

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	561,560	532,520	574,778	620,416	669,705
同業資產	351,045	286,103	303,618	316,068	329,140
金融投資	1,445,298	1,600,163	1,695,615	1,855,874	2,036,300
貸款總額	3,196,887	3,608,412	3,933,169	4,247,823	4,587,648
減: 貸款減值準備	90,903	101,154	115,314	130,489	145,436
其他資產	213,804	140,670	203,944	216,537	224,733
總資產	5,677,691	6,066,714	6,595,810	7,126,227	7,702,089
向中央銀行借款	237,600	286,430	315,073	346,580	381,238
同業負債	1,283,047	1,361,999	1,486,167	1,622,753	1,772,996
存款總額	3,407,636	3,649,611	3,941,580	4,256,906	4,597,459
已發行債券	168,299	208,421	212,436	216,651	221,078
其他負債	168,676	107,167	113,229	119,785	126,877
總負債	5,265,258	5,613,628	6,068,485	6,562,676	7,099,649
股東總權益	399,638	436,661	510,900	547,126	586,016
其中: 永續債	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 優先股	34,955	34,955	34,955	34,955	34,955
少數股東權益	12,795	16,425	16,425	16,425	16,425
總權益	412,433	453,086	527,325	563,551	602,441

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	63%	63%	69%	70%	71%
淨手續費及佣金收入	30%	27%	26%	25%	25%
其他	7%	10%	5%	5%	5%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	-6.1%	5.1%	22.0%	7.4%	8.3%
淨手續費及佣金收入	10.8%	-3.6%	5.0%	5.0%	5.0%
營業收入	2.0%	5.4%	11.0%	6.7%	7.3%
撥備前利潤	1.3%	4.5%	10.8%	6.0%	6.8%
淨利潤	2.3%	4.6%	5.2%	6.3%	6.9%
貸款總額	11.1%	12.9%	9.0%	8.0%	8.0%
存款總額	-6.4%	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
經營效率					
成本收入比	30.1%	30.7%	30.6%	31.0%	31.3%

資產質量

不良貸款率	1.68%	1.77%	1.82%	1.83%	1.84%
撥備覆蓋率	169%	158%	161%	168%	173%
撥貸比	2.84%	2.80%	2.93%	3.07%	3.17%
信貸成本	1.65%	1.40%	1.56%	1.52%	1.50%

資本充足率

核心一級資本充足率	8.5%	8.6%	10.1%	10.1%	10.1%
一級資本充足率	9.3%	9.4%	11.0%	11.0%	10.9%
資本充足率	11.6%	12.5%	13.3%	13.0%	12.8%

盈利能力

淨息差	1.75%	1.94%	2.03%	2.01%	2.01%
平均權益回報率	11.6%	11.3%	10.9%	10.7%	10.5%
平均資產回報率	0.71%	0.74%	0.72%	0.71%	0.70%
平均風險資產回報率	1.00%	0.96%	1.00%	1.05%	1.04%

每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	0.84	0.88	0.93	0.99	1.06
每股股息	0.26	0.23	0.25	0.27	0.28
每股賬面值	7.45	8.21	8.91	9.65	10.44

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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士。