



2014年3月31日
市场焦点
评级: 未评级

H 股股价 (港元)

4.4

研究员: 欧宇恒

电话: (852) 2147 8802

邮件: johannesau@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	5.53/3.58
发行股数 (百万)	36,257
H-股(百万)	11,660
国内股(百万)	24,597
市值	
H-股(百万港元)	51,303
国内股(百万港元)	108,227
3 个月日均成交额(百万港元)	462.79
主要股东 (%):	
财政部	67.84
全国社保基金	8.19
瑞银	4.15
中信资本	1.69
渣打	1.26
来源: 公司, 彭博, 农银国际证券	

2013 年收入组成(%)

不良贷款业务	51.5
投资及资产管理	21.2
金融服务	28.6
其他	(1.3)
来源: 公司, 农银国际证券	

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	(5.6)	(4.0)
3 个月	(9.1)	(4.2)
6 个月	--	--

*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现 (港元)



来源: 彭博, 农银国际证券

信达 (1359 HK)

2013 年业绩分析师会议概要

- 信达 2013 度财年的净利率比市场预计高 4%，同比增长 23.6%；不良资产业务继续成为主要利润贡献分部
- 传统类不良资产的收购成本维持稳定，回报率在 2013 年下半年有所提高。重组类不良资产的回报率在 2013 年下半年因风险调整而小幅下降
- 债转股资产出售于 2013 年加速，出售资产主要为组合中已上市股权
- 集团加大运用借款，以取代买入返售协议及财政部和央行应付账款资金的依赖。然而 2013 年资金成本总体仍保持稳定
- 信达现时的估值为 14 年预计市账率的 1.48 倍；以公开招股后被稀释的股数后计算，股东资金回报率为 13.8%

2013 财年净利润超预期高。信达 2013 年的净利润为人民币 90.27 亿元，同比增长 23.6%，比市场预期高 4%。不良资产业务仍然是主要的利润来源，其分部业务的总资产和除税前溢利占总数的 58.9% 及 70.3%，比去年同期的 54.2% 和 64.4% 为高。基于其先发优势，信达的非金融不良资产组合收入同比增长 190.5%，占总收入的 42.7%。

不良资产投资组合的收益水平持续。传统类不良资产收入按年增长 14.1% 至人民币 45.34 亿元，回报率保持稳定于 111.3% (2012 年: 112.5%)，并在 2013 年下半年有所提高。管理层表示，传统类不良资产收购的平均价格稳定维持在本金的三折。鉴于监管机构鼓励银行清理不良贷款组合，定价能力于强劲需求下相对稳定。同时，重组类不良资产的回报率在 2013 年下半年略有下降，反映信达正调整风险。行业方面，集团减少其在房地产行业的投资比重，由 2012 年的 68.5% 下调至 2013 年的 60.3%，并把重点放在 1/2 线城市。因此，其减值资产比例按年减少 20 个基点至 1%，但相对回报率亦有所下降。

加快处置债转股资产。信达增加出售债转股资产的步伐，债转股资产的总余额由 2012 年人民币 482 亿元在减少至人民币 423 亿元。出售的资产主要来自其上市投资组合，其中债转股上市公司的数量从 2012 年的 69 家下降至 2013 年的 26 家。上市公司股票占债转股账面价值的 19.3%，比 2012 年的 24.4% 为低。管理层表示，未来的出售将考虑收益率及处置速度。

稳定的资金成本。信达的资金来源不断改善。借款占带息负债由 2012 年 49.9% 上升至 2013 年 72.5%，而买入返售协议/财政部和央行应付账款从 2012 年 12.3%/29.6% 下调至 2013 年 10.9%/11.1%。然而，集团借贷成本保持稳定，利率维持在 2013 年为 4.75% - 6.9%，而 2012 年则为 4.8% - 6.9%。

估值。目前信达的交易估值为 14 年预计市账率的 1.48 倍。以公开招股后被稀释的股数后计算，2013 年的股东资金回报率为 13.8%。撇除首次公开招股的影响，净资产收益率为 15.6%，与去年持平。

风险因素: 1) 资产质量急剧恶化，降低不良资产组合的回报率；2) 资产收购定价的持续性；3) 与省级资产管理公司的竞争日益激烈。

业绩和估值

财年截至31/12	2010A	2011A	2012A	2013A
收入 (百万元人民币)	24,260	24,382	32,335	42,413
同比变化(%)	-	0.5	32.6	31.2
净利润 (百万元)	7,399	6,763	7,306	9,027
同比变化(%)	-	(8.6)	8.0	23.6
每股盈利 (元)	0.32	0.27	0.25	0.30
同比变化(%)	-	(15.6)	(7.4)	20.0
每股净资产 (元)	1.47	1.50	1.90	2.50
同比变化(%)	-	2.0	26.7	31.6
市盈率(x)	11.00	13.04	14.08	11.73
市账率(x)	2.39	2.35	1.85	1.41
资产回报率 (%)	25.5	18.1	15.8	13.8
股息收益率 (%)	6.3	4.2	3.4	2.9

来源: 彭博、农银国际证券预测



综合收益表 (2010A-2013A)

截至年度12月31日 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A
贷款及应收不良贷款收入	0	181	3,518	10,144
公允价值变动	6,277	4,504	4,278	5,157
投资收益	4,835	5,779	6,529	7,044
净保费	4,584	5,698	5,325	5,772
出售存货	4,148	3,237	3,924	4,322
其他收入	4,416	4,984	8,761	9,975
总收入	24,260	24,382	32,335	42,413
保险费用	4,434	5,337	4,690	5,019
手续费及佣金支出	697	804	901	869
销售货品成本	2,655	1,844	2,392	2,720
财务费用	1,366	1,807	3,698	7,804
员工成本	2,367	2,672	3,418	3,797
折旧	500	429	449	434
营业税金及附加	504	562	786	1,234
其他经营费用	1,784	2,035	2,266	2,570
减值亏损	496	537	4,601	6,153
营业支出总额	14,803	16,027	23,200	30,601
营业利润	9,458	8,355	9,135	11,812
应占联营公司业绩	505	653	612	500
其他收入/支出	(6)	50	(152)	(540)
除税前溢利	9,956	9,058	9,596	11,772
所得税开支	2,454	2,272	2,379	2,671
少数股东权益	104	24	(89)	74
纯利	7,399	6,763	7,306	9,027
增长 (%)				
总收入	na	0.5	32.6	31.2
营业支出总额	na	8.3	44.8	31.9
营业利润	na	(11.7)	9.3	29.3
除税前溢利	na	(9.0)	5.9	22.7
纯利	na	(8.6)	8.0	23.6
主要比率 (%)				
经营毛利率	39.0	34.3	28.3	27.9
净利润率	30.5	27.7	22.6	21.3
成本收入比	30.8	35.2	29.7	26.2
有效税率	24.6	25.1	24.8	22.7
派息率	27.7	26.7	21.3	
平均股本回报率	25.5	18.1	15.8	13.8
平均资产回报率	6.3	4.2	3.4	2.9
分部收入 (百万元人民币)				
不良资产	-	9,957	14,392	21,850
投资及资产管理	9,957	5,946	7,911	8,977
金融服务	5,946	9,231	10,553	12,134
抵销	9,231	(751)	(521)	(547)
总计	25,134	24,382	32,335	42,413
分部除税前溢利 (百万元人民币)				
不良资产	-	7,202	6,234	8,314
投资和资产管理	7,202	2,488	3,285	3,012
金融服务	2,488	(207)	164	515
抵销	(207)	(425)	(87)	(47)
总计	9,483	9,058	9,596	11,794

来源: 公司、农银国际证券估测



合并资产负债表 (2010A-2013A)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A
现金及银行结余	33,773	27,187	42,726	57,059
结算资金	1,416	1,286	1,526	1,708
存入保证金	877	779	907	831
存款	-	-	2,000	290
公允价值计入损益金融资产	10,102	13,402	16,923	25,178
买入返售金融资产	369	561	57	1,054
可供出售金融资产	62,156	64,382	64,377	72,747
贷款及应收款项金融资产	-	12,150	51,195	116,663
客户贷款	2,508	9,448	25,042	48,636
应收账款	6,418	4,063	5,257	6,449
持有至到期日金融资产	3,776	6,262	7,343	7,592
可供出售物业	11,537	13,092	13,815	17,790
投资物业	2,364	2,339	2,100	1,858
在阿索投资	5,971	6,713	7,476	8,962
物业及设备	3,734	3,732	3,467	3,620
商誉	368	362	362	324
其他无形资产	91	103	137	160
递延税项资产	334	1,400	2,623	3,937
其他资产	4,908	5,863	7,281	8,928
总资产	150,701	173,124	254,614	383,785
向中央银行借款	16,465	11,311	7,053	4,913
经纪业务客户资金	13,678	8,151	6,630	6,481
公允价值计入损益	-	1	53	48
买入返售金融负债	880	6,921	11,994	9,443
公允价值计入损益金融负债	-	-	-	10,477
借款	7,826	25,179	76,099	173,835
应付账款	47,220	47,995	39,539	22,814
保险资金	2,697	3,618	3,213	3,244
应付税项	2,860	3,325	2,132	2,061
保险合同准备金	7,633	12,301	17,586	20,722
应付公司债	-	495	12,535	13,285
递延所得税负债	678	349	357	451
其他负债	8,265	10,638	16,539	33,249
负债总额	108,200	130,281	193,730	301,023
已发行股份	25,155	25,155	30,140	35,459
储备	4,942	1,783	9,207	21,665
未分配利润	6,928	10,875	15,427	18,875
股东资金总额	37,025	37,813	54,774	75,998
少数股东权益	5,476	5,030	6,111	6,764
总权益	42,502	42,843	60,885	82,762
增长 (%)				
现金及银行	na	(19.5)	57.2	33.5
公允价值计入损益金融资产	na	32.7	26.3	48.8
可供出售金融资产	na	3.6	(0.0)	13.0
贷款及应收款项金融资产	na	na	321.4	127.9
客户贷款	na	276.7	165.0	94.2
应收账款	na	(36.7)	29.4	22.7
持有至到期日金融资产	na	65.9	17.3	3.4
可供出售物业	na	13.5	5.5	28.8
总资产	na	14.9	47.1	50.7
经纪业务客户资金	na	(40.4)	(18.7)	(2.2)
回购金融负债	na	686.9	73.3	(21.3)
公允价值计入损益金融负债	na	na	na	na
借款	na	221.7	202.2	128.4
应付账款	na	1.6	(17.6)	(42.3)
保险合同准备金	na	61.2	43.0	17.8
应付公司债	na	na	2,432.2	6.0
负债总额	na	20.4	48.7	55.4



已发行股份	na	-	19.8	17.6
储备	na	(63.9)	416.4	135.3
未分配利润	na	57.0	41.9	22.4
总权益	na	0.8	42.1	35.9

来源: 公司、农银国际证券估测



权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内就投资银行服务向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 $<$ 1.5
低	180 天波动率/ 180 天基准指数波动率 $<$ 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。 180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值，收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183