



股票代码	601998.CH	0998.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 4.79	港币 4.66
目标价	人民币 4.87	港币 5.26
上/下浮比例	2%	13%
目标价格基础	市净率	市净率
板块评级	中立	中立

中信银行

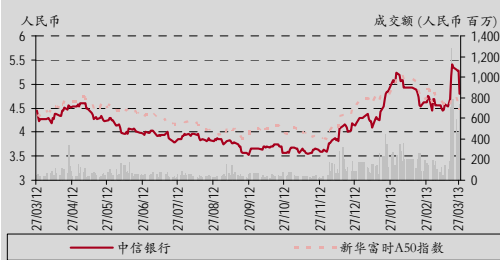
管理层换届效应体现，高拨备导致利润零增长

在2012年下半年完成管理层换届后，中信银行在3、4季度连续大幅增提拨备，导致2012年净利润基本为零增长。我们预计2013年拨备计提力度仍将较大，利润增速继续面临压力。中信银行H估值较低，具备防御价值，维持买入评级不变；A股维持持有评级不变。

支撑评级的要点

- **2012年利润零增长。**中信银行2012年实现净利润310.32亿元，同比增长仅0.7%，大幅低于市场和我们的预期，这主要是由于4季度大幅计提拨备导致。在2012年完成了管理层更替之后，公司可能有动力采用更严格的拨备政策，为未来的增长打好基础。
- **4季度不良大幅跃升。**中信银行年末不良贷款余额由3季度末的96.11亿元增长至122.55亿元，增幅达27.5%；不良贷款率则由3季度末的0.60%上升至0.74%。年末关注类贷款余额由六月末的107.06亿元猛增至194.11亿元，增幅81.3%；逾期贷款余额由六月末的164.23亿元上升至214.85亿元，增幅30.8%。从地域分布看，新增不良主要在长三角地区；从行业分布上，新增不良主要在制造业和批发零售行业。
- **大幅增提拨备，拨贷比明显提升。**在3季度大幅增提拨备后，中信银行4季度拨备进一步猛增。4季度单季度计提拨备64.82亿元，同比增长87%，年化信用风险成本达1.59%。受此推动，年末拨贷比由3季度末的1.84%提升至2.12%。我们估计2013年的拨备仍可能保持较高水平，以便在年末达到2.5%的拨贷比。
- **净息差环比上升11个基点。**根据期初期末生息资产简单平均估算，4季度净息差环比3季度上升约11个基点，扭转了2012年以来息差逐季下滑的态势。推动息差上升的因素可能包括：(1)减少低收益率的同业资产配置，转而增加了约564亿元的信托、券商定向资管、理财产品和企业债券投资；(2)活期存款占比相比年中提高约0.5个百分点；(3)贷款增长较快，在生息资产中的占比环比提升余额1.2个百分点。
- **手续费收入保持较快增长。**2012年全年实现手续费净收入112.1亿元，同比增长26.9%。银行卡，清算结算和托管业务是主要推动因素。手续费收入占营业收入比重13.5%，低于同业平均水平，未来仍有发展空间。

股价表现 — A股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	11	1	14	10
相对新华富时A50指数	16	10	16	8

发行股数(百万)	31,905
流通股(%)	9
流通股市值(人民币 百万)	13,754
3个月日均交易额(人民币 百万)	90
主要股东(%)	
中信集团	62

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2013年3月28日收市价为标准

评级面临的主要风险

- 1季度净息差快速回落；地产调控导致经济复苏低于预期。

估值

- 目前中信银行A股估值相当于1.00倍2013年市净率，或6.79倍2013年市盈率；H股估值相当于0.78倍2013年市净率，或5.28倍2013年市盈率，估值在H股银行中处于最低水平。我们预计2013年拨备计提力度仍将较大，利润增速可能继续面临压力。中信银行H估值较低，具备防御价值，维持买入评级不变；A股维持持有评级不变。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	77,092	89,711	97,322	105,588	112,651
变动(%)	38.2	16.4	8.5	8.5	6.7
净利润(人民币 百万)	30,819	31,032	33,014	35,034	38,830
变动(%)	43.3	0.7	6.4	6.1	10.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.72	0.66	0.71	0.75	0.83
变动(%)	30.2	(7.6)	6.4	6.1	10.8
先前预测每股收益(人民币)	0.72	0.74	0.78	0.82	—
全面摊薄市盈率(倍)	6.68	7.22	6.79	6.40	5.77
每股净资产值(人民币)	3.73	4.24	4.77	5.33	5.95
市净率(倍)	1.28	1.13	1.00	0.90	0.80
净资产收益率(%)	20.92	16.65	15.67	14.83	14.71
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.18	0.19	0.21
股息收益率(%)	3.0	3.1	3.7	3.9	4.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

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

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120024

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3)	(6)	2	(1)
相对恒生中国企业指数	6	(2)	6	(3)

