

中信银行 (601998.SH) 银行业

评级：持有 维持评级

业绩点评

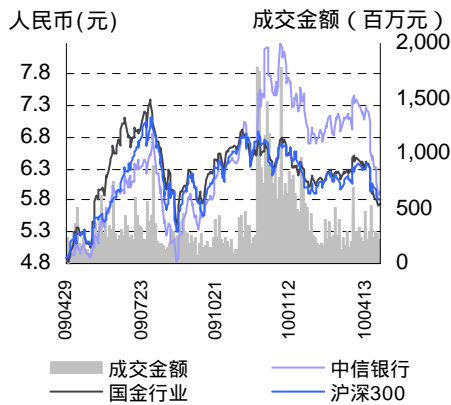
市价(人民币)：5.93元

09 年报&2010 年一季报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 26,417.71 |
| 流通港股(百万股) | 10,791.90 |
| 总市值(百万元) | 231,467.73 |
| 年内股价最高最低(元) | 8.29/4.80 |
| 沪深 300 指数 | 3097.35 |
| 上证指数 | 2900.33 |



相关报告

1. 《3 季报点评-息差快速反弹》，2009.10.27
2. 《中报点评》，2009.8.28
3. 《短期影响有限,关注国际战略平台整合》，2009.5.11

陈建刚 联系人
(8621)61038264
chenjg@gjqz.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130210020002
(8621)61038295
zhangying@gjqz.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260
(8621)61038291
liweiqi@gjqz.com.cn

业绩简评

- 中信银行 2009 年实现净利润 143.2 亿元，EPS0.37，同比增长 9.03%，略低于我们预期，原因在于公司 4 季度费用计提力度超出预期，09 年 4 季度单季营业费用率 57.28%，大幅度高于前三季度 31.05%的水平。
- 中信银行 2010 年 1 季度实现净利润 43.12 亿元，EPS0.11 元，同比增长 33.54%，基本符合我们预期。2010 年 1 季度业绩大幅增长主要源于规模快速扩张。

经营分析

- **业绩增长关键源于规模扩张。**规模扩张贡献 2009 及 2010 年 1 季度业绩增长 50.17%和 30.29%，是公司业绩增长的关键原因。09 年生息资产/计息负债同比增长 50.17%/53.89%，其中存/贷款同比增长 41.88%和 61.38%，是规模扩张的主要动力。2010 年 1 季度公司规模有所收缩，生息资产/计息负债环比 09 年末增长-2.26%/1.75%，但存贷款环比增长 8.34%/4.79%；规模收缩主要源于同业资产规模的下降。
- **息差反弹趋势波折。**09 年 3 季度公司大幅压缩票据贴现占比，从中期的 19%压缩至 3 季末的 9%左右，相应的 3 季末息差较中期快速反弹 14BP 至 2.61%。09 年公司全年日均净息差为 2.51%，较 3 季度有所下降，我们判断这可能是因为 10 月份完成收购中信国金的影响。2010 年 1 季度，公司循环净息差较 09 年继续下降 10BP 至 2.49%，具体的原因由于季报披露信息有限，我们无法确定。
- **资产负债结构调整值得思考。**09 年上半年公司资金主要配置于贷款投放，受同业利率过低影响，公司同业资产持续下降。进入下半年，受贷款投放额度控制影响及同业利率的回升，公司同业资产/负债快速增加，其中 4 季度环比增长 100%/180%。2010 年 1 季度公司存款环比增长 8.34%，远高于贷款 4.79%的环比增速，我们判断是考虑 75%的存贷比监管要求。虽然 1 季度同业利率保持稳定，但公司同业资产/负债缺环比大幅下降 17.87%/49.84%，由此带来生息资产/计息负债环比下降 2.26%/1.75%，而从其他上市银行反馈的信息 1 季度同业业务的利差是具备较强吸引力的。
- **资产质量稳定：**虽然 09 年末公司不良贷款余额较 3 季末环比增加 6.41 亿，但不良贷款率持续下降，09 年末为 0.95%。1 季度公司不良贷款余额与不良率实现双降，不良率为 0.84%，不良贷款余额较年末下降 9.1 亿元。不良贷款覆盖率从 09 年末的 149.36%提高至 170.08%。

盈利调整

- 我们预计公司 2010/2011 实现净利润 188.85/239.93 亿, EPS0.48/0.62 元的盈利预测，净利润同比增长 31.88%和 27.05%。

投资建议

- 目前股价对应 1.95x10PB/12.25x10PE 和 1.73x11PB/9.65x11PE，估值水平处于行业平均水平，维持“持有”的投资建议。

图表1：中信银行业绩增长分拆
单季环比增长业绩分拆

| 业绩增长分拆 | 4Q08 | 1Q09 | 1H09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
|--------|---------|---------|--------|--------|---------|--------|
| 规模增长 | 8.94% | 6.14% | 11.69% | 2.13% | 24.04% | -2.26% |
| 净息差 | -19.01% | -20.64% | -4.08% | 15.94% | 4.20% | -7.15% |
| 非息收入 | -4.14% | 4.71% | -1.62% | -3.04% | 6.60% | -1.41% |
| 成本 | -4.28% | 2.78% | 13.70% | -7.83% | -53.30% | 48.57% |
| 拨备 | -63.96% | 356.63% | -0.84% | 5.66% | -8.81% | 1.13% |
| 税收 | -0.62% | 23.14% | -0.61% | 1.01% | 0.08% | 0.35% |

累积同比增长业绩同比

| 业绩同比 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利息收入 | 41.87% | -11.69% | -14.45% | -12.96% | -4.65% | 30.04% |
| 利息支出 | 48.63% | -0.74% | -9.12% | -13.85% | -11.54% | 5.09% |
| 净利息收入 | 37.91% | -18.05% | -17.63% | -12.42% | -0.30% | 47.59% |
| 非利息净收入 | 146.04% | 55.89% | 1.19% | -10.60% | 18.24% | 40.09% |
| 营业收入 | 44.52% | -12.65% | -15.69% | -12.22% | 1.63% | 46.62% |
| 营业支出 | 37.02% | -5.35% | -15.54% | -13.50% | 18.41% | 50.09% |
| 拨备前利润 | 49.99% | -17.24% | -15.79% | -11.40% | -9.53% | 44.12% |
| 拨备 | 121.89% | 86.33% | -11.11% | -27.29% | -60.50% | 110.20% |
| 税前利润 | 33.64% | -22.84% | -16.38% | -9.12% | 9.71% | 35.48% |
| 所得税 | -8.74% | -22.56% | -16.69% | -11.04% | 6.30% | 32.38% |
| 税后利润 | 58.43% | -22.94% | -16.28% | -8.48% | 9.03% | 33.54% |

业绩增长分拆

| 业绩增长分拆 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 规模增长 | 16.73% | 16.51% | 25.82% | 31.89% | 50.17% | 38.29% |
| 净息差 | 21.18% | -34.56% | -43.46% | -44.31% | -50.46% | 9.31% |
| 非息收入 | 6.61% | 5.41% | 1.94% | 0.20% | 1.93% | -0.98% |
| 成本 | 5.46% | -4.59% | -0.09% | 0.82% | -11.17% | -2.50% |
| 拨备 | -16.35% | -5.61% | -0.59% | 2.28% | 19.24% | -8.64% |
| 税收 | 24.79% | -0.09% | 0.10% | 0.64% | -0.68% | -1.94% |

来源：国金证券研究所

图表2：中信银行生息资产扩张

| 同比增长 | 1Q08 | 1H08 | 3Q08 | 2008 | 1Q09 | 1H09 | 3Q09 | 2009 | 1Q10 |
|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 生息资产 | 37.21% | 28.42% | 16.91% | 16.73% | 16.51% | 25.82% | 31.89% | 50.17% | 38.29% |
| 贷款 | 21.65% | 18.22% | 19.23% | 15.03% | 37.84% | 56.23% | 52.20% | 61.38% | 33.90% |
| 其中企业贷款 | n.a. | 15.48% | n.a. | 16.26% | n.a. | 61.07% | n.a. | n.a. | n.a. |
| 其中个人贷款 | n.a. | 44.24% | n.a. | 15.34% | n.a. | 19.50% | n.a. | n.a. | n.a. |
| 投资 | 61.58% | 46.55% | 19.95% | 21.28% | -14.86% | -22.52% | -10.37% | 4.22% | 8.06% |
| 同业 | 66.70% | 43.08% | 8.08% | 17.54% | -7.31% | -4.95% | 12.68% | 55.84% | 79.82% |
| 季度环比增长 | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
| 生息资产 | 6.34% | 3.42% | -2.57% | 8.94% | 6.14% | 11.69% | 2.13% | 24.04% | -2.26% |
| 贷款 | 5.40% | 4.49% | 2.90% | 1.51% | 26.30% | 18.43% | 0.24% | 7.63% | 4.79% |
| 其中企业贷款 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 其中个人贷款 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 投资 | 36.06% | 12.43% | -16.20% | -5.38% | -4.49% | 2.31% | -3.06% | 10.01% | -0.96% |
| 同业 | -9.74% | -7.50% | -2.61% | 44.55% | -28.83% | -5.14% | 15.46% | 99.91% | -17.87% |

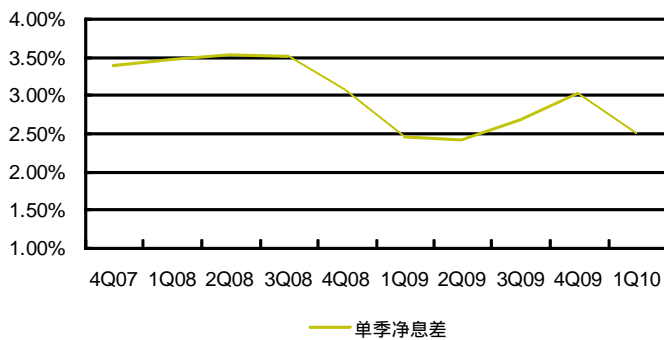
来源：国金证券研究所

图表3：中信银行计息负债扩张

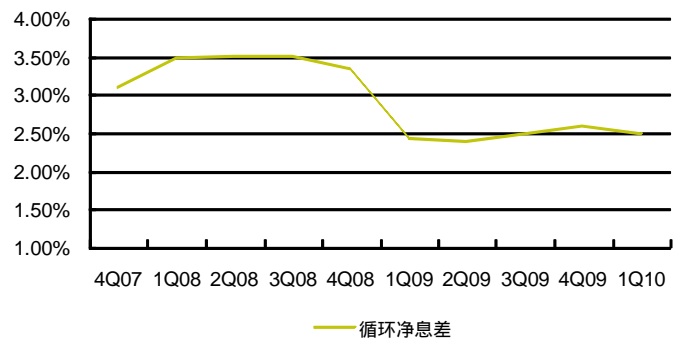
| 同比增长 | 1Q08 | 1H08 | 3Q08 | 2008 | 1Q09 | 1H09 | 3Q09 | 2009 | 1Q10 |
|--------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 计息负债 | 35.10% | 29.52% | 16.90% | 17.12% | 17.02% | 26.68% | 34.17% | 53.89% | 42.12% |
| 存款 | 26.44% | 27.47% | 21.25% | 20.15% | 30.51% | 38.13% | 38.31% | 41.88% | 37.14% |
| 活期存款 | n.a | 21.52% | n.a | 21.52% | n.a | 21.52% | n.a | 21.52% | n.a |
| 定期存款 | n.a | 30.93% | n.a | 30.93% | n.a | 30.93% | n.a | 30.93% | n.a |
| 债券 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 53.52% | 3.24% |
| 同业 | 30.02% | 0.80% | -33.14% | 11.62% | -41.75% | 45.35% | 8.23% | 180.14% | -49.84% |
| 季度环比增长 | 1Q08 | 2Q08 | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | 1Q10 |
| 计息负债 | 6.47% | 3.95% | -3.54% | 9.71% | 6.38% | 12.53% | 2.17% | 25.82% | -1.75% |
| 存款 | 3.18% | 4.58% | 1.57% | 9.62% | 12.08% | 10.68% | 1.71% | 12.45% | 8.34% |
| 活期存款 | | | | | | | | | |
| 定期存款 | | | | | | | | | |
| 债券 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 53.52% | 3.24% |
| 同业 | 30.02% | 0.80% | -33.14% | 11.62% | -41.75% | 45.35% | 8.23% | 180.14% | -49.84% |

来源：国金证券研究所

图表4：中信银行单季净息差



图表5：中信银行循环净息差



来源：国金证券研究所

图表6：中信银行贷款质量

| 中信银行(601998.sh): 资产质量 (RMB 百万) | | | | | | | | | | |
|--------------------------------|----------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| | 2004 | 2005 | 2006 | 1H07 | 2007 | 1H08 | 2008 | 1H09 | 2009 | 1Q10 |
| 五级分类 | | | | | | | | | | |
| 正常类 | 270,125 | 339,702 | 440,352 | 514,082 | 554,892 | 612,543 | 641,463 | 968,461 | 1,047,265 | |
| 关注类 | 17,166 | 15,241 | 11,250 | 11,604 | 11,824 | 12,067 | 14,415 | 10,495 | 8,227 | |
| 次级类 | 3,557 | 2,685 | 1,981 | 2,119 | 915 | 1,683 | 1,001 | 1,526 | 3,235 | |
| 可疑类 | 9,316 | 8,781 | 7,404 | 7,459 | 7,085 | 6,906 | 6,948 | 6,377 | 5,201 | |
| 损失类 | 6,407 | 3,845 | 2,180 | 255 | 492 | 613 | 1,097 | 1,889 | 1,721 | |
| 不良贷款总额 | 19,280 | 15,311 | 11,565 | 9,833 | 8,492 | 9,202 | 9,046 | 9,792 | 10,157 | 9,247 |
| 增加额 | | (3,969.00) | (3,746.00) | (1,732.00) | (1,341.00) | 710.00 | 81.00 | 875.00 | 641.91 | (910.46) |
| 贷款总额 | 306,571 | 370,254 | 463,167 | 535,519 | 575,208 | 633,812 | 664,924 | 988,748 | 1,065,649 | 1,100,778 |
| 关注类占贷款比重 | 5.60% | 4.12% | 2.43% | 2.17% | 2.06% | 1.90% | 2.17% | 1.06% | | |
| 次级占不良贷款比重 | 18.45% | 17.54% | 17.13% | 21.55% | 10.77% | 18.29% | 11.07% | 15.58% | | |
| 可疑占不良贷款比重 | 48.32% | 57.35% | 64.02% | 75.86% | 83.43% | 75.05% | 76.81% | 65.12% | | |
| 损失占不良贷款比重 | 33.23% | 25.11% | 18.85% | 2.59% | 5.79% | 6.66% | 12.13% | 19.29% | | |
| 不良贷款率 (reported) | | | | | | | | | | |
| 不良贷款率 | 6.29% | 4.14% | 2.50% | 1.84% | 1.48% | 1.45% | 1.36% | 0.99% | 0.95% | 0.84% |
| 不良贷款准备 | (14,958) | (12,230) | (9,786) | (8,377) | (9,342) | (10,620) | (14,000) | (15,121) | (15,170) | (15,727) |
| 一般准备 | (2,260) | (2,382) | (2,663) | (3,221) | (3,921) | (4,810) | (7,510) | (8,311) | (9,781) | |
| 专项准备 | (12,698) | (9,848) | (7,123) | (5,156) | (5,421) | (5,810) | (6,490) | (6,810) | (5,389) | |
| 不良贷款覆盖率 | 77.58% | 79.88% | 84.62% | 85.19% | 110.01% | 115.41% | 154.76% | 154.42% | 149.36% | 170.08% |
| 不良贷款覆盖率 (剔除损失类) | 66.43% | 73.13% | 81.04% | 84.80% | 110.63% | 116.51% | 162.32% | 167.43% | 159.42% | |
| 不良贷款拨备 | (1,653) | (1,102) | (1,762) | (1,162) | (2,988) | (1,422) | (5,565) | (1,176) | (2,320) | (1,175) |
| 当期拨备/不良贷款 | 8.57% | 7.20% | 15.24% | 11.82% | 35.19% | 30.91% | 61.52% | 24.02% | 22.84% | 50.83% |
| 当期拨备/贷款总额(风险成本) | 0.54% | 0.33% | 0.42% | 0.51% | 0.58% | 0.49% | 0.90% | 0.28% | 0.27% | 0.43% |
| 一般准备/非不良贷款 | 0.79% | 0.77% | 0.59% | 0.65% | 0.69% | 0.82% | 1.23% | 1.05% | 1.02% | |
| 专项准备/不良贷款 | 65.86% | 64.32% | 61.59% | 52.44% | 63.84% | 63.14% | 71.74% | 69.55% | 53.06% | |

来源：国金证券研究所

图表7：中信银行盈利预测

中信银行(601998.SH)：利润表

| YE 31 Dec (RMB 百万) | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 利息收入 | 17,795 | 22,511 | 29,490 | 41,494 | 58,867 | 56,131 | 75,623 | 95,408 | 115,890 |
| 利息支出 | (7,412) | (9,851) | (13,017) | (15,324) | (22,776) | (20,147) | (26,911) | (32,672) | (38,748) |
| 净利息收入 | 10,383 | 12,660 | 16,473 | 26,170 | 36,091 | 35,984 | 48,712 | 62,736 | 77,142 |
| 手续费及佣金净收入 | 318 | 418 | 759 | 2,080 | 3,045 | 4,220 | 5,395 | 6,834 | 8,696 |
| 其他非息收入 | 406 | 538 | 648 | (375) | 1,150 | 740 | 740 | 740 | 740 |
| 非利息净收入 | 724 | 956 | 1,407 | 1,705 | 4,195 | 4,960 | 6,135 | 7,574 | 9,436 |
| 营业收入 | 11,107 | 13,616 | 17,880 | 27,875 | 40,286 | 40,944 | 54,846 | 70,310 | 86,578 |
| 营业税金及附加 | (792) | (991) | (1,398) | (2,034) | (2,854) | (2,761) | (3,646) | (4,601) | (5,606) |
| 营业费用 | (4,578) | (6,005) | (7,881) | (9,713) | (13,242) | (16,299) | (19,196) | (24,609) | (30,302) |
| 营业支出 | (5,370) | (6,996) | (9,279) | (11,747) | (16,096) | (19,060) | (22,842) | (29,210) | (35,909) |
| 拨备前利润 | 5,737 | 6,620 | 8,601 | 16,128 | 24,190 | 21,884 | 32,004 | 41,101 | 50,669 |
| 拨备 | (1,653) | (1,102) | (1,762) | (2,988) | (6,630) | (2,619) | (6,610) | (8,837) | (11,355) |
| 税前利润 | 4,084 | 5,518 | 6,839 | 13,140 | 17,560 | 19,265 | 25,394 | 32,264 | 39,315 |
| 所得税 | (1,633) | (2,369) | (3,113) | (4,850) | (4,426) | (4,705) | (6,510) | (8,271) | (10,078) |
| 税率 | 39.99% | 42.93% | 45.52% | 36.91% | 25.21% | 24.42% | 25.63% | 25.63% | 25.63% |
| 少数股东权益 | | | | | | 240 | | | |
| 税后利润 | 2,451 | 3,149 | 3,726 | 8,290 | 13,134 | 14,320 | 18,885 | 23,993 | 29,237 |
| 净利润增长率 | | | | | 58.43% | 9.03% | 31.88% | 27.05% | 21.85% |
| Per share data | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本, 期末(mn) | 17,790 | 26,661 | 31,113 | 39,033 | 39,033 | 39,033 | 39,033 | 39,033 | 39,033 |
| 每股拨备前利润 | 0.32 | 0.25 | 0.28 | 0.41 | 0.62 | 0.56 | 0.82 | 1.05 | 1.30 |
| EPS(basic) | 0.138 | 0.118 | 0.120 | 0.212 | 0.336 | 0.367 | 0.484 | 0.615 | 0.749 |
| EPS(Diluted) | | | | | | | | | |
| BVPS | 0.490 | 0.890 | 1.023 | 2.155 | 2.443 | 2.741 | 3.032 | 3.431 | 3.918 |
| BVPS(Diluted) | | | | | | | | | |
| Dividend | | | | 0.054 | 0.09 | 0.09 | 0.11 | 0.14 | 0.17 |
| Dividend Ratio | | | | 25.19% | 25.35% | 23.25% | 23.25% | 23.25% | 23.25% |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 强买 | 2 | 3 | 7 | 11 | 25 |
| 买入 | 0 | 1 | 2 | 5 | 12 |
| 持有 | 0 | 1 | 2 | 3 | 5 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.43 | 1.50 | 1.54 | 1.53 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室