

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学 号: 15520051301303

UDC _____

中信银行
股权价值
评估



厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中 信 银 行 股 权 价 值 评 估

China Citic Bank Equity Valuation

何 勇

何 勇

指导教师姓名: 屈文洲 副教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交时间: 2007 年 5 月

论文答辩时间: 2007 年 6 月

学位授予日期: 2007 年 月

指 导 教 师 : 屈 文 洲
副 教 授

厦 门 大 学

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2007 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

摘 要

当前,我国商业银行上市的步伐日益加快,而银行业所面临的经营环境也在持续发生改变。本文以近期上市的中信银行为研究对象,综合运用公司财务理论评估其股权价值,并分析了影响中信银行股权价值的其它重要因素,最后得出结论:中信银行具备中长期成长潜力,值得持有;IPO定价合理,但是首发当日A股市场追捧过于热烈,致使股价偏离了其内在价值。

本文通过定量与定性分析的手段,不仅为投资者持有中信银行的股票提供定价依据,也为中信银行在当前各种机遇和风险并存的环境下,如何摒弃劣势,发挥自身优势,改善经营管理提供了一些参考。

本文总体上可分为两大部分。第一部分着重理论框架的搭建,主要介绍企业价值评估理论,分析企业价值评估的对象和模型,构造现阶段中信银行价值评估适用的框架。第二部分应用评估理论,首先对中信银行进行财务分析,并探讨其在竞争环境中的优势、劣势、机遇和威胁,为价值评估及指标确定奠定基础,然后应用现金流量法和相对估值法分析中信银行的股权价值,并对分析方法的差异进行讨论,接下来的第五章阐述中信银行股权价值评估中的其它影响因素,主要是考虑到许多因素不能定量分析,需要定性说明。

关键词: 中信银行; 价值评估; 市盈率

Abstract

The step of IPO of commercial banks in our country is accelerating. And the environment bank's facing now is also changing rapidly. The research object of this thesis is China Citic bank. The evaluating method in the theory of corporate finance is used to calculate the price of China Citic bank's stock, and analyze the important reasons which influence the price. The conclusion is that China Citic bank is a corporation has potentiality to grow in the middle or long term and deserved to invest for a long period. The IPO price is rational and fair, but the closing price is too high to accept for it overruns the value of China Citic bank.

The thesis adopts both qualitative and quantitative analysis methods. It not only prices the stock of China Citic bank for investors, but could also be a reference for supervisor to slam the door of disadvantages, exert advantages and improve management.

This thesis could divide into two parts. First part will emphasize on the construction of the framework of theory. It mainly introduces the evaluation theory of Inc; analyze the object and model in evaluation and the framework adapted to China Citic bank in this phase. The second part will apply evaluation theory to analyze the finance of China Citic bank and explore the SWOT it is facing now within the environment to establish fundament for the evaluation. And then, use FCFE method and relative value model to confirm the price of China Citic bank's stock and compare the differences between methods. And then explain the other factors influence the evaluation of China Citic bank, because some factors could only be analyzed by qualitative method. Finally, the conclusions will be illustrated in the end.

Key Words: China Citic Bank; Valuation; Price-earning Ratio.

目 录

第一章 绪论.....	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义及思路	1
第二章 企业价值评估理论概述.....	3
第一节 价值评估的对象	3
第二节 价值评估模型	4
第三章 中信银行财务分析和 SWOT 分析	6
第一节 中信银行简介	6
第二节 优势	14
第三节 劣势	19
第四节 机遇	23
第五节 威胁	26
第四章 中信银行股权价值分析.....	31
第一节 股权自由现金流量折现法	31
第二节 市盈率法和市净率法	40
第五章 中信银行价值评估的其它因素分析	46
第一节 国家宏观调控	46
第二节 金融安全	50
第六章 结论.....	53
附 录.....	55
参考文献.....	59
后 记.....	60

