



股票代码	601998.CH	0998.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 7.89	港币 7.05
目标价	人民币 8.25	港币 7.50
原目标价	人民币 6.78	港币 6.31
上/下浮比例	+5%	+6%
目标价格基础	1.31倍15年市净率	0.9倍15年市净率
板块评级	中立	中立

# 中信银行

## 15年1季度业绩低于预期

中信银行15年1季度归属母公司净利润同比增长2.1%至109亿人民币，比我们预测低6.9%，主要由净利息收入较低和拨备较高导致。鉴于净利息收入低于预期，我们将2015年和2016年全年净利润预测分别下调1.4%和1.6%。考虑到牛市市场情绪，我们上调了A股和H股目标价。由于缺少基本面支持，维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 由于资金成本上升，中信银行的净息差从2014年4季度的2.44%下滑到15年1季度的2.28%。我们在2014年业绩点评中提到：“利率下调和浮动区间扩大对净息差产生的负面影响尚未充分显现。中信银行通过较高利率来吸收存款，因此2015和16年资金成本将面临压力”。净利息收入弱于预期主要因为净息差缩小幅度大于预期。预计2季度净息差还将进一步缩小，如果央行更大幅度地降息，则息差下降幅度可能会超出预期。
- 不良贷款率从14年4季度的1.30%上升至15年1季度的1.35%，不良贷款余额环比增长6.23%。展望未来，即便考虑到经济放缓背景下不良贷款的大量核销和处置，我们认为不良贷款率仍将进一步上升。中信银行将拨备覆盖率从181.3%提高到184%，年化信用成本率为1.18%，高于14年4季度的1.09%。
- 1季度中信银行贷款和存款同比分别增长9.8%和3.8%。该行宣布将发行150亿人民币债券以发放中小企业贷款。我们预计存款增长放缓将促使银行继续从非银金融机构吸收存款并发行债券。这类举措均会使资金成本面临上升压力。
- 中信银行手续费收入同比增长32%。我们认为政府要求削减银行手续费收入的规定并不会给小银行造成太大影响，但是银行间竞争将使对公业务手续费收入面临下滑压力。预计各家银行将扩张收益更高的理财业务，从而保持手续费收入快速增长。

### 评级面临的主要风险

- 中国经济增速大幅回落；利率自由化。

### 估值

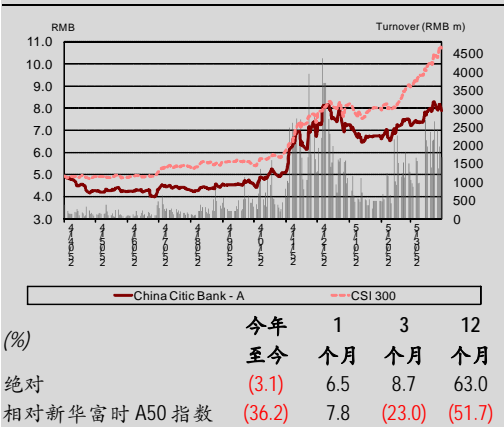
- 中信银行的H股和A股股价分别对应0.88倍和1.25倍2015年预期市净率，新股发行将摊薄2015年每股盈利。由于市场整体反弹，我们将H股和A股目标价上调。但鉴于经济增速回落和净资产收益率下滑，维持持有评级。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	104,558	124,716	134,019	138,081	147,952
变动(%)	16.9	19.3	7.5	3.0	7.1
净利润(人民币 百万)	39,175	40,692	39,384	38,347	22,139
变动(%)	27.98	3.87	(3.21)	(2.63)	(42.27)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.84	0.87	0.80	0.78	0.45
变动(%)	28.0	3.9	(8.1)	(2.6)	(42.3)
先前预测每股收益(人民币)			0.811	0.791	0.463
调整幅度(%)			(1.354)	(1.570)	0.000
全面摊薄市盈率(倍)	9.42	9.07	9.87	10.13	17.55
每股账面价值(人民币)	4.82	5.55	6.31	6.93	7.23
价格/每股账面价值(倍)	1.64	1.42	1.25	1.14	1.09
净资产收益率(%)	18.48	16.77	13.80	11.76	6.35
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.16	0.16	0.11
股息率(%)	3.19	0.00	2.03	1.97	1.42

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A股



发行股数(百万)	46,787
流通股(%)	68.2
流通股市值(人民币 百万)	251,760
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,139

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2015年4月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

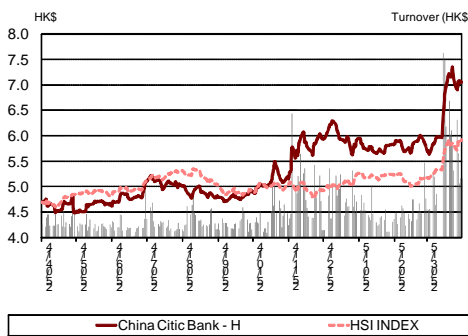
孙洁妮\*

(8610) 6622 9335

jieni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514090001

\*袁琳、唐伟城、张耀网为本报告重要贡献者

**股价表现—H股**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.3	22.0	19.3	47.8
相对恒生中国企业指数	(5.5)	7.0	6.4	23.4

发行股数(百万)	46,787
流通股(%)	31.8
流通股市值(港币 百万)	104,892
3个月日均交易额(港币 百万)	476
主要股东(%)	
中信集团	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2015年4月24日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日:12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	104,558	124,716	134,019	138,081	147,952
变动(%)	17	19	7	3	7
净利润(人民币 百万)	39,175	40,692	39,384	38,347	22,139
变动(%)	26	4	(3)	(3)	(42)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.84	0.87	0.80	0.78	0.45
变动(%)	26	4	(8)	(3)	(42)
先前预测每股收益(人民币)			0.81	0.79	0.46
调整幅度(%)			(1)	(2)	0
全面摊薄市盈率(倍)	6.65	6.40	6.96	7.15	12.39
每股账面价值(人民币)	4.82	5.55	6.31	6.93	7.23
价格/每股账面价值(倍)	1.16	1.00	0.88	0.80	0.77
净资产收益率(%)	18.48	16.77	13.80	11.76	6.35
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.16	0.16	0.11
股息率(%)	4.52	na	2.87	2.80	2.02

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 2015 年 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	15 年 1 季度	14 年 1 季度	同比 (%)	15 年 1 季度 vs. 14 年 1 季度 (%)
净利息收入	24,053	22,136	8.7	(2.6)
净佣金收入	8,184	6,168	32.7	26.3
其他非息收入	755	1,496	(49.5)	(22.7)
经营收入	32,992	29,800	10.7	2.6
经营费用	(9,350)	(8,365)	11.8	(25.4)
拨备前利润	23,642	21,435	10.3	20.5
拨备费用	(6,519)	(4,949)	31.7	10.5
经营利润	17,123	16,486	3.9	24.8
营业税	(2,478)	(2,135)	16.1	6.3
营业外收入	(8)	23	(134.8)	(108.6)
税前利润	14,637	14,374	1.8	27.5
所得税	(3,540)	(3,443)	2.8	22.9
净利润	11,097	10,931	1.5	29.0
少数股东权益	(169)	(225)	(24.9)	(10.6)
归属净利润	10,928	10,706	2.1	29.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**图表 2. 2015 年 1 季度业绩 vs. 中银国际预测**

(人民币, 百万)	15 年 1 季度预测	15 年 1 季度实际	差异(%)
净利息收入	24,448	24,053	(1.6)
净佣金收入	7,710	8,184	6.1
其他非息收入	1,496	755	(49.5)
经营收入	33,654	32,992	(2.0)
经营费用	(9,423)	(9,350)	(0.8)
拨备前利润	24,231	23,642	(2.4)
拨备费用	(6,154)	(6,519)	5.9
经营利润	18,076	17,123	(5.3)
营业税	(2,412)	(2,478)	2.7
营业外收入	2	(8)	Nm
税前利润	15,667	14,637	(6.6)
所得税	(3,760)	(3,540)	(5.9)
净利润	11,907	11,097	(6.8)
少数股东权益	(166)	(169)	1.8
归属净利润	11,741	10,928	(6.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	85,688	94,741	98,906	96,209	99,690
净手续费及佣金	16,811	25,313	30,718	36,990	42,838
其他非息收入	2,059	4,662	4,394	4,881	5,424
经营收入	104,558	124,716	134,019	138,081	147,952
经营费用	(32,845)	(37,812)	(40,911)	(44,610)	(49,113)
拨备前经营利润	71,713	86,904	93,107	93,471	98,839
贷款损失拨备	(11,940)	(23,673)	(30,573)	(31,599)	(58,134)
经营利润	59,773	63,231	62,534	61,872	40,705
营业税	(7,488)	(8,827)	(9,327)	(9,926)	(10,221)
非经常性项目	264	170	197	216	236
所得税	(12,832)	(13,120)	(13,363)	(13,092)	(7,786)
<b>税后利润</b>	<b>39,717</b>	<b>41,454</b>	<b>40,041</b>	<b>39,070</b>	<b>22,934</b>
少数股东权益	(542)	(762)	(657)	(723)	(795)
<b>净利润</b>	<b>39,175</b>	<b>40,692</b>	<b>39,384</b>	<b>38,347</b>	<b>22,139</b>
变动 (%)	26.2	3.9	(3.2)	(2.6)	(42.3)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>					
现金及等价物	6,848	7,232	7,594	7,821	8,056
银行间贷款	1,030,420	829,190	800,220	767,688	732,782
衍生产品交易投资	7,749	8,226	9,049	9,953	10,949
总客户预付款	1,941,175	2,187,908	2,401,061	2,625,067	2,848,362
减: 拨备	(41,254)	(51,576)	(55,539)	(60,028)	(90,552)
长期投资	643,985	1,068,126	1,216,426	1,351,923	1,509,132
联营公司权益	2,176	870	880	890	900
净固定资产	13,734	14,738	16,728	18,562	20,222
其他资产	36,360	74,101	82,817	92,388	102,907
<b>总资产</b>	<b>3,641,193</b>	<b>4,138,815</b>	<b>4,479,234</b>	<b>4,814,266</b>	<b>5,142,757</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	2,651,678	2,849,574	3,009,595	3,171,130	3,320,537
银行存款及结余	609,568	799,599	920,645	1,048,465	1,197,539
其他借款	76,869	133,488	138,488	143,488	148,488
总借款	3,338,115	3,782,661	4,068,729	4,363,083	4,666,564
其他负债	72,353	88,808	91,529	101,374	111,518
总负债	3,410,468	3,871,469	4,160,258	4,464,457	4,778,081
普通股股本(面值)	46,787	46,787	49,249	49,249	49,249
准备金(包括股本溢价)	102,124	117,304	138,772	150,493	157,373
留存收益	76,690	95,586	122,958	141,707	149,296
总股东权益	225,601	259,677	310,979	341,450	355,919
少数股东权益	5,124	7,669	7,998	8,359	8,756
已运用资本	230,725	267,346	318,977	349,809	364,676
<b>总负债及权益</b>	<b>3,641,193</b>	<b>4,138,815</b>	<b>4,479,234</b>	<b>4,814,266</b>	<b>5,142,757</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	52,549	54,574	53,404	52,162	30,720
非现金项目	4,358	0	5,519	6,207	32,421
其他变动项目	(1,505)	(7,304)	7,119	7,169	7,229
交易活动产生的现金	55,402	47,270	66,043	65,538	70,370
运营资本变动	(191,630)	0	46,933	43,617	77,115
经营产生的现金流	(136,228)	47,270	112,976	109,155	147,485
投资活动产生的净现金流	(19,661)	(61,405)	(169,757)	(156,932)	(174,091)
融资活动产生的净现金流	18,704	42,867	15,544	(4,114)	(3,783)
<b>现金增/(减)</b>	<b>(137,185)</b>	<b>28,732</b>	<b>(41,238)</b>	<b>(51,891)</b>	<b>(30,389)</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.98	5.34	5.08	4.80	4.45
资金成本	2.57	3.11	3.03	3.03	2.73
利差	2.41	2.23	2.04	1.77	1.72
净息差	2.61	2.46	2.33	2.10	2.03
其他收入总收入	18.05	24.03	26.20	30.32	32.62
成本收入比	31.41	30.32	30.53	32.31	33.20
有效税率	24.42	24.04	25.02	25.10	25.34
<b>增长率</b>					
贷款增长率	16.73	12.71	9.74	9.33	8.51
存款增长率	17.58	7.46	5.62	5.37	4.71
资产增长率	23.02	13.67	8.23	7.48	6.82
可持续增长率	26.85	28.18	19.24	9.84	7.99
<b>流动性</b>					
贷存比	73.21	76.78	79.78	82.78	85.78
贷款资金比	71.14	73.34	76.27	79.20	82.11
贷款资产比	53.31	52.86	53.60	54.53	55.39
存款/IBL	79.44	75.33	73.97	72.68	71.16
<b>资产质量</b>					
五级分类不良贷款率	1.03	1.30	2.08	2.88	3.99
拨贷比	2.13	2.36	2.31	2.29	3.18
总拨备覆盖率	288.3	181.3	111.1	79.3	79.6
信用成本	0.63	1.15	1.33	1.26	2.12
需特别关注贷款比例	1.19	3.12	4.02	4.92	5.02
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.34	6.46	7.12	7.27	7.09
盈余资本	2.74	2.68	3.52	2.74	2.40
一级资本充足率	8.78	8.37	9.57	9.77	9.49
总资本充足率	11.24	11.58	12.82	12.44	12.10
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.19	1.05	0.91	0.83	0.44
净资产收益率	18.48	16.77	13.80	11.76	6.35
风险加权资本收益率	18.06	16.34	13.43	11.47	6.20
总资本收益率	20.21	15.93	13.20	11.62	6.24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371