

中信银行 (601998.SH) 银行业

评级：买入 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

短期仍有不良自然迁徙压力、四季度非标反弹

事件

中信银行发布 14 年年报（此前已披露过业绩快报）：全年归属股东净利润 407 亿元，同比增长 4%，营业收入 1247 亿元，同比增长 19%。贷款和存款余额分别同比增长 13% 和 8%，资产和负债总额均同比增长 14%。14 年全年息差 2.40%，同比下降 19bps。4Q14 不良率 1.30%，环比 3Q14 下降 9bps，拨备覆盖率 181%，环比 3Q14 持平，拨贷比 2.36%，环比 3Q14 下降 16bps。2014 年不分红。

评论

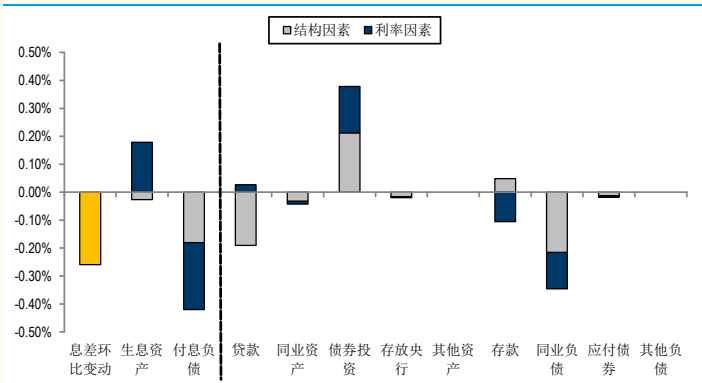
14 年大力核销、4Q14 不良生成率维持高位、短期内仍面临不良自然迁徙压力：14 年全年核销不良 116 亿，加回核销后不良率 1.84%，较披露不良率高 54bps。据我们测算，4Q14 加回核销后不良生成率 112bps（3Q14 这一指标为 102bps），仍维持高位，大力暴露不良资产是中信 14 年贯穿全年的主旋律。但另一方面，2H14 关注类贷款环比增长 79%，关注类贷款率 3.12%，较 1H14 1.79% 的水平大幅上升；2H14 90 天内逾期贷款亦环比增长 69%，与 1H14 65% 的环比增速相比并未下降，我们预计，如此快速的关注类贷款和逾期贷款增长将带来此类贷款自然向下迁徙为不良的压力。最后，尽管全年信用成本 107bps，4Q14 单季未年化信用成本亦有 25bps，但受四季度大力核销的影响，拨贷比在 3Q14 达标 2.5% 之后出现回落。向前看，预计 15 年信用成本将维持在 100bps 之上。

4Q14 继续压缩同业资产、非标资产反弹：据我们测算，2H14 息差环比提升 11bps、4Q14 息差环比提升 7bps，我们认为，同业资产压缩、非标资产反弹、以及流动性宽松格局下同业负债成本降低是息差反弹的主要原因：1）4Q14 同业资产余额季度环比下降 36%，2H14 环比压缩 53%，低收同业资产的压缩对息差有正面贡献；2）我们测算，中信 14 年末表内非标资产余额 6397 亿，且全是投资类非标，较 1H14 环比增长 14%，占总资产比重由 1H14 的 13% 上升至 16%，可以看到，表内非标资产的会计科目“应收款项类投资”余额在 3Q14 环比下降 9% 之后，4Q14 环比反弹 28%，我们相信中信在 14 年末的非标资产大反弹中应当有所参与，高收益非标资产占比提升是该行债券投资收益率在 2H14 保持稳定的重要原因；3）受全行业流动性宽松的影响，2H14 同业负债成本环比下降 77bps。我们对 2H14 息差环比变动的因素分析显示，尽管同业资产的合计负贡献达 31bps，但贷款（结构优化和收益提升均有贡献）、债券投资和同业负债的正贡献分别达到了 12bps、10bps、23bps，有效抵消了同业资产对息差的拉低效应。此外，资产负债期限错配缺口显示，中信在 2H14 明显加大了短期负债的配置，3 个月内资产负债错配缺口明显拉大，但 1 年以上资产负债正配缺口亦在收缩，显示出该行的风险偏好正在趋于更加审慎。

