

## 发展网络银行，享用估值溢价

中信银行（601998）2013 年年报点评

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2014 年 3 月 28 日

### 投资要点：

- 业绩同比增速略超预期。公司2013年实现营业收入1045.58亿元，同比增长16%.91；实现归属于母公司的净利润391.75亿元，同比增长26.24%，高于市场预期。
- 从利润归因分析看，生息资产规模的增长是利润增长的主要来源，其次是非息收入的增长，而净息差下滑和管理费用上升是两大负向贡献来源。资产减值损失计提幅度略有下降，贡献了正的利润增长。
- 净息差下滑21BP，贷款收益率下降幅度大。根据公司年报披露数据，2013年净息差和净利差分别下滑至2.6%和2.4%，下滑幅度均为21BP。存贷差下降幅度更大，达到39BP。与浦发银行不同的是，公司存款成本上升并不显著，但贷款收益率下降较多，日均计算的贷款收益率下降51BP。
- 贷款结构调整，提出全面进军服务业。公司将贷款结构调整作为信贷政策方向，并提出“全面进军服务业”，服务业贷款余额增速达到33.8%；13年末对公贷款占比下幅下降1.4个百分点，但对公业务是中信银行传统优势业务，占比仍然高达73.97%（不包括贴现）。
- 不良贷款仍然处于加速生成阶段。公司年末不良率较上年上升29BP至1.03%。但加回已核销的不良贷款后，不良生成率从上年0.32%上升至0.72%，上升超过1倍，这与行业情况相似，说明不良仍在加速生成。
- 投资建议。公司将网络金融业务作为战略性目标，在同业中更为积极应对互联网给传统银行业带来的挑战，这一战略转型符合未来趋势，也受到市场大力追捧，当前估值水平相比同业已有反映。我们预计14年利润增速有望达到8.2%，对应EPS0.91元，当前交易于13/14年5.58/5.16倍PE，0.97/0.84倍PB，给予谨慎推荐评级。

邓茂

SAC 执业证书编号：  
S0340512070001

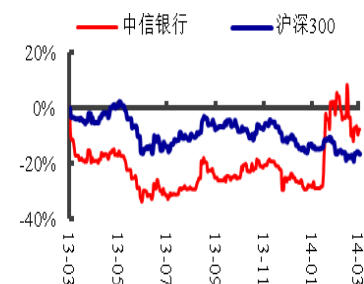
电话：0769-22119270

邮箱：dm3@dgzq.com.cn

### 主要数据 2014 年 3 月 27 日

|            |           |
|------------|-----------|
| 收盘价(元)     | 4.67      |
| 总市值(亿元)    | 2,184.97  |
| 总股本(百万股)   | 46,787.33 |
| 流通股本(百万股)  | 31,905.16 |
| ROE (TTM)  | 17.36%    |
| 12 月最高价(元) | 5.47      |
| 12 月最低价(元) | 3.28      |

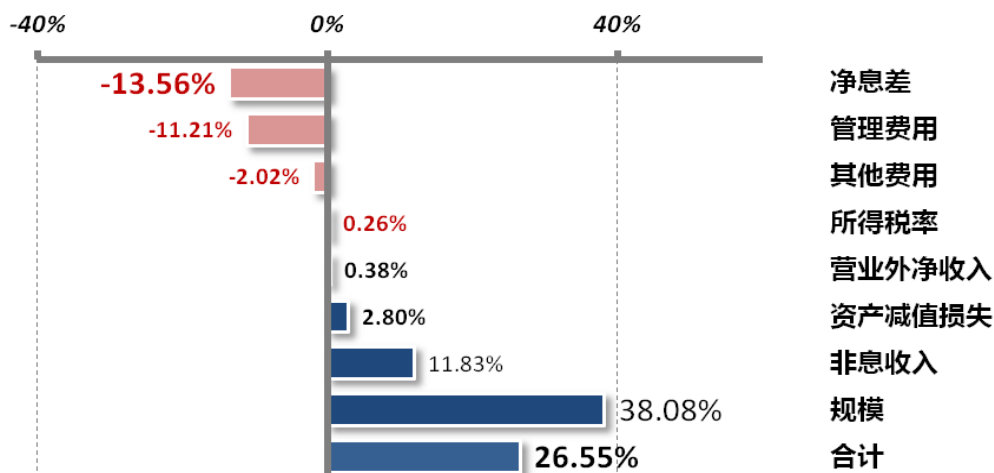
### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

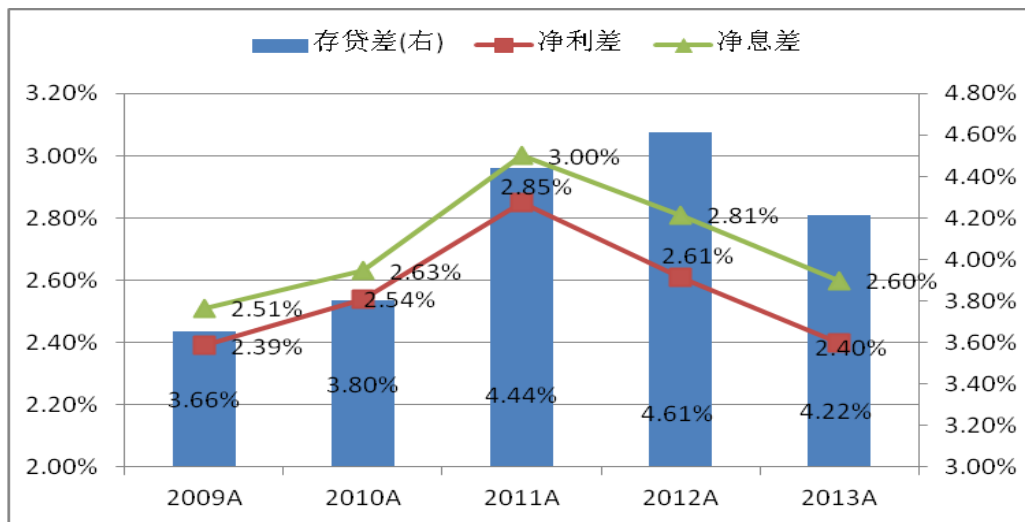
### 相关报告

图 1：中信银行业绩归因分析



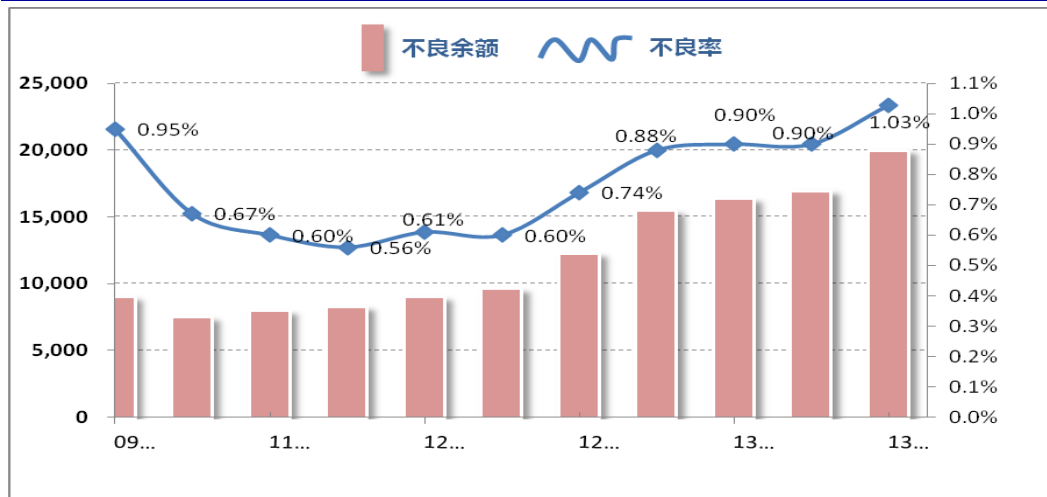
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：存贷差、净息差表现



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：不良率上升幅度较大



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 1: 中信银行盈利预测 (2014/3/27)

| 每股指标与估值      | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 增长动力          | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 每股盈余(元)      | 0.66    | 0.66    | 0.84    | 0.91    | 贷款增长          | 13.43%  | 15.96%  | 16.73%  | 12.00%  |
| 每股净资产(元)     | 3.73    | 4.24    | 4.82    | 5.56    | 存款增长          | 13.71%  | 14.59%  | 17.58%  | 11.00%  |
| 每股拨备前收益(元)   | 1.04    | 1.17    | 1.38    | 1.57    | 净利息收入增长       | 35.26%  | 15.94%  | 13.52%  | 12.81%  |
| P/E          | 7.09    | 7.04    | 5.58    | 5.16    | 手续费净收入增长      | 55.14%  | 26.85%  | 49.96%  | 25.00%  |
| P/B          | 1.25    | 1.10    | 0.97    | 0.84    | 拨备前利润增长       | 43.76%  | 12.12%  | 17.87%  | 13.56%  |
| P/PPOP       | 4.48    | 3.99    | 3.39    | 2.98    | 归属净利润增长       | 43.28%  | 0.69%   | 26.24%  | 8.16%   |
| 利润表(亿元)      | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 生息资产增长        | 32.87%  | 6.99%   | 22.98%  | 13.65%  |
| 净利息收入        | 651.06  | 754.86  | 856.88  | 966.68  | 付息负债增长        | 32.99%  | 6.25%   | 23.12%  | 10.79%  |
| 利息收入         | 1066.23 | 1388.10 | 1633.35 | 1908.90 | 生息资产收益率       | 4.75%   | 5.01%   | 5.06%   | 5.04%   |
| 利息支出         | 415.17  | 633.24  | 776.47  | 942.22  | 付息负债付息率       | 1.96%   | 2.43%   | 2.56%   | 2.68%   |
| 手续费净收入       | 88.37   | 112.10  | 168.11  | 210.14  | 有效所得税率        | 25.84%  | 24.57%  | 24.42%  | 24.41%  |
| 非利息收入        | 118.42  | 139.49  | 188.70  | 233.49  | CAMEL分析       | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   |
| 营业收入         | 769.48  | 894.35  | 1045.58 | 1200.18 | C:核心资本充足率     | 9.91%   | 9.29%   | 8.78%   | 9.63%   |
| 营业支出         | 355.23  | 479.31  | 522.73  | 635.47  | C:资本充足率       | 12.27%  | 12.42%  | 11.24%  | 12.89%  |
| 资产减值损失       | 72.07   | 131.04  | 119.40  | 164.61  | C:权益/贷款       | 12.47%  | 12.21%  | 11.89%  | 11.97%  |
| 拨备前利润        | 487.97  | 547.13  | 644.89  | 732.32  | C:权益/资产       | 6.46%   | 6.86%   | 6.34%   | 6.33%   |
| 税前利润         | 415.90  | 416.09  | 525.49  | 567.71  | A:不良贷款率       | 0.60%   | 0.74%   | 1.03%   | 1.20%   |
| 净利润          | 308.44  | 313.85  | 397.17  | 429.13  | A:拨贷比         | 1.62%   | 2.12%   | 2.13%   | 2.58%   |
| 归属净利润        | 308.19  | 310.32  | 391.75  | 423.71  | A:拨备覆盖率       | 291.71% | 288.25% | 206.62% | 214.91% |
| 资产负债表(亿元)    | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   | E:净利差(SPREAD) | 2.85%   | 2.61%   | 2.50%   | 2.36%   |
| 贷款总额         | 1434037 | 1662901 | 1941175 | 2174116 | E:净息差(NIM)    | 3.00%   | 2.81%   | 2.65%   | 2.55%   |
| 存放央行款项       | 311432  | 363942  | 422005  | 485305  | E:利息收入比例      | 84.61%  | 84.40%  | 81.95%  | 80.54%  |
| 同业资产         | 699750  | 457476  | 540792  | 703030  | E:成本收入比       | 29.86%  | 31.51%  | 31.41%  | 31.75%  |
| 债券投资         | 251045  | 400451  | 643854  | 669608  | E:ROAE        | 1.27%   | 1.08%   | 1.19%   | 1.09%   |
| 生息资产         | 2696264 | 2884770 | 3547826 | 4032059 | E:ROAA        | 20.92%  | 16.65%  | 18.48%  | 17.44%  |
| 资产总额         | 2765881 | 2959939 | 3641193 | 4114346 | E:RORWA       | 2.00%   | 1.70%   | 1.72%   | 1.56%   |
| 各项存款         | 1968051 | 2255141 | 2651678 | 2943363 | L:贷存比         | 72.87%  | 73.74%  | 73.21%  | 73.87%  |
| 同业负债         | 550028  | 399734  | 609568  | 670525  | L:风险加权资产系数    | 61.54%  | 65.83%  | 71.42%  | 66.00%  |
| 发行债券         | 33730   | 56402   | 76869   | 84556   | 存贷款配置结构       | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014E   |
| 付息负债         | 2551809 | 2711277 | 3338115 | 3698443 | 企业贷款占比        | 77.85%  | 75.37%  | 73.97%  | 73.30%  |
| 负债总额         | 994298  | 1092491 | 1157289 | 1302414 | 票据贴现占比        | 3.45%   | 4.51%   | 3.34%   | 3.00%   |
| 股本           | 46787   | 46787   | 46787   | 46787   | 个人贷款占比        | 18.70%  | 20.12%  | 22.70%  | 23.70%  |
| 归属于母公司所有者权益合 | 174496  | 198356  | 225601  | 254597  | 活期存款占比        | 44.41%  | 42.02%  | 40.21%  | 48.00%  |
| 定期存款占比       | 55.35%  | 57.69%  | 56.05%  | 50.00%  | 其他存款占比        | 0.24%   | 0.29%   | 3.74%   | 2.00%   |
| 杜邦分析         | 2011A   | 2012A   | 2013A   | 2014A   |               |         |         |         |         |
| ROE          | 17.66%  | 15.64%  | 17.36%  | 16.28%  |               |         |         |         |         |
| 杠杆比率         | 16.45   | 15.36   | 15.57   | 15.96   |               |         |         |         |         |
| ROA          | 1.11%   | 1.05%   | 1.08%   | 1.03%   |               |         |         |         |         |

**东莞证券投资评级体系：**

| 公司投资评级 |                                 |
|--------|---------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上     |

| 行业投资评级 |                                   |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上    |
| 谨慎推荐   | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间     |
| 回避     | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上     |

| 风险偏好评级 |  |
|--------|--|
| 高风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上          |
| 较高风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间 |
| 一般风险   | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间  |
| 低风险    | 未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内      |

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 2211943

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn