

2009 年 08 月 28 日

市场数据(人民币)

市价(元)	5.19
已上市流通A股(百万股)	2,301.93
流通港股(百万股)	8,853.69
总市值(百万元)	202,583.06
年内股价最高最低(元)	6.85/3.77
沪深 300 指数	3156.30
上证指数	2946.40
2007 年股息率	1.00%


相关报告

- 1 《短期影响有限,关注国际战略平台整合》, 2009.5.11
- 2 《09年1季报点评》, 2009.4.30
- 3 《08 年报点评》, 2009.4.29
- 4 《业务结构改善任重道远》, 2009.3.23
- 5 《业绩预增公告点评》, 张英 2009.1.20

(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇

(8621)61038291
liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

中信银行 (601998.SH)

——中报点评


基本结论

- 上半年中信银行实现净利润 70.47 亿元, EPS 0.18 元, 同比增长 -16.28%, 符合我们预期。其中 2 季度单季实现 EPS 0.10 元, 环比增长 18.24%, 主要源于净利息收入环比增长 7.61% 和员工成本计提下降。
- 中报数据一如既往的体现出公司稳健经营的特色。净利息收入及手续费收入环比增长体现出公司基本面向好的趋势, 这与行业趋势一致。资产负债结构特别是贷款结构在 2 季度改善明显。由于不良贷款升级回收带来单项计提减少但组合计提依然增加, 反映出公司谨慎的拨备政策。较高的资本充足率确保规模的继续扩张。
- **净利息收入环比增长, 息差企稳迹象明确, 绝对水平好于预期。**2 季度利息收入/利息支出环比增长 2.03%/-5.89%, 带来净利息收入环比增长 7.61%, 盈利向好的趋势明确。2 季度公司公布净息差水平为 2.47%, 环比下降 5BP, 较 1 季度 81BP 的降幅大幅收窄, 我们预计公司息差在 6 月份已经企稳。公司息差的绝对水平好于我们预期, 这可能源于公司 2 季度资产负债结构的大幅度调整。生息资产结构中, 贷款占比从年初 55.95% 提高到 70.58%, 而同业资产的占比则较年初大幅下降 12 个百分点。计息负债结构中, 存款占比提升了 3 个百分点, 1 季度公司同业负债较年初大幅下降 40%, 虽然在 2 季度规模重新增加, 但成本率较年初的部分却是大幅下降的。存贷比从年初 70.30% 快速提高至 84.27%。
- **2 季度公司营业费用率过低是因为费用计提的原因, 预计下半年将恢复至正常水平。**上半年公司营业费用率为 30.70%, 较 1 季度下降 4 个百分点。公司公布这是源于员工成本根据财政部对工资列支进度要求进行计提的原因。我们预计公司营业费用率在下半年将恢复到正常水平。
- **公司贷款质量整体稳定。**上半年公司不良贷款余额略微上升 7.46 亿元, 不良率较年初下降 37BP, 不良贷款结构中次级类/损失类较年初新增 5.25/7.92 亿, 新增较多。上半年公司组合计提拨备 8.63 亿元, 单项计提由于减值贷款升级回收, 发生回拨 5.84 亿元; 虽然不良贷款覆盖率较 1 季度末下降 7 个百分点至 150.05%, 但这主要是因为不良贷款的升级回收形成回拨, 而公司针对非不良贷款(提出票据)的组合计提比率依然保持在 1.05% 的较高水平。
- **股份制银行中最充实的资本充足率。**虽然上半年末公司资产的风险权重保持了 0.67 的行业高位, 风险资产较年初增长 26.62%, 公司核心资本充足率/资本充足率依然保持在 10.45%/12.04%, 为股份制银行中最高, 发行在外的次级债 120 亿, 占核心资本比重 12.14%, 规模扩张的空间依然较大。

投资建议

- 维持公司 2009 - 2010 年实现 EPS 0.34/0.46 元, 同比增长 0.30%/33.53% 的盈利预测。公司目前股价对应 1.93x09PB/15.84x09PE,

1.72x10PB/11.40x10PE，较行业估值水平处于合理区间，维持“持有”投资建议。

- 公司经营较为稳健，各项业务的盈利能力与竞争对手相比并不弱，整体ROA也较高；但是公司的业务结构却比较不平衡，个人业务收入占比过低；较低的杠杆降低了公司的ROE和PB估值水平。

图表1：上市银行估值表

国内银行估值水平													
	评级	股价	货币	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		27-Aug-09		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
浦发银行	买入	20.170	CNY	1.68	2.14	12.00	9.44	6.77	8.48	2.98	2.38	24.82	25.20
南京银行	买入	16.460	CNY	0.90	1.19	18.32	13.85	6.75	7.64	2.44	2.16	13.31	15.57
兴业银行	买入	32.850	CNY	2.32	2.95	14.15	11.13	11.67	14.16	2.81	2.32	19.88	20.85
交通银行	买入	8.530	CNY	0.60	0.76	14.23	11.25	3.41	3.94	2.50	2.17	17.60	19.26
民生银行	买入	6.780	CNY	0.50	0.58	13.61	11.75	3.89	4.36	1.74	1.56	12.80	13.25
北京银行	买入	16.050	CNY	0.96	1.29	16.69	12.46	6.15	7.11	2.61	2.26	15.65	18.10
建设银行	买入	5.570	CNY	0.42	0.50	13.30	11.03	2.17	2.46	2.57	2.26	19.34	20.52
招商银行	买入	15.040	CNY	0.93	1.15	16.25	13.08	5.01	6.38	3.00	2.36	18.47	18.01
工商银行	买入	4.700	CNY	0.35	0.42	13.24	11.23	2.04	2.27	2.31	2.07	17.43	18.47
华夏银行	持有	9.920	CNY	0.63	0.83	15.86	11.92	5.96	6.59	1.66	1.51	10.49	12.63
中国银行	持有	3.960	CNY	0.29	0.36	13.53	10.93	2.10	2.35	1.89	1.68	13.94	15.40
中信银行	持有	5.200	CNY	0.34	0.46	15.84	11.40	2.69	3.03	1.93	1.72	12.20	15.05
深发展	持有	20.130	CNY	1.49	1.84	13.54	10.92	6.47	8.18	3.11	2.46	22.98	22.55
宁波银行	持有	11.980	CNY	0.59	0.84	20.16	14.25	3.92	4.58	3.06	2.62	15.17	18.36
Average						15.89	12.43			2.61	2.22	16.66	18.03

H股估值水平													
	评级	股价	A/H溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		27-Aug-09		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
招商银行(H)		17.70	97%	0.93	1.15	16.83	13.55	5.01	6.38	3.11	2.44	18.47	18.01
交通银行(H)		9.10	107%	0.60	0.76	13.36	10.57	3.41	3.94	2.35	2.03	17.60	19.26
建设银行(H)		5.93	107%	0.42	0.50	12.46	10.34	2.17	2.46	2.41	2.12	19.34	20.52
中信银行(H)		4.95	119%	0.33	0.46	13.27	9.55	2.69	3.03	1.62	1.44	12.20	15.05
工商银行(H)		5.29	101%	0.35	0.42	13.12	11.12	2.04	2.27	2.29	2.05	17.43	18.47
中国银行(H)		3.80	118%	0.29	0.36	11.42	9.23	2.10	2.35	1.59	1.42	13.94	15.40
Average			110%			13.41	10.72			2.23	1.92	16.28	17.49

