

中信银行（601998.SH）

净利润有望快速反弹

——中信银行跟踪报告

张继袖

86-22-2845 1849

zhjxnk@hotmail.com

核心观点:

- 信贷高增长，资产质量改善
- 主动调整资产负债配置保证息差逐步改善
- 大股东实力雄厚
- 维持买入评级

投资要点:

● 信贷高增长，资产质量改善

中信银行 09 年前三季度信贷高增长，贷款增速达到 49.06%。前三季度新增贷款余额 3246.18 亿元，主要投向政府融资平台、电力、基建、交通和能源等、实体经济（企业生产流通环节贷款）。

截至 9 月 30 日，公司不良贷款率为 0.96%，比上年末下降 0.4 个百分点；拨备覆盖率达 159.59%，比上年末上升 9.56 个百分点。公司计划全年核销 8 - 10 亿元不良，继续改善资产质量。同时拨备政策不会有大调整。

● 主动调整资产负债配置保证息差逐步改善

公司 NIM 从 5 月末的 2.41% 连续 4 个月提高至 9 月末的 2.73%，10 月基本与 9 月持平。由于公司调整资产负债配置，压缩存量票据，提高低成本的活期存款占比（上升至 44.4%），主动压缩高成本的保证金存款近 400 亿元，加上三季度结构调整的滞后效果还会显现，中信银行 NIM 反弹值得期待。

● 大股东实力雄厚，综合经营平台彰显竞争优势

中信银行的控股股东中信集团直接持股 62.33%。中信集团旗下涵盖银行、证券、基金、信托、保险、期货等金融子公司，且诸多子公司均处于行业龙头地位。中信银行通过中信综合金融服务平台，正逐步形成独特的竞争力。10 月完成对中信国金的收购，加快了国际化步伐。

● 投资建议

我们上调公司 09 和 10 年盈利预测，预计 09 年净利润将实现 7.7% 的增长，净利润 143.5 亿元，EPS 0.37 元/股，对应的 PE 为 17.57X，PB 为 2.37X，2010 年净利润增长 32.7%，达到 190.4 亿元，每股收益 0.49 元，对应的 PE 为 13.24X，PB 为 2.10X，维持买入评级。

1. 财务摘要

(百万元, 元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	27838	40155	40753	56735	74631
EBITDA(百万元)	14546	19202	19760	25964	33028
净利润	8290	13320	14348	19040	23941
摊薄 EPS(元)	0.21	0.34	0.37	0.49	0.61
BVPS (元)	2.16	2.44	2.73	3.07	3.51
PE(X)	30.42	18.93	17.57	13.24	10.53
PB(X)	3.00	2.64	2.37	2.10	1.84
P/POPOP(X)	15.67	10.48	10.65	7.60	5.78
市值/总资产	24.94%	21.23%	15.73%	11.81%	9.21%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价格:

9.8

上次预测:

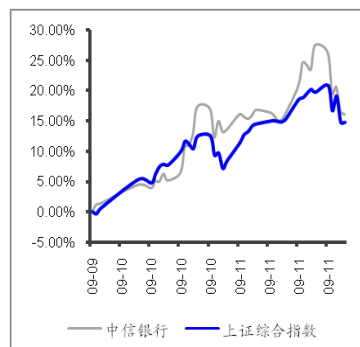
¥ 0.00

当前价格:

¥ 6.46

2009.11.27

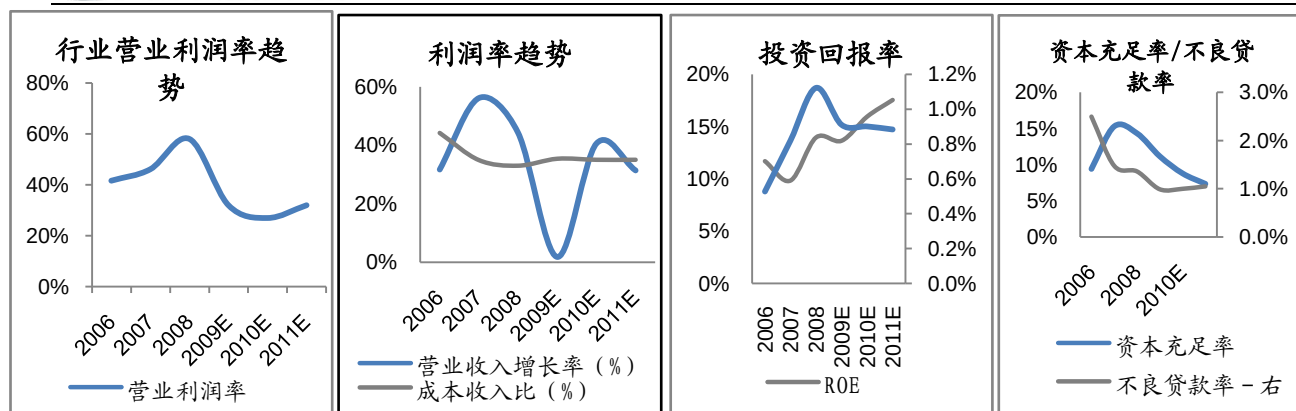
近两个月股价涨跌幅



相关报告

2. 三大表（百万）

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及存放央行	123369	206936	280364	373185	479692	净利息收入	26170	36091	34968	49653	66435
存放同业和其它	15565	31303	42410	56451	72562	手续费及佣金净收入	2080	3045	3864	4797	5530
拆出资金	11090	19143	25936	34522	44375	其他净收入	-412	1019	1122	1172	1201
证券投资	159734	198109	213968	259258	325325	营业收入合计	27838	40155	39954	55622	73166
买入返售金融资产	118046	57698	78171	104052	133748	营业税金及附加	2034	2854	2840	3953	5200
衍生金融资产	2049	5357	7228	9626	12342	业务及管理费	9713	13242	14230	19612	25798
发放贷款及垫款	565866	651352	930439	1265196	1627180	资产减值损失	2988	6444	4698	7932	11325
固定资产	8444	8645	8575	8402	8125	营业支出合计	14735	22540	21767	31497	42323
递延所得税资产	954	2068	2790	3716	4764	营业利润	13103	17615	18186	24125	30843
无形资产	389	762	944	1121	1293	营业外收支净额	37	131	130	129	128
其他资产合计	5730	6464	11895	18997	27146	拨备前利润	16091	24059	23684	33170	43633
资产合计	1011236	1187837	1602722	2134527	2736552	利润总额	13140	17746	19116	25367	32435
同业和其它金融机构存放	96609	108605	106917	130401	151492	减：所得税	4850	4426	4768	6327	8494
拆入资金	639	963	6110	9183	10668	净利润	8290	13320	14348	19040	23941
卖出回购金融资产款	15754	957	27712	33079	40209	归属于母公司的净利润	8290	13320	14348	19040	23941
吸收存款	787211	945835	1288891	1709627	2211896	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付债券	12000	12000	12000	11000	11000	基本每股收益	0.21	0.34	0.37	0.49	0.61
其他负债合计	14882	24131	54591	121212	174219	稀释每股收益	0.21	0.34	0.37	0.49	0.61
负债合计	927095	1092491	1496221	2014503	2599485	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
股本	39033	39033	39033	39033	39033	成长性					
资本公积金	36818	36795	36931	37126	37410	营收增长率	56.1%	44.2%	1.5%	39.2%	31.5%
盈余公积金	829	2161	3596	5500	7894	EBIT 增长率	88.8%	33.9%	7.4%	31.4%	27.2%
未分配利润	3730	9645	19229	30653	45018	净利润增长率	122.5%	60.7%	7.7%	32.7%	25.7%
一般风险准备	3731	7716	7716	7716	7716	盈利性					
少数股东权益	5	3	3	3	3	ROA	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
股东权益合计	84136	95343	106498	120021	137064	ROE	9.9%	14.0%	13.5%	15.9%	17.5%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT 率	49.3%	45.8%	48.5%	45.8%	44.3%
净利润	8290	13320	14348	19040	23941	净息差	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	13734	18390	19760	25964	33028	成本收入比	34.9%	33.0%	34.9%	34.6%	34.6%
NOPLAT	8665	13803	14831	19488	24379	估值倍数					
资产准备	2988	6444	4698	7932	11325	PE	30.42	18.93	17.57	13.24	10.53
折旧与摊销	812	812	0	0	0	P/S	9.06	6.28	6.19	4.44	3.38
来源	252066	165396	403730	518282	584982	P/B	3.00	2.64	2.37	2.10	1.84
运用	304377	176601	414885	531805	602025	股息收益率	0.00%	0.83%	1.32%	2.27%	2.85%
自由现金流	-42834	3410	3676	5965	7336	EV/EBITDA	18.15	13.75	13.36	10.13	7.96



目录

1. 投资建议	6
1.1 推荐思路理由	6
1.2 业绩预测和投资建议	6
2. 公司简介、股权结构、大小非	6
2.1 公司简介	6
2.2 股权结构	6
2.3 限售股	7
3. 盈利路线	7
3.1 行业盈利路线	7
3.2 规模扩张和 NIM 改善推动利息净收入大幅反弹	8
3.3 依托于中信集团，中间业务收入前景乐观	11
3.4 费用收入比稳定	13
3.5 净利润将快速反弹	13
4. 资产负债分析	14
4.1 资产质量持续改善	14
4.2 资本充足状况	15
5. 行业分析	16
5.1 银行业的生命周期	16
5.2 银行业前景：延续较快发展趋势	17
5.3 经济稳步复苏，通胀预期增强	17
5.4 人民币升值提升银行战略价值	17
6. 风险因素	18
7. 盈利预测、估值与投资建议	18
7.1 盈利预测	18
7.2 DDM 模型估值：每股 7.08 元	19
7.3 DCF 估值：每股价值 7.29 元	19
7.4 相对估值：每股 9.8 元	20

图目录

图 1: 收购完中信国金后的股权结构	7
图 2: 银行业利润提升路径	8
图 3: 中信银行手续费及佣金净收入单季度环比增长	12
图 4: 行业生命周期	16
图 5: 金融机构贷款增速与 GDP 增速	17
图 6: 人民币升值趋势	18
图 7: 中信银行近两年 PE 走势	20
图 8: 中信银行近两年 PE 运行区间	21

表目录

表 1: 有限售条件股份可上市交易时间	单位：亿股	7
表 2: 上市银行利息净收入变化		9
表 3: 上市银行生息资产规模变化		9

表 4: 上市银行贷款规模变化.....	10
表 5: 中信银行贷款结构和利率水平.....	10
表 6: 上市银行净息差走势	10
表 7: 中信银行依托中信综合金融服务平台开展业务情况汇总.....	12
表 8: 上市银行手续费净收入增长情况.....	13
表 9: 上市银行成本收入比变化.....	13
表 10: 上市银行净利润增长	14
表 11: 中信银行不良贷款历史对比.....	15
表 12: 中信银行不良净形成率	15
表 13: 上市银行资本充足率	15
表 14: 上市银行核心资本充足率	16
表 15: 中信银行盈利预测	19
表 16: DDM 模型参数	19
表 17: 中信银行 DCF 估值敏感性分析	20
表 18: 中信银行历史估值情况	20

1. 投资建议

1.1 推荐思路理由

行业依然处于成长阶段，中信银行将充分享受加息周期带来的净息差和净利润反弹；

信贷高增长且资产质量持续改善；

中信银行依托于中信集团，对公业务优势和中间业务优势将逐步显现。

1.2 业绩预测和投资建议

我们上调公司 09 和 10 年盈利预测，预计 09 年净利润将实现 7.7% 的增长，净利润 143.4 亿元，EPS0.37 元/股，2010 年净利润增长 32.7%，达到 190.4 亿元，每股收益 0.49 元。采用 DCF 折现，公司的价值是 7.29 元/股；采用 DDM 估值模型，公司的股价是 7.08 元/股；采用相对估值，2010 年 20 倍 PE，每股价值 9.8 元，维持买入评级。

2. 公司简介、股权结构、大小非

2.1 公司简介

中信银行股份有限公司是于 2006 年 12 月 31 日成立的股份有限公司，总部位于北京。

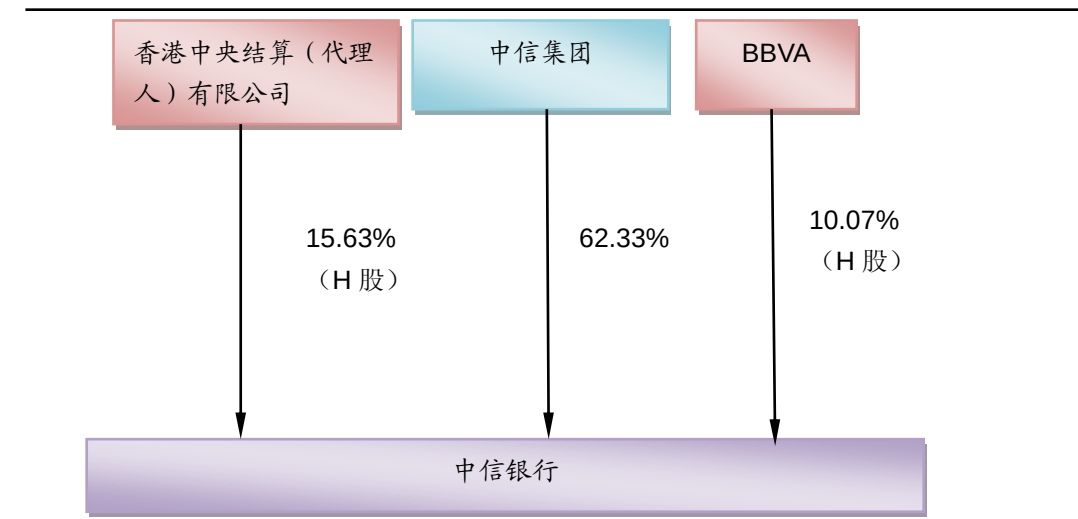
中信银行的原名为中信实业银行，是经国务院批准于 1987 年 4 月 7 日设立的国有独资银行。公司在重组改制前为中信集团公司（“中信集团”原名为中国国际信托投资公司）的全资子公司。2005 年 8 月 2 日，中信实业银行更名为中信银行，于 2006 年底完成股份制改造，经银监会批准，同意中国中信集团公司和中信国际金融控股有限公司作为本行的发起人，成立股份有限公司，并更名为中信银行股份有限公司，简称中信银行。

中信银行及所属子公司主要业务为提供公司及个人银行服务、从事资金业务及其他金融业务服务。截至 2008 年 6 月 30 日止，公司在 21 个省和直辖市设立了分支机构，机构网点共 505 家，较年初增加 20 家，在岗员工数为 15,344 人，比年初增加 274 人。

2.2 股权结构

公司于 2007 年 4 月发行境内上市普通股（A 股）和境外上市外资股（H 股），并于 2007 年 4 月 27 日同时在上海证券交易所以及香港联合交易所挂牌上市，公开发行上市共发行 A 股 23.02 亿股，H 股 56.18 亿股（包括中信集团划转给社保基金理事会的国有股份以及 BBVA 和中信国际金融控股有限公司（简称“中信国金”）分别行使的反摊薄权利和追加认购权利）。公开发行后，银行共有 A 股 26.63 亿股，H 股 124 亿股，总股本 390 亿股，其中，中信集团直接持股 62.33%，为公司的控股股东。

