

沪港通股票

中信银行 A

信贷周期敏感性相对较高

资产质量压力有望随周期缓解，定向增发提升核心一级资本充足率 44bps

公司贷款期限相对较短，使其不良贷款在信贷周期中生成较早，这也意味着其对信贷周期的变化更加敏感。基于不良贷款生成将在未来的三到四个季度内有所缓解的预期，我们认为公司资产质量压力将相应缓解。2014年10月29日，公司公告将定向增发不超过24.6亿股A股股票，发行价为4.84元/股，是2014年预计每股净资产的87%。本次增发募集资金119亿元，将使2015年ROE降低40bps至15.9%，提升核心一级资本充足率44bps至9.48%。

主要风险：过于依赖对公资金来源，表外业务占比较大

历史上，中信银行资金来源主要依赖公司存款，其公司及零售存款成本率都高于同业平均水平。在存款利率管制趋松背景下，我们预计公司存款成本率的提高或将使净息差面临缩窄压力。公司表外业务占比处于上市银行较高水平，其拨备覆盖率处于同业最低水平，进一步表明公司对信贷周期敏感性较高。较低的缓冲预示一旦资产质量恶化，公司必须提升大于同业的拨备，这将对盈利产生不利影响。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到11月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司15年息差将下行10bps；我们调整公司14/15/16年EPS预测至0.87/0.92/0.97元（原0.91/0.86/0.83元）。

估值：上调目标价至 6.61 元，维持“中性”评级

考虑到行业特性，我们改用PB/ROE估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期ROE将回落至12.5%，高于行业平均；我们在2015年行业平均PBO.94X的基础上给予19%的溢价得到目标PB1.12X，得到目标价6.61元，对应15年PE为7.2X。目前股价对应15年PB/PE为1.11X/7.07X倍。维持公司“中性”评级。

Equities

中国			
银行业（除储贷业务）			
12个月评级	中性		
	保持不变		
12个月目标价	Rmb6.61		
	之前: Rmb4.71		
股价	Rmb6.53		
路透代码: 601998.SS 彭博代码 601998 CH			
交易数据和主要指标			
52周股价波动范围	Rmb6.93-3.58		
市值	Rmb275十亿/US\$44.4十亿		
已发行股本	31,905百万(ORDA)		
流通股比例	5%		
日均成交量(千股)	159,619		
日均成交额(Rmb百万)	Rmb882.9		
普通股股东权益(12/14E)	Rmb258十亿		
市净率(12/14E)	1.2x		
一级资本充足率	9%		
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)			
	从	到	%市场预测
12/14E	0.91	0.87	-4.35 0.90
12/15E	0.86	0.92	7.35 0.97
12/16E	0.83	0.97	17.67 1.04

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	77,092	89,711	104,813	119,969	137,228	156,225	181,957	212,881
税前利润	41,590	41,609	52,549	54,528	58,837	64,430	74,945	90,400
净利润(本地 GAAP)	30,819	31,032	39,175	40,573	43,766	47,923	55,790	67,382
净利润(UBS)	30,819	31,032	39,175	40,573	43,766	47,923	55,790	67,379
一级资本充足率%	9.9	9.9	8.8	9.1	9.5	9.5	9.5	9.5
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.71	0.66	0.84	0.87	0.92	0.97	1.13	1.37
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	20.9	16.6	18.5	16.8	15.9	15.5	17.0	20.6
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.2	3.5	3.0	4.1	3.7	3.3	2.9	2.5
市净率	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
市净率(UBS)	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
市盈率(UBS, 稀释后)	6.6	6.1	4.9	7.5	7.1	6.7	5.8	4.8
净股息收益率(%)	3.1	3.7	6.1	4.0	4.1	4.5	5.2	6.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年12月16日17时56分的股价(Rmb6.53)得出。

投资主题

中信银行 A

投资理由

中信银行依托中信集团，在对公业务领域拥有相对优势。我们认为其经营需要关注：1) 近年来贷款稳步加大对中小企业贷款配置，收益率逐步提升；2) 公司积极进行互联网金融实践，期待助推业务增长和经营效率改善；3) 在行业负债端脱媒背景下，公司活期存款占比下降，存款成本或面临一定压力。我们对公司 15 年盈利预测较市场一致预期低 6%，主要源于我们认为公司资产质量压力对其业绩增长的抑制或大于市场预期。目标价基于 PB/ROE 估值。目前估值高于行业平均，反映市场对于其互联网金融方面积极实践的认可，评级“中性”。

