



中国：综合金融服务/金控

2015年3月30日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：43.6%

日期 2015/03/27

收盘价 HK\$3.69
 十二个月目标价 HK\$5.30
 前次目标价 HK\$5.30
 香港恒生指数 24,486.2

信息更新：

- ▶ 中国信达 3 月 27 日公布 2014 年业绩。
- ▶ 我们维持买入评级和目标价 5.3 港元不变，因为我们依然看好公司 2015 年发展前景。

本中心观点：

- ▶ 2014 年信达不良资产业务贡献了可观的净利润，主要因去年中国不良贷款攀升。作为逆周期企业，我们预计信达将继续受益于该趋势。

公司简介：中国信达资产管理股份有限公司是国内领先的资产管理公司。

股价相对香港恒生指数表现



市值 (A+H 股) RMB109,438.3 百万
 三个月平均日成交量 (H) RMB87.1 百万
 股份总数 (百万股) (A+H) 36,256.7
 流通股比例 (H) 32.2%
 大股东：持股比例 中华人民共和国财政部 67.8%

财务展望 (每股/元)

| 年初至 12 月 | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 收益 | 0.30 | 0.33 | 0.45 | 0.54 |
| 增长率 (%) | 17.2 | 10.6 | 36.1 | 20.8 |
| 市盈率 (倍) | 10.0 | 9.0 | 6.6 | 5.5 |
| 拨备前利润 | 0.39 | 0.45 | 0.63 | 0.81 |
| 市价对拨备前利润 (倍) | 7.6 | 6.6 | 4.7 | 3.6 |
| 净值 | 2.50 | 2.58 | 2.83 | 3.11 |
| 市净率 (倍) | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 股利 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 |
| 股利收益率 (%) | 1.3 | 1.7 | 2.3 | 2.7 |
| 平均总资产收益率 (%) | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 3.1 |
| 平均净资产收益率 (%) | 13.8 | 14.0 | 16.5 | 18.2 |

报告分析师：

王佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

李梦珺

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

中国信达 (1359 HK)

2014 年强劲的净利润增速有望延续至 2015 年

信达 2014 年业绩出众，重申买入评级：我们认为信达将继续受益于中国经济增速放缓，且收入持续稳健增长的空间巨大。

不良资产业务仍是主要盈利增长点：2014 年信达净利润同比增长 31.8% 至人民币 119.0 亿元，与市场预期相符。净资产收益率同比攀升 20 个基点至 14.0%，成本收入比同比下滑 1.8 个百分点至 24.0%。靓丽的业绩主要因不良债权资产业务的收入大幅攀升（同比增长 78.6%，占总收入的 30.3%），这是由于经过业务结构调整并加大资本约束后，信达在中国传统不良资产管理市场的占有率超过 50%。

我们预计 2015 年净利润仍将维持高位，因为不良贷款扩张的拐点未现：不良贷款是信达主要的业务来源，我们预计公司将继续发挥其在附重组条件的不良资产处置方面的长处，尤其是在国企混合所有制改革阶段。我们认为不良贷款业务将继续扩张，因为 1) 中国楼市刚刚企稳，尚未有明显复苏；2) 地方政府债务压力的叠加短期内难以缓解；3) 货币宽松政策对经济的刺激效果不断减弱，因此中国中央政府的政策调整余地逐步缩小；及 4) 未来美联储终止 QE 很可能加大人民币汇率的压力，进一步限制中国政府放松货币政策的空间。我们维持目标价 5.3 港元不变，预计信达 2015/16 年预期市净率为 1.03 倍/0.94 倍。基于本中心预估，公司 2014-16 年每股收益年复合增长率为 27.9%。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1:12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料, 元大

资产负债表

| 年初至12月 (RMB 百万元) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 现金及等价 | 42,726 | 47,123 | 31,394 | 34,847 | 38,680 |
| 央行及同业资产 | 57 | 1,054 | 11,454 | 12,027 | 12,628 |
| 交易性投资 | 16,923 | 25,178 | 57,221 | 71,526 | 85,831 |
| 可供出售到期投资 | 79,196 | 89,301 | 102,917 | 110,282 | 115,433 |
| 客户贷款总额 | 25,042 | 48,636 | 80,225 | 96,270 | 115,524 |
| 其他资产 | 90,670 | 172,493 | 261,218 | 273,379 | 286,227 |
| 生息资产 | 104,295 | 138,991 | 194,596 | 218,579 | 243,585 |
| 加权风险资产 | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. | N.A. |
| 总资产 | 254,614 | 383,785 | 544,427 | 598,331 | 654,323 |
| 债券 | 41,402 | 57,253 | 118,039 | 153,451 | 199,486 |
| 其他负债 | 152,327 | 243,770 | 324,525 | 332,831 | 331,582 |
| 计息负债 | 41,402 | 57,253 | 118,039 | 153,451 | 199,486 |
| 总负债 | 193,730 | 301,023 | 442,564 | 486,281 | 531,068 |
| 少数股东权益 | 6,111 | 6,764 | 8,494 | 9,429 | 10,466 |
| 母公司股东权益 | 54,774 | 75,998 | 93,369 | 102,621 | 112,789 |
| 每股净值 (RMB) | 1.90 | 2.50 | 2.58 | 2.83 | 3.11 |
| 期末股数 (百万股) | 28,859.1 | 30,416.9 | 36,256.7 | 36,256.7 | 36,256.7 |