非信贷资产结构调整拉低 4Q14 资本充足率、有待定增及优先股充实：4Q14 核心一级资本充足率环比 3Q14 下降 36bps，降幅较大。4Q14 低风险权重的同业资产收缩、100% 风险权重的非标资产反弹，这样的资产结构调整对资本充足率有明显的负面影响。面向中国烟草的 119 亿定增已在近日获得银监会批准，我们预计发行完毕后将提升 2015 年核心一级资本充足率 36bps。中信银行 3 月 20 日亦公布了非公开发行 350 亿优先股的预案，若在 2016 年发行完毕，预计将提升当年一级资本充足率 1 个百分点。

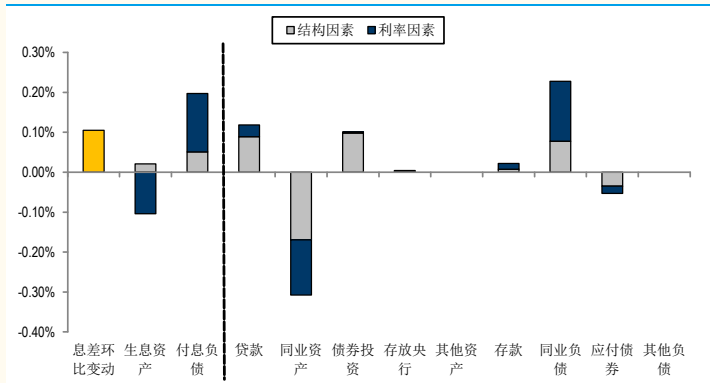
维持“买入”评级：受 14 年业绩低基数的影响，预计中信银行 15-16 年归属股东净利润同比增长 11.0% 和 9.6%，3 月 20 日收盘，中信银行 A 股交易在 1.1 倍 15 年 PB 和 7.8 倍 15 年 PE（假设定增在 15 年完成），预计股价将继续受益于其较小的自由流通盘，保持较高弹性。

图表 1: 息差环比变动因素分析 (1H14)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 息差环比变动因素分析 (2H14)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 季度业绩 - 中信银行

利润表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
净利息收入	19,912	20,562	22,074	23,140	22,136	23,478	24,434	24,693	1.1%	6.7%	85,688	94,741	10.6%
非利息收入	4,134	5,270	4,620	4,846	7,664	8,828	6,028	7,455	23.7%	53.8%	18,870	29,975	58.9%
净手续费收入	3,599	4,378	4,413	4,421	6,168	6,639	6,028	6,478	7.5%	46.5%	16,811	25,313	50.6%
营业收入	24,046	25,832	26,694	27,986	29,800	32,306	30,462	32,148	5.5%	14.9%	104,558	124,716	19.3%
营业支出	(9,244)	(8,650)	(9,771)	(12,668)	(10,500)	(10,510)	(10,768)	(14,861)	38.0%	17.3%	(40,333)	(46,639)	15.6%
营业税金及附加	(1,781)	(1,807)	(1,915)	(1,985)	(2,135)	(2,215)	(2,146)	(2,331)	8.6%	17.4%	(7,488)	(8,827)	17.9%
拨备前营业利润 (PPOP)	14,802	17,182	16,923	15,318	19,300	21,796	19,694	17,287	-12.2%	12.9%	64,225	78,077	21.6%
资产减值损失	(2,517)	(2,372)	(3,030)	(4,021)	(4,949)	(6,668)	(6,157)	(5,899)	-4.2%	46.7%	(11,940)	(23,673)	98.3%
贷款和垫款减值损失	(2,389)	(2,330)	(2,897)	(3,711)	(4,647)	(6,267)	(5,876)	(5,284)	-10.1%	42.4%	(11,327)	(22,074)	94.9%
营业利润	12,285	14,810	13,893	11,297	14,351	15,128	13,537	11,388	-15.9%	0.8%	52,285	54,404	4.1%
营业外收支净额	82	66	53	63	23	1	53	93	75.5%	47.6%	264	170	-35.6%
利润总额	12,367	14,876	13,946	11,360	14,374	15,129	13,590	11,481	-15.5%	1.1%	52,549	54,574	3.9%
所得税费用	(3,035)	(3,565)	(3,350)	(2,882)	(3,443)	(3,635)	(3,162)	(2,880)	-8.9%	-0.1%	(12,832)	(13,120)	2.2%
净利润	9,332	11,311	10,596	8,478	10,931	11,494	10,428	8,601	-17.5%	1.5%	39,717	41,454	4.4%
少数股东权益	(114)	(138)	(127)	(163)	(225)	(166)	(182)	(189)	3.8%	16.0%	(542)	(762)	40.6%
归属母公司股东净利润	9,218	11,173	10,469	8,315	10,706	11,328	10,246	8,412	-17.9%	1.2%	39,175	40,692	3.9%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	9,218	11,173	10,469	8,315	10,706	11,328	10,246	8,412	-17.9%	1.2%	39,175	40,692	3.9%

