



股票代码	601998.CH	0998.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 4.66	港币 5.00
目标价	人民币 4.20	港币 4.56
原目标价	人民币 4.13	港币 5.27
上/下浮比例	-9.87%	-8.8%
目标价格基础	077倍14年市净率 07倍14年市净率	
板块评级	中立	中立

中信银行

3季度业绩低于预期；定向增发计划公告

中信银行公告14年1-9月归属于母公司股东净利润同比增长4.6%至3,228亿人民币，其中3季度净利润同比下滑2%、环比下滑9.5%。3季度盈利比我们预期低2.1%，主要是因为拨备高于预期。中信银行同时公布将通过定向增发募集资金118亿人民币。增发后2015年每股收益和净资产收益率将被摊薄3.74%和0.9%。考虑到不良贷款预测上调及再融资摊薄效应，我们将2014-16年每股收益预测分别下调7%、18%和23%。由于盈利前景较差，即使增发价格溢价可能会提振H股股价，我们依然将H股目标价下调13.47%。对中信银行H股和A股重申持有评级。

支撑评级的要点

- 3季度不良贷款余额环比增长16%，高于2季度的7%，不良贷款率从1.19%上升1.39%，高于我们预期。信贷成本从2季度的1.28%降至1.16%，但拨备覆盖率依然高于我们预测。考虑到中信在制造业的贷款占比较高，我们上调其不良贷款预测。同时，将2014-16年净利润预测分别下调7%、15%和17%。
- 中信银行宣布将通过定向增发发行24亿股新股。国家烟草总公司将以每股4.84元的价格认购所有新股，增发价较A股和H股最近一个交易日收盘价分别高出3.86%和17%。虽然新股发行将提高一级资本充足率，但是考虑到资产增速放缓（3季度资产环比下滑6%），我们认为净利润并不会随之增长。2015年和2016年每股收益将被摊薄4.9%和4.5%。如果增发顺利完成，烟草总公司将持有中信银行4.89%的股权，成为其第三大股东。我们认为此次增发在战略上不会给中信带来任何获益，烟草总公司将成为一个财务投资者。未来，国资背景持股比例的上升可能会使得中信银行更加具有国有银行的特色。
- 14年3季度末，中信银行存款环比减少5.8%，贷款增速环比下降至0.2%。同业资产和负债也出现了环比缩水。我们预计4季度存款和总资产将回归正增长，但是2015年资产和存款增速将延续放缓趋势。

评级面临的主要风险

- 1) 中国经济增速快速放缓；2) 利率自由化。

估值

- 目前，中信银行H股和A股股价分别对应0.73倍和0.86倍2014年预期市净率。我们在下调盈利预测的基础上下调了H股目标价。虽然新股发行价较高对H股股东有利，但我们依然认为长期来看较低的盈利水平将拖累股价。A股方面，我们认为当前估值与低盈利水平不匹配。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(人民币 百万)	89,435	104,558	124,059	138,636	151,969
变动(%)	16.0	16.9	18.7	11.8	9.6
净利润(人民币 百万)	30,611	39,175	40,315	38,876	36,695
变动(%)	0.70	27.98	2.91	(3.57)	(5.61)
完全摊薄每股收益(人民币)	0.65	0.84	0.86	0.79	0.75
变动(%)	(7.5)	28.0	2.9	(8.4)	(5.6)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.927	0.959	0.968
调整幅度(%)	-	-	(7)	(18)	(23)
全面摊薄市盈率(倍)	7.12	5.57	5.41	5.90	6.25
每股账面价值(人民币)	4.24	4.82	5.43	5.94	6.45
股价/每股账面价值(倍)	1.10	0.97	0.86	0.78	0.72
净资产收益率(%)	16.61	18.48	16.81	14.22	12.02
每股股息(人民币)	0.15	0.25	0.26	0.24	0.22
股息收益率(%)	3.22	5.41	5.56	5.10	4.81

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(%)	9
流通股市值(人民币 百万)	218,027
3个月日均交易额(人民币 百万)	299
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2014年10月29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

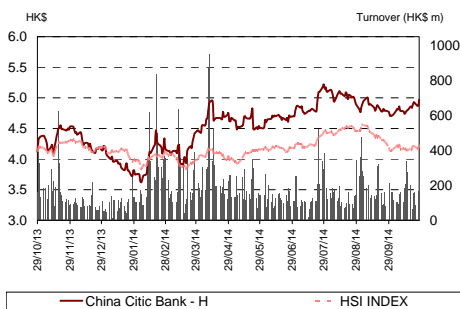
孙洁妮*

(8610) 6622 9335

jielen.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514090001

*袁琳、唐伟城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	18.1	3.8	(4.1)	23.0
相对恒生中国企业指数	17.1	4.4	(0.3)	19.9

发行股数(百万)	46,787
流通股(%)	88
流通股市值(港币 百万)	233,935
3个月日均交易额(港币 百万)	173
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2014年10月29日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(人民币 百万)	89,435	104,558	124,059	138,636	151,969
变动(%)	16	17	19	12	10
净利润(人民币 百万)	31,032	39,175	40,315	38,876	36,695
完全摊薄每股收益(人民币)	0.66	0.84	0.86	0.79	0.75
变动(%)	(8)	26	3	(8)	(6)
先前预测每股收益(人民币)			0.93	0.96	0.97
调整幅度(%)			(7)	(18)	(23)
全面摊薄市盈率(倍)	5.96	4.72	4.58	5.00	5.30
每股账面价值(人民币)	4.24	4.82	5.43	5.94	6.45
股价/每股账面价值(倍)	0.93	0.82	0.73	0.66	0.61
净资产收益率(%)	16.65	18.48	16.81	14.22	12.02
每股股息(人民币)	0.15	0.25	0.26	0.24	0.22
股息收益率(%)	3.80	6.38	6.57	6.01	5.68

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 13年1-3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	14年1-3季度	13年1-3季度	同比变动(%)	3季度与2季度业绩之比较(%)
净利息收入	70,048	62,804	11.5	4.1
手续费收入	18,835	12,390	52.0	(9.2)
其他非息收入	3,685	1,378	167.4	nm
营业收入	92,568	76,572	20.9	(5.7)
营业费用	(25,282)	(22,162)	14.1	3.9
拨备前营业利润	67,286	54,410	23.7	(9.0)
拨备费用	(17,774)	(7,919)	124.4	(7.7)
营业利润	49,512	46,491	6.5	(9.6)
营业税	(6,496)	(5,503)	18.0	(3.1)
非经常项目损益	77	201	(61.7)	5200.0
税前利润	43,093	41,189	4.6	(10.2)
所得税	(10,240)	(9,950)	2.9	(13.0)
净利润	32,853	31,239	5.2	(9.3)
少数股东权益	(573)	(379)	51.2	9.6
归属于母公司的净利润	32,280	30,860	4.6	(9.6)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 3季度预期业绩与实际业绩之比较

(人民币, 百万)	中银国际预测	实际业绩	差额(%)
净利息收入	24,434	24,207	0.9
手续费收入	6,028	5,825	3.5
其他非息收入	0	912	nm
经营性收入	30,462	30,944	(1.6)
经营性开支	(8,622)	(9,283)	(7.1)
拨备前利润	21,840	21,661	0.8
拨备费用	(6,157)	(5,379)	14.5
经营利润	15,683	16,282	(3.7)
营业税	(2,146)	(2,166)	(0.9)
非经常性收益/亏损	53	65	(18.5)
税前利润	13,590	14,181	(4.2)
所得税	(3,162)	(3,616)	(12.6)
净利润	10,428	10,565	(1.3)
少数股东权益	(182)	(100)	82.0
可分配净利润	10,246	10,465	(2.1)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.增发后主要比率

	2015	2016
每股收益(人民币)		
增发前	0.83	0.78
增发后	0.79	0.75
变动(%)	(4.90)	(4.48)
每股账面价值(人民币)		
增发前	6.00	6.50
增发后	5.94	6.45
变动(%)	(0.92)	(0.73)
净资产收益率(%)		
增发前	14.35	12.30
增发后	14.22	12.02
变动(%)	(0.93)	(2.28)
一级资本充足率(%)		
增发前	8.57	8.39
增发后	8.92	8.71
变动(%)	4.08	3.81

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入	75,486	85,688	95,016	103,285	109,370
净手续费及佣金收入	11,210	16,811	23,100	28,734	35,230
其他非息收入	2,739	2,059	5,944	6,617	7,370
营业收入	89,435	104,558	124,059	138,636	151,969
营业费用	(28,179)	(32,845)	(38,576)	(43,717)	(48,639)
拨备前经营利润	61,256	71,713	85,483	94,920	103,330
损失准备	(13,104)	(11,940)	(22,667)	(32,873)	(43,291)
营业利润	48,152	59,773	62,816	62,047	60,040
其他业务收入	105	264	300	329	361
营业税	(6,648)	(7,488)	(8,304)	(9,394)	(10,248)
所得税	(10,224)	(12,832)	(13,900)	(13,449)	(12,735)
税后利润	31,385	39,717	40,912	39,533	37,418
少数股东损益	(353)	(542)	(597)	(657)	(723)
净利润	31,032	39,175	40,315	38,876	36,695
变化%	0.7	26.2	2.9	(3.6)	(5.6)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
资产					
现金及中央银行	6,667	6,848	7,053	7,265	7,483
存款					
银行间贷款	878,976	1,030,420	1,110,765	1,194,721	1,247,365
衍生产品交易投资	4,160	7,749	8,524	9,376	10,314
总客户贷款	1,662,901	1,941,175	2,201,209	2,450,986	2,708,860
减: 拨备	(35,325)	(41,254)	(57,578)	(84,092)	(120,519)
投资	400,583	643,854	802,641	982,679	1,203,603
固定资产	2,134	2,307	2,317	2,327	2,337
累计折旧摊销	11,520	13,734	15,865	17,856	19,689
其他资产	28,323	36,360	41,179	46,464	52,263
总资产	2,959,939	3,641,193	4,131,975	4,627,582	5,131,394
负债及权益					
客户存款	2,255,141	2,651,678	2,986,490	3,320,870	3,660,347
同业存放	399,734	609,568	730,287	838,690	963,097
其他借款	56,402	76,869	81,869	86,869	91,869
总借款	2,711,277	3,338,115	3,798,646	4,246,430	4,715,313
其他负债	45,576	72,353	73,781	82,614	92,186
总负债	2,756,853	3,410,468	3,872,427	4,329,044	4,807,499
普通股股本(面值)	46,787	46,787	46,787	49,249	49,249
准备金	94,218	102,124	114,398	135,714	146,939
其他权益	57,351	76,690	92,941	107,824	121,594
总股东权益	198,356	225,601	254,126	292,787	317,783
少数股东权益	4,730	5,124	5,423	5,751	6,113
总权益	203,086	230,725	259,549	298,538	323,895
总负债及权益	2,959,939	3,641,193	4,131,975	4,627,582	5,131,394

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	41,609	52,549	54,812	52,982	50,153
非现金项目	16,553	4,358	18,007	28,102	38,178
其他项目	287,348	(1,505)	4,689	4,622	4,573
交易活动产生的现金	345,510	55,402	77,508	85,705	92,904
运营资本变动	(387,148)	(191,630)	124,489	127,745	138,804
经营产生的现金流	(41,638)	(136,228)	201,997	213,451	231,708
投资活动产生的净现金	(129,123)	(19,661)	(177,517)	(198,538)	(238,955)
金					
融资活动产生的净现金	28,506	18,704	(8,910)	2,878	(8,417)
金					
总现金流	(142,255)	(137,185)	15,566	17,786	(15,670)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
生息资产收益率	4.88	4.98	4.92	4.85	4.67
资金成本	2.41	2.57	2.69	2.76	2.71
利差	2.47	2.41	2.23	2.09	1.96
净息差	2.65	2.61	2.46	2.36	2.23
其他收入总收入	15.60	18.05	23.41	25.50	28.03
成本收入比	31.51	31.41	31.09	31.53	32.01
有效税率	24.57	24.42	25.36	25.38	25.39
增长					
贷款增长率	15.96	16.73	13.40	11.35	10.52
存款增长率	14.59	17.58	12.63	11.20	10.22
资产增长率	7.02	23.02	13.48	11.99	10.89
可持续增长率	25.24	26.85	23.43	19.94	17.68
流动性					
贷存比	73.74	73.21	73.71	73.81	74.01
贷款/付息资金	71.94	71.14	71.74	71.92	72.19
贷款/资产	56.18	53.31	53.27	52.96	52.79
存款/IBL	83.18	79.44	78.62	78.20	77.63
资产质量					
5级不良贷款率	0.74	1.03	1.44	2.07	2.88
拨贷比	2.12	2.13	2.62	3.43	4.45
总拨备覆盖率(5级系统)	288.3	288.3	182.0	166.1	154.2
信贷成本	0.83	0.63	1.08	1.41	1.68
特殊拨备覆盖率	1.17	1.19	1.29	1.49	1.69
资本充足率					
权益资产比率	6.86	6.34	6.28	6.45	6.31
盈余资本	2.94	2.74	4.02	3.96	3.57
一级资本充足率	9.89	8.78	8.71	8.93	8.73
资本充足率	13.44	11.24	12.92	13.26	13.27
回报率					
资产收益率	1.08	1.19	1.04	0.89	0.75
净资产收益率	16.65	18.48	16.81	14.22	12.02
RSW 收益率	16.25	18.06	16.45	13.93	11.79
总资本收益率	16.10	20.21	16.26	13.26	10.76

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