

中信银行 601998.SH

股份制商业银行中的翘楚

研究结论

● 独具特色的业务确立中信的战略地位

中信银行具有一些被市场所忽视的特色业务，其中最为典型的的就是供应链金融业务。中信银行供应链金融业务起步早、市场份额大，且该业务多面向中小企业符合当前政策导向，又有中信集团背景作为支撑，有望在未来助推中信银行业绩提升。同时，近年来中信银行在信用卡及中小企业业务方面也发展迅速。该三大特色业务将帮助中信银行确立其战略地位。

● 贷款质量存瑕疵，但不乏亮点

中信银行不良及逾期贷款占比略高于行业平均水平，且拨贷比及拨备覆盖率处于行业较低的水平。但是其贷款结构较好，其中高风险的房地产贷款占比较低，贷款质量长期来看向好。

● 存贷比偏高但未来存款质量有保证

中信银行存贷比偏高，但其主要是因为贷款增长过快所致，由于贷款的发放是可控的，我们认为未来贷款增长放缓，将能显著改善存贷比。同时，中信银行的存款成本一直处于较低的水平，且存款增长也相当可观，因此会进一步改善存款的质量。

● 资本充足率及核心资本充足率处于行业领先水平

中信银行资本充足率及核心资本充足率处于行业领先水平，综合考虑其目前的 ROE，内生利润留存支持每年的信贷扩张基本没有问题，未来的发展对于融资的需求较小。

● 首次给予公司增持评级，目标价 5.16 元

根据我们的预测，中信银行 2011—2013 年净利润将分别达到 308.63、365.16、432.30 亿元，净利润增速分别为 43.49%、18.13%、18.39%，预计银行 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.66、0.78、0.92 元。我们认为中信银行 2011PB 应该保持在 1.40 倍，对应股价区间为 5.16 元。首次给予公司“增持”评级。

● 风险因素

宏观经济风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

执业证书编号：S0860511040001

联系人

姚栋

021-63325888-7541

yaodong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2012 年 2 月 9 日) 4.49 元

目标价格 5.16 元

总股本/A 股 (百万股) 46787/31905

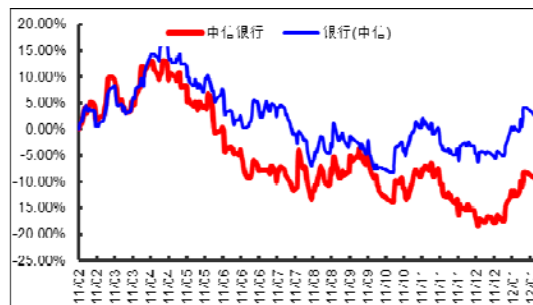
A 股市值 (亿元) 1416.58

国家/地区 中国

行业 银行

报告发布日期 2012 年 2 月 10 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	55,765	73,960	87,099	101,993
营业收入增长率	36.68%	32.63%	17.77%	17.10%
净利润 (百万元)	21,509	30,863	36,516	43,230
净利润增长率	50.20%	43.49%	18.31%	18.39%
EPS (元)	0.46	0.66	0.78	0.92
ROE	17.90%	17.89%	17.96%	18.07%
P/E (倍)	9.66	6.73	5.69	4.81
P/B (倍)	1.73	1.20	1.02	0.87
P/POP	5.22	4.46	3.77	3.22

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

1、独具特色的业务确立中信的战略地位	5
1.1 厚积薄发的供应链金融业务	5
1.2 突飞猛进的信用卡业务	11
1.3 对公方面稳步推进中小企业业务	13
1.4 结论：特色业务带给中信战略优势	14
2、贷款质量存瑕疵，但不乏亮点	14
2.1 不良、逾期贷款占比略高于平均水平	14
2.2 拨贷比和拨备覆盖率处于行业较低水平	15
2.3 贷款亮点：贷款整体结构较好，房地产等高风险贷款占比较低	17
2.4 结论：中信银行贷款质量长期向好	20
3、存贷比偏高但未来存款质量有保证	20
3.1 存贷比偏高可能制约银行未来发展	20
3.2 未来的存款质量有保证	21
3.3 结论：存贷比偏高现象有望得到改善、存款质量有保证	23
4、资本充足率及核心资本充足率处于行业领先水平	23
5、盈利预测及投资建议	25
6、风险因素	27

图表目录

图表 1 供应链金融示意图	6
图表 2 组织结构图	6
图表 3 2009 年 10 月至 2011 年 8 月承兑业务笔数	7
图表 4 2009 年 10 月至 2011 年 8 月承兑业务金额（亿元）	8
图表 5 2009 年 10 月至 2011 年 8 月贴现业务笔数	8
图表 6 2009 年 10 月至 2011 年 8 月贴现业务金额（亿元）	9
图表 7 中信银行供应链金融业务结构	9
图表 8 中信银行 2011 年度中期信用卡发卡量（万张）	11
图表 9 中信银行 2011 年度中期信用卡市场份额	12
图表 10 中信银行 2008-2011 年中期信用卡发卡量及发卡增速	12
图表 11 中信银行香卡	13
图表 12 中信银行不良率占比略高于行业水平	15
图表 13 中信银行逾期率占比略高于行业水平	15
图表 14 中信银行信用成本率显著低于行业平均水平	16
图表 15 中信银行 2010 年拨备覆盖率在股份制商业银行中排名倒数第二	16
图表 16 中信银行 2010 年拨贷比在股份制商业银行中排名倒数第二	17
图表 17 中信银行房地产开发贷款占比在股份制商业银行中处于低位	19
图表 18 房地产开发贷款占贷款总额比率	19
图表 19 房地产开发贷款占公司类贷款总额比率	19
图表 20 较高的存贷比可能制约中信银行未来的发展	20
图表 21 中信银行 2006 至 2010 年存贷比变化趋势	20
图表 22 中信银行 2008 至 2010 年存款规模及增速示意	21
图表 23 中信银行持续下降的存款成本率	23
图表 24 中信银行 2008 至 2010 年资本充足率变化	24
图表 25 中信银行 2008 至 2010 年核心资本充足率变化	25

表格目录

表格 1 传统融资向供应链金融融资转变.....	5
表格 2 中信银行合作公司	7
表格 3 供应链金融服务模式	10
表格 4 中信银行不良率及逾期率略高于行业平均水平	14
表格 5 中信单独计提、组合计提的覆盖率均处于较低水平	17
表格 6 政府出台相关文件限制房地产市场非理性发展	18
表格 7 中信银行在股份制商业银行近 3 年存款规模增幅中处于领先地位	21
表格 8 中信银行在股份制商业银行近 3 年贷款规模增幅中处于领先地位	22
表格 9 中信银行各年存款成本率均处于较低水平	22
表格 10 中信银行资本充足率处于行业领先水平	23
表格 11 中信银行核心资本充足率处于行业领先水平	24
表格 12 中信银行的估值水平偏低	26

中信银行成立于 1987 年，原名中信实业银行，是中国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一。2005 年 8 月，正式更名“中信银行”。2007 年 4 月 27 日，中信银行在上海证券交易所和香港联合交易所成功同步上市。2009 年，中信银行成功收购中信国际金融控股有限公司 70.32% 股权。经过二十多年的发展，中信银行已成为国内资本实力最雄厚的商业银行之一，是一家快速增长并具有强大综合竞争力的全国性商业银行。

1、独具特色的业务确立中信的战略地位

中信银行历来给人以对公业务强大、其他业务平庸的印象，但是我们认为中信银行还是有其独具特色的业务模式的。

首先我们来看近年来中信银行正在积极进行的战略转型。对于未来五年，中信提出了“四化一行”战略目标。定位于**专业化、综合化、国际化、特色化**，目标成为走在中外银行竞争前列的一流商业银行。我们认为提出“四化一行”标志着中信银行不满足于仅仅成为一个对公业务出色的银行，而是积极寻求发展，力图使自己的业务具有鲜明的特色，提升市场辨识度，为资本市场打上中信的标签。

中信的战略转型包括两个方面：一是业务模式的转型，以对公业务为支撑点，重点发展供应链金融、国际结算、对私业务。二是客户结构的转型，公司客户向下游中小型客户发展，目标客户结构大企业 20%、中型 40%、小型 40%，（大企业一般指资产规模在 10 亿元左右的企业，小型企业资产规模在 1000 万元左右，中型介于两者之间）。零售客户向上游高端发展。从这些转变中我们不难看出，未来主要服务中小企业的供应链金融以及处于零售银行业务领域的信用卡业务将成为中信银行的业务发展重心。

1.1 厚积薄发的供应链金融业务

1.1.1 供应链金融是银行-核心企业-上下游企业互利互惠的金融模式

供应链金融是指银行围绕核心企业，管理上下游中小企业的资金流和物流，变把握单个企业的不可控风险为供应链企业整体的可控风险，通过立体获取各类信息，将风险控制在最低的金融服务。

供应链金融的业务模式决定了其特有的优势：

1) 对于银行而言，扩大了客户范围

在传统业务模式下，银行对于核心客户的融资有较大的优惠，但是其上下游企业由于多为中小企业，一般认定它们的风险较高，因此银行在提供融资时审核的条件较为苛刻；在供应链金融的模式下，银行将核心企业和其上下游中小企业看做一个整体来评估其风险，客观上放宽了对于中小企业的风险评级，通过授信技术的改进和风控能力的提升，使得传统授信技术下无法满足融资需求的中小企业成为有效的银行信贷客户；

