



股票代码	601998.CH	0998.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 7.60	港币 5.28
目标价	人民币 7.32	港币 5.74
原目标价	人民币 8.25	港币 7.50
上/下浮比例	-3%	+8%
目标价格基础	1.1倍15年市净率	0.72倍15年市净率
板块评级	中立	中立

中信银行

资产质量尚待观察

15年上半年,中信银行的归母净利润同比增长2.5%至225亿人民币,比我们预测高1%,主要是因为非利息收入较高及经营费用较低。不良贷款率环比降低,可能有部分投资者考虑是否看到了资产质量好转的曙光。但是,我们依然保持先前的观点,即在经济增长持续放缓的周期中判断资产质量好转为时过早。资产质量数据超预期可能是因为核销较高。我们依然对未来12个月的资产质量持谨慎观点。考虑到经济和股市低迷,我们下调了目标价,重申持有评级。

支撑评级的要点

- 15年2季度,中信银行的净息差从1季度的2.28%扩大至2.32%,主要是因为银行间资金成本降低及应收账款类投资收益率提高。贷款收益率因定价优势依然保持在相对较高的水平,但是我们认为净息差难以持续提高,因为随着利率自由化进一步推进,降息和存款成本上升会导致净息差下滑。
- 15年2季度不良贷款率从1季度的1.35%降至1.32%,而不良贷款余额环比上升0.8%。这一数据可能会令一些投资者展望未来不良贷款增长率开始下降。但是我们认为现在判断新不良贷款形成率出现拐点为时尚早。首先,我们估算15年上半年新不良贷款形成率从2014年的1.8%上升至2.13%。当前不良贷款余额基于213亿人民币的不良贷款拨回和转移,这相当于2014年全年拨回的81%。第二,截至15年上半年末特别关注类贷款占贷款总额的3.92%,逾期贷款占3.59%。特别关注类和逾期类贷款占比较高说明在当前不景气的经济环境下,不良贷款余额可能进一步上升。
- 期内,贷款和存款分别同比增长8.9%和0.9%。总资产增速从12%降至5.8%。我们注意到应收账款类投资保持强劲增长。由于预期证券资产类相关资产随股市低迷而缩水,我们预测总资产增速将持续下滑。
- 手续费收入增长40%,高于15年1季度的32%。理财业务收入和代理收入是主要的增长动力。我们认为大部分代理收入都来自于基金销售,部分理财产品也与股票市场相关,因此3季度手续费收入可能下滑。

评级面临的主要风险

- 中国经济增长大幅放缓;股市大跌。

估值

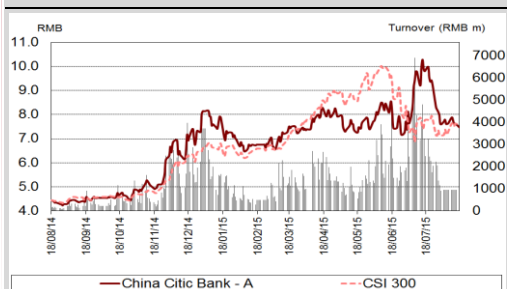
- 中信银行H股和A股分别对应0.65倍和1.14倍2015年预期市净率。考虑到股市和经济增长低迷,我们下调了目标价。我们认为H股估值相对较低,更具吸引力。

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	134,938	139,348	149,756
变动(%)	16.9	19.3	8.2	3.3	7.5
净利润(人民币百万)	39,175	40,692	39,878	39,016	22,843
全面摊薄每股收益(人民币)	0.84	0.87	0.85	0.83	0.49
变动(%)	26.2	3.9	(2.0)	(2.2)	(41.5)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.80	0.78	0.45
调整幅度(%)	-	-	6.25	6.45	8.88
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.886	0.946	1.071
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	8.7	8.9	9.1	15.6
每股账面价值(人民币)	4.82	5.55	6.66	7.32	7.64
价格/每股账面价值(倍)	1.58	1.37	1.14	1.04	0.99
净资产收益率(%)	18.5	16.8	14.0	11.9	6.5
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.17	0.17	0.12
股息率(%)	3.3	0.0	2.2	2.2	1.6

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.6)	(22.5)	4.8	71.2
相对新华富时A50指数	(23.8)	8.0	13.2	(4.7)

发行股数(百万)	46,787
流通股(%)	9
流通股市值(人民币百万)	355,581
3个月日均交易额(人民币百万)	2,418
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8月18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

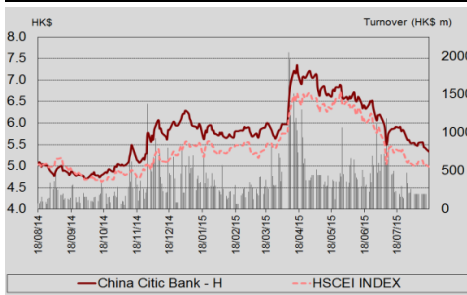
魏涛, CPA*

(8610) 66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

*张耀冈、袁琳为本报告重要贡献者

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(15.1)	(10.7)	(20.1)	5.0
相对恒生中国企业指数	(5.8)	(2.3)	1.5	6.4

发行股数(百万)	46,787
流通股(%)	83
流通股市值(港币 百万)	203,683
3个月日均交易额(港币 百万)	447
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8月18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	134,938	139,348	149,756
变动(%)	16.9	19.3	8.2	3.3	7.5
净利润(人民币 百万)	39,175	40,692	39,878	39,016	22,843
全面摊薄每股收益(人民币)	0.84	0.87	0.85	0.83	0.49
变动(%)	26.2	3.9	(2.0)	(2.2)	(41.5)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.80	0.78	0.45
调整幅度(%)	-	-	6.25	6.45	8.88
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.886	0.946	1.065
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	5.0	5.1	5.2	8.9
每股账面价值(人民币)	4.82	5.55	6.66	7.32	7.64
价格/每股账面价值(倍)	0.90	0.78	0.65	0.59	0.57
净资产收益率(%)	18.5	16.8	14.0	11.9	6.5
每股股息(人民币)	0.25	0.00	0.17	0.17	0.12
股息率(%)	5.8	0.0	3.9	3.8	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	15 年上半年	14 年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	49,744	45,614	9.1	6.8
净佣金收入	17,480	12,807	36.5	13.6
其他非息收入	2,814	3,685	(23.6)	172.7
经营收入	70,038	62,106	12.8	12.3
经营费用	(18,172)	(16,660)	9.1	(5.6)
拨备前利润	51,866	45,446	14.1	19.4
拨备费用	(16,691)	(11,617)	43.7	56.0
经营利润	35,175	33,829	4.0	5.4
营业税	(5,065)	(4,350)	16.4	4.4
营业外收入	10	24	(58.3)	(325.0)
税前利润	30,120	29,503	2.1	5.8
所得税	(7,151)	(7,078)	1.0	2.0
净利润	22,969	22,425	2.4	7.0
少数股东权益	(383)	(391)	(2.0)	26.6
归属净利润	22,586	22,034	2.5	6.7

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2015 年上半年业绩及中银国际预测

(人民币, 百万)	15 年 1 季度实际	15 年 1 季度预测	差异(%)
净利息收入	49,744	49,444	0.6
净佣金收入	17,480	16,815	4.0
其他非息收入	2,814	1,850	52.1
经营收入	70,038	68,108	2.8
经营费用	(18,172)	(19,534)	(7.0)
拨备前利润	51,866	48,575	6.8
拨备费用	(16,691)	(13,541)	23.3
经营利润	35,175	35,034	0.4
营业税	(5,065)	(5,093)	(0.6)
营业外收入	10	(16)	(162.5)
税前利润	30,120	29,925	0.7
所得税	(7,151)	(7,237)	(1.2)
净利润	22,969	22,687	1.2
少数股东权益	(383)	(335)	14.3
归属净利润	22,586	22,352	1.0

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表—A及H股(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	99,051	96,624	100,556
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	5,170	5,734	6,362
经营收入	104,558	124,716	134,938	139,348	149,756
经营费用	(40,333)	(46,639)	(50,336)	(54,700)	(59,597)
拨备前经营利润	64,225	78,077	84,602	84,648	90,159
贷款损失拨备	(11,940)	(23,673)	(30,737)	(31,812)	(58,738)
经营利润	52,285	54,404	53,865	52,836	31,421
非经常性项目	264	170	187	206	226
税前利润	52,549	54,574	54,062	53,052	31,657
所得税	(12,832)	(13,120)	(13,527)	(13,314)	(8,019)
税后利润	39,717	41,454	40,535	39,738	23,638
少数股东权益	(542)	(762)	(657)	(723)	(795)
净利润	39,175	40,692	39,878	39,016	22,843
优先股息	0	0	0	0	0
普通股股东可分配利润	39,175	40,692	39,878	39,016	22,843
变动(%)	26	4	(2)	(2)	(41)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表—A及H股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及等价物	496,476	538,486	530,865	529,336	523,792
银行间贷款	540,792	297,936	279,702	251,604	226,011
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	2,409,264	2,644,060	2,886,299
减: 拨备	(41,254)	(51,576)	(55,703)	(60,405)	(91,533)
投资证券	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
总资产	3,641,193	4,138,815	4,490,028	4,838,312	5,188,678
负债及权益					
客户存款	2,651,678	2,849,574	3,019,878	3,194,074	3,364,762
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	4,079,012	4,386,027	4,710,789
其他负债	72,353	88,808	91,545	101,413	111,580
总负债	3,410,468	3,871,469	4,170,557	4,487,440	4,822,369
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	138,920	150,842	157,933
留存收益	76,690	95,586	123,303	142,422	150,370
股东资金总额	225,601	259,677	311,473	342,513	357,553
优先股	0	0	0	0	0
少数股东权益	5,124	7,669	7,998	8,359	8,756
总股东权益	230,725	267,346	319,471	350,872	366,310
总负债及权益	3,641,193	4,138,815	4,490,028	4,838,312	5,188,678

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表—A及H股(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	54,062	53,052	31,657
非现金项目	4,358	(13,120)	(6,495)	(5,567)	25,798
其他变动项目	(1,505)	(7,304)	7,119	7,169	7,229
运营资本变动	(193,985)	(1,527)	46,112	42,603	75,837
经营获得产生的现金流	(138,583)	32,623	100,798	97,257	140,522
投资活动产生的净现金流	(10,324)	(48,285)	(151,743)	(138,941)	(160,651)
融资活动产生的净现金流	11,722	44,394	10,935	(9,179)	(9,227)
现金					
现金增/(减)	(137,185)	28,732	(40,010)	(50,863)	(29,356)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率—A及H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	5.0	5.3	5.1	4.8	4.5
资金成本	2.6	3.1	3.0	3.0	2.7
利差	2.4	2.2	2.0	1.8	1.7
净息差	2.6	2.5	2.3	2.1	2.0
非息收入/总收入	18.0	24.0	26.6	30.7	32.9
成本收入比	38.6	37.4	37.3	39.3	39.8
有效税率	24.4	24.0	25.0	25.1	25.3
增长率					
贷款增长率	16.7	12.7	10.1	9.7	9.2
存款增长率	17.6	7.5	6.0	5.8	5.3
资产增长率	23.0	13.7	8.5	7.8	7.2
可持续增长率	26.8	28.2	19.5	10.1	8.2
流动性					
贷存比	72.8	73.1	75.9	78.8	81.6
贷款资金比	71.1	73.3	76.3	79.2	82.2
贷款资产比	53.3	52.9	53.7	54.6	55.6
核心负债/总负债	65.9	64.2	63.3	62.5	61.6
资产质量					
不良贷款率	1.0	1.3	2.1	2.9	4.0
拨备覆盖率	288.3	181.3	111.5	79.6	80.0
拨贷比	2.1	2.4	2.3	2.3	3.2
新增不良贷款形成率	0.8	1.8	2.2	2.2	2.5
信用成本	0.6	1.1	1.3	1.3	2.1
资本充足率					
权益资产比率	6.3	6.5	7.1	7.3	7.1
核心一级资本充足率	8.8	8.4	9.6	9.7	9.4
一级资本充足率	8.8	8.4	9.6	9.7	9.4
总资本充足率	11.2	11.6	12.8	12.4	12.0
回报率					
资产收益率	1.2	1.0	0.9	0.8	0.5
净资产收益率	18.5	16.8	14.0	11.9	6.5
已运用资本收益率	18.1	16.3	13.6	11.6	6.4
风险加权资本收益率	1.7	1.4	1.2	1.1	0.6

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，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