

行业研究/深度研究

2018年08月05日

行业评级：

银行 增持（维持）  
银行 II 增持（维持）

**沈娟** 执业证书编号：S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

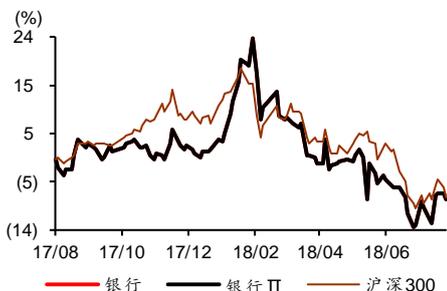
**郭其伟** 执业证书编号：S0570517110002  
研究员 0755-23952805  
guoqiwei@htsc.com

**蒋昭鹏** 0755-82492038  
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《银行/非银行金融：行业周报（第三十周）》2018.07
- 2 《光大银行(601818,买入)：十年磨一剑，砺得梅花香》2018.07
- 3 《招商银行(600036,增持)：非息收入大增，不良贷款率下降》2018.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

# 方寸之间大世界，一卡贷动新银行

## 信用卡行业深度研究

### 零售转型着力点，中间业务生力军

2017年中国信用卡累计发卡量同比增长26%，为近年来的最高增速。在资管业务由于新规出台而短期承压的背景下，高速发展的信用卡业务已成为银行中间业务的支柱。我国首张信用卡由中国银行于1985年发行，行业发展已逾30年。从量价策等多方面来看，我国信用卡行业空间广阔，而美国的行业发展历程可作为我国的教科书。本文为处于不同竞争地位的银行提出了相应的策略建议。建议关注行业领先者及转型战略推进迅速的有力挑战者，个股推荐招商银行、建设银行、平安银行、中信银行。

### 量价均有提升可能，制度改革再添红利

我们首先分析了参与者的客户基础、用卡情况、收入成本结构和定额定额及风险管理。结合量、价、政策等多个因素，我们认为中国信用卡市场发展空间较大。从量的角度看，中国信用卡的普及程度显著低于美国、日本等发达国家，信用卡在消费贷款中的比例也显著低于美国。居民消费意识的增强和互联网借贷的严监管将使得信用卡承接更多消费信贷需求。从价的角度看，美国信用卡定价显著高于中国，国内信用卡行业尚有提价空间。从策的角度看，银行信用卡业务面临子公司分拆，成立法人子公司有利于信用卡业务的专业化、市场化，给行业发展带来红利。

### 以美国行业史为鉴，三阶段对应三成功因素

美国信用卡行业起源于1950年代，是起源最早、发达程度最高的信用卡市场。我们将美国的信用卡发展史分为1950-1970s、1980s、1990s至今三个阶段。美国银行（或VISA）和花旗银行于1970年代最早取得成功，其成功的核心要素是发卡获客。Sears于1980年代崛起，其依靠庞大的消费网络成为美国第四大卡组织。1990年代的Capital One利用差异定价方面的经营创新实现了高速增长，现信用卡业务已排名美国第3位。美国信用卡行业发展历程中的阶段特征在中国亦有体现，为中国信用卡行业的后续发展提供了借鉴意义。

### 领先者重体验改机制，追赶者寻差异勇创新

竞争格局的分析中已将行业参与者分为领先者和追赶者两类。对于领先者而言，目标在于提升用户体验，可在联盟化和定制化两个角度着力，及在制度改革上引领行业前进。追赶者的追赶可分三步走：1) 抓住发卡红利的尾巴；2) 在互联网的背景下创新品类，体现差异化，这是当前的主要发展途径；3) 借力于金融科技创新，逐鹿于未来，推动行业重新洗牌。信用卡行业空间广阔，我们看好行业领先者及转型迅速的挑战者。

风险提示：经济下行超预期，资产质量恶化超预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600036	招商银行	27.18	增持	2.78	3.19	3.73	4.41	9.78	8.52	7.29	6.16
000001	平安银行	8.94	买入	1.34	1.40	1.48	1.59	6.67	6.39	6.04	5.62
601998	中信银行	5.87	增持	0.87	0.92	0.98	1.07	6.75	6.38	5.99	5.49

资料来源：华泰证券研究所

## 正文目录

序言：零售转型着力点，中间收入生力军.....	5
发展空间：量价均有提升可能，制度改革再添红利.....	7
量——新增需求：发展尚不充分，与美日存差距.....	7
量——新增需求：消费角色增强，信贷需求提升.....	8
量——替代需求：现金贷强监管，需求回流银行.....	9
价：商户及持卡端费率低，存在一定提价空间.....	10
策：消费刺激 + 公司制改革，行业迎发展红利.....	11
竞争格局：领先者三足鼎立，追赶者各有特色.....	12
客户基础.....	13
用卡情况.....	13
收入与成本结构.....	14
定额及风险管理.....	16
他山之石：美国信用卡行业的发展之路.....	18
1950s-1970s：行业起步阶段，客户争夺为王.....	18
1980s：信用卡基本普及，跨界巨头崛起.....	19
1990s-今：行业格局已成，创新助力腾飞.....	20
经验总结：发展阶段不同，成功因素有差异.....	22
战略建议：因竞争地位不同，策略选择有差异.....	24
领先者：联盟化 + 定制化，引领机制大变革.....	24
追赶者：借鉴美国三步走，注重品类差异化.....	26
投资逻辑：看好信用卡行业领先者和有力挑战者.....	29
招商银行：流量经营的典范，高端市场实力强.....	29
建设银行：资产质量显优势，信用卡贷款居首.....	31
平安银行：零售战略的核心，创新为业务赋能.....	32
中信银行：成长快制度先进，逐鹿互联网市场.....	34
风险提示.....	35

## 图表目录

图表 1: 全文逻辑图.....	6
图表 2: 中国信用卡累计发卡量变动: 2017 年增速加快.....	7
图表 3: 中国信用卡人均持卡量变动: 2017 年增速加快.....	7
图表 4: 中美日人均信用卡持有量对比: 中国较低.....	7
图表 5: 中美信用卡授信使用率对比: 中国显著高于美国.....	7
图表 6: 中美信用卡贷款余额占总贷款比例: 美国占比高于中国.....	8
图表 7: 2011-2017 年银行卡人均持卡量及同比增速: 2017 年信用卡增速超越借记卡.....	8
图表 8: 2010-2017 年 GDP 拉动因素: 2014 年起消费成为第一大驱动.....	9
图表 9: 2010-2017 年中国居民储蓄率: 保持下行趋势.....	9
图表 10: 信用卡与互联网借贷要素比较: P2P 公司借贷门槛更低, 贷款申请更容易.....	9
图表 11: P2P 贷款余额增速: 2016 年起快速下降.....	10
图表 12: P2P 运营平台数量: 2016 年起减少.....	10
图表 13: 监管部门对现金贷、网络借贷的监管政策: 2016 年起收紧.....	10
图表 14: 中美信用卡业务刷卡手续费费率: 中国较美国存在较大差距.....	10
图表 15: 中美银行发行的普通信用卡费率对比: 中国大部分信用卡费率低于美国.....	11
图表 16: 公告拟成立信用卡子公司的银行汇总: 包括民生、中信、光大.....	11
图表 17: 2017 年末各银行信用卡累计发卡量: 大行、股份行大幅领先于城商行.....	12
图表 19: 2011-2018H1 互联网搜索流量排名: 招商银行大幅领先.....	13
图表 20: 2017 年各行信用卡交易额: 招行、建行交易额最大.....	13
图表 21: 2017 年末各行信用卡贷款余额: 建行、工行信用卡贷款额领先.....	13
图表 22: 2017 年末各银行累计发卡卡均交易额对比: 股份行显著高于大行.....	14
图表 23: 2017 年银联数据客户信用卡收入结构: 利息、分期手续费收入约占 65%.....	14
图表 24: 各银行银联普通卡/标准卡收费价目表: 存在一定差异.....	15
图表 25: 2017 年银行卡手续费排名: 建行、工行、中信领先.....	15
图表 26: 2017 年末各行信用卡中心员工数: 浦发和中信排前列.....	16
图表 27: 2017 年末各行信用卡中心人均实现贷款: 兴业和平安最高.....	16
图表 28: 2017 年末各行信用卡额度使用率: 民生和平安较高.....	16
图表 29: 2017 年末各行信用卡累计发卡卡均额度: 交行和中行较高.....	16
图表 30: 2017 年末各行信用卡不良贷款率: 浙商、建行、招行和平安较低.....	17
图表 31: 全球六大信用卡组织: 四个为美国机构.....	18
图表 32: 2017 年末中美三大信用卡贷款银行对比: 美国贷款余额更高.....	18
图表 33: 美国四大卡组织基本信息: 均起源于 1950-1960s.....	18
图表 34: 美国四大卡组织 2017 年全球交易额: VISA 优势明显.....	19
图表 35: 美国各银行信用卡贷款对比: 花旗银行依旧保持领先.....	19
图表 36: Discover 全球交易额: 2017 年已达 3359 亿美元.....	20
图表 37: 1980-1990 年代进军信用卡行业的跨界巨头: 以 Sears 为代表.....	20
图表 38: Signet 银行区域分布: 集中于四个州.....	21
图表 39: 信用卡的四大客群: 两大客群为贡献收入的主体.....	21
图表 40: Capital One 营收增速: 1990s 保持在高位.....	22

图表 41:	2017 年末美国各银行信用卡贷款对比: Capital One 居第三.....	22
图表 42:	2017 年美国信用卡交易额对比: Capital One 居第三.....	22
图表 43:	2017 年末美国商业银行总资产对比: Capital One 居第七 .....	22
图表 44:	2011-2017 年招商银行 AUM: 2017 年私人银行 AUM 占比已达 30%以上 ..	22
图表 45:	美国信用卡行业发展历程一览: 三阶段, 四案例.....	23
图表 46:	信用卡贷款为基础资产的 CLO 列表: 交行、招行规模较大 .....	24
图表 47:	信用卡客群的多标签: 白领女性消费者可能至少有 6 大标签.....	24
图表 48:	2018 年 7 月末中美信用卡领先者开放申请卡种数量: 中国大幅高于美国....	25
图表 49:	大通银行蓝宝石优选信用卡积分转换合作商家: 包括多家航空公司及酒店..	25
图表 50:	广发银行 DIY 信用卡基本信息: 卡功能三选一 .....	26
图表 51:	2018 年信用卡网络搜索流量: 与 2017 年基本持平.....	26
图表 52:	2018 年 6 月 App 月独立设备数: 信用卡 App 在银行 App 中占据重要位置..	27
图表 53:	领先者高端信用卡列表: 三大行均较完备.....	27
图表 54:	四类竞争市场的特征对比: 垄断竞争市场具有产品异质化的特征 .....	27
图表 55:	平安银行信用卡累计申请量排名: 中国旅游金卡和香港旅游卡为热门卡种..	28
图表 56:	追赶者银行信用卡业务成长性对比: 浦发、中信、平安居前.....	29
图表 57:	2017 年各银行信用卡交易额: 招商银行居首.....	29
图表 58:	2011-2018H1 各银行信用卡互联网搜索热度: 招商银行居首 .....	29
图表 59:	2017 年 6 月各银行信用卡 App 日均独立设备数: 招行领先.....	30
图表 60:	2017 年 6 月各银行信用卡 App 月有效时长: 招行领先 .....	30
图表 61:	2017 年私人银行规模排名: 招商银行领跑行业 .....	30
图表 62:	招商银行的金融科技体系: 四大成熟产品.....	31
图表 63:	2010-2017 年大型银行信用卡贷款余额对比: 2017 年末建设银行跃居首位	31
图表 64:	2017 年各银行信用卡不良贷款率: 建行仅高于浙商.....	32
图表 65:	2012-2017 年建设银行信用卡不良贷款率: 持续较低.....	32
图表 66:	2011-2017 年平安银行信用卡交易额: 保持较快增速 .....	32
图表 67:	2011-2017 年平安银行信用卡贷款: 保持较快增速 .....	32
图表 68:	2017.7-2018.6 新口袋银行 App 月度总有效时长: 实现翻倍 .....	33
图表 69:	2017 年末各银行累计发卡卡均额度: 平安银行较低.....	33
图表 70:	2008-2017 年中信信用卡指标增速: 交易额、贷款快于累计发卡量.....	34
图表 71:	公告拟成立信用卡子公司的银行汇总: 中信银行为先驱.....	34
图表 72:	2018 年 6 月部分股份制银行网银覆盖人数: 中信银行居前.....	35

## 序言：零售转型着力点，中间收入生力军

我国信用卡诞生于1985年，发卡行为中国银行珠海分行。人大常委会将“信用卡”定义为由商业银行或者其他金融机构发行的具有消费支付、信用贷款、转账结算、存取现金等全部功能或者部分功能的电子支付卡。目前取得发行信用卡资质的银行有五大行、股份行、邮储银行及部分城商行、农商行，信用卡业务收入已成为商业银行中间业务收入的重要组成部分。根据中国支付清算协会的数据，截至2018年Q1末，信用卡和借贷合一卡共计发行6.12亿张，人均持卡量0.44张。

信用卡不仅为客户和商户提供了收付款便利，也成为了银行提供全面金融服务、提升盈利能力的重要工具。首先，信用卡业务高收益特征明显，消费分期、取现等各项服务的高收费也显著增厚了银行中间业务收入。其次，信用卡使用频次高，是品牌形象推广、客户黏性塑造的重要工具。

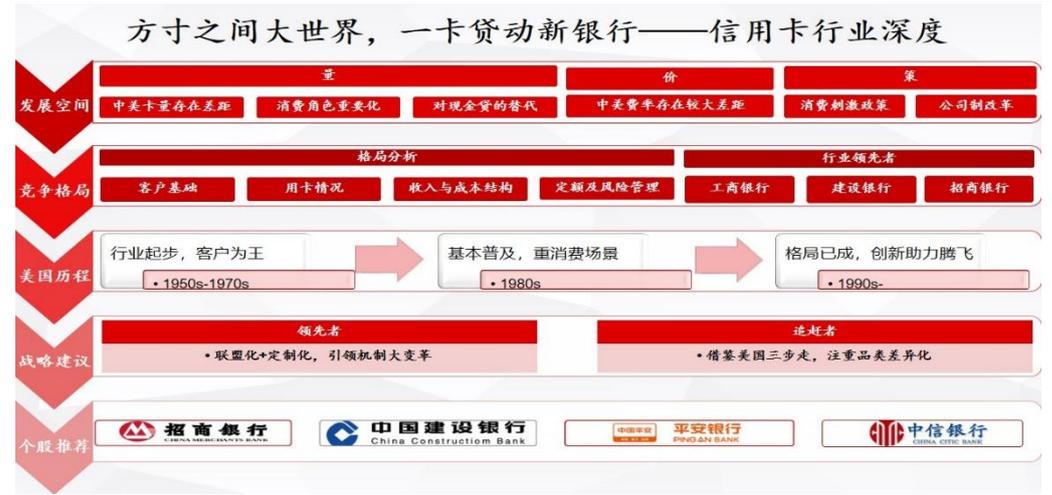
从量、价、策三个角度来看，中国信用卡行业发展空间较大。从量的角度看，中国信用卡的普及程度显著低于美国、日本等发达国家，信用卡贷款在总贷款中的占比也显著低于美国。随着居民消费意识的增强，居民消费信贷需求的提升为信用卡业务带来了发展空间。此前互联网借贷因风控不严，具有审批时间短、贷款人门槛低、收益率高的特点，对业务较规范、风控系统较完善的信用卡业务产生了一定挤出效应。随着互联网借贷的严监管时代到来，部分需求将回归银行系统，由信用卡承接。从价的角度看，美国信用卡业务费率定价显著高于中国，国内信用卡行业或尚有提价空间。从策的角度看，银行信用卡业务面临子公司分拆，成立法人子公司有利于信用卡业务的专业化、市场化，给行业发展带来红利。2017年，信用卡的累计发卡量同比增速已超越借记卡，达26.45%。

美国的信用卡行业发展史可作为中国信用卡行业的教科书。美国信用卡行业起源于1950年代，可分为1950-1970s、1980s、1990s至今三个阶段。三个阶段成功的信用卡行业参与者分别为美国银行（或VISA）和花旗银行、Sears和Capital One，成功的主要因素分别为发卡获客、消费流量和经营创新。美国信用卡行业发展历程中的阶段特征在中国亦有体现，为中国信用卡行业的后续发展提供了借鉴意义。

我们根据竞争地位的不同，为中国信用卡行业提出了策略建议。首先，我们从客户基础、用卡情况、收入成本结构和定额及风险管理四个角度分析了国内信用卡行业的竞争格局。发卡银行被分为领先者、追赶者两类。对于领先者而言，应着力于提升用户体验，在联盟化、定制化上创造新的行业发展热点，同时应在引领行业机制变革方面有所作为；对于追赶者而言，可分三步实现追赶超越。第一步，追赶者可以抓住发卡扩张的最后一波行业红利。第二步，移动互联网的普及为银行差异化消费场景塑造提供了条件。创设差异品类，体现差异化是其发展主要途径。第三步，创新是决战未来的关键，金融科技快速发展使行业创新拥有了更多可能。

信用卡行业空间广阔，建议关注行业领先者及转型战略推进迅速的有力挑战者。领先者推荐信用卡交易额排名第一的招商银行、信用卡贷款余额排名第一的建设银行。有力挑战者推荐将信用卡作为零售战略的核心角色且集团协同效应突出的平安银行、成长潜力突出且在制度建设和金融科技方面均表现亮眼的中信银行。

图表1: 全文逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

## 发展空间：量价均有提升可能，制度改革再添红利

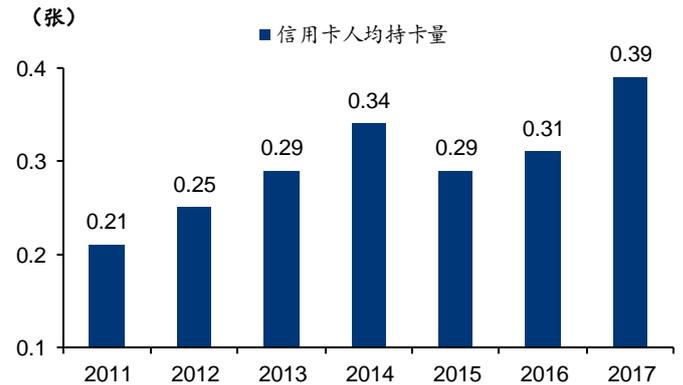
我们认为中国信用卡行业仍有较大的成长空间。中国信用卡业务的发展成就显著，据中国支付清算协会的数据，截至2018年Q1末，信用卡和借贷合一卡共计发行6.12亿张，人均持卡量0.44张。2009年-2017年信用卡累计发卡量的年均复合增速为15.47%。2017年信用卡行业发展速度明显加快，当年累计发卡量同比增长26.45%。信用卡行业发展提速的主要原因是在经济增速下行、严监管的环境下，银行将更多资源投入信用卡业务。我们认为信用卡市场发展空间较大，以下我们将结合量、价、政策等多个因素对我国信用卡行业发展空间进行分析。

图表2：中国信用卡累计发卡量变动：2017年增速加快



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表3：中国信用卡人均持卡量变动：2017年增速加快

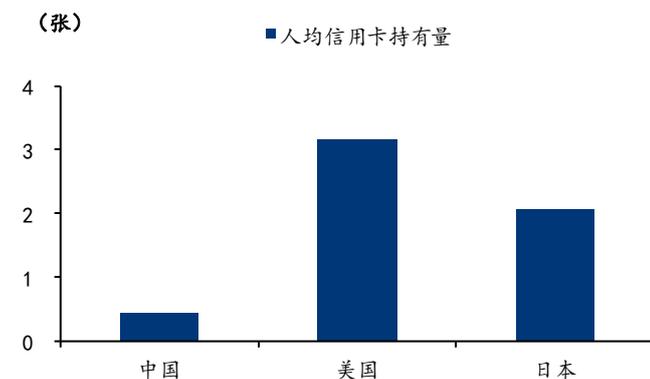


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

### 量——新增需求：发展尚不充分，与美日存差距

当前信用卡覆盖及渗透率低，具有较大发展空间。横向来看，与信用卡体系较发达的美国市场相比，我国当前的信用卡发展仍有较大空间。据中国支付清算协会的数据，2017年底，中国信用卡授信使用率为45%，高于同期美国的18%。二者差异的主要原因是美国信用卡行业总额度较高：1) 首先，美国信用卡较普及，卡量推高了总额度；2) 美国信用卡卡均额度更高。2016年美国信用卡卡均额度为4271美元（人民币2.96万元），同期中国为1.96万元。2018年Q1末我国信用卡人均持卡量为0.44张，而2016年美国信用卡人均持卡量已达3.16张。虽然近几年中国移动第三方支付取得了快速发展，但移动支付也只是将信用卡嵌入了支付系统，并不是对信用卡消费信贷功能的取代。从信用卡贷款角度来看，2017年底中国信用卡应偿信贷总额占金融机构境内总贷款的4.55%，同期美国为11.41%。以上数据对比说明中国信用卡行业有较大增长空间，银行有望拥抱信用卡行业的广阔蓝海。

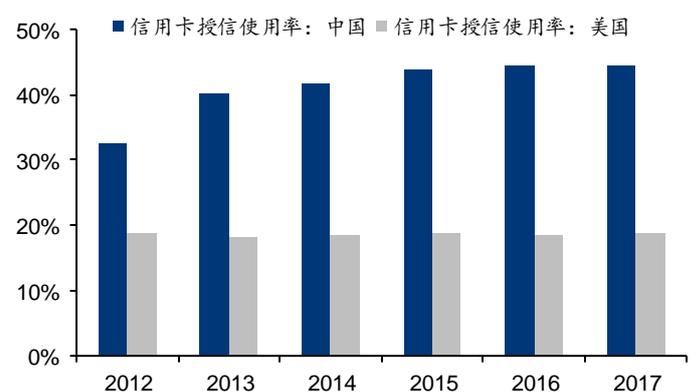
图表4：中美日人均信用卡持有量对比：中国较低



资料来源：中国人民银行，国际清算银行，华泰证券研究所

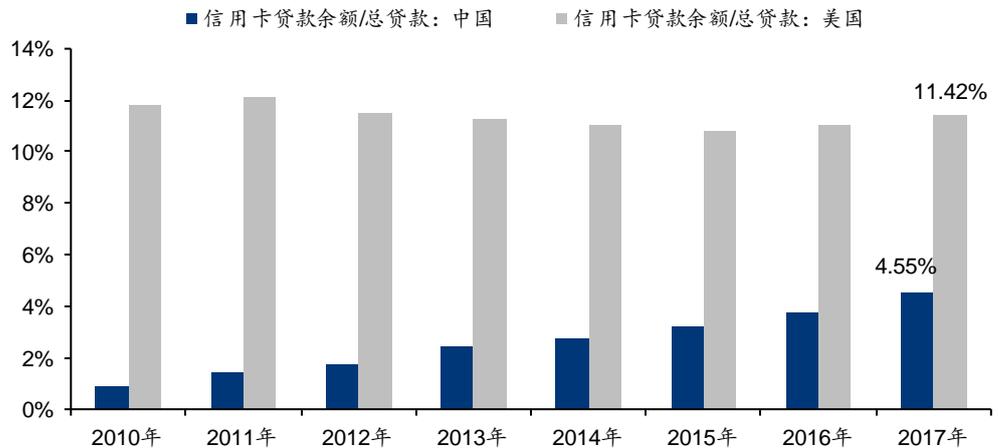
注：中国、美国、日本分别为2018Q1末、2016年末、2015年末数据

图表5：中美信用卡授信使用率对比：中国显著高于美国



资料来源：中国支付清算协会，Bloomberg，华泰证券研究所

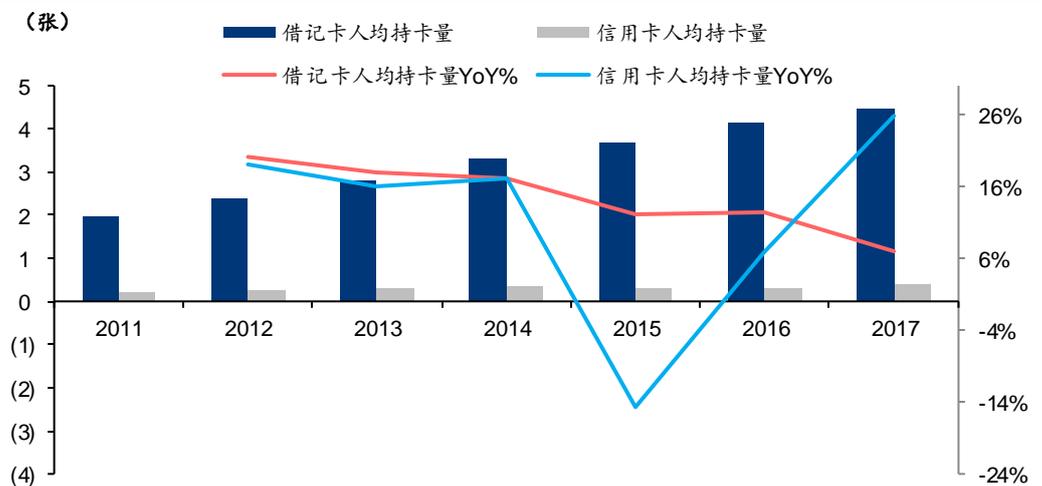
图表6: 中美信用卡贷款余额占总贷款比例: 美国占比高于中国



资料来源: 中国人民银行, Bloomberg, 华泰证券研究所

纵向来看, 经历 2015-2016 年的发展低迷阶段, 2017 年中国信用卡人均持卡量增速超越借记卡。中国人均借记卡持卡量自 2013 年 Q1 末的 2.47 张上升至 2018 年 Q1 末的 4.60 张, 五年内增加 2.13 张, 增幅为 86%。而同期人均信用卡持卡量从 0.26 张上涨至 0.44 张, 仅增加 0.18 张, 增幅为 69%。银行卡发卡量的快速上升反映居民对银行金融服务需求的上升, 信用卡行业的发展或可加快, 以匹配居民的消费信贷需求。2017 年, 信用卡发卡加快的现象已经出现, 当年人均持卡量同比增长 25.81%, 较借记卡高 18.9pct, 行业步入大发展初期。

图表7: 2011-2017 年银行卡人均持卡量及同比增速: 2017 年信用卡增速超越借记卡

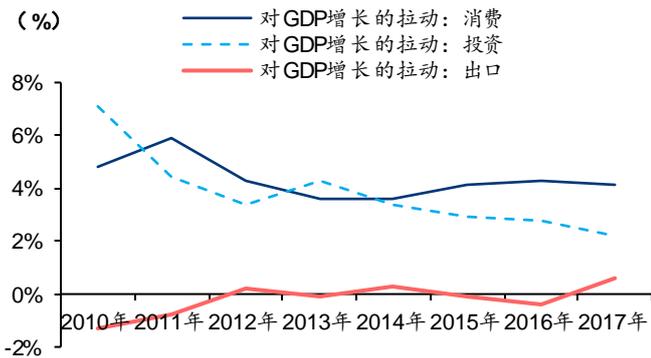


资料来源: 中国支付清算协会, 华泰证券研究所

**量——新增需求: 消费角色增强, 信贷需求提升**

居民消费能力上升, 增加信用卡使用场景频次。在投资、出口两大国民经济驱动力增速均出现下行的情况下, 消费在在国民经济中扮演的角色越来越重要。2015 年以后, 消费已成为 GDP 的最大驱动因素, 2017 年对 GDP 的拉动为 4.1%, 贡献度为 59%。居民的消费习惯也出现变化, 储蓄率出现下降, 对消费信贷的需求扩大。2010-2017 年国民储蓄率由 51% 下降至 46%。消费能力的增强及消费意识的提升增加了对支付、消费信贷的需求, 信用卡的使用场景和频次有望增多。

**图表8: 2010-2017年GDP拉动因素: 2014年起消费成为第一大驱动**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**图表9: 2010-2017年中国居民储蓄率: 保持下行趋势**



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

**银行零售转型加速, 加码信用卡业务。**2016年以来, 在经济增速换挡和金融严监管的双重背景下, 银行传统对公业务面临瓶颈, 许多银行纷纷进行零售转型探索新发展思路。信用卡贷款具有高收益、逆周期的优质属性, 是零售转型的重点之一。同时, 2018年资管新规正式落地, 银行理财业务面临重塑, 需要在过渡期内压缩不规范的存量业务, 对中间业务收入产生了一定负面影响。多数银行采取大力发展信用卡的战略增加中间业务收入, 抵消理财收入下降的影响。比如, 2017年中信银行信用卡收入同比上升53%, 抵消了理财产品手续费同比下降22%的影响, 手续费及佣金净收入同比上升14%。未来, 银行会继续加大信用卡投入力度, 进一步挖掘存量客户信贷需求并撬动潜在增量客户。

**量——替代需求: 现金贷强监管, 需求回流银行**

**互联网借贷早期快速兴起, 其便利性优势挤出信用卡需求。**2007年后, 互联网金融逐渐深化至业务领域, P2P网络借贷平台、线上消费金融公司等网络借贷公司纷纷出现。随着居民信贷需求增长, 2013年开始, 互联网金融进入快速发展阶段, 网络借贷业务迅速增长。2013-2016年P2P贷款余额年均复合增长率198%。网络借贷因风控不严, 具有审批时间短、贷款人门槛低的特点, 对业务较规范、风控系统较完善的信用卡业务产生了一定挤出效应。

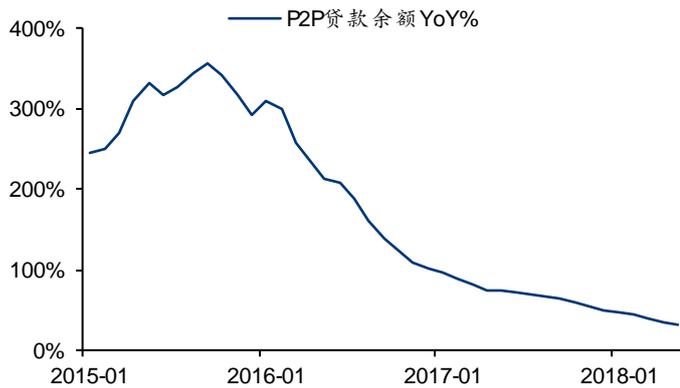
**图表10: 信用卡与互联网借贷要素比较: P2P公司借贷门槛更低, 贷款申请更容易**

要素项目	银行信用卡	P2P公司
利率	一般 18.25%	12-18%
审批时间	较长	较短
申请材料	较多: 如身份证、收入证明、完税证明、就业证明、居住证明等	较少: 仅需身份证、第三方信用评分等

资料来源: Oliver Wyman, 华泰证券研究所

**互联网借贷监管趋严, 比较优势减弱。**由于监管体系尚未完善, 互联网信贷畸形发展给社会带来较大风险隐患。2016年以来, 监管部门针对P2P网络借贷平台和现金贷业务持续收紧, 数次发布政策规范整顿, 从限贷额度、备案管理、银行存款、线下宣传、信息披露等多方面对互联网借贷业务提出了规范整改要求。P2P业务借贷余额增长率由2015年末的292%快速下降至2018年6月末26%, 运营平台数量也由2015年末的3437家下降至2018年6月末的1836家。互联网为消费信贷培育了大批客户, 根据网贷之家的数据, 2018年6月末P2P贷款余额为1.32万亿元。我们预计随着互联网借贷严监管的推进, 部门居民消费信贷需求将主要由银行等正规金融机构承接, 给信用卡行业带来发展空间。

图表11: P2P贷款余额增速: 2016年起快速下降



资料来源: 网贷之家, 华泰证券研究所

图表12: P2P运营平台数量: 2016年起减少



资料来源: 网贷之家, 华泰证券研究所

图表13: 监管部门对现金贷、网络借贷的监管政策: 2016年起收紧

时间	政策动态
2016年4月12日	互联网金融风险专项整治工作实施方案
2017年12月1日	关于规范整顿“现金贷”业务的通知
2017年12月8日	关于做好P2P网络借贷风险专项整治整改验收工作的通知
2018年5月4日	关于规范民间借贷行为 维护经济金融秩序有关事项的通知
2018年7月9日	互联网金融风险专项整治下一阶段工作部署动员会

资料来源: 国务院, 银保监会, 华泰证券研究所

### 价: 商户及持卡端费率低, 存在一定提价空间

商户端的手续费较低, 对信用卡收入的贡献较低。据银联的统计, 银联数据客户银行在商户端收取的手续费收入仅占信用卡收入的 14.72%, 与美国信用卡行业以商户回佣收入为主的盈利模式存在较大差异。主要原因是中国目前信用卡刷卡费率为 0.6%左右, 接近全球最低水平。而美国平均约 2%-3%, 港澳台地区和日韩的刷卡费率也仅略低于美国。2016年, 发改委和央行发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》(简称“96费改”), 取消了发卡行、收单机构、清算机构 7:2:1 的政府定价, 收单机构服务费改为市场调节价、发卡行服务费和清算机构网络服务费分别改为不高于 0.45%、不高于 0.065% 政府指导价, 市场化程度有所提高。短期内, 96 费改降低了银行在商户端的刷卡返佣。但长期来看, 费率定价松绑后, 龙头机构将在收单服务方面具有更强的话语权, 促使刷卡费率向国际看齐。

图表14: 中美信用卡业务刷卡手续费费率: 中国较美国存在较大差距

费率	支付方和收款方	中国	美国 (VISA/MasterCard)
收单机构服务费	商户支付给收单机构	市场调节价, 一般商户 0.6%左右	一般商户 2%左右
发卡行服务费	收单机构支付给发卡行	政府指导价, <=0.45%	一般商户 1.50%左右
清算机构网络服务费	发卡行、收单机构支付给清算机构 (中国); 收单机构支付给清算机构 (美国)	政府指导价, <=0.065%	0.13%左右
收单机构净费率		约 0.12%	约 0.37%
发卡行净费率		约 0.42%	约 1.50%

资料来源: 中国人民银行, VISA, MasterCard, 华泰证券研究所

持卡人各项收费较美国信用卡行业也存在一定差距。信用卡向持卡人收取的各项手续费包括年费、延期还款手续费、账单及交易分期手续费、取现手续费、透支转账分期汇款服务费、境外交易服务费等。和国际大行相比, 国内信用卡的各项费率尚低, 主要原因有二, 一是当前银行正处于大力推广信用卡阶段, 银行以设置较低的费率为策略吸引客户; 二是

国内信用卡提供的服务有限，而美国信用卡可以为持卡人提供更全面的服务和安全保障，从而掌握了更高的定价权。随着国内的行业竞争进入后半场，且服务体系逐步完善，银行有望掌握更强的定价权，逐渐提高手续费率。

**图表 15: 中美银行发行的普通信用卡费率对比: 中国大部分信用卡费率低于美国**

	中国		美国	
	建行龙卡人民币 信用卡银联普卡	平安标准信用卡 银联普卡	花旗银行 Simplicity®Card (VISA)	美国银行 BankAmericard® (MasterCard)
年费	80元, 首年免, 刷卡3次次年免	100元, 首年免, 刷卡6次次年免	0	0
循环信贷利率	18.25%	18.25%	15.74%-25.74%	14.74%-24.74%
超限费	0	超额部分的5%	0	0
境内取现费	1%	2.5%	5%	3%
境外取现费	3%	3%	5%	3%
溢缴款取现费	0.5%	0.5%	5%	3%
账单分期手续费(12期)	7.2%	7.68%	暂无数据	5%
跨境交易手续费	1%	1.5%	3%	3%

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

### 策: 消费刺激 + 公司制改革, 行业迎发展红利

我们认为两大政策或将对信用卡行业形成利好，一是消费刺激政策，二是信用卡子公司制改革。2018年7月6日，中央深改委通过了《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》和《完善促进消费体制机制实施方案（2018—2020年）》，着力培育重点消费领域细分市场，提升居民消费能力，引导形成合理消费预期，切实增强消费对经济发展的基础性作用。我们预计未来几年消费对经济的贡献度持续加大的方向不会发生变化，政策对消费的刺激预计将增加消费信贷的需求，对信用卡行业形成直接利好。

信用卡子公司模式有助于实现业务的市场化、专业化，为信用卡业务带来更大发展机遇。信用卡业务目前多以银行专营机构形式运营。信用卡专营机构是银行专营机构的重要类别，具有独立经营牌照，属于分行级别，需要在工商、税务等部门依法办法登记手续，并申领金融许可证和营业执照。专营机构的主要优势在于专业化分工，而子公司模式较专营机构优势更明显，除更好的专业化分工外，还包括：1) 可以实行市场化激励制度，提高员工主观能动性，增加专业人才储备；2) 与商业银行的风险隔绝较彻底，风险难以互相传导。信用卡业务的子公司分拆，为业务长远发展奠定了制度基础，市场化、专业化预计将给行业带来更大发展空间。

我们预计监管机构将对信用卡业务分拆成立子公司进行安排。2015年，监管部门提出探索对信用卡、私人银行、理财等业务板块子公司制改革。部分银行即开始尝试申请成立信用卡子公司，中信银行、民生银行和光大银行先后通过了拟成立信用卡子公司的议案。2017年底首家直销银行子公司百信银行的开业、2018年落地的资管新规明确了资管业务子公司制改革的安排，均给未来探索信用卡子公司提供了借鉴。

**图表 16: 公告拟成立信用卡子公司的银行汇总: 包括民生、中信、光大**

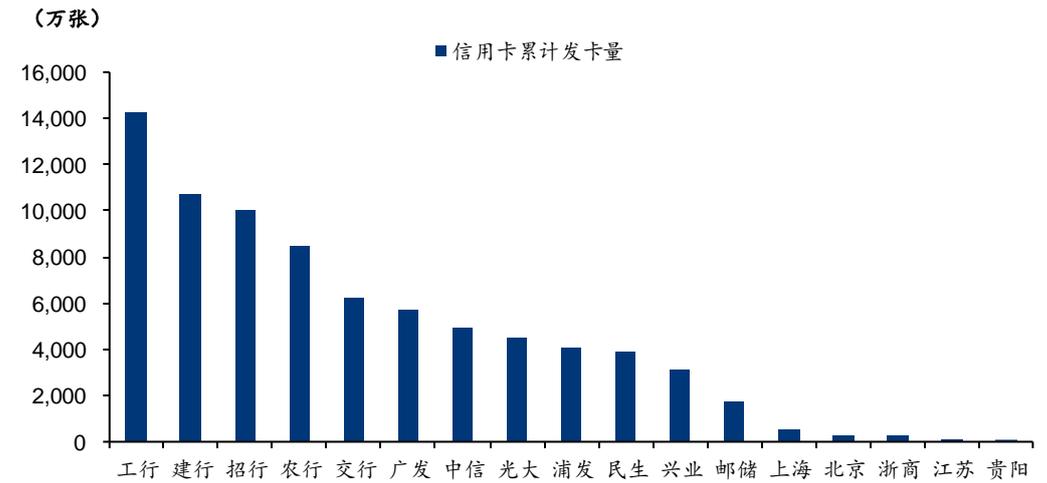
公告时间	公司名称	信用卡子公司名称 (暂定)	注册资本
2008/1/30	民生银行	中国民生信用卡有限责任公司	16亿元
2015/7/10	中信银行	中信信用卡公司	-
2016/2/1	民生银行 (再度公告)	中国民生信用卡有限责任公司	98亿元
2016/9/3	光大银行	中国光大信用卡有限责任公司	不超过100亿人民币

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

## 竞争格局：领先者三足鼎立，追赶者各有特色

国内信用卡业务的竞争的主要是大型银行和股份制银行之间进行。截至2017年底，最大的城商行发卡行上海银行累计发卡量562万张，而股份行的平均累计发卡量4439万张（恒丰银行、渤海银行除外，因二者信用卡业务规模较小，且未披露累计发卡量），大行平均累计发卡量为9929万张（中行除外，因未披露累计发卡量）。城商行与大行、股份行的业务几乎相差一个数量级，因此我们在后文仅分析大行、股份行及邮储银行的信用卡业务竞争格局。

图表 17： 2017 年末各银行信用卡累计发卡量：大行、股份行大幅领先于城商行



资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

注：中行、平安、华夏等部分银行数据未披露

信用卡行业竞争格局的分析可从以下四个方面展开：一是客户基础，可通过信用卡累计发卡量等指标衡量。二是用卡情况，包括信用卡交易额、信用卡贷款等。三是收入成本结构，收入包括利息收入与非息收入，成本包括人员及科技投入。四是定额及风险管理。通过以下的分析，我们将工商银行、建设银行、招商银行定义为信用卡行业的领先者。

图表 18： 大型银行及股份制银行信用卡业务概况：工行、建行及招行是领先者

银行	2017 年末 累计发卡量 (万张)	2017 年信用卡交易额 (亿元)	2017 年末信用卡贷款额 (亿元)	2017 年末 信用卡中心员工数	备注
工行	领先者	14,300	24,000	5,348	- 累计发卡量行业第一
建行	领先者	10,693	26,189	5,636	- 信用卡贷款行业第一
招行	领先者	10,023	29,700	4,914	6,302 信用卡交易额行业第一
农行		8,481	15,163	3,175	-
中行		6,822	-	3,743	-
交行		6,243	22,712	3,990	-
广发		5,711	-	3,788	-
中信		4,957	14,923	3,333	6,503
光大		4,526	16,742	3,006	2,914
浦发		4,117	11,931	4,183	9,604
民生		3,874	16,483	2,940	-
平安		3,395	15,472	3,036	2,029
兴业		3,105	9,906	1,863	1,040
华夏		-	-	1,180	-
邮储		1,705	5,699	777	-
浙商		250	262	72	-
渤海		-	-	11	-
恒丰		-	-	-	-

资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

注：中国银行、平安银行信用卡量数据分别为流通卡量、有效卡量，较实际数据小；“-”代表该数据未披露

### 客户基础

大行中的工商银行和建设银行，股份行中的招商银行和广发银行的客户基础处于领先地位。2017年底共有三家银行信用卡累计发卡量在1亿张以上，分别为工商银行、建设银行和招商银行，三家机构累计发卡量合计达3.5亿张，占有所有大行、股份行、邮储银行累计发卡量的40%（除未公布累计发卡量数据的华夏、渤海、恒丰银行外）。股份行中的第二大信用卡发卡行为广发银行，累计发卡量达5711万张。各家银行在客户基数方面的成功因素有所不同，工行、建行主要是借助渠道优势，其中工行较早确定了领先优势、建行则在近几年崛起。广发银行因是中国第一张信用卡的发卡行，具有先发优势。招商银行较早确定了信用卡发展战略，2007已成为全国第二大发卡行，其网络流量优势明显。根据百度指数的数据，2011-2018年上半年，“招商银行信用卡”搜索流量一直遥遥领先其他银行。

图表19：2011-2018H1 互联网搜索流量排名：招商银行大幅领先

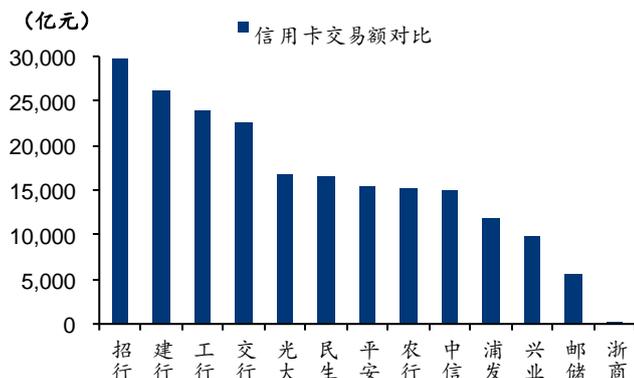


资料来源：百度指数官网，华泰证券研究所

### 用卡情况

招商银行、建设银行分别是信用卡交易额最大的银行、信用卡贷款量最大的银行。招商银行2017年信用卡交易额为2.97万亿元，同比增长31%，跃居信用卡交易额最大的银行。招商银行、建设银行、工商银行、交通银行为仅有的4家2017年全年信用卡交易额在2万亿元以上的银行。截至2017年末，建设银行信用卡贷款余额为5636亿元，成为信用卡贷款第一大行。信用卡贷款余额在4000亿元以上的银行有建设银行、工商银行、招商银行和浦发银行。工商银行、招商银行、建设银行构成了信用卡使用量的第一梯队。卡均产生交易方面，民生银行、平安银行的累计发卡卡均交易额均在4万元以上，位居行业前列，股份制银行的累计发卡卡均交易额普遍高于大型银行。

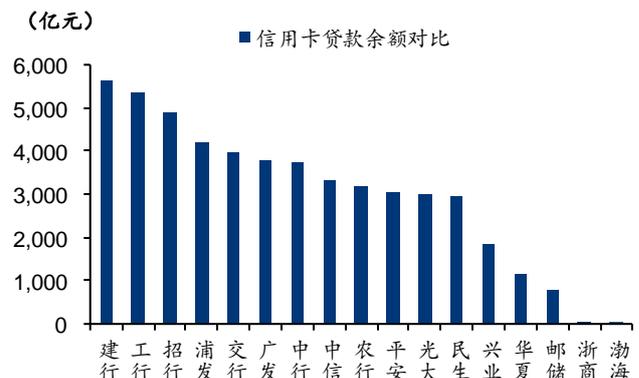
图表20：2017年各行信用卡交易额：招行、建行交易额最大



资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

注：部分银行数据未披露

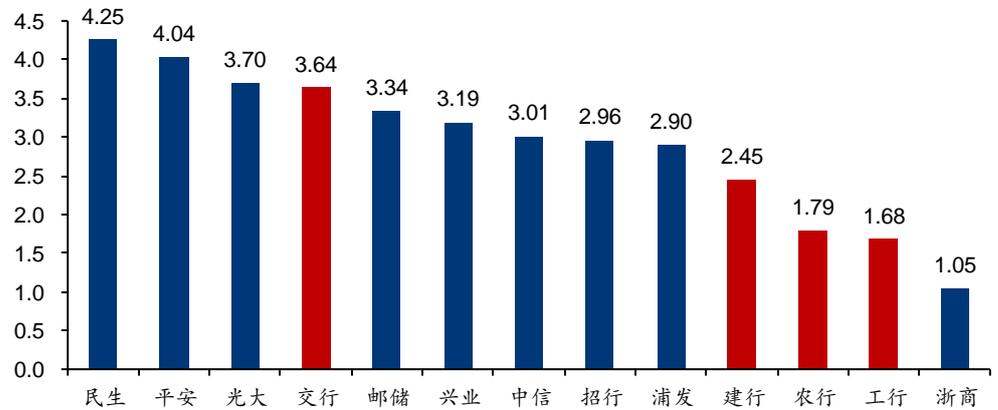
图表21：2017年末各行信用卡贷款余额：建行、工行信用卡贷款额领先



资料来源：各行年报，华泰证券研究所

注：部分银行数据未披露

**图表22：2017年末各银行累计发卡卡均交易额对比：股份行显著高于大行**  
(万元)



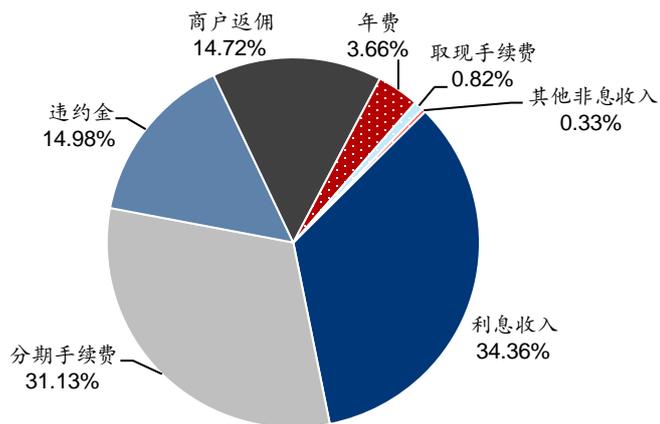
资料来源：各银行年报，华泰证券研究所

注：红色为大型银行，蓝色为股份制银行及邮储银行；部分银行数据未披露

### 收入与成本结构

信用卡收入可包括非利息收入与利息收入两部分。利息收入指持卡人还款超过信用卡免息期产生的利息收入，各家银行的年化利率普遍为 12.775%-18.25%（日利率：万分之 3.5-万分之 5）。非利息收入则包括年费、违约金、分期业务手续费（与大部分银行不同，招行和浦发已将此项归为利息收入）、商户返佣、违约金、取现手续费、境外交易手续费等。据银联发布的数据，银联数据客户银行信用卡业务收入结构主要的组成部分是利息收入与分期手续费收入，合计占总收入的 65.49%。各银行在持卡人端收取的手续费费率有一定差别，如浦发银行普卡年费设置为 180 元，较其他银行高；招商银行的分期业务手续费定价更高，12 期的每期手续费最高可达 1.67%。而商户返佣则一般按照政府制定的市场调节价 0.45% 执行。

**图表23：2017年银联数据客户信用卡收入结构：利息、分期手续费收入约占65%**



资料来源：银联数据，华泰证券研究所

**图表24：各银行银联普通卡/标准卡收费价目表：存在一定差异**

银行	普通卡/标准卡年费(元)	境内取现手续费率	账单分期		信用卡循环借贷利率
			单期手续费率(12期)		
工行	50	1%	0.60%		日息 0.05%
建行	80	1%	0.60%		日息 0.035%~0.05%
中行	100	1%	0.60%		日息 0.05%
农行	80	2%	0.60%		日息 0.05%
交行	80	1%	0.72%		日息 0.05%
招行	100	1%	[0%, 1.67%]		日息 0.035%~0.05%
广发	40	2.5%	0.70%		日息 0.05%
中信	100	2%	0.73%		日息 0.05%
光大	80	2.5%	0.80%		日息 0.035%~0.05%
浦发	180	2%	0.74%		日息 0.05%
民生	100	0.5%	0.67%		日息 0.05%
兴业	80	2%	0.75%		日息 0.05%
平安	100	2.5%	[0.64%, 0.85%]		日息 0.05%
华夏	100	2%	0.70%		日息 0.05%
浙商	5年内免年费	1%	0.60%		日息 0.035%~0.05%

资料来源：各银行官方网站，华泰证券研究所

信用卡非息收入规模较大的银行为建设银行、工商银行、招商银行、浦发银行和中信银行。由于银行卡手续费的主要来源为信用卡，可用银行卡手续费收入来衡量信用卡非息收入。据招商银行、中信银行及民生银行披露的数据，其信用卡非息收入/银行卡手续费收入分别为106%、100%、97%。建设银行、工商银行、中信银行的银行卡手续费收入均超过300亿元，另外，我们估算招商银行、浦发银行统一口径后的银行卡手续费收入也超过300亿元（2017年信用卡业务收入分别为545亿元、488亿元）。五个银行构成了信用卡手续费盈利能力的第一梯队。

**图表25：2017年银行卡手续费排名：建行、工行、中信领先**

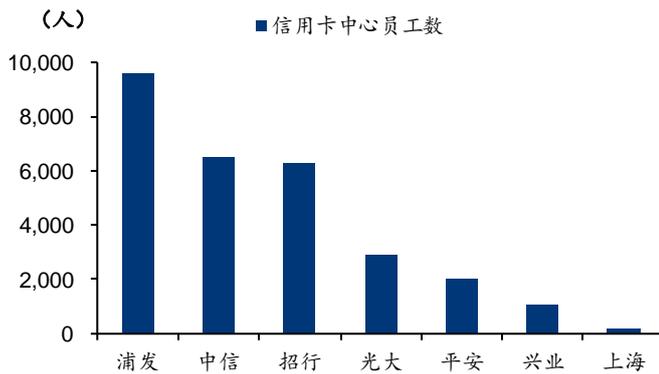


资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

注：招行和浦发数据因口径不一致，未纳入图表

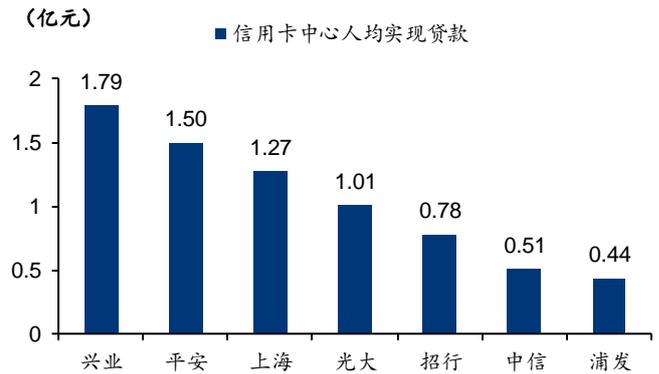
信用卡业务的成本投入主要是人员与科技。人员方面，浦发银行信用卡中心的员工数最多，浦发银行信用卡中心员工总数达9604人。科技方面，招商银行、中信银行、广发银行、平安银行表现突出。招商银行目前已有智能额度服务体系、消费信贷产品智能推荐引擎产品等业内首创的金融科技产品。中信银行信用卡中心开发了风险智能决策2.0系统，实现信贷审批即时化；与科大讯飞展开合作，探索人工智能信用卡、新一代客服系统建设、金融风险防范控制，客户身份识别、智能投资顾问。广发银行对金融科技的探索有智能自助语音催收系统、移动体感产品等。平安银行整合原“口袋银行”、“信用卡”和“平安橙子”三大APP为口袋银行4.0，全面应用指纹、声纹、人脸识别技术。

**图表26: 2017年末各行信用卡中心员工数: 浦发和中信排前列**



资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

**图表27: 2017年末各行信用卡中心人均实现贷款: 兴业和平安最高**

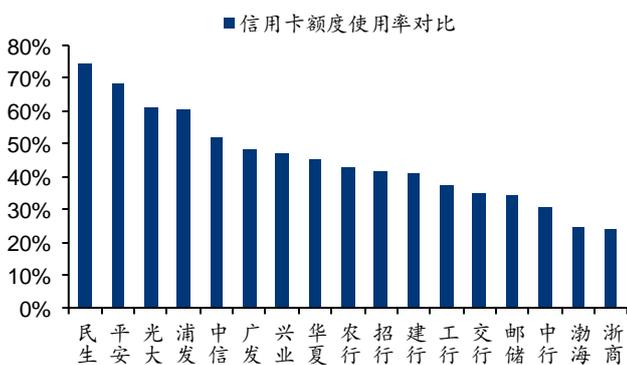


资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

### 定额及风险管理

**2017年底民生银行、平安银行授信使用率居行业前两位, 浙商银行、建设银行、招商银行和平安银行的不良贷款率较低。**授信使用率方面, 我们认为民生银行和平安银行较高的主要原因有: 1) 民生银行和平安银行信用卡较活跃, 2017年两者的累计发卡卡均交易额均在4万元以上(平安银行使用流通卡量计算, 故累计发卡卡均交易额实际数据更小), 居行业前列。2) 民生银行和平安银行的累计发卡卡均信用额度更低, 分别为1.02万元和1.16万元(平安银行使用流通卡量计算, 实际数据更小), 主要原因是客户定位较大众或风控标准较严格。我们推测民生银行信用卡均信用额度较低的主要原因在不良贷款率较高的背景下风控趋严; 平安银行则主要因为渠道的下沉导致信用卡定位更大众。信用卡贷款资产质量方面, 浙商、建行、招商、平安不良贷款率均在1.2%以下。这些银行的大数据、金融科技风控特色明显, 如招行的智能化的消费信贷解决方案、平安的大数据及应用评分模型风险管理策略等。

**图表28: 2017年末各行信用卡额度使用率: 民生和平安较高**



资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

注: 部分银行数据未披露

**图表29: 2017年末各行信用卡累计发卡卡均额度: 交行和中行较高**



资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

注: 部分银行数据未披露

图表 30: 2017 年末各行信用卡不良贷款率: 浙商、建行、招行和平安较低



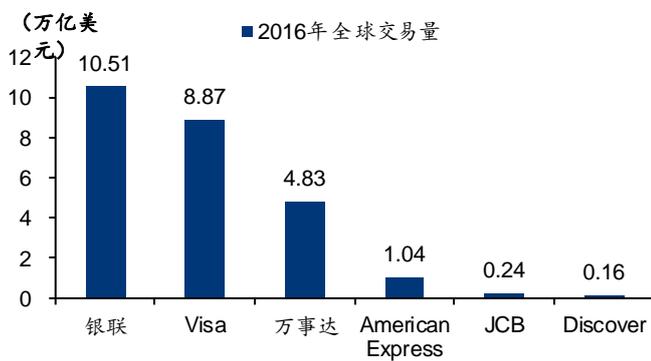
资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

注: 部分银行数据未披露

## 他山之石：美国信用卡行业的发展之路

作为信用卡的起源地和信用卡行业最发达的国家，美国的信用卡行业发展路径值得参考。首先，信用卡诞生于美国。20世纪50年代，Diners Club、美国银行等美国公司已开始发行信用卡，而美国之外的第一张信用卡是英国巴克莱银行于1966年发行的。其次，美国是信用卡行业最发达的国家。全球6大信用卡组织有4个位于美国，分别是维萨（VISA）、万事达（MasterCard）、美国运通（American Express）和大来（Diners Club）。美国信用卡发卡行的交易额、信用卡贷款也在全球范围内保持领先。最为起源最早、最发达的信用卡市场，美国的行业发展历程可为起步较晚的中国信用卡行业提供经验。我们将美国信用卡行业发展分为三个阶段，三个阶段的成功因素分别为发卡获客、消费流量、经营创新。

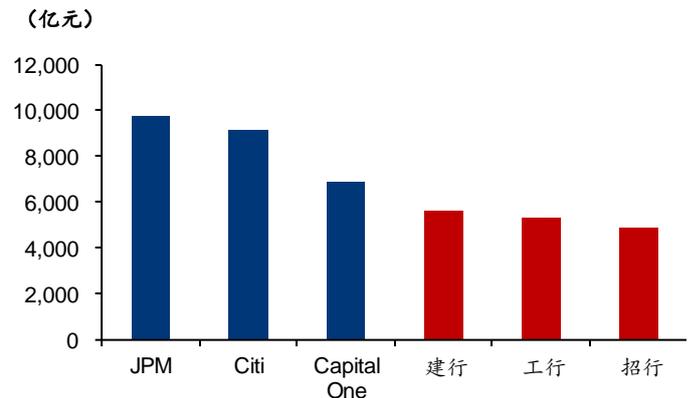
图表31：全球六大信用卡组织：四个为美国机构



资料来源：银联官方网站，Bloomberg，华泰证券研究所

注：银联全球交易量使用外汇局2016年12月31日中间价6.937换算为美元

图表32：2017年末中美三大信用卡贷款银行对比：美国贷款余额更高



资料来源：各公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所

### 1950s-1970s：行业起步阶段，客户争夺为王

美国信用卡行业的发展早期陷入了持卡人与商家拓展的怪圈。1950年Diners Club创始人弗兰克麦克纳马拉提出“信用卡”概念后，1958年美国银行发行第一张通用循环信用卡BankAmericard，标志着现代信用卡正式诞生。20世纪60-70年代可称为美国信用卡行业的发展早期，当时信用卡的发展面临怪圈：商家愿意接受某种信用卡的条件是该卡持卡人足够多，这样才能以较大的交易额补偿信用卡使用成本；而消费者愿意持有某种信用卡的条件则是这张信用卡能被足够多的商家接受，而卡户和商户都需要从零开始。

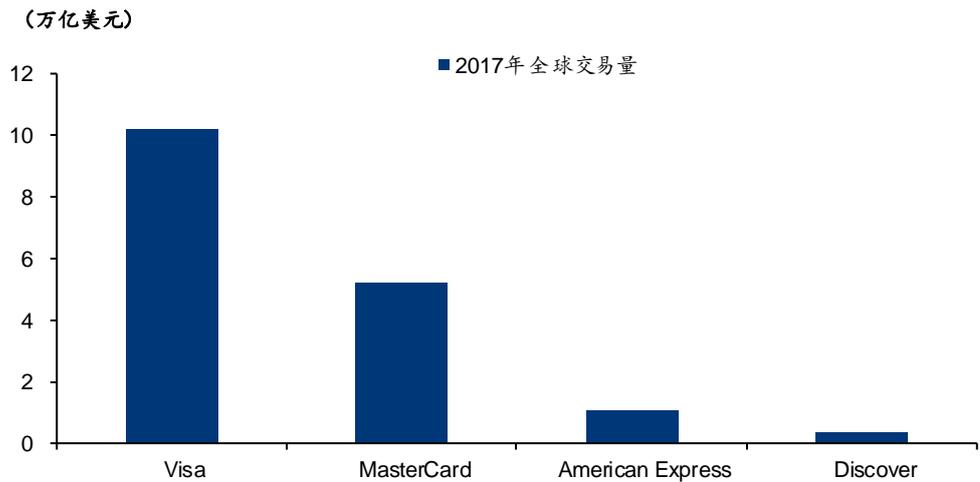
图表33：美国四大卡组织基本信息：均起源于1950-1960s

卡组织	信用卡前身	公司前身	2017年美国国内信用卡交		
			发行信用卡时间	易额 (亿美元)	市占率
VISA	BankAmericard	NBI、IBANCO	1958	17860	52%
		Interbank Card Association (ICA)	1966	7800	23%
MasterCard	Master Charge	(ICA)			
American Express	American Express Card	American Express	1958	7083	21%
Discover	Discover Card、Diners Club Card	Sears	1950	1330.44	4%

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

美国商业银行进军信用卡行业的普遍策略是通过大批量邮寄卡片迅速扩大客户数。这一获客方式参照了标准石油公司在1939年一次性邮寄25万张加油站卡而使得卡户数量突飞猛进的例子。只要被认定为具有良好信用风险的银行客户，就可能大量收到邮寄的信用卡。截至1970年，大约有1亿张信用卡被寄出，约占当年美国人口的50%。批量获客以美国银行为代表。1958年，美国银行推出BankAmericard并在加州迅速投放6万张。截至1959年10月，加利福尼亚州的信用卡存量已超过200万张。BankAmericard是信用卡行业的标准制定者，其于1976年更名为VISA并成为全球第一大卡组织，2017年全球交易额为10.21万亿美元，市场份额超50%。

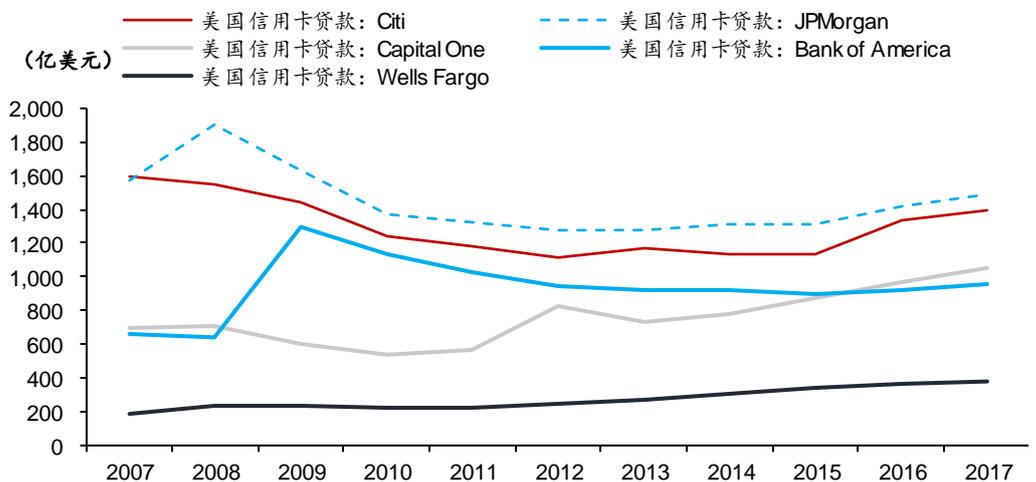
**图表34: 美国四大卡组织 2017 年全球交易额: VISA 优势明显**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**双联制的揭幕触发了大批量邮寄征购信获客的第二波高潮, 花旗银行趋势崛起。**1976年, 两大卡联盟 NBI (即 VISA 前身) 和 Interbank (即 MasterCard 前身) 先后取消限制成员银行同时具有两大银行卡联盟成员双重身份的规定, 双联制时代来临。花旗银行于 1977 年 8 月开始投放闪电战, 几个月内投放量超 2600 万封。虽然花旗银行卡部因本次行动在 1976-1980 年间成本大增, 累计亏损 5 亿美元, 但获得 VISA 客户超过 300 万, 成为全美最大的信用卡 (VISA + MasterCard) 发卡行。80 年代, 银行卡部成为花旗盈利能力最强的部门之一, 时至今日, 已成为美国第四大银行的花旗银行信用卡业务依然保持领先。

**图表35: 美国各银行信用卡贷款对比: 花旗银行依旧保持领先**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**1980s: 信用卡基本普及, 跨界巨头崛起**

**1980 年代, 信用卡在美国普及度大有提高, 两大巨头地位初步形成, 部分跨界巨头借消费流量崛起。**1980 年代, 美国信用卡行业初步成熟。根据美联储的“消费金融调查”数据, 80 年代末拥有信用卡的家庭已经达到 56%, 而 1970 年该比例仅 16%。VISA、MasterCard 已初步占据了两大巨头的地位, 但此时 Sears、AT&T、通用汽车等跨界者相继崛起。1985 年, 美国老牌连锁百货店 Sears 推出 Discover Card, 并很快成为美国第四大银行卡交易平台。其成功的因素除经营了六十多年专营卡客户积累外, 还有深入全国各地中产阶级社区的连锁店网络。

**图表 36: Discover 全球交易额: 2017 年已达 3359 亿美元**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**1990 年, AT&T 等事业巨头进军信用卡市场。**相比于已开展专营卡业务多年的 Sears, 1990 年进军信用卡行业的电信业巨头 AT&T 是完全意义上的跨界者。AT&T 参与信用卡市场的核心竞争力为其多年积累的庞大客户信息库及长途电话卡的消费场景。随后通用汽车等实业巨头纷纷进军信用卡行业, 美国信用卡行业重新进入竞争期。

**图表 37: 1980-1990 年代进军信用卡行业的跨界巨头: 以 Sears 为代表**

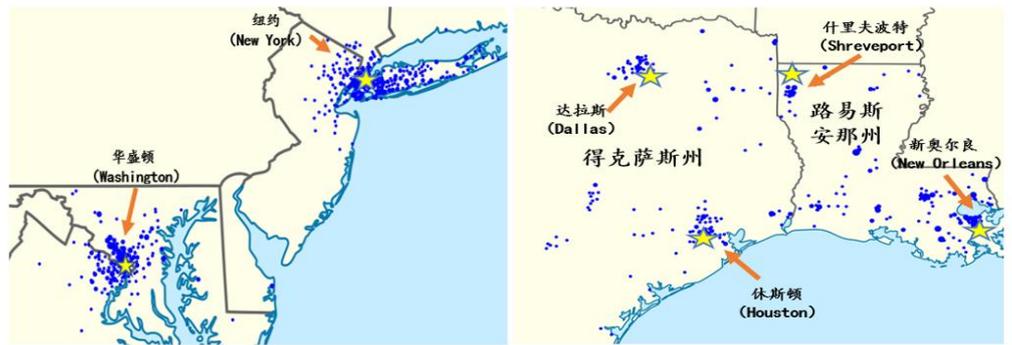
公司名称	跨界时间	公司行业	企业	信用卡品牌
Sears	1985	连锁超市	Discover Financial	Discover Card
AT&T	1990	电信	AT&T Universal Card Services Corp	AT&T Universal Card
26 家航空公司	1990	航空	AirPlus International	UATP
通用汽车	1992	汽车	Household Finance Corp	GM Card

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

### 1990s-今: 行业格局已成, 创新助力腾飞

**Capital One 是在信用卡行业成熟期借经营创新崛起的代表。**90 年代初, 经历上一轮跨界竞争后的美国的信用卡市场形成了多足鼎力的局面, 信用状况较好的美国家庭一般都已持有多张信用卡。支付服务提供商和发卡行的龙头仍为 VISA、MasterCard、花旗银行、美国银行等。但几乎所有银行均采用了“20+19.8”的收费模式, 即 20 美元的年费和 19.8% 的年化利率, 对于客户之间的个体利润率差异鲜有研究。在 90 年代第三次科技革命的浪潮中, 区域性银行 Signet 银行的信用卡部门找到了信用卡行业的颠覆性机会: 通过获取数据、存储数据、分析数据, 基于数据对不同风险水平的人进行差异化定价, 对风险低的人可以降价吸引客户, 对风险高的人则相反。1995 年, Signet 银行的信用卡部门正式分拆上市, Capital One 成立。

**图表 38: Signet 银行区域分布: 集中于四个州**



资料来源: Capital One 官网, 华泰证券研究所

**Capital One 的经营创新源于数据运用。**Capital One 首先在市场上推出了针对好客户的、利率 10% 左右的产品, 从而快速吸引其他信用卡中心的好客户转移到 Capital One。然后将客群分为上百组, 针对不同组的客户, 营销不同价格的产品, 从而测试不同客群对不同产品的兴趣度、NPV (用户贡献的净现值)、坏账率等指标, 然后根据实际指标来调整产品策略、营销策略、风控策略, 即边测试边学习 (Test and Learn) 的模式。1991 年 11 月以后, Capital One 实现了活跃度提升而不良率不变的目标。Capital One 还针对两类客户: 传统银行认为的“好”客户中的坏客户 (有信用卡但经常贡献分期利息和预期罚息的)、传统银行认为的“坏”客户中的好客户 (还款能力较弱、还款意愿较强的) 开发了创新性产品, 尝试数据营销。

**图表 39: 信用卡的四大客群: 两大客群为贡献收入的主体**

客户群	描述	优点	缺点
一般好客户	信用良好, 基本按时还款的高收入群体用户	按时还款	几乎不贡献利息收入
“好”客户中的坏客户	还款能力较强, 但经常忘记还款、经常取现的用户	低风险, 多方面贡献收入	
“坏”客户中的好客户	还款能力较弱, 还款意愿较强的用户	频繁分期, 带来稳定分期收入	有一定信用风险
一般坏客户	信用较差, 过度借贷的用户		坏账率高

资料来源: Capital One 官网, 华泰证券研究所

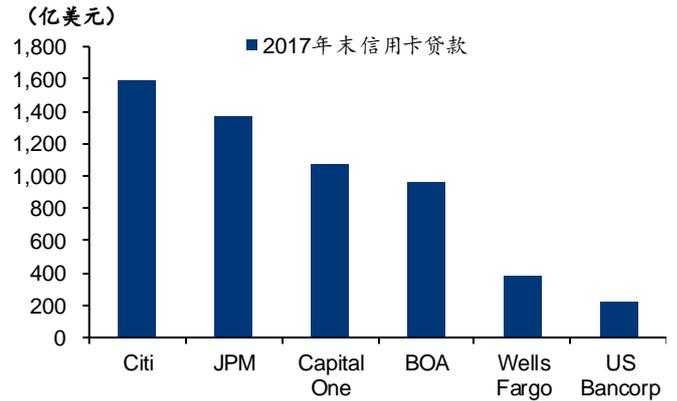
**Capital One 成为信用卡行业的后起之秀, 信用卡贷款已跃居行业第三。**Capital One 借助使用数据的创新模式开始了高速增长, 1992-2002 年营业收入的年均复合增速在 30% 以上。1994 年分拆上市时, Capital One 已拥有 400 万客户和 66 亿美元的信用卡贷款, 成为全美第 10 大、全球第 15 大信用卡发行商, 占 Signet 银行营业收入的 2/3。2017 年末, Capital One 信用卡贷款为 1068 亿美元, 全年信用卡交易额为 3364 亿美元, 是美国第 3 大信用卡发卡行及第 7 大银行。

**图表40: Capital One 营收增速: 1990s 保持在高位**



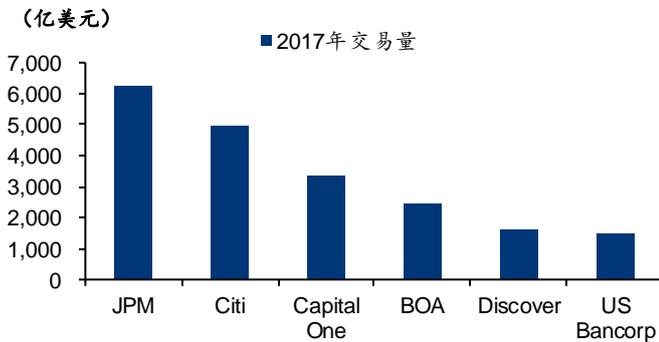
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表41: 2017 年末美国各银行信用卡贷款对比: Capital One 居第三**



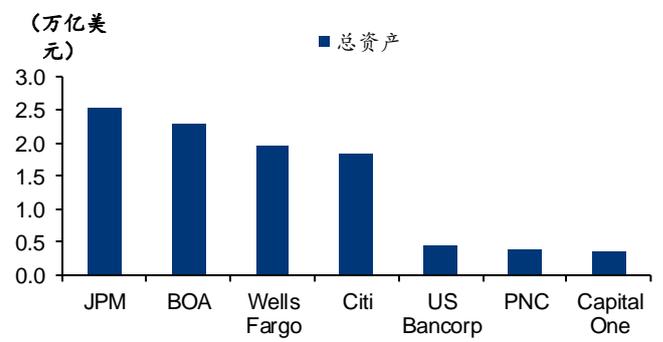
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表42: 2017 年美国信用卡交易额对比: Capital One 居第三**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表43: 2017 年末美国商业银行总资产对比: Capital One 居第七**

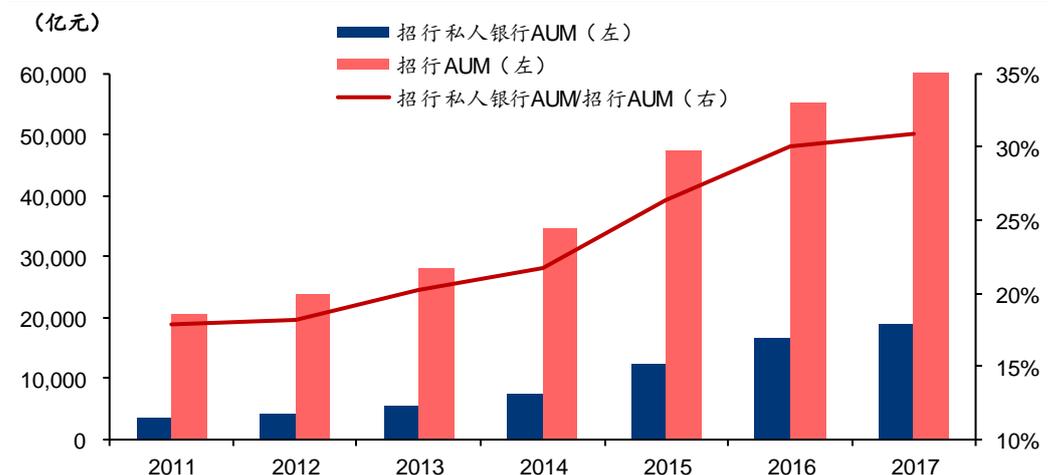


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**经验总结: 发展阶段不同, 成功因素有差异**

总结美国的信用卡行业发展经验, 发卡机构因时施策较为重要。三个阶段的成功主要因素分别为获客、场景及创新。早期信用卡未普及, 信用卡经营机构可通过优先抓客户来构建护城河, 实现先入为主。理论上信用卡用户的拓展空间为广大的个人客户, 但高净值人群、企业主等优质客户资源有限。优质客户能给银行带来稳定盈利和较低的坏账率, 还可与其他业务创造协同效应, 如银行可针对高净值客户、民营企业客户进行财富管理、对公信贷的交叉销售。优质客户对银行业务的贡献可参考招行的私人银行业务, 2017 年底, 招行私人银行 AUM 为 1.91 万亿元, 占总 AUM 的比例达 30.91%。

**图表44: 2011-2017 年招商银行 AUM: 2017 年私人银行 AUM 占比已达 30%以上**

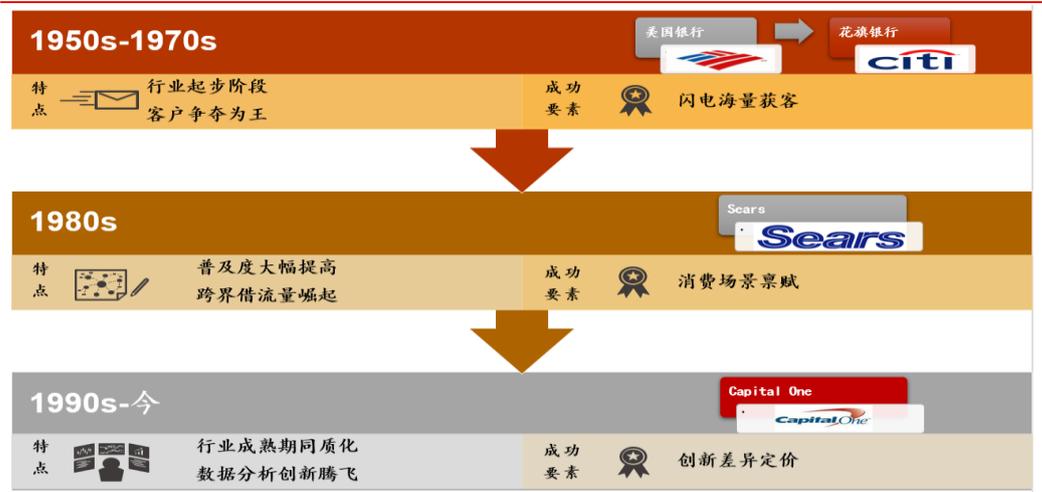


资料来源: 招商银行年报, 华泰证券研究所

随着信用卡的覆盖率上升，消费场景成为主要竞争领域，中国信用卡行业正进入这个阶段。信用卡的普及后，客户获得第二张卡及更多卡的边际效用下降，这使发卡机构的获客难度加大。此时若发卡银行仍主抓开卡，成本必将上升。而此时消费者有了更多的选择余地，将更注重消费场景。构建完善消费场景体系、迅速做大交易额的信用卡可形成马太效应，吸引更多客户及提高存量客户使用意愿。信用卡的核心消费场景包括零售、餐饮、航空等，发卡机构可通过增加商户合作、利用互联网流量等构建信用卡业务的核心优势。如支付宝崛起的重要因素是依靠阿里巴巴构建的亚洲最大线上 C2C 购物平台——淘宝网。

**经营模式创新是发展后期突围的主要途径。**信用卡的经营创新包括分期业务、交叉销售、信用卡贷款 ABS 等，创新可有效地在信用卡业务的渐饱和时代增厚业绩、盘活信用卡业务资产。

**图表 45：美国信用卡行业发展历程一览：三阶段，四案例**



资料来源：华泰证券研究所

## 战略建议：因竞争地位不同，策略选择有差异

我们认为目前中国信用卡行业处于大规模发卡阶段的后期，可抓住发卡末期的红利实现信用卡行业的跨越。浦发银行近几年即实现了发卡量的跃升，2017年全年新增发卡1358万张，2017年末累计卡量同比增长49%，2013-2017年五年累计增幅为368%。同时，领先的应积极布局交易流量与经营创新，以应对下一阶段的行业核心驱动因素变化。消费端的发力如招商银行的王者荣耀卡、光大中青旅信用卡等。而信用卡业务的经营创新也层出不穷，如：平安银行整合原口袋银行APP、信用卡APP和平安橙子APP组成新口袋银行APP，承载了银行零售业务的全产品及服务，实现交叉销售等；招商银行发行了首单信用卡循环结构ABS，有效盘活了信用卡信贷资产。截至2018年7月1日，以信用卡贷款为基础资产的信贷资产证券化CLO达20只，涉及招商银行、交通银行、中信银行和广发银行。

图表46：信用卡贷款为基础资产的CLO列表：交行、招行规模较大

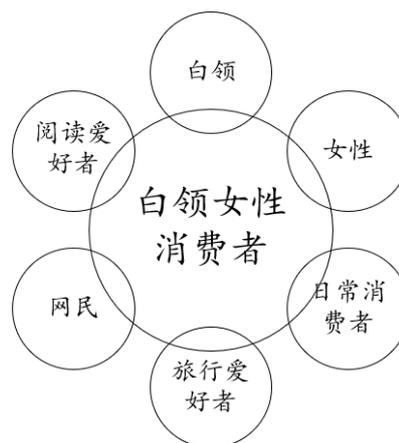
发行机构	单数(个)	发行总额(亿元)
交通银行	7	679.72
招商银行	7	639.13
中信银行	4	300.35
广发银行	3	72.02

资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

## 领先者：联盟化+定制化，引领机制大变革

在激烈的市场竞争中，领先者已通过多样化的卡种取得了消费场景和渠道的优势，也导致了卡种数量过多、功能趋于单一的问题。而客户的需求是综合化的，其可能需要开立多张信用卡来实现其所需功能。举例而言，一个白领女性消费者可能具有的标签有：白领、女性、日常消费者、旅行爱好者、阅读爱好者、网民等。过多的卡种增加了选择成本和密码记忆成本。同时，由于信用卡的基础功能仍是开卡的主要目的，消费者在开立多个账户后可能会集中使用1-2张卡消费，其余卡均成为睡眠卡。

图表47：信用卡客群的多标签：白领女性消费者可能至少有6大标签



资料来源：华泰证券研究所

领先者对于信用卡客户已经充分细化，继续细化的边际效用有限。中国的领先者目前开放申请的卡种数量均在100种以上，其中大部分卡种定位为细分的客群，发卡量较小，边际收益相对有限。美国的情况与此不同，行业领先者大通银行、花旗银行、Capital One、美国银行等会根据客户所需服务设置若干信用卡分类，每类信用卡一般不超过5种，开放申请的卡种数量合计在30种以下。

**图表48： 2018年7月末中美信用卡领先者开放申请卡种数量：中国大幅高于美国**

银行	信用卡种类数目
招商银行	253
建设银行	146
工商银行	138
大通银行 (Chase Bank)	25
花旗银行 (Citi Bank)	17
美国银行 (Bank of America)	21
Capital One	14

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

**资源整合及联盟化为适合领先者的发展途径。**中国信用卡卡种数量多于美国的主要原因是美国信用卡发卡行已实现资源整合及联盟化。如大通银行的蓝宝石优选信用卡 (Chase Sapphire Preferred® credit card) 即实现了与许多优惠网站关联，客户使用该卡购买旅游机票、预订宾馆、租车和乘邮轮可以享有 20% 的额外优惠。该卡的飞行奖励计划、酒店优惠计划有数十家航空公司、酒店参与，客户可将自己的奖励积分转入对应计划，积分转换的比例为 1:1。通过内部资源的整合同样可实现消费渠道的充分渗透，还有利于降低客户的选择成本。我们认为，信用卡行业竞争的本质并非发卡量、卡种数量的竞争，而是实现交易、贷款，取得手续费及利息收入的竞争，进行资源整合有利于提升用户体验，增强客户黏性从而增厚银行收益。

**图表49： 大通银行蓝宝石优选信用卡积分转换合作商家：包括多家航空公司及酒店**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**此外，卡片功能定制化可助领先者改善用户体验、提升客户粘度，我们认为将是大势所趋。**除资源整合、联盟化外，定制化也是领先者的可选发展策略。专人定制在过去主要可见于部分银行的高端卡/白金卡，而零售客户的长尾特征较强，将高端卡的定制功能向大众客群推广可开辟蓝海市场。加拿大蒙特利尔银行 (BMO) 已推出模块化的 MOSAIK 信用卡，将多种信用卡特色功能、设计和定价选择组合在一起供客户选择，为客户提供了 900 多种信用卡的产品组合。客户可以选择卡面设计、利率、奖励计划和各类附加服务 (旅行保障计划、旅行保险和礼宾服务等)。目前部分中国的银行已开始普通卡的功能定制尝试，如广发银行 DIY 信用卡可在三大商户类型中选择一类或多类，享受 3 倍积分服务。广发银行 DIY 信用卡能一定程度匹配客户的喜好、需求，但功能定制灵活性较为有限，对客户需求的挖掘成都仍较低。我们认为未来信用卡的定制市场空间广大，未来功能定制将成为改善用户体验的重要工具。

**图表50：广发银行DIY信用卡基本信息：卡功能三选一**

商户类别	内容	权益	收费
餐饮娱乐类	包括各项餐饮娱乐商户	选择分类3倍积分	仅选择1类则免费；超过一类每类29元/年
购物类	包括百货、超市、服饰鞋包等各类商户		
旅行类	包括机票、酒店、度假、旅游等各类商户		

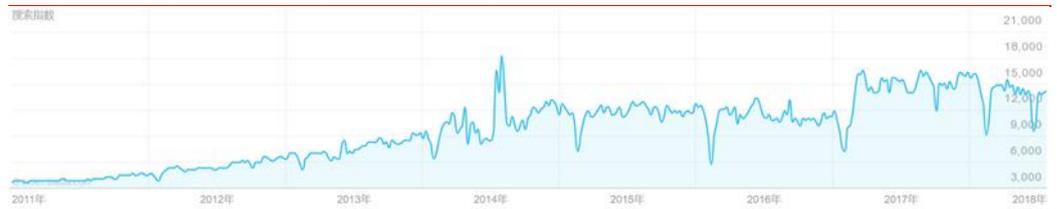
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**领先者应在机制建设与改革上有更多的贡献。**前文提及，2015年，监管机构已对信用卡业务分拆成立子公司有相应的计划。2015-2016年，中信银行、民生银行、光大银行已开始尝试申请设立信用卡子公司。部分领先银行信用卡业务取得成功的要素比较单一，如渠道优势等，而最大的问题仍是机制僵化。为缩小与美国信用卡行业巨头之间的差距，先进的机制必不可少。作为行业龙头，引领行业大改革有利于其持续保持行业领先地位。

### 追赶者：借鉴美国三步走，注重品类差异化

根据我们对美国信用卡行业发展历程的总结，我们为追赶者提出了三步走的战略。第一步，追赶者可以抓住发卡扩张的最后一波行业红利。中国信用卡行业处于大规模发卡阶段的后期，2017年部分银行通过快速发卡扩张实现了业务的大跨越，如浦发银行、兴业银行等。由于中国与美国、日本等发达国家的人均卡量差距仍较大，且2017年信用卡授信使用率继续提升至44.54%，我们认为2018年这一红利犹存，但在未来的几年内将逐渐减少。我们用百度指数代表互联网搜索流量，2018年关键词“信用卡”的网络搜索流量与2017年高速发展时期基本持平。

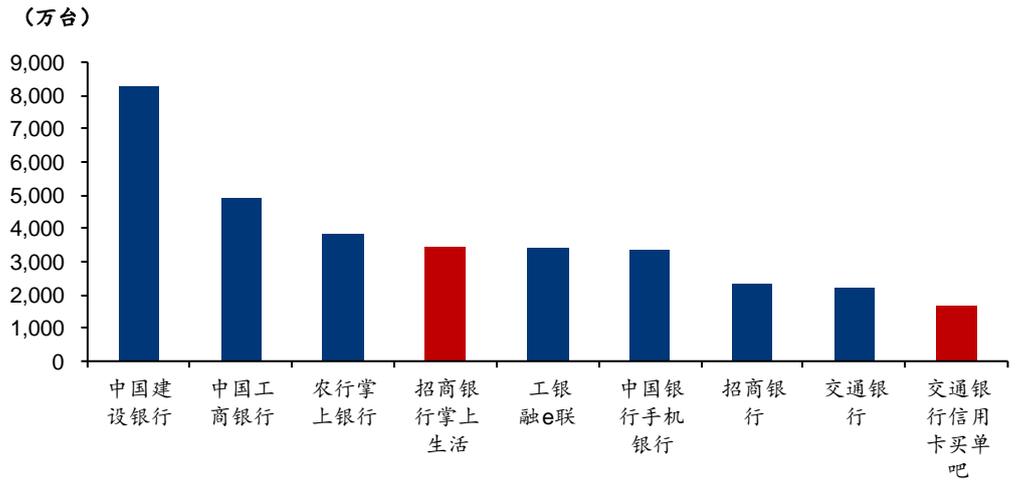
**图表51：2018年信用卡网络搜索流量：与2017年基本持平**



资料来源：百度指数，华泰证券研究所

**第二步，移动互联网的普及为银行差异化消费场景塑造提供了条件。**在互联网崛起的背景下，信用卡的获客渠道可线下可线上，线上可通过PC端也可通过移动设备端。根据艾瑞咨询的数据，2018年6月十大银行类App中已有两者为信用卡类专业App。除传统消费场景外，大量创新性消费场景出现，在线购物、网络游戏、视频付费等创新性消费场景在80年代的美国是完全不存在的。在新型消费场景层出不穷的情况下，信用卡业务具备充分差异化竞争的条件。

**图表 52: 2018年6月 App 月独立设备数: 信用卡 App 在银行 App 中占据重要位置**



资料来源: 艾瑞数据, 华泰证券研究所

作为行业追赶者, 银行应避免盲目高端化定位, 而应从差异化的角度开展错位竞争。目前各银行信用卡业务的目标客户基本都是各银行认定的“高端客户”, 因此信用卡产品的趋同化明显, 同一领域的竞争将信用卡行业的蓝海市场变成了红海市场。各家银行的发卡为了在竞争中实现“锁定效应”, 抛弃了短期利润, 通过降低收费、增加附加值等各种手段争取高端客户, 大大增加了营销成本。我们认为在市场发展的早期, 高端客户还有开发空间, 追赶者紧盯最优质的客户的战略无可厚非。但目前面向高端客户的卡种已经较多, 追赶者银行的合适战略应当是差异化。

**图表 53: 领先者高端信用卡列表: 三大行均较完备**

银行	高端卡数量	名字
工行	3	牡丹白金信用卡 (万事达卡)、牡丹白金信用卡 (银联)、尊尚白金信用卡 (银联)
建行	5	龙卡家庭挚爱、EMV、卓越商务卡、白金信用卡、钻石信用卡
招商	7	VISA 无限卡、钻石信用卡、百夫长信用卡、经典白金卡、精致白金卡、银联白金卡、全币种国际白金卡

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

品类创新为信用卡行业追赶者提供了发展思路。由于突破品牌壁垒的品类总是成对存在的。行业新入者可找到一个竞争对手, 设立创新品类。追赶者选择的对手越强大, 意味着其开创的需求市场越大。品类创新的典型战略是百事可乐在与可口可乐的竞争中, 创设了相对于经典正宗可乐的年轻现代可乐的品类。可乐市场属于寡头垄断市场, 具有产品基本同质或差别较大的特点; 而银行属于垄断竞争市场, 特点为产品有一定差异。银行创设服务品类的难度较可乐行业更低。

**图表 54: 四类竞争市场的特征对比: 垄断竞争市场具有产品异质化的特征**

市场	参与者数量	产品差异	进出	举例
完全竞争	很多	基本无差别	很容易	零售
垄断竞争	较多	有差别	容易	银行
寡头垄断	若干	无差异或差异很大	较大	可乐
完全垄断	一个	唯一	困难	铁路

资料来源: 华泰证券研究所

对紧随领先集团的信用卡市场的发卡机构而言, 避免直接竞争的最有策略就是采取与具有先发优势的信用卡品类不同的品类。在香港信用卡市场, 既有花旗、汇丰这样的国际知名大银行, 也有永亨、大新这样的小银行。后者不向大银行直接发起挑战, 而是专注于某些特定客户群和特定业务, 据此在竞争白热化的信用卡市场占得一席之地。在内地市场, 银行创设信用卡对立品类的例子如: 平安银行针对市场上大而全的旅行卡, 创设了具体地区

旅游的新品类——平安中国旅游金卡和平安香港旅游卡；针对市场上以体育赛事、几乎所有 NBA 球队的系列信用卡，创设了具体足球队的新品类——平安曼联红魔白金卡。二者均为平安银行的热门卡种。

**图表 55：平安银行信用卡累计申请量排名：中国旅游金卡和香港旅游卡为热门卡种**

排名	卡种	累计申请量(张)
1	标准卡	614962
2	车主卡	410291
3	由你卡	149903
4	保险卡	31942
5	中国旅游金卡	28331
6	保险金卡	19403
7	香港旅游卡	11337
8	一号店卡	10291

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

注：数据截至2018年8月3日

**第三步，创新是决战未来的关键，金融科技的快速发展使行业创新拥有了更多可能。**早在1990年代互联网发展早期，Capital One 就通过互联网化开创了信息化和大数据驱动的模式，借此在美国信用卡行业崛起称雄。而目前金融科技高速发展的时代背景是美国信用卡行业发展的同一阶段所不具备的。Capital One 利用几年的时间积累的客户数据于互联网流量巨头而言可能很容易获得。此外，目前各银行的金融科技运用基本处于起步阶段，科技创新的机遇对各家银行相对平等。追赶者可集中精力于金融科技以谋求行业革新，从而实现颠覆、完成超越。

## 投资逻辑：看好信用卡行业领先者和有力挑战者

我们认为中国信用卡业务尚有广大发展空间，建议紧抓信用卡行业的领先者和有力挑战者。首先，工商银行、建设银行、招商银行是行业的领先者，分别占据信用卡发卡、信用卡贷款、信用卡交易额第一的位置。对第二梯队的追赶者而言，浦发银行、平安银行、中信银行成长性最突出。浦发银行是近5年信用卡业务增长最快的机构之一，信用卡贷款余额累计增长2118%。平安银行背靠平安集团，具有渠道优势，且已将信用卡作为零售转型的核心，且在2017年成为业内首家完成线上App整合的银行。中信银行信用卡中心的制度建设前瞻性较强，金融科技运用深入。个股推荐招商银行、建设银行、平安银行、中信银行。

图表56：追赶者银行信用卡业务成长性对比：浦发、中信、平安居前

	2013-2017年增幅		
	累计发卡量	交易额	信用卡贷款
浦发	368%	1380%	2118%
中信	189%	446%	515%
平安	209%	608%	511%
民生	165%	461%	343%
光大	210%	446%	332%
交行	131%	316%	235%
中行	88%	-	133%
农行	129%	140%	113%

资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

注：中行、平安累计发卡量列为有效卡量数据增幅

## 招商银行：流量经营的典范，高端市场实力强

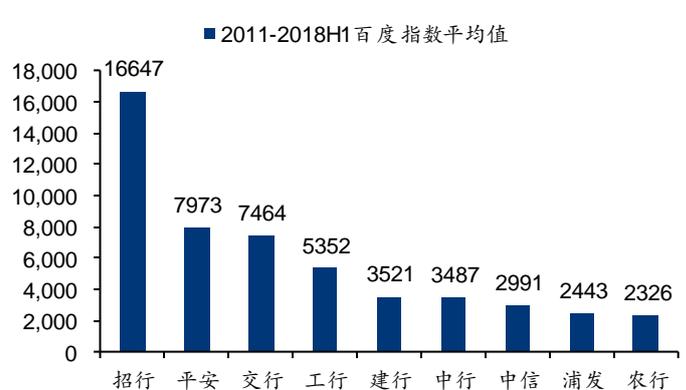
招商银行信用卡业务的流量经营出色，客户活跃度较高。招商银行是第一张国际标准双币信用卡的发卡行，客户基础雄厚。2007年累计发卡量已突破2000万张，而当年其他股份制银行平均信用卡累计发卡量不足400万张。在客户基数庞大的基础上，招商银行的客户活跃度名列行业前列。2017年招商银行以排名行业第三的累计发卡量取得了2.97万亿元的年度交易额，居行业首位。客户活跃度较高的主要原因是招商银行的流量经营能力出色，“招商银行信用卡”的网络搜索流量一直名列前茅。2018年6月，招商银行信用卡移动App“招商银行掌上生活”的日均独立设备数为477万台、月有效时长为865万小时，均大幅领先于其他信用卡类App。

图表57：2017年各银行信用卡交易额：招商银行居首



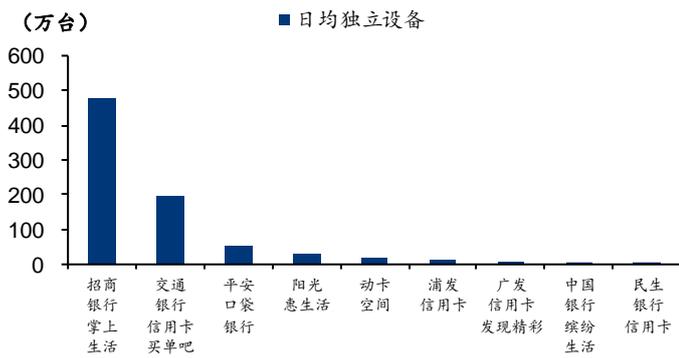
资料来源：各公司年报，华泰证券研究所

图表58：2011-2018H1各银行信用卡互联网搜索热度：招商银行居首



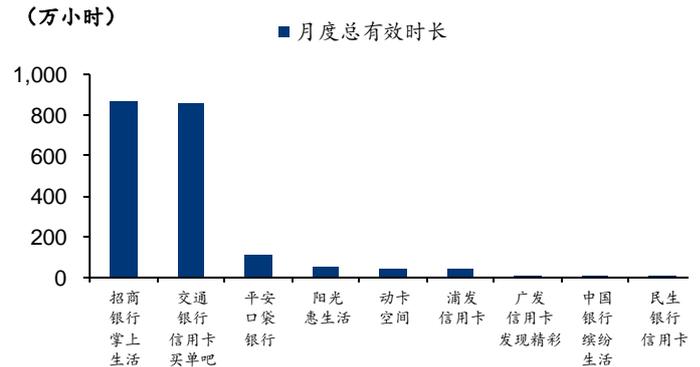
资料来源：百度指数，华泰证券研究所

**图表59: 2017年6月各银行信用卡App日均独立设备数: 招行领先**



资料来源: 艾瑞数据, 华泰证券研究所

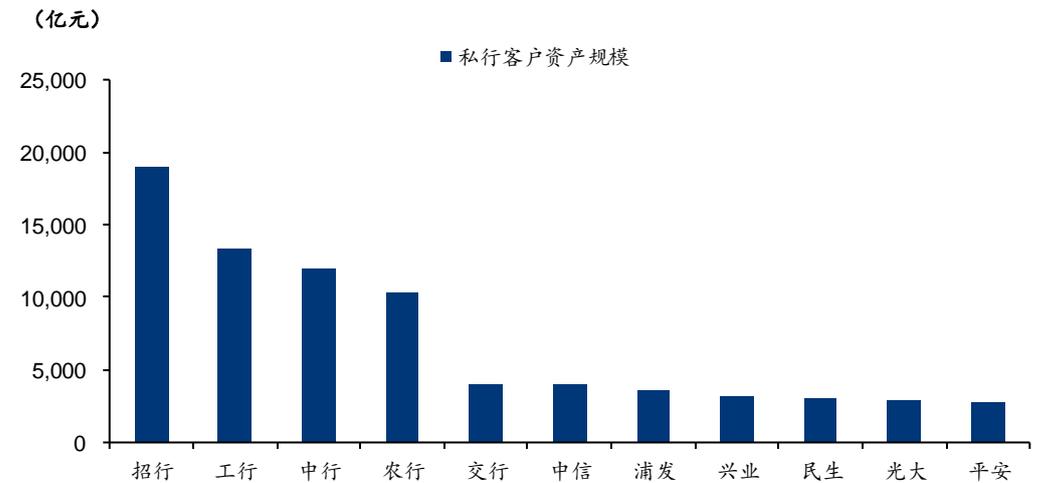
**图表60: 2017年6月各银行信用卡App月有效时长: 招行领先**



资料来源: 艾瑞数据, 华泰证券研究所

**招商银行信用卡在高端市场的优势突出。**招商银行深耕零售银行多年, 高端客户的护城河优势突出。2017年末, 招商银行有私人银行客户 6.74 万人, 管理资产总规模 1.91 万亿元, 均大幅领先于其他上市银行。高净值客户基础雄厚为招商银行信用卡在高端市场的优势提供了良好条件。招商银行目前高端卡种有 VISA 无限卡、钻石信用卡等 7 种, 对高端市场的细分领跑行业。2008 年, 招商银行与 VISA 合作在中国市场首次发行面向最顶级人群的高端信用卡——招行 VISA 无限卡, 成为国内首个采用主动邀请式限量发卡模式发行信用卡的银行。高端市场优势已成为招商银行信用卡业务的重要特色之一。

**图表61: 2017年私人银行规模排名: 招商银行领跑行业**



资料来源: 各公司年报, 华泰证券研究所

注: 交行、平安分别为 2015 年、2016 年 H1 的数据

**招商银行信用卡业务风控能力突出。**招商银行具有良好的风控系统, 不良贷款率一直处于行业低位, 2018 年半年末, 招商银行不良贷款率较 Q1 继续下降 5bp 至 1.43%, 我们预计仍将为股份制银行最低。2017 年底, 招商银行的信用卡不良贷款率 1.11%, 在披露数据的上市银行中处于较低位置。招商银行信用卡业务的良好风控能力与其金融数据的积累、金融科技的运用密不可分。2018 年, 招商银行计划将银行金融科技投入金额由税前利润的 1% 提高至营业收入的 1%。公司已有智能额度服务体系、消费信贷产品智能推荐引擎等金融科技产品, 在精准获客的同时有利于降低信用风险。

**图表 62: 招商银行的金融科技体系: 四大成熟产品**

金融科技产品	介绍
智能获客全流程体系	全面提升获客效率
移动端金融科技创新	运用客户画像、语音交互、生物核身、人机融合等技术, 构建“粉丝-绑定-持卡”三环客户体系, 不断挖掘服务价值, 深化服务模式转型
“全景智额”智能额度服务体系	打造授信产品一站式自主办理平台, 纯数字化交付额度服务
创新型消费信贷产品	58 推荐引擎 e 智贷, 通过云端计算, 为客户实时匹配出“量身定制”的信贷产品

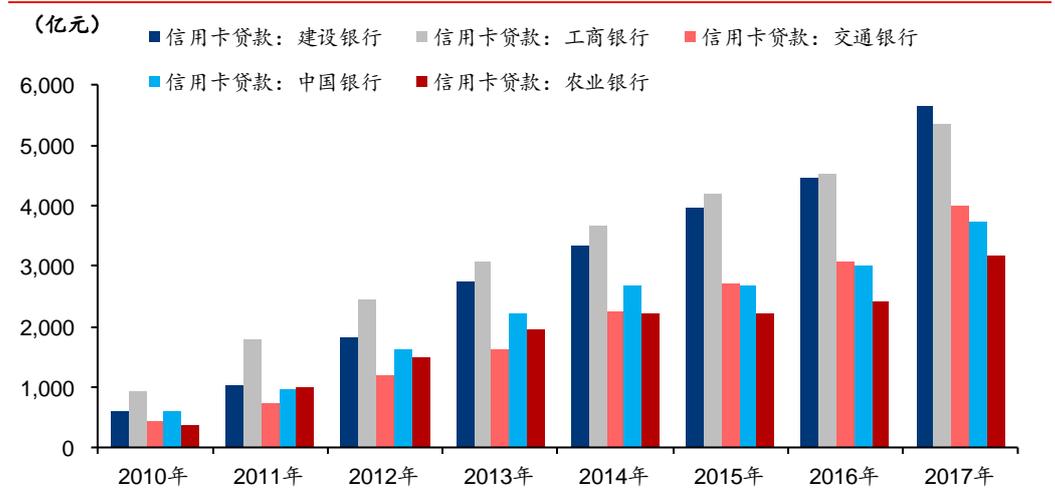
资料来源: 招商银行年报, 华泰证券研究所

我们维持前次预测, 公司 2018-20 年归母净利润增速 14.7%/ 17.0%/ 18.3%, EPS3.19/ 3.73/ 4.41 元, 2018 年 BPS20.04 元, PE8.54 倍, PB1.36 倍。股份行 2018 年 Wind 一致 PB0.74 倍, 我们认为公司作为首家零售转型龙头应享受估值溢价, 给予 2018 年 1.7-1.8 倍 PB。目标价 34.07-36.07 元, 维持“增持”评级。

### 建设银行: 资产质量显优势, 信用卡贷款居首

2010 年以来信用卡业务大发展, 跃居信用卡贷款第一大行。2010 年以来, 建设银行信用卡业务迎来快速发展。2010-2017 年, 建设银行已由信用卡贷款第三大银行跃居信用卡贷款第一大银行。2017 年末, 建设银行信用卡贷款占总贷款的比例为 4.37%, 居于四大行的首位。在卡量方面, 2017 年建行通过挖掘内部优质客户、引入外部征信数据等策略实现累计发卡量破 1 亿张, 继续稳居累计卡量的第一梯队。经历近几年的快速发展后, 建设银行已成为行业领军者之一。

**图表 63: 2010-2017 年大型银行信用卡贷款余额对比: 2017 年末建设银行跃居首位**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

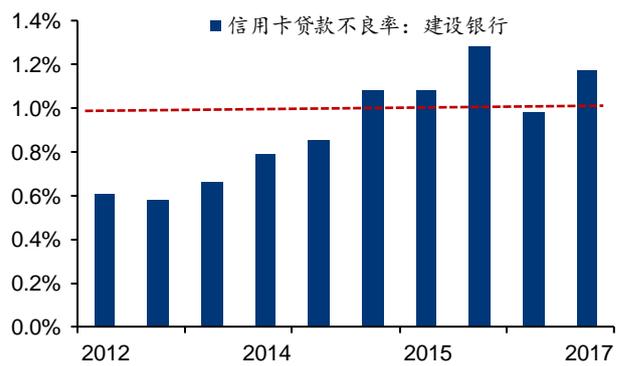
作为信用卡贷款第一大行, 建设银行保持了较低的信用卡不良贷款率。建设银行信用卡不良贷款率长期是行业最低, 2017 年末为 0.89%, 在披露信用卡不良贷款率的银行中居第 2 位。建设银行信用卡业务的风险管理体系较为成熟, 首先, 建行的客户综合授信额度计量基本原则是以客户收入为基础, 以稳定性为前提, 综合客户信用状况、风险属性及内部评级等信息全面、科学地进行评价。其次, 建立了个人信用卡催收管理和运营体系, 在分行设立了不良债权催收管理岗位和人员以保证催收效果。2008 年和 2016 年分别开发了全行信用卡业务催收系统和信用卡逾期客户行业催款自动扣划功能。

**图表64： 2017年各银行信用卡不良贷款率：建行仅高于浙商**



资料来源：各银行年报，华泰证券研究所

**图表65： 2012-2017年建设银行信用卡不良贷款率：持续较低**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**年轻化是现阶段建设银行信用卡业务发展的关键词。**2017年，建设银行先后推出腾讯游戏卡、龙卡 JOY 信用卡、LINEFRIENDS 粉丝信用卡、喜马拉雅 FM 信用卡等面向年轻客群的产品。建设银行目前排名前几名的人气卡种均带动鲜明的年轻化特色，如排名第2-4位的芭比美丽卡、变形金刚卡、超级英雄卡等。年轻客群虽然暂时消费能力较弱，但其较大的潜力有望给银行未来带来丰厚的业务回报。

**平安银行：零售战略的核心，创新为业务赋能**

**信用卡业务被平安银行定位为零售转型的核心。**2017年，平安银行提出信用卡业务是银行零售转型的“尖兵”，将坚持科技引领的零售智能化转型，全渠道发力信用卡，并通过信用卡业务带动借记卡的开户和活跃度。在信用卡业务作为战略核心的背景下，平安银行信用卡业务保持快速增长的趋势，2017年新增发卡、总交易金额、信用卡贷款余额分别同比增长 80%、38%、68%，信用卡交易金额、贷款余额已分别上升至股份制银行第4位、第5位。

**图表66： 2011-2017年平安银行信用卡交易额：保持较快增速**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表67： 2011-2017年平安银行信用卡贷款：保持较快增速**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**渠道为平安银行信用卡业务的主要优势之一。**首先，平安银行的集团渠道优势为发展信用卡业务奠定了基础。平安集团是具有多个金融牌照的保险集团，集团与集团其他子公司与平安银行的协同效应突出，形成了综拓新模式。平安银行已形成了业内领先的集团内客户导流机制，银行可深挖集团优质个人客户资源。既可以通过产品、服务，以客户推荐客户的形式进行迁徙转化，也可以通过专门打造的B2B2C模式，将银行的账户能力通过插件、接口等技术手段与集团各线上平台（如平安好医生、汽车之家）的场景、流量相结合，这一模式是业内首创。2017年平安银行依托集团综合金融优势，集团渠道发卡同比增长189.1%，交叉销售渠道开卡占新增发卡量的45.99%。其次，三大App合为一体的新口袋银行App标志着银行零售渠道交叉销售的彻底打通，为信用卡的获客提供了良好条件。2017年底，新口袋银行App累计用户达4172万户，App月活客户数1482万户，居股

份制银行前列。2017年7月-2018年6月，新口袋银行 App 月度总有效市场实现翻倍，达 117 万小时。

**图表 68： 2017.7-2018.6 新口袋银行 App 月度总有效时长：实现翻倍**



资料来源：艾瑞数据，华泰证券研究所

**平安银行的信用卡定位于大众，创新类产品不穷。**由于信用卡站在银行零售转型的核心位置，平安银行的信用卡产品下沉较低。2017 年底流通卡量的卡均额度为 1.16 万元，我们预计累计卡量的卡均额度不足 1 万元，显著低于主要同业竞争对手。作为追赶者，平安银行在差异化卡种方面表现亮眼，平安曼城红魔白金卡、平安香港旅游卡均是开发细分客群的典范。我们认为平安银行的科技创新基因强，信用卡业务有望借助科技实现继续实现高速发展。

**图表 69： 2017 年末各银行累计发卡卡均额度：平安银行较低**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

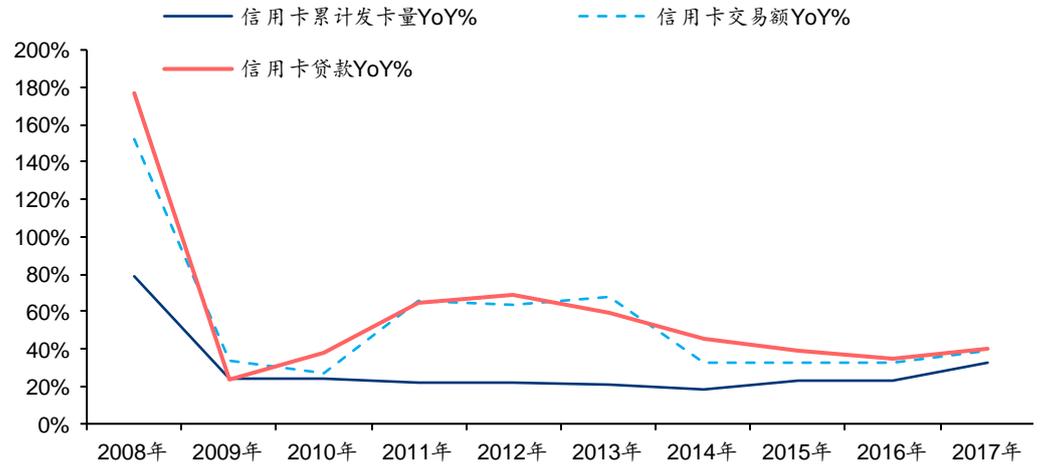
注：部分银行数据因信息披露不全缺失；中行、平安分别使用有效卡量、流通卡量数据计算，实际数据较图中小

我们维持前次预测，2018-20 年归母净利润增速 4.93%/5.83%/7.25%，EPS 1.40/ 1.48/ 1.59 元，2018 年 BPS 12.90 元，PE6.36 倍，PB0.69 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB 为 0.74 倍。公司的转型开始业绩释放，资产质量包袱逐步解决，调结构速度领先同业，享受一定估值溢价。我们给予 2018 年 1.2-1.3 倍 PB，目标价维持在 15.48-16.77 元，维持“买入”评级。

### 中信银行：成长快制度先进，逐鹿互联网市场

中信银行累计发卡量较大，且客户活跃度得到了持续提升。中信银行2017年末信用卡累计发卡量达4957万张，位居股份行第三位。在卡量基础较大的背景下，中信银行信用卡业务保持了高速增长、客户活跃度提升的良好发展态势。2017年累计发卡量同比增长33%，交易额同比增长39%，信用卡贷款同比增长40%。交易额及信用卡贷款的增速均快于累计发卡量增速，反映了在信用卡客户基础扩大的同时，客户活跃度得到进一步提升。

图表70：2008-2017年中信信用卡指标增速：交易额、贷款快于累计发卡量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

中信银行信用卡业务的管理制度先进，且积极探索子公司形式。中信银行信用卡中心于2007年获批成为业内最早注册成立的信用卡专营机构之一。2017年，公司营业收入排名深圳市企业第18位，位列深圳市企业联合会评选的“2017深圳企业100强”行列。中信银行信用卡中心设置了市场化的激励体系，薪酬体系对标互联网公司，有利于提高员工积极性。公司于2015年成为首批公告拟成立法人地位信用卡子公司的银行，率先在公司制改革上进行尝试。2017年底，百信银行开业，成为业内首家直销银行子公司，我们认为直销银行子公司的成立将为信用卡业务的分拆提供经验。

图表71：公告拟成立信用卡子公司的银行汇总：中信银行为先驱

公告时间	公司名称	信用卡子公司名称（暂定）	注册资本
2008/1/30	民生银行	中国民生信用卡有限责任公司	16亿元
2015/7/10	中信银行	中信信用卡公司	-
2016/2/1	民生银行（再度公告）	中国民生信用卡有限责任公司	98亿元
2016/9/3	光大银行	中国光大信用卡有限责任公司	不超过100亿人民币

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中信银行定位于五大客群，重视互联网渠道获客。中信银行将信用卡的目标客群分为五类：高端、商旅、女性、白领、网络，围绕五大客群打造产品体系。其中互联网客群为银行的重点着力客群。中信银行网上银行覆盖人数稳居股份制银行第一梯队，2018年6月达1542万人。在移动互联网方面，中信银行信用卡的微信小程序为业内首发，获得微信官方颁发的2017年“年度优秀微信小程序”奖项。中信银行深挖与互联网公司合作，推出京东小白TWO卡、淘气卡、猫眼卡等多款产品，构建覆盖电商、娱乐、互联网金融、互联网资讯等多消费场景的无界金融生态圈。作为快速成长的互联网市场赋予了中信银行信用卡业务差异性，也为客户增长提供了广阔空间。

**图表72： 2018年6月部分股份制银行网银覆盖人数：中信银行居前**

资料来源：艾瑞数据，华泰证券研究所

我们维持前次预测，2018-20年归母净利润增速为 5.6%/7.0%/ 8.5%，EPS 0.92/ 0.98/ 1.07 元，2018年 BPS 8.11 元，PE6.36 倍，PB0.72 倍。股份行 2018 年 Wind 一致预测 PB0.74 倍。我们认为公司率先调整结构，零售改革力度大，享受一定估值溢价。给予 2018 年 0.9-1.0 倍 PB，目标价 7.30-8.11 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

1. 经济下行超预期。2018 年我国经济依然稳中向好，但受外需和内需扰动影响，企业融资需求增长需要密切关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率已开始率先下行，但资产质量修复过程中可能会受到中小企业市场出清的干扰。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com