发行股数(百万)	14,882
流通股(%)	53
流通股市值(港币 百万)	36,756
3个月日均交易额(港币 百万)	181

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2013年3月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	77,092	89,711	97,322	105,588	112,651
变动(%)	38.2	16.4	8.5	8.5	6.7
净利润(人民币 百万)	30,819	31,032	33,014	35,034	38,830
变动(%)	43.3	0.7	6.4	6.1	10.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.72	0.66	0.71	0.75	0.83
变动(%)	30.2	(7.6)	6.4	6.1	10.8
先前预测每股收益(人民币)	0.72	0.74	0.78	0.82	—
全面摊薄市盈率(倍)	5.20	5.62	5.28	4.98	4.49
每股净资产值(人民币)	3.73	4.24	4.77	5.33	5.95
市净率(倍)	1.00	0.88	0.78	0.70	0.63
净资产收益率(%)	20.92	16.65	15.67	14.83	14.71
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.18	0.19	0.21
股息收益率(%)	3.9	4.0	4.7	5.0	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年	2011年	同比变动(%)	2012年 4季度	2011年 4季度	同比变动(%)	2012年 4季度环比 3季度变动
净利息收入	75,486	65,106	15.9	19,768	18,140	9.0	5.2
手续费收入	11,210	8,837	26.9	3,052	2,633	15.9	10.9
其他非息收入	3,015	3,149	(4.3)	463	769	(39.8)	(28.0)
营业收入	89,711	77,092	16.4	23,283	21,542	8.1	4.9
营业费用	(28,331)	(23,038)	23.0	(9,875)	(7,572)	30.4	68.7
拨备前营业利润	61,380	54,054	13.6	13,408	13,970	(4.0)	(17.9)
拨备费用	(13,104)	(7,207)	81.8	(6,482)	(3,466)	87.0	58.2
营业利润	48,276	46,847	3.1	6,926	10,504	(34.1)	(43.4)
营业税	(6,648)	(5,343)	24.4	(1,739)	(1,534)	13.4	5.3
非经常项目损益	(19)	86	(122.1)	(25)	31	(180.6)	177.8
税前利润	41,609	41,590	0.0	5,162	9,001	(42.7)	(51.2)
所得税	(10,224)	(10,746)	(4.9)	(1,321)	(2,377)	(44.4)	(49.4)
净利润	31,385	30,844	1.8	3,841	6,624	(42.0)	(51.7)
少数股东权益	(353)	(25)	1,312.0	(35)	(31)	12.9	(67.0)
归属于母公司的净利润	31,032	30,819	0.7	3,806	6,593	(42.3)	(51.5)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 年报实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	年报实际值	年报预测值	差异(%)
净利息收入	75,486	74,752	1.0
手续费收入	11,210	10,748	4.3
其他非息收入	3,015	3,690	(18.3)
营业收入	89,711	89,189	0.6
营业费用	(28,331)	(26,633)	6.4
拨备前营业利润	61,380	62,557	(1.9)
拨备费用	(13,104)	(9,733)	34.6
营业利润	48,276	52,823	(8.6)
营业税	(6,648)	(6,121)	8.6
非经常项目损益	(19)	10	(290.0)
税前利润	41,609	46,713	(10.9)
所得税	(10,224)	(11,831)	(13.6)
净利润	31,385	34,881	(10.0)
少数股东权益	(353)	(319)	10.5
归属于母公司的净利润	31,032	34,562	(10.2)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 资产质量季度变化

(人民币, 百万)	2011	12年1季度	12年2季度	12年3季度	12年4季度
不良贷款余额	8,541	8,270	9,393	9,611	12,255
不良贷款率(%)	0.60	0.56	0.61	0.60	0.74
关注贷款余额	14,736		10,706		19,411
关注贷款率(%)	1.03		0.70		1.17
逾期贷款余额	10,732		16,423		21,485
逾期贷款率(%)	0.75		1.07		1.29
年化信用风险成本(%)	0.53	0.61	0.08	1.05	1.59
拨备覆盖率(%)	272.3	309.4	273.2	305.5	288.3
拨贷比(%)	1.62	1.73	1.67	1.84	2.12

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万)—A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	65,106	75,486	80,820	86,777	91,415
净手续费及佣金收入	8,837	11,210	13,186	15,163	17,223
其他非息收入	3,149	3,015	3,317	3,648	4,013
营业收入	77,092	89,711	97,322	105,588	112,651
营业费用	(23,038)	(28,331)	(32,305)	(35,056)	(37,780)
拨备前经营利润	54,054	61,380	65,016	70,532	74,871
损失准备	(7,207)	(13,104)	(13,616)	(15,276)	(13,753)
营业利润	46,847	48,276	51,400	55,256	61,118
其他业务收入	86	(19)	10	10	10
营业税	(5,343)	(6,648)	(6,910)	(7,588)	(8,301)
税前利润	41,590	41,609	44,500	47,678	52,826
所得税	(10,746)	(10,224)	(11,135)	(12,257)	(13,571)
税后利润	30,844	31,385	33,365	35,421	39,255
少数股东损益	(25)	(353)	(351)	(387)	(425)
净利润	30,819	31,032	33,014	35,034	38,830
+/-%	43.3	0.7	6.4	6.1	10.8

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)—A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	41,590	41,609	44,500	47,678	52,826
非现金项目	9,085	16,553	14,525	16,619	15,241
其他变动	(122)	287,348	2,260	1,975	1,950
经营活动产生现金流	50,553	345,510	61,284	66,272	70,017
经营性资产的增减	260,490	(387,148)	124,270	75,300	59,479
营业活动产生现金流	311,043	(41,638)	185,554	141,572	129,496
投资及融资回报	(1,275)	(13,969)	(2,273)	(2,012)	(2,012)
其他项目	(10,939)	(13,788)	(10,026)	(11,036)	(12,219)
投资活动产生现金流	298,829	(69,395)	173,256	128,524	115,265
投资	(10,635)	(101,366)	(44,488)	(54,528)	(62,445)
自由现金流	288,194	(170,761)	128,768	73,996	52,821
收购活动	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	288,194	(170,761)	128,763	73,991	52,816
融资活动产生的净现金	19,192	28,581	(19,824)	(8,759)	(9,708)
汇兑损益	(2,213)	(75)	(68)	(61)	(55)
现金增/(减)	305,173	(142,255)	108,872	65,172	43,054

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)—A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	4,972	6,667	6,867	7,073	7,285
存放央行	361,419	421,500	456,652	510,226	568,046
存放同业	699,750	457,476	532,088	600,325	647,043
短期投资	4,683	4,160	4,576	5,034	5,537
总客户贷款	1,434,037	1,662,901	1,891,003	2,127,024	2,380,686
减: 拨备	(23,258)	(35,325)	(48,274)	(63,482)	(77,162)
证券投资	251,176	400,583	447,027	500,306	561,502
对联营企业投资	2,212	2,134	2,144	2,154	2,164
净固定资产	10,116	11,520	8,380	8,317	8,113
其他资产	20,774	28,323	32,510	37,093	42,112
总资产	2,765,881	2,959,939	3,332,973	3,734,069	4,145,326
负债及权益					
客户存款	1,968,051	2,255,141	2,536,957	2,834,587	3,155,809
同业存放	550,028	399,734	479,681	551,633	606,796
其他借款	33,730	56,402	44,832	44,832	44,832
总借款	2,551,809	2,711,277	3,061,470	3,431,052	3,807,437
其他负债	35,291	45,576	43,481	48,526	54,063
总负债	2,587,100	2,756,853	3,104,951	3,479,577	3,861,500
普通股股本(面值)	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787
准备金	77,087	94,218	104,228	114,854	126,630
其他权益	50,622	57,351	72,102	87,751	105,097
总股东权益	174,496	198,356	223,117	249,392	278,515
少数股东权益	4,285	4,730	4,906	5,099	5,312
已运用资本	178,781	203,086	228,022	254,491	283,826
总负债及权益	2,765,881	2,959,939	3,332,973	3,734,069	4,145,326

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)—A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.43	4.88	4.56	4.41	4.28
资金成本	1.86	2.41	2.17	2.15	2.17
利差	2.58	2.47	2.39	2.26	2.11
净息差	2.71	2.65	2.58	2.46	2.32
其他收入总收入	15.55	15.86	16.96	17.82	18.85
成本收入比	29.88	31.58	33.19	33.20	33.54
有效税率	25.84	24.57	25.02	25.71	25.69
增长					
贷款增长率	13.43	15.96	13.72	12.48	11.93
存款增长率	13.71	14.59	12.50	11.73	11.33
资产增长率	32.89	7.02	12.60	12.03	11.01
流动性					
贷存比	72.87	73.74	74.54	75.04	75.44
贷款/付息资金	71.64	71.94	73.24	73.87	74.38
贷款/总资产	51.85	56.18	56.74	56.96	57.43
资产质量					
不良贷款率	0.60	0.74	0.87	1.06	1.21
一般拨备率	225.96	233.59	225.44	207.32	198.04
专项准备覆盖率	46.35	54.66	67.01	73.37	70.60
总拨备覆盖率	272.31	288.25	292.45	280.70	268.63
信用风险成本	0.53	0.85	0.77	0.76	0.61
关注类贷款比例	1.03	1.17	2.03	2.84	3.70
拨备贷款比	1.62	2.12	2.55	2.98	3.24
资本充足率					
权益资产比率	6.46	6.86	6.84	6.82	6.85
盈余资本	1.77	2.94	2.21	2.10	2.02
总资本充足率	12.27	13.44	12.71	12.60	12.52
核心资本充足率	9.91	9.89	9.34	9.26	9.21
回报率					
资产收益率	1.27	1.08	1.05	0.99	0.99
净资产收益率	20.92	16.65	15.67	14.83	14.71
已运用资本收益率	20.32	16.25	15.32	14.52	14.43
结构性已运用资本收益率	18.96	16.10	14.62	13.39	13.16

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 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