



股票代码	601998.CH	0998.HK
评级	持有	买入
收盘价	人民币 4.27	港币 4.24
目标价	人民币 4.48	港币 4.66
原目标价	人民币 4.87	港币 5.26
上/下浮比例	5%	10%
目标价格基础	市净率估值	市净率估值
板块评级	中立	中立

中信银行

不良持续“双升”，拨备力度减缓

中信银行 2013 年 1 季度净利润同比增长 7.6%，高于我们预期，主要是由于公司手续费收入增长较快，同时降低了拨备计提的力度。公司 1 季度不良上升较快，不良率环比提高 14 个基点至 0.88%，考虑到当前公司拨备水平偏低，中短期内信用成本可能还会上升。公司 H 股估值处于上市银行最低水平，我们维持对 A 股的持有评级和 H 股的买入评级不变，但下调 A、H 股目标价至 4.48 元和 4.66 港币。

支撑评级的要点

- **净利润低于预期。**中信银行 1 季度实现净利润 92.18 亿元，同比增长 7.6%，高于我们的预期，这主要由于报告期内手续费增长较快，同时公司降低了拨备计提力度。
- **净息差环比小幅收窄。**根据我们的测算，中信银行 1 季度净息差为 2.64%，环比小幅下降 7 个基点。由于公司贷款重定价周期较长，因此我们预计 2 季度息差仍将小幅收窄。
- **手续费收入增长良好。**中信银行 1 季度实现手续费净收入 35.99 亿元，同比增长 37%，增速较去年 4 季度大幅提升，同时占营业收入比重也上升至 14.97%。
- **资产质量持续恶化，但拨备计提力度降低。**中信银行 1 季度末不良贷款余额为 154.92 亿元，环比上升 32.37 亿元，不良贷款率 0.88%，环比上升 14 个基点，延续了 12 年 4 季度以来不良快速“双升”的态势。但是 1 季度拨备计提力度减缓，年化信用成本仅为 0.59%，大幅低于去年 4 季度 1.59% 的水平。考虑到当前公司拨备水平偏低，拨贷比与监管标准仍有一定距离，因此我们认为公司中短期内拨备计提压力依然较大。
- **资本水平充足。**在采用新资本管理办法后，中信银行 1 季度末的核心资本充足率与总资本充足率分别为 9.35% 与 12.13%，其中核心资本充足率在可比口径下环比下降 29 个基点，另外 25 个基点的减少是由于资本计量方法产生变更。公司资本充足水平在股份制银行中排名第一，资本压力较小。

评级面临的主要风险

- 2 季度净息差大幅下降；银行资产质量恶化，拨备计提快速上升。

估值

- 目前中信银行 A 股相当于 0.9 倍 2013 年市净率，或 6.19 倍 2013 年市盈率；H 股相当于 0.71 倍 2013 年市净率，或 4.92 倍 2013 年市盈率。目前 H 股的估值在上市银行中处于最低水平，从长期看具有安全边际。维持对 A 股的持有评级和 H 股的买入评级不变，但将 A、H 股目标价由 4.87 元和 5.26 港币下调至 4.48 元与 4.66 港币。

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	96,102	104,260	115,290
变动(%)	38.2	16.4	7.1	8.5	10.6
净利润(人民币 百万)	30,819	31,032	32,263	36,040	41,048
全面摊薄每股收益(人民币)	0.72	0.66	0.69	0.77	0.88
变动(%)	30.2	(7.6)	4.0	11.7	13.9
全面摊薄市盈率(倍)	5.95	6.44	6.19	5.54	4.87
每股账面价值(人民币)	3.73	4.24	4.76	5.33	5.99
价格/每股账面价值(倍)	1.14	1.01	0.90	0.80	0.71
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.22
股息率(%)	3.40	3.51	4.04	4.51	5.14

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	(0)	(19)	(12)	-
相对新华富时 A50 指数	5	(14)	(5)	-

发行股数(百万)	31,905
流通股(%)	9
流通股市值(人民币 百万)	12,261
3 个月日均交易额(人民币 百万)	118
主要股东(%)	
中信集团	61.85

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 4 月 26 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

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

*唐伟城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	(8)	(11)	(19)	-
相对恒生中国企业指数	(3)	(11)	(9)	-

发行股数(百万)	14,882
流通股(%)	53
流通股市值(港币 百万)	33,443
3个月日均交易额(港币 百万)	194

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月26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	96,102	104,260	115,290
变动(%)	38.2	16.4	7.1	8.5	10.6
净利润(人民币百万)	30,819	31,032	32,263	36,040	41,048
全面摊薄每股收益(人民币)	0.72	0.66	0.69	0.77	0.88
变动(%)	30.2	(7.6)	4.0	11.7	13.9
全面摊薄市盈率(倍)	4.73	5.11	4.92	4.40	3.87
每股账面价值(人民币)	3.73	4.24	4.76	5.33	5.99
价格/每股账面价值(倍)	0.91	0.80	0.71	0.64	0.57
每股股息(人民币)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.22
股息率(%)	4.27	4.42	5.08	5.68	6.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2013年1季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年1季度	2013年1季度	同比(%)
净利息收入	18,310	19,912	8.7
净手续费及佣金收入	2,627	3,599	37.0
其他非息收入	742	535	(27.9)
营业收入	21,679	24,046	10.9
营业费用	(6,278)	(7,463)	18.9
拨备前营业利润	15,401	16,583	7.7
拨备费用	(2,226)	(2,517)	13.1
营业利润	13,175	14,066	6.8
营业税	(1,584)	(1,781)	12.4
非经营性收入	15	82	446.7
税前利润	11,606	12,367	6.6
所得税	(2,933)	(3,035)	3.5
净利润	8,673	9,332	7.6
少数股东损益	(110)	(114)	3.6
归属母公司净利润	8,563	9,218	7.6

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2013年1季度实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2013年1季度业绩实际值	2013年1季度业绩预测值	差异(%)
净利息收入	19,912	20,122	(1.0)
净手续费及佣金收入	3,599	3,021	19.1
其他非息收入	535	829	(35.5)
营业收入	24,046	23,972	0.3
营业费用	(7,463)	(6,906)	8.1
拨备前营业利润	16,583	17,066	(2.8)
拨备费用	(2,517)	(3,110)	(19.1)
营业利润	14,066	13,956	0.8
营业税	(1,781)	(1,752)	1.7
非经营性收入	82	3	3,180.0
税前利润	12,367	12,207	1.3
所得税	(3,035)	(3,085)	(1.6)
净利润	9,332	9,122	2.3
少数股东损益	(114)	(88)	29.8
归属母公司净利润	9,218	9,034	2.0

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	65,106	75,486	79,600	85,449	94,054
净手续费及佣金	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
经营收入	77,092	89,711	96,102	104,260	115,290
经营费用	(23,038)	(28,331)	(32,153)	(35,880)	(39,526)
拨备前经营利润	54,054	61,380	63,949	68,380	75,763
贷款损失拨备	(7,207)	(13,104)	(13,616)	(11,819)	(11,496)
经营利润	46,847	48,276	50,333	56,561	64,267
非经常性项目	86	(19)	0	0	0
营业税	(5,343)	(6,648)	(6,845)	(7,519)	(8,448)
所得税	(10,746)	(10,224)	(10,884)	(12,625)	(14,356)
税后利润	30,844	31,385	32,614	36,427	41,473
少数股东权益	(25)	(353)	(351)	(387)	(425)
净利润	30,819	31,032	32,263	36,040	41,048
变动 (%)	43.3	0.7	4.0	11.7	13.9

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	4,972	6,667	6,867	7,073	7,285
银行间贷款	1,061,169	878,976	988,151	1,107,542	1,211,664
衍生产品交易投资	4,683	4,160	4,576	5,034	5,537
总客户预付款	1,434,037	1,662,901	1,891,003	2,127,024	2,380,686
减: 拨备	(23,258)	(35,325)	(48,274)	(60,026)	(71,448)
长期投资	251,176	400,583	447,027	500,306	561,502
联营公司权益	2,212	2,134	2,144	2,154	2,164
净固定资产	14,700	16,999	15,043	16,292	17,541
其他资产	20,774	28,323	32,510	37,093	42,112
总资产	2,765,881	2,959,939	3,332,385	3,734,516	4,147,615
负债及权益					
客户存款	1,968,051	2,255,141	2,536,957	2,834,587	3,155,809
银行存款及结余	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	43,456	48,782	54,498
总负债	2,587,100	2,756,853	3,104,926	3,479,834	3,861,935
普通股股本(面值)	46,787	46,787	46,787	46,787	46,787
准备金(包括股本溢价)	77,087	94,218	104,002	114,930	127,372
留存收益	50,622	57,351	71,764	87,866	106,210
总股东权益	174,496	198,356	222,553	249,583	280,369
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	227,459	254,682	285,680
总负债及权益	2,765,881	2,959,939	3,332,385	3,734,516	4,147,615

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	41,590	41,609	43,498	49,052	55,829
非现金项目	9,085	16,553	14,525	13,162	12,984
其他变动	(122)	287,348	2,260	1,975	1,950
交易活动产生的现金	50,553	345,510	60,282	64,189	70,762
运营资本变动	260,490	(387,148)	124,270	75,545	59,579
经营产生的现金流	311,043	(41,638)	184,552	139,734	130,342
投资及融资回报	(10,635)	(101,366)	(44,488)	(54,528)	(62,445)
总现金流	288,194	(170,761)	127,991	71,827	52,959
投资	(10,635)	(101,366)	(44,488)	(54,528)	(62,445)
自由现金流	288,194	(170,761)	127,991	71,827	52,959
融资活动产生的净现金	16,979	28,506	(19,703)	(9,071)	(10,317)
现金增(减)	305,173	(142,255)	108,283	62,751	42,638

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.43	4.88	4.52	4.38	4.35
资金成本	1.86	2.41	2.17	2.15	2.17
利差	2.58	2.47	2.35	2.22	2.18
净息差	2.71	2.65	2.54	2.42	2.38
其他收入总收入	15.55	15.86	17.17	18.04	18.42
成本收入比	29.88	31.58	33.46	34.41	34.28
有效税率	25.84	24.57	25.02	25.74	25.71
增长率					
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	12.58	12.07	11.06
可持续增长率	42.77	25.24	21.80	20.48	20.27
流动性					
贷存比	72.87	73.74	74.54	75.04	75.44
贷款资金比	71.64	71.94	73.24	73.87	74.38
贷款资产比	51.85	56.18	56.75	56.96	57.40
资产质量					
不良贷款率	0.60	0.74	0.87	0.93	0.95
拨贷比	1.62	2.12	2.55	2.82	3.00
总拨备覆盖率	272.31	288.25	292.45	303.47	314.79
信用成本	0.53	0.85	0.77	0.59	0.51
需特别关注贷款比例	1.03	1.17	2.03	2.97	3.95
资本充足率					
权益资产比率	6.46	6.86	6.83	6.82	6.89
盈余资本	1.77	2.94	2.19	2.12	2.08
一级资本充足率	9.91	9.89	9.32	9.27	9.27
总资本充足率	12.27	13.44	12.69	12.62	12.58
回报率					
资产收益率	1.27	1.08	1.03	1.02	1.04
净资产收益率	20.92	16.65	15.33	15.27	15.49
已运用资本收益率	20.32	16.25	14.99	14.95	15.19
结构性已运用资本收益率	18.96	16.10	14.29	13.78	13.91

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；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
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