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 7.09 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 5.32 元。

近期催化剂

正面：互联网金融战略深化，2015 年推出新产品或超出市场预期；

负面：下半年资产质量恶化及拨备计提压力可能超出预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb6.61

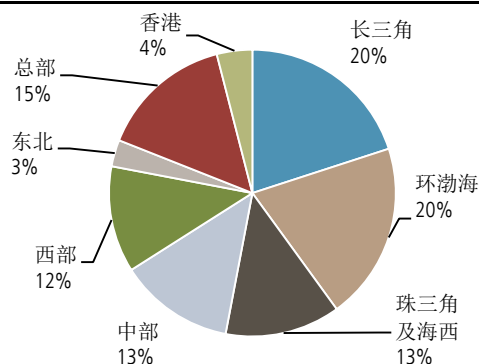
公司简介

中信银行股份有限公司是一家全国性的股份制商业银行，是中信集团旗下的金融机构，总部位于北京。中信银行为客户提供广泛的商业银行产品和服务，尤其以公司金融业务为强项。2007 年 4 月正式在上海和香港两地上市。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于中信银行，我们关注其资产质量及较低拨贷比可能对公司短期业绩增长造成的压力。

收入按地区分布, 2013 (%)



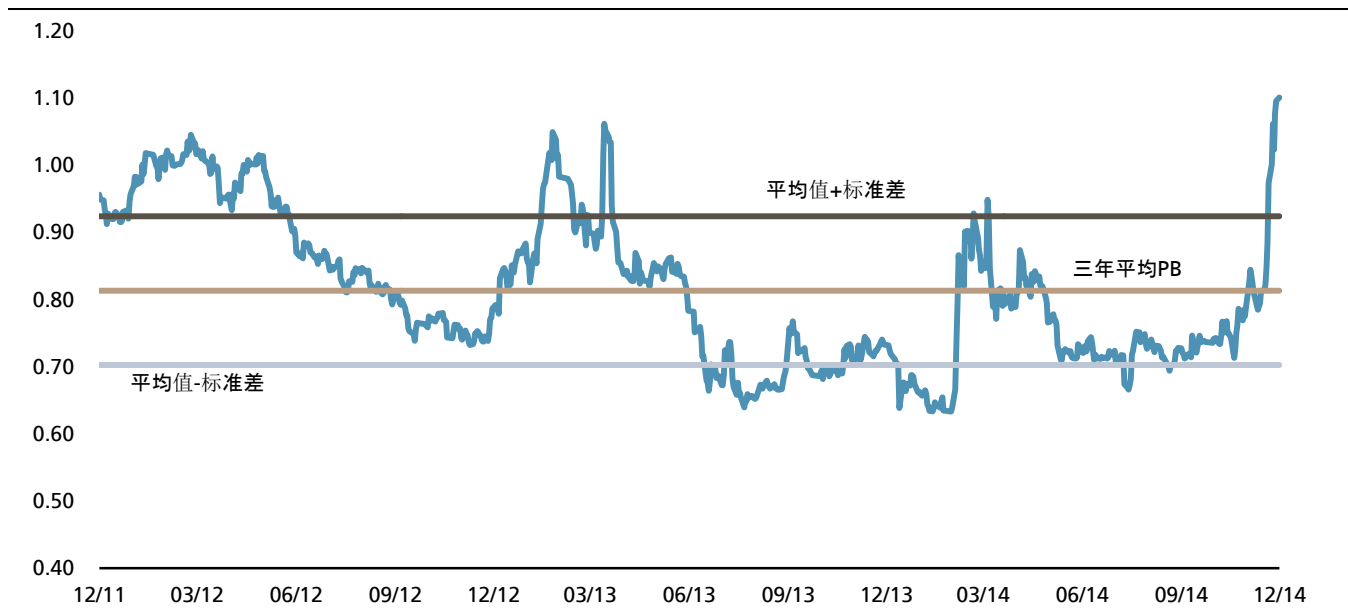
来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	89,711	104,813	119,969	137,228	156,225
净利息收入	75,486	85,688	91,582	98,665	105,225
非利息收入	14,225	19,125	28,387	38,563	51,001
营业费用	34,979	40,435	45,828	52,833	60,147
拨备前利润	54,732	64,378	74,141	84,395	96,079
税前利润	41,609	52,549	54,528	58,837	64,430
净利润	31,032	39,175	40,573	43,766	47,923
每股盈利 (元)	0.66	0.84	0.87	0.92	0.97
每股净资产 (元)	4.24	4.82	5.52	5.91	6.66
每股股利 (元)	0.15	0.25	0.26	0.27	0.29