汇率：0.88

H股估值已考虑了汇率因素

浦发尚未考虑增发：融资额150约亿，发行股数在8-12亿之间，摊薄10%-15%

深发展未考虑增发：融资不超过106.83亿，发行股数3.7-5.85，摊薄12%-19%

民生考虑09年完成增发：融资额约264亿，发行股数约33亿股，摊薄约17%

招行考虑10年完成增发：融资额约180亿，10配1，摊薄约10%

来源：国金证券研究所

规模增长与息差

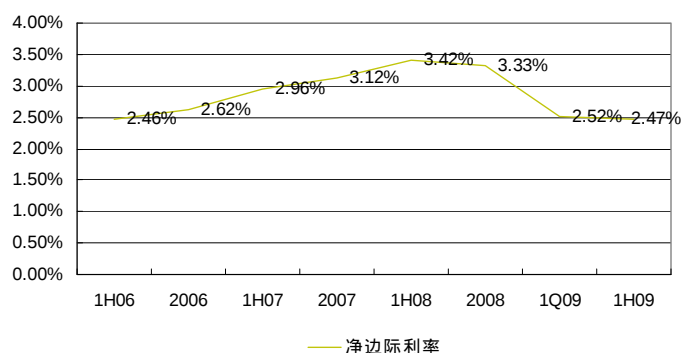
- 上半年公司生息资产/计息负债同比增长 25.86%/26.68%，其中贷款/存款同比增长 56.30%/38.13%，均快于生息资产/计息负债的增速。同业资产/同业负债受上半年利差大幅收窄影响，增速较慢，同比增长-4.95%/45.35%。同业负债主要是 2 季度增加，1 季度同业负债较年初下降 41%，因为这部分新增的同业负债成本率预计是较低的。
- 上半年贷款较年初增长 48.70%，其中公司贷款占比 52.08%，个人 3.18%，票据贴现 44.79%；票据占比高于行业平均水平。一般性贷款的投向依然集中于基础设施领域水利环境，交运仓储等行业。
- **净利息收入环比增长，息差企稳迹象明确，绝对水平好于预期。**2 季度利息收入/利息支出环比增长 2.03%/-5.89%，带来净利息收入环比增长 7.61%，盈利向好的趋势明确。2 季度公司公布净息差水平为 2.47%，环比下降 5BP，较 1 季度 81BP 的降幅大幅收窄，我们预计公司息差在 6 月份已经企稳。公司息差的绝对水平好于我们预期，这可能源于公司 2 季度资产负债结构的大幅度调整。生息资产结构中，贷款占比从年初 55.95% 提高到 70.58%，而同业资产的占比则较年初大幅下降 12 个百分点。计息负债结构中，存款占比提升了 3 个百分点，1 季度公司同业负债较年初大幅下降 40%，虽然在 2 季度规模重新增加，但成本率较年初的部分却是大幅下降的。存贷比从年初 70.30% 快速提高至 84.27%。
- **利率敏感性资产占比高，息差弹性大。**中信的资产负债结构中对利率敏感性高的同业资产和同业负债占比较高，息差的弹性较大。参考历史经验，公司在上轮加息周期中息差的上升幅度最大的上市银行。

图表 2：中信银行规模增长

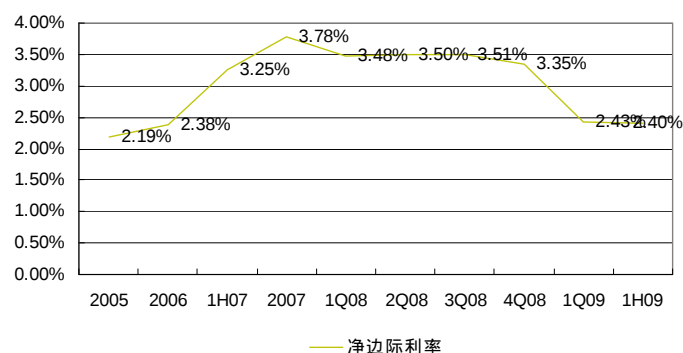
同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09
生息资产	44.15%	37.21%	28.42%	16.91%	16.77%	16.51%	25.86%
贷款	24.81%	21.65%	18.22%	19.23%	15.11%	37.84%	56.30%
其中企业贷款	19.76%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	57.29%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	56.18%	61.58%	46.55%	19.95%	21.28%	-14.86%	-22.52%
同业	100.25%	66.70%	43.08%	8.08%	17.54%	-7.31%	-4.95%
季度环比增长	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
生息资产	9.11%	6.34%	3.42%	-2.57%	8.98%	6.10%	11.72%
贷款	5.22%	5.40%	4.49%	2.90%	1.58%	26.21%	18.49%
其中企业贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	-6.43%	36.06%	12.43%	-16.20%	-5.38%	-4.49%	2.31%
同业	32.92%	-9.74%	-7.50%	-2.61%	44.55%	-28.83%	-5.14%
同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09
计息负债	38.57%	35.10%	29.52%	16.90%	17.12%	17.02%	26.68%
存款	27.30%	26.44%	27.47%	21.25%	20.15%	30.51%	38.13%
活期存款	38.31%	n.a.	21.52%	n.a.	21.52%	n.a.	21.52%
定期存款	15.34%	n.a.	30.93%	n.a.	30.93%	n.a.	30.93%
债券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
同业	305.01%	30.02%	0.80%	-33.14%	11.62%	-41.75%	45.35%
季度环比增长	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
计息负债	9.50%	6.47%	3.95%	-3.54%	9.71%	6.38%	12.53%
存款	10.62%	3.18%	4.58%	1.57%	9.62%	12.08%	10.68%
活期存款							
定期存款							
债券	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
同业	3.23%	30.02%	0.80%	-33.14%	11.62%	-41.75%	45.35%

来源：国金证券研究所

图表3：公司公布净息差



图表4：循环净息差



来源：国金证券研究所

贷款质量整体稳定

- **公司贷款质量整体稳定。**上半年公司不良贷款余额略微上升 7.46 亿元，不良率较年初下降 37BP，不良贷款结构中次级类/损失类较年初新增 5.25/7.92 亿，新增较多。上半年公司组合计提拨备 8.63 亿元，单项计提由于减值贷款升级回收，发生回拨 5.84 亿元；虽然不良贷款覆盖率较 1 季度降 7 个百分点至 150.05%，与年初水平一致，但这主要是因为不良贷款的升级回收形成回拨，而公司针对非不良贷款(提出票据)的组合计提比率依然保持在 1.05%的水平。

图表5：中信银行贷款质量

中信银行(601998.sh)：资产质量 (RMB 百万)								
	2004	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
五级分类								
正常类	270,125	339,702	440,352	514,082	554,892	612,543	641,463	968,461
关注类	17,166	15,241	11,250	11,604	11,824	12,067	14,415	10,495
次级类	3,557	2,685	1,981	2,119	915	1,683	1,001	1,526
可疑类	9,316	8,781	7,404	7,459	7,085	6,906	6,948	6,377
损失类	6,407	3,845	2,180	255	492	613	1,097	1,889
不良贷款总额	19,280	15,311	11,565	9,833	8,492	9,202	9,046	9,792
增加额		(3,969.00)	(3,746.00)	(1,732.00)	(1,341.00)	710.00		746.00
贷款总额	306,571	370,254	463,167	535,519	575,208	633,812	664,924	988,748
关注类占贷款比重	5.60%	4.12%	2.43%	2.17%	2.06%	1.90%	2.17%	1.06%
次级占不良贷款比重	18.45%	17.54%	17.13%	21.55%	10.77%	18.29%	11.07%	15.58%
可疑占不良贷款比重	48.32%	57.35%	64.02%	75.86%	83.43%	75.05%	76.81%	65.12%
损失占不良贷款比重	33.23%	25.11%	18.85%	2.59%	5.79%	6.66%	12.13%	19.29%
不良贷款率 (reported)								
不良贷款率	6.29%	4.14%	2.50%	1.84%	1.48%	1.45%	1.36%	0.99%
不良贷款准备	(14,958)	(12,230)	(9,786)	(8,377)	(9,342)	(10,620)	(13,572)	(14,693)
一般准备	(2,260)	(2,382)	(2,663)	(3,221)	(3,921)	(4,810)	(7,082)	(8,311)
专项准备	(12,698)	(9,848)	(7,123)	(5,156)	(5,421)	(5,810)	(6,490)	(6,382)
不良贷款覆盖率	77.58%	79.88%	84.62%	85.19%	110.01%	115.41%	150.03%	150.05%
不良贷款覆盖率 (剔除损失类)	66.43%	73.13%	81.04%	84.80%	110.63%	116.51%	156.94%	162.01%
不良贷款拨备	(1,653)	(1,102)	(1,762)	(1,162)	(2,988)	(1,422)	(5,379)	(1,176)
当期拨备/不良贷款	8.57%	7.20%	15.24%	11.82%	35.19%	30.91%	59.46%	24.02%
当期拨备/贷款总额(风险成本)	0.54%	0.33%	0.42%	0.51%	0.58%	0.49%	0.87%	0.28%
一般准备/非不良贷款	0.79%	0.77%	0.59%	0.65%	0.69%	0.82%	1.16%	1.05%
专项准备/不良贷款	65.86%	64.32%	61.59%	52.44%	63.84%	63.14%	71.74%	65.18%

来源：国金证券研究所

股份制银行中最充实的资本充足率

- **股份制银行中最充实的资本充足率。**虽然上半年末公司资产的风险权重保持了 0.67 的行业高位，风险资产较年初增长 26.62%，公司核心资本充足率/资本充足率依然保持在 10.45%/12.04%，为股份制银行中最高，发行在外的次级债 120 亿，占核心资本比重 12.14%，规模扩张的空间依然较大。

图表 6：中信银行资本充足率充实

Core-CAR	2008	1H09 CAR	2008	1H09
北京银行	16.42%	13.48%	19.66%	16.12%
华夏银行	7.46%	6.84%	11.40%	10.36%
建设银行	10.28%	9.30%	12.16%	11.97%
交通银行	9.50%	8.86%	13.47%	12.57%
民生	6.60%	5.90%	9.22%	8.48%
南京银行	20.68%	13.31%	24.12%	15.20%
宁波银行	14.60%	11.23%	16.15%	12.84%
浦发银行	5.03%		9.07%	
深发展	5.27%	5.08%	8.70%	8.62%
兴业银行	9.09%	7.43%	11.33%	9.20%
招商银行	6.56%		11.34%	
工商银行	10.75%	9.97%	13.06%	12.09%
中国银行	10.85%		13.43%	
中信银行	12.32%	10.45%	14.32%	12.04%

来源：国金证券研究所

图表7：中信银行盈利预测
中信银行(601998.SH)：利润表
YE 31 Dec (RMB 百万)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利息收入	17,795	22,511	29,490	41,494	58,867	51,258	64,578	79,915
利息支出	(7,412)	(9,851)	(13,017)	(15,324)	(22,776)	(19,159)	(22,747)	(28,102)
净利息收入	10,383	12,660	16,473	26,170	36,091	32,100	41,831	51,813
手续费及佣金净收入	318	418	759	2,080	3,045	3,908	4,876	6,148
其他非息收入	406	538	648	(375)	1,150	575	575	575
非利息净收入	724	956	1,407	1,705	4,195	4,483	5,451	6,723
营业收入	11,107	13,616	17,880	27,875	40,286	36,583	47,282	58,536
营业税金及附加	(792)	(991)	(1,398)	(2,034)	(2,854)	(2,482)	(3,125)	(3,873)
营业费用	(4,578)	(6,005)	(7,881)	(9,713)	(13,242)	(12,804)	(16,549)	(20,488)
营业支出	(5,370)	(6,996)	(9,279)	(11,747)	(16,096)	(15,286)	(19,674)	(24,360)
拨备前利润	5,737	6,620	8,601	16,128	24,190	21,296	27,608	34,176
拨备	(1,653)	(1,102)	(1,762)	(2,988)	(6,444)	(3,339)	(3,619)	(4,349)
税前利润	4,084	5,518	6,839	13,140	17,746	17,957	23,990	29,826
所得税	(1,633)	(2,369)	(3,113)	(4,850)	(4,426)	(4,597)	(6,149)	(7,646)
税率	39.99%	42.93%	45.52%	36.91%	24.94%	25.60%	25.63%	25.63%
少数股东权益								
税后利润	2,451	3,149	3,726	8,290	13,320	13,360	17,840	22,181
净利润增长率					60.68%	0.30%	33.53%	24.33%
Per share data	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
股本，期末(mn)	17,790	26,661	31,113	39,033	39,033	39,033	39,033	39,033
每股拨备前利润	0.32	0.25	0.28	0.41	0.62	0.55	0.71	0.88
EPS(basic)	0.138	0.118	0.120	0.212	0.341	0.342	0.457	0.568
EPS(Diluted)								
BVPS	0.490	0.890	1.023	2.155	2.443	2.700	3.042	3.468
BVPS(Diluted)								
Dividend				0.054	0.09	0.09	0.11	0.14
Dividend Ratio				25.19%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	6	27
买入	0	1	3	10	16
持有	0	0	0	4	5
减持	0	1	1	2	5
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。