

# 四季度 NIM 环比下降

## 中性调低

目标价格：4.70 元

### 投资要点:

- 📖 NIM 高点出现
- 📖 减值准备有继续上调要求
- 📖 规模增长是业绩增长主因，未来压力大

**事件:** 中信银行发布 2011 年年报，实现归属于母公司股东的净利润 308.19 亿元，同比增长 43.28%，每股收益 0.71 元。四季度实现净利润 66.24 亿元，环比下降 25.96%。

### 报告摘要:

- **业绩增长驱动因子分析:** 生息资产增长 33.1%推动业绩增长 25.80 个百分点；手续费增长 55.1%推动业绩增长 6.52 个百分点；拨备支出增加 37.3%导致业绩下降 6.82 个百分点。
- **四季度净息差环比下降。** 期初期末数据计算的 NIM 为 2.73%（日均余额计算数据为 3%），提高 19 个 BP，推动业绩增长 9.43 个百分点。四季度 NIM 年化为 2.96%，环比下降 17 个 BP，导致业绩下降 5.74 个百分点。
- **不良双降，逾期贷款增加。** 年末不良贷款额为 85.41 亿元，下降 8 亿元，不良率下降至 0.60%，降低了 7 个 BP。逾期贷款增长 1.45%，主要是抵押贷款类逾期增长 11.7%所致。期限上看，逾期 1 天到 90 天贷款增长较快。
- **投资建议:** 我们预计中信银行 2012 年业绩增长 6.1%，达到 327 亿元，每股收益 0.70 元，BVPS4.30 元，目前股价对应的 PE 和 PB 分别为 6.09X 和 0.99X，下调评级至中性。

### 银行业研究组

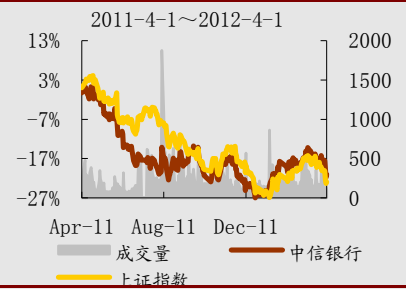
#### 分析师:

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)	1993
大股东	中信集团
持股比例	65.31%

数据来源: wind

### 相关研究

- 1 《宏源证券\*公司研究\*中信银行: 净息差强势反弹-季报点评\*601998\*银行\*张继袖》，2011.10
- 2 《宏源证券\*公司研究\*中信银行: 资金业务表现不俗——中报点评\*601998\*银行\*张继袖》，2011.8
- 3 《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
- 4 《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

(百万元,元)	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	40801	55765	76948	75671	90403
净利润	14560	21779	30844	32727	39719
摊薄 EPS	0.37	0.55	0.66	0.70	0.85
BVPS	2.63	3.08	3.73	4.30	5.00
PE(X)	11.61	7.73	6.47	6.09	5.02
PB(X)	1.62	1.38	1.14	0.99	0.85

**表 1: 净利润同比增长归因分析**

	2009	2010	2010H	2010Q1-3	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3	2011Q4	2011
生息资产规模	42.57	30.24	43.53	41.91	20.88	17.75	16.20	16.27	14.90	29.10	25.80
NIM	-42.93	3.37	5.12	1.35	15.29	12.54	16.57	17.32	20.10	12.61	9.43
手续费净收入	3.97	4.08	5.76	6.27	6.63	5.59	6.03	5.72	5.20	9.29	6.52
其他收支	-1.42	3.70	1.20	3.30	3.01	5.44	4.33	2.94	0.59	0.07	2.22
费用收入比	-16.03	17.73	0.74	3.34	14.19	-9.07	0.39	4.93	12.38	33.60	10.64
营业税率	0.78	0.46	1.79	1.68	-0.50	-0.66	-0.59	-0.56	-0.50	-2.27	-0.90
拨备支出	21.55	-13.65	-5.98	-5.86	-9.39	5.17	-0.74	-4.89	-11.70	-14.62	-6.82
营业外收支	0.07	3.03	0.45	0.36	0.40	-0.02	0.15	-0.02	-0.29	-9.78	-1.96
所得税率	0.75	0.63	1.20	0.51	-1.00	-1.73	-1.42	-2.67	-4.73	-6.03	-3.32
净利润增长率	9.31	49.58	53.81	52.87	49.51	35.01	40.91	39.04	35.95	51.96	41.62

资料来源: 宏源证券

**表 2: 净利润环比增长归因分析**

	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
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	2.46	11.31
NIM	-91.86	-1.37	11.48	14.74	-20.04	6.03	1.01	3.35	3.11	3.94	6.86	-5.74
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	1.42	1.86
其他收支	23.67	-3.04	-1.58	2.14	1.30	-3.44	2.63	0.75	-0.65	2.30	-1.48	0.16
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	10.41	-20.45
营业税率	0.70	0.46	-0.01	3.41	-2.78	-0.85	-0.04	0.14	-1.04	-0.01	0.11	-0.54
拨备支出	308.09	-3.41	4.66	-7.30	-6.90	12.20	-1.68	-21.12	16.04	17.31	-13.80	-13.49
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	-0.31	0.28
所得税率	-4.50	-0.61	1.01	0.08	0.35	-0.35	-0.38	0.88	-1.89	-1.33	-2.62	0.64
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	3.03	-25.96

资料来源: 宏源证券

**表 3: 盈利预测 (百万元)**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	利润表	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	256323	366391	402097	448874	净利息收入	48135	65106	59865	69800
存放同业和其它	81955	386535	402097	448874	手续费及佣金净收入	5696	8837	12617	17249
拆出资金	48633	151004	172580	192657	其他净收入	1934	3005	3189	3355
证券投资	268872	251045	286431	348272	营业收入合计	55765	76948	75671	90403
买入返售金融资产	147632	162211	241702	269819	营业税金及附加	3685	5343	5254	6277
衍生金融资产	4478	4683	5292	5897	业务及管理费	18862	22973	21188	25313
发放贷款及垫款	1246026	1410779	1577693	1726755	资产减值损失	5249	7207	6890	7393
固定资产	9974	10116	8008	7605	营业支出合计	27796	35523	33332	38984
递延所得税资产	2565	2971	3357	3741	营业利润	27969	41425	42338	51420
无形资产	838	869	1460	1621	营业外收支净额	726	165	164	163
其他资产合计	13770	19005	24421	28539	拨备前利润	33218	48632	49229	58813
资产合计	2081314	2765881	3125446	3482996	利润总额	28695	41590	42502	51583
同业和其它金融机构存放	141663	535546	502443	549422	减: 所得税	6916	10746	9776	11864
拆入资金	7072	4676	4375	4784	净利润	21779	30844	32727	39719
卖出回购金融资产款	4381	9806	7760	8486	归属于母公司的净利润	21509	30819	32701	39688
吸收存款	1730816	1968051	2184537	2388791	少数股东损益	270	25	26	31
应付债券	34915	33730	27500	27500	基本每股收益	0.55	0.66	0.70	0.85
其他负债合计	37929	35291	189104	258699	稀释每股收益	0.55	0.66	0.70	0.85
负债合计	1956776	2587100	2919775	3244688	<b>财务指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	39033	46787	46787	46787	<b>成长性</b>				
资本公积金	30942	49705	50652	52307	营收增长率	36.7%	38.0%	-1.7%	19.5%
盈余公积金	5618	8691	11961	15930	EBIT 增长率	49.5%	44.1%	2.3%	20.7%
未分配利润	30576	50622	73269	100252	净利润增长率	50.2%	43.3%	6.1%	21.4%
一般风险准备	15698	20825	20825	20825	<b>盈利性</b>				
少数股东权益	4363	4285	4311	4342	ROA	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%
股东权益合计	120175	174496	201360	233967	ROE	17.3%	17.2%	15.9%	16.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT 率	53.4%	55.7%	57.9%	58.5%
净利润	21509	30819	32701	39688	净息差	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	29755	42877	43849	52930	成本收入比	33.8%	29.9%	28.0%	28.0%
NOPLAT	22583	31798	33764	40756	<b>估值倍数</b>				
资产准备	5249	7207	6890	7393	PE	7.73	6.47	6.09	5.02
折旧与摊销	812	0	0	0	P/S	2.98	2.59	2.63	2.20
来源	288753	630324	332675	324913	P/B	1.38	1.14	0.99	0.85
运用	306283	684567	359565	357551	股息收益率	2.07%	1.29%	3.40%	4.38%
自由现金流	5865	-22445	6874	8118	EV/EBITDA	6.65	5.48	5.21	4.31

资料来源: 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, 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**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@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。