资料来源: 公司资料、元大

损益表

| 年初至12月 (RMB 百万元) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 利息净收入 | 168 | (1,367) | (3,924) | (5,857) | (7,772) |
| 非利息收入 | 32,335 | 42,413 | 50,896 | 55,985 | 60,464 |
| 营业收入 | 32,335 | 42,413 | 50,896 | 55,985 | 60,464 |
| 营业支出 | 23,200 | 30,601 | 34,556 | 33,144 | 30,915 |
| 拨备前利润 | 9,135 | 11,812 | 16,339 | 22,841 | 29,549 |
| 营业利润 | 9,135 | 11,812 | 16,339 | 22,841 | 29,549 |
| 业外项目 | 460 | (40) | (33) | (37) | (74) |
| 税前利润 | 9,595 | 11,772 | 16,307 | 22,804 | 29,474 |
| 所得税费用 | 2,379 | 2,671 | 4,164 | 6,246 | 9,369 |
| 属少数股东净利润 | (89) | 74 | 247 | 370 | 555 |
| 属母公司股东净利润 | 7,305 | 9,027 | 11,896 | 16,188 | 19,551 |
| 红利 | 1,613 | 1,203 | 1,784 | 2,428 | 2,933 |
| 每股收益 (RMB) | 0.25 | 0.30 | 0.33 | 0.45 | 0.54 |
| 有效税率 (%) | 24.8 | 22.7 | 25.5 | 27.4 | 31.8 |
| 每股股利 (RMB) | 0.06 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 |
| 分红比例 (%) | 22.1 | 13.3 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |

资料来源: 公司资料、元大

杜邦分析

| 至12月 (占平均资产比重) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 利息净收入 | 0.1 | (0.4) | (0.8) | (1.0) | (1.2) |
| 非利息收入 | 12.6 | 13.7 | 11.8 | 10.8 | 10.9 |
| 营业收入 | 3.6 | 3.7 | 3.5 | 4.0 | 4.7 |
| 营业支出 | 9.1 | 9.6 | 7.4 | 5.8 | 4.9 |
| 拨备前利润 | 3.6 | 3.7 | 3.5 | 4.0 | 4.7 |
| 资产减值损失 | 1.8 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.7 |
| 营业利润 | 3.6 | 3.7 | 3.5 | 4.0 | 4.7 |
| 营业外项目 | 11.4 | 12.4 | 9.1 | 7.4 | 6.6 |
| 税前利润 | 3.8 | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 3.1 |
| 所得税费用 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.1 | 1.5 |
| 属少数股东及首选股股利 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 总资产收益率 (%) | 3.4 | 2.8 | 2.6 | 2.8 | 3.1 |
| 杠杆倍数 (倍) | 4.18 | 4.44 | 5.03 | 5.34 | 5.32 |
| 净资产收益率 (%) | 13.3 | 13.8 | 14.0 | 16.5 | 18.2 |

资料来源: 公司资料、元大

增长动能

| 至12月 (%) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|-----------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| 放款增长率 | 165.0 | 94.2 | 64.9 | 20.0 | 20.0 |
| 净利息收益率 | 0.2 | (1.1) | (2.4) | (2.8) | (3.4) |
| 净利息收入增长率 | (67.1) | (912.0) | 187.0 | 49.3 | 32.7 |
| 手续费收入增长率 | 17.0 | 13.2 | 19.4 | 25.0 | 20.0 |
| 非利息收入增长率 | 32.6 | 31.2 | 20.0 | 10.0 | 8.0 |
| 非利息收入增长率/营业收入 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 营业收入增长率 | 32.6 | 31.2 | 20.0 | 10.0 | 8.0 |
| 成本收入比 | 71.7 | 72.2 | 67.9 | 59.2 | 51.1 |
| 营业支出增长率 | 44.8 | 31.9 | 12.9 | (4.1) | (6.7) |
| 拨备前利润增长率 | 9.3 | 29.3 | 38.3 | 39.8 | 29.4 |
| 贷款减值损失/平均贷款总额 | 18.4 | 16.7 | 11.5 | 10.0 | 10.0 |
| 资产减值损失/平均生息资产 | 4.8 | 5.7 | 5.1 | 4.7 | 4.9 |
| 营业利润增长率 | 9.3 | 29.3 | 38.3 | 39.8 | 29.4 |
| 净利润增长率 (属母公司股东) | 8.0 | 23.6 | 31.8 | 36.1 | 20.8 |
| 每股收益增长率 | N.A. | 17.2 | 10.6 | 36.1 | 20.8 |
| 每股股利增长率 | N.A. | (29.3) | 24.5 | 36.1 | 20.8 |

资料来源: 公司资料、元大

资本、资产品质及流动性

| 至12月 (%) | 2012A | 2013A | 2014F | 2015F | 2016F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 贷款净额/总资产 | 9.8 | 12.7 | 14.7 | 16.1 | 17.7 |
| 交易性投资/总资产 | 6.6 | 6.6 | 10.5 | 12.0 | 13.1 |
| 可供出售到期投资/总资产 | 31.1 | 23.3 | 18.9 | 18.4 | 17.6 |
| 债券/总资产 | 16.3 | 14.9 | 21.7 | 25.6 | 30.5 |
| 母公司股东权益/总资产 | 21.5 | 19.8 | 17.1 | 17.2 | 17.2 |

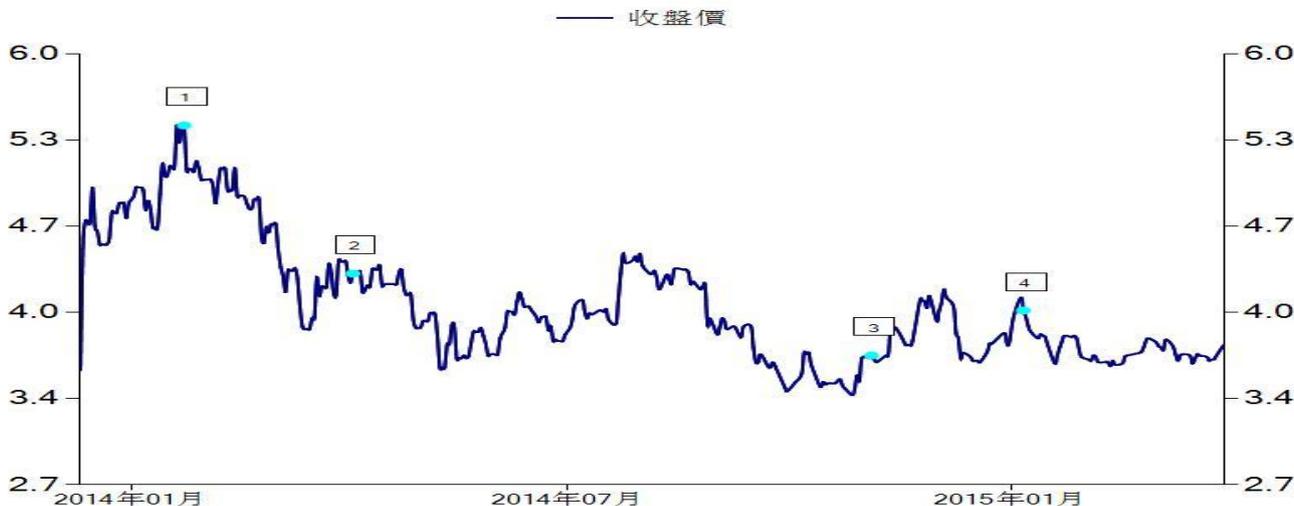
资料来源: 公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

中国信达 (1359 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



| # | 日期 | 收盘价 (A) | 目标价 (B) | 调整后目标价 (C) | 评级 | 分析师 |
|---|------------|---------|---------|------------|----|-----|
| 1 | 2014/01/23 | 5.43 | 6.30 | 6.30 | 买入 | 王佳卉 |
| 2 | 2014/04/03 | 4.31 | 5.90 | 5.90 | 买入 | 王佳卉 |
| 3 | 2014/11/04 | 3.68 | 4.70 | 4.70 | 买入 | 王佳卉 |
| 4 | 2015/01/06 | 4.03 | 5.30 | 5.30 | 买入 | 王佳卉 |

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

| 评级 | 追踪个股数 | % |
|---------|-------|------|
| 买入 | 196 | 47% |
| 持有-超越同业 | 109 | 26% |
| 持有-落后同业 | 49 | 12% |
| 卖出 | 9 | 2% |
| 评估中 | 46 | 11% |
| 限制评级 | 4 | 1% |
| 总计: | 413 | 100% |

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