

资金业务表现不俗

增持维持

目标价格：5.20 元

投资要点:

- 净息差同比扩 36 个 BP
- 投资收益、公允价值变动收益和汇兑收益均为正
- 配股后资本状况改善, 增持评级, 但拨贷比偏低

事件: 中信银行上半年实现营业收入353亿元, 同比增长38.4%, 实现归属于股东的净利润150.24亿元人民币, 同比增长40.61%; 年化平均总资产回报率达到1.41%, 年化加权平均净资产收益率达到23.54%, 分别较上年提高0.28和4.25个百分点。二季度实现净利润86.84亿元, 环比增长31.8%。

报告摘要:

- 净利润增长的驱动因素分解。** 半年报看, 净利润增长的主因推动因素是生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差反弹。半年度净息差年化为 2.82%, 同比提高 36 个 BP。手续费净收入增长 54.13%至 38.98 亿元。拨备支出同比增长 5.76%, 成本收入比下降至 30.32%。其他收益 15.96 亿元, 增长了 1.6 倍。二季度看, 净利润增长 31.8% 的主要驱动因素是拨备支出减少、规模扩张、净息差反弹、费用比下降以及手续费增长, 负面因素只有税率提高。公司单季度年化 NIM 为 2.89%, 环比提高 10 个 BP。
- 活期存款占比下降。** 从贷款结构上看, 个人贷款增长 11.28% 达到 2406.76 亿元, 增速高于全行贷款和公司贷款, 占比提高 0.63 个百分点至 17.76%。零售存款增长 9.14%, 企业存款增长 7.38%, 活期存款增长 1.46%, 定期存款增长 13.52%, 保证金存款增长 13.44%, 二者占比分别达到 54% 和 17.57%, 比年初提高 2.52 和 0.81 个百分点, 活期存款占比下降 3.01 个百分点至 45.16%。逾期贷款增长 15.63%。
- 投资建议。** 我们预计中信银行 2011-2012 年净利润增速分别为 32.9% 和 22.5%, 达到 289.54 亿和 354.78 亿元, 每股收益为 0.61 和 0.75 元, 目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 分别为 7.31X 和 1.18X, 增持评级。

(百万元, 元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	40801	55765	70062	82362	99455
净利润	14560	21779	28954	35478	44070
摊薄 EPS	0.37	0.55	0.61	0.75	0.93
BVPS	2.63	3.08	3.79	4.60	5.61
PE(X)	12.16	8.09	7.31	5.96	4.80
PB(X)	1.69	1.45	1.18	0.97	0.80

银行行业研究组

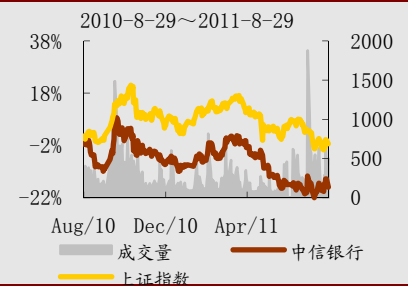
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

股本(亿股)	467.87
市值(亿元)	2086.7
大股东	中信集团
持股比例	65.31%

数据来源: wind

相关研究

- 《宏源证券*公司研究*中信银行: 保守策略未尽享定价盛宴-调研报告*601998*银行*张继袖》, 2011.5
- 《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
- 《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
- 《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

点评

第一，净利润增长的驱动因素分解

- ▶ 半年报看，净利润增长的主因推动因素是生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差反弹，三者合计贡献 38.8 个百分点。半年度净息差年化为 2.82%，同比提高 36 个 BP，其中贷款年化收益率为 5.76%，同比提高 85 个 BP，存款成本率 1.65%，同比提高 35 个 BP，卖出回购成本率提高 342 个 BP，而买入返售收益率提高 243 个 BP，影响了净息差反弹。手续费净收入增长 54.13% 至 38.98 亿元，担保收入增长超过 30%。拨备支出同比增长 5.76%，成本收入比下降至 30.32%。其他收益 15.96 亿元，增长了 1.6 倍，反映出公司优异的货币市场交易能力。
- ▶ 二季度看，净利润增长 31.8% 的主要驱动因素是拨备支出减少、规模扩张、净息差反弹、费用比下降以及手续费增长，负面因素只有税率提高。公司单季度年化 NIM 为 2.89%，环比提高了 10 个 BP。

表 1: 净利润同比增长驱动因素分解

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010H	2011Q1	2011Q2	2011H
生息资产规模	16.65	22.36	29.69	172.95	43.84	37.99	36.47	26.55	43.53	20.88	17.75	16.20
NIM	-34.27	-32.42	-32.07	-8.67	2.88	-1.35	-1.89	-12.92	5.12	15.29	12.54	16.57
手续费净收入	1.58	4.60	1.58	37.27	5.96	1.72	7.09	-0.54	5.76	6.63	5.59	6.03
其他收支	2.67	-2.63	-5.99	16.51	0.04	-0.39	6.69	4.63	1.20	3.01	5.44	4.33
费用收入比	-4.17	3.50	2.25	-255.06	-4.69	9.57	7.53	50.95	0.74	14.19	-9.07	0.39
营业税率	-0.72	-0.26	1.07	21.00	2.02	-0.49	1.50	-2.89	1.79	-0.50	-0.66	-0.59
拨备支出	-4.67	3.93	9.08	279.24	-14.41	4.47	-5.65	-41.86	-5.98	-9.39	5.17	-0.74
营业外收支	0.09	0.23	0.26	3.61	-0.16	-0.21	0.23	12.66	0.45	0.40	-0.02	0.15
所得税率	-0.09	1.75	1.91	-2.63	1.00	-0.73	-0.61	1.14	1.20	-1.00	-1.73	-1.42
净利润增长率	-22.94	1.06	7.78	264.21	36.48	50.57	51.36	37.73	53.81	49.51	35.01	40.91

资料来源：公司数据，宏源证券

表 2: 净利润环比增长驱动因素分解

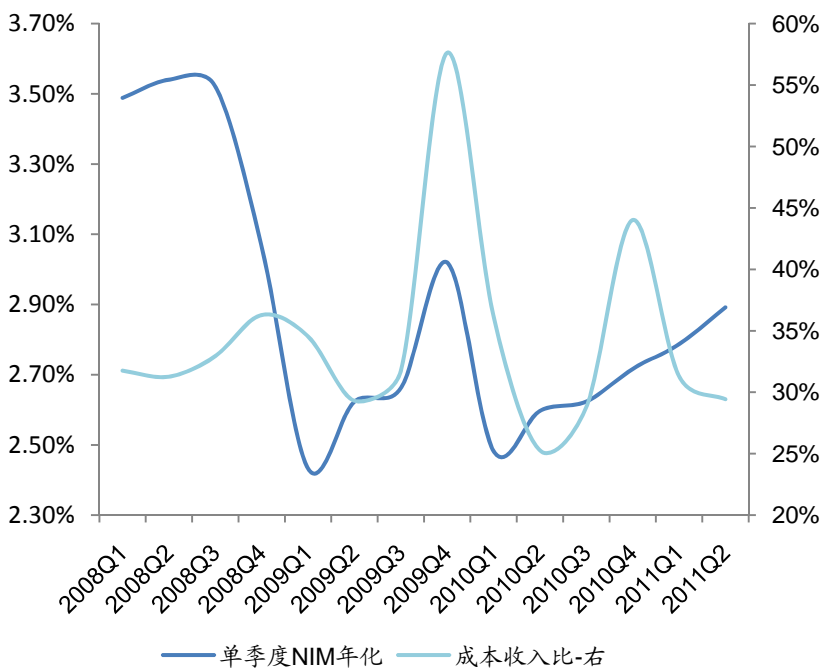
	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
生息资产规模	31.26	8.83	6.67	12.88	10.32	-20.67	5.00	3.31	5.65	3.98
NIM	-91.86	-1.37	11.48	14.74	-20.04	6.03	1.01	3.35	3.11	3.94
手续费净收入	-6.52	2.47	0.23	7.30	-3.92	-2.36	2.02	-0.30	2.49	1.40
其他收支	23.67	-3.04	-1.58	2.14	1.30	-3.44	2.63	0.75	-0.65	2.30
费用收入比	12.76	15.14	-9.05	-61.34	62.63	7.76	-6.08	-27.26	37.55	3.96
营业税率	0.70	0.46	-0.01	3.41	-2.78	-0.85	-0.04	0.14	-1.04	-0.01
拨备支出	308.09	-3.41	4.66	-7.30	-6.90	12.20	-1.68	-21.12	16.04	17.31
营业外收支	-2.02	-0.23	0.45	0.89	-1.70	0.35	-0.15	6.49	-10.11	0.24
所得税率	-4.50	-0.61	1.01	0.08	0.35	-0.35	-0.38	0.88	-1.89	-1.33
净利润增长率	271.58	18.24	13.88	-27.21	39.24	-1.34	2.32	-33.76	51.16	31.80

资料来源：公司数据，宏源证券

表 3: 手续费收入增长情况

百万元	2009	2010	2010H	2011H	yoy
顾问和咨询费	1,398	1,696	963	1,324	37.49%
银行卡手续费	1,159	1,455	649	942	45.15%
结算业务手续费	682	1,063	486	819	68.52%
理财服务手续费	376	771	232	262	12.93%
代理手续费	690	692	211	319	51.18%
担保手续费	284	408	170	392	130.59%
托管及其他受托业务佣金	113	208	78	150	92.31%
其他	16	15	12	4	-66.67%
小计	4,718	6,308	2,801	4,212	50.37%
手续费及佣金支出	-498	-612	-272	-314	15.44%
手续费及佣金净收入	4,220	5,696	2,529	3,898	54.13%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 1: 单季度 NIM 年化和成本收入比


资料来源: 公司数据, 宏源证券

第二, 资产负债适度增长

- 报告期末, 中信银行资产总额达 22,452.18 亿元人民币, 比上年末增加 1,639.04 亿元, 增长 7.88%, 其中贷款和垫款总额 13,548.19 亿元人民币, 比上年末增加 905.74 亿元, 增长 7.16%; 负债总额达 21,055.61 亿元, 比上年末增加 1,487.85 亿元, 增长 7.60%, 其中客户存款总额 18,732.27 亿元, 比上年末增加 1,424.11 亿元人民币, 增长 8.23%。
- 从贷款结构上看, 个人贷款增长 11.28% 达到 2406.76 亿元, 增速高于全行贷款和公司贷款, 占比提高 0.63 个百分点至 17.76%。小企业贷款余额 870.50 亿元人民币, 比上年末增加 189.80 亿元, 增幅 27.88%; 小企业不良贷款余额 2.78 亿元人民币, 不良率仅为 0.32%。贷款、同业和债券比例基本维持年初和一季度水平。拨贷比偏低, 未来有压力。

- 从客户结构上看，零售存款增长 9.14%，企业存款增长 7.38%，活期存款增长 1.46%，定期存款增长 13.52%，保证金存款增长 13.44%，看来公司上半年为了吸储增加了定期存款和保证金存款，二者占比分别达到 54% 和 17.57%，比年初提高 2.52 和 0.81 个百分点，活期存款占比下降 3.01 个百分点至 45.16%。

表 4: 贷款结构

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
贷款总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00
其中：公司贷款（不包括贴现）	79.70	80.93	80.25	71.01	77.20	80.16	78.46	78.75
贴现	9.85	5.84	6.55	19.07	8.89	3.87	4.41	3.48
个人贷款	10.44	13.23	13.20	9.92	13.91	15.98	17.13	17.76
其中：住房按揭	7.87	10.58	11.75	7.66	10.71	12.30	12.69	12.60
贷款损失准备	2.11	1.62	2.04	1.49	1.42	1.38	1.44	1.48
单项拨备	70.09	58.03	47.82	43.44	35.52	30.83	25.95	22.14
组合拨备	29.91	41.97	52.18	56.56	64.48	69.17	74.05	77.86
拨贷比	2.16%	1.65%	2.08%	1.51%	1.44%	1.40%	1.46%	1.51%

资料来源：公司数据，宏源证券

表 5: 存款结构

%	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
活期存款	45.75	40.13	31.31	42.40	48.00	46.84	48.17	45.16
· 企业客户	41.54	33.37	27.66	39.28	43.01	41.99	43.12	40.20
· 零售客户	4.21	6.76	3.65	3.13	4.99	4.86	5.06	4.96
定期存款	53.59	59.06	37.55	57.31	51.68	52.82	51.48	54.00
· 企业客户	40.68	43.49	28.14	43.97	38.48	40.51	39.16	41.43
· 零售客户	12.91	15.57	9.41	13.34	13.20	12.32	12.32	12.57
其他存款	0.66	0.81	31.14	0.29	0.32	0.33	0.34	0.84
企业存款	82.22	76.86	55.80	83.24	81.49	82.49	82.28	81.64
零售存款	17.12	22.33	13.07	16.47	18.19	17.17	17.38	17.52
吸收存款	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其中：保证金存款	13.63	10.20	9.61	18.79	15.17	14.71	16.76	17.57

资料来源：公司数据，宏源证券

第三，逾期贷款上升 15.63%

- 2011 年 6 月末，按照五级分类，正常贷款 1.34 万亿元，比上年末增加 934 亿元，占各项贷款的 98.75%。关注贷款 84.65 亿元，减少 27.69 亿元，占比 0.62%。按照监管风险分类标准确认的不良贷款余额 84.35 亿元人民币，较上年末减少 0.98 亿元人民币；不良贷款率 0.62%，较上年末下降 0.05 个百分点。拨备覆盖率达 238.23%，较上年提升 24.72 个百分点。各类迁徙率下降。
- 逾期贷款 122.33 亿元，比年初上升 15.63%，主要是信用类和抵押类逾期增加。

表 6: 五级分类

	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	95.07%	96.47%	96.64%	96.47%	97.95%	98.27%	98.51%	98.44%	98.75%
关注	2.43%	2.06%	1.90%	2.17%	1.06%	0.77%	0.67%	0.89%	0.62%
次级	0.43%	0.16%	0.27%	0.15%	0.15%	0.30%	0.25%	0.19%	0.19%
可疑	1.60%	1.23%	1.09%	1.04%	0.64%	0.49%	0.44%	0.39%	0.33%
损失	1.60%	0.09%	0.10%	0.16%	0.19%	0.16%	0.13%	0.10%	0.10%
不良贷款	2.50%	1.48%	1.45%	1.36%	0.99%	0.95%	0.81%	0.67%	0.62%
贷款合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 7: 不良生成率低

百万元	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
不良余额变化	-3073	710	554	746	1111	-452	-1624	-98
核销	3,072	0	931	14	1326	304	1105	44
新增不良(除核销)/贷款平均余额	-0.59%	0.12%	0.09%	0.09%	0.13%	-0.04%	-0.14%	-0.01%
新增不良(含核销)/贷款平均余额	0.00%	0.12%	0.24%	0.09%	0.28%	-0.01%	-0.04%	0.00%
新增不良(除核销)/上年新增贷款	-2.74%	1.21%	0.62%	0.23%	0.28%	-0.36%	-0.82%	-0.11%
新增不良(含核销)/上年新增贷款	0.00%	1.21%	1.66%	0.23%	0.61%	-0.12%	-0.26%	-0.06%
拨备覆盖率%	110.01	115.41	150.03	150.05	149.36	169.92	213.51	238.23

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 8: 迁徙率下降

	2011H	2010	2009
正常类迁徙率(%)	0.37	0.83	0.53
关注类迁徙率(%)	1.95	5.09	6.71
次级类迁徙率(%)	9.91	28.65	18.16
可疑类迁徙率(%)	4.84	7.32	5.35
正常贷款迁徙至不良贷款迁徙率(%)	0.07	0.1	0.32

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 9: 逾期贷款增长 15.63%

百万元	2011H				合计	YOY
	逾期 1 至 90 天 (含)	逾期 91 至 360 天 (含)	逾期 361 天至 3 年 (含)	逾期 3 年以 上		
信用贷款	1,081	420	1,256	428	3,185	21.98%
保证贷款	229	91	678	1,454	2,452	1.32%
抵押贷款	3,737	418	1,043	1,140	6,338	23.40%
质押贷款	132	79	32	15	258	-37.38%
合计	5,179	1,008	3,009	3,037	12,233	15.63%

资料来源: 公司数据, 宏源证券

第四，投资建议

我们预计中信银行2011-2012年净利润增速分别为32.9%和22.5%，达到289.54亿和354.78亿元，每股收益为0.61和0.75元，目前股价对应2011年PE和PB分别为7.31X和1.18X，配股后资本状况改善，维持增持评级。

表 10: 盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	256323	312760	364609	417833	净利息收入	48135	59764	68369	80940
存放同业和其它	81955	100000	116578	133595	手续费及佣金净收入	5696	8395	12038	16505
拆出资金	48633	59341	69179	79277	其他净收入	1934	1904	1954	2010
证券投资	268872	377634	495372	637019	营业收入合计	55765	70062	82362	99455
买入返售金融资产	147632	180138	210001	240655	营业税金及附加	3685	4630	5443	6572
衍生金融资产	4478	5374	6233	7111	业务及管理费	18862	22513	24708	29836
发放贷款及垫款	1246026	1429457	1597083	1746120	资产减值损失	5249	5496	6253	5782
固定资产	9974	8340	8008	7605	营业支出合计	27796	32639	36404	42191
递延所得税资产	2565	3078	3570	4073	营业利润	27969	37424	45958	57264
无形资产	838	1293	1460	1621	营业外收支净额	726	725	724	723
其他资产合计	13770	19865	24750	29809	拨备前利润	33218	42920	52211	63046
资产合计	2081314	2497577	2897189	3305113	利润总额	28695	38149	46682	57987
同业和其它金融机构存放	141663	172257	184713	149745	减：所得税	6916	9195	11204	13917
拆入资金	7072	9555	15393	12479	净利润	21779	28954	35478	44070
卖出回购金融资产款	4381	13772	28940	18255	归属于母公司的净利润	21509	28595	35039	43524
吸收存款	1730816	2007747	2308909	2603294	少数股东损益	270	359	439	546
应付债券	12000	27500	27500	27500	基本每股收益	0.55	0.61	0.75	0.93
其他负债合计	37929	52715	69241	140572	稀释每股收益	0.55	0.61	0.75	0.93
负债合计	1956776	2315392	2676527	3036773	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	39033	46840	46840	46840	成长性				
资本公积金	30942	51828	54827	58435	营收增长率	36.7%	25.6%	17.6%	20.8%
盈余公积金	5618	8478	11981	16334	EBIT 增长率	49.5%	32.5%	21.8%	23.5%
未分配利润	30576	56312	87847	127019	净利润增长率	50.2%	32.9%	22.5%	24.2%
一般风险准备	15698	15698	15698	15698	盈利性				
少数股东权益	4363	4722	5161	5707	ROA	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%
股东权益合计	120175	177463	215501	262633	ROE	17.3%	15.7%	15.9%	16.2%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	53.4%	56.3%	58.3%	59.7%
净利润	21509	28595	35039	43524	净息差	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	29755	39436	48029	59334	成本收入比	33.8%	32.1%	30.0%	30.0%
NOPLAT	22583	29931	36502	45094	估值倍数				
资产准备	5249	5496	6253	5782	PE	8.09	7.31	5.96	4.80
折旧与摊销	812	0	0	0	P/S	3.12	2.98	2.54	2.10
来源	288753	358616	361135	360246	P/B	1.45	1.18	0.97	0.80
运用	306283	416263	399612	407924	股息收益率	1.97%	0.00%	0.00%	0.00%
自由现金流	5865	-27716	-1975	-2584	EV/EBITDA	6.15	6.04	4.96	4.02

资料来源：公司数据，宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

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 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@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。