

费用和拨备政策的可持续性值得商榷

—中信银行 2009 年中报点评

报告关键点：

- 怀疑2季度的低费用、低拨备政策没有可持续性；
- 贷款余额20%为贴现，下半年营业收入转正增长没有疑问；
- 不良单降低，新增不良来自制造、批发零售、信用卡和个人按揭。

报告摘要：

- 中信银行上半年实现净利润70.5亿元，同比减少16.3%。2季度单季实现净利润38.18亿，环比增长18.2%。银行业绩略超出预期。

1、利润表分析

- 超预期的部分主要在2季度单季的净利息收入环比7.6%正增长，此外2季度银行的经营费用被大幅度压缩，最终导致环比利润的正增长。一般来说银行的经营费用主要是刚性的，怀疑下半年成本收入比的季度数据会有较为明显的反弹。

2、典型的“以量补价”式增长

- 上半年，各类生息资产利率普遍较去年有20-70%的降幅（贷款利率见底218bp到5.02%，降幅30%），而存款增长23%，相对不足，因此银行必须大幅调高信贷占资产比重规模。
- 上半年中信拨备前贷款总额增长48.7%（非票据贷款增长28.8%），贷款占总资产比重从年初的54.8%大幅提高14.7个百分点到69.5%。
- 新增信贷中，较高的新增票据占比（45%）意味着：缺乏合适的信贷投放标的、票据利率仍高于部分同业资产的回报率、存在套利的可能。

3、资产质量保持稳定

- 上半年中信银行不良单降，期末不良率降低37bp到0.99%。考虑核销，不良余额上升7.6亿，主要来自：制造业和批发零售业3.7亿，信用卡3.6亿，住房按揭0.5亿。
- 银行降低当期信用成本，从而释放了部分拨备。期末拨备覆盖率150.05%，较去年末持平，较1季度末降低7个百分点。如果银行年末还维持这样的拨备政策，而监管部门没有更高的要求，全年的盈利有可能超预期。

4、投资建议

- 下半年营业收入维持一个稳定的环比增速不应该太难，我们比较不确定的是：经营费用是否会在年末大幅度反弹；现行的拨备政策是否可持续。
- 预测2009 - 2011年的EPS分别为0.33元，0.40元和0.49元。目前价格对应PE分别为15.80，12.97和10.62倍，对应2009年末PB×1.74倍。我们维持“增持-A”评级，对应目标价6.00元。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

6.00 元

期限： 6 个月

现价： 5.19 元

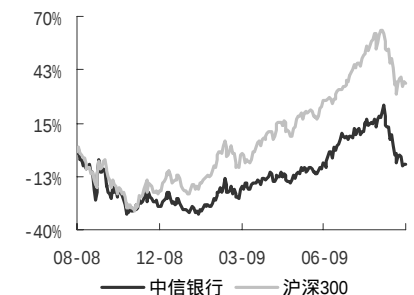
报告日期：

2009-08-27

市场数据

总市值(百万元)	202,583.06
流通市值(百万元)	11,947.03
总股本(百万股)	39,033.34
流通股本(百万股)	2,301.93
12 个月最高/最低	3.70/6.92 元
十大流通股东(%)	60.45%
股东户数	492,745

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.86)	(10.86)	(41.76)
绝对收益	(19.55)	3.51	(6.02)

研究员

高源	高级行业分析师
021-68765372	gaoyuan@essence.com.cn
柳世庆	行业分析师
010-66581630	liusq@essence.com.cn

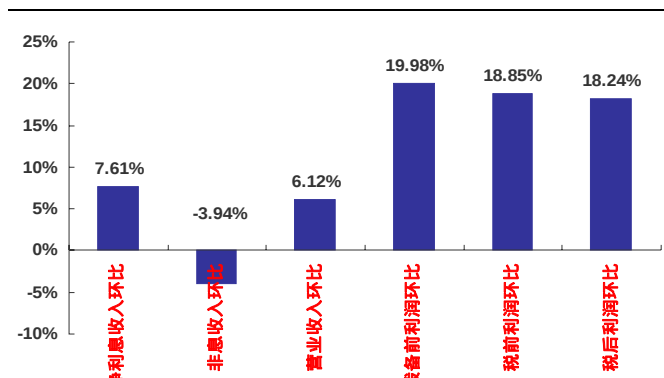
前期研究成果

中信银行：调研纪要（2009.6）	2009-06-29
中信银行：收购中信国金点评	2009-05-11
中信银行：重定价较快导致息差将较早见底	2009-04-30

中信银行上半年实现净利润 70.5 亿元，同比减少 16.3%。2 季度单季实现净利润 38.18 亿，环比增长 18.2%。银行业绩略超出预期。

1. 利润表分析：怀疑 2 季度较低的成本收入比没有可持续性

图 1 中信银行 2 季度单季各项收入及利润环比增速

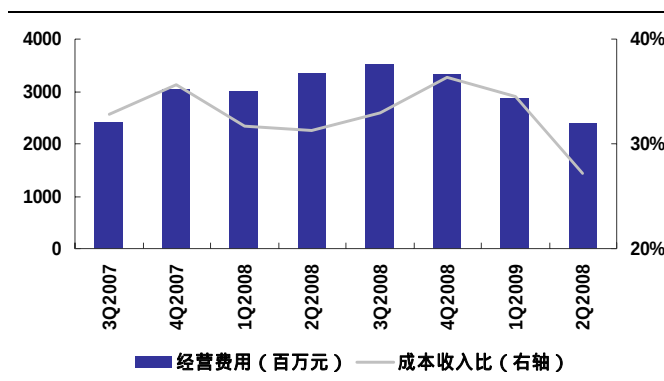


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

中信银行超预期的部分主要在于银行 2 季度单季的净利息收入实现了环比 7.6% 的正增长，此外 2 季度银行的经营费用被大幅度压缩，最终导致环比利润的正增长。

净利息收入的情况我们在下文会着重谈到，但是成本收入比的变化趋势比较令人费解。一般来说银行的经营费用主要是刚性的，在每年应该呈现逐季度上升的趋势，因此我们比较怀疑这是一个为正常的扰动因素，下半年成本收入比的季度数据会有较为明显的反弹。

图 2 中信银行单季度经营费用及成本收入比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

从细项来看，上半年被压缩的主要是员工费用，同比减少 34%。考虑到 09 年业务量的增长，几乎可以断定这种全年是不可能持续的现象。

表 1 中信银行经营费用细项

	1H2009		2H2008		1H2008	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
员工	2,557	48.61%	3,541	51.59%	3,865	96.47%
折旧摊销	511	9.71%	517	7.53%	403	2.17%
其它物业及设备支出	639	12.15%	664	9.67%	548	0.15%
一般及行政费用	1,553	29.52%	2,142	31.21%	1,562	1.04%
合计	5,260	100.00%	6,864	100.00%	6,378	1.36%

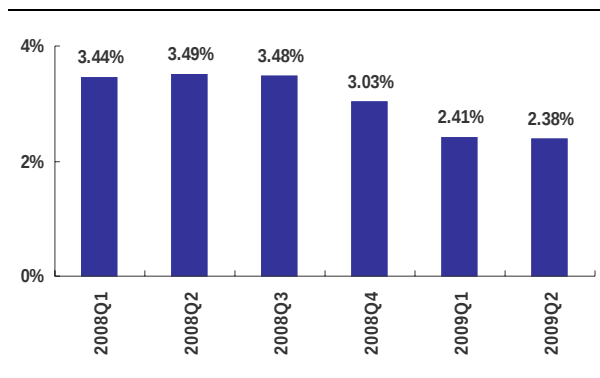
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2. 典型的“以量补价”式增长

我们来看中信银行上半年面临的经营难题：

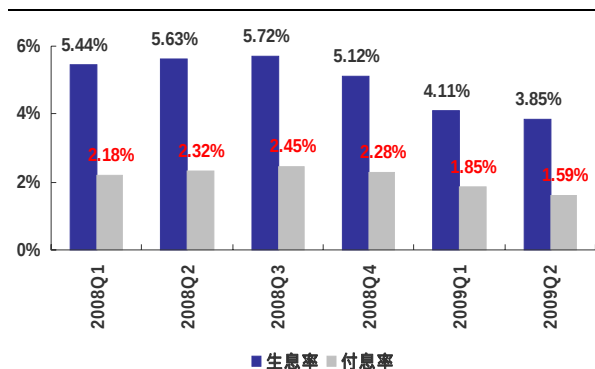
首先，生息率大幅度降低。2 季度单季 3.85%，距离去年 2 季度的高点有 193bp 的降幅。半年度贷款利率从去年下半年的 7.2% 降低到今年上半年的 5.02%。在这种形式下，银行必须依靠较高的资产膨胀速度来确保收入的增长。

图 3 中信银行息差



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

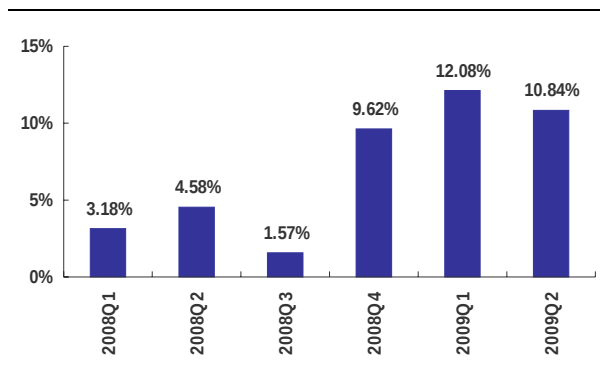
图 4 中信银行生息率和付息率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

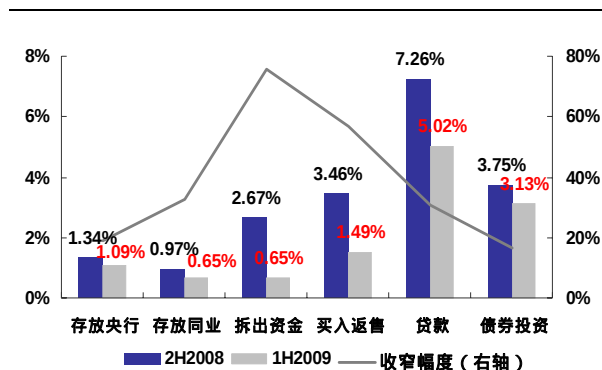
其次，存款相对不足。上半年银行存款增长 23%，作为资金来源的绝对主力，存款增长决定了银行的资产增长大体规模。现在的问题是，上半年各类生息资产利率普遍较去年有 20-70% 的降幅（贷款利率降幅 30%），因此 20% 左右的资产增长规模是不足以确保收入增速接近零附近的。

图 5 中信银行存款环比增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

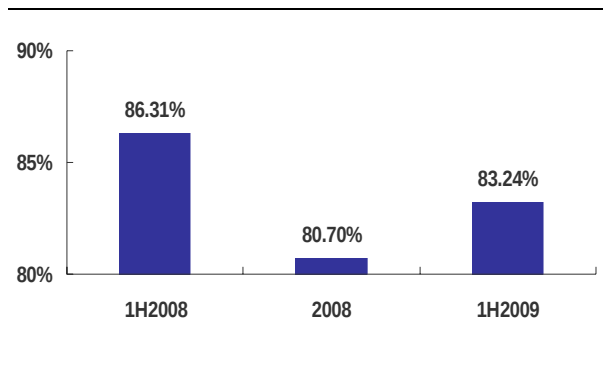
图 6 各类生息资产利率及降幅



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

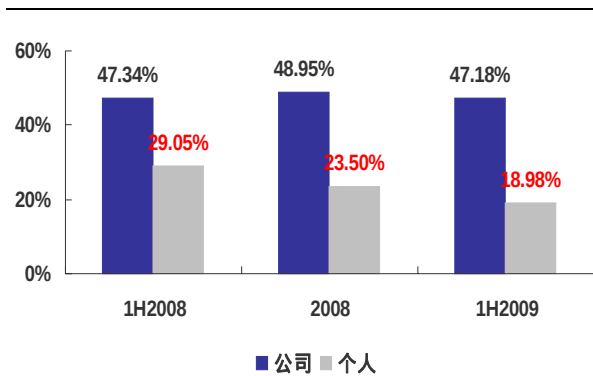
存款余额呈现对公占比上升和定期化趋势。

图 7 中信银行对公存款占比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

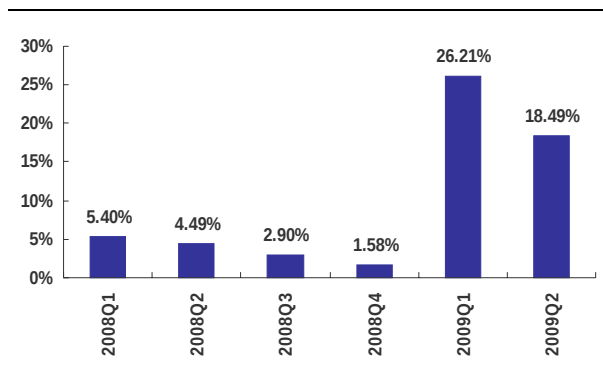
图 8 各类存款活期化占比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

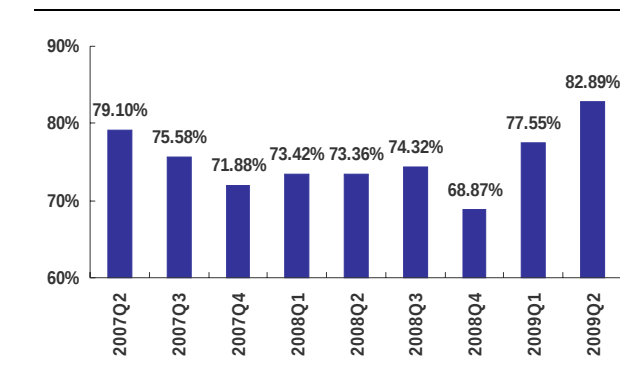
于是，银行被迫大幅调高信贷占总资产比例。上半年中信银行拨备前贷款总额增长 48.7%（非票据贷款增长 28.8%），贷款占总资产比重从年初的 54.8% 大幅提高 14.7 个百分点到 69.5%。

图 9 中信银行贷款环比增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 10 中信银行贷存比

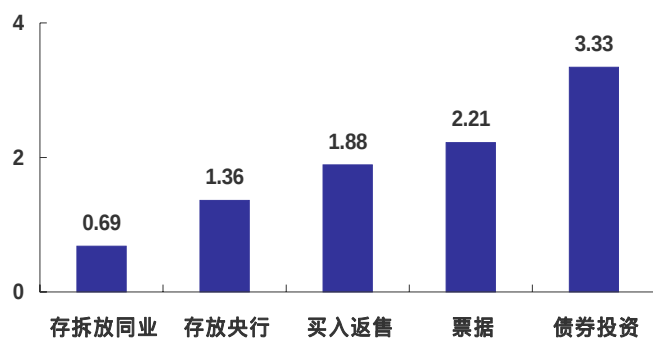


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

最后，谈谈票据。上半年新增信贷中，票据占到了 45%。较高的新增票据占比一方面肯定是银行缺乏合适的信贷投放标的所致，我们认为背后可能还有两个因素：

一是票据利率虽低，但仍高于部分同业资产的回报率。上半年票据利率 2.21%（日均口径），要显著高于贷款和债券以外的其他生息资产回报率。

图 11 各类生息资产利率 (%)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：根据日均口径计算

二是存在套利的可能。上半年新增票据 1450 亿，新增保证金存款 877 亿。保证金存款当期增速达 66%，严重高出了普通存贷款的增长幅度。

3. 资产质量保持稳定

上半年中信银行不良单降，期末不良率降低 37bp 到 0.99%。

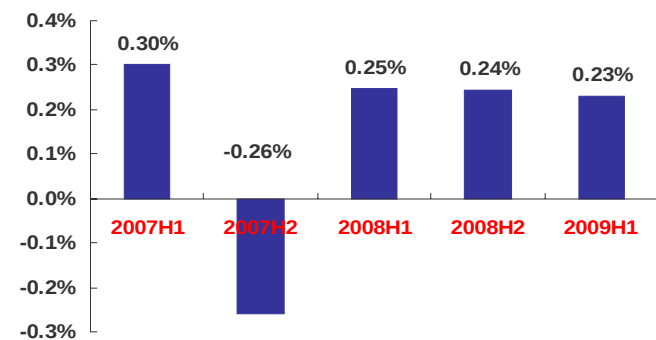
表 2 中信银行贷款五级分类

	1H2009		1Q2009		2008	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
正常	968,461	97.95%			641,463	96.47%
关注	10,495	1.06%			14,415	2.17%
次级	1,526	0.15%			1,001	0.15%
可疑	6,377	0.64%			6,948	1.04%
损失	1,889	0.19%			1,097	0.16%
贷款总额	988,748	100.00%	836,099	100.00%	664,924	100.00%
不良贷款	9,792	0.99%	8,917	1.07%	9,046	1.36%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

考虑核销，不良余额较年初上升 7.6 亿元。新增不良主要来自：制造业和批发零售业不良 3.7 亿，信用卡不良 3.6 亿，住房按揭不良 0.5 亿。公司不良率生成率一直维持在一个稳定偏低的水平。

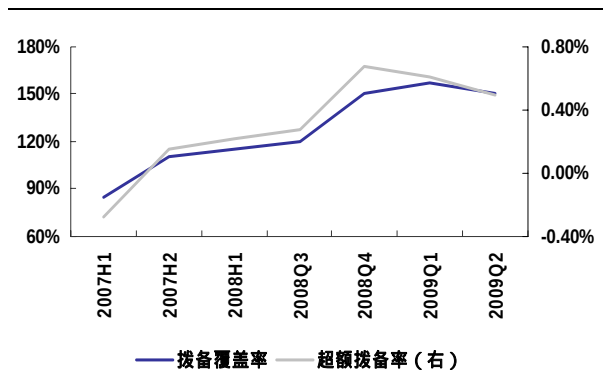
图 12 不良毛生成率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

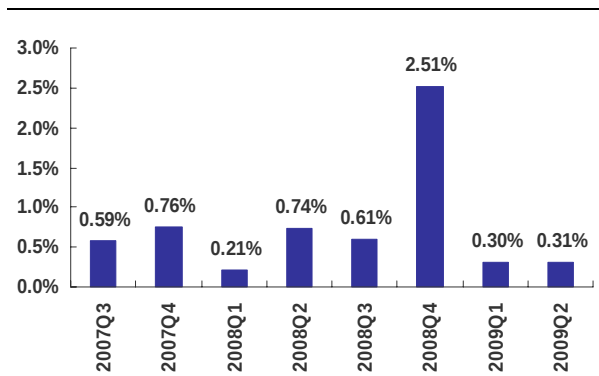
在不良生成率偏低的背景下，银行降低了当期信用成本，从而释放了部分的拨备。期末拨备覆盖率维持在 150.05%，较去年末基本持平，较 1 季度末还降低了 7 个百分点。如果银行年末还维持这样的拨备政策，而监管部门没有更高的要求，全年的盈利有可能超预期。

图 13 拨备情况



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 14 信用成本（季度年化）



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

4. 投资建议

中信银行的净利息收入在 2 季度已实现环比正增长，此外，贷款余额中有 20% 的票据可控压缩，下半年营业收入维持一个稳定的环比增速不应该太难。

我们比较不确定的是：1、经营费用的压缩情况是否可持续，是否会在年末大幅度反弹；2、现行的拨备政策是否可持续。

银行中期的资本充足率和核心资本充足率分别为 12.04% 和 10.45%，短期没有融资压力。

预测 2009 - 2011 年的 EPS 分别为 0.33 元，0.40 元和 0.49 元。目前价格对应 PE 分别为 15.80, 12.97 和 10.62 倍，对应 2009 年末 PB × 1.74 倍。我们维持“增持 - A”评级，对应目标价 6.00 元。

表 3 中信银行财务报表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表（百万元）						
净利息收入	16,473	26,170	36,091	31,331	43,180	53,604
利息收入	28,444	41,494	58,867	54,637	71,591	89,127
利息支出	-11,971	-15,324	-22,776	-23,306	-28,411	-35,523
净手续费及佣金收入	759	2,080	3,045	3,654	4,385	5,262
手续费及佣金收入	965	2,365	3,453	4,144	4,972	5,967
手续费及佣金支出	-206	-285	-408	-490	-588	-705
其它净收入	598	-412	1,019	527	528	529
营业总收入	17,830	27,838	40,155	35,512	48,093	59,394
营业税费	-1,398	-2,034	-2,854	-2,498	-3,391	-4,194
经营费用	-7,881	-9,713	-13,242	-14,074	-17,195	-20,082
资产减值准备	-1,762	-2,988	-6,444	-1,742	-6,623	-9,680
税前利润	6,839	13,140	17,746	17,198	20,883	25,438
所得税	-3,113	-4,850	-4,426	-4,049	-4,933	-6,026
归属于母公司股东的净利润	3,726	8,290	13,320	13,149	15,950	19,412
资产负债表（百万元）						
客户贷款	453,381	565,866	651,352	901,032	1,082,814	1,305,952
证券投资	104,354	159,734	198,109	210,241	277,645	343,671
其他生息资产	133,870	268,070	315,080	345,396	425,722	549,874
其他资产	15,254	17,566	23,296	45,052	64,784	91,646
资产总额	706,859	1,011,236	1,187,837	1,501,721	1,850,965	2,291,143
客户存款	618,412	787,211	945,835	1,231,193	1,490,484	1,771,890
应付债券	12,000	12,000	12,000	12,681	13,265	13,644
其它计息负债	36,446	113,002	110,664	73,872	134,144	248,065
其他负债	8,171	14,882	23,992	79,008	96,389	126,550
负债总额	675,029	927,095	1,092,491	1,396,754	1,734,282	2,160,148
归属于母公司股东权益	31,825	84,136	95,343	104,966	116,683	130,995
股本	31,113	39,033	39,033	39,033	39,033	39,033
负债和股东权益合计	706,859	1,011,236	1,187,837	1,501,721	1,850,965	2,291,143

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034