资产负债表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
贷款总额	1,755,719	1,824,552	1,882,968	1,941,175	2,043,630	2,119,144	2,124,128	2,187,908	3.0%	12.7%	1,941,175	2,187,908	12.7%
存款总额	2,457,010	2,613,911	2,632,476	2,651,678	2,798,070	3,053,213	2,875,725	2,849,574	-0.9%	7.5%	2,651,678	2,849,574	7.5%
不良贷款余额	15,492	16,370	16,978	19,966	23,584	25,246	29,525	28,454	-3.6%	42.5%	19,966	28,454	42.5%
贷款损失准备	37,692	36,657	39,364	41,254	45,261	48,644	53,407	51,576	-3.4%	25.0%	41,254	51,576	25.0%
资产总额	3,119,084	3,436,945	3,401,408	3,641,193	3,981,514	4,311,187	4,045,887	4,138,815	2.3%	13.7%	3,641,193	4,138,815	13.7%
负债总额	2,906,288	3,220,968	3,176,598	3,410,468	3,738,160	4,064,489	3,788,202	3,871,469	2.2%	13.5%	3,410,468	3,871,469	13.5%
母公司所有者权益	207,965	211,107	219,824	225,601	237,953	239,287	250,091	259,677	3.8%	15.1%	225,601	259,677	15.1%
优先股	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
平均生息资产	3,005,585	3,321,313	3,295,871	3,576,995	3,736,034	4,067,836	4,018,577	3,952,725	-1.6%	10.5%	3,299,941	3,943,793	19.5%

每股数据 (元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
普通股股本 (百万股)	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787	0.0%	0.0%	46,787	46,787	0.0%
EPS	0.20	0.24	0.22	0.18	0.23	0.24	0.22	0.18	-17.9%	1.2%	0.84	0.87	3.9%
BVPS	4.44	4.51	4.70	4.82	5.09	5.11	5.35	5.55	3.8%	15.1%	4.82	5.55	15.1%
DPS	-	-	-	0.25	-	-	-	-	na	-100.0%	0.25	-	-100.0%
PPOP/sh	0.32	0.37	0.36	0.33	0.41	0.47	0.42	0.37	-12.2%	12.9%	1.37	1.67	21.6%

主要指标 (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
ROA	1.23%	1.38%	1.24%	0.96%	1.15%	1.11%	1.00%	0.84%	-0.2pct	-0.1pct	1.20%	1.07%	-0.1pct
ROE	18.15%	21.33%	19.44%	14.93%	18.48%	18.99%	16.75%	13.20%	-3.5pct	-1.7pct	18.48%	16.77%	-1.7pct
净息差	2.65%	2.48%	2.68%	2.59%	2.37%	2.31%	2.43%	2.50%	7bps	-9bps	2.60%	2.40%	-19bps
成本收入比	31.04%	26.49%	29.43%	38.17%	28.07%	25.68%	28.30%	38.98%	10.7pct	0.8pct	31.41%	30.32%	-1.1pct
有效税率	24.54%	23.96%	24.02%	25.37%	23.95%	24.03%	23.27%	25.08%	1.8pct	-0.3pct	24.42%	24.04%	-0.4pct
贷存比	71.46%	69.80%	71.53%	73.21%	73.04%	69.41%	73.86%	76.78%	2.9pct	3.6pct	73.21%	76.78%	3.6pct
不良贷款率	0.88%	0.90%	0.90%	1.03%	1.15%	1.19%	1.39%	1.30%	-9bps	27bps	1.03%	1.30%	27bps
拨备覆盖率	243.30%	223.93%	231.85%	206.62%	191.91%	192.68%	180.89%	181.26%	0.4pct	-25.4pct	206.62%	181.26%	-25.4pct
拨贷比	2.15%	2.01%	2.09%	2.13%	2.21%	2.30%	2.51%	2.36%	-16bps	23bps	2.13%	2.36%	23bps
信用成本	0.14%	0.13%	0.16%	0.19%	0.23%	0.30%	0.28%	0.25%	-3bps	5bps	0.63%	1.07%	44bps
非利息收入/营业收入	17.19%	20.40%	17.31%	17.32%	25.72%	27.33%	19.79%	23.19%	3.4pct	5.9pct	18.05%	24.03%	6.0pct
净手续费收入/营业收入	14.97%	16.95%	16.53%	15.80%	20.70%	20.55%	19.79%	20.15%	0.4pct	4.4pct	16.08%	20.30%	4.2pct
核心一级资本充足率	9.35%	8.92%	9.24%	8.78%	8.78%	8.71%	8.93%	8.71%	-0.4pct	0.2pct	8.78%	8.93%	0.2pct
一级资本充足率	9.35%	8.92%	9.24%	8.78%	8.90%	8.77%	8.93%	8.99%	-0.4pct	0.2pct	8.78%	8.99%	0.2pct
资本充足率	12.13%	11.47%	11.77%	11.24%	11.09%	10.98%	12.99%	12.33%	-0.7pct	1.1pct	11.24%	12.33%	1.1pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4：财务数据及预测—中信银行

利润表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	同比增速 (%)				
							2012	2013	2014	2015E	2016E
净利息收入	65,106	75,486	85,688	94,741	98,667	106,754	15.9%	13.5%	10.6%	4.1%	8.2%
非利息收入	11,842	13,949	18,870	29,975	41,965	50,358	17.8%	35.3%	58.9%	40.0%	20.0%
净手续费收入	8,837	11,210	16,811	25,313	35,438	42,526	26.9%	50.0%	50.6%	40.0%	20.0%
营业收入	76,948	89,435	104,558	124,716	140,632	157,112	16.2%	16.9%	19.3%	12.8%	11.7%
营业支出	(28,316)	(34,827)	(40,333)	(46,639)	(54,101)	(62,757)	23.0%	15.8%	15.6%	16.0%	16.0%
营业税	(5,343)	(6,648)	(7,488)	(8,827)	(10,151)	(11,674)	24.4%	12.6%	17.9%	15.0%	15.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	48,632	54,608	64,225	78,077	86,531	94,354	12.3%	17.6%	21.6%	10.8%	9.0%
资产减值损失	(7,207)	(13,104)	(11,940)	(23,673)	(25,995)	(24,994)	81.8%	-8.9%	98.3%	9.8%	-3.9%
贷款减值损失	(5,734)	(12,804)	(11,327)	(22,074)	(24,237)	(23,059)	123.3%	-11.5%	94.9%	9.8%	-4.9%
营业利润	41,425	41,504	52,285	54,404	60,536	69,360	0.2%	26.0%	4.1%	11.3%	14.6%
营业外收支净额	165	105	264	170	187	206	-36.4%	151.4%	-35.6%	10.0%	10.0%
利润总额	41,590	41,609	52,549	54,574	60,723	69,566	0.0%	26.3%	3.9%	11.3%	14.6%
所得税	(10,746)	(10,224)	(12,832)	(13,120)	(14,573)	(16,696)	-4.9%	25.5%	2.2%	11.1%	14.6%
净利润	30,844	31,385	39,717	41,454	46,149	52,870	1.8%	26.5%	4.4%	11.3%	14.6%
少数股东权益	(25)	(353)	(542)	(762)	(991)	(1,288)	1312.0%	53.5%	40.6%	30.0%	30.0%
归属股东净利润	30,819	31,032	39,175	40,692	45,159	51,582	0.7%	26.2%	3.9%	11.0%	14.2%
优先股股息	0	0	0	0	0	2,100	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	30,819	31,032	39,175	40,692	45,159	49,482	0.7%	26.2%	3.9%	11.0%	9.6%

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
贷款总额	1,434,037	1,662,901	1,941,175	2,187,908	2,428,578	2,695,721	16.0%	16.7%	12.7%	11.0%	11.0%
存款总额	1,968,051	2,255,141	2,651,678	2,849,574	3,134,531	3,447,985	14.6%	17.6%	7.5%	10.0%	10.0%
不良贷款余额	8,541	12,255	19,966	28,454	35,379	41,784	43.5%	62.9%	42.5%	24.3%	18.1%
贷款损失准备	23,258	35,325	41,254	51,576	66,580	80,671	51.9%	16.8%	25.0%	29.1%	21.2%
资产总额	2,765,881	2,959,939	3,641,193	4,138,815	4,663,351	5,255,132	7.0%	23.0%	13.7%	12.7%	12.7%
负债总额	2,587,100	2,756,853	3,410,468	3,871,469	4,321,359	4,827,109	6.6%	23.7%	13.5%	11.6%	11.7%
母公司所有者权益	174,496	198,356	225,601	259,677	333,556	418,744	13.7%	13.7%	15.1%	28.5%	25.5%
优先股	0	0	0	0	0	35,000	na	na	na	na	na
平均生息资产	2,167,788	2,685,089	3,299,941	3,943,793	4,380,771	4,960,029	23.9%	22.9%	19.5%	11.1%	13.2%

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	46,787	46,787	46,787	46,787	49,249	49,249	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%
EPS	0.66	0.66	0.84	0.87	0.92	1.00	0.7%	26.2%	3.9%	5.4%	9.6%
BVPS	3.73	4.24	4.82	5.55	6.77	7.79	13.7%	13.7%	15.1%	22.0%	15.0%
DPS	0.14	0.15	0.25	-	0.28	0.31	3.4%	68.0%	-100.0%	na	14.2%
PPOP/sh	1.04	1.17	1.37	1.67	1.76	1.92	12.3%	17.6%	21.6%	5.3%	9.0%

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
ROA	1.27%	1.10%	1.20%	1.07%	1.05%	1.07%	-0.18%	0.11%	-0.14%	-0.02%	0.02%
ROE	20.92%	16.65%	18.48%	16.77%	15.22%	14.59%	-4.27%	1.83%	-1.71%	-1.55%	-0.63%
净息差	3.00%	2.81%	2.60%	2.40%	2.25%	2.15%	-0.19%	-0.21%	-0.19%	-0.15%	-0.10%
成本收入比	29.86%	31.51%	31.41%	30.32%	31.25%	32.51%	1.65%	-0.09%	-1.09%	0.93%	1.26%
有效税率	25.84%	24.57%	24.42%	24.04%	24.00%	24.00%	-1.27%	-0.15%	-0.38%	-0.04%	0.00%
贷存比	72.87%	73.74%	73.21%	76.78%	77.48%	78.18%	0.87%	-0.53%	3.57%	0.70%	0.70%
不良贷款率	0.60%	0.74%	1.03%	1.30%	1.46%	1.55%	0.14%	0.29%	0.27%	0.16%	0.09%
拨备覆盖率	272.31%	288.25%	206.62%	181.26%	188.19%	193.07%	15.94%	-81.63%	-25.36%	6.93%	4.88%
拨贷比	1.62%	2.12%	2.13%	2.36%	2.74%	2.99%	0.50%	0.00%	0.23%	0.38%	0.25%
信用成本	0.43%	0.83%	0.63%	1.07%	1.05%	0.90%	0.40%	-0.20%	0.44%	-0.02%	-0.15%
非利息收入/营业收入	15.39%	15.60%	18.05%	24.03%	29.84%	32.05%	0.21%	2.45%	5.99%	5.81%	2.21%
净手续费收入/营业收入	11.48%	12.53%	16.08%	20.30%	25.20%	27.07%	1.05%	3.54%	4.22%	4.90%	1.87%
核心一级资本充足率	na	na	8.78%	8.93%	9.80%	10.21%	na	na	0.15%	0.86%	0.42%
一级资本充足率	9.91%	9.89%	8.78%	8.99%	9.86%	11.23%	-0.01%	-1.11%	0.21%	0.86%	1.38%
资本充足率	12.27%	13.44%	11.24%	12.33%	13.29%	14.55%	1.17%	-2.20%	1.10%	0.95%	1.26%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD