

中信银行 (601998.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

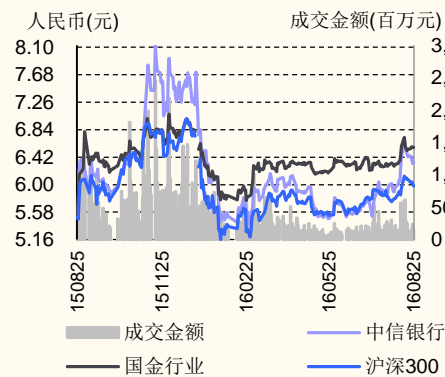
市场价格(人民币): 6.34元

零售转型成效逐现, 不良压力缓解

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)	31,905.16
流通港股(百万股)	14,882.16
总市值(百万元)	310,246.61
年内股价最高最低(元)	8.13/5.38
沪深300指数	3308.97
上证指数	3068.33



公司基本情况(人民币)

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	124716	145134	163696	181211	209035
(+/-)	19.3%	16.4%	12.8%	10.7%	15.4%
净利润	40,692	41,158	42,728	44,713	47,323
(+/-)	3.9%	1.1%	3.8%	4.6%	5.8%
每股收益(元)	0.87	0.84	0.87	0.91	0.97
每股净资产(元)	5.55	6.49	7.35	8.01	8.70
P/E	7.27	7.51	7.24	6.92	6.54
P/B	1.14	0.97	0.86	0.79	0.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **2014年以来, 零售战略引领, 打造增长新引擎。**2014年, 公司全面启动零售战略二次转型, 以建设最佳客户体验银行为目标, 实现零售业务可持续快速发展。2015年3月, 公司制定了新的三年发展规划, 确立了更具自身特色的发展战略。目前, 公司在集团综合化、跨境金融、零售业务、互联网金融等方面重点发力, 打造业务增长的新引擎。
- **零售业务二次转型成果逐渐显现。**公司零售业务的转型主要聚焦在零售的产品、业务的创新以及网点的转型。经过2年的转型, 零售业务快速发展, 转型成果逐渐显现。1) 零售业务中收快速增长, 零售业务非息收入占公司利息收入的比例上升至45%, 较2013年末提升18个百分点; 2) 2015年末, 零售金融的利润贡献占比较2013年末提升约4.5个百分点至7.8%。公司零售业务转型的目标是未来3-5年零售业务的贡献度达30%以上。
- **集团业务协同、互联网金融加速推进。**1) 集团业务协同加速。2015年公司积极发挥与中信集团所属子公司以及中信银行(国际)、信银投资等子公司的业务协同平台作用, 加强业务合作和信息共享, 构建联合营销服务体系。2) “网络金融化”和“金融网络化”持续深化。2015年底公司与百度共同发起设立直销银行, 探索金融机构和互联网公司跨界合作的创新模式。
- **中报看点: 2016年中期, 公司实现营业收入782亿元, 同比增长11.66%; 实现归母净利润236亿元, 同比增长4.49%; 不良率和拨备覆盖率分别为1.4%、157%。**1) 信贷成本因素致中期业绩略好于我们预期。业绩主要贡献因素是规模增长、中收增长和信贷成本下降。2) 规模依然维持较快增长以量补价。3) 零售业务转型成效持续提升。4) 资产质量压力缓解。

盈利预测和估值

- 我们认为公司零售战略转型以及集团业务协同、互联网金融的发展对业绩形成多点开花的盈利驱动, 同时资产质量企稳给基本面和估值带来支撑。我们预计公司2016年业绩增速为3.8%。目前股价对应2016年PB仅为0.86倍, 估值较低, 建议积极关注, 我们维持公司买入的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行, 信用风险持续爆发; 市场系统性风险; 公司经营风险等

相关报告

刘志平 分析师 SAC 执业编号: S1130516080004
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

内容目录

2014 年以来, 零售战略引领, 打造增长新引擎	3
零售业务二次转型成果逐渐显现.....	4
集团业务协同、互联网金融加速推进	6
中报看点.....	7
投资建议和盈利预测.....	8
风险提示.....	8