图 1: 收购完中信国金后的股权结构



资料来源：公司中报，渤海证券研究所

2.3 限售股

截至 2009 年 6 月 30 日，公司存在有限售条件股份。从下表我们发现，公司的控股股东中信集团所持有的股票在 2010 年才可以解禁，目前，限售股问题对公司的影响不大。

表 1: 有限售条件股份可上市交易时间 单位：亿股

时间	限售期满新增可上市交易股份数量	占总股本比例	说明
2010.3.2	15	3.85%	战略投资者 BBVA
2010.4.28	243	62.33%	中信集团

注：

1. 中信集团承诺，自本行A 股股票在上海证券交易所上市之日起三十六个月内，中信集团将不会转让或者委托他人管理中信集团已直接和间接持有的本行A 股股份，也不由本行收购中信集团持有的本行A股股份，但中信集团获得中国证监会或国务院授权的任何证券审批机构批准转为H 股的不受上述三十六个月锁定期限制。
2. BBVA 承诺，在首次交割（2007 年3 月1 日）时购买的股份和根据买入期权购买的任何股份，一般不得在购入有关股份之日第三个周年日前予转让，而根据其反摊薄权利发行予BBVA 的额外股份不得在发行股份之日第一个周年日前予以转让。

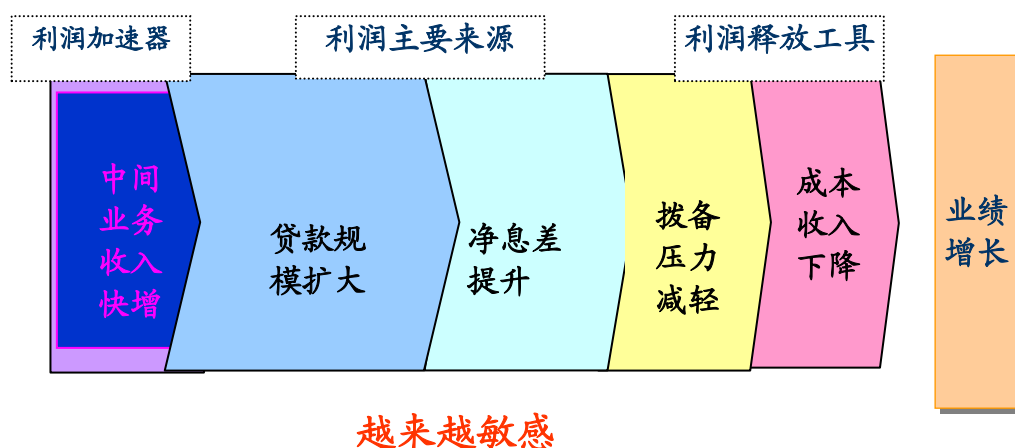
资料来源：公司财报，渤海证券研究所

3. 盈利路线

3.1 行业盈利路线

从国际银行业发展来看，银行业的盈利主要来自以下几方面：获取存贷利差、中间业务收入和其他业务收入。获取存贷利差收入是银行业的传统业务，即银行的净利息收入，等于利息收入与利息支出的差。净利息差是描述和衡量净利息收入水平的指标，它等于生息资产的收益率与计息负债的成本率之差。净利息收入是绝对银行经营业绩的关键因素，是银行进行绩效评价时的考察重点。

图 2：银行业利润提升路径



资料来源：渤海证券研究所

3.2 规模扩张和 NIM 改善推动利息净收入大幅反弹

中信银行的利息净收入在今年第一季度出现低谷，二、三季度快速反弹，远超过行业平均反弹水平。

中信银行利息净收入的大幅反弹受益于生息资产规模的快速扩张和净息差的改善。

截至 9 月 30 日，中信银行的生息资产达到 1.41 万亿，比年初增长 20.99%，对前三季度净利润增长贡献 25.19 个百分点。

中信银行的净息差改善情况良好。公司前三季度年化净息差 2.52%，同比下降 107 个 BP，好于中报时的 115 个 BP。三季度 NIM（年化）2.66%，环比上升 26 个 BP。三季度净息差的大幅反弹为净利润环比增长 13.88% 作出了积极贡献。

中信银行 NIM 从 5 月末的 2.41% 连续 4 个月提高至 9 月末的 2.73%（银行数据）。由于公司调整资产负债配置，压缩存量票据，提高低成本的活期存款占比（上升至 44.4%），主动压缩高成本的保证金存款近 400 亿元，加上三季度结构调整的滞后效果还会显现，中信银行 NIM 反弹值得期待。

表 2: 上市银行利息净收入变化

%	08Q1 环比	08Q2 环比	08Q3 环比	08Q4 环比	09Q1 环比	09Q2 环比	09Q3 环比	09Q1 同比	09H 同比	09Q1-Q3 同比
深发展 A	17.83	0.38	0.60	-1.80	0.06	-7.12	4.32	4.89	0.97	0.86
宁波银行	10.08	7.00	10.27	-6.14	0.02	9.33	11.04	13.26	14.53	15.26
浦发银行	7.89	1.61	7.76	-2.68	-0.10	9.56	11.81	-4.33	-0.56	2.11
华夏银行	2.82	5.36	-2.90	-13.91	-0.14	17.12	17.82	-24.34	-20.01	-12.68
民生银行	0.36	22.73	0.15	-6.60	-0.10	4.37	22.68	3.45	-5.08	-0.51
招商银行	12.67	3.19	-4.71	-5.05	-0.14	-3.58	13.59	-20.15	-22.81	-18.97
南京银行	12.81	1.34	-3.01	12.47	-0.06	15.06	9.03	3.58	10.63	17.70
兴业银行	7.22	6.55	-1.77	-4.19	-0.07	3.36	17.36	-6.67	-8.11	-2.64
北京银行	10.17	1.32	9.29	-1.63	-0.12	1.93	9.68	-3.78	-3.49	-3.26
交通银行	-39.01	0.81	3.97	-9.67	-0.06	4.46	14.67	-11.47	-9.86	-6.07
工商银行	2.36	-1.19	-1.09	2.61	-0.13	0.94	6.73	-12.88	-11.95	-9.32
建设银行	1.80	4.06	0.79	-0.60	-0.10	1.43	2.93	-6.55	-7.75	-7.49
中国银行	-3.22	-0.26	0.05	-0.10	-0.09	2.84	7.93	-9.74	-8.34	-5.43
中信银行	10.34	6.55	0.02	-10.07	-0.14	7.61	18.07	-18.05	-17.63	-12.42
合计	-2.23	2.06	0.23	-1.49	-0.11	2.32	8.52	-10.08	-9.96	-7.41

资料来源: 渤海证券研究所

表 3: 上市银行生息资产规模变化

%	09 年三季度 比年初	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3
深发展 A	16.33	6.98	0.14	7.69	10.14	3.28	2.27
宁波银行	42.83	5.23	13.77	1.43	14.41	10.14	13.35
浦发银行	21.66	5.39	10.11	19.16	15.90	7.00	-1.89
华夏银行	12.79	5.17	3.82	12.47	3.62	5.78	2.89
民生银行	32.39	6.05	-0.39	-0.80	10.07	21.59	-1.07
招商银行	29.12	1.61	9.50	1.51	14.90	9.79	2.36
南京银行	56.91	1.01	5.17	1.63	19.95	15.33	13.43
兴业银行	24.31	5.35	0.87	10.67	7.48	10.94	4.26
北京银行	20.42	0.39	11.63	3.54	6.22	8.31	4.67
交通银行	23.27	7.35	2.35	11.64	13.36	8.69	0.05
工商银行	19.91	3.27	-0.08	4.18	12.85	4.23	1.94
建设银行	24.29	2.72	3.81	3.28	15.13	5.18	2.64
中国银行	20.88	2.41	1.61	5.92	14.61	3.89	1.52
中信银行	20.99	3.80	-2.57	9.01	6.07	11.75	2.07
合计	22.31	3.47	2.21	5.61	13.17	6.14	1.82

