

# 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

## 预计一季度非标资产仍在扩张、不良生成率下降

### 事件

中信银行 15 年一季度归属股东净利润 109 亿元，同比增长 2.1%，营业收入 330 亿元，同比增长 10.7%，不良率 1.35%，环比上年末上升 5bps，拨备覆盖率 184%，环比上升 3 个百分点，拨贷比 2.48%，环比上升 12bps。息差 2.32%，同比下降 5bps，环比下降 18bps。

### 评论

**一季度同业资产压缩、预计投资类非标资产仍在扩张：**一季度资产和负债总额分别环比增 7.0%和 7.2%，贷款和存款余额分别环比增长 2.6%和 1.9%。同业资产环比压降 10.3%，其中占比最高的买入返售类资产环比下降达 15.8%（中信没有买入返售类非标，以传统的买入返售票据等业务为主）。应收款项类投资余额环比上升 39.7%，14 年末，中信的应收款项类投资中投资类非标资产占比超过 97%，因此，我们预计，中信的投资类非标资产一季度仍在快速扩张。至一季度末，应收款项类投资已成债券投资的主力，占债券投资余额 66%、占总资产余额 21%。我们相信，以投资类非标资产扩张为主的应收款项类投资的快速扩张，是中信一季度总资产增速显著高于贷款增速的主要原因。在负债端，同业负债环比增长 26.8%，其中的绝对主力同业存放（占比 98%）环比增长 34.6%，远超当季存款余额 1.9%的环比增速，我们曾在中信银行的年报点评中指出，投资类非标资产在 3Q14 压缩之后，4Q14 显著反弹，一季报表明，中信运用同业负债支撑投资类非标资产扩张的策略仍在继续。

**一季度息差回落主要受生息资产规模扩张过快拖累：**中信银行 1Q15 息差 2.32%，环比下降 18bps，降幅居已披露业绩三家银行之首。且与民生不同，中信并不存在资产定价周期短从而在一季度集中重定价的问题。据我们测算，中信的日均生息资产余额在一季度环比增长 4.9%，而当季净利息收入环比下降 2.6%，一季度应收款项类投资大幅扩张导致生息资产规模速度扩张过快，但这部分新增资产并不会在当季就产生收益，因此，一季度息差较大幅度的回落应当主要受生息资产规模扩张过快拖累。

**加回核销后不良生成率下降、拨贷比显著回升：**我们测算，1Q15 核销处置不良 2.5 亿，加回核销处置后不良生成率 77bps，显著低于 4Q14 的 112bps，亦低于 1Q14 的 85bps，加回当季核销后的不良率为 1.46%，较披露水平高 11bps。1Q15 拨备计提力度较大，单季未年化信用成本 29bps，高于 1Q14 的 23bps，拨备覆盖率环比小幅提升至 184%，拨贷比也再次回到接近 2.5%的水平（2.48%）。

**非息收入占比提升、未来上升空间取决于能否有效扬长避短：**一季度非利息净收入 89 亿元，同比增长 16.6%，净手续费收入 82 亿元，同比增长 32.7%。一季度非息收入占营收比重 27.1%，同比上升 1.4 个百分点，净手续费收入占营收比重 24.8%，同比上升 4.1 个百分点。中信手续费收入中的主力是银行卡、咨询顾问费、理财和担保承诺，银行卡和理财业务收入继续提升应是大概率事件，但当前对银行收费整顿的呼声再起，咨询顾问费和担保承诺收入的增长前景预计将承受压力，能否有效利用前两项业务以及其他新兴业务的继续提升缓解咨询顾问费和担保承诺收入的压力是继续提升中间业务贡献的关键。

**维持“买入”评级：**预计中信银行 15-16 年归属股东净利润同比增长 4.1%和 6.0%，截至 4 月 24 日收盘，中信银行交易在 1.2 倍 15 年 PB 和 9.2 倍 15 年 PE，维持“买入”评级。

图表 1: 季度业绩 - 中信银行

利润表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
净利润	19,912	20,562	22,074	23,140	22,136	23,478	24,434	24,693	24,053	-2.6%	8.7%	85,688	94,741	10.6%
净利息收入	4,134	5,270	4,620	4,846	7,664	8,828	6,028	7,455	8,939	19.9%	16.6%	18,870	29,975	58.9%
非利息收入	3,599	4,378	4,413	4,421	6,168	6,639	6,028	6,478	8,184	26.3%	32.7%	16,811	25,313	50.6%
净手续费收入	24,046	25,832	26,694	27,986	29,800	32,306	30,462	32,148	32,992	2.6%	10.7%	104,558	124,716	19.3%
营业收入	(9,244)	(8,650)	(9,771)	(12,668)	(10,500)	(10,510)	(10,768)	(14,861)	(11,828)	-20.4%	12.6%	(40,333)	(46,639)	15.6%
营业支出	(1,781)	(1,807)	(1,915)	(1,985)	(2,135)	(2,215)	(2,146)	(2,331)	(2,478)	6.3%	16.1%	(7,488)	(8,827)	17.9%
营业税金及附加	14,802	17,182	16,923	15,318	19,300	21,796	19,694	17,287	21,164	22.4%	9.7%	64,225	78,077	21.6%
拨备前营业利润 (PPOP)	(2,517)	(2,372)	(3,030)	(4,021)	(4,949)	(6,668)	(6,157)	(5,899)	(6,519)	10.5%	31.7%	(11,940)	(23,673)	98.3%
资产减值损失	(2,389)	(2,330)	(2,897)	(3,711)	(4,647)	(6,267)	(5,876)	(5,284)	(6,519)	23.4%	40.3%	(11,327)	(22,074)	94.9%
贷款和垫款减值损失	12,285	14,810	13,893	11,297	14,351	15,128	13,537	11,388	14,645	28.6%	2.0%	52,285	54,404	4.1%
营业利润	82	66	53	63	23	1	53	93	(8)	-108.6%	-134.8%	264	170	-35.6%
营业外收支净额	12,367	14,876	13,946	11,360	14,374	15,129	13,590	11,481	14,637	27.5%	1.8%	52,549	54,574	3.9%
利润总额	(3,035)	(3,565)	(3,350)	(2,882)	(3,443)	(3,635)	(3,162)	(2,880)	(3,540)	22.9%	2.8%	(12,832)	(13,120)	2.2%
所得税费用	9,332	11,311	10,596	8,478	10,931	11,494	10,428	8,601	11,097	29.0%	1.5%	39,717	41,454	4.4%
净利润	(114)	(138)	(127)	(163)	(225)	(166)	(182)	(189)	(169)	-10.6%	-24.9%	(542)	(762)	40.6%
少数股东权益	9,218	11,173	10,469	8,315	10,706	11,328	10,246	8,412	10,928	29.9%	2.1%	39,175	40,692	3.9%
归属母公司股东净利润	0	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
优先股股息	9,218	11,173	10,469	8,315	10,706	11,328	10,246	8,412	10,928	29.9%	2.1%	39,175	40,692	3.9%
普通股股东净利润														

  

资产负债表 (百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	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	2,244,011	2.6%	9.8%	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	2,904,331	1.9%	3.8%	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	30,228	6.2%	28.2%	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	55,613	7.8%	22.9%	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	4,430,215	7.0%	11.3%	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	4,151,466	7.2%	11.1%	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	237,953	-8.4%	0.0%	225,601	259,677	15.1%
优先股	0	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	4,147,069	4.9%	11.0%	3,299,941	3,943,793	19.5%

  

每股数据 (元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	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	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	0.23	29.9%	2.1%	0.84	0.87	3.9%
BVPS	4.44	4.51	4.70	4.82	5.09	5.11	5.35	5.55	5.09	-8.4%	0.0%	4.82	5.55	15.1%
DPS	-	-	-	0.25	-	-	-	-	-	na	na	0.25	-	-100.0%
PPOP/sh	0.32	0.37	0.36	0.33	0.41	0.47	0.42	0.37	0.45	22.4%	9.7%	1.37	1.67	21.6%

  

主要指标 (%)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
ROA	1.23%	1.38%	1.24%	0.96%	1.15%	1.11%	1.00%	0.84%	1.04%	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%	17.57%	4.4pct	-0.9pct	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%	2.32%	-18bps	-5bps	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%	28.34%	-10.6pct	0.3pct	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%	24.19%	-0.9pct	0.2pct	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%	77.26%	0.5pct	4.2pct	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%	1.35%	5bps	19bps	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%	183.98%	2.7pct	-7.9pct	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%	2.48%	12bps	26bps	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%	0.29%	5bps	6bps	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%	27.09%	3.9pct	1.4pct	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%	24.81%	4.7pct	4.1pct	16.08%	20.30%	4.2pct
核心一级资本充足率	9.35%	8.92%	9.24%	8.78%	8.89%	8.71%	9.29%	8.93%	8.95%	0.0pct	0.1pct	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%	9.35%	8.99%	9.01%	0.0pct	0.1pct	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%	12.16%	-0.2pct	1.1pct	11.24%	12.33%	1.1pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 2：财务数据及预测—中信银行**

利润表 (百万元)							同比增速 (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
净利息收入	65,106	75,486	85,688	94,741	96,477	101,794	15.9%	13.5%	10.6%	1.8%	5.5%
非利息收入	11,842	13,949	18,870	29,975	40,466	50,583	17.8%	35.3%	58.9%	35.0%	25.0%
净手续费收入	8,837	11,210	16,811	25,313	34,173	42,716	26.9%	50.0%	50.6%	35.0%	25.0%
营业收入	76,948	89,435	104,558	124,716	136,943	152,377	16.2%	16.9%	19.3%	9.8%	11.3%
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	82,842	89,619	12.3%	17.6%	21.6%	6.1%	8.2%
资产减值损失	(7,207)	(13,104)	(11,940)	(23,673)	(25,995)	(26,275)	81.8%	-8.9%	98.3%	9.8%	1.1%
贷款减值损失	(5,734)	(12,804)	(11,327)	(22,074)	(24,237)	(24,340)	123.3%	-11.5%	94.9%	9.8%	0.4%
营业利润	41,425	41,504	52,285	54,404	56,846	63,344	0.2%	26.0%	4.1%	4.5%	11.4%
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	57,033	63,550	0.0%	26.3%	3.9%	4.5%	11.4%
所得税	(10,746)	(10,224)	(12,832)	(13,120)	(13,688)	(15,252)	-4.9%	25.5%	2.2%	4.3%	11.4%
净利润	30,844	31,385	39,717	41,454	43,345	48,298	1.8%	26.5%	4.4%	4.6%	11.4%
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	42,355	47,010	0.7%	26.2%	3.9%	4.1%	11.0%
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	42,355	44,910	0.7%	26.2%	3.9%	4.1%	6.0%

  

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	81,952	51.9%	16.8%	25.0%	29.1%	23.1%
资产总额	2,765,881	2,959,939	3,641,193	4,138,815	4,660,547	5,251,401	7.0%	23.0%	13.7%	12.6%	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	330,753	415,013	13.7%	13.7%	15.1%	27.4%	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	0.86	0.91	0.7%	26.2%	3.9%	-1.1%	6.0%
BVPS	3.73	4.24	4.82	5.55	6.72	7.72	13.7%	13.7%	15.1%	21.0%	14.9%
DPS	0.14	0.15	0.25	-	0.26	0.29	3.4%	68.0%	-100.0%	na	11.0%
PPOP/sh	1.04	1.17	1.37	1.67	1.68	1.82	12.3%	17.6%	21.6%	0.8%	8.2%

  

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
ROA	1.27%	1.10%	1.20%	1.07%	0.99%	0.97%	-0.18%	0.11%	-0.14%	-0.08%	-0.01%
ROE	20.92%	16.65%	18.48%	16.77%	14.35%	13.37%	-4.27%	1.83%	-1.71%	-2.42%	-0.97%
净息差	3.00%	2.81%	2.60%	2.40%	2.20%	2.05%	-0.19%	-0.21%	-0.19%	-0.20%	-0.15%
成本收入比	29.86%	31.51%	31.41%	30.32%	32.09%	33.52%	1.65%	-0.09%	-1.09%	1.78%	1.43%
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%	196.13%	15.94%	-81.63%	-25.36%	6.93%	7.94%
拨贷比	1.62%	2.12%	2.13%	2.36%	2.74%	3.04%	0.50%	0.00%	0.23%	0.38%	0.30%
信用成本	0.43%	0.83%	0.63%	1.07%	1.05%	0.95%	0.40%	-0.20%	0.44%	-0.02%	-0.10%
非利息收入/营业收入	15.39%	15.60%	18.05%	24.03%	29.55%	33.20%	0.21%	2.45%	5.99%	5.52%	3.65%
净手续费收入/营业收入	11.48%	12.53%	16.08%	20.30%	24.95%	28.03%	1.05%	3.54%	4.22%	4.66%	3.08%
核心一级资本充足率	na	na	8.78%	8.93%	9.74%	10.16%	na	na	0.15%	0.80%	0.42%
一级资本充足率	9.91%	9.89%	8.78%	8.99%	9.80%	11.18%	-0.01%	-1.11%	0.21%	0.80%	1.38%
资本充足率	12.27%	13.44%	11.24%	12.33%	13.23%	14.53%	1.17%	-2.20%	1.10%	0.89%	1.30%

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：021-60753903

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