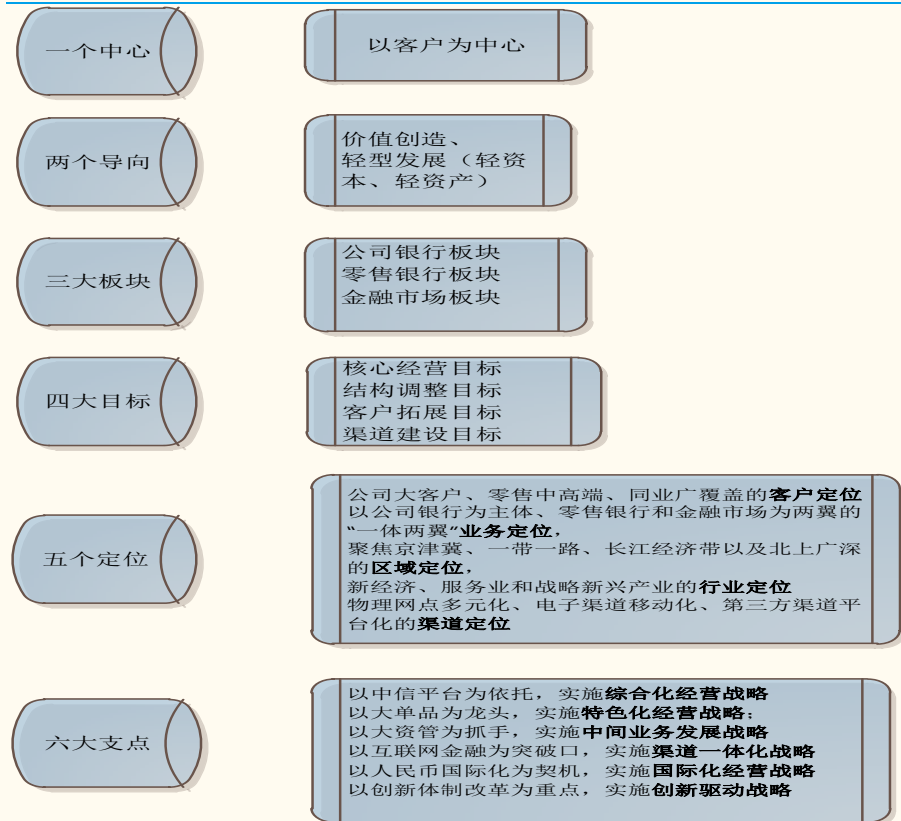
图表目录

图表 1: 中信银行 2015—2017 年战略规划	3
图表 2: 打造综合金融、跨境金融、零售金融、互联网金融等业务增长新引擎4	
图表 3: 零售业务税前利润贡献占比明显提升	5
图表 4: 零售金融非息收入占公司利息收入比例达 45%.....	5
图表 5: 零售客户数增速明显提高.....	5
图表 6: 销售个人理财产品同比增长 42%.....	5
图表 7: 信用卡交易量增速在 30%以上	5
图表 8: 信用卡累计发卡量同比增长 23.5%.....	5
图表 9: 银行卡和理财业务收入增速很快.....	6
图表 10: 银行卡和理财业务手续费收入合计占比超 50%.....	6
图表 11: 信贷成本下降致二季度业绩增速提升.....	7
图表 12: 零售业务税前贡献提升至 16.4%	7
图表 13: 二季度信贷成本环比和同比均下降	8
图表 14: 关注类贷款占比下降明显.....	8
图表 15: 二季度不良率企稳.....	8
图表 16: 二季度不良生成率环比略有下降.....	8

2014 年以来，零售战略引领，打造增长新引擎

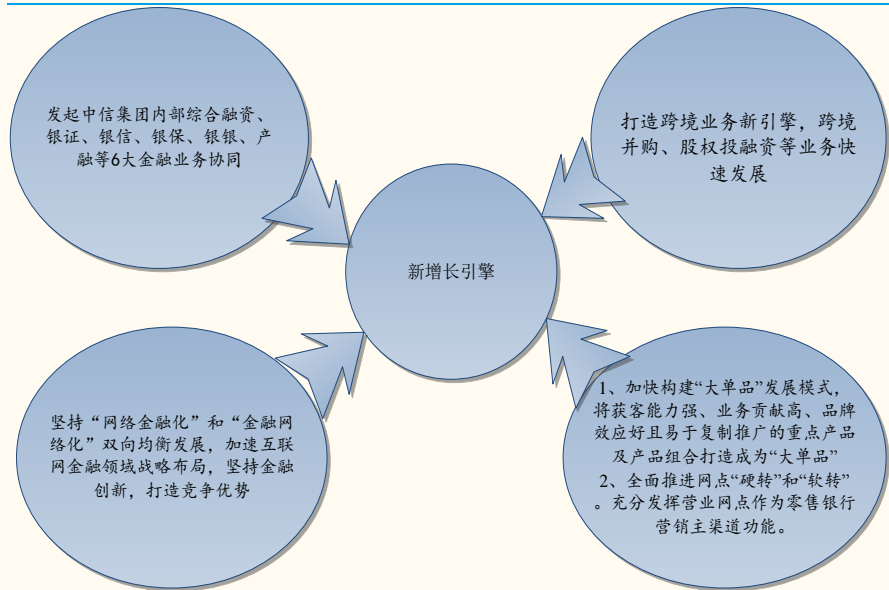
- 公司成立于 1987 年。2007 年 4 月，公司在上交所和香港联交所 A+H 股同步上市。2016 年 1 月，公司完成了向中国烟草定向增发募集资金 119 亿，资本实力进一步增强。截止一季度末，中信集团持有其 64.18% 的 A 股股权。
- 2014 年，公司全面启动零售战略二次转型，以建设最佳客户体验银行为目标，实现零售业务可持续快速发展。2015 年 3 月，公司制定了新的三年发展规划《中信银行 2015—2017 年战略规划》，确立了更具自身特色的发展战略。规划期内，公司将围绕“一个中心、两个导向、三大板块、四大目标、五个定位、六大支点”的战略指引，努力建设成为业务特色鲜明、盈利能力突出、资产质量较好、重点区域领跑的最佳综合融资服务银行。
- 目前，公司在集团综合化、跨境金融、零售业务、互联网金融等方面重点发力，打造业务增长的新引擎。1) 加强协同，打造中信联合舰队。2) 打造跨境业务新引擎，跨境并购、股权投资融资等业务快速发展。3) 通过业务、产品和网点的转型，零售业务快速发展，贡献持续提升。4) 坚持“网络金融化”和“金融网络化”双向均衡发展，加速互联网金融领域战略布局，坚持金融创新，打造竞争优势。

图表 1：中信银行 2015—2017 年战略规划



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：打造综合金融、跨境金融、零售金融、互联网金融等业务增长新引擎

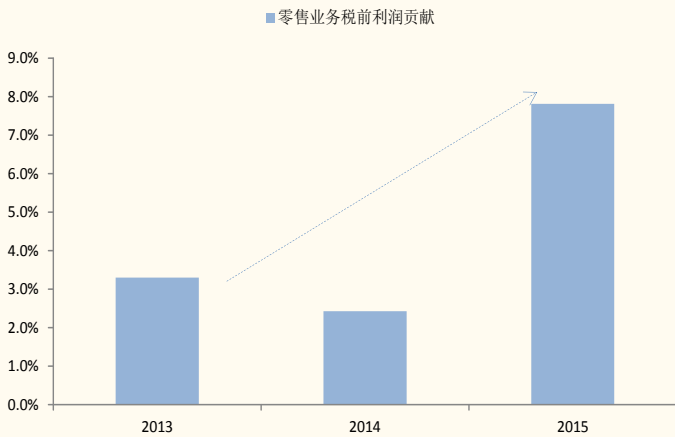


来源：公司公告、国金证券研究所

零售业务二次转型成果逐渐显现

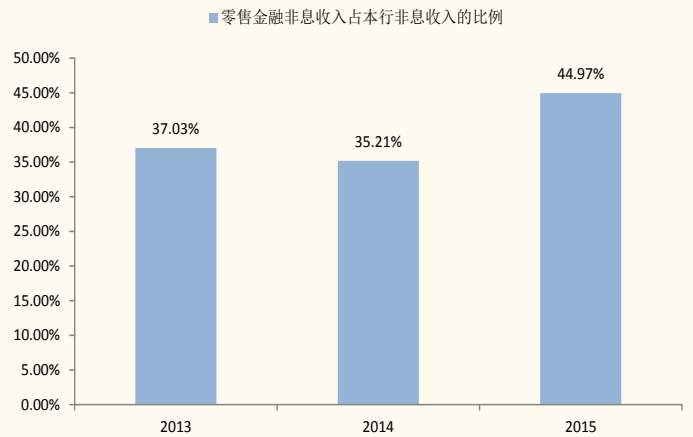
- 2014年，公司全面启动零售战略二次转型。零售业务的转型主要聚焦在零售的产品、业务的创新以及网点的转型。经过2年的转型，零售业务快速发展，转型成果逐渐显现。1) 零售业务中收快速增长，零售业务非息收入占公司利息收入的比例上升至45%，较2013年末提升18个百分点；2) 2015年末，零售金融的利润贡献占比较2013年末提升约4.5个百分点至7.8%。公司零售业务转型的目标是未来3-5年零售业务的贡献度达30%以上。
- 零售业务转型战略一：大单品战略。公司加快构建“大单品”发展模式，将获客能力强、业务贡献高、品牌效应好且易于复制推广的重点产品及产品组合打造成为“大单品”，加大了资源和创新方面的支持力度。汽车金融、现金管理、电子商务、托管、跨境贸易金融、票据业务、出国金融、信用卡、“房抵贷”、“薪金煲”、手机银行等重点产品的业务规模实现快速增长。
- 零售业务转型战略二：全面推进网点“硬转”和“软转”。在网点建设上，制定了全行统一的网点建设标准；组建了零售银行内训师队伍，加快服务和营销规范导入。进一步推动网点由交易结算型向营销服务型转变，充分发挥营业网点作为零售银行营销主渠道功能。
- 2015年末零售客户数5798万，较年初增长29.5%，增速明显加快。2015年末销售个人理财2.93万亿，同比增长42%；2015年末理财业务和信用卡业务手续费收入增速分别为47%、61%，两项业务手续费收入合计占比已经超过50%。

图表 3: 零售业务税前利润贡献占比明显提升



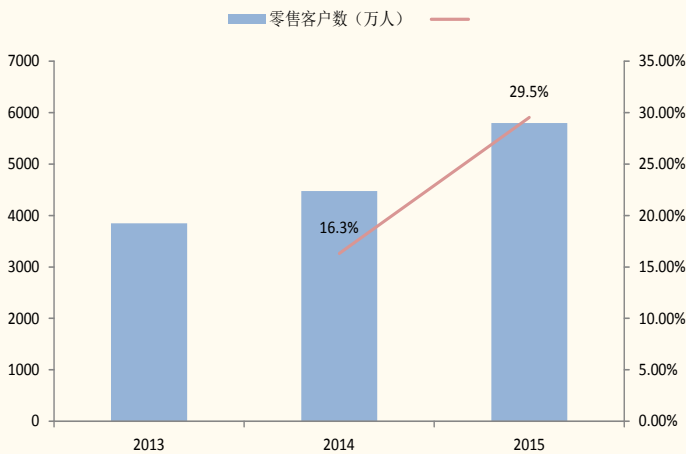
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 4: 零售金融非息收入占公司利息收入比例达 45%



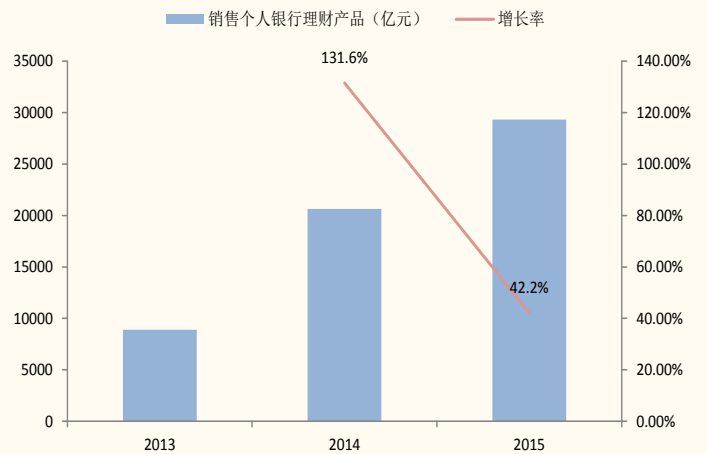
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 5: 零售客户数增速明显提高



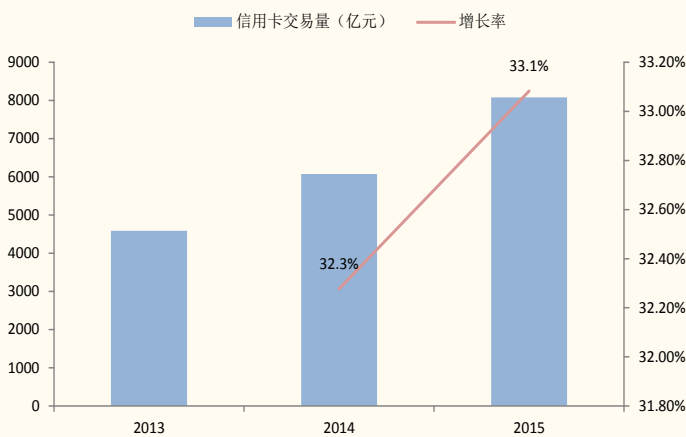
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 6: 销售个人理财产品同比增长 42%



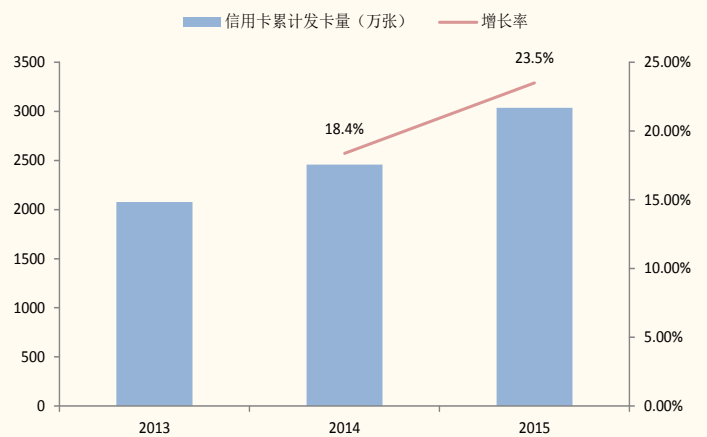
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 7: 信用卡交易量增速在 30% 以上



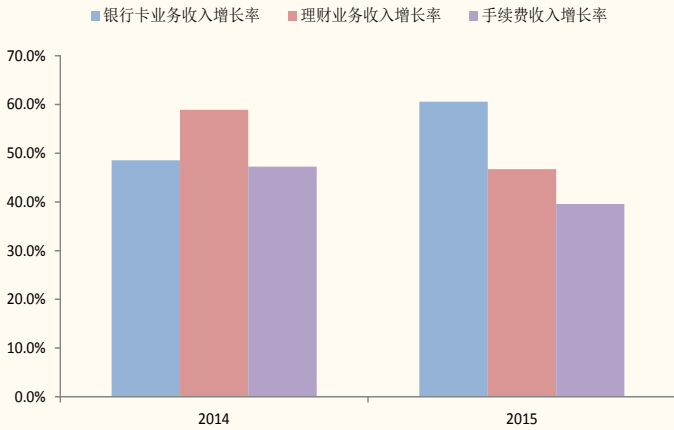
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 8: 信用卡累计发卡量同比增长 23.5%



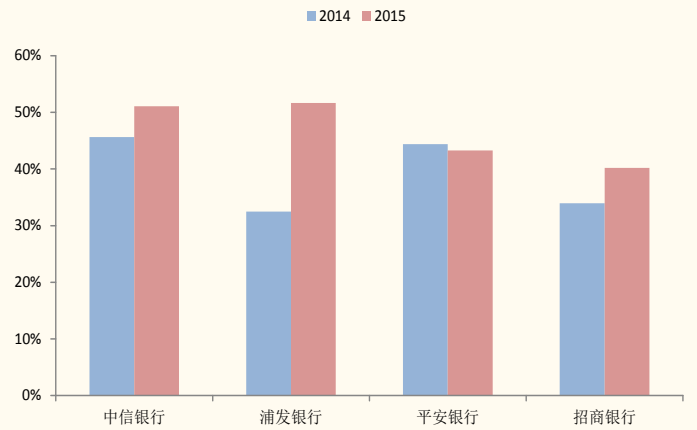
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 9：银行卡和理财业务收入增速很快



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：银行卡和理财业务手续费收入合计占比超 50%



来源：公司公告、国金证券研究所

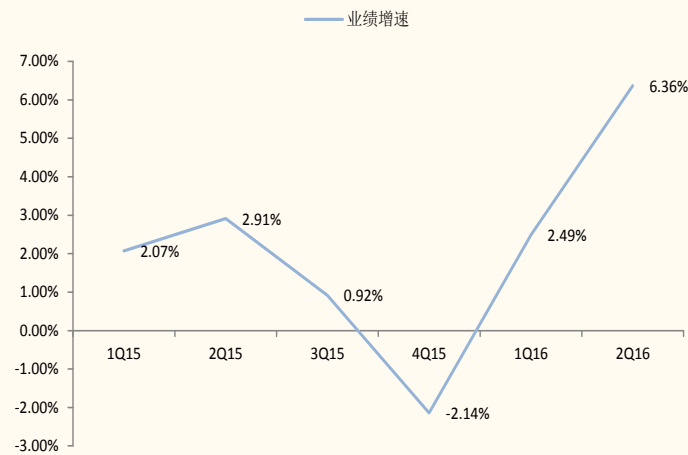
集团业务协同、互联网金融加速推进

- 集团业务协同加速。2015 年深入贯彻“最佳综合融资服务银行”战略，积极发挥与中信集团所属子公司以及中信银行（国际）、信银投资等子公司的业务协同平台作用，加强业务合作和信息共享，构建联合营销服务体系。具体体现下：
 - 1) 加强了中信集团层面的协同牵头工作，成立了银证、银信、银保等六大协同工作小组，实现了“一带一路”、PPP 等一批重大项目的落地。
 - 2) 中信集团下属企业在公司的存款余额、代发工资人数以及交叉销售集团金融子公司产品增长迅速。
 - 3) 公司与中信集团子公司联合为客户提供多元化融资，加强内部公私联动，开展联动营销，新增客户及业务成效明显。
- “网络金融化”和“金融网络化”持续深化。
 - 4) 2015 年公司携手百度、阿里巴巴、腾讯、京东、顺丰等合作伙伴开展一系列互联网金融创新，先后推出腾讯 Q 享卡、顺丰卡、淘宝 V 卡、京东小白卡、返利卡等 5 款核心产品，努力为客户提供极致体验，进一步巩固信用卡互联网金融领域先发优势。
 - 5) 2015 年底公司与百度共同发起设立直销银行并报监管机构审批，积极探索金融机构和互联网公司跨界合作的创新模式。

中报看点

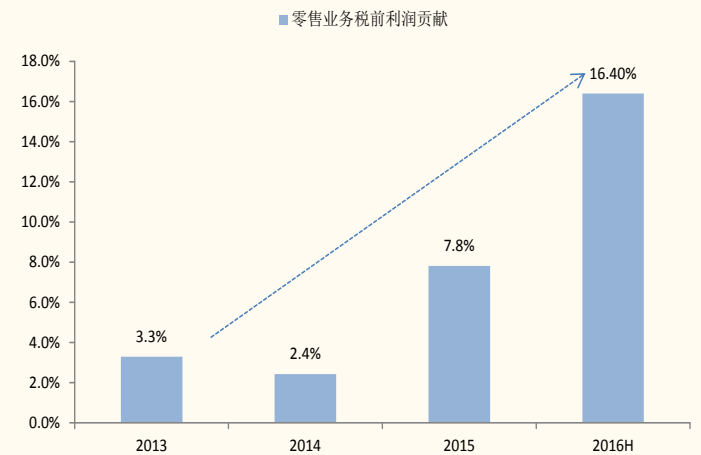
- 2016 年中期，公司实现营业收入 782.05 亿元，同比增长 11.66%；实现归母净利润 236 亿元，同比增长 4.49%；不良率和拨备覆盖率分别为 1.4%、157%。
- 信贷成本因素致中期业绩略好于我们的预期。业绩的主要贡献因素是规模增长、中间业务和信贷成本的下降。非利息净收入同比增长 24.4%，主要银行卡、理财和代理业务收入的贡献，占比 31.4%，同比提高 2.4 个百分点，收入结构持续优化。二季度的信贷成本同比和环比均有所下降，致业绩略好于我们的预期，二季度业绩同比增长 6.36%。中期末拨备覆盖率较一季度末下降 9 个百分点至 157%。
- 规模依然维持较快增长以量补价。上半年资产总额、存贷款余额分别较年初增长 9.5%、8.6%、8.7%。生息资产日均规模同比增长 21%，虽然生息资产端平均收益率同比下降 80BP，但以量补价后利息净收入同比增长 10.8%。
- 零售业务转型成效持续提升。上半年零售银行业务的利润贡献占 16.4%，同比提升 7 个百分点；零售贷款占公司贷款总额的比例提升至 29%，较年初提升 3 个百分点；零售非利息净收入同比增长 49.01%，占公司非利息净收入的 47.91%，提升 7.62 个百分点。
- 资产质量压力大幅缓解。中期末不良率较年初下降 3BP，保持在一季度末的水平。不良余额较一季度末增长 3.5%，不良生成率环比基本稳定。关注类贷款占比和余额均下降，分别较年初下降 96BP、20.6%。但逾期 90+天贷款较年初增长 37%，不良确认上较历史水平出现一定放松。

图表 11：信贷成本下降致二季度业绩增速提升



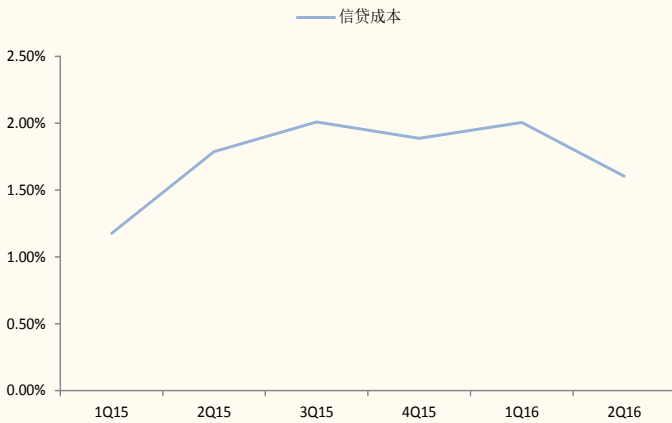
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：零售业务税前贡献提升至 16.4%



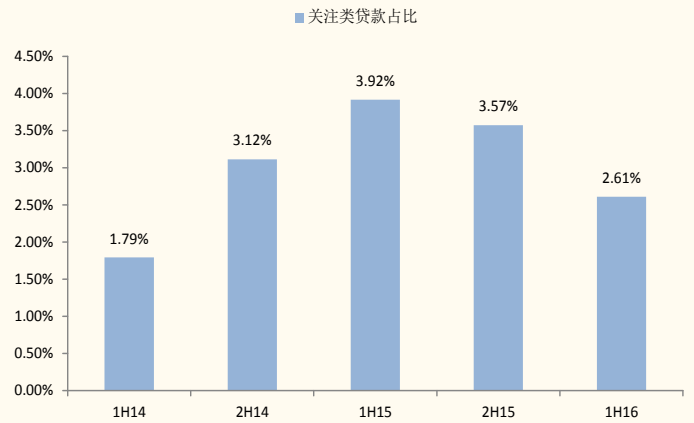
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：二季度信贷成本环比和同比均下降



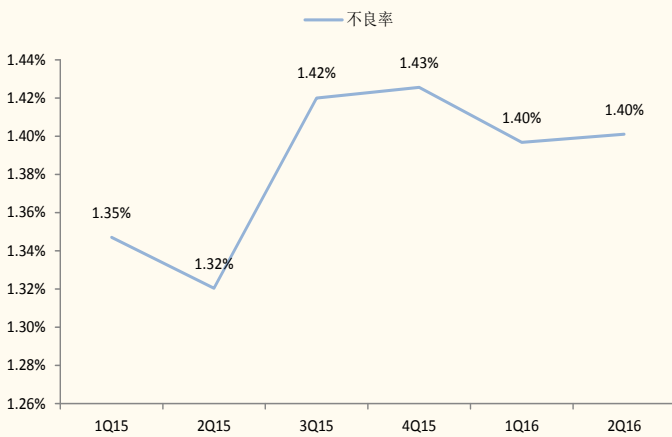
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 14：关注类贷款占比下降明显



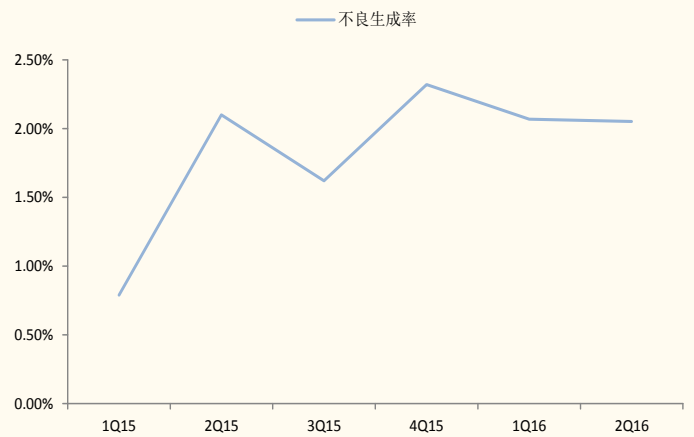
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：二季度不良率企稳