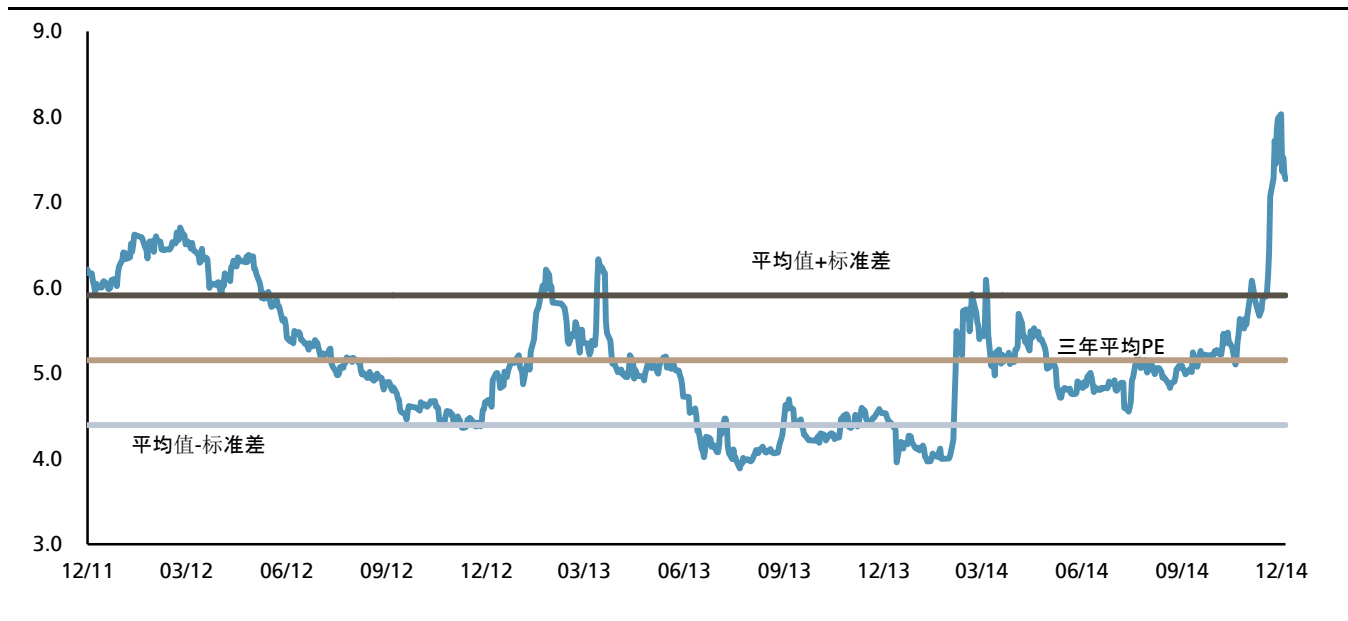
数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 42: 中信银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 43: 中信银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