资料来源: 渤海证券研究所

表 4: 上市银行贷款规模变化

亿, %	2008	2009Q1	2009H	2009Q3	09Q3 比 08 增长	09Q1 比 08 增长	09Q2 比 09Q1 增长	09Q3 比 09Q2 增长
深发展 A	2817	3169	3391	3569	26.69%	12.50%	7.01%	5.25%
宁波银行	485	529	634	786	62.04%	9.07%	19.85%	23.96%
浦发银行	6813	8543	9204	8857	30.00%	25.39%	7.74%	-3.77%
华夏银行	3457	3971	4158	4203	21.58%	14.87%	4.71%	1.08%
民生银行	6465	7286	8907	8800	36.12%	12.70%	22.25%	-1.20%
招商银行	8528	9738	11282	11459	34.37%	14.19%	15.86%	1.57%
南京银行	391	502	587	625	59.77%	28.39%	16.93%	6.43%
兴业银行	4900	5754	6316	6842	39.63%	17.43%	9.77%	8.32%
北京银行	1877	2131	2441	2629	40.09%	13.53%	14.55%	7.72%
交通银行	12988	15752	16972	17724	36.46%	21.28%	7.75%	4.43%
工商银行	44360	50729	53001	54417	22.67%	14.36%	4.48%	2.67%
建设银行	36836	42043	44092	45632	23.88%	14.14%	4.87%	3.49%
中国银行	31897	36996	42058	45923	43.97%	15.99%	13.68%	9.19%
中信银行	6514	8221	9741	9760	49.83%	26.21%	18.49%	0.19%
合计	168324	195364	212783	221225	31.43%	16.06%	8.92%	3.97%

资料来源: 渤海证券研究所

表 5: 中信银行贷款结构和利率水平

百万元	2009H			2008		
	平均余额	利息收入	平均利率%	平均余额	利息收入	平均利率%
短期贷款	543,531	12,783	4.74	378,688	27,143	7.17
其中: 票据贴现	141,156	1,550	2.21	46,839	3,586	7.66
中长期贷款	268,533	7,463	5.6	250,663	17,871	7.13
逾期贷款	8,267	136	3.32	8,544	445	5.21
合计	820,331	20,382	5.01	637,895	45,460	7.13

资料来源: 公司财报, 渤海证券研究所

表 6: 上市银行净息差走势

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q1 环比	09Q2 环比	09Q3 环比	09Q1 同比	09Q2 同比	09Q3 同比
深发展 A	3.40%	3.06%	2.98%	2.81%	2.73%	2.37%	2.41%	-0.08%	-0.36%	0.04%	-0.67%	-0.69%	-0.57%
宁波银行	3.56%	3.56%	3.58%	3.13%	2.96%	2.89%	2.87%	-0.17%	-0.07%	-0.02%	-0.60%	-0.67%	-0.71%
浦发银行	3.35%	3.25%	3.25%	2.75%	2.12%	2.07%	2.26%	-0.63%	-0.05%	0.19%	-1.23%	-1.18%	-0.99%
华夏银行	2.35%	2.40%	2.23%	1.77%	1.41%	1.58%	1.78%	-0.36%	0.17%	0.20%	-0.94%	-0.82%	-0.45%
民生银行	2.83%	3.23%	3.15%	2.96%	2.54%	2.28%	2.57%	-0.41%	-0.26%	0.29%	-0.29%	-0.95%	-0.58%
招商银行	3.64%	3.65%	3.29%	2.96%	2.33%	2.00%	2.15%	-0.63%	-0.33%	0.15%	-1.31%	-1.65%	-1.14%
南京银行	3.27%	3.11%	2.92%	3.18%	2.68%	2.63%	2.51%	-0.50%	-0.05%	-0.12%	-0.59%	-0.48%	-0.41%
兴业银行	3.05%	3.13%	2.99%	2.70%	2.30%	2.18%	2.38%	-0.40%	-0.12%	0.20%	-0.75%	-0.95%	-0.61%
北京银行	3.05%	3.04%	3.14%	2.87%	2.42%	2.29%	2.37%	-0.46%	-0.13%	0.08%	-0.63%	-0.75%	-0.77%
交通银行	3.22%	3.03%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%	-0.43%	-0.12%	0.20%	-1.12%	-1.05%	-0.82%
工商银行	3.10%	2.95%	2.87%	2.88%	2.30%	2.14%	2.22%	-0.58%	-0.16%	0.08%	-0.80%	-0.81%	-0.65%
建设银行	3.35%	3.38%	3.29%	3.16%	2.59%	2.39%	2.37%	-0.57%	-0.20%	-0.02%	-0.76%	-0.99%	-0.92%
中国银行	2.83%	2.71%	2.66%	2.56%	2.10%	1.98%	2.08%	-0.46%	-0.12%	0.10%	-0.73%	-0.73%	-0.58%
中信银行	3.49%	3.54%	3.52%	3.07%	2.43%	2.40%	2.66%	-0.63%	-0.03%	0.26%	-1.06%	-1.14%	-0.86%

资料来源: 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.3 依托于中信集团，中间业务收入前景乐观

中信银行与中信集团旗下的证券、信托、基金、保险等其他金融类子公司的合作关系不断走向深入，通过强强联合、相互促进发挥特有的综合优势，增强了银行的核心竞争力，彰显了在中信集团综合金融业务发展中的旗舰作用。

2009 年上半年，中信银行根据理财市场的变化趋势，充分发挥中信集团金融平台优势，重点开发信贷类、债券类等低风险、固定收益类产品，满足了市场的需要。

中信银行依托中信综合金融服务平台开展的业务如下：

提供综合金融解决方案：

通过金融产品交叉销售以及对重大项目进行联合市场营销，为客户提供差异化的综合金融服务。

—— 承销中期票据：中信银行与中信证券联合为企业主承销发行了总额为 78 亿元人民币的中期票据。

—— 发行对公信托理财产品：中信银行与中信信托联合发行多期专项投资于优质债券、信托股权以及货币市场工具的对公信托理财产品 9 亿元人民币，为银行高端战略客户提供综合投融资服务。

广泛开展客户资源共享：

中信银行与中信集团旗下的中信证券、中信建投证券、中信金通证券、中信万通证券 4 家证券公司开展第三方存管业务合作，带来了大量机构客户和个人客户。

—— 机构客户：来自中信集团旗下证券公司的机构客户共 4,296 户，证券公司在中信银行开立的客户交易结算资金汇总账户日均余额 41.24 亿元人民币，存管手续费收入 177.62 万元人民币。

—— 个人客户：中信银行来自中信集团旗下证券公司的第三方存管个人客户新增 2.13 万人。

开展交叉设计和交叉销售：

—— 合作开发销售理财产品：中信银行继续加强与中信集团旗下的中信信托、华夏基金、信诚基金、中信证券、中信建投证券、信诚保险等公司的产品研发合作，2009 年上半年与中信旗下金融子公司合作发行理财产品 47 支，实现销售额 153.66 亿元人民币。

