

# 资产质量趋稳，经营层上改善，市场预期足够低 增持（首次）

2016年7月27日

证券分析师 戴志锋

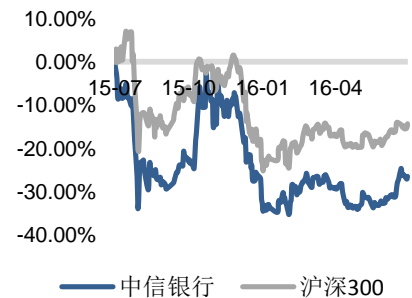
执业资格证书号码：S0600516040001

daizf@dwzq.com.cn

## 投资要点

- 预计不良会趋稳。**中信银行历史上强于大型企业贷款，抵押物较充裕，资产质量的基础是扎实的。近几年公司转型中型企业和供应链金融，经济下行期新业务面临较大压力，尤其长三角。目前长三角不良已趋稳，人事变动导致风险暴露亦充分；目前公司又回到熟悉的大对公领域，资产质量压力释放已到尾声；我们预计中信银行发展趋势好于市场预期，关注类贷款会逐渐下降。中信银行2016年1季度不良贷款余额372亿元，环比增长3.3%，不良贷款率1.4%，环比下降3bps，同比上升5bps，不良率较为稳定；拨备方面，公司拨备覆盖率166%，环比降低2个百分点，拨贷比则环比降低7bps至2.32%。
- 收入能保持快速增长。**公司1季度，营业收入405亿元，同比增长23%，其中，净利息收入276亿元，同比增长15%，非息收入129亿元，同比增长45%。净利息收入增速则主要由贷款规模增速推动，贷款规模同比增长19%。去年贷款快速增长主要下半年，尤其是第4季度，4季度贷款环比增6.4%，同比增15.6%，三季度环比增3%，同比增12%。在收入高增，资产质量趋稳的背景下，我们预计中信银行利润增速在5%以上。
- 经营层上拐点逐渐出现。**近几年公司管理层更换较频繁，贷款风险暴露也较充分。目前董事长和行长位置已确定，会持续经营较长时间。公司战略回到大型企业贷款，以及重点发展零售业务和互联网金融平台。中信银行的基础是扎实的，管理层及战略的稳定，有望使中信回到优质股份行的行列。同时与集团协作互动性增强。2015年7月8日公司实际控制人中信集团作出承诺择机增持，截至目前，中信集团控股的中信股份通过其下属子公司增持公司H股股份占比1.06%，中信股份计划于2017年1月21日前继续择机增持公司H股股份，累计增持比例不超过已发行总股份的5%，目前还有最高3.94%的增持空间。
- 市场对中信没什么预期。**由于中信这两年不良净生成较高，拨备消耗大量利润增速，15年和16年中信是跌幅最大的银行股之一。目前中信16年PB为0.83倍，考虑其较小A股流通市值，市场对其预期足够低。基于公司基本面向好，收入高增，资产质量与经营都趋稳，预测公司2016E/2017E归属母公司净利增速分别为5%/5%，对应2016E/2017E EPS为0.88/0.93，BVPS为7.13/7.82，现价对应2016年PE/PB为6.68/0.83。考虑到市场预期与公司发展趋势存在差异，我们推荐中信银行，给予“增持评级”。
- 风险提示：经济下滑超预期。**

## 股价走势



## 市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价(元)       | 5.9       |
| 一年最低价/最高价    | 5.15/9.14 |
| 市净率          | 0.91      |
| 流通 A 股市值(百万) | 188240    |

## 基础数据

|             |       |
|-------------|-------|
| 每股净资产(元)    | 6.49  |
| 资产负债率(%)    | 93.76 |
| 总股本(百万股)    | 48935 |
| 流通 A 股(百万股) | 31905 |

图表 1 中信银行资产质量

|            | 2013    | 1H14    | 2014    | 1H15    | 2015    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 不良贷款率      | 1.03%   | 1.19%   | 1.30%   | 1.32%   | 1.43%   |
| 不良贷款净生成率   | 0.79%   | 0.90%   | 1.04%   | 1.33%   | 1.54%   |
| 不良核销转出率    | 43.63%  | 17.50%  | 58.14%  | 44.14%  | 92.10%  |
| 逾期贷款/贷款总额  | 1.83%   | 2.55%   | 3.47%   | 3.59%   | 2.96%   |
| 关注类贷款/贷款总额 | 1.19%   | 1.79%   | 3.12%   | 3.92%   | 3.57%   |
| 拨备覆盖率      | 206.62% | 192.68% | 181.26% | 178.53% | 167.81% |
| 拨备/贷款余额    | 2.13%   | 2.30%   | 2.36%   | 2.36%   | 2.39%   |
| 信用成本（年化）   | 0.63%   | 1.08%   | 1.07%   | 1.37%   | 1.49%   |

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2 上市银行股价年度涨跌幅（%）

|      | 12/31/2013 | 12/31/2014 | 12/31/2015 | 7/26/2016 |
|------|------------|------------|------------|-----------|
| 中信银行 | 11.21      | 123.29     | -11.30     | -15.38    |
| 平安银行 | 27.07      | 57.36      | -8.39      | -7.44     |
| 宁波银行 | 15.09      | 78.26      | 20.96      | 4.48      |
| 浦发银行 | 18.32      | 78.59      | 21.87      | -2.45     |
| 华夏银行 | 32.87      | 65.84      | 11.20      | -14.56    |
| 民生银行 | -6.63      | 71.37      | -9.78      | -1.70     |
| 招商银行 | 3.34       | 62.14      | 12.48      | -0.69     |
| 南京银行 | 1.89       | 91.71      | 24.81      | 9.65      |
| 兴业银行 | 8.57       | 70.68      | 6.48       | -5.88     |
| 北京银行 | 1.49       | 78.61      | 17.95      | -1.49     |
| 农业银行 | 0.00       | 61.10      | -8.97      | 1.87      |
| 交通银行 | 2.13       | 89.73      | -1.74      | -8.70     |
| 工商银行 | -8.44      | 46.29      | -1.53      | -0.93     |
| 光大银行 | -0.75      | 96.51      | -10.14     | -2.81     |
| 建设银行 | -3.50      | 75.07      | -10.34     | -7.10     |
| 中国银行 | -1.50      | 70.72      | 0.44       | -11.76    |

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 盈利预测模型

| 每股指标     | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 利润表 (百万元)   | 2014      | 2015      | 2016E     | 2017E     |
|----------|---------|---------|---------|---------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| PE       | 6.78    | 7.01    | 6.68    | 6.36    | 净利息收入       | 94,741    | 104,433   | 117,298   | 131,044   |
| PB       | 1.06    | 0.91    | 0.83    | 0.75    | 手续费净收入      | 25,313    | 35,674    | 45,128    | 56,861    |
| EPS      | 0.87    | 0.84    | 0.88    | 0.93    | 营业收入        | 124,716   | 145,134   | 167,879   | 193,741   |
| BVPS     | 5.55    | 6.49    | 7.13    | 7.82    | 业务及管理费      | (37,812)  | (40,427)  | (46,167)  | (53,279)  |
| 每股股利     | -       | 0.21    | 0.22    | 0.23    | 拨备前利润       | 78,247    | 95,023    | 110,754   | 127,980   |
| 盈利能力     | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 拨备          | (23,673)  | (40,037)  | (53,104)  | (67,497)  |
| 净息差      | 2.40%   | 2.31%   | 2.19%   | 2.20%   | 税前利润        | 54,574    | 54,986    | 57,650    | 60,484    |
| 贷款收益率    | 6.31%   | 5.85%   | 5.60%   | 5.60%   | 税后利润        | 41,454    | 41,740    | 43,814    | 45,967    |
| 生息资产收益率  | 5.21%   | 4.77%   | 4.58%   | 4.55%   | 归属母公司净利润    | 40,692    | 41,158    | 43,232    | 45,385    |
| 存款付息率    | 4.74%   | 3.43%   | 2.05%   | 2.00%   | 资产负债表 (百万元) | 2014      | 2015      | 2016E     | 2017E     |
| 计息负债成本率  | 3.03%   | 2.64%   | 2.58%   | 2.54%   | 贷款总额        | 2,187,908 | 2,528,780 | 2,781,658 | 3,087,640 |
| ROAA     | 1.07%   | 0.90%   | 0.81%   | 0.77%   | 债券投资        | 1,068,126 | 1,692,127 | 1,929,025 | 2,160,508 |
| ROAE     | 16.65%  | 14.22%  | 13.07%  | 12.49%  | 同业资产        | 297,936   | 338,140   | 371,954   | 409,149   |
| 成本收入比    | 30.32%  | 27.85%  | 27.50%  | 27.50%  | 生息资产        | 4,085,224 | 5,062,881 | 5,642,805 | 6,273,483 |
| 业绩与规模增长  | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 资产总额        | 4,138,815 | 5,122,292 | 5,693,800 | 6,305,990 |
| 净利息收入    | 10.57%  | 10.23%  | 12.32%  | 11.72%  | 存款          | 2,849,574 | 3,182,775 | 3,501,053 | 3,851,158 |
| 营业收入     | 19.28%  | 16.37%  | 15.67%  | 15.40%  | 同业负债        | 799,599   | 1,226,460 | 1,373,635 | 1,524,735 |
| 拨备前利润    | 21.33%  | 21.44%  | 16.56%  | 15.55%  | 发行债券        | 133,488   | 289,135   | 361,419   | 426,474   |
| 归属母公司净利润 | 3.87%   | 1.15%   | 5.04%   | 4.98%   | 计息负债        | 3,782,661 | 4,698,370 | 5,236,106 | 5,802,367 |
| 净手续费收入   | 50.57%  | 40.93%  | 26.50%  | 26.00%  | 负债总额        | 3,871,469 | 4,802,606 | 5,342,966 | 5,920,783 |
| 贷款余额     | 12.71%  | 15.58%  | 10.00%  | 11.00%  | 股本          | 46,787    | 48,935    | 48,935    | 48,935    |
| 生息资产     | 12.99%  | 23.93%  | 11.45%  | 11.18%  | 归属母公司股东权益   | 259,677   | 317,740   | 348,693   | 382,853   |
| 存款余额     | 7.46%   | 11.69%  | 10.00%  | 10.00%  | 所有者权益总额     | 267,346   | 319,686   | 350,834   | 385,208   |
| 计息负债     | 13.32%  | 24.21%  | 11.45%  | 10.81%  | 资本状况:       | 2014      | 2015      | 2016E     | 2017E     |
| 资产质量     | 2014    | 2015    | 2016E   | 2017E   | 资本充足率       | 12.33%    | 11.87%    | 11.10%    | 10.58%    |
| 不良率      | 1.30%   | 1.43%   | 1.58%   | 1.17%   | 核心资本充足率     | 8.93%     | 9.12%     | 8.71%     | 8.46%     |
| 拨备覆盖率    | 180.62% | 168.28% | 184.42% | 289.50% | 杠杆率         | 15.48     | 16.02     | 16.23     | 16.37     |
| 拨贷比      | 2.36%   | 2.39%   | 2.92%   | 3.39%   | RORWA       | 1.49%     | 1.30%     | 1.17%     | 1.08%     |
| 不良净生成率   | 1.04%   | 1.54%   | 1.60%   | 1.30%   | 风险加权系数      | 71.44%    | 68.05%    | 70.41%    | 71.84%    |

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