Contents

Chapter 1 Introduction.....	1
Section 1 Research background.....	1
Section 2 The meaning and thought of the research.....	1
Chapter 2 The summary of the evaluation theory	3
Section 1 The object of evaluation.....	3
Section 2 The model of evaluation.....	4
Chapter 3 Analysis of the finance and SWOT for China Citic bank..	6
Section 1 Introduction China Citic bank bank	6
Section 2 Strengths.....	14
Section 3 Weaknesses.....	19
Section 4 Opportunities	23
Section 5 Threatens.....	26
Chapter 4 China Citic bank equity valuation	31
Section 1 The method of FCFE.....	31
Section 2 The method of P/E and P/B	40
Chapter 5 The other factors influence the evaluation	46
Section 1 Macroeconomic.....	46
Section 2 Finance security	50
Chapter 6 Conclusions	53
Attachment.....	55
References	59
Postscript.....	60

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

2007年4月27日，中信银行在上海、香港两地成功实现了A+H同步首发上市。今年随后还有交通银行回归A股，以及光大银行、北京银行等一大批商业银行赶赴上市进程，再加上前面的兴业银行，今年，又将是一个中国的“银行上市年”。近来，股市泡沫论在市场中不绝于耳，国外银行的进入也加剧了银行间的竞争，对商业银行的价值评估就显得尤为重要。本文正是基于这些新情况对中信银行的股权价值展开分析。

第一节 研究背景

自2001年6月，国有股减持悬起了中国股市的“达摩克利斯之剑”，中国股市就一直处于漫漫熊市。国民经济的良好走势与股票市场的拾级而下形成了巨大反差。

2006年，股权分置改革和人民币升值，成为了推动中国股市由“熊”转“牛”的两大引擎，随后，指数接连收复失地，屡创新高。与此同时，以投资基金为代表的机构投资者得到了监管当局的大力扶持，QFII、保险公司、社保资金、企业年金等不断入市，国内A股市场的投资者结构发生了质的改变，A股市场逐步进入“机构投资者时代”。另一方面，游资、储蓄资金、外资也疯狂涌入A股市场，股价的高扬对投资价值理论提出了考验。

兑现WTO承诺的金融业全面开放、人民币升值、A股市场泡沫、企业上市前后价值的变化等等，都会对现有上市银行的估值产生重大影响，那么中信银行的价值是否足以支撑首发之日相对其H股72%的溢价，以及发行前市场对其估值的意见分歧，都引发了笔者的思考。

第二节 研究意义及思路

本文研究的目的主要基于以下三方面的考虑：一是为投资者持有中信银行股权提供定价参考；二是为商业银行在资本市场的IPO提供定价决策依据；三是为以价值为基础的经营管理提供帮助。

本文首先指出价值评估的对象，然后对各类评估模型进行分析，提出股份制商业银行价值评估适用的模型。然后从中信银行的发展历史、行业背景、财务状况、竞争优势、风险因素、盈利预测、估值水平等方面，以价值评估理论为基础，综合应用笔者MBA学习期间学到的财务、会计、战略等理论知识，结合金融类上市公司业务与财务状况的特殊性，系统地研究评估中信银行的股权价值。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 企业价值评估理论概述

企业价值评估既需要定量分析，又离不开定性分析。一方面它以客观数据为基础使用量化分析模型，是客观和严谨的；另一方面参数估算中又使用许多主观估计的数据。在进行评估时，由于认识能力和成本的限制，难以完全获得信息，假设和估计就不可避免，从而导致结论的不确定。

第一节 价值评估的对象

企业价值是各种权利要求者利益的汇总，而企业股权价值是相对于股东而言的，是企业资产的剩余索取权。

一、企业的整体经济价值

企业价值评估的对象应当是企业整体的经济价值。

企业作为一个整体虽然是由部分组成的，但不是各部分的简单相加，而是有机的结合。企业单项价值的总和不等于企业整体价值，企业能够具有整体价值，在于它可以为投资人带来现金流量。这些现金流量是所有资产联合起来运用的结果，而不是资产分别出售获得现金流量^①。因此，现金流量法是企业价值评估的重要方法，它能把企业各部分的价值综合为一个整体来衡量。

一般情况下，我们所要评估的是企业的持续经营价值。持续经营价值是持续经营所产生的未来现金流量的现值。只有未来现金流的现值大于清算价值，投资人才会选择持续经营。

企业经济价值是经济学家所持的价值观念，它是一项资产的公平市场价值，通常用该资产所产生的未来现金流量的现值计算。经济价值不同于基于历史成本的会计价值，它的特性是面向未来的。

本文主要是在持续经营的前提下对中信银行的整体价值和面向未来的经济价值进行分析。

^① 东方暉. 财务成本管理[M]. 立信会计出版社, 2004. p227.

二、控股权价值

在资本市场，同一企业的股票存在两种不同的市场价值，一个是少数股权价值，代表少数股权的未来现金流量；另一个是控股权价值，代表企业控股权的现金流量。获取控股权价值与少数股权价值的区别在于：控股权价值不仅意味着取得了未来现金流量的索取权，而且也取得了改组企业的特权。控股权价值应当比少数股权价值大得多。本文后面从金融安全角度探讨中信银行的股权价值，即是考虑了可能的控股权的影响。

三、商业银行的股权价值

商业银行是指依照《商业银行法》和《公司法》设立的吸收公众存款、发放贷款和办理结算等业务的企业法人。根据中国银监会统计口径，目前的银行业可划分为国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行（含城市信用社）及其它类金融机构四大类。

商业银行的本质就是一种以经营金融资产和负债为主要业务，以利润最大化为目标的多功能综合性金融企业。商业银行首先是一种企业，它具有企业的基本特征^①。商业银行股权的权利价值同其它公司制企业一致，其权利价值的大小取决于公司价值与公司债务及其它外部索取权价值的差额。

第二节 价值评估模型

价值评估使用的模型通常称为定价模型，它的功能是把预测数据转换为企业价值。在实务中估值模型呈现多样化的特点，总体上可分为两类^②：

一、贴现现金流定价

贴现现金流量定价法又称为收益现值法、收益法、现金流折现法。它通过计算现金流量的现值来估计股票价值，包括股权自由现金流现值（FCFE）模型、经营现金流现值（公司自由现金流，FCFF）模型、股息贴现（股利折现）模型。

^① 钟锦. 商业银行价值评估研究[M]. 西南财经大学出版社, 2006. p80.

^② Frank K. Reilly, Edgar A. Norton. 投资学[M]. 李月平等译. 机械工业出版社, 2005. p378-380.

价值评估时依据收益的正常性、增长状况，和财务杠杆的稳定性不同，而适用不同模型^①。一般而言，对于收益正常，增长稳定，财务杠杆稳定的企业适用股权自由现金流量模型。

企业的寿命在评估中往往被视为是无限的，处理无限期现金流折现问题时，稳定增长期价值参数的预测不同，对评估结果有很大的影响，但对远期参数的预测又有很大的难度。后文中对中信银行的价值评估划分为三个阶段，并且稳定增长期是无限期的。

通常企业的收益在于投资并产生增长的现金流，而一般的投资项目有稳定或下降的现金流，两者的分布呈不同特征。因此，本文后文中的现金流预测是持续增长的，并且在 2015 年我国资本市场逐步完善后形成稳定增长的现金流。

企业产生的现金流仅在管理层决定分配时才流向投资者。股利政策是影响股价的重要因素之一。目前对我国商业银行的股利分配政策较难预测，这也是本文排除股利现金流量模型的一个重要原因。

二、相对定价

相对定价法是根据价格与一些变量的比值来估计股票的价值。这种模型在形式上相对简单，但以现存市场上目标企业的价值为参照物时，已默认现存市场价格的合理性，如果可比公司被高估，则评估对象也会相应高估。本文后文的很多数据的估计和预测，都是按照国际通行标准结合我国具体的情况展开的，可以从侧面评估中信银行的股权价值。

我国商业银行有国家信用为倚靠，市场结构合理，盈利稳定，增长稳健。银行发展与经济增长之间有着显著的双向因果关系，预期未来几年我国银行业仍保持快速增长，然后随经济周期回落，逐渐趋于平稳。商业银行的特性决定其只有保持较高的权益负债比才能盈利，同时商业银行的负债水平受资本充足率的约束，因此商业银行的资本结构一般较为稳定。结合前文分析，笔者认为商业银行价值评估模型应当选用贴现现金流量定价法，并辅以相对定价法。

^① Aswath Damodaran. 价值评估：证券分析、投资评估与公司理财[M]. 张志强，王春香 译. 北京大学出版社，2003. p275.

第三章 中信银行财务分析和 SWOT 分析

第一节 中信银行简介

一、发展历程

1987年4月20日，中信银行在中信集团原银行部基础上改组而成，原名中信实业银行，总部设在北京。2005年11月25日，为贯彻逐步向零售银行与企业银行业务并行发展的战略，名称由中信实业银行变更为中信银行。

中信银行在英国《银行家》杂志一级资本排名由2002年的291名上升到2005年的200名，总资产全球排名也从2004年的152名上升到2005年的134名，在《银行家》2005年度中国商业银行整体竞争力排名中，中信位居第四位^①。截至2006年底，中信银行总资产已达7,069亿元，比2005年增加1,119亿元。

此次A+H发行前，中信银行总股本3,111,311万股，发行后总股本（未考虑H股发行的超额配售选择权）3,836,554万股。

中信银行A+H同步新股发行募集的资金扣除发行费用后，将全部用于补充资本金，以支持业务持续增长。可以预见中信银行的价值将会进一步提升，而价值评估的首要步骤就是对其资源、竞争能力和外部环境进行综合分析。

二、主要业务及其结构

以业务分部来划分，中信银行的主要业务可分为：公司银行业务、个人银行业务、资金业务、其它业务。

表 3-1：2006 年度中信银行业务构成

单位：百万元

	公司银行	个人银行	资金业务	其它业务	合计
净利息收入/(支出)	13304	2199	1465	-495	16473
占比	80.76%	13.35%	8.89%	-3.00%	100.00%
营业收入/(损失)	14232	2386	1767	-555	17830
占比	79.82%	13.38%	9.91%	-3.11%	100.00%

资料来源：根据中信银行年报整理。

^① 中信银行股份有限公司招股意向书[EB]. 上海证券交易所, <http://www.sse.com.cn/sseportal/ps/zhs/ggts/ccb.shtml>, 2007-04-20. p33.

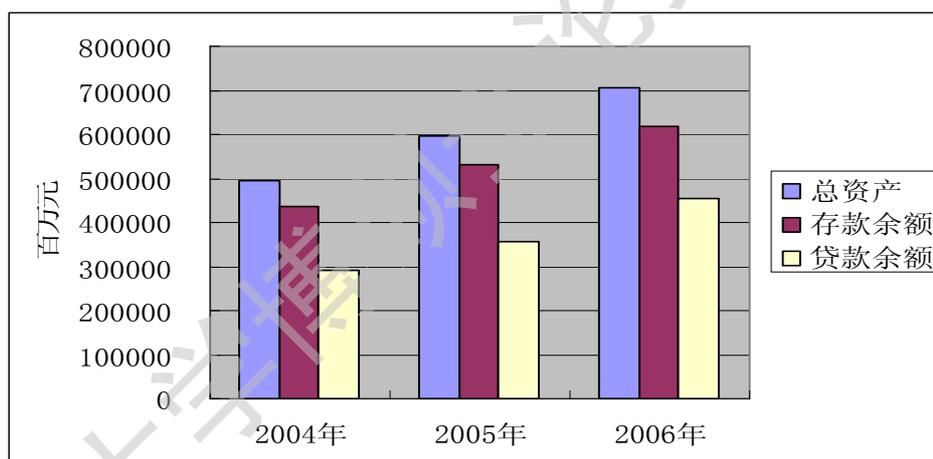
三、经营现状

截至2006年末，中信银行资产总额达7069亿元，各项存款余额达6184亿元，各项贷款余额4534亿元，资本净额318亿元。2006年度，中信银行实现净利息收入165亿元，净利润37亿元。期末按五级分类不良贷款率为2.5%，拨备覆盖率为84.6%。

（一）资产规模

2004年到2006年，中信银行总资产由4934亿元增长到7069亿元，年复合增长率19.69%；各项存款由4350亿元增长到6184亿元，年复合增长率19.23%；各项贷款由2916亿元增长到4534亿元，年复合增长率24.69%。

图 3-1：中信银行 2004-2006 年经营规模概况

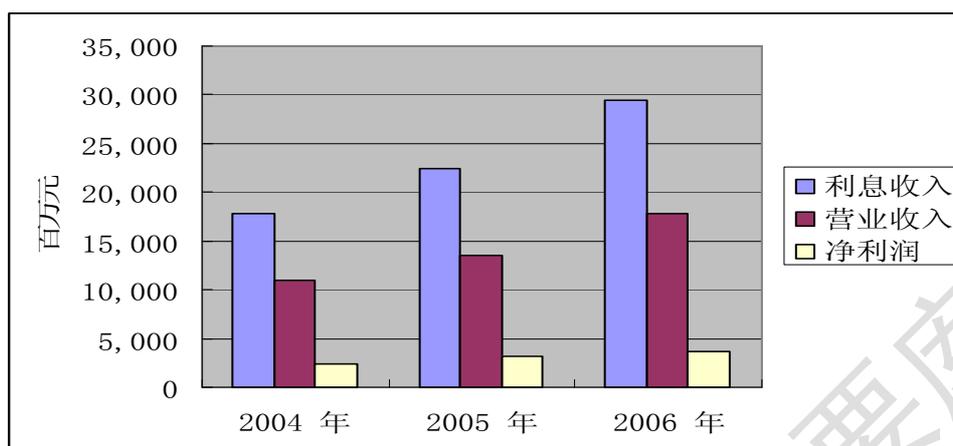


资料来源：根据中信银行年报整理。

（二）经营损益

2004年度到2006年度，中信银行营业收入由111亿元增长到178亿元，年复合增长率26.95%；利息收入由178亿元增长到295亿元，年复合增长率28.78%；净利润由24亿元增长到37亿元，年复合增长率23.21%。

图 3-2：中信银行 2004-2006 年损益概况



资料来源：根据中信银行年报整理。

(三) 发展状况

对公贷款历来是中信银行贷款组合中最大的组成部分，2004年至2006年的年复合增长率为20.1%，非利息净收入年复合增长率为51.2%，公司结算业务收入年复合增长率为26.1%。

表 3-2：中信银行按业务类别划分的经营收入增长情况

单位：亿元

	2004 年		2005 年		2006 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
公司银行业务	90.29	81.6%	109.92	81.2%	142.32	79.8%
零售银行业务	11.67	10.6%	16.99	12.5%	23.86	13.4%
资金资本市场业务	10.18	9.2%	12.60	9.3%	17.67	9.9%
其它及未分配	-1.50	-1.4%	-4.11	-3.0%	-5.55	-3.1%
总经营收入	110.64	100.0%	135.40	100.0%	178.30	100.0%

资料来源：根据中信银行年报整理。

(四) 贷款质量

中信银行不良贷款余额由2004年的193亿元下降到2006年的116亿元，每年下降22.55%；不良贷款率由2004年的6.29%下降到2006年的2.5%，实现了“双降”。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库