—— 发挥托管业务平台优势：中信银行在托管产品开发、产业（创投）基金业务平台搭建、托管业务资源整合以及托管市场开拓等方面，与集团旗下中信证券、中信信托、中信建投证券、中信资本、中信锦绣资本、华夏基金、中信产业投资基金以及振华国际财务等机构进行深入合作，发挥各自领域资源优势，共同推动业务发展。截至 2009 年 6 月 30 日，中信集团各子公司在中信银行托管规模达 399.4 亿元人民币，比上年末增长 23%。

依托于中信综合金融服务平台，中信银行的手续费净收入增长一直位于 14 家上市银行的 5、6 位水平，体现出了良好的稳定性。

表 7: 中信银行依托中信综合金融服务平台开展业务情况汇总

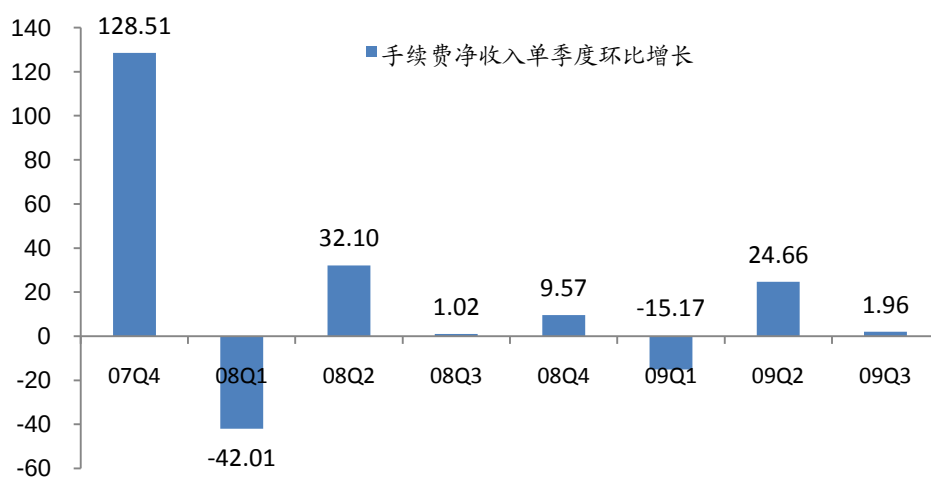
提供综合金融解决方案		2008		2009H	
亿元					
承销票据		110		78	
发行对公信		6.6		9	
托理财产品					
广泛开展客户资源共享		2008		2009H	
		户数	日均余额 (亿)	收取存管手续费 (万)	
机构客户		4033	373.4	3589.92	4296
		新增			新增
个人客户		17.06			2.13 万
		万人			人

注: 日均余额是指客户交易结算资金汇总账户日均余额

开展交叉设计和交叉销售		2007		2008		2009H	
亿元		合作销售	实现销售额	托管业务规模	合作销售	实现销售额	托管业务规模
合作开发销售理财产品	79 支	1029		73 支	793.7	47 支	153.66
发挥托管业务平台优势			323.18		323.18		399.4

资料来源: 公司财报, 渤海证券研究所

图 3: 中信银行手续费及佣金净收入单季度环比增长



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 8: 上市银行手续费净收入增长情况

	2008H 同比	2008Q1-Q3 同比	2008 同比	2009Q1 同比	2009H 同比	2009Q1-Q3 同比
深发展 A	81.63	106.60	63.50	30.23	25.63	17.53
宁波银行	160.43	178.53	119.11	12.88	21.58	1.74
浦发银行	99.06	84.36	58.89	25.37	18.47	16.29
华夏银行	71.54	70.95	82.34	43.19	48.34	45.15
民生银行	211.78	137.21	86.55	-31.96	-25.20	-17.05
招商银行	53.68	33.56	20.27	-9.91	-1.27	5.46
南京银行	155.69	274.53	235.40	216.10	129.10	68.11
兴业银行	180.65	118.39	72.87	-19.45	-6.32	2.33
北京银行	92.26	73.00	65.03	23.84	29.64	31.11
交通银行	50.19	32.70	22.94	17.24	17.69	25.23
工商银行	64.65	42.41	27.97	12.37	13.33	18.73
建设银行	59.30	28.99	22.78	10.43	16.13	20.94
中国银行	90.11	68.27	45.33	19.13	2.64	8.39
中信银行	128.26	106.36	46.39	24.03	20.06	19.36
合计	73.59	48.46	33.11	11.28	9.50	14.89

资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.4 费用收入比稳定

中信银行的成本收入比一直比较稳定。09 年前三季度费用比为 31.12%，同比下降 0.88 个百分点，主要是由于前三季度人工费用同比下降 33.17%，预计四季度薪酬计提会上升以保持全年平稳；由于新设分行开支，固定费用（网点建设、租金和折旧）同比增长 21%；日常开支开支得较好，同比仅增长 3.58%。预计全年费用比会略高于去年的 32.98% 水平。我们估计 2010 年营业收入会改善，收入比维持在 35% 附近是合适的。

表 9: 上市银行成本收入比变化

	2007H	2007Q1-Q3	2007	2008Q1	2008H	2008Q1-Q3	2008	2009Q1	2009H	2009Q1-Q3
深发展 A	38.00	37.82	38.93	36.90	35.03	34.82	35.99	38.97	39.29	39.99
宁波银行	36.80	37.04	36.48	40.93	37.25	35.79	40.23	46.87	41.81	40.35
浦发银行	30.69	33.71	36.86	33.70	34.45	35.18	36.69	25.08	25.56	32.33
华夏银行	37.33	36.58	40.39	38.69	37.24	38.35	41.41	45.59	44.41	43.57
民生银行	43.22	42.81	46.26	41.84	36.53	37.07	42.55	40.29	33.47	38.36
招商银行	33.83	35.05	35.05	30.40	30.22	31.50	36.78	41.57	42.24	43.02
南京银行	33.53	30.30	30.24	20.38	24.52	24.26	25.36	23.40	26.45	28.01
兴业银行	35.48	34.86	36.30	34.18	31.96	33.98	34.83	33.36	34.29	34.64
北京银行	22.19	22.08	25.03	21.00	21.33	21.19	23.40	18.53	19.79	22.79
交通银行	31.07	32.10	32.43	26.59	28.55	28.94	31.34	26.71	27.18	29.32
工商银行	31.00	31.22	34.48	25.34	28.24	27.68	29.54	25.63	29.69	30.92
建设银行	31.55	30.07	35.92	27.60	28.08	28.46	30.71	28.33	28.93	29.33
中国银行	37.41	40.16	46.61	41.58	27.74	29.49	31.52	31.80	31.42	31.97
中信银行	35.79	34.59	34.89	31.76	31.50	32.00	32.98	34.54	30.75	31.12
合计	33.36	33.74	37.69	31.03	29.04	29.56	31.80	29.71	30.70	31.87

资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.5 净利润将快速反弹

中信银行的净利润在 2007 年中期实现了同比 86.7% 的增长, 2008 年中期同比增长 162.6%, 位于 14 家上市银行之首, 充分展示了中信银行在加息周期中的实力。但在降息周期中, 受制于净息差的大幅下滑, 中信银行的净利润也出现大幅下降。我们看到 09 年以来, 中信银行净利润处于同比下降之列, 而且降幅大于行业平均水平, 但我们发现, 中信银行净利润下降在逐步收窄。我们认为, 在未来加息预期逐渐增强的背景下, 中信银行净利润将快速反弹, 业绩弹性必将带动股价弹性。

表 10: 上市银行净利润增长

	2008H 同比	2008Q1-Q3 同比	2008 同比	2009Q1 同比	2009H 同比	2009Q1-Q3 同比
深发展 A	90.74	77.04	-76.83	11.74	7.82	9.66
宁波银行	90.59	76.60	40.02	4.82	-3.22	-2.08
浦发银行	149.62	150.92	127.61	5.29	6.38	4.54
华夏银行	90.88	90.32	46.15	-14.54	-13.61	-14.93
民生银行	114.29	101.13	24.59	1.54	22.05	17.75
招商银行	116.42	90.56	37.41	-33.41	-37.62	-31.16
南京银行	125.63	87.49	60.10	0.61	1.58	0.93
兴业银行	79.65	56.49	32.60	-4.75	-4.90	1.54
北京银行	121.48	80.19	61.78	-5.86	0.71	0.07
交通银行	73.62	53.89	38.17	0.81	0.27	0.86
工商银行	57.48	45.70	35.57	6.03	2.67	7.90
建设银行	71.34	47.58	33.99	-18.22	-4.86	2.25
中国银行	35.98	23.62	4.93	-16.12	-2.85	5.32
中信银行	162.62	137.30	60.68	-22.94	-16.28	-8.48
合计	66.66	50.34	30.46	-8.88	-3.16	2.31

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4. 资产负债分析

4.1 资产质量持续改善

中信银行的资产质量良好。公司 09 年三季度时不良率为 0.96%, 比中报时减少 3 个基点, 不良余额环比减少 2.74 亿元, 主要是由于实体经济使企业经营状况好转, 以及公司加大了对逾期贷款和不良贷款的管理。截至三季度末, 公司逾期贷款本金不超过 3 亿元。同时, 公司计划全年核销 8-10 亿元不良, 前三季度无核销记录, 预计年底会有动作, 这将持续改善资产质量。

公司拨备政策比较稳定, 动态拨备和组合拨备都不会有大调整。09 年 9 月底, 公司拨备覆盖率为 159.59%, 较中报时提高 9.54 个百分点, 同时关注类贷款今年下降了 58 亿元, 占比由年初的 2.17% 下降到 0.86%, 加上核销影响, 预计全年拨备有望达到 170%。

表 11: 中信银行不良贷款历史对比

百万	历史对比						占总贷款的比重				
	2005	2006	2007	2008H	2008	2009H	2006	2007	2008H	2008	2009H
正常	339702	440352	554892	612543	641,463	968461	95.07%	96.47%	96.64%	96.47%	97.95%
关注	15241	11250	11824	12067	14,415	10495	2.43%	2.06%	1.90%	2.17%	1.06%
次级	2685	1981	915	1683	1001	1526	0.43%	0.16%	0.27%	0.15%	0.15%
可疑	8781	7404	7085	6906	6948	6377	1.60%	1.23%	1.09%	1.04%	0.64%
损失	3845	2180	492	613	1097	1889	1.60%	0.09%	0.10%	0.16%	0.19%
不良贷款合计	15311	11565	8492	9202	9046	9792	2.50%	1.48%	1.45%	1.36%	0.99%
贷款合计	370254	463167	575208	633812	664924	988748	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 12: 中信银行不良净形成率

百万	2007	2008H	2008	2009H
不良余额变化	-3073	710	554	746
核销	3072	0	931	14
新增不良(除核销)/贷款平均余额	-0.59%	0.12%	0.09%	0.09%
新增不良(含核销)/贷款平均余额	0.00%	0.12%	0.24%	0.09%
新增不良(除核销)/上年新增贷款	-2.74%	1.21%	0.62%	0.23%
新增不良(含核销)/上年新增贷款	0.00%	1.21%	1.66%	0.23%
拨备覆盖率%	110.01	115.41	150.03	150.05

资料来源: wind, 渤海证券研究所

4.2 资本充足状况

截至 9 月底, 中信银行的资本充足率和核心资本充足率分别是 11.24% 和 9.84%。银监会下一阶段可能提高商业银行的资本充足率和核心充足率到 10% 和 6-7% 左右。中信银行收购中信国金导致充足率降低 1 个百分点, 但依靠利润增长 09 年末资本充足率可以达标。2010 年, 资本充足率会有压力, 公司会考虑补充附属资本, 但核心资本可以满足监管需要。

表 13: 上市银行资本充足率

	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	5.77	8.53	8.58	8.62	8.6
宁波银行	21	17.02	16.15	12.84	11.25
浦发银行	9.15	8.66	9.06	8.11	10.16
华夏银行	8.27	8.22	11.4	10.36	
民生银行	10.73	9.21	9.22	8.48	
招商银行	10.67	10.41	11.34	10.63	10.54
南京银行	30.67	25.59	24.12	15.2	13.21
兴业银行	11.73	10.85	11.24	9.21	10.63
北京银行	20.11	19.14	19.66	16.12	
交通银行	14.44	14.06	13.47	12.57	12.52
工商银行	13.09	12.46	13.06	12.09	12.6
建设银行	12.58	12.06	12.16	11.97	12.11
中国银行	13.34	13.78	13.43	11.53	11.63
中信银行	15.27	14.28	14.32	12.04	11.24

资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 14: 上市银行核心资本充足率

	2007	2008H	2008	2009H	2009 前三季度
深发展 A	5.77	6.15	5.27	5.08	5.2
宁波银行	18.99	15.5	14.6	11.56	10.02
浦发银行	5.01	4.95	5.03	4.68	6.76
华夏银行	4.3	4.51	7.46	6.84	
民生银行	7.4	6.57	6.6	5.9	
招商银行	9.02	8.83	6.56	6.5	6.61
南京银行	27.38	22.56	20.68	13.31	11.63
兴业银行	8.83	8.49	8.94	7.41	7.5
北京银行	17.47	16.18	16.42	13.48	
交通银行	10.27	9.98	9.54	8.81	8.08
工商银行	10.99	10.33	10.75	9.97	9.86
建设银行	10.37	10.08	10.17	9.3	9.57
中国银行	10.67	10.85	10.81	9.43	9.37
中信银行	13.14	12.34	12.32	10.45	9.84

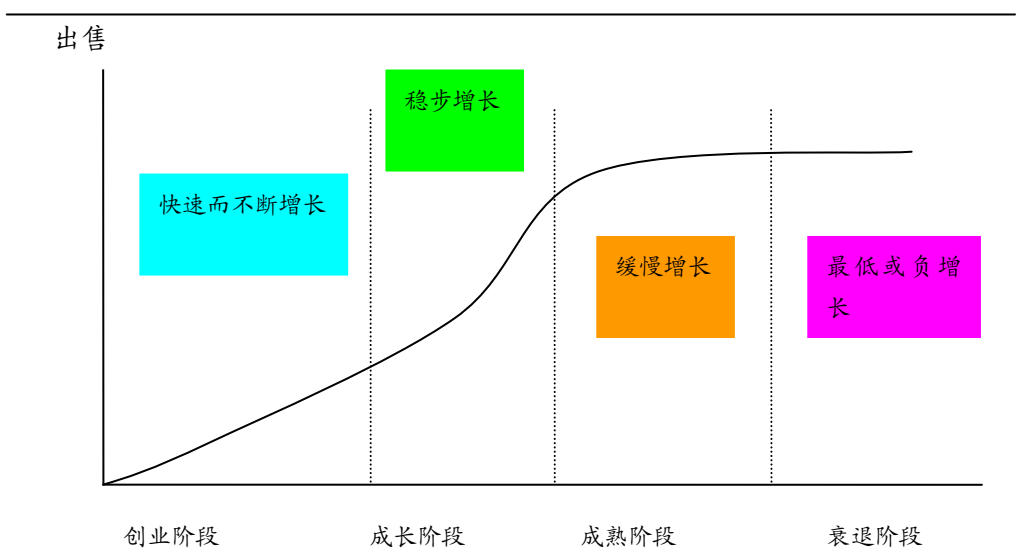
资料来源: wind, 渤海证券研究所

5. 行业分析

5.1 银行业的生命周期

一个行业的成熟过程包括公司竞争环境的变化。根据生命周期理论,典型的行业生命周期应有四个阶段:创业阶段,这时具有较高的发展速度;成长阶段,其发展速度已经降低,但仍高于经济的整体发展速度;成熟阶段,其发展速度与整体经济一致;衰退阶段,其发展速度以及慢于经济中的其他行业,或者以及慢慢萎缩。