中信银行 A (601998.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
净利息收入	65,106	75,486	85,688	91,582	6.9	98,665	7.7	105,225	116,583	131,943
非利息收入总额	11,986	14,225	19,125	28,387	48.4	38,563	35.9	51,001	65,373	80,937
总盈利	77,092	89,711	104,813	119,969	14.5	137,228	14.4	156,225	181,957	212,881
现金支出总额	(27,041)	(33,462)	(38,645)	(43,949)	-13.7	(50,859)	-15.7	(58,075)	(67,878)	(79,674)
折旧前营业利润	50,051	56,249	66,168	76,020	14.9	86,369	13.6	98,151	114,079	133,206
折旧和摊销(除商誉)	(1,340)	(1,517)	(1,790)	(1,879)	-5.0	(1,973)	-5.0	(2,072)	(2,176)	(2,285)
拨备前营业利润	48,711	54,732	64,378	74,141	15.2	84,395	13.8	96,079	111,903	130,922
总拨备	(7,207)	(13,104)	(11,940)	(19,732)	-65.3	(25,690)	-30.2	(31,794)	(37,118)	(40,697)
拨备后营业利润	41,504	41,628	52,438	54,408	3.8	58,706	7.9	64,285	74,785	90,225
来自联营及合资公司的利润(税前)	57	(81)	109	120	10.0	132	10.0	145	160	176
其他税前项目	29	62	2	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	41,590	41,609	52,549	54,528	3.8	58,837	7.9	64,430	74,945	90,400
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	41,590	41,609	52,549	54,528	3.8	58,837	7.9	64,430	74,945	90,400
税项	(10,746)	(10,224)	(12,832)	(13,359)	-4.1	(14,415)	-7.9	(15,785)	(18,361)	(22,145)
税后利润	30,844	31,385	39,717	41,169	3.7	44,422	7.9	48,645	56,583	68,255
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(25)	(353)	(542)	(596)	-10.0	(656)	-10.0	(721)	(794)	(873)
净利润(本地 GAAP)	30,819	31,032	39,175	40,573	3.6	43,766	7.9	47,923	55,790	67,382
净利润(不计优先股股息)	30,819	31,032	39,175	40,573	3.6	43,766	7.9	47,923	55,790	67,382
净利润(UBS)	30,819	31,032	39,175	40,573	3.6	43,766	7.9	47,923	55,790	67,379
每股(Rmb)										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.71	0.66	0.84	0.87	3.6	0.92	6.5	0.97	1.13	1.37
每股收益(UBS 稀释后)	0.71	0.66	0.84	0.87	3.6	0.92	6.5	0.97	1.13	1.37
拨备前营业利润(稀释后)	1.12	1.17	1.38	1.58	15.2	1.78	12.4	1.95	2.27	2.66
每股股息净值	0.14	0.15	0.25	0.26	3.2	0.27	2.5	0.29	0.34	0.41
每股账面价值	3.73	4.24	4.82	5.52	14.4	5.91	7.1	6.66	6.66	6.66
每股账面价值(UBS)	3.71	4.22	4.80	5.50	14.5	5.89	7.1	6.64	6.64	6.64
资产负债表(Rmb 百万)										
银行资产(年底)	2,765,881	2,959,939	3,641,193	4,180,751	14.8	4,617,182	10.4	5,134,547	5,727,620	6,459,674
银行资产(平均)	2,423,598	2,862,910	3,300,566	3,910,972	18.5	4,398,967	12.5	4,875,865	5,431,084	6,093,647
总资产(年底)	2,765,881	2,959,939	3,641,193	4,180,751	14.8	4,617,182	10.4	5,134,547	5,727,620	6,459,674
风险加权资产(RWA)(年底)	1,710,865	1,960,411	2,600,494	2,829,215	8.8	3,161,160	11.7	3,523,260	3,952,361	4,512,429
风险加权资产(RWA)(平均)	1,548,064	1,835,638	2,280,453	2,714,855	19.0	2,995,187	10.3	3,342,210	3,737,810	4,017,845
客户贷款	1,410,779	1,627,576	1,899,921	2,105,406	10.8	2,287,465	8.6	2,500,187	2,773,782	3,129,362
客户贷款(平均)	1,328,403	1,519,178	1,763,749	2,002,664	13.5	2,196,436	9.7	2,393,826	2,636,985	2,814,775
生息资产(平均)	2,167,788	2,685,089	3,299,941	3,847,983	16.6	4,329,443	12.5	4,799,179	5,336,039	6,020,671
客户存款	1,968,051	2,255,141	2,651,678	2,916,846	10.0	3,223,115	10.5	3,577,657	3,989,088	4,467,778
普通股权益(年底)	174,496	198,356	225,601	258,169	14.4	290,985	12.7	327,801	327,801	327,801
普通股权益(平均)	147,336	186,426	211,979	241,885	14.1	274,577	13.5	309,393	327,801	327,801
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	178,781	203,086	230,725	263,293	14.1	296,705	12.7	334,177	334,899	335,692
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	151,660	190,934	216,906	247,009	13.9	279,999	13.4	315,441	334,538	334,935
有形资产净值	177,963	202,269	229,933	262,501	14.2	295,913	12.7	333,385	334,107	334,900
Balance sheet structure (%)										
贷款/银行资产(年底)	51.0	55.0	52.2	50.4	-3.5	49.5	-1.6	48.7	48.4	48.4
存款/银行资产(年底)	71.2	76.2	72.8	69.8	-4.2	69.8	0.1	69.7	69.6	69.2
存贷比	71.7	72.2	71.6	72.2	0.7	71.0	-1.7	69.9	69.5	70.0
股东资金总额/银行资产(年底)	6.5	6.9	6.3	6.3	-0.6	6.4	2.0	6.5	5.8	5.2

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

中信银行 A (601998.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	169,466	193,982	228,311	256,115	299,628	334,421	375,834	426,476
总资本	209,868	263,441	292,212	358,610	408,219	450,627	500,430	550,731
风险加权资产 (RWA) (年底)	1,710,865	1,960,411	2,600,494	2,829,215	3,161,160	3,523,260	3,952,361	4,512,429
核心资本(一级资本)充足率%	9.9	9.9	8.8	9.1	9.5	9.5	9.5	9.5
一级资本充足率%	9.9	9.9	8.8	9.1	9.5	9.5	9.5	9.5
总资本充足率%	12.3	13.4	11.2	12.7	12.9	12.8	12.7	12.2
有形权益	173,678	197,539	224,809	257,377	290,193	327,009	327,009	327,009
权益对资产比率%	6.3	6.7	6.2	6.2	6.3	6.4	5.7	5.1
有形权益对有形资产比率%	6.3	6.7	6.2	6.2	6.3	6.4	5.7	5.1
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	8,541	12,255	19,966	31,235	39,684	47,074	52,517	58,623
风险准备金总额	23,258	35,325	41,254	51,090	62,551	76,356	92,282	110,785
不良贷款率	0.6	0.7	1.0	1.4	1.7	1.8	1.8	1.8
拨备覆盖率	272.3	288.2	206.6	163.6	157.6	162.2	175.7	189.0
拨备: 平均贷款余额	0.4	0.8	0.6	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4
不良资产净值与股东资金比率	(8.2)	(11.4)	(9.2)	(7.5)	(7.7)	(8.8)	(11.9)	(15.5)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.69	2.64	2.60	2.34	2.24	2.16	2.15	2.17
拨备与营业利润比率	14.8	23.9	18.5	26.6	30.4	33.1	33.2	31.1
股东权益回报率(UBS 盈利)	20.9	16.6	18.5	16.8	15.9	15.5	17.0	20.6
经调整的资产收益率	21.0	16.7	18.6	16.8	16.0	15.5	17.1	20.6
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	1.99	1.71	1.74	1.52	1.48	1.46	1.51	1.70
资产收益率	1.27	1.10	1.20	1.05	1.01	1.00	1.04	1.12
生产率								
成本收入比	36.8	39.0	38.6	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5
成本与平均资产比率	1.17	1.22	1.23	1.17	1.20	1.23	1.29	1.34
薪酬费用比	20.2	22.0	21.7	21.4	21.6	21.6	21.6	21.6
增长率(%)								
营业收入	36.8	16.4	16.8	14.5	14.4	13.8	16.5	17.0
拨备前营业利润	44.5	12.4	17.6	15.2	13.8	13.8	16.5	17.0
净利润(UBS)	43.3	0.7	26.2	3.6	7.9	9.5	16.4	20.8
每股股息净值	-	3.4	68.0	3.2	2.5	9.5	16.4	20.8
总资产(年底)	32.9	7.0	23.0	14.8	10.4	11.2	11.6	12.8
客户贷款	13.2	15.4	16.7	10.8	8.6	9.3	10.9	12.8
客户存款	13.7	14.6	17.6	10.0	10.5	11.0	11.5	12.0
Value (x)								
市值/收入	2.5	2.0	1.7	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.2	3.5	3.0	4.1	3.7	3.3	2.9	2.5
市盈率(本地 GAAP, 基本)	6.6	6.1	4.9	7.5	7.1	6.7	5.8	4.8
市盈率(UBS, 稀释后)	6.6	6.1	4.9	7.5	7.1	6.7	5.8	4.8
净股息收益率(%)	3.1	3.7	6.1	4.0	4.1	4.5	5.2	6.3
市净率	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
市净率(UBS)	1.3	1.0	0.9	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。