

保守策略未尽享定价盛宴

增持维持

目标价格：7元

投资要点：

- 中小企业客户筛选严格
- 关联交易管理限制了集团优势
- 净息差弹性低于行业领先公司

报告摘要：

- **小企业定义不同于其他银行，客户筛选严格。**中信银行将净资本 1500 万以下，或年销售收入 1.5 亿元以下的企业界定为小企业。一季度贷款利率上浮不到 20%（新增接近 20%），贷款有足额房产抵押，客户筛选严格。
- **严格的关联交易管理限制了集团优势。**有关关联交易管理的条款限制了中信集团下优质企业客户和中信银行的业务往来。中信集团的存款 138 亿在银行，集团子公司 148 亿存款在银行。交叉销售等非息收入额度，需要股东大会批准，财务顾问和理财产品销售多少，都需要报股东会批准。关联交易管理严格。中信证券、中信建投、中信万通的存管银行和投资品的代销等业务可以做。
- **净息差弹性低于行业领先公司。**以传统信贷业务为主的中信银行并未尽享本轮加息周期带来的利息收入增长，原因在于：协议存款在一季度初压力较大；贷款定价能力未能有效发挥。
- **投资建议。**中信银行是传统的对公业务为主的股份制银行，利息收入是主要利润来源，且集团优势保证了一些优质的老客户，生存和发展压力不大，在这样的背景下，转型的动力不足。而在贷款资源紧张的情况下，对经济偏谨慎的态度确保了风险的同时却错失了提高净息差的机会，与民生和招行相比，显然本轮加息周期净息差弹性不足。基于目前股价处于低位，维持增持评级，但不纳入我们股票组合。我们预计全年净利润增长 23.4%，EPS 0.68 元/股，2012 年净利润增长 22.2%，达到 328 亿元、EPS 为 0.83 元/股（未考虑配股），增持评级。

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	40801	55765	63753	76484	93197
净利润	14560	21779	26880	32857	39948
摊薄 EPS	0.37	0.55	0.68	0.83	1.01
BVPS	2.63	3.08	3.81	4.71	5.74
PE(X)	13.93	9.27	7.51	6.15	5.06
PB(X)	1.94	1.66	1.34	1.09	0.89

金融地产研究组

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

联系人：

张继袖

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*中信银行：一季度业绩电话会议纪要*601998*银行*张继袖》，2011.5
- 2 《宏源证券*公司研究*中信银行：业绩增长符合预期——一季报点评*601998*银行*张继袖》，2011.5
- 3 《宏源证券*公司研究：中信银行：信贷成本小幅上升利于释放风险——年报点评*银行*601998*张继袖》，2011.4
- 4 《宏源证券*公司研究*中信银行：中间业务收入增加，NIM 反弹-三季报点评*601998*银行*张继袖》，2010.10

➤ 关于存款

2010 年 12 月 31 日，本行口径的协议存款余额 301.00 亿元人民币，占公司存款的 2.20%，比上年末上升 1.46 个百分点，3 月底本行口径吸收存款 1,709,221 百万元，协议存款余额 540 亿元，占比 3.16%，4 月末自营存款 1.73 万亿。

表 1: 存款期限结构

百万,%	金额						
	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010
活期存款	282,939	396,978	432,662	497,522	644,063	763,204	833,799
· 企业客户	256,886	330,078	382,192	460,844	577,155	684,087	746,278
· 零售客户	26,053	66,900	50,470	36,678	66,908	79,117	87,521
定期存款	331,388	584,236	518,855	672,439	693,536	860,641	891,076
· 企业客户	251,580	430,231	388,793	515,868	516,369	659,964	677,843
· 零售客户	79,808	154,005	130,062	156,571	177,167	200,677	213,233
其他存款	4,085	7,996	430,231	3,386	4,328	5,457	5,941
吸收存款	618,412	989,210	1,381,748	1,173,347	1,341,927	1,629,302	1,730,816

资料来源：宏源证券

表 2: 存款期限比例

	占比						
	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010
活期存款	45.75	40.13	31.31	42.40	48.00	46.84	48.17
· 企业客户	41.54	33.37	27.66	39.28	43.01	41.99	43.12
· 零售客户	4.21	6.76	3.65	3.13	4.99	4.86	5.06
定期存款	53.59	59.06	37.55	57.31	51.68	52.82	51.48
· 企业客户	40.68	43.49	28.14	43.97	38.48	40.51	39.16
· 零售客户	12.91	15.57	9.41	13.34	13.20	12.32	12.32
其他存款	0.66	0.81	31.14	0.29	0.32	0.33	0.34
吸收存款	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：宏源证券

➤ 关于拨贷比

对于公司拨贷比，公司计划加速提高，目前为 1.59%，到 13 年底或 14 年中期到 2.5%。信用成本保持稳定比较困难，公司依然会采取相对稳定拨备政策，今年信用成本 2-4 季度会有所提高。

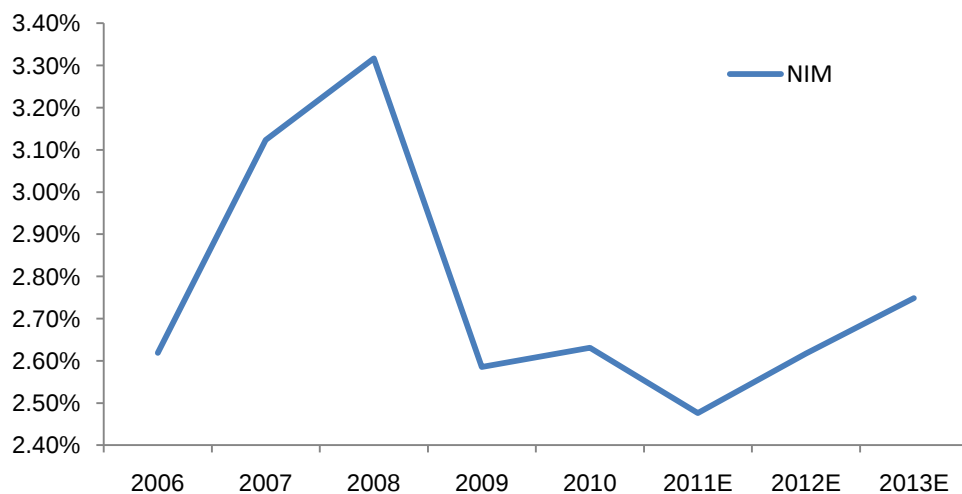
表 3: 各家银行拨贷比

	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010
北京	2.47	2.79	2.28	2.21	1.95	2.13
工行	2.84	2.97	2.51	2.54	2.39	2.59
光大	5.38	3.83	na	2.59	2.38	2.35
华夏	2.46	2.76	2.38	2.50	2.49	2.48
建行	2.72	2.91	2.57	2.63	2.49	2.52
交行	1.96	2.24	1.85	2.05	1.97	2.12
民生	1.38	1.81	1.47	1.73	1.80	2.04
南京	2.63	2.79	2.25	2.12	2.15	2.27
宁波	1.28	1.40	1.36	1.34	1.27	1.13
农行	22.02	2.75	na	3.06	3.15	3.40
浦发	2.78	2.34	1.95	1.98	1.86	1.95
深发展	2.72	0.71	0.96	1.10	1.37	1.58
兴业	1.78	1.88	1.47	1.37	1.37	1.38
招行	2.79	2.47	2.08	2.02	1.98	2.05
中信	1.62	2.04	1.49	1.42	1.38	1.44
中行	3.37	3.23	2.50	2.30	2.26	2.17
合计	6.35	2.77	2.27	2.40	0.01	2.43
国有大行	7.36	2.91	2.45	2.56	2.50	2.41
股份制	2.55	2.28	1.73	1.84	1.81	2.52
城商行	2.30	2.55	2.11	2.02	1.85	1.95

资料来源: 宏源证券

➤ 关于净息差

NIM 弹性, 并表数据不高, 而本行数据接近 3%。本行数据看: 1-3 月分别是 3.0033%、2.9655%、3.0184%。4 月份接近 3%, 主要是存款成本有些变化。NIM 进一步扩大的趋势放缓。到 4 月底, 对公平平均存款成本 1.6%, 去年平均成本率 1.34%。3 月末人民币加权存款成本 1.67%, 一季度对公新增贷款加权平均利率 6.3%, 存量是 6.04%。

图 1: 中信银行净息差走势


资料来源: 宏源证券

➤ **关于中小企业贷款：**

小企业贷款速度超过整体贷款速度，量化数据：2-3 年占比提高到 10%，进一步提高到 15%。中信银行将净资本 1500 万以下，或年销售收入 1.5 亿元以下的企业界定为小企业。一季度贷款利率上浮不到 20%（新增接近 20%），贷款有足额房产抵押，客户筛选严格。