图 4: 行业生命周期



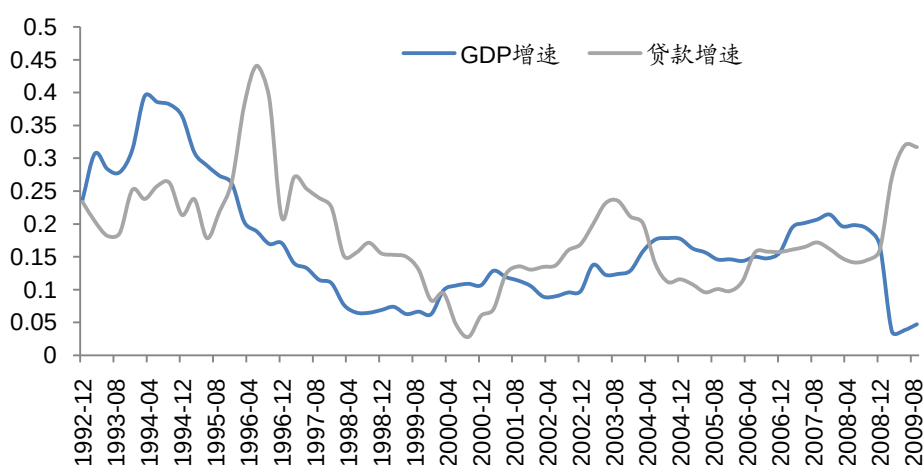
资料来源: Zvi Bodie, Alex Kane, Alan J. Marcus. Investments (4th Edition), China Machine Press, 2000.

5.2 银行业前景：延续较快发展趋势

我国银行业已经进入稳定发展的新时期，各方面的因素都表明我国银行业发展正面临较大的机遇。综合考虑，我们认为未来 3 年银行业的贷款增速将维持在 20% 左右，中间业务发展迅速，净利差见底后稳步回升，因此未来 3 年银行业的净利润复合增长率将达到 25% 的水平。

我国银行业目前的增长速度较快，正处于成长期，具有良好的发展潜力。从 1992 年 - 2007 年的数据分析，我们发现金融机构的贷款增长率只在 2000 年和 2005 年是低于 GDP 增速的，贷款平均增长率是 GDP 增速的 1.6 倍，存款增长率每年都高于 GDP 增速，平均增长率是 GDP 的 2 倍，充分说明银行业处于成长阶段，高于经济整体发展速度，尤其是在经济低迷时期，银行业将发挥逆周期的功能，以大量新增贷款拉动经济增长。

图 5：金融机构贷款增速与 GDP 增速



资料来源：wind，渤海证券研究所

5.3 经济稳步复苏，通胀预期增强

2009 年以来，在全球经济见底背景下，中国经济率先走出低谷，代表企业经济活力的 M1 增速已经显著超过 M2 增速，实体经济 EBIT 快速反弹，保证了银行业作为最大债权人的利益。同时，宽松货币政策会维持一段时间，银行业贷款增速超预期，净息差见底反弹，信贷成本下降，重回盈利通道。

宽松的货币政策也引发了人们对通货膨胀的担心。在中长期通货膨胀前景的经营环境下，中国银行业的信用风险将持续加大，但从盈利角度看将呈现前高后低的特征。持续的通货膨胀将导致居民金融资产的重新配置行为持续存在，并迫使银行平均存款成本持续上升；由于风险溢价的提高，贷款价格至少会以同样的速度持续上升；这将带来手续费收入的增长和利差的扩大。

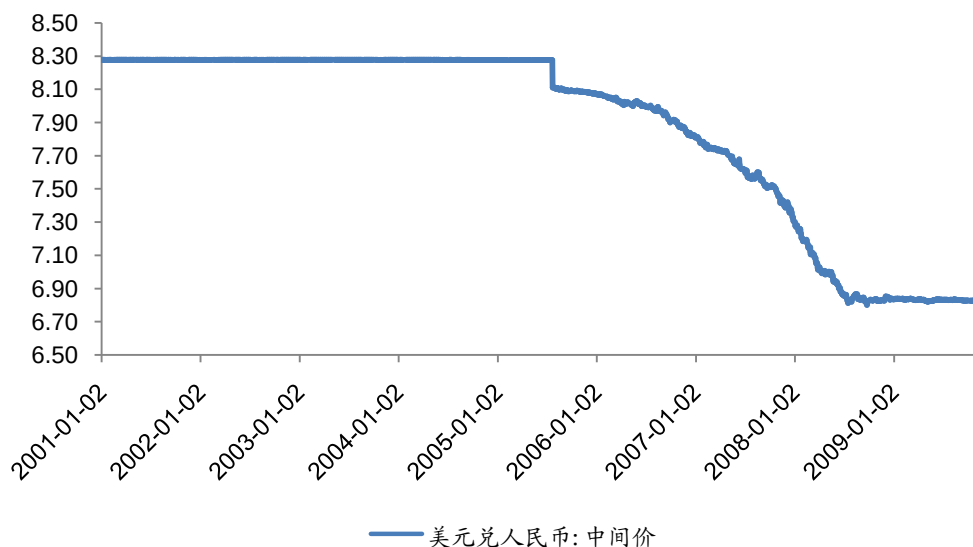
在通货膨胀引起的利率上升期内，存款的不完全重新定价和贷款的完全重新定价行为也将导致利差的扩大。

所以，在未来 2-3 年内，只要还处在通胀消退期之前，银行业的盈利依然可以保持增长。

5.4 人民币升值提升银行战略价值

2005 年汇改直至 2007 年，人民币就一直保持小幅渐进式升值的步伐，2007 年 - 2008 年人民币有加速升值的迹象。目前，人民币升值压力非常大，人民币的持续快速升值将增强银行的实际盈利能力，致使资产在重估中升值，进而推高银行股的估值水平。

图 6：人民币升值趋势



资料来源：中国人民银行

6. 风险因素

经济下滑，净息差反弹低于预期，贷款产生大量不良

7. 盈利预测、估值与投资建议

7.1 盈利预测

我们假设中信银行未来 9 年的贷款平均增长率 22.55%，存款增值率 23.23%，生息资产增值率 23.39%，不良率在 1 - 1.2% 之间，拨备覆盖率维持在 162%，平均成本收入比 35.4%，平均所得税率 27.55%，信贷成本维持在 0.4 - 0.7% 之间，我们得到中信银行 2009 年将实现净利润 143.5 亿元，EPS 为 0.37 元，2010 年实现净利润 190.4 亿元，EPS 为 0.49 元，2011 年实现净利润 239.4 亿元，EPS 为 0.61 元。中信银行未来三年的利润表如下：

表 15: 中信银行盈利预测

万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	2617000	3609100	3496816	4965290	6643537
(YOY)	58.87%	37.91%	2.28%	40.88%	31.94%
净手续费及佣金收入	208000	304500	386366	479688	552995
(YOY)	174.04%	46.39%	26.89%	24.15%	15.28%
其他净收入	-41200	101900	112195	117210	120105
(YOY)	-168.90%	-347.33%	10.10%	4.47%	2.47%
营业收入合计	2783800	4015500	4075342	5673511	7463074
(YOY)	56.13%	44.25%	1.49%	39.22%	31.54%
营业支出	1473500	2254000	2176748	3149696	4232326
(YOY)	33.46%	52.97%	-3.43%	44.70%	34.37%
营业利润	1310300	1761500	1898594	2523815	3230748
(YOY)	93.00%	34.43%	7.78%	32.93%	28.01%
拨备前利润	1609100	2405900	2368403	3316996	4363257
(YOY)	88.18%	49.52%	-1.56%	40.05%	31.54%
营业外收支净额	3700	13100	13000	12900	12800
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1314000	1774600	1911594	2536715	3243548
(YOY)	92.13%	35.05%	7.72%	32.70%	27.86%
所得税费用	485000	442600	476767	632678	849416
(YOY)	55.80%	-8.74%	7.72%	32.70%	34.26%
净利润	829000	1332000	1434826	1904037	2394132
(YOY)	122.49%	60.68%	7.72%	32.70%	25.74%
归属于母公司股东的净利润	829000	1332000	1434826	1904037	2394132
YOY	122.49%	60.68%	7.72%	32.70%	25.74%

资料来源：渤海证券研究所

7.2 DDM 模型估值：每股 7.08 元

在我们的预测模型中，中信银行的永续成长率取为 1%。我们假定未来中信银行分红率维持在 30% 的水平，得到 DDM 估值结果每股价值 7.08 元。

表 16: DDM 模型参数

无风险收益率	2%
市场风险溢价	6%
BETA	0.9127
股权成本	5.65%

资料来源：渤海证券研究所

7.3 DCF 估值：每股价值 7.29 元

根据 DCF-Ke 方法，中信银行的估值为 7.34 元/股，其敏感性分析见下表。

表 17: 中信银行 DCF 估值敏感性分析

		永续增长率 g				
7.29		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
股权成本 Ke	4.15%	8.95	9.99	11.37	13.27	16.05
	4.65%	7.84	8.63	9.63	10.96	12.78
	5.15%	6.94	7.56	8.32	9.28	10.56
	5.65%	6.21	6.70	7.29	8.02	8.95
	6.15%	5.61	6.00	6.47	7.03	7.74
	6.65%	5.09	5.41	5.79	6.24	6.79
	7.15%	4.66	4.92	5.23	5.59	6.02

资料来源: 渤海证券研究所

7.4 相对估值: 每股 9.8 元

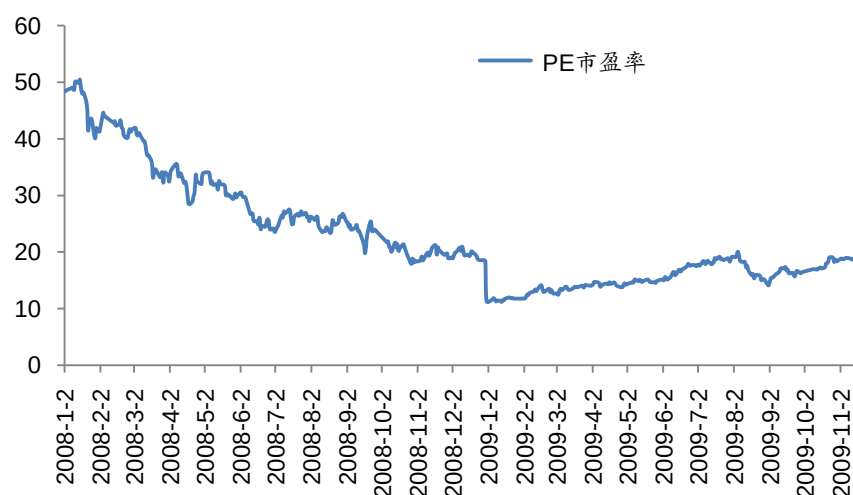
中信银行自上市以来的平均 PE 运行于 11.17-110.52 之间, 剔除上市时 100 多倍的高 PE 后, 平均值在 22.74, 目前的 PE 为 20 倍, 基本上处于合理区间。考虑到 2010 年业绩的快速反弹, 20 倍 PE 是合理估值水平, 目标价 9.8 元。

表 18: 中信银行历史估值情况

	PE	PB
平均值	27.67	3.13
最小值	11.17	1.56
最大值	110.52	12.94
中位数	19.75	2.43

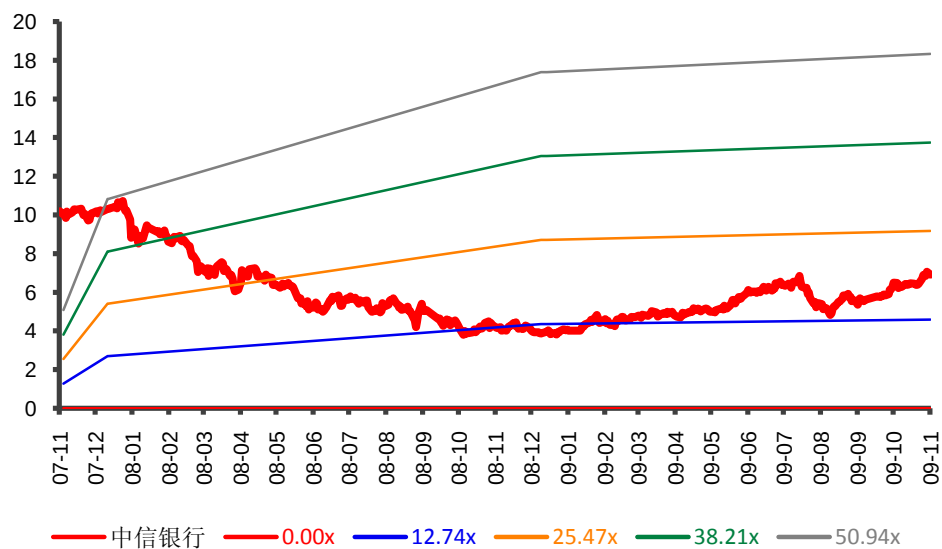
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 7: 中信银行近两年 PE 走势



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 8: 中信银行近两年估值区间



资料来源: wind, 渤海证券研究所

投资建议: 买入

分析师覆盖的股票范围

张继袖：银行业分析师

重点覆盖上市公司：工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、浦发银行、北京银行、南京银行、宁波银行、中信银行、兴业银行

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，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“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869
kldyx@sina.com

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985
fuhxie@sina.com

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665
majingru@eyou.com

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135
cdong2002@sohu.com

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618
bhzqcj@hotmail.com

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132
qyl-tj@126.com

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975
leimiaofei@hotmail.com

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625
zhangshun@bhq.com

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766
lqlpll@yahoo.com.cn

石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653
zhangym8586@hotmail.com

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945
damafeifeiww@hotmail.com

银行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849
zhjxnk@126.com

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768
nkzhuhu@yahoo.com.cn

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778
jinhaiming58@yahoo.com.cn

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780
nkcolourful@yahoo.com.cn

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156
xlzhang100@hotmail.com

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760
lixinqu2000@sina.com

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159
tangx@bhq.com

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808
hexiang@bhq.com

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659
xulilink@yahoo.com.cn

金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977
cemabh@163.com

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137
xuhua72@hotmail.com

宏观策略研究员
黄锋
+86 22 2845 1131
loyalbright@yahoo.com.cn

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857
lvyuzhong@bhq.com

宏观策略研究
周喜
+86 22 2845 1972
Zhouxixi623@sohu.com

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879
Jyguo1618@126.com

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
Nkyaling@sina.com

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn