



中信银行（601998）投资分析

报告日期：2009年12月18日

——估值相对偏高，但受益息差上升

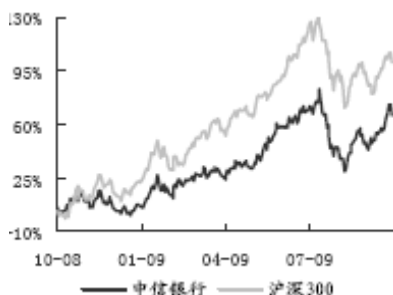
基础数据

总市值(百万元)	242,787.40
流通市值(百万元)	14,318.02
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(%)	60.55%
股东户数	470,259

公司评级

所属行业	金融行业
公司股价	7.79元
投资评级	增持

公司市场表现



报告概要:

- ✧ 2009 前三季度累计实现利息净收入242.02亿元，同比下降12.42%；净利润113.95 亿元，同比下降8.48%，每股收益0.29 元；不良率持续下降至0.96%，较2009 年中期下降0.04个百分点。第三季度利息净收入环比增长18.07%，较二季度上升10.46个百分点；同期贷款环比增长0.24%，增速较上季度减少18.01 个百分点；存款环比增长1.71%，增速较上个季度减少8.97 个百分点；存贷比为83.06%，较上个季度减少1.21 个百分点；受存贷款比偏高限制，预计四季度贷款增速提升幅度不大。
- ✧ 前三季度公司手续费及佣金净收入为25.96亿元，同比增长19.36%。
- ✧ 公司三季度末资本充足率为11.24%，较上季度下降0.61个百分点；核心资本充足率为10.45%，下降0.8个百分点；公司短期内补充资本的压力不大。
- ✧ 公司前三季度的不良贷款率为0.96%，较上季度末减少0.03个百分点；拨备覆盖率达到159.59%，比上一季度增加9.54个百分点；预计公司四季度拨备计提力度不会很大，对全年业绩具有一定的积极贡献；前三季度公司手续费及佣金净收入为25.96亿元，同比增长19.36%。
- ✧ 总体认为，3季度息差增幅明显，成为公司业绩超预期的主要因素。息差扩大主要源自公司主动调整资产负债结构，尤其是压缩存量票据，但4季度以后息差提升的空间会下降。公司在1-3季度费用控制较好，成本收入比维持低位，信用风险可控，拨备覆盖水平稳步提高。
- ✧ 公司收购中信国金70.32%的股权交割完成，对双方在更广阔层面开展合作打下了良好的基础，但短期业绩贡献还比较轻微。
- ✧ 估值：我们调高2009 年和2010年的业绩预测，预计2009至2011年EPS 为0.39元、0.45元和0.52元，BVPS为2.73元、3.06 元和3.42元，相对于整个上市银行板块而言，公司的成长性并不突出，PE估值相对偏高，PB估值比较合理。
- ✧ 投资建议：我们认为前三季度利息净收入同比降幅的收窄主要来自于上半年贷款量的大幅增长以及净息差的企稳回升；二季度以来资产质量持续改善，全年拨备计提额减少对业绩同比增长贡献较大；中间业务同比稳定增长；但偏高的贷存比一定程度上制约了未来利息净收入的环比提升空间。预计第四季度拨备计提额有望同比大幅度减少，由此促进全年业绩同比增长13.4%，使全年EPS 达到0.39 元，公司具有一定的估值优势。综合上述因素，给予公司“增持”评级。
- ✧ 风险因素：1) 宏观/资产质量风险；2) 银行业资本化程度日益深入带来的竞争风险；3) 央行重新进行贷款额度管理，利率市场化进一步推进，4) 银监会要求拨备覆盖率迅速提高至150%，资本充足率和核心充足率到10%和6—7%左右。

金融行业研究员

姓名：李海燕

Email: lihy@vsun.com

1、前三季度净利润同比负增长，环比增加较多

公司前三季度共实现利润114 亿，但净利息收入环比上升明显。公司前三季度共实现净利润114亿，EPS0.29 元。中信3季度的净利息收入环比增速较快，3季度单季的息差收入增长了18%，为08年以来净利息收入环比增速的最高水平，最主要原因是3季度成本收益双动力带来息差的明显上升。

规模几无变化，预计由贷款结构调整和存款活化、重定价推动息差上升。从期末余额看来，中信3季度贷款余额基本保持稳定，仅有24亿元的增长，而同业资产大幅增长200多亿，在公司资本金并不紧张的情况下规模增长低于预期，我们判断公司对于资产负债方在9月期末余额的主动性调整，事实上3季度平均规模增速要明显高于期末余额。

公司前三季度净利润同比负增长8.5%，但2009年第三季度净利润环比增加较多。从前三季度的情况来看，规模增长（正面贡献32.0%）、信用成本降低（正面贡献2.3%）、息差下降（负面贡献-44.4%）对业绩增长的贡献度比较显著。

表1：中信银行业绩增长的驱动因素

	2006	2007	1Q2008	1H2008	1-3Q2008	2008	1Q2009	1H2009	1-3Q2009
生息资产规模增长	18.78	43.00	36.35	28.41	16.95	17.46	17.20	26.02	31.98
息差扩大	11.34	15.86	20.45	33.53	35.11	20.45	-35.25	-43.65	-44.40
手续费收入增加	1.12	-11.62	2.57	4.73	4.27	2.55	1.99	8.54	-0.33
其他收支变化	-0.30	8.22	0.43	4.13	4.55	4.25	3.47	-6.70	0.49
费用收入比压缩	-1.01	32.05	13.18	15.95	7.86	5.27	-4.65	0.00	0.86
信贷成本降低	-5.98	4.62	25.22	13.38	9.69	-14.93	-5.61	-0.59	2.28
有效税率减少	-5.62	30.36	63.25	62.50	58.86	25.62	-0.09	0.10	0.64
净利润增长	18.32	122.49	161.47	162.62	137.30	60.68	-22.94	-16.28	-8.48

2、净息差有所回升

公司三季度累计净息差为2.61%，较二季度回升了0.14个百分点；三季度的单季度利息净收入环比增长18.07%，较二季度上升10.46个百分点。净息差的回升及前两个季度的信贷扩张有效促进了三季度利息净收入的增长。其中息差在5月达到最低点（2.41%），之后开始逐月反弹，9月达到2.73%。

息差上升的原因包括：

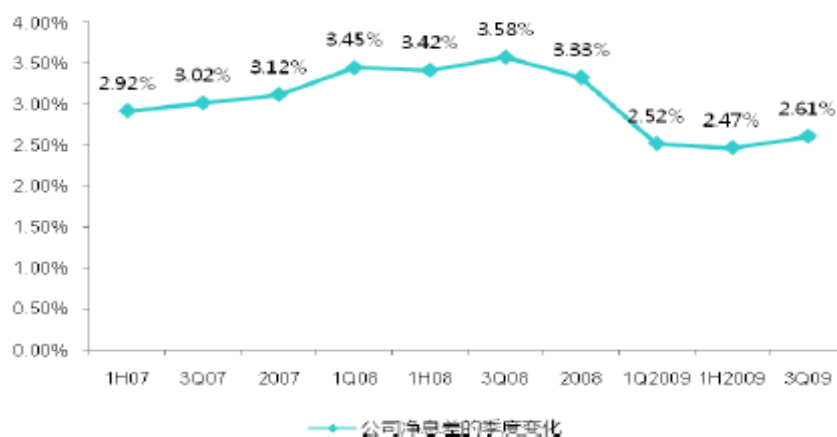
- 1) 3季度票据占比降低（3 季度，普通贷款增加1054 亿，贴现下降1030 亿）
- 2) 存款活期化和银行压缩保证金存款，降低了负债成本
- 3) 贷款定价权的提高：前三季度信贷投放中政府平台占比高，导致银行定价能力偏弱，预计4 季度这一因素会弱化。

如果央行开始上调准备金率，以此作为适度收紧银根的工具，可能使同业利率进一步上升，这将有利于中信银行，因为该行是同业市场的净借贷方。

- 1) 中信银行是中国上市银行中贷款久期最短的银行之一，这使其议价能力的改善能够更迅速地发挥出来。
- 2) 管理层表示2009年四季度实体经济领域的正常类贷款需求复苏强劲，而且该行已经大幅减少了政府支持的基建项目和其他基建项目的新增贷款，这类贷款的利率通常低于基准利率，占2009年前9个月新增贷款的30%左右。
- 3) 在经济状况良好的形势下中型企业贷款的较高比重应会使中信银行获得更强的议价能力。

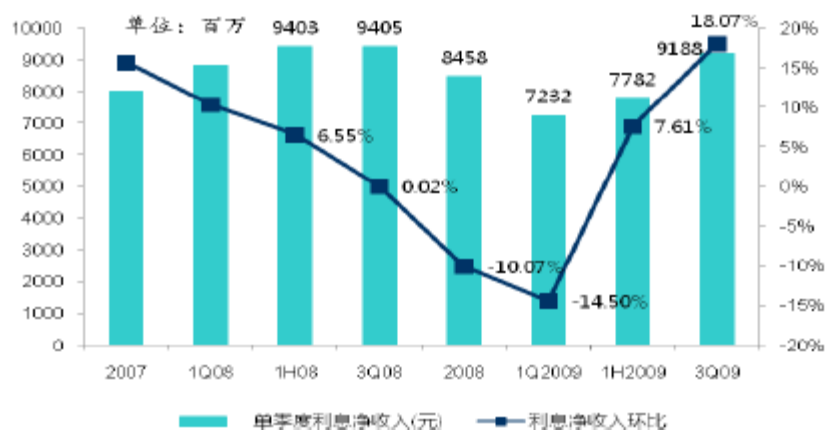
虽然市场似乎已经预计到中信银行的净息差会持续改善，但我们认为该行净息差改善的幅度可能仍会好于市场预期。此外，该行是我们预计在经济复苏初期和中期净息差升幅优于同行的少数几家银行之一。据我们估测，如果贷款和活期存款利率对称性上调27个基点，净息差假设将提高约10个基点，2010年每股盈利预测将提高约6%。

图3：公司净息差的变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

图 4： 公司单季度利息净收入的变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

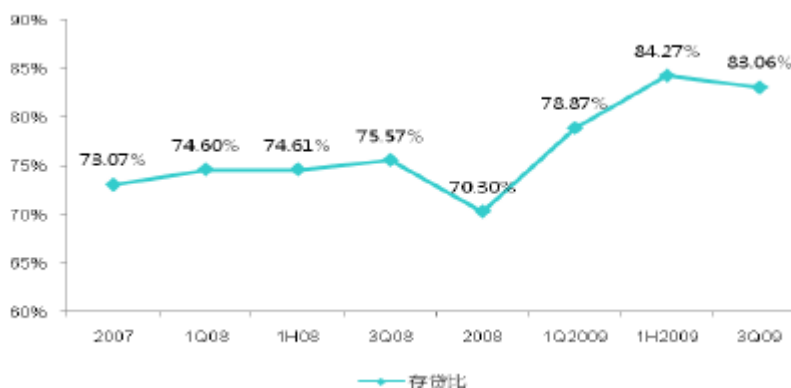
3、存贷增速大幅下滑

三季度末公司的存贷比为83.06%，较上个季度减少1.21 个百分点。存贷比已经连续两个季度存贷比在80%以上。公司第三季度贷款环比增长0.24%，增速较上个季度减少18.01 个百分点；存款环比增长1.71%，增速较上个季度减少8.97 个百分点。

公司前两季度贷款环比分别为18.26%和25.74%，明显高于同业一般水平，存贷和贷款的增速差值也为上市银行中最高的，在上半年达到了24.6%。前期的贷款增速过快和负债扩展能力不足是三季度贷款增速大幅下降的主要原因。

公司目前偏高的贷存比是信贷扩张的主要限制因素，第三季度贷款环比增速下滑至极低的水平，短期内存款增长的空间有限，一定程度上将制约净利息收入的增长。信贷增速的提升将成为公司未来的股价催化剂。

图5：公司存贷比的变化



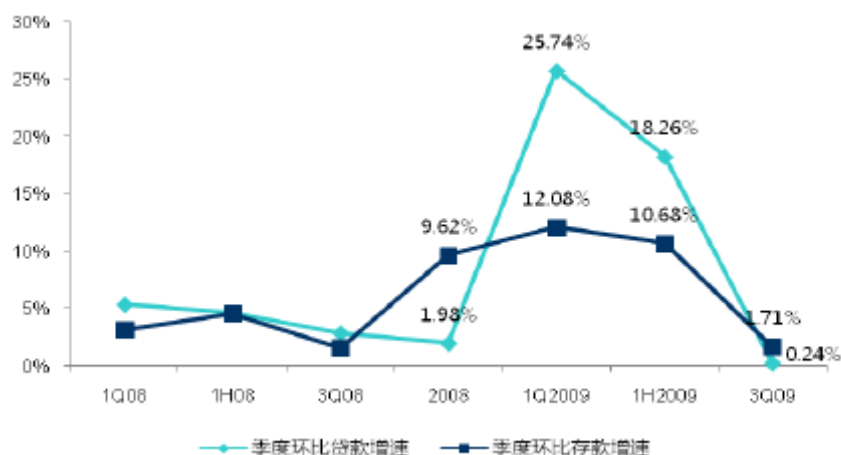
数据来源：Wind数据，英大研究所

前3季度普通信贷投放的主要方向：

- 1) 政府平台项目（占比31%），主要包括三类：政府拥有特许经营收入（水电气项目等）占21%、土地相关（土地储备中心、开发区土地抵押等）占51%，以及其他（主要为华东、珠三角等发达地区的地市以上项目，政府投资公司也占一部分）。
- 2) 基础行业项目（占比35%），如交通、能源、通信行业。
- 3) 生产流通领域（占比34%），即传统贷款投放领域。

2010年预计信贷结构发生变化，实体信贷需求比较殷切，这是银行下阶段的业务重点，预计也会对提高银行定价能力有所帮助。

图6：公司单季度存贷款环比增速



数据来源：Wind数据，英大研究所

4、手续费收入保持稳定

三季度手续费收入保持稳定，前三季度，公司手续费及佣金净收入为25.96 亿元，同比增长19.36%；占营业收入比重为9.54%，较08年同期上升2.52个百分点，同比增速依旧保持在20%左右。受交易类债券和衍生金融资产的公允价值净损失的影响，非息收入占营业收入的比重降低至11.1%。

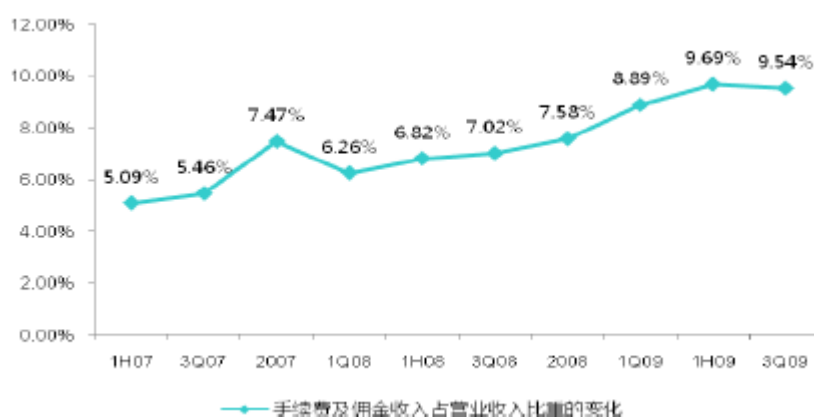
手续费及佣金收入环比增长放缓。公司第三季度手续费及佣金净收入9.38 亿元，环比增长1.96%。

中信零售业务比重不高，中小企业占比也不占有，未来无论从控制存款资金成本还是增强银行自身议价能力方面，短期都没有太多的空间可以挖掘

图7：公司单季度手续费及佣金净收入环比变化



图8：公司手续费及佣金净收入占营业收入比重的环比变化



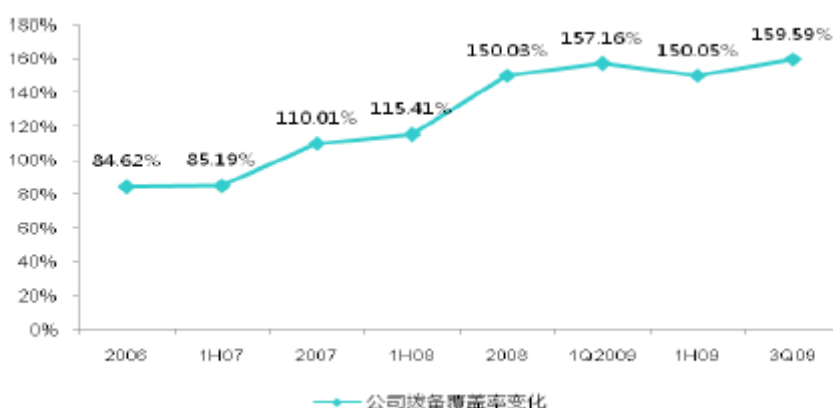
数据来源：Wind数据，英大研究所

5、不良率下降，拨备覆盖率上升

公司前三季度的不良贷款率为0.96%，较上季度末减少0.03个百分点；3季度中信的不良贷款净减少了近3亿到95亿。由于不良率的下降，拨备覆盖率达到159.59%，比上一季度增加9.54个百分点。预计公司四季度拨备计提力度不会很大，以此来平滑全年的业绩。

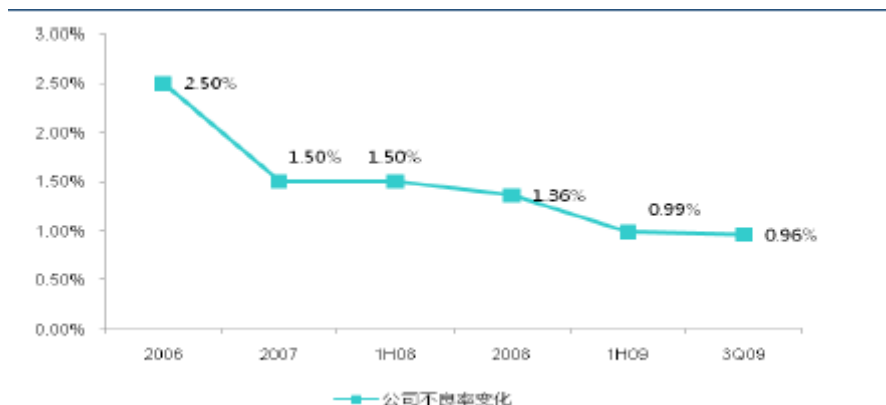
由于中期拨备覆盖率达到150%，下半年拨备政策不需要大调整。今年以来信用卡贷款增长慢，主要因为08年末信用卡行业不良攀升，管理层调整策略，加强风险管理。全行业信用卡不良率在3%左右，公司在上半年对控制信用卡不良估计不足，不良增量比较高，不良率上升到5%，下半年通过催收、客户调整导致新增不良趋缓，计划在年底通过清收将不良率控制在4%左右。

图9：公司拨备覆盖率的变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

图10： 公司不良率变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

6、中信国金及资本补充

中信银行12月3日宣布接到该行战略股东西班牙对外银行（BBVA）的书面通知，BBVA 将行使其期权，从中信集团以6.44 港元/股（较中信银行12月3日的收盘价折让3%左右）购买约19 亿股中信银行H 股。上述期权行使完成后，BBVA 在中信银行的股权比例将从10%增至15%，而中信集团的股权比例将从67%降至 62%。

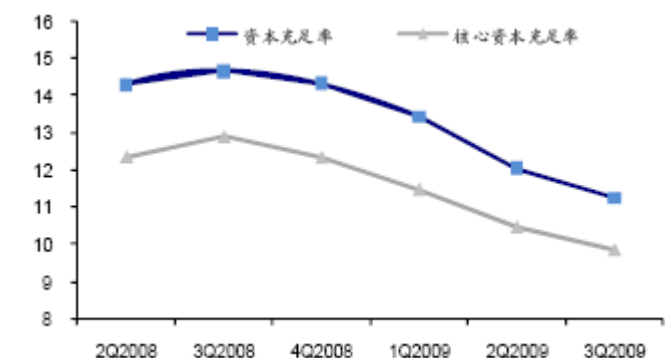
虽然由于BBVA 将从中信集团直接购买4.9%的股份，因此我们预计此次交易对中信银行的业绩和资本状况没有影响，但我们认为这将提升投资者的信心，因为这表明：1) BBVA 对中信银行的运营、策略和增长前景充满信心，尤其是其行权价格较中信银行当前股价仅存在小幅折让；2) BBVA 致力于与中信银行建立持久的合作伙伴关系。一直以来，BBVA 在风险管理等领域向中信银行提供技术支持，而且我们预计双方将在私人银行、汽车金融和跨境银行等业务上进一步合作。

中信国金的交割手续已经完成。由于本次收购属于集团内部收购，按照会计准则同一控制人下的此类收购不需要确认商誉，相关的溢价部分将冲销资本公积（估计不到40亿港币）。

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，附属资本可能有一些压力，会考虑补充，但核心资本可以满足监管需要。

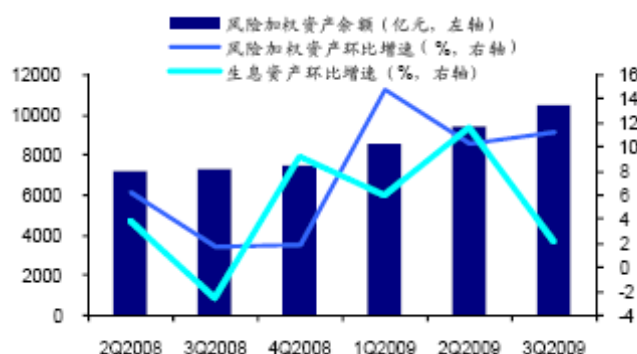
资本充足率继续下滑，风险加权资产增速明显快于公司规模。3 季度末，公司的资本充足率与核心资本充足率分别较6月末下滑了大约0.6%至11.24%和9.84%。风险加权资产的环比增速高达11.2%，而生息资产的环比增速仅有2.1%。两者反差巨大，我们估计同中信银行在3 季度表外业务的较快扩张有关，近一年来中信银行的核心资本充足率降幅为3个百分点，降幅依然较大。

图11： 中信银行资本充足率情况



数据来源：Wind数据，英大研究所

图12： 中信银行风险加权资产变化

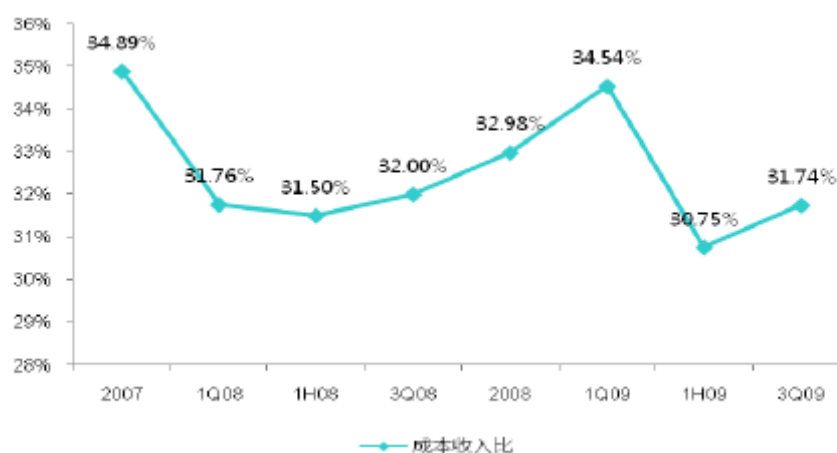


数据来源：Wind数据，英大研究所

7、经营费用

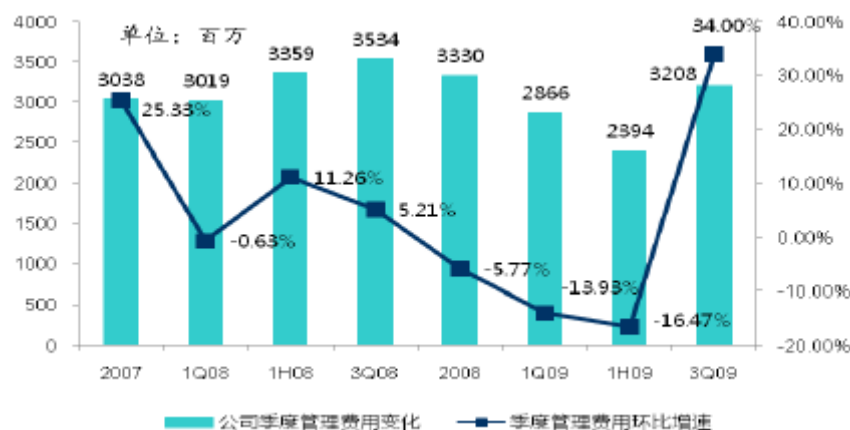
三季度费用收入比有所上升，季节因素为最主要原因，中期有较大压缩后的反弹动能。公司1-3季度的费用依然是明显下降，同比下降了15%，较上半年的下降18%略有减少。从环比看3季度费用环比增长较多，单季成本收入比提高4.5个百分点至38.9%，主要是由于费用支出的季度性因素。部分也是因为之前费用大力压缩后的自然回弹有关，以中报数据计算，其人均工资下降了50%左右，4季度预计薪酬费用将上升。09年由于收入增速的放缓，银行成本收入比会略高于08年。

图13: 公司成本收入比的变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

图14: 公司季度管理费用环比变化



数据来源：Wind数据，英大研究所

8、估值

尽管近期股价反弹，但估值仍具有吸引力。根据我们 2009、2010年的业绩预测，EPS分别达到0.39元、0.45

元，2009年PE19.97倍、2010年PE17.31倍。目前，中信银行A股和H股的估值已经回归至中值水平，但仍远远低于2007年经济繁荣时期的估值水平。此外，我们认为下列因素也可能会为该股提供上行动力：

- 1) 中信银行A 股股价当前对应的预期市净率和市盈率分别为2.1倍和12.1倍，较A股银行均值分别有17%和10%的折让，较沪深300 指数则有28%和39%的折让，但我们预计该股2010年和2011年好于同行的每股盈利增长（增幅分别为33%和24%）会帮助该行缩小估值折让；
- 2) 中信银行A股和H股当前估值仅略高于等同于债券的估值，表明其股价尚未计入可观的增长潜力。我们认为，其良好的盈利长期增长前景将推动估值向上重估；
- 3) 在经济复苏周期初期和中期的净息差扩张中，中信银行相对于同行企业处于更有利的地位；
- 4) 相对于其他股份制银行，企业银行/存款业务实力更加雄厚；
- 5) 资本金状况不足为忧，因为其核心资本充足率较高，预计2010 年资本消耗率下降而且存在发行二级资本的潜力；
- 6) 国内机构（尤其是基金）持有该股相对较少，也为该股的估值上升提供了空间。

9、投资建议

我们认为前三季度利息净收入同比降幅的收窄主要来自于上半年贷款量的大幅增长以及净息差的企稳回升，也成为公司业绩超预期的主要因素。二季度以来资产质量持续改善，全年拨备计提额减少对业绩同比增长贡献较大；中间业务同比稳定增长；公司在 1-3 季度费用控制较好，成本收入比维持低位，信用风险可控；但偏高的贷存比一定程度上制约了未来利息净收入的环比提升空间。预计第四季度拨备计提额有望同比大幅度减少，由此促进全年业绩同比增长 13.4%，使全年 EPS 达到 0.39 元，2010 年的业绩预测，EPS 为 0.45 元。鉴于净息差敏感性较高且估值较低，我们将中信银行给予增持评级。

10、主要风险

1) 宏观/资产质量风险；2) 银行业资本化程度日益深入带来的竞争风险；3) 央行重新进行贷款额度管理，利率市场化进一步推进，4) 银监会要求拨备覆盖率迅速提高至150%，资本充足率和核心充足率到10%和6—7%左右。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准