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 16：二季度不良生成率环比略有下降



来源：公司公告、国金证券研究所

投资建议和盈利预测

- 我们认为公司零售战略转型以及集团业务协同、互联网金融的发展对业绩形成多点开花的盈利驱动，资产质量企稳给基本面和估值带来支撑。同时公司公告拟公开发行总额不超过人民币 400 亿元（含 400 亿元）A 股可转换公司债券，补充资本金。
- 我们预计公司 2016 年业绩增速为 3.8%。目前股价对应 2016 年 PB 仅为 0.86 倍，估值较低，建议积极关注，我们维持公司买入的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

附录：三张报表预测摘要

利润表						指标和估值					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	3,943,793	4,519,131	5,308,107	5,961,490	6,595,092	ROAA (%)	1.05	0.89	0.78	0.73	0.70
净息差	2.40	2.31	2.18	2.05	2.12	ROAE (%)	16.77	14.26	11.99	10.88	10.67
利息收入	205,639	215,661	254,988	283,848	321,340	每股净资产	5.55	6.49	7.35	8.01	8.70
利息支出	-110,898	-111,228	-139,368	-161,770	-181,554	EPS	0.87	0.84	0.87	0.91	0.97
净利息收入	94,741	104,433	115,620	122,078	139,786	股利	0	10374	12818	13414	14197
贷款减值准备	-22,074	-35,120	-49,859	-56,944	-72,047	DPS	0.00	0.22	0.26	0.27	0.29
非息收入						股息支付率	0	25	30	30	30
手续费和佣金收入	25,313	35,674	43,050	54,106	64,222	发行股份	46787	46787	48934	48934	48934
交易性收入	3,646	2,608	2,608	2,608	2,608						
其他收入	1,016	2,419	2,419	2,419	2,419						
非息总收入	29,975	40,701	48,077	59,133	69,249						
非息费用						业绩数据					
业务管理费	37,812	40,427	45,883	51,921	59,295	增长率 (%)					
营业税金及附加	8,827	10,033	11,332	13,135	15,073	净利息收入	10.6	10.2	10.7	5.6	14.5
非息总费用	46,639	50,460	57,215	65,056	74,368	非利息收入	58.9	35.8	18.1	23.0	17.1
税前利润	54,574	54,986	56,971	59,559	62,969	非利息费用	15.6	8.2	13.4	13.7	14.3
所得税	13,120	13,246	13,638	14,214	14,978	净利润	3.9	1.1	3.8	4.6	5.8
净利润	40,692	41,158	42,728	44,713	47,323	平均生息资产	17.4	18.8	17.8	12.4	10.7
						总付息负债	16.9	18.7	17.7	12.0	10.5
						风险加权资产	13.1	17.9	16.1	12.9	10.2
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	4,138,815	5,122,292	5,764,032	6,434,067	7,009,647	净利息收入占比	76.0	72.0	70.6	67.4	66.9
贷款总额	2,187,908	2,528,780	2,784,919	3,062,509	3,440,213	佣金手续费收入占比	20.3	24.6	26.3	29.9	30.7
客户存款	2,849,574	3,182,775	3,501,053	3,921,179	4,470,144						
其他付息负债	244,795	447,051	469,286	483,497	522,574	营业效率 (%)					
股东权益	259,677	317,740	394,835	426,729	460,638	成本收入比	30.3	27.9	28.0	28.7	28.4
						总资产营业费用率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
资产质量											
不良贷款	28,454	36,050	43,903	47,429	52,781	流动性 (%)					
不良率	1.30	1.43	1.58	1.55	1.53	贷款占生息资产比	53.5	51.4	49.2	48.2	48.4
贷款损失拨备	51,576	60,497	76,830	98,652	139,870	期末存贷比	76.8	79.5	79.5	78.1	77.0
拨备覆盖率	181	168	175	208	265						
拨贷比	2.36	2.39	2.76	3.22	4.07	资本 (%)					
信用成本	22,074	35,120	49,859	56,944	72,047	核心资本充足率	8.9	9.1	8.9	8.6	8.5
信用成本 (%)	1.01	1.39	1.79	1.86	2.09	资本充足率	12.3	11.9	11.5	11.3	11.6

来源：公司年报、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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD