

# 公司报告

招商证券(香港)有限公司

## 中信银行 (998 HK)

**2014年度业绩快报：信贷成本高企大幅拉低盈利增长，重申卖出评级**

■ 中信银行公布业绩快报，2014年度净利润407亿元人民币(下同)，同比增长3.9%。

■ 营业收入同比增长19.0%至1,247亿元，而税前利润仅同比增长3.9%至546亿元，反映出2014年四季度信贷成本持续高企。

■ 公司于2014年四季度加大了不良贷款的处置力度，不良率从第三季度的1.39%意外降至年底的1.30%。

### 盈利微增，与我们的预期一致

中信银行本周二晚上公布了2014年度业绩快报，净利润同比仅上升3.9%至407亿元，符合我们的预期。在手续费收入强劲增长的拉动下，2014年第四季度的营业收入同比上升14.7%至321亿元，而税前利润则仅同比上升1.1%至115亿元。我们认为中信银行在2014年第四季度可能计提了60-70亿元的拨备，使其信贷成本率在该季度明显超过1.00%。

### 尽管不良贷款率有所下降，资产质量仍在恶化

2014年四季度公司的不良贷款率为1.30%，较三季度下降9个基点。但我们认为这是四季度加大不良贷款处置力度所致，而四季度不良贷款生成率则可能由第三季度的1.05%上升至四季度的2%左右。因此尽管四季度信贷成本上升，拨备覆盖率料将明显下降。银监会可能在2015年要求中信银行保持不低于200%的拨备覆盖率，这将使其盈利增长进一步受压。

### 催化剂

资产质量加速恶化及净息差收窄幅度大于预期可能拖累股价。

### 估值及主要风险

公司目前的估值水平为0.73倍的2015年市净率，4.86倍的2015年市盈率。我们认为股价在2014年上涨58%后面临更多的下行风险。我们认为，中信银行的主要上行风险包括：1) 中国经济复苏强于预期，2) 息差收窄幅度低于预期，以及3) 资产质量好于预期，信贷成本下降。

### 盈利预测及估值

百万元人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业额	89,711	104,813	120,101	134,434	151,930
同比增长(%)	16.4%	16.8%	14.6%	11.9%	13.0%
净利润	31,032	39,175	42,044	45,310	50,706
同比增长(%)	0.7%	26.2%	7.3%	7.8%	11.9%
每股盈利(元)	0.66	0.84	0.90	0.97	1.08
每股股息(元)	0.15	0.25	0.27	0.30	0.33
市盈率(x)	7.09	5.62	5.23	4.86	4.34
市净率(x)	1.11	0.98	0.84	0.73	0.64
净资产收益率(%)	16.6%	18.5%	17.2%	16.1%	15.7%

注：2015年1月27日的收盘价

来源：彭博，公司资料，招商证券(香港)

王冬儿

+852 3189 6176

dongerwang@cmschina.com.hk

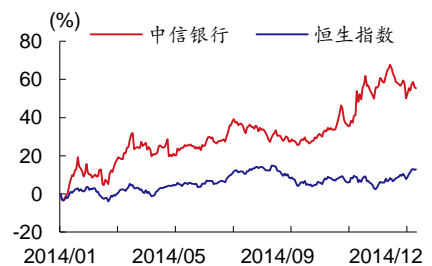
### 最新变动

不适用

## 卖出

前次评级	卖出
股价	HK\$5.83
12个月目标价 (下跌空间)	HK\$4.29 (-26%)
前次目标价:	HK\$4.29

### 股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
998 HK	(3.0)	13.4	66.4
HSI	6.5	1.8	13.2

### 行业：银行

恒生指数	24862
国企指数	11964

### 重要数据

52周股价区间(港元)	3.6-6.34
港股市值(十亿美元)	47.3
日均成交量(百万股)	51.79
每股净资产(人民币)	6.43

### 主要股东

中国中信有限公司	67.13%
香港中央结算(代理人)有限公司	25.67%
全国社保基金理事会	0.72%
总股数(十亿股)	46.8
自由流通量	52.9%

来源：彭博，公司资料，招商证券(香港)

### 相关报告

中信银行(998 HK) - 上半年业绩略低于预期，税后净利润增长降至个位数；重申卖出评级(卖出) 2014/8/29

图1: 2014年中信银行营运数据

(百万元人民币, 特别指定除外)	3Q14	4Q14	4Q14 %QoQ	4Q14 %YoY	2013	2014	2014 %YoY
营业收入	30,507	32,109	5.30%	14.70%	104,558	124,717	19.00%
除税前利润	13,590	11,481	-15.50%	1.10%	52,549	54,574	3.90%
归属于母公司股东净利润	10,246	8,412	-17.90%	1.20%	39,175	40,692	3.90%
总资产	4,045,887	4,138,818	2.30%	13.70%	3,641,193	4,138,818	13.70%
归属于母公司股东权益	250,091	259,677	3.80%	15.10%	225,601	259,677	15.10%
发行股数 (百万股)	46,787	46,787	0.00%	0.00%	46,787	46,787	0.00%
每股净资产 (人民币)	5.35	5.55	3.80%	15.10%	4.82	5.55	15.10%
每股盈利 (人民币)	0.22	0.18	-17.90%	1.20%	0.84	0.87	3.90%
净资产收益率 (%)	16.75%	13.20%	-3.55pp	-1.73pp	18.48%	16.77%	-1.71pp
不良贷款率 (%)	1.39%	1.30%	-9bps	27bps	1.03%	1.30%	27bps

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

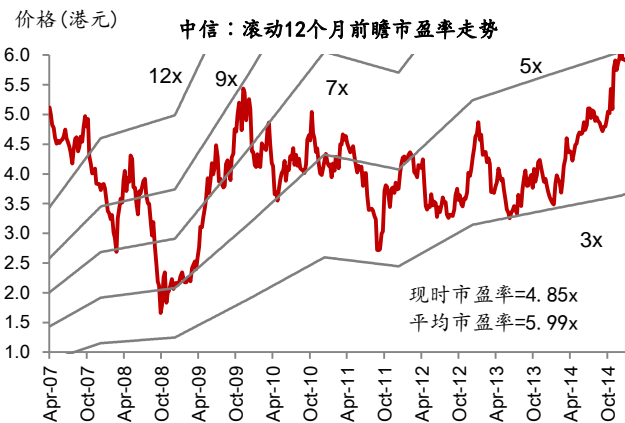
图2: 估值比较表

中资银行 (港股)	股票代码	评级	目标价 (港元)	目前股价 (港元)	上升/ 下跌空间	市值 (十亿美元)	市净率 (x)		市盈率 (x)		股息率 (%)		股本回报率 (%)		总资产收益率 (%)	
							2014E	2015E	2014E	2015E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	
工商银行	1398 HK	买入	6.76	5.73	18.0%	268.3	1.11	0.98	5.81	5.57	6.37%	20.42%	18.68%	1.40%	1.36%	
建设银行	939 HK	买入	7.69	6.29	22.3%	204.3	1.03	0.91	5.50	5.15	6.81%	20.11%	18.80%	1.42%	1.37%	
农业银行	1288 HK	买入	4.71	3.85	22.3%	185.8	1.04	0.91	5.47	5.15	6.79%	20.33%	18.89%	1.21%	1.17%	
中国银行	3988 HK	买入	4.49	4.44	1.1%	200.0	0.91	0.78	6.20	5.78	6.05%	15.98%	14.62%	1.14%	1.11%	
交通银行	3328 HK	买入	6.65	6.77	-1.8%	71.6	0.87	0.79	6.17	5.90	5.09%	14.84%	14.05%	1.03%	0.96%	
中信银行	998 HK	卖出	4.29	5.84	-26.5%	47.3	0.84	0.73	5.23	4.86	6.28%	17.25%	16.10%	1.11%	1.07%	
民生银行	1988 HK	买入	9.53	10.08	-5.5%	53.4	1.01	0.87	5.08	4.63	4.32%	21.36%	20.19%	1.42%	1.50%	
重庆农村商业银行	3618 HK	买入	4.69	4.79	-2.1%	5.7	0.85	0.74	5.44	4.91	6.02%	16.83%	16.10%	1.23%	1.20%	
<b>行业平均值</b>							<b>1.01</b>	<b>0.88</b>	<b>5.72</b>	<b>5.39</b>	<b>6.27%</b>	<b>18.98%</b>	<b>17.58%</b>	<b>1.28%</b>	<b>1.25%</b>	

注: 2015年1月27日的收盘价

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)

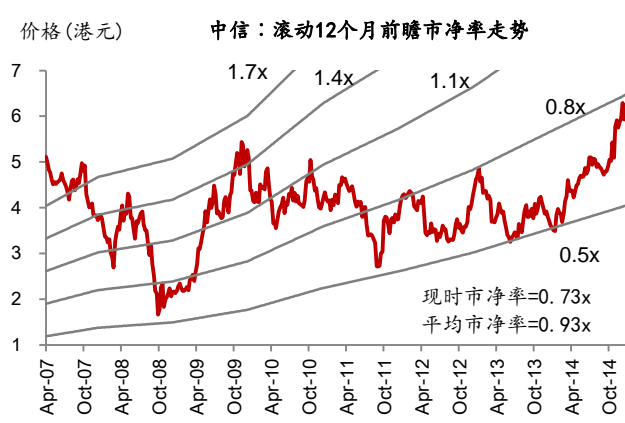
图3: 市盈率区间



注: 2014年1月23日的收盘价。

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港) 研究部。

图4: 市净率区间



注: 2015年1月23日的收盘价。

来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港) 研究部。

## 财务预测表

### 资产负债表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
现金及存放中央银行款项	428,167	496,476	570,947	656,590	755,078
存放同业及其他金融机构款项	388,394	254,025	228,623	205,760	185,184
发放贷款和垫款	1,627,576	1,899,921	2,138,804	2,346,553	2,555,412
投资	344,148	343,827	369,312	396,900	426,780
固定资产	11,853	14,011	15,692	17,575	19,684
递延所得税资产	6,091	8,434	9,699	11,154	12,827
其他资产	153,710	624,499	717,771	872,159	1,054,520
<b>资产总额</b>	<b>2,959,939</b>	<b>3,641,193</b>	<b>4,050,847</b>	<b>4,506,691</b>	<b>5,009,485</b>
同业及其他金融机构存放款项	388,002	601,619	571,538	582,969	612,117
吸收存款	2,255,141	2,651,678	2,982,408	3,339,593	3,706,301
应交税金	4,558	4,355	5,662	7,360	9,568
已发行债券	56,402	76,869	113,869	113,869	113,869
其他负债	52,750	75,947	110,123	156,375	217,361
<b>负债总额</b>	<b>2,756,853</b>	<b>3,410,468</b>	<b>3,783,600</b>	<b>4,200,165</b>	<b>4,659,216</b>
股本	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787
资本公积	49,506	49,503	49,503	49,503	49,503
盈余公积及其他	46,850	55,066	61,544	68,463	76,040
未分配利润	57,333	76,690	106,478	138,569	174,452
外币报表折算差额	(2,120)	(2,445)	(2,445)	(2,445)	(2,445)
少数股东权益	4,730	5,124	5,380	5,649	5,932
<b>股东权益合计</b>	<b>203,086</b>	<b>230,725</b>	<b>267,247</b>	<b>306,526</b>	<b>350,269</b>

### 增长率 (%同比)

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净利息收入	15.9%	13.5%	6.4%	11.4%	11.5%
非利息收入	18.7%	34.4%	51.4%	13.7%	17.7%
<b>经营收入</b>	<b>16.4%</b>	<b>16.8%</b>	<b>14.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.0%</b>
经营费用	23.2%	15.6%	10.2%	13.4%	16.6%
<b>拨备前利润</b>	<b>12.4%</b>	<b>17.6%</b>	<b>17.3%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.8%</b>
拨备	81.8%	-8.9%	60.9%	19.4%	8.3%
<b>税前收益</b>	<b>0.0%</b>	<b>26.3%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.7%</b>	<b>11.8%</b>
<b>税后收益</b>	<b>1.8%</b>	<b>26.5%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>11.8%</b>
<b>归属于母公司权益利润</b>	<b>0.7%</b>	<b>26.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.8%</b>	<b>11.9%</b>
贷款总额	16.0%	16.7%	12.9%	10.1%	9.2%
<b>资产总额</b>	<b>7.0%</b>	<b>23.0%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.3%</b>	<b>11.2%</b>
风险加权资产	14.6%	32.7%	15.3%	15.0%	14.8%
客户存款	14.6%	17.6%	12.5%	12.0%	11.0%
<b>负债总额</b>	<b>6.6%</b>	<b>23.7%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.9%</b>

### 综合收益表

百万元人民币	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
利息收入	138,810	163,335	189,004	211,281	234,224
利息支出	(63,324)	(77,647)	(97,852)	(109,749)	(121,012)
<b>净利息收入</b>	<b>75,486</b>	<b>85,688</b>	<b>91,152</b>	<b>101,531</b>	<b>113,212</b>
手续费及佣金净收入	11,210	16,811	25,252	32,399	38,210
交易相关利润	2,335	1,750	2,998	(320)	(430)
其他业务收入	680	564	699	823	939
<b>非利息收入</b>	<b>14,225</b>	<b>19,125</b>	<b>28,949</b>	<b>32,902</b>	<b>38,718</b>
<b>营业收入</b>	<b>89,711</b>	<b>104,813</b>	<b>120,101</b>	<b>134,434</b>	<b>151,930</b>
营业费用	(34,979)	(40,435)	(44,562)	(50,518)	(58,925)
<b>拨备前利润</b>	<b>54,732</b>	<b>64,378</b>	<b>75,539</b>	<b>83,916</b>	<b>93,005</b>
资产减值损失	(13,104)	(11,940)	(19,209)	(22,945)	(24,848)
<b>税前收益</b>	<b>41,609</b>	<b>52,549</b>	<b>56,441</b>	<b>60,804</b>	<b>67,991</b>
所得税费用	(10,224)	(12,832)	(13,828)	(14,897)	(16,658)
<b>税后收益</b>	<b>31,385</b>	<b>39,717</b>	<b>42,613</b>	<b>45,907</b>	<b>51,333</b>
归属于少数股东权益净利润	(353)	(542)	(569)	(598)	(627)
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>31,032</b>	<b>39,175</b>	<b>42,044</b>	<b>45,310</b>	<b>50,706</b>

### 比率

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净息差	2.81%	2.60%	2.32%	2.19%	2.09%
净利差	2.60%	2.40%	2.10%	1.97%	1.87%
总资产收益率	5.17%	4.95%	4.81%	4.56%	4.32%
融资成本	2.56%	2.55%	2.72%	2.59%	2.45%
有效税率	24.57%	24.42%	24.50%	24.50%	24.50%
成本收入比	38.99%	38.58%	37.10%	37.58%	38.78%
非利息收入与经营收入比	15.86%	18.25%	24.10%	24.47%	25.48%
存贷比	73.74%	73.21%	73.48%	72.26%	71.11%
不良贷款占比	0.74%	1.03%	1.34%	1.51%	1.61%
拨备覆盖率	288.25%	206.62%	179.32%	183.45%	188.80%
拨备占总贷款比	2.12%	2.13%	2.40%	2.77%	3.05%
信贷成本	0.83%	0.63%	0.90%	0.97%	0.96%
支付比率	22.62%	30.10%	30.10%	30.10%	30.10%
资产收益率	1.10%	1.20%	1.11%	1.07%	1.08%
净资产收益率	16.65%	18.48%	17.25%	16.10%	15.72%
核心一级资产充足率	n.a.	8.78%	8.82%	8.79%	8.75%
一级资产充足率	9.89%	8.78%	8.82%	8.80%	8.76%
资产充足率	13.44%	11.24%	12.38%	12.11%	11.82%

### 每股数据及估值

	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
每股帐面资产 (人民币)	4.24	4.82	5.60	6.43	7.36
每股收益 (人民币)	0.66	0.84	0.90	0.97	1.08
每股股利 (人民币)	0.15	0.25	0.27	0.30	0.33
市盈率 (x)	7.09	5.62	5.23	4.86	4.34
市净率 (x)	1.11	0.98	0.84	0.73	0.64
股息率 (%)	3.19	5.36	5.83	6.28	7.02

注：2015年1月27日的收盘价

来源：彭博，公司资料，招商证券（香港）

## 投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月较市场指数上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月较市场指数下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期48楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828