➤ **严格的关联交易管理限制了集团优势。**

有关关联交易管理的条款限制了中信集团下优质企业客户和中信银行的业务往来。中信集团的存款 138 亿在银行，集团子公司 148 亿存款在银行。交叉销售等非息收入额度，需要股东大会批准，财务顾问和理财产品销售多少，都需要报股东会批准。关联交易管理严格。中信证券、中信建投、中信万通的存管银行和投资品的代销等业务可以做。

➤ **关于配股**

配股 6 月底之前做完 A 股，H 股有一点压力（拿证监会批文时间会晚一点）。计划融资 260 亿元总额不变，由于近期股价下跌较多，摊薄会较大。

➤ **投资建议**

中信银行是传统的对公业务为主的股份制银行，利息收入是主要利润来源，且集团优势保证了一些优质的老客户，生存和发展压力不大，在这样的背景下，转型的动力不足。而在贷款资源紧张的情况下，对经济偏谨慎的态度确保了风险的同时却错失了提高净息差的机会，与民生和招行相比，显然本轮加息周期净息差弹性不足。但基于目前股价处于低位，维持增持评级，但不纳入我们股票组合。

表 4: 盈利预测 (百万元)

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	利润表	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	224003	256323	311873	363193	净利息收入	35984	48135	53454	63456
存放同业和其它	26319	81955	99716	116125	手续费及佣金净收入	4220	5696	8395	11123
拆出资金	55489	48633	59173	68910	其他净收入	597	1934	1904	1905
证券投资	206146	268872	348839	449789	营业收入合计	40801	55765	63753	76484
买入返售金融资产	185203	147632	179627	209185	营业税金及附加	2761	3685	4213	5054
衍生金融资产	3182	4478	5329	6181	业务及管理费	16299	18862	20486	24576
发放贷款及垫款	1050479	1246026	1439607	1621847	资产减值损失	2619	5249	4363	4287
固定资产	10321	9974	8340	8008	营业支出合计	21679	27796	29061	33917
递延所得税资产	2095	2565	3052	3541	营业利润	19122	27969	34691	42567
无形资产	795	838	1293	1460	营业外收支净额	143	726	725	724
其他资产合计	9951		19619	24465	拨备前利润	21741	33218	39054	46853
资产合计	1775031	2081314	2476764	2873046	利润总额	19265	28695	35416	43291
同业和其它金融机构存放	275049	141663	175227	189531	减: 所得税	4705	6916	8536	10434
拆入资金	4553	7072	9719	15794	净利润	14560	21779	26880	32857
卖出回购金融资产款	4100	4381	14483	30412	归属于母公司的净利润	14320	21509	26547	32449
吸收存款	1341927	1730816	2042363	2369141	少数股东损益	240	270	333	407
应付债券	12000	12000	27500	27500	基本每股收益	0.37	0.55	0.68	0.83
其他负债合计	23972	37929	33673	32281	稀释每股收益	0.37	0.55	0.68	0.83
负债合计	1668023	1956776	2323308	2684162	财务指标	2009	2010	2011E	2012E
股本	39033	39033	39033	39033	成长性				
资本公积金	31319	30942	32979	35550	营收增长率	1.6%	36.7%	14.3%	20.0%
盈余公积金	3535	5618	8273	11518	EBIT 增长率	8.3%	49.5%	23.4%	21.6%
未分配利润	17721	30576	54468	83673	净利润增长率	7.5%	50.2%	23.4%	22.2%
一般风险准备	12562	15698	15698	15698	盈利性				
少数股东权益	4210	4363	4696	5104	ROA	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%
股东权益合计	102798	120175	148759	183780	ROE	13.4%	17.3%	17.3%	17.2%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	EBIT 率	48.8%	53.4%	57.6%	58.4%
净利润	14320	21509	26547	32449	净息差	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	19909	29755	36703	44637	成本收入比	39.9%	33.8%	32.1%	32.1%
NOPLAT	15046	22583	27857	33879	估值倍数				
资产准备	2619	5249	4363	4287	PE	13.93	9.27	7.51	6.15
折旧与摊销	812	812	0	0	P/S	4.89	3.58	3.13	2.61
来源	575532	288753	366532	360854	P/B	1.94	1.66	1.34	1.09
运用	587194	306283	395450	396282	股息收益率	1.67%	1.72%	0.00%	0.00%
自由现金流	4196	5865	-1060	-1549	EV/EBITDA	10.30	6.98	6.23	5.13

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员，南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。