表格 1 传统融资向供应链金融融资转变

银行政策		
普通情况		供应链金融
苛刻融资		优惠融资
优惠融资		授信支持
苛刻融资		优惠融资
转变		

资料来源：上市公司、东方证券研究所

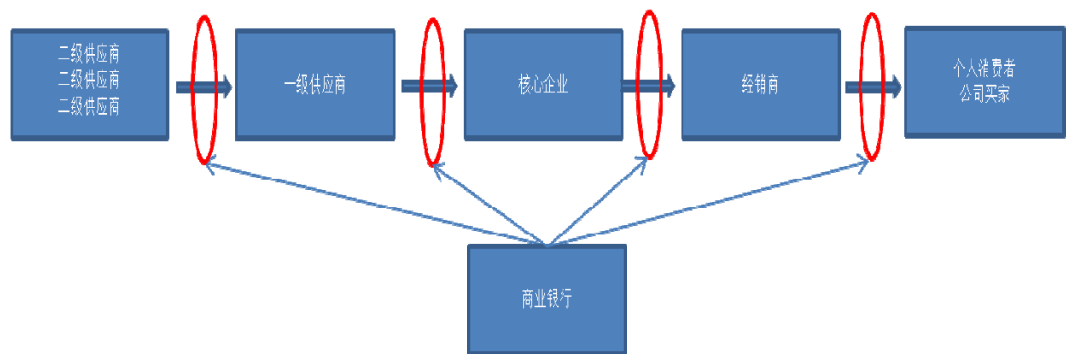
2) 对于核心企业而言，保证其上下游企业的运营稳定

对于核心企业而言，供应链金融对其业务发展提供的帮助也大于银行对其进行直接融资，一般核心企业均为大型企业，本身资金流较为稳定，过度的融资不仅对其直接帮助不大反而会造成其财务成本的上升。而供应链金融为其上下游企业提供了资金流，从而保证了核心企业原材料获取及销售回款的稳定性，加速了企业产品的流动，应收账款的回收，对其实现了真正实质性的帮助。

3) 对上下游中小企业而言，保证其拥有稳定的资金流

对于上下游中小企业来说，普遍存在着成立时间短、规模小、实力弱等问题进而难以从银行获得资金支持。供应链金融的产生为其提供了宝贵的资金来源，为日常生产销售、扩大经营范围提供了支持。

图表 1 供应链金融示意图

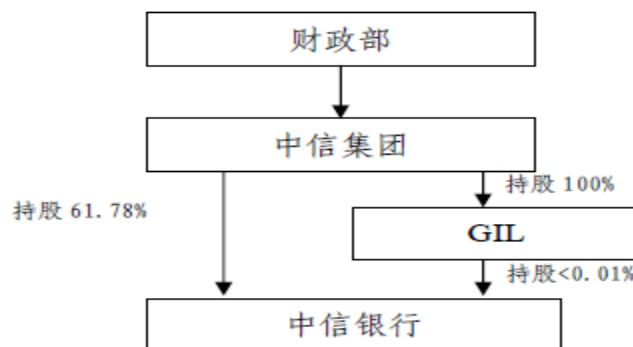


资料来源：上市公司、东方证券研究所

1.1.2 中信银行在实行供应链金融方面具有独特的优势

1) 实力强大的集团背景为中信提供稳定高端的客户来源

图表 2 组织结构图



资料来源：上市公司、东方证券研究所

中信银行的控股股东是中信集团，截止 2010 年底中信集团控股比率为 61.78%。中信集团是大规模的国际化大型跨国企业集团，目前拥有 44 家子公司（银行），集团业务主要集中在金融、实业和其它服务业领域。目前在香港、美国、加拿大和澳大利亚均有业务经营。

中信集团在金融服务业领域涉及银行、证券、信托、保险及资产管理各个领域。其中多家公司都在业内处于龙头地位。中信银行凭借其实力雄厚的集团背景可以享受客户源、渠道信息及信息技术等多方面的优势。这也是其他股份制商业银行难以复制的优势。

表格 2 中信银行合作公司

集团内部合作	与金融子公司合作	与非金融子公司的合作
中信银行	华夏基金	中信地产
中信银行国际	天安保险	中信医疗健康产业集团
中信证券	信诚基金	朝向集团
中信信托		中信出版社
中信建投		中信旅游

资料来源：上市公司、东方证券研究所

目前中信银行在供应链金融业务已经积累了相当数量的高品质客户，截至 2011 年 6 月底，中信银行供应链金融业务有效授信客户数已经达到 6011 户。我们以钢铁企业为例，在钢铁金融领域，中信银行做到了国内千万吨级钢厂的全覆盖，合作钢厂包括了：马钢、南钢、宝钢、鞍钢、唐钢及首钢等知名钢企。

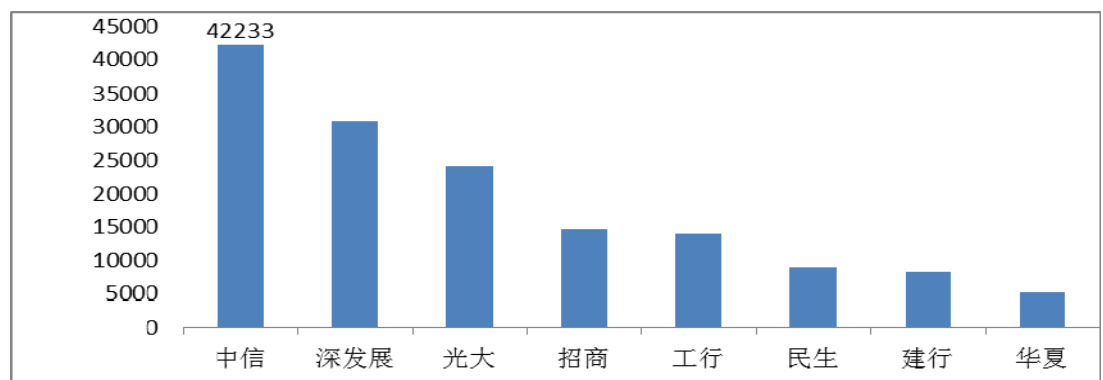
2) 中信银行供应链金融起步早，目前市场份额大，占有率高

中信银行是国内最早关注和实行供应链金融的银行。截至 2011 年 6 月底，中信银行供应链金融业务量 2927.85 亿元，同比增加 894.68 亿元，增长 44%；供应链金融业务有效授信客户数 6011 户，比上年末增加 794 户；带动授信企业日均存款 1294.54 亿元人民币，同比增加 409.48 亿元，增长 46.27%。

我们以最能体现供应链金融业务量的电子票据市场表现为例：

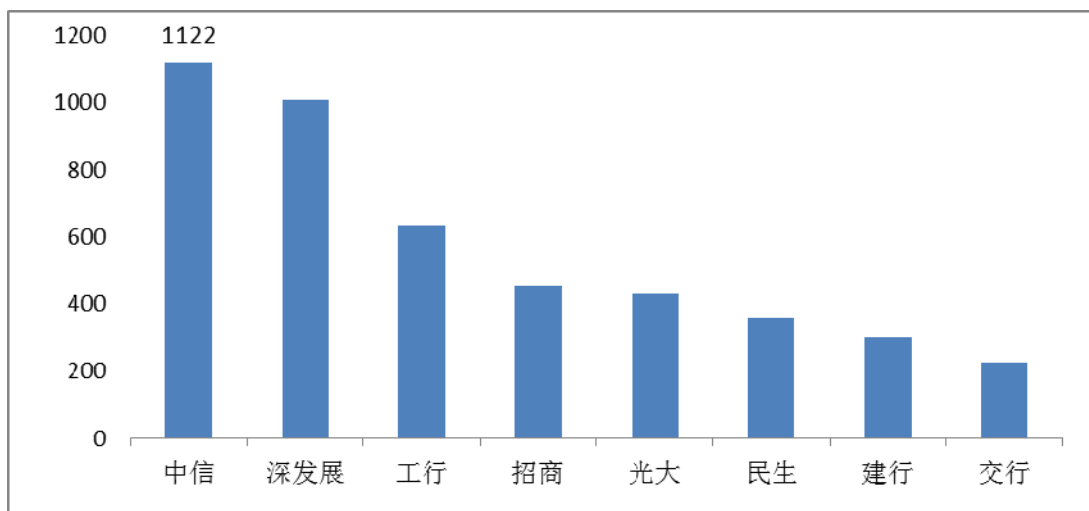
2009 年 10 月至 2011 年 8 月中信银行承兑业务共进行 42233 笔，再所有上市银行中位居第一，较排名第二的深发展高出 11397 笔，近 37%。承兑业务金额共 1122 亿元，较排名第二的深发展高 113 亿元。贴现业务共有 23359 笔，较排名第二的工商银行高出 134%，贴现业务金额共 414 亿元，排名上市银行第二位。

图表 3 2009 年 10 月至 2011 年 8 月承兑业务笔数



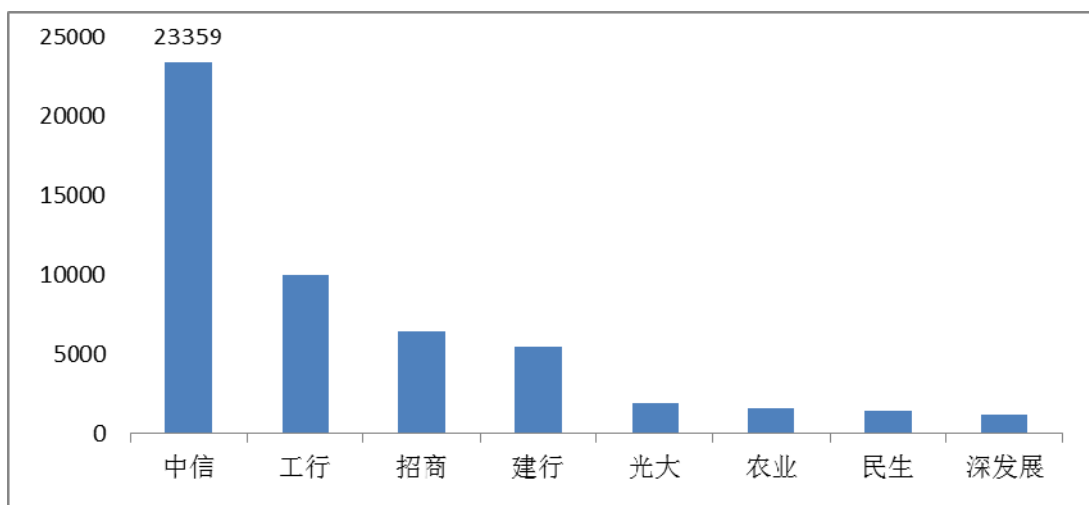
资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 4 2009 年 10 月至 2011 年 8 月承兑业务金额（亿元）



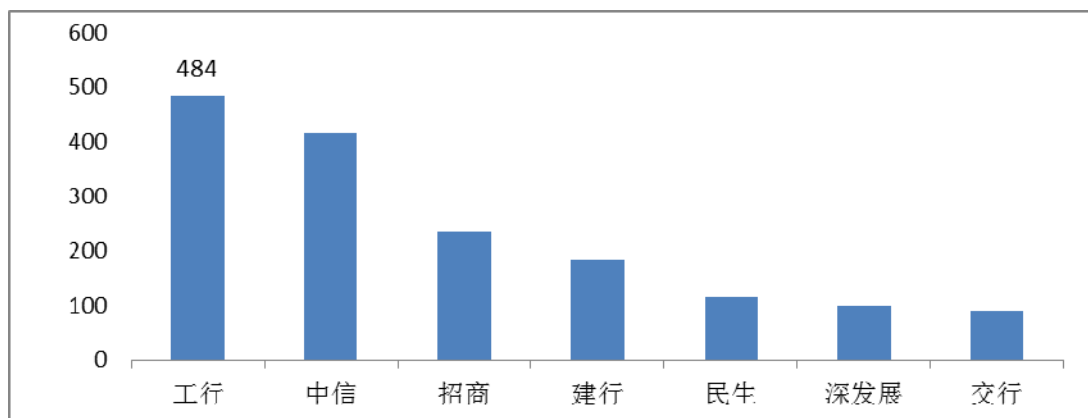
资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 5 2009 年 10 月至 2011 年 8 月贴现业务笔数



资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 6 2009 年 10 月至 2011 年 8 月贴现业务金额（亿元）



资料来源：上市公司、东方证券研究所

3) 出色的业务体系助推供应链金融业务

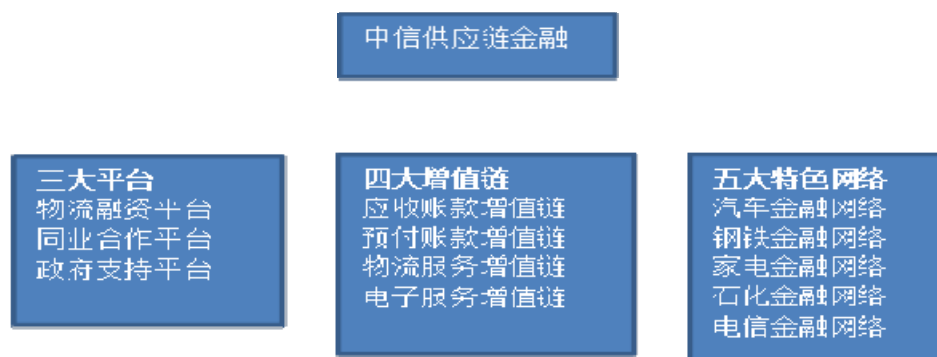
中信供应链金融的业务体系已经非常完善，共分为三大平台，四大增值链及五大特色网络。

其中四大增值链为：

- a) 应收账款增值链业务包括：应收账款质押融资、国内保理、出口保理、买方付息票据贴现、订单融资、委托代理贴现及商务承兑贴现；
- b) 预付账款增值链业务包括：先票（款）后货存货质押、保兑仓、国内信用证、法人账户透支及国内设备买方信贷；
- c) 物流服务增值链业务包括：存货质押、仓单质押、提货担保；
- d) 电子服务增值链业务包括：网上付税、电子商业汇票。

丰富的业务模式为中信银行供应链金融在各个领域的扩张打下了扎实的基础，我们以南京银行为例：截止至 2011 年 9 月末，钢铁金融授信客户超过 130 家，融资规模超过 80 亿，带动日均存款接近 30 亿。汽车金融方面，合作经销商达到 150 户，累计融资达到 90 亿，带动存款余额约 30 亿。船舶金融客户 160 家，授信总额约 120 亿。中信银行目前在江苏地区的钢铁、汽车及船舶金融中均处于行业领先地位。

图表 7 中信银行供应链金融业务结构



资料来源：上市公司、东方证券研究所

表格 3 供应链金融服务模式

金融业务	服务模式
汽车金融 钢铁金融	以先票后存的存货质押模式为主的经销商网络服务
家电金融	以保兑仓模式为主的代理商网络业务
煤炭金融 石化金融 电信金融 其他	综合金融服务

资料来源：上市公司、东方证券研究所

4) 中信供应链金融关注中小企业、关注实体经济，符合当前的政策导向

在目前我国经济状况下，中小企业的生存环境始终是政府关注的焦点，在中央经济会议中也提出了要培育面向中小企业的金融机构，另一方面，目前我国富裕资金还是更多的流入资本市场，实体经济的发展面临重大挑战，从政府的角度也希望资金能更多的流入实体经济。

中信的供应链金融正好符合这两点趋势，一方面原本难以获得资金支持的中小企业在供应链金融下能够从银行获得宝贵的资金，另一方面，供应链金融是交易银行的重要环节，而交易银行即商业银行为实体经济交易所提供的金融服务。因此我们认为，中信供应链金融紧追政策导向，未来发展前景光明。

5) 供应链金融为中信银行带来宝贵的存款资源

供应链金融具有存款派生功能，无论是票据贴现还是先票后货担保业务模式都会涉及到保证金的存入。我们以先票后货担保业务为例：

- a) 经销商和核心企业签订合同；
- b) 经销商将初始保证金存入银行户头；
- c) 银行向核心企业授信并支付货款；
- d) 经销商补足保证金；
- e) 银行向核心企业发送提货通知书；
- f) 核心企业向经销商发货。在这个流程中经销商分两次存入保证金均增加了银行的存款。

在某些特定的情况下保证金甚至可能达到标的的 30%或更多，如果经营周期较长，到期后上下游的中小企业可能会追加保证金，这些行为都能为银行带来存款，在目前资本市场整体资金面紧张，银行存款压力巨大的背景下，供应链金融可以一定程度上缓解中信银行的存款压力。

6) 中信的供应链金融壁垒

中信银行的供应链金融壁垒可以分为两个部分：

- a) 对于股份制商业银行及城市商业银行来说，中信银行集团背景所带来的客户源及客户渠道是他们无法复制的。因为供应链金融是围绕着核心企业，进而向其上下游中小企业提供资金的业务模式，因此银行拥有的核心企业数量及质量将极大地决定其供应链金融的发展程度，就目前来看，在股份制商业银行及城市商业银行中，中信银行供应链金融的优势非常明显，无论在钢铁、汽车还是家电等行业，中信银行均为行业中的龙头企业提供供应链金融服务。

b) 对于大型商业银行来说，关注的重点仍是在传统的存贷业务。目前并没有哪家大型银行涉及供应链金融业务。我们认为即使将来大型银行涉足供应链金融行业，也将是采用事业部的形式，作为核心业务以外的辅助业务。虽然就客户源而言会对中信银行形成一定的冲击，但是考虑到中信银行提供供应链金融业务时间较长，已经培养了一批熟悉业务流程和系统的员工，积累了关系良好的核心客户，形成了出色的品牌效应，因此**中信银行仍将拥有资源、客户及经验等方面的相对优势**。

我们认为，目前供应链金融在我国还刚刚处于起步阶段，还有丰富的业务模式及客户资源可供挖掘，中信银行在该业务模式下的优势明显，这将为中信银行未来提供可靠稳定的现金流，是中信银行利润提升的催化剂。即使未来越来越多的银行（包括五大行等超级大型银行）加入提供供应链金融的行列，由于该市场目前远未达到饱和状态，中信银行仍将凭借其在供应链金融方面的优势享有至少 3 至 5 年的利润高峰。

1.2 突飞猛进的信用卡业务

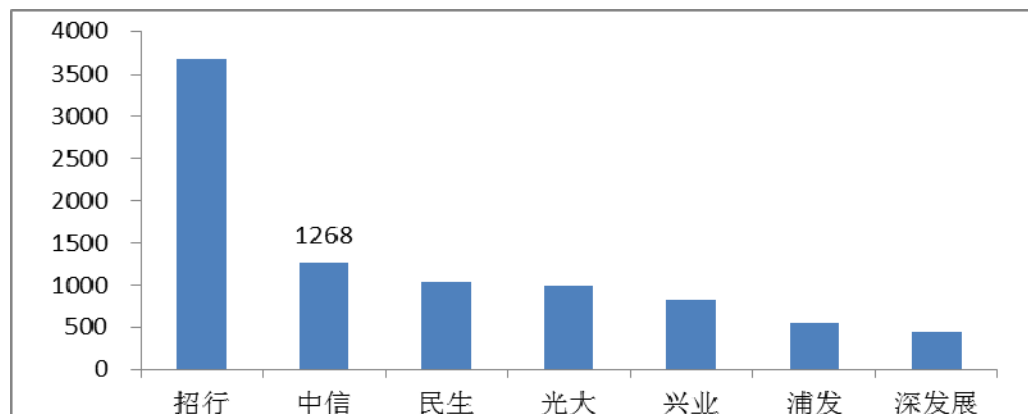
近年来中信银行发展的另一个重点区域是零售银行业，而在中信银行零售银行业发展中，信用卡业务是助推器和切入点。

1.2.1 业务规模份额大，增速快

信用卡业务属于服务密集型业务，进入的初始投资要求较高，规模相应十分明显，该项业务要实现盈利必须首先实现规模的扩张，其次是要提高有效开卡率。

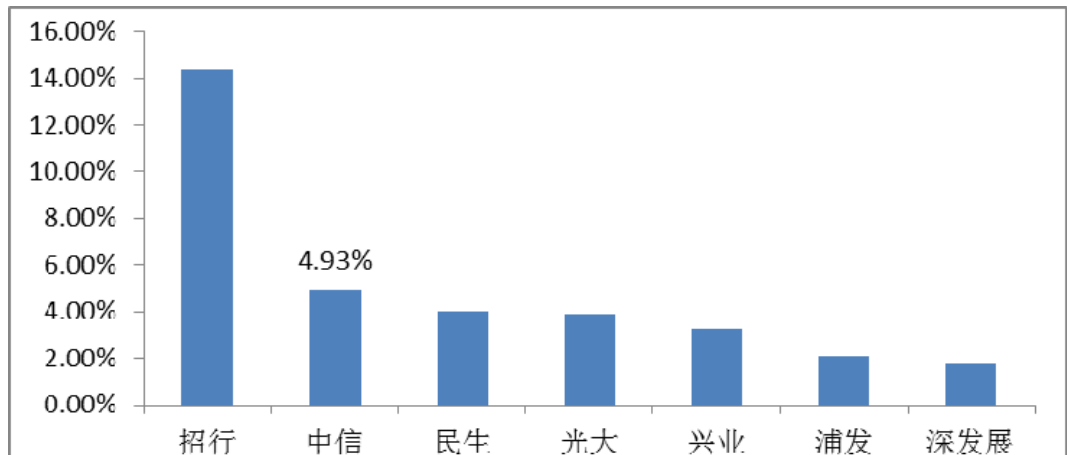
中信银行信用卡业务规模在近年增长十分显著，信用卡累计发卡量由 2008 年的 755 万张增至 2011 年中期的 1268 万张；市场份额为 4.93%，目前在上市股份制商业银行中均仅次于招商银行，位于第二。信用卡发卡增速在 2008 至 2009 年达到顶峰 79%，之后一直比较稳定的保持在 25% 左右。2010 年底，中信银行提出未来 3 年内发卡量达到 2000 万张的目标，若按照目前 25% 的增速，预计在 2013 年度中期就能够完成既定目标。

图表 8 中信银行 2011 年度中期信用卡发卡量（万张）



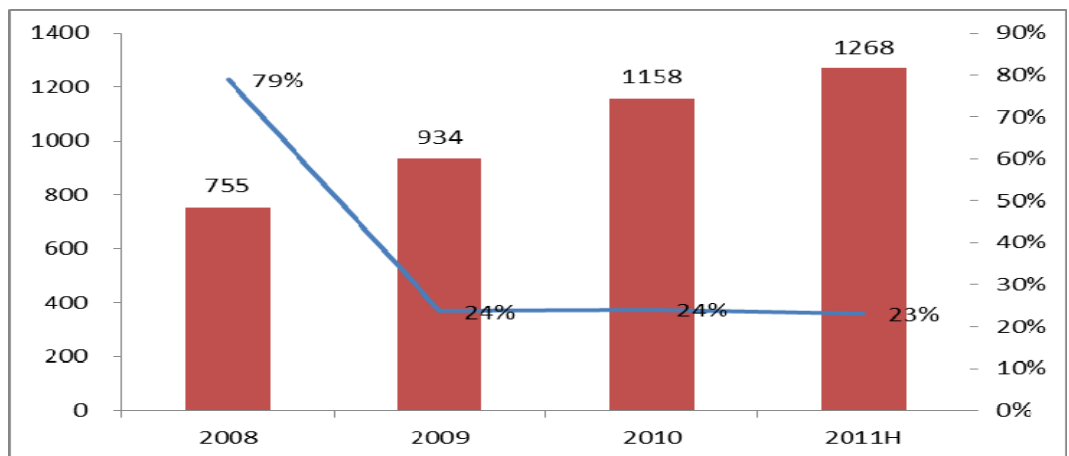
资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 9 中信银行 2011 年度中期信用卡市场份额



资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 10 中信银行 2008-2011 年中期信用卡发卡量及发卡增速



资料来源：上市公司、东方证券研究所

中信银行信用卡 2010 年底开卡数约为 740 万张，有效开卡率大约在 63%左右，3 个月内活跃交易的信用卡数量约为 250 万张，比率在 22%左右。中信银行对于未来新增发卡有效开卡率有良好预期，估计可以从目前的 63%达到 70%左右。

1.2.2 信用卡业务特色足，服务范围广

中信银行信用卡业务一直提倡“提升客户价值”的核心理念，针对不同的客户群体推出了不同的信用卡种，并不断进行信用卡产品的创新以吸引高端客户。

1) 早在 2008 年，中信银行就推出了航空联名信用卡，其中中信国航知音信用卡以 40%的市场占有率居全国首位，当年交易额就突破了 100 亿元人民币。

2) 其后，中信银行又陆续推出了针对女性消费群的“中信魔力卡”及“香卡”，首创女性健康保险，体现了对于现代女性健康的贴心关注，目前香卡客户已经到达 256.7 万人，占信用卡总用户的 20%，带动储蓄存款 534 亿元，刷卡消费 162.05 亿元达到了总交易额的 23%。

3) 中信银行为白金信用卡客户提供“36+1”高尔夫服务。包括了免费的练习场所及高尔夫巡回赛，提高了中信信用卡在高端市场的品牌影响力。

图表 11 中信银行香卡



资料来源：上市公司、东方证券研究所

中信信用卡凭借其独特的魅力获得了市场的一直认可及好评，也在客观上为其近年来的高速增长提供了支撑，我们认为中信银行在未来零售银行业的发展中任然会将信用卡放在最高优先级，凭借其已经获得的市场认可度及持续的创新力成为中信银行未来的另一大利润增长点。

1.3 对公方面稳步推进中小企业业务

对公业务一直是中信银行的传统强项。2010 年，中信银行公司银行业务“两级管理，三级营销”的管理体系进一步完善，在营销平台建设、专业化经营、客户细分管理等三个层面持续深化，对保持公司业务优势起到了重要作用。

在全国 500 强企业中，有超过 50% 是中信银行的客户。中信银行也是最早取得国家财政部和国家税务总局金融服务代理资格的全国性商业银行。2010 年中信银行启动 82 家全行性战略客户集团统一授信工作、出台区域性战略客户集团统一授信管理流程、成立交通、能源、电信、房地产、汽车、钢铁、船舶等重点行业营销小组等举措，战略客户系统营销平台建设更加深入，系统营销效果进一步显现。截至 2010 年底，中信与上述全行性战略客户下属企业合作数量由 2009 年的 585 家扩大至 1,181 家，增速 102%。

中信银行对公业务利润占比高、资产负债规模大是其一向的传统，但是我们发现即使是在中信强势的对公业务中任然有变化在涌现。以前中信银行对公业务主要关注大型及超大型企业，而未来发展趋势是重点发展中小企业对公业务。相对于大企业而言，中小企业对于资金的需求更为迫切，中信银行的议价能力也更强，能为中信银行带来更加可观的利润收益。

2010 年，中信银行提出“推进专业化经营模式，提升差异化竞争能力”的业务发展策略，积极推进中小企业金融服务模式，推出了扶持贷、订单贷、应急贷、组合贷等创新产品，与淡马锡旗下富登担保公司等 247 家优质担保公司建立合作，有效解决了中小企业融资难和担保难的问题。

截止 2010 年底，中信银行实现中小企业金融业务规模、资产质量双增长。中小企业客户共计 11,560 户，比上年末增长 50.89%；贷款余额 680.70 亿元人民币，比上年末增长 72.82%，贷款增速超过全部公司贷款增速 52.18 个百分点；贷款不良率 0.39%则比上年末下降了 0.27 个百分点，低于公司贷款平均水平。

基于提供中小企业金融服务方面的出色表现，2010 年中信银行先后荣获“银行业金融机构小企业金融服务特色产品”、“中国优秀中小企业金融服务产品”、“中国中小企业金融服务十大影响力品牌”、“2010

年度优秀中小企业服务产品大奖”、“21 世纪最佳商业模式中国中小企业最佳融资伙伴奖”、“2010 卓越竞争力中小企业服务银行”等多个奖项。

我们认为中小企业融资难发展难的情况由来已久，在短期内并不会出现质变，考虑到国家即使在收紧贷款的大前提下仍然支持银行对中小企业放贷。中信银行抓住机遇将中小企业金融业务作为新的增长点，将在未来很长一段时期内受益于国家政策的引导，为中信银行带来丰厚的收益。

1.4 结论：特色业务带给中信战略优势

特色业务带给中信银行两方面的战略优势。一是避开高度竞争的传统业务；二是政策对于中小企业的偏向会为中信银行供应链金融及中小企业业务带来更多的机遇。

2、贷款质量存瑕疵，但不乏亮点

中信银行贷款质量存在一定瑕疵，主要是由于不良、逾期贷款占比处于股份制商业银行中平均水平，但拨备覆盖率偏低，单独组合计提的覆盖率较低，进而造成对于贷款风险的控制程度较弱。但是我们认为中信银行贷款质量目前正在逐步改善，而且也存在一定的亮点：1) 贷款增速较快；2) 贷款结构较为均衡，房地产等高风险行业的贷款占比较小。

2.1 不良、逾期贷款占比略高于平均水平

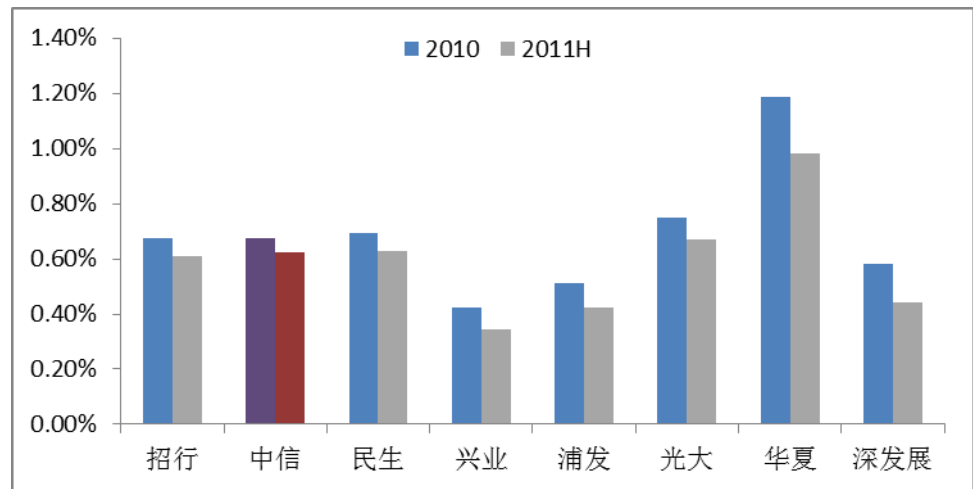
2010 年底，中信银行不良贷款占比为 0.67%，至 2011 年中期降至 0.62%；同期逾期贷款占比由 0.84% 小幅上升至 0.90%，除了 2010 年不良率较同期股份制商业银行平均水平低了 2bp，其余指标均比平均水平分别高出 3bp、3bp、4bp，与同期行业最优比率相比分别高出 25bp、28bp、40bp、41bp，差距依然较大。

表格 4 中信银行不良率及逾期率略高于行业平均水平

	不良率		逾期率	
	2010	2011H	2010	2011H
中信银行	0.67%	0.62%	0.84%	0.90%
行业平均水平	0.69%	0.59%	0.81%	0.86%
差异	-2bp	+3bp	+3bp	+4bp
行业最优比率	0.42%	0.34%	0.44%	0.50%
差异	+25bp	+28bp	+40bp	+41bp

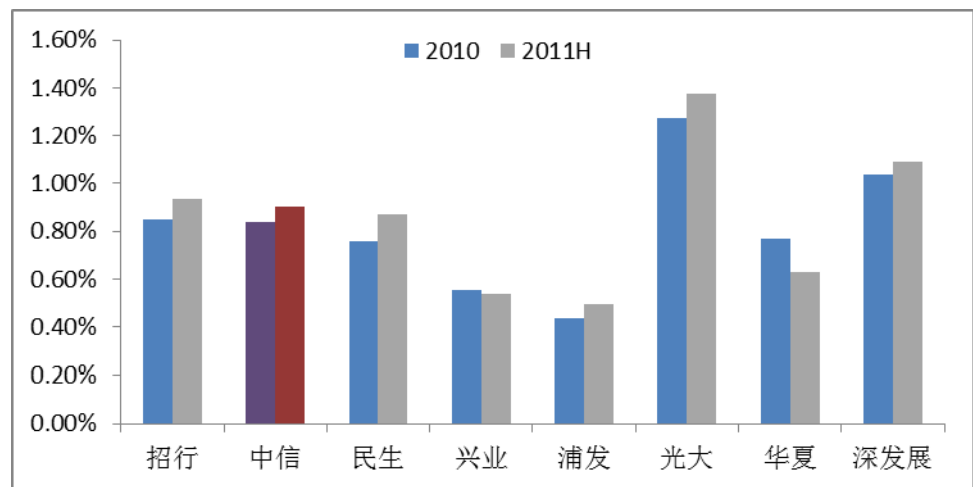
资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 12 中信银行不良率占比略高于行业水平



资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 13 中信银行逾期率占比略高于行业水平

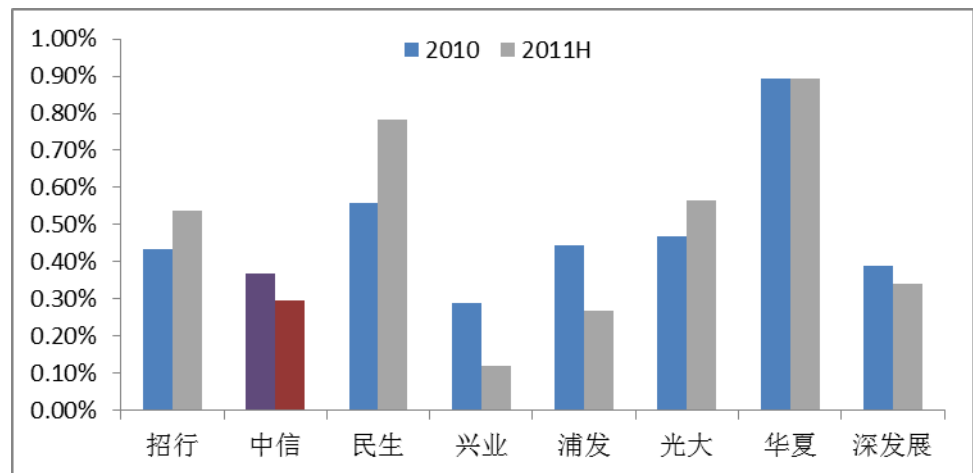


资料来源：上市公司、东方证券研究所

2.2 拨贷比和拨备覆盖率处于行业较低水平

虽然贷款的不良率一直处于上市股份制商业银行中的平均水平，但是中信银行的信用成本率一直偏低，在 8 家股份制商业银行中，2010 年底，中信银行信用成本率为 0.37%，排名倒数第二，仅比最低的兴业银行高出 8bp，2011 年度中期进一步下滑至 0.30%。

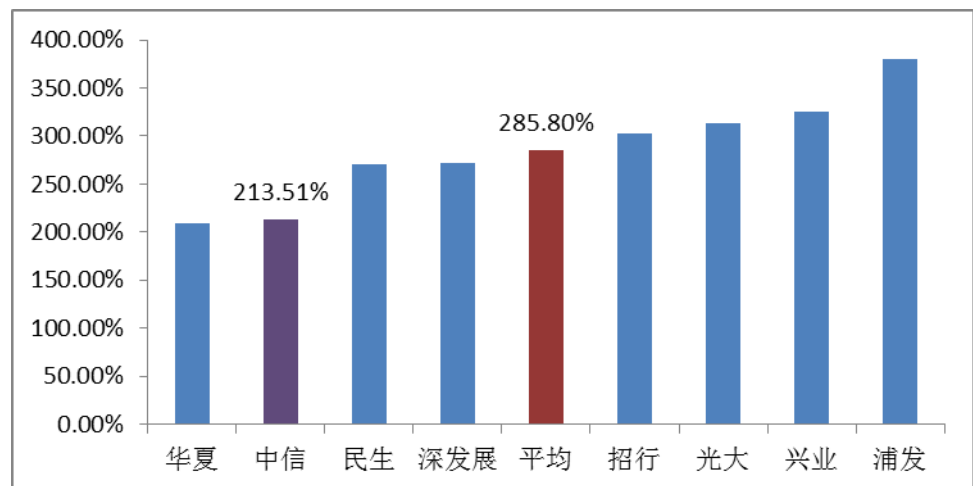
图表 14 中信银行信用成本率显著低于行业平均水平



资料来源：上市公司、东方证券研究所

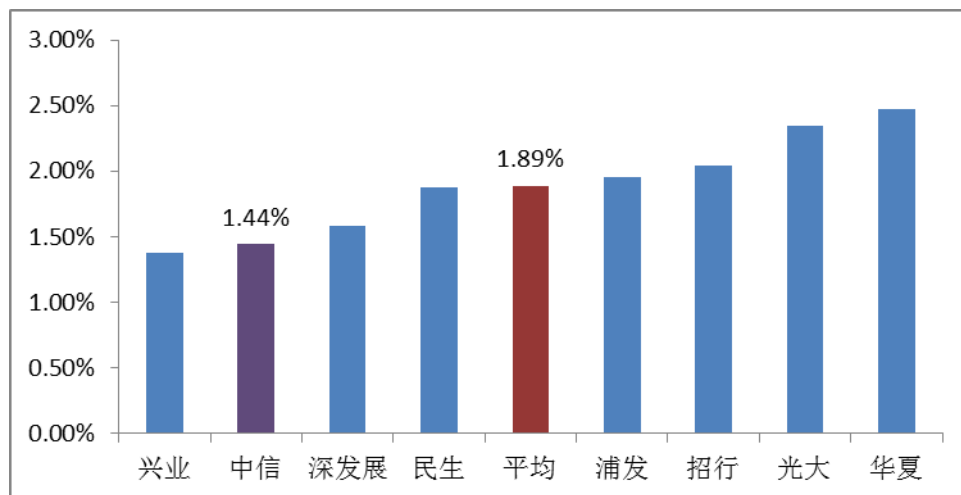
2010 年度中信银行计提拨备覆盖率为 213.51%，排名股份制商业银行倒数第二位，较平均水平低 72.29%。以 2010 年底中信银行的不良贷款基数 85.33 亿元来看，若想达到行业平均水平，需要多计提 61.69 亿元贷款减值准备，对于利润表的影响非常显著。拨贷比 1.44% 也较平均水平低 45bp。

图表 15 中信银行 2010 年拨备覆盖率在股份制商业银行中排名倒数第二



资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 16 中信银行 2010 年拨贷比在股份制商业银行中排名倒数第二



资料来源：上市公司、东方证券研究所

另一方面，中信银行 2010 年底单独计提覆盖率 55.40%，在 8 家股份制商业银行中排名第 5，组合计提覆盖率 1.07%，为 8 家中最低。

表格 5 中信单独计提、组合计提的覆盖率均处于较低水平

2010 年度	单独计提覆盖率	组合计提覆盖率
招行	61.04%	1.64%
中信	55.40%	1.07%
民生	48.82%	1.55%
兴业	56.39%	1.14%
浦发	47.34%	1.72%
光大	73.64%	1.81%
华夏	51.42%	1.89%
深发展	47.59%	1.31%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

拨备覆盖率体现出银行对于已经发生不良贷款的风险控制能力；拨贷比体现出对于整体贷款的风险控制能力；单独计提的覆盖率体现的是对于过去不良贷款的覆盖；组合计提覆盖率体现的是对于未来不良贷款的覆盖。中信银行低拨备覆盖率及拨贷比显现出银行目前对于贷款风险计提的拨备不是很充分，在这个前提下，较高的单独计提覆盖率及较低的组合计提覆盖率显现出银行原本就不充分的拨备更多的被用于覆盖过去的风险，对于未来的风险控制更弱。

2.3 贷款亮点：贷款整体结构较好，房地产等高风险贷款占比较低

房地产开发贷款占比较小，使得中信银行的贷款总体风险较小。面对日益高涨的房价，政府出台了多项限购、限价令，2010 年至 2011 年 7 月间共出台了 18 则通知，使得房地产业处于相对低迷的状态，房产成交量萎缩，房地产开发商资金链日益收紧。这也间接导致了房地产开发贷款的逾期、违约风险上升。

中信银行在从严审批的前提下适度支持抗风险能力较强的优质开发商开发的优质住宅项目。截止 2010 年底，中信银行目前共有房地产开发贷款 724.33 亿元，占贷款总额的 5.73%，占公司类贷款的 7.30%，在上市股份制商业银行中排名倒数第二，仅高于深发展银行，比平均水平低 3.21 个百分点。

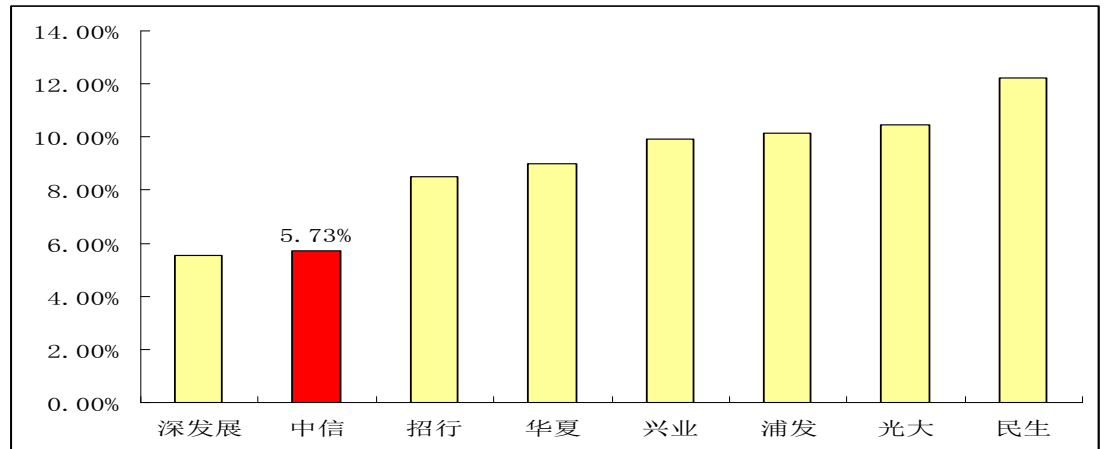
较为平均的贷款结构有望使得中信银行在目前资本市场较为疲弱的情况下较好的抵御来自不同行业的贷款风险。

表格 6 政府出台相关文件限制房地产市场非理性发展

发布日期	发布机构	政策
2010 年 1 月 10 日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 1 月 21 日	国土资源部	《国土资源部关于改进报国务院批准城市建设用地申报与实施工作的通知》
2010 年 3 月 9 日	财政部、国家税务总局联合	《关于首次购买普通住房有关契税政策的通知》
2010 年 3 月 10 日	国土资源部	《关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》
2010 年 4 月 13 日	住房和城乡建设部	《关于进一步加强房地产市场监管完善商品住房预售制度有关问题的通知》
2010 年 4 月 14 日	国务院办公厅	《新国四条》
2010 年 4 月 17 日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月 27 日	住建部	《关于加强经济适用住房管理有关问题的通知》
2011 年 5 月 26 日	国家税务总局	《关于土地增值税清算有关问题的通知》
2010 年 6 月 3 日	国家税务总局	《关于加强土地增值税征管工作的通知》
2010 年 9 月 27 日	国土部、住建部联合	《关于进一步加强房地产用地和建设管理调控的通知》
2010 年 9 月 29 日	央行、银监会联合	《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》
2010 年 11 月 3 日	住建部、财政部、人民银行、银监会联合	《关于规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》
2011 年 1 月 26 日	国务院办公厅	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月 26 日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步做好房地产市场调控工作的有关问题的通知》
2011 年 1 月 27 日	财政部	《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》
2011 年 3 月 14 日	全国人大	《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》
2011 年 7 月 12 日	国务院办公厅	《新国五条》

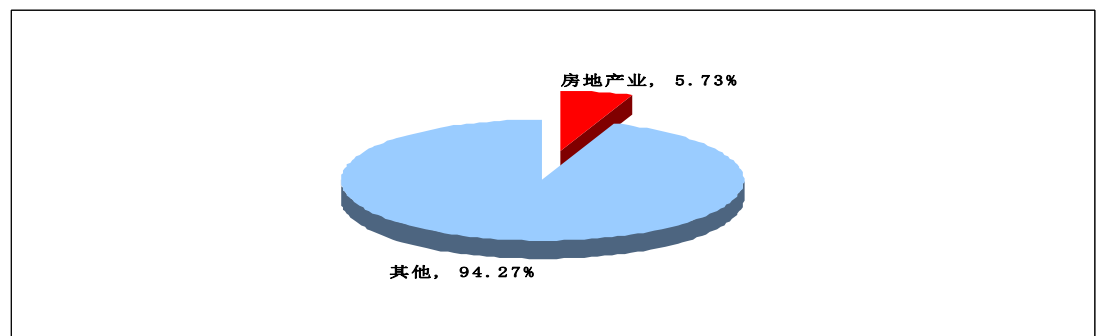
资料来源：政府公告、东方证券研究所

图表 17 中信银行房地产开发贷款占比在股份制商业银行中处于低位



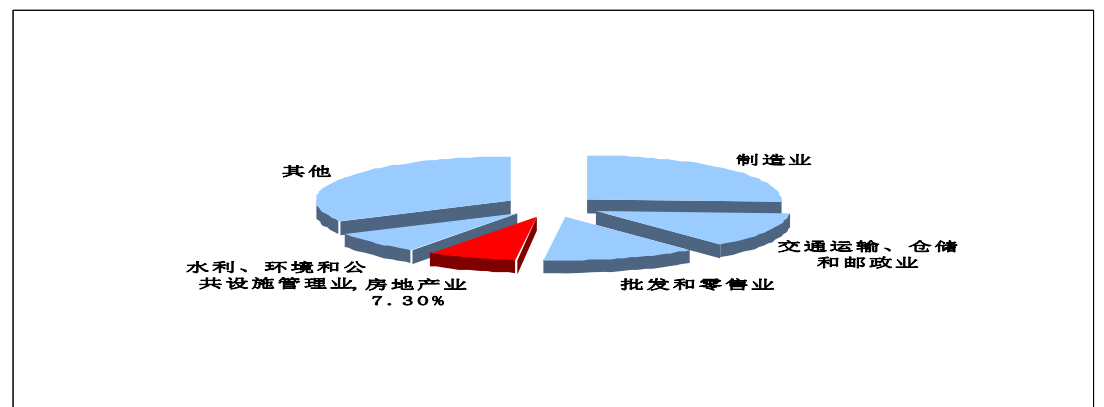
资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 18 房地产开发贷款占贷款总额比率



资料来源：东方证券研究所

图表 19 房地产开发贷款占公司类贷款总额比率



资料来源：东方证券研究所

2.4 结论：中信银行贷款质量长期向好

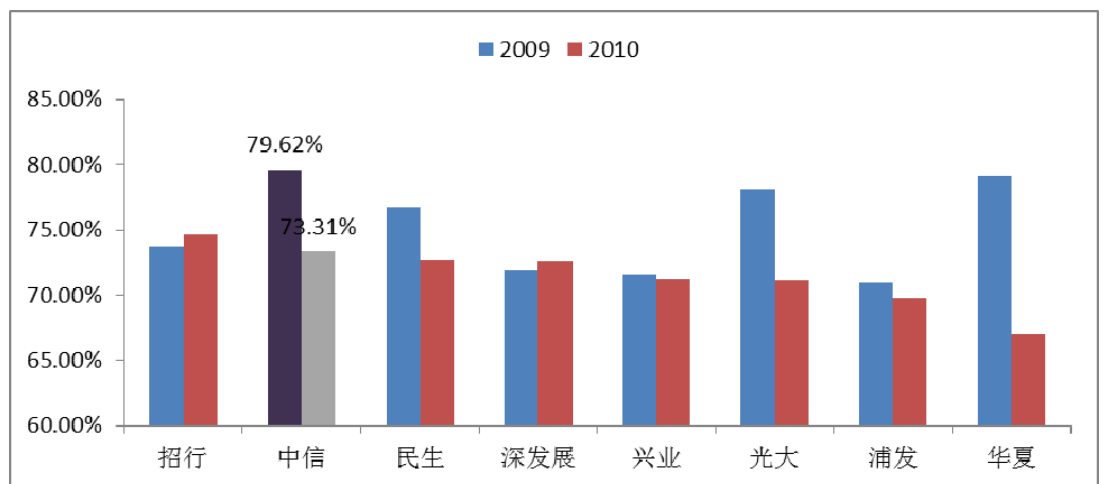
从拨贷比达标来看，中信银行的信用成本率和拨贷比都有所偏低，存在温和的加提拨备以实现 2.5% 拨贷比要求的压力。但中信银行贷款质量从长期来看已经显现出向好的未来趋势，中信银行也一直将改善贷款质量作为银行的重要目标，加之其贷款结构较好，未来中信银行贷款质量有望进一步改善。

3、存贷比偏高但未来存款质量有保证

3.1 存贷比偏高可能制约银行未来发展

中信银行的存贷比在上市股份制商业银行中一直处于高位，2009 年及 2010 年分别为 79.62% 及 73.31%，高于平均值 4.39% 及 1.76%，位列第一及第二位。

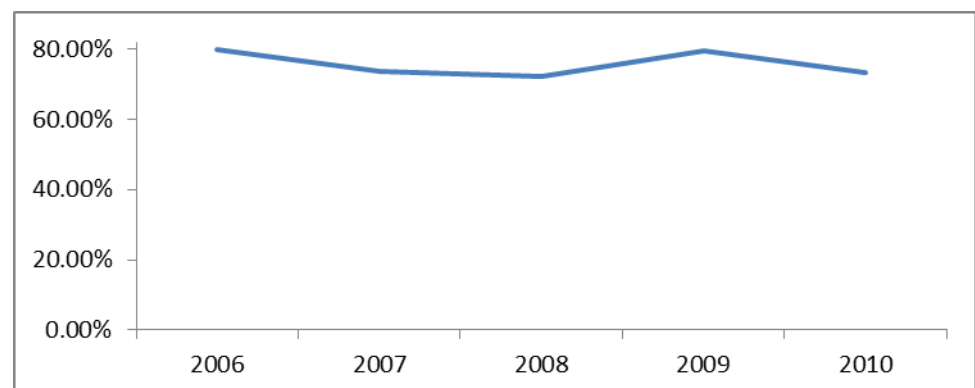
图表 20 较高的存贷比可能制约中信银行未来的发展



资料来源：上市公司、东方证券研究所

中信银行自 2006 年以来，存贷比一直居高不下。自 2006 年的 79.93% 降至 2008 年的 72.14% 后由上升至 2010 年的 73.31%。一直在上市股份制商业银行中处于较高的状态。

图表 21 中信银行 2006 至 2010 年存贷比变化趋势



资料来源：上市公司、东方证券研究所

3.2 未来的存款质量有保证

我们认为中信银行存款质量在未来是有保证的，

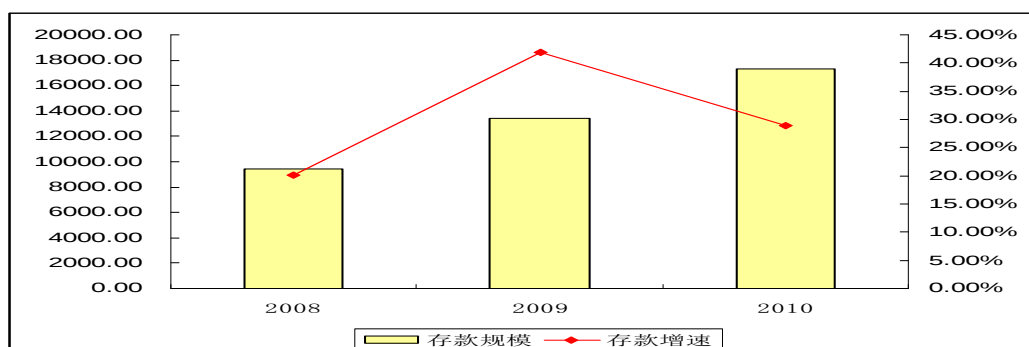
原因一：从中信银行存贷比高的成因来看，居高不下的存贷比主要是因为过快的贷款增长所导致，该因素可以通过控制贷款的发放来抑制。存贷比=贷款/存款，我们可以看到影响存贷比的两方面是存款及贷款增速。其实中信银行已经是近 3 年来上市股份制商业银行中存款增长最快的银行。不过在近 3 年来中信银行的贷款增长也是上市股份制商业银行中最快的，而且增幅超过了存款的增幅。从表 7 及表 8 中可以看到，3 年来存款规模增加了 98.05% 同期贷款规模增加了 103.76%。

表格 7 中信银行在股份制商业银行近 3 年存款规模增幅中处于领先地位

	2008	2011H	增幅
	存款规模（亿元）		
南京	627.31	1651.92	163.33%
宁波	762.22	1727.24	126.61%
中信	9458.35	18732.27	98.05%
民生	7857.86	15365.86	95.55%
兴业	6324.26	12229.79	93.38%
光大	6051.70	11373.00	87.93%
北京	3158.40	5886.35	86.37%
浦发	9472.94	17509.17	84.83%
深发展	3605.14	6324.97	75.44%
交行	18658.15	31579.75	69.25%
华夏	4853.50	8175.92	68.45%
招行	12506.48	20927.58	67.33%
农行	60974.28	97065.87	59.19%
中行	51733.52	80964.31	56.50%
建行	63759.15	98921.08	55.15%
工行	82234.46	120471.38	46.50%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 22 中信银行 2008 至 2010 年存款规模及增速示意



资料来源：上市公司、东方证券研究所

表格 8 中信银行在股份制商业银行近 3 年贷款规模增幅中处于领先地位

	2008	2011H	增幅	2008	2011H	增幅
	贷款总额规模（亿元）			贷款净额规模（亿元）		
中信	6649.24	13548.19	103.76%	6513.52	13347.24	104.92%
兴业	4993.86	9452.76	89.29%	4899.86	9329.31	90.40%
光大	4645.74	8505.72	83.09%	4505.21	8300.86	84.25%
招行	8743.62	15547.92	77.82%	8527.54	15216.72	78.44%
浦发	6975.65	12374.07	77.39%	6812.67	12136.87	78.15%
民生	6583.60	11422.74	73.50%	6464.75	11182.95	72.98%
华夏	3554.78	5706.75	60.54%	3456.68	5554.65	60.69%
深发展	2837.41	4484.84	58.06%	2817.15	4409.91	56.54%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

原因二：依托于集团背景，中信拥有雄厚客户资源，议价能力也逐年提升，因此中信银行的存款成本率在上市股份制商业银行中也是属于较低的水平，而较低的成本率可以为中信银行提供更多廉价的存款。也使得中信银行在贷款定价方面有更多的回旋余地，较其他股份制商业银行更具优势。

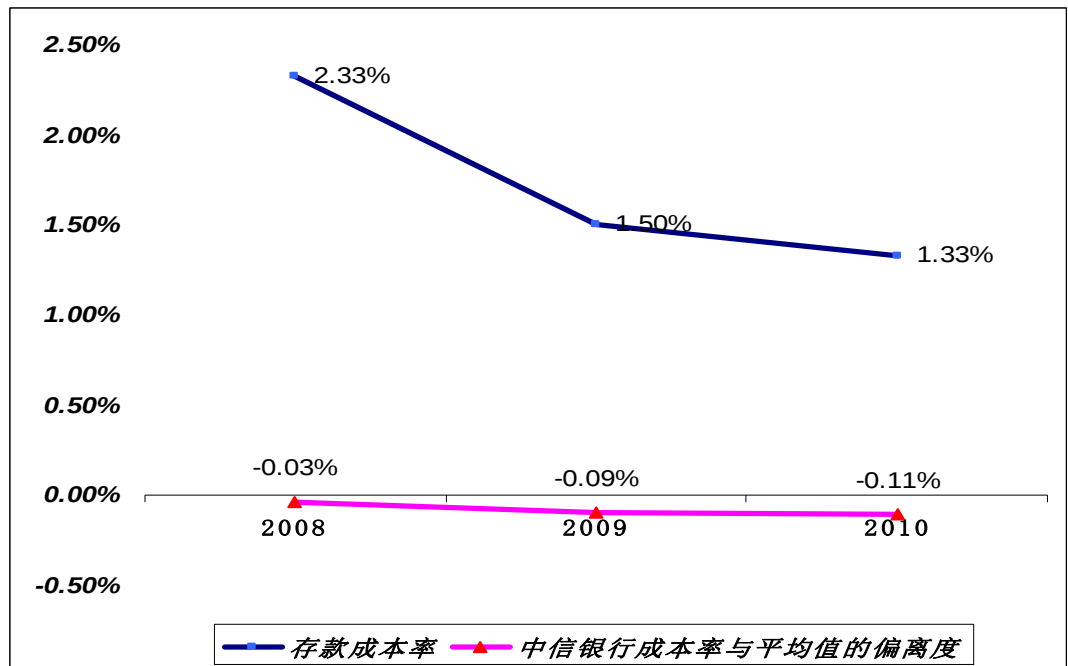
2008 至 2010 年中信银行存款成本率分别为 2.33%、1.50%及 1.33%仅高于招行银行，较平均值分别低 0.03%、0.09%及 0.11%。且呈现持续下降的趋势。

表格 9 中信银行各年存款成本率均处于较低水平

存款成本率	2008	2009	2010
平均值	2.36%	1.59%	1.44%
中信	2.33%	1.50%	1.33%
招行	2.03%	1.44%	1.24%
民生	2.60%	1.66%	1.53%
兴业	2.32%	1.56%	1.46%
光大	2.31%	1.69%	1.54%
深发展	2.59%	1.69%	1.53%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 23 中信银行持续下降的存款成本率



资料来源：上市公司、东方证券研究所

3.3 结论：存贷比偏高现象有望得到改善、存款质量有保证

虽然中信银行存贷比高的现象客观存在，但是考虑到主要原因是贷款增速过快所致，由于贷款的发放是可控的，我们认为未来贷款增长放缓，将能显著改善存贷比。同时，中信银行的存款成本逐步降低，且存款增速也相当可观，因此会进一步改善存款的质量。

4、资本充足率及核心资本充足率处于行业领先水平

充足的资本及核心资本使得中信银行再融资压力较小，业务规模扩张的能力较强。

中信银行资本充足率历来在上市股份制商业银行中处于领先水平，2008 年该指标为 14.32%，位列第一，比第二位的华夏银行高出 2.92 个百分点，较平均水平高出 3.78 个百分点。其后 2009 年由于贷款规模的高速增长，导致资本充足率出现一定幅度的下滑，10.14%略低于行业平均水平，但自 2010 年起资本充足率又重新提升至行业第三位，较平均水平高 0.28 个百分点。截止 2011 年中期，资本充足率为 11.40% 较平均水平高 0.07 个百分点。

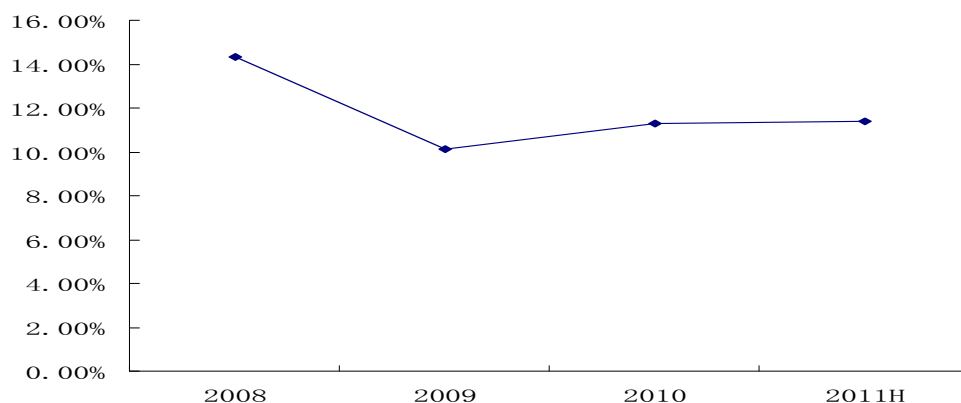
表格 10 中信银行资本充足率处于行业领先水平

资本充足率	2008	2009	2010	2011H
招行	11.34%	10.45%	11.47%	11.05%
中信	14.32%	10.14%	11.31%	11.40%
民生	9.22%	10.83%	10.44%	10.73%
兴业	11.29%	10.75%	11.22%	11.22%

浦发	9.07%	10.34%	12.02%	11.50%
光大	9.10%	10.39%	11.02%	10.82%
华夏	11.40%	10.20%	10.58%	13.32%
深发展	8.58%	8.87%	10.19%	10.58%
平均值	10.54%	10.25%	11.03%	11.33%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 24 中信银行 2008 至 2010 年资本充足率变化



资料来源：上市公司、东方证券研究所

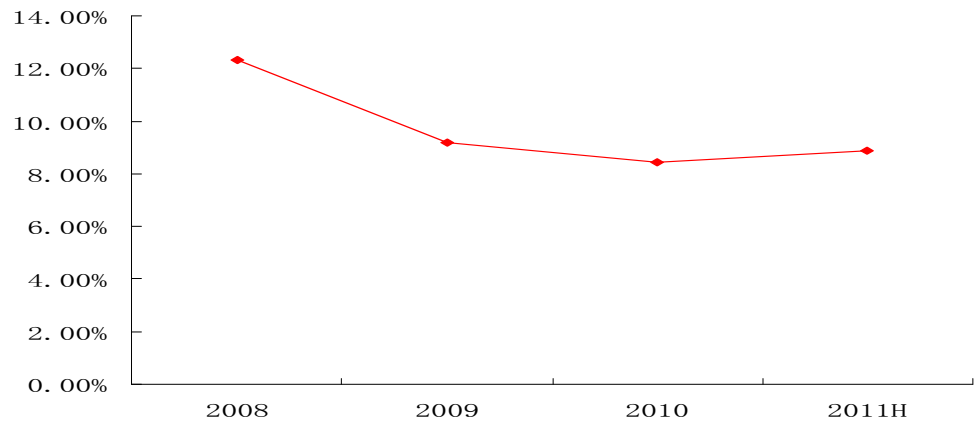
核心资本充足率自 2008 年起一直超过行业平均水平，分别高出 5.04、1.83、0.37 及 0.53 个百分点。在 2008 及 2009 年均排位同业第一。2008 年至 2010 年出现小幅下滑，至 2011 年中期有所回升。

表格 11 中信银行核心资本充足率处于行业领先水平

核心资本充足率	2008	2009	2010	2011H
招行	6.56%	6.63%	8.04%	7.81%
中信	12.32%	9.17%	8.45%	8.87%
民生	6.60%	8.92%	8.07%	7.75%
兴业	9.00%	7.91%	8.80%	8.24%
浦发	5.03%	6.90%	9.37%	9.16%
光大	5.98%	6.84%	8.15%	8.06%
华夏	7.46%	6.84%	6.65%	9.80%
深发展	5.27%	5.52%	7.10%	7.01%
平均值	7.28%	7.34%	8.08%	8.34%

资料来源：上市公司、东方证券研究所

图表 25 中信银行 2008 至 2010 年核心资本充足率变化



资料来源：上市公司、东方证券研究所

中信银行目前的 ROE（净利润/年初股东权益）有望维持在不低于 20% 的水平，若分红率保持在 10%，则内生利润留存可持续增速 = $20\% \times (1 - 10\%) = 18\%$ ，支持每年的信贷扩张没有问题，未来的发展对于融资的需求较小。

5、盈利预测及投资建议

我们预计中信银行 2011-2013 年净利润将分别达到 308.63、365.16 和 423.30 亿元，净利润增速分别为 43.49%、18.31% 和 18.39%。预测 2011-2013 年的 EPS 为 0.66、0.78、0.92 元。当前股价对应 2011-2013 年 6.73/5.69/4.81 倍 PE 和 1.20/1.02/0.87 倍 PB。

核心假设

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.37%	0.50%	0.50%	0.50%
净息差	2.57%	2.84%	2.87%	2.84%
贷款增速	18.64%	15.00%	15.00%	15.00%
存款增速	28.98%	15.00%	15.00%	15.00%

50BP 左右的信用成本率基本能够满足拨贷比的达标要求。根据我们的测算，若假设（1）中信银行基本不再进行核销，因此拨备的消耗降低至最低水平；（2）贷款每年保持 15% 的增长，那么 50BP 的信用成本率可以保证拨贷比到 2016 年年底达到 2.5% 以上。

DDM 模型：在第二阶段增长率 8%、长期增长率 6%、无风险利率 3.5%、 $\beta = 1$ 、 $K_e = 11\%$ 的前提条件下，我们得出绝对估值模型下每股价值为 7.29。

敏感性测试									
Ke	长期增长率(g)								
	4.00%	4.50%	5.00%	5.50%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%
8.50%	10.17	11.05	12.19	13.71	15.84	19.02	24.34	34.96	66.84
9.00%	8.97	9.64	10.47	11.54	12.97	14.98	17.98	22.98	32.99
9.50%	8.00	8.51	9.14	9.93	10.94	12.28	14.17	16.99	21.71
10.00%	7.19	7.60	8.08	8.67	9.41	10.36	11.63	13.41	16.07
10.50%	6.52	6.84	7.22	7.67	8.23	8.93	9.83	11.02	12.69
11.00%	5.94	6.20	6.50	6.86	7.29	7.82	8.47	9.32	10.45
11.50%	5.44	5.65	5.90	6.19	6.52	6.93	7.42	8.04	8.84
12.00%	5.01	5.19	5.39	5.62	5.89	6.21	6.59	7.06	7.64
12.50%	4.63	4.78	4.94	5.13	5.35	5.60	5.91	6.27	6.71
13.00%	4.30	4.42	4.56	4.71	4.89	5.10	5.34	5.62	5.96
13.50%	4.00	4.11	4.22	4.35	4.50	4.67	4.86	5.09	5.36

综合考虑：

- 1) 目前银行股整体估值处于历史底部，平均2010和2011年PE分别为9.88/7.43倍，2010和2011年PB分别为1.68/1.36倍；
- 2) 中信银行目前估值水平低于上市股份制商业银行平均水平（上市股份制商业银行2010和2011年PE为10.02/7.19，PB为1.76/1.36倍）；
- 3) 中信银行的特色业务及存贷款质量问题。

我们认为中信银行目前估值处于底部，具有投资价值，2011PB应保持行业平均水平之上1.40倍左右，对应目标价为5.16元，首次给予公司“增持”评级。

表格 12 中信银行的估值水平偏低

名称	股价	PE			PB		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
工商银行	4.41	9.32	7.56	6.63	1.88	1.58	1.37
建设银行	4.87	9.03	6.90	5.93	1.75	1.50	1.28
中国银行	3.03	8.10	6.85	5.94	1.31	1.15	1.03
农业银行	2.75	9.41	6.80	5.55	1.65	1.40	1.18
交通银行	5.08	8.05	6.27	5.14	1.41	1.21	1.04
招商银行	12.86	10.77	7.44	7.33	2.07	1.68	1.43
中信银行	4.44	9.66	6.73	5.69	1.73	1.20	1.02
民生银行	6.54	9.94	6.94	6.40	1.68	1.37	1.16
兴业银行	14.17	8.25	6.33	5.63	1.66	1.36	1.16
浦发银行	9.39	9.13	6.55	5.48	1.42	1.22	1.06
光大银行	3.02	9.55	7.01	5.80	1.50	1.29	1.12
华夏银行	11.8	13.49	10.21	8.59	2.28	1.30	1.18
深发展 A	16.83	9.33	6.28	5.75	1.75	1.41	1.17
北京银行	10.15	9.29	8.07	6.80	1.49	1.19	1.04
南京银行	9.78	12.52	9.32	7.65	1.54	1.35	1.18
宁波银行	9.9	12.30	9.56	8.32	1.80	1.55	1.34
上市银行平均水平		9.88	7.43	6.42	1.68	1.36	1.17

股份制商业银行平均水平	10.02	7.19	6.33	1.76	1.36	1.16
-------------	-------	------	------	------	------	------

资料来源：东方证券研究所

6、风险因素

宏观经济风险

宏观经济下行可能导致实体企业生存环境恶化，造成银行吸收存款困难增加，发放贷款产生损失的可能性增大。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）					其他指标				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	72,460	99,189	108,189	124,880	信用成本率	0.37%	0.50%	0.50%	0.50%
利息支出	24,325	36,308	34,446	39,296	股利收益率	1.98%	2.48%	2.97%	4.40%
净利息收入	48,135	62,880	73,743	85,585	P/S	3.11	2.81	2.39	2.04
手续费和佣金净收入	5,696	8,380	10,636	13,416	P/POP	5.22	4.46	3.77	3.22
营业收入	55,765	73,960	87,099	101,993	每股拨备前利润	0.85	1.00	1.18	1.38
营业税金及附加	3,685	5,095	6,001	7,027	不良贷款率	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%
业务及管理费	18,862	22,257	26,041	30,468	拨备覆盖率	213.51%	235.94%	246.24%	256.99%
资产减值损失	5,249	6,699	7,695	8,822	拨备充足率	398.80%	440.68%	459.93%	480.01%
营业支出	27,796	34,052	39,736	46,316					
营业利润	27,969	39,908	47,363	55,676					
利润总额	28,695	40,743	48,323	56,781					
所得税	6,916	9,583	11,481	13,191					
净利润	21,509	30,863	36,516	43,230					
EPS	0.46	0.66	0.78	0.92					

资产负债表（人民币百万元）					CAMEL 分析				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,081,314	2,439,586	2,814,519	3,254,960	C:核心资本充足率	8.45%	10.64%	10.92%	11.21%
现金及存放央行	256,323	392,834	411,141	446,258	C:资本充足率	11.31%	13.60%	13.85%	14.12%
存放同业	81,955	84,414	105,517	121,345	C:权益/贷款	9.64%	13.50%	12.34%	12.64%
拆出资金	48,633	50,092	62,615	72,007	C:权益/资产	5.77%	7.07%	7.20%	7.32%
买入返售金融资产	147,632	152,061	187,035	215,090	A:不良贷款比率	0.67%	0.66%	0.65%	0.64%
发放贷款和垫款	1,246,026	1,431,183	1,640,900	1,885,989	A:拨备覆盖率	213.51%	235.94%	246.24%	256.99%
交易性金融资产	0	0	0	0	A:拨备充足率	398.80%	440.68%	459.93%	480.01%
证券投资-可供出售金融资产	136,976	149,304	186,630	237,020	A:贷款总额准备金率	1.44%	1.56%	1.61%	1.66%
证券投资-持有至到期投资	129,041	140,655	175,818	225,048	A:不良资产/（权益+拨备）	6.17%	4.93%	4.75%	4.58%
总负债	1,956,776	2,262,448	2,606,432	3,010,705	E:ROA	1.05%	1.28%	1.31%	1.34%
同业及其他金融机构存放	141,663	169,996	203,995	244,794	E:ROE	17.90%	17.89%	17.96%	18.07%
拆入资金	7,072	8,486	10,184	12,220	E:ROAA	1.12%	1.37%	1.39%	1.42%
交易性金融负债	10,729	12,875	15,450	18,540	E:ROAE	19.29%	21.09%	19.43%	19.54%
卖出回购	4,381	15,000	15,000	18,000	E:成本收入比	33.82%	30.09%	29.01%	29.87%
客户存款	1,730,816	1,990,438	2,289,004	2,632,355	E:手续费和佣金收入占比	10.21%	11.33%	12.21%	13.15%
股东权益	120,175	172,557	203,277	239,204	E:股利分配比例	23.99%	20.00%	20.00%	20.00%
股本	39,033	46,787	46,787	46,787	L:人民币存贷比	71.70%	78.29%	78.26%	78.22%
资本公积	30,942	49,009	49,386	49,386	L:外汇存贷比	75.09%	0.00%	0.00%	0.00%
盈余公积	5,618	5,618	5,618	5,618	L:平均存贷比	71.99%	71.90%	71.87%	71.83%
未分配利润	30,576	57,137	87,480	123,407	L:贷款平均余额/生息资产平均余额	64.32%	60.72%	59.99%	59.61%
少数股东权益	4,363	4,581	4,810	5,051	L:生息资产平均余额/总资产平均余额	99.12%	99.10%	99.07%	99.08%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn