

时间 2017/10/27 中信银行之毛估估

雪球：Xiaoqi_2017

中信银行 H 股当前股价

中信银行(HK:00998) 港股通

提醒 分组 持仓 取消关注

HK\$5.12 +0.09 (+1.79%)

实时行情

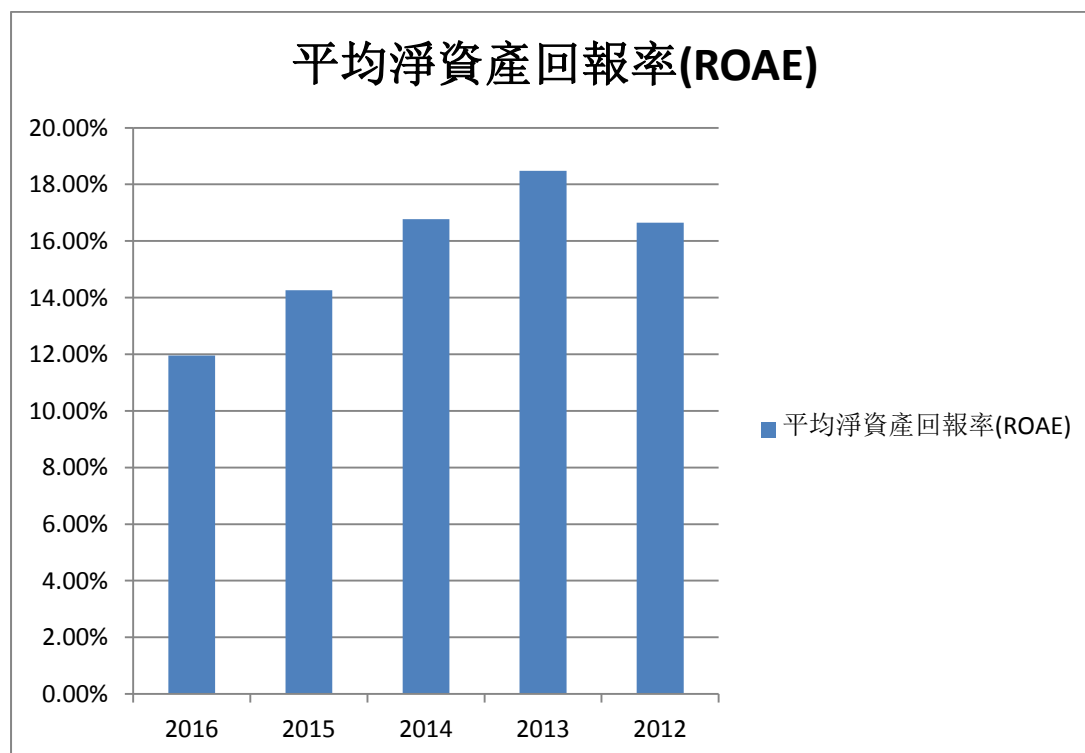
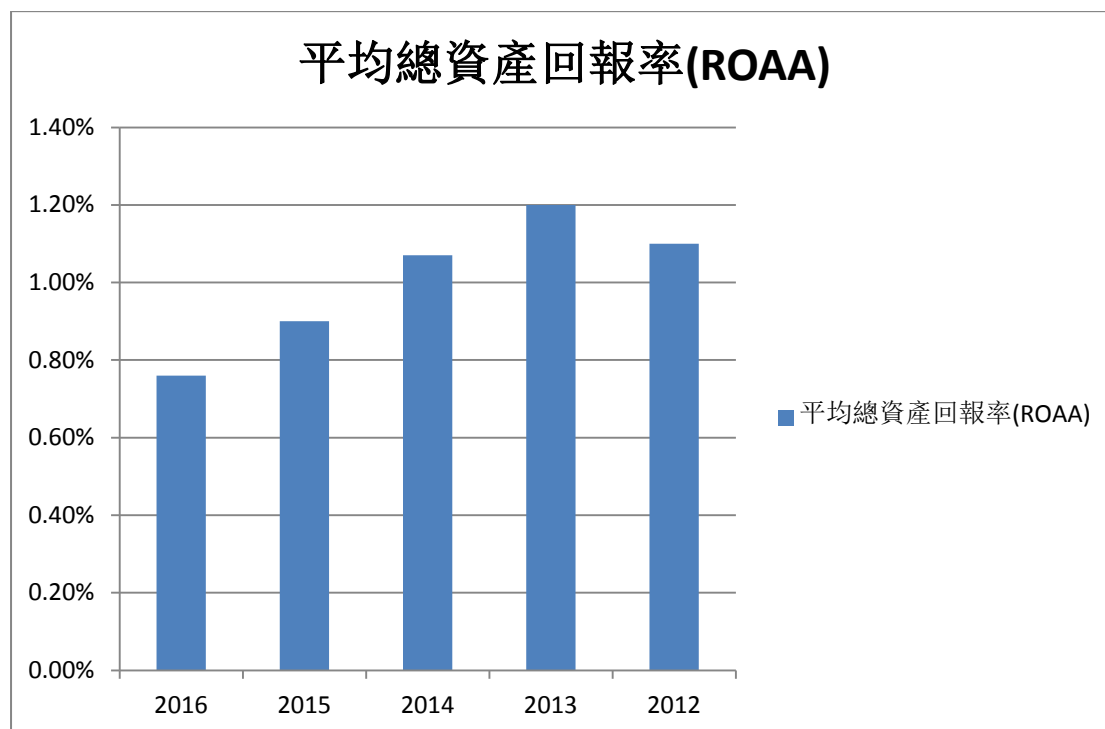
10-27 16:08:56 (北京时间)

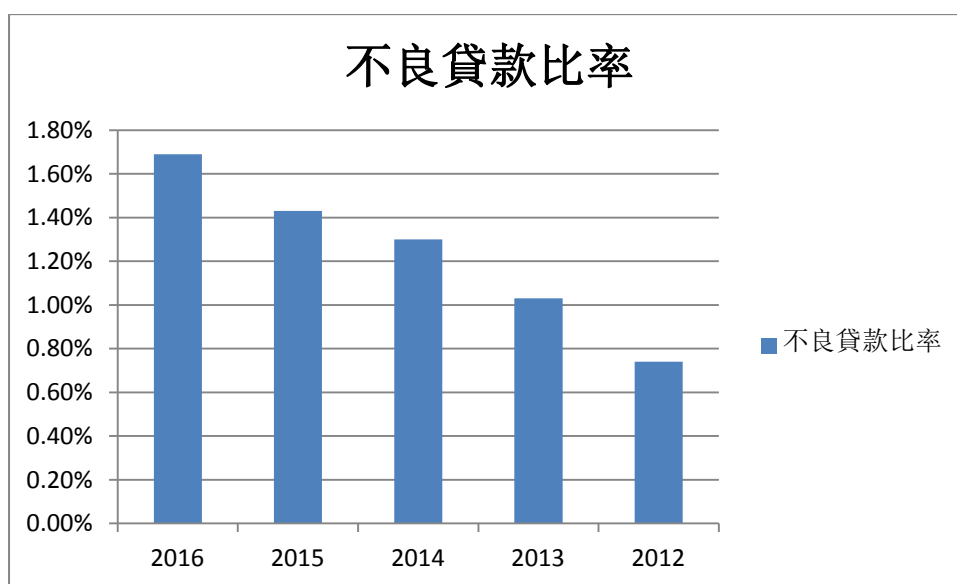
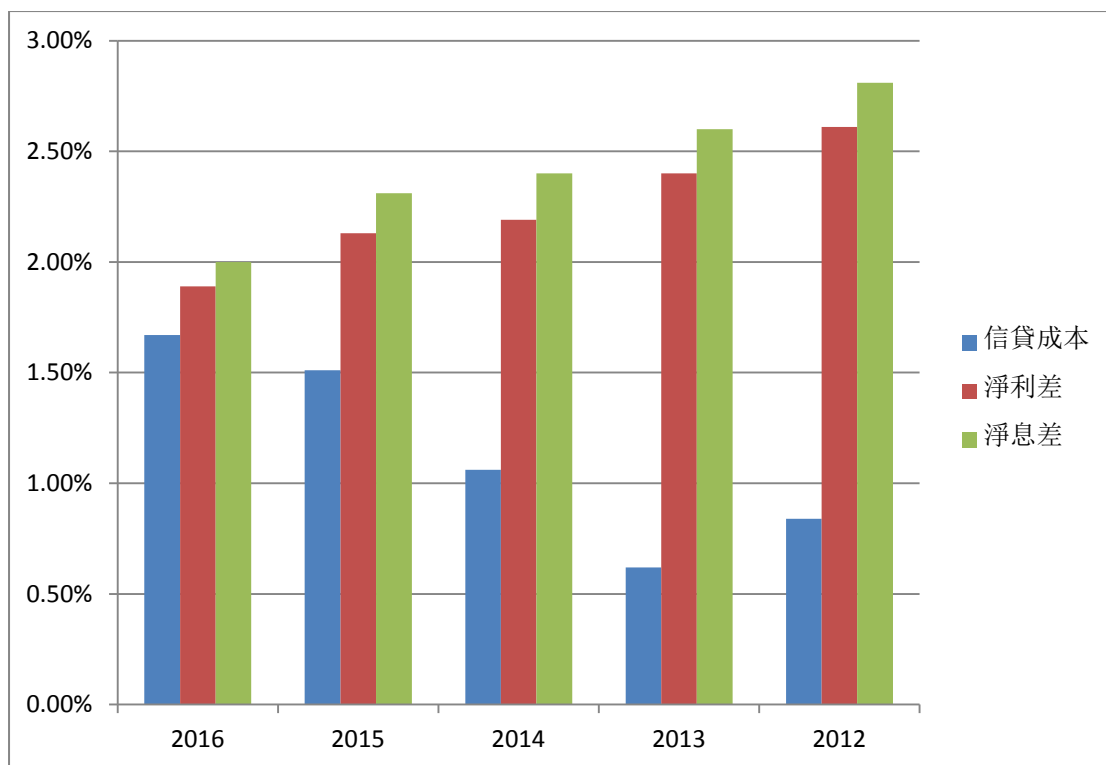
今开：5.03	最高：5.12	52周最高：5.50	成交量：5455.00万股
昨收：5.03	最低：5.03	52周最低：4.69	成交额：2.78亿
换手率：0.37%	总市值：2505.46亿	每股收益：0.83	市盈率(静)：5.3901
50日均线：5.05	港股股本：148.82亿	每股净资产：9.52	市净率(动)：0.54
200日均线：5.06	总股本：489.35亿	股息/收益：0.24/4.69	市销率：1.38



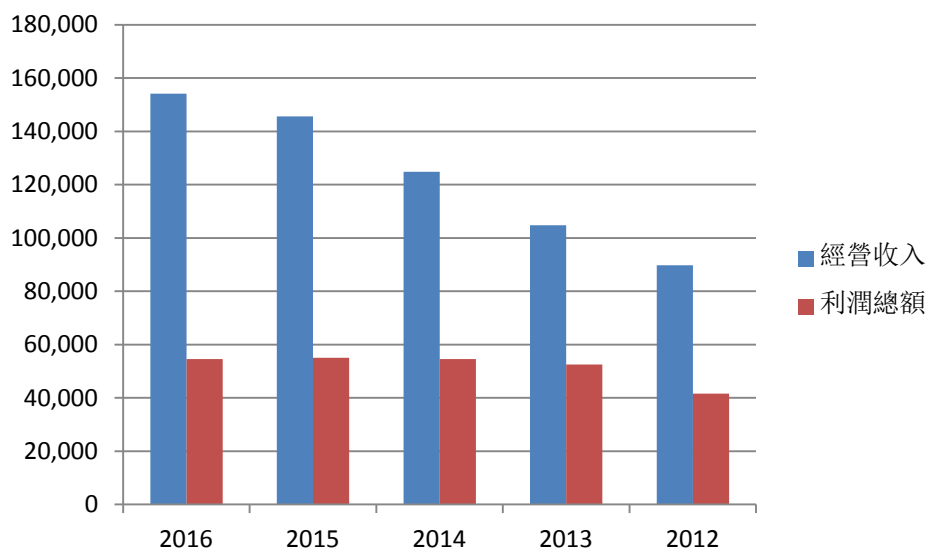
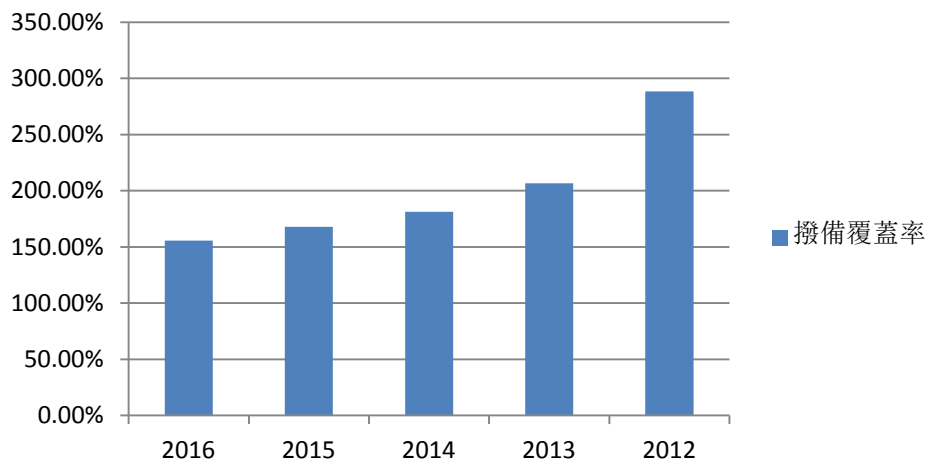
目前绝对值股价在过去 52 周的中值，PB = 0.54，股息率 4.69% 税后 3.8%

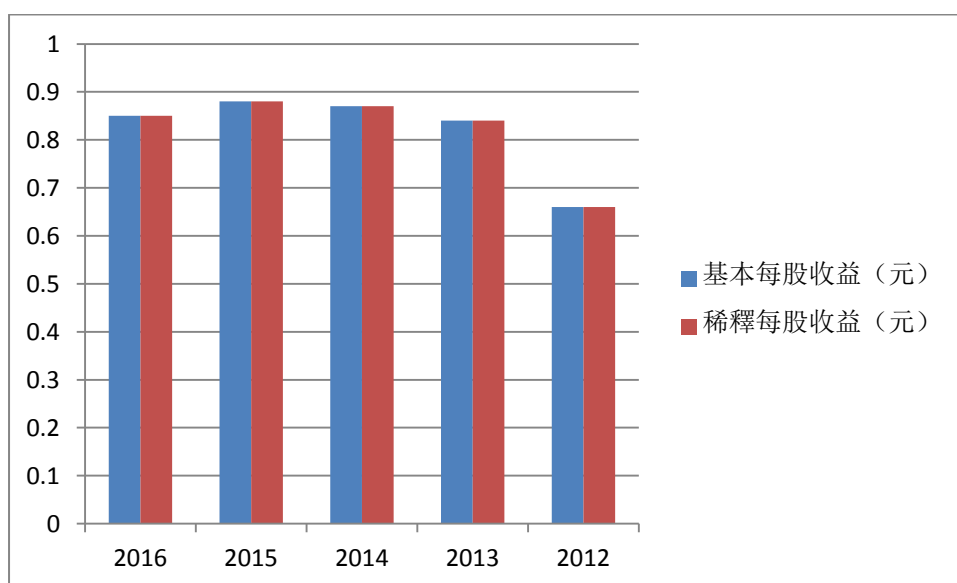
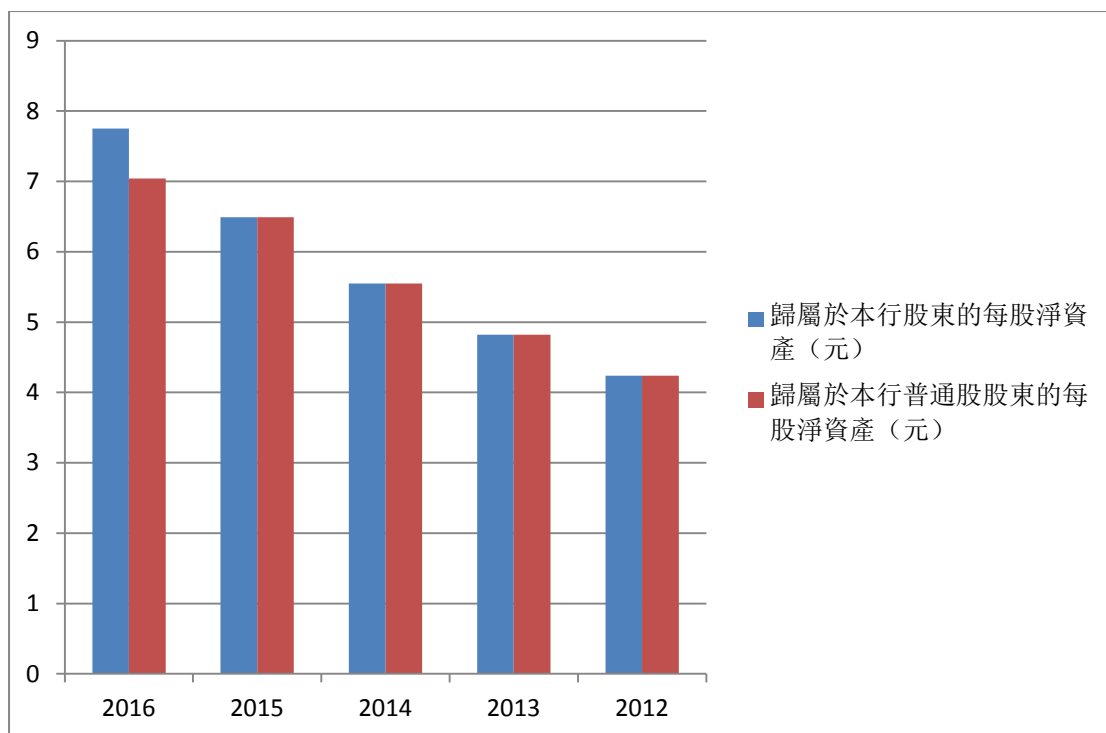
下面的相关五年图表反映了过去其估值的变化内因。





撥備覆蓋率





分析

背后对应的是：坏账率的上升，净息差的缩窄，因此导致了总资产以及净资产回报率的持续下降，同时从拨备覆盖率上来看已经没有任何隐藏利润的空间，甚至是尽量暴露利润了。

如果是按照过去五年的趋势，以及未来来自互联网金融/银行对于普通存款的蚕食速度来说，未来的净资产收益率很难说会好转。

而未来的可能转机在于：随着经济去杠杆，混改的推进，贷款质量有望筑底回升。

假设未来每年营业收入增速为 5%，净资产利润率筑底，每年归属普通股股东净资产增加 9%（分红后），每年分红百分之 4%。

同时估值水平保持不变。那么未来五年 每年收益为

$$5\% + 9\% + 4\% = 18\%。$$

假设估值水平回归到 0.7 pb, 那么年化回报为 $0.7/0.54$ 反运算为 1.055.

$$18\% + 5.5\% = 23.5\%。$$

假设未来随着银行之间的竞争加剧，其市场份额仅能保持住存量而无法吸收整个社会的增量，那么营业收入增速为 0%，未来五年平均净资产利润率保持和 2016 年年报同水平（假设 2016 年已经是最糟糕的一年），那么未来五年每年收益为

$$9\% + 4\% = 13\%。$$

同时假设估值回归到 0.6 PB, $0.6/0.54$ 反运算每年为 1.02。

则年化收益率为 15%。

综述

综合以上，毛估估中信银行 H 股在未来 五年内

悲观假设 年化 15%，乐观假设 年化 23.5%

另外，隐藏的好处包括：现时估值已经充分悲观，未来下行的空间不大，而一旦当恒生指数大幅回调时，相当于保留了很大的 调仓换股的 资本。同时，未来五年内估值如果能够提前修复，那么年化收益率是高于以上假设的。

风险：风险在于 目前的坏的情况可能仍会继续，甚至更糟。那么未来五年有可能估值进一步下降到 0.5 pb, 此种情况下 大致的 年化回报为 $(9\%-1\%) + 4\% - 1.5\% = 10.5\%$

以上三种情景的算术平均值为 16.33%

在极端的假设下, 坏的情况仍在继续, 那么未来净资产回报率的下降会抵消净资产的增长,同时 PB 降至 0.4. 那么年化收益率为 $4\% + 7\% - 6\% = 5\%$ (4%为税后股息，净资产的增长抵消收益率的下降，另外估值从 0.54 pb 到 0.4 pb 相当于年化 -6%，而每年净资产的增长在这种情况下平均为 7%。

也就是说一般性估计的平均年化收益率为 16%, 而极端假设下仍能提供年化 5% 的收益率。

附 最新大行估值

- 《大行報告》美銀美林：信行(00998.HK)資產質素穩定 但重申「跑輸大市」評級 美銀美林維持目前盈測及目標價 5.25 元不變，評級「跑輸大市」。
- 《大行報告》花旗：中信銀行(00998.HK)業績大致良好 維持「買入」評級花旗預計該股價將有正面反應，認為除稅後盈利增長較為負面之外，業績大致表現良好，維持「買入」評級，目標價 6.1 元
- 《大行報告》德銀對內銀股最新評級及目標價(表) 持有 | 4.67 元
- 《大行報告》瑞信對內銀股最新評級及目標價(表) 中性 | 5.2 元

以上平均值为 5.30

目前股价约有 4% 空间（公允股价估值）。