

中信银行 (601998)

证券研究报告
2018年05月15日

整固突破，盈利提升可期

股权较集中的全国性股份行

经过 30 年发展后，中信银行已成为综合化、国际化经营的全国性股份制商业银行之一。公司总资产规模由 2007 年末的 1 万亿元，增长至 2017 年末的 5.7 万亿元，CAGR 达 19%。

截至 18 年一季度末，中信股份及其子公司共计持有中信银行股本比重为 65.97%，股权较集中。中国烟草 16 年参与定增后，持股 4.39%，为稳定的财务投资者，其所持股份仍为限售股，预计于 19 年 1 月解禁。根据我们测算，公司 A 股实际自由流动市值约 200 亿，占总市值比重的 9%。自由流通市值在当前总资产规模过万亿的上市银行中最低，自由流通盘较小。

背靠集团的协同效应强，对公业务优势显著

中信集团作为金融与实业并举的综合企业，有丰富的跨界商业数据和强大的综合化服务平台。中信银行一直以来都比较注重与集团的联动合作，协同效应较为显著，联动业务多元。

近几年来，中信银行对公业务优势显著，对公营收占比均在 50% 以上，且在可比股份行中这一比例也相对较高。2017 年对公贷款规模 1.86 万亿，高于可比股份行。

息差和不良拐点显现，ROE 有望低位上行

中信银行近年盈利水平 (ROE) 在可比股份行中偏弱，ROA 在股份行中靠后，主要是收入端表现较弱，其中净利息收入、中收均在股份行中等水平，落后于招商银行和平安银行两家零售银行。17 年拨备计提力度仍较大，与招行相当，明显强于民生和光大，从 17 年和 1Q18 财报看，当前中信银行迎来不良和息差拐点。在 17 年较大力度的资产负债结构调整后，规模有望恢复平稳增长，ROE 有望上行。

投资建议：整固突破，盈利提升可期

我们认为，未来几年公司 ROA、ROE 有望上行，主要逻辑在于，行业存款竞争升级之下，公司具备较好的企业客户基础，存款增长压力相对较小，伴随资产端结构和利率的调整，息差有望企稳回升。国内经济平稳向好，融资需求较好，未来规模或恢复平稳增长，带动净利息收入增速上行；资管新规逐步落地，中收增长或承压，但零售转型下信用卡业务发力，对中收有支撑；近几年持续大幅处置不良，当前不良压力平稳；拨备较高，反补盈利空间较大。17 年结构调整后，有望迎来整固突破期，盈利提升可期。

测算公司 18/19 年净利润同比增 10.8%/12.5%，对应 BVPS 8.39/9.45 元。考虑到公司 ROE 有望提升 (17 年 ROE 为 11.62%，1Q18 为 13.43%)，背靠集团的对公业务有护城河优势；业务较为规范，监管影响较小；基本面向好，在股份行中较早出现业绩拐点，业绩改善幅度或超市场预期，给予 1.1 倍 18 年 PB，对应目标价 9.23 元/股，较当前约有 37% 的上升空间，买入评级。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量恶化；监管趋严影响市场情绪等。

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.75 元
目标价格	9.23 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	34,052.63
流通 A 股股本(百万股)	31,905.16
A 股总市值(百万元)	229,855.28
流通 A 股市值(百万元)	215,359.86
每股净资产(元)	7.60
资产负债率(%)	92.54
一年内最高/最低(元)	8.28/5.86

作者

廖志明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
林瑾璐	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	1538	1567	1649	1815	1994
增长率(%)	6.0	1.9	5.2	10.1	9.8
归属母公司股东净利润(亿元)	416	426	472	530	604
增长率(%)	1.1	2.3	10.8	12.5	13.9
每股收益(元)	0.85	0.87	0.96	1.08	1.23
市盈率(P/E)	7.81	7.63	6.89	6.13	5.38
市净率(P/B)	0.94	0.89	0.79	0.70	0.62

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 集团持股比例较高的全国性中型银行.....	5
1.1. 总资产规模超 5 万亿的全国性股份行.....	5
1.2. 中信集团持股近 66%，股权相对集中.....	5
1.3. 覆盖全国且高效的网点布局.....	6
2. 兼具规模优势和经营特色的“批发银行”.....	8
2.1. 背靠集团的综合金融服务平台，对公业务独具优势.....	8
2.2. 公司银行业务持续领先.....	9
2.3. 适时战略调整，培育新增长点.....	10
3. 净息差拐点明确，盈利企稳向好.....	12
3.1. ROA 与 ROE 在可比股份行中偏低.....	12
3.2. 盈利企稳向好，未来仍有提升空间.....	13
3.3. 1Q18 净利息收入增速企稳回升.....	14
3.4. 净息差拐点明确，受负债低成本驱动.....	14
3.5. 中收增长放缓，中收占比仍有提升空间.....	17
3.6. 规模有望恢复平稳增长，信贷资产占比提升.....	18
4. 资产质量持续改善，拨备较充足.....	21
4.1. 不良改善趋势确立.....	21
4.2. 拨备提升，未来反补盈利空间大.....	24
4.3. 核心一级资本充足率偏低.....	24
5. 盈利预测及投资建议.....	24
6. 风险提示.....	25
财务预测摘要.....	26

图表目录

图 1: 中信银行前身为中信集团旗下财务部，经过 30 年发展目前为总资产规模超 5 万亿的全国性股份行.....	5
图 2: 中信银行境内营业网点扩张情况.....	7
图 3: 中信银行网均规模变化情况（单位：百万元）.....	7
图 4: 可比股份行 17 年网均规模，中信银行较高（单位：百万元）.....	7
图 5: 中信银行网点数较少，分布较均衡（2017 年）.....	8
图 6: 中信集团控股子公司一览.....	8
图 7: 中信银行参股控股公司一览.....	9
图 8: 中信银行对公营收占比在股份行中靠前.....	10
图 9: 中信银行对公贷款规模领先股份行.....	10
图 10: 中信银行资产总额连续 3 个季度下降.....	11
图 11: 17 年末公司总资产较年初下降 4.3%，降幅为股份行最大.....	11
图 12: 中信银行个人按揭贷款规模趋增.....	11
图 13: 中信银行个人按揭贷款占比提升.....	11

图 14: 中信银行资产托管规模增长较快, 17 年超过 8 万亿.....	11
图 15: 中信银行 17 年末资产托管规模在股份行中靠后.....	11
图 16: 中信银行 17 年累计发卡近 5 万张.....	12
图 17: 中信银行信用卡业务收入增速较快.....	12
图 18: 中信银行 17 年卡均消费 3 万元.....	12
图 19: 中信银行 17 年卡均透支 0.67 万元.....	12
图 20: 杜邦分析 (2017 年).....	13
图 21: 可比股份行近五年 ROE (1Q18 为年化).....	13
图 22: 可比股份行近五年 ROA.....	13
图 23: 中信银行归母净利润同比增速企稳回升.....	14
图 24: 1Q18 中信银行拨备前利润、营收同比增速均企稳回升.....	14
图 25: 近年中信银行净利息收入同比增速逐渐下行 (2011-1Q18).....	14
图 26: 中信银行近期单季净利息收入环比增速上行 (1Q17-4Q17).....	14
图 27: 中信银行净息差处于股份行中等水平.....	15
图 28: 中信银行净息差企稳回升.....	15
图 29: 2017 年中信银行资产收益率较低.....	15
图 30: 2017 年中信银行负债成本率较低, 仅高于招行的 1.77%.....	15
图 31: 中信银行付息负债结构相对稳定.....	15
图 32: 中信银行存款占比长期处股份行同业较高水平.....	15
图 33: 中信银行活期存款占比维持可比股份行较高水平.....	16
图 34: 中信银行对公存款占比保持高位.....	16
图 35: 中信银行对公存款占比在股份行同业中领先.....	16
图 36: 中信银行对公活期存款占比近年逐渐提高.....	17
图 37: 中信银行对公活期存款占比在股份行同业中处于中等水平.....	17
图 38: 中信银行中收增长放缓, 与行业趋势类同.....	17
图 39: 中信银行中间收入占比逐年提高.....	18
图 40: 中信银行中间收入占比在股份行中较高.....	18
图 41: 中间收入结构中银行卡收入占比近年来提升明显.....	18
图 42: 2017 年可比股份行中间收入结构.....	18
图 43: 1Q18 中信银行生息资产规模较年初下行 0.9% (万亿).....	19
图 44: 中信银行生息资产规模增速较平稳.....	19
图 45: 近年中信银行贷款占比提升.....	19
图 46: 中信银行贷款占比在股份行中较高 (1Q18).....	19
图 47: 17 年五大行及股份行同业对公贷款行业分布.....	20
图 48: 中信银行个人贷款占比逐年递增.....	20
图 49: 个人贷款增速较快.....	20
图 50: 中信银行个人贷款结构变化.....	21
图 51: 中信银行贷款收益率水平较高.....	21
图 52: 不良贷款增长放缓.....	21
图 53: 中信银行不良率长期低于行业及股份行平均水平.....	21
图 54: 中信银行 90 天以上逾期/不良下降.....	22

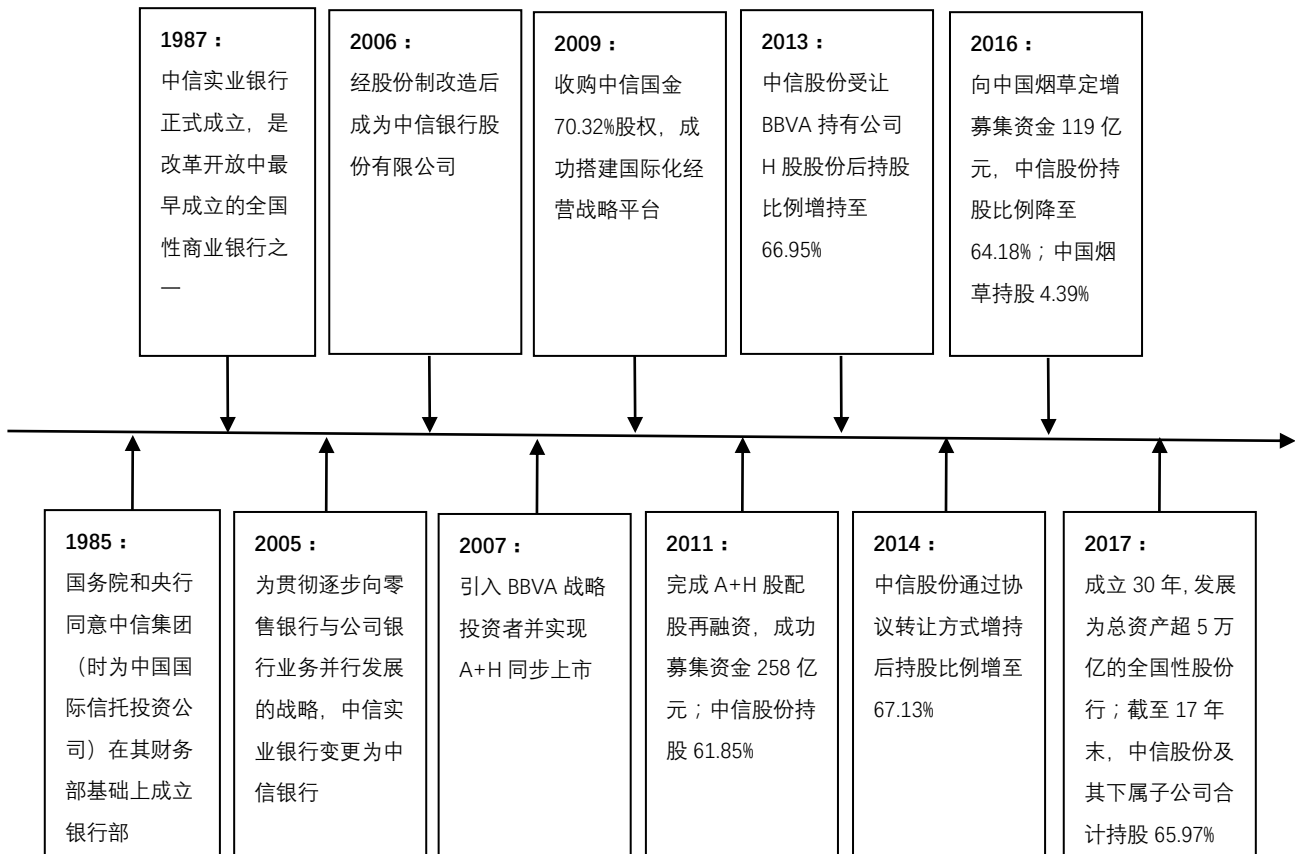
图 55: 中信银行不良净生成率下降.....	22
图 56: 中信银行 90 天以内逾期贷款下降.....	22
图 57: 中信银行关注贷款余额持续下降.....	22
图 58: 中信银行不良核销处置力度大 (亿元).....	23
图 59: 股份行同业不良贷款余额变化 (亿元).....	23
图 60: 股份行同业不良贷款率变化.....	23
图 61: 股份行同业逾期贷款余额变化 (亿元).....	23
图 62: 股份行同业逾期贷款率变化.....	23
图 63: 中信银行拨备覆盖率提升.....	24
图 64: 中信银行拨备覆盖率为可比同业中等水平, 1Q18 提升较多.....	24
图 65: 1Q18 中信银行核心一级资本充足率 8.58%.....	24
图 66: 1Q18 中信银行资本充足率 11.85%.....	24
表 1: 前十大股东 (截至 18 年一季末).....	6
表 2: 总资产规模过万的 A 股上市银行自由流通市值情况 (截至 2018 年 5 月 14 日).....	6
表 3: 中信银行与中信集团子公司的合作.....	9
表 4: 可比股份行 PB 估值比较表 (估值来自 wind 一致预期, 截至 2018 年 5 月 14 日).....	25

1. 集团持股比例较高的全国性中型银行

1.1. 总资产规模超 5 万亿的全国性股份行

股份制改造前，公司为中信集团旗下银行部。经国务院、人民银行批准后，于 1987 年由中信集团和中信国金作为发起人改制为中信银行（原名中信实业银行）。于 2006 年吸收中信国金完成股份制改革，于 2007 年引入西班牙对外银行 BBVA 作为战略投资者，并成功实现 A+H 股同步上市，此后公司积极推进业务多元化协调发展，成为综合化、国际化经营的全国性股份制商业银行之一。公司总资产规模由 2007 年末的 1 万亿元，增长至 2017 年末的 5.7 万亿元，CAGR 达 19%。

图 1：中信银行前身为中信集团旗下财务部，经过 30 年发展目前为总资产规模超 5 万亿的全国性股份行



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

1.2. 中信集团持股近 66%，股权相对集中

公司股权较为集中，中信集团持股达 66%。截至 18 年一季末，中信股份及其子公司共计持有中信银行股本比重为 65.97%，股权较集中。中国烟草 16 年参与定增后，持股 4.39%，为稳定的财务投资者，其所持股份仍为限售股，预计于 19 年 1 月解禁。根据我们测算，公司 A 股实际自由流动市值约 200 亿，占总市值比重的 9%。自由流通市值在当前总资产规模过万亿的上市银行中最低，自由流通盘较小。

表 1: 前十大股东 (截至 18 年一季末)

排名	股东名称	占总股本比例	持股比例增减(较 2017)
1	中国中信	65.37	0.00
2	香港中央结算(代理人)	24.78	0.01
3	中国烟草总公司	4.39	0.00
4	中国证金公司	2.06	-0.05
5	中央汇金	0.56	0.00
6	中国建设银行	0.34	0.00
7	澳门金融管理局-自有资金	0.13	0.05
8	香港中央结算 (陆股通)	0.09	0.00
9	全国社保基金四一二组合	0.08	
10	茂天资本	0.06	0.00
	合 计	97.86	

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

表 2: 总资产规模过万的 A 股上市银行自由流通市值情况 (截至 2018 年 5 月 14 日)

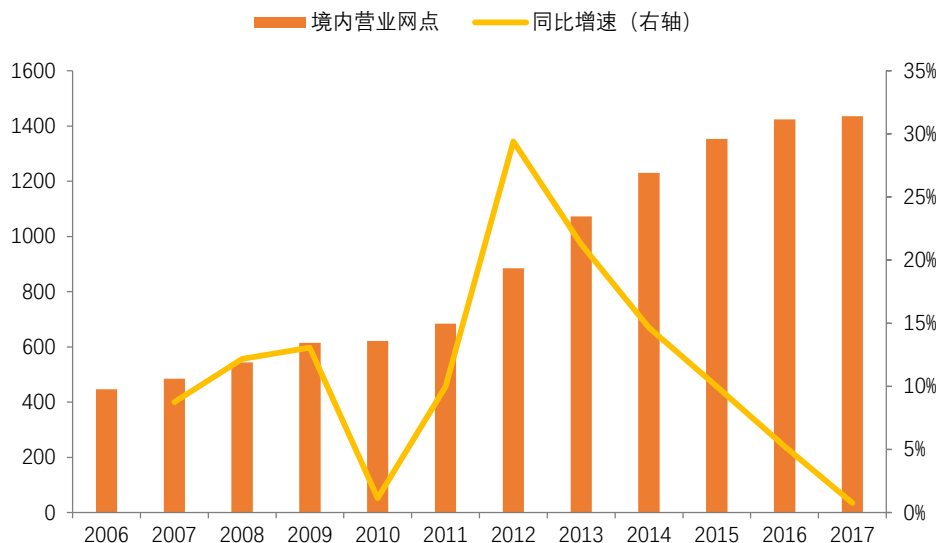
名称	A 股自由流通市值 (亿元)	占总市值比重
招商银行	3,826	60%
兴业银行	2,378	70%
民生银行	1,898	81%
浦发银行	1,688	52%
交通银行	1,504	61%
农业银行	1,396	12%
工商银行	1,309	8%
中国银行	870	11%
平安银行	851	44%
北京银行	787	54%
建设银行	691	93%
光大银行	651	40%
上海银行	581	47%
南京银行	474	63%
华夏银行	457	41%
江苏银行	433	52%
宁波银行	416	45%
中信银行	200	9%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3. 覆盖全国且高效的网点布局

网点数在股份行中靠后, 网点分布均衡且高效。截至 17 年年末, 中信银行在国内 142 个城市共设有营业网点 1435 家, 其中一级分行 38 家, 二级分行 112 家, 支行 1285 家。可比 5 家股份行中, 中信银行网点数量不及其他四家, 但网均规模在可比股份行中位居第一, 与其偏重对公业务有一定关联。

图 2：中信银行境内营业网点扩张情况



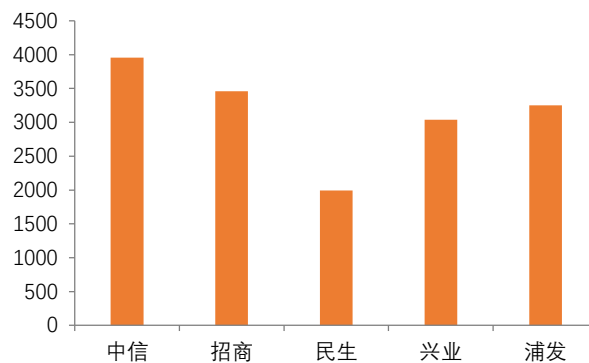
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：中信银行网均规模变化情况 (单位：百万元)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

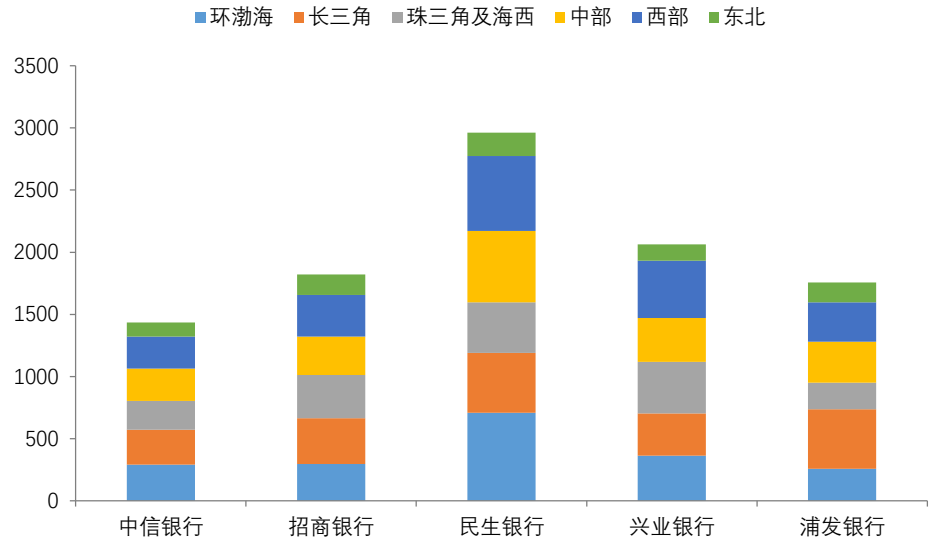
图 4：可比股份行 17 年网均规模，中信银行较高 (单位：百万元)



资料来源：公司财报，天风证券研究所

整体来看，中信银行网点地区分布比较均衡，2017 年中信银行营业网点地区分布情况来看，环渤海地区占 20.3%，长三角地区占 19.6%，珠三角及海西占 16.2%，中部地区占 18.2%，西部地区占 17.9%，东北地区占 7.9%。境外机构方面，其子公司中信国际在香港、澳门、纽约、洛杉矶、新加坡和中国内地设有 41 家营业网点。

图 5：中信银行网点数较少，分布较均衡（2017 年）



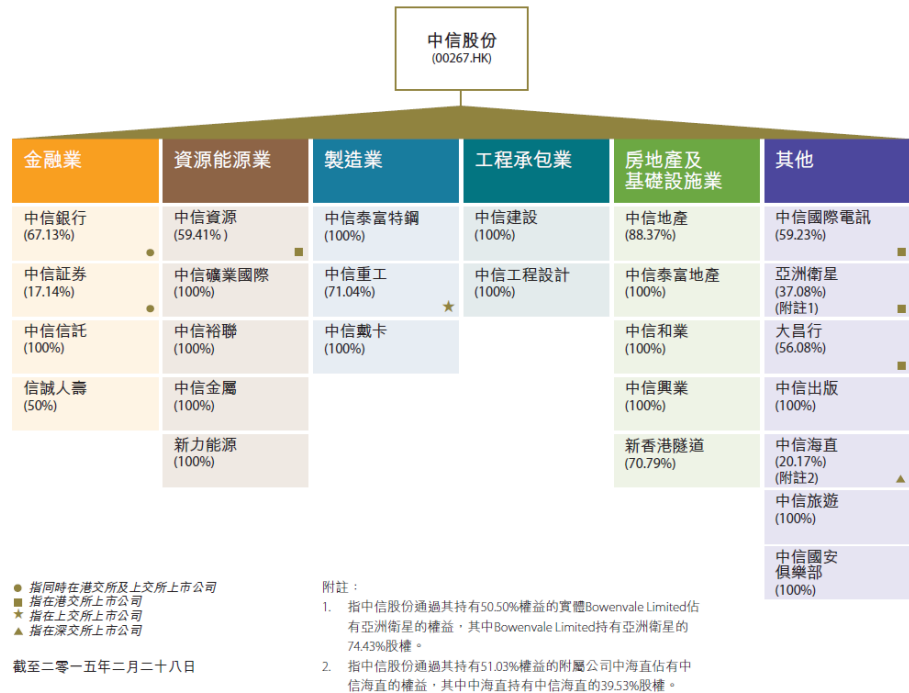
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

2. 兼具规模优势和经营特色的“批发银行”

2.1. 背靠集团的综合金融服务平台，对公业务独具优势

14 年集团 H 股整体上市。2014 年 8 月，中信集团将中信股份 100% 股权注入香港上市公司中信泰富，实现了境外整体上市。截至目前，中信集团已是一家国有大型综合性跨国企业集团，业务涉及金融、资源能源、制造、工程承包、房地产和其他领域。

图 6：中信集团控股子公司一览



资料来源：中信股份财报，天风证券研究所

背靠集团，协同效应强大。中信集团作为金融与实业并举的综合企业，有丰富的跨界商业

数据和强大的综合化服务平台。中信银行一直以来都比较注重与集团的联动合作，协同效应较为显著。

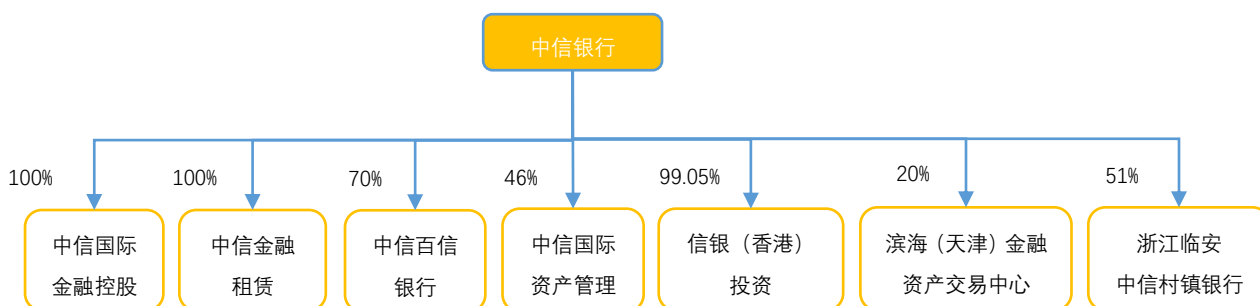
表 3：中信银行与中信集团子公司的合作

集团子公司	集团合作
中信证券/中信建投	17 年联席承销债券 740.6 亿元，比上年增长 111.6%
中信集团金融子公司	资源共享，17 年代理销售产品规模 3152.8 亿元，比上年增长 11.2%
中信保诚人寿	联合发起“优才创富计划”，17 年全年实现发行信用卡超过 10 万张
中信出版	共同打造“云端阅读”服务体系，云舒馆、抢鲜读、中信选书三个子项目覆盖近 30 万名高端客群
信诚基金	创新金融产品“薪金煲”签约客户数 167.40 万人，持有规模 224.45 亿元
中信环境	组成“中信 PPP 联合体”，对接各省市重点 PPP 项目 100 余个

资料来源：公司财报，天风证券研究所

集团金融全牌照优势更趋明显。中信银行旗下目前有 100%控股的中信国际金融控股、中信金融租赁，也有参股的如中信百信银行、中信国际资产、信银（香港）投资等公司，业务覆盖面较广。我们认为，当前中信银行联合集团的金融全牌照优势更趋明显。中信银行内部的互联互通和协同效应已经较为通畅，未来有望在集团的平台上对接更多合作伙伴，拓展合作领域。

图 7：中信银行参股控股公司一览

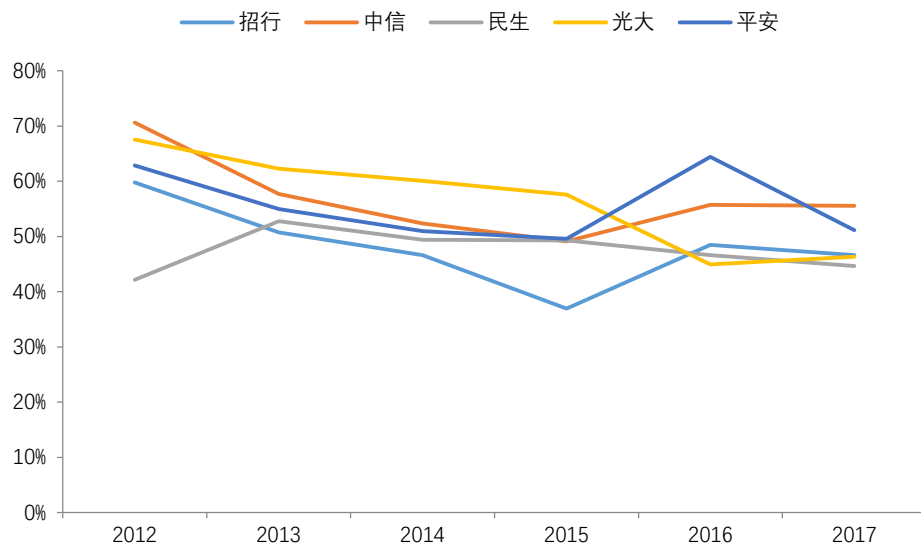


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 公司银行业务持续领先

中信银行对公营收占比在股份行中靠前。近几年来看，中信银行对公业务营收占比均在 50% 以上，且在可比股份行中这一比例也是相对较高的。2017 年中信银行对公营收占比为 56%，高于招行、民生等规模相当的银行。

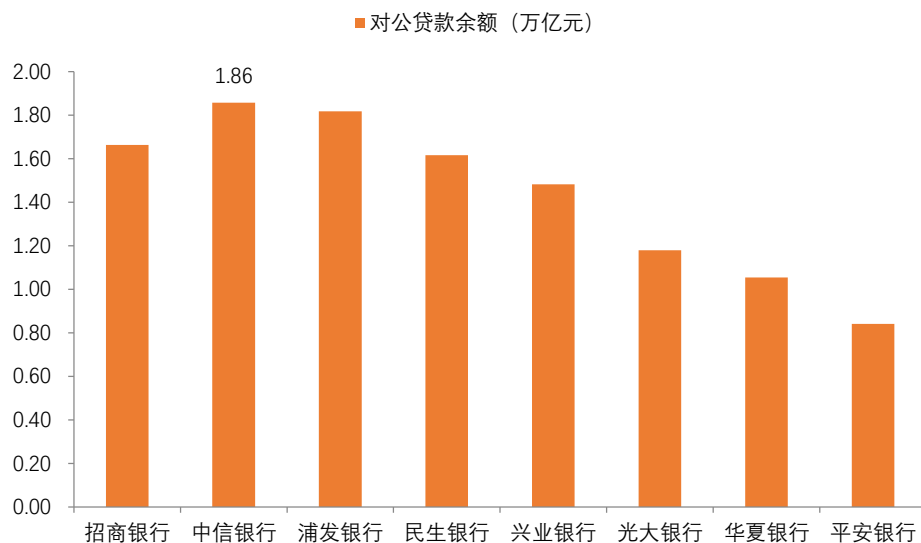
图 8：中信银行对公营收占比在股份行中靠前



资料来源：公司财报，天风证券研究所

对公存贷款规模领跑中型商业银行。17 年末，中信银行对公贷款余额 1.86 万亿元人民币，在结构调整中仍微增 0.6%，维持了对公贷款规模领先股份行的地位。

图 9：中信银行对公贷款规模领先股份行

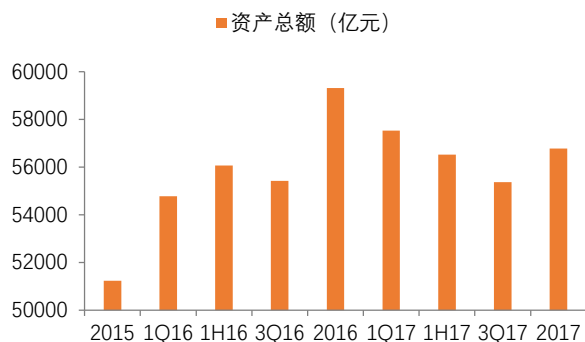


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 适时战略调整，培育新增长点

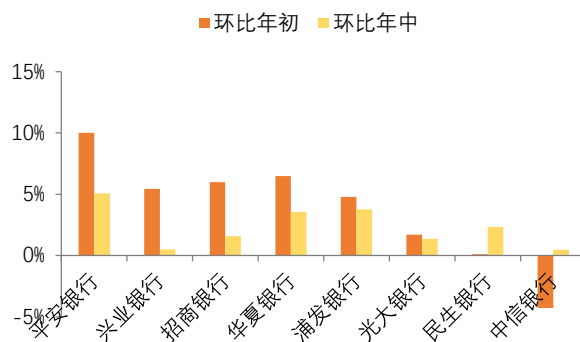
首家主动缩表的银行，压降低效资产。公司围绕“轻资本、轻资产、轻成本”积极发展轻型银行，主动调整规模扩张速度，优化资产负债结构，成为首家主动“缩表”的银行。公司资产规模自 2016 年开始连续 3 个季度下降，2017 年末公司资产总额 5.68 万亿。股份行中，公司总资产较年初下降 4.3%，可见公司调整力度之大。

图 10: 中信银行资产总额连续 3 个季度下降



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

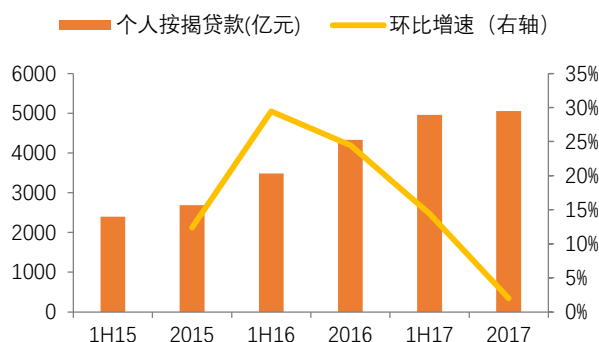
图 11: 17 年末公司总资产较年初下降 4.3%, 降幅为股份行最大



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

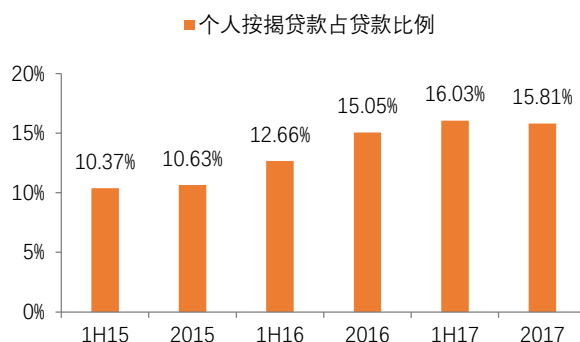
加大个人按揭贷款配置, 减少资本消耗。公司在主动缩表的同时也相应提高低资本消耗的资产配置, 个人按揭贷款 15 年至 17 年复合增速为 37%, 增长较明显, 个人按揭贷款占总贷款的比例也由 1H15 的 10.37% 提升至 17 年的 15.81%。

图 12: 中信银行个人按揭贷款规模趋增



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

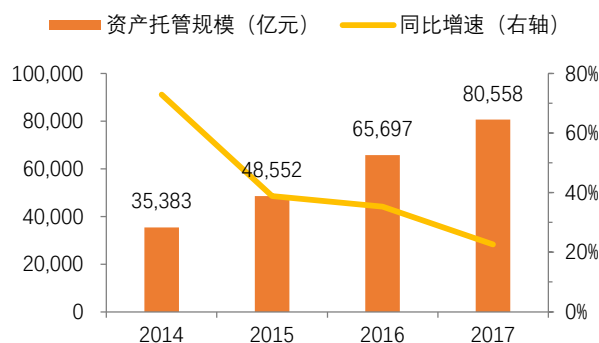
图 13: 中信银行个人按揭贷款占比提升



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

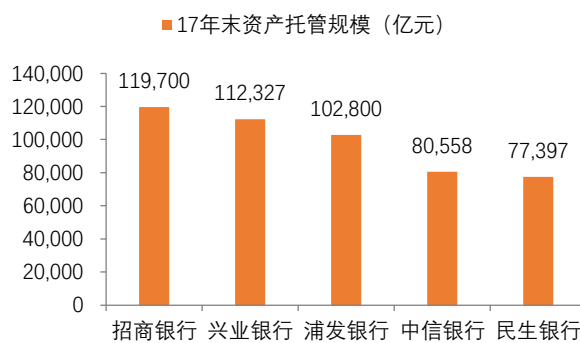
按照准事业部制成立了专业化运作的托管中心, 托管规模维持较高增速。资产托管规模近年保持较高增速, 2017 年托管规模达 8.1 万亿元, 比上年增长 23%, 在五家股份行中排名靠后, 相信未来高增长将带来较大的规模上升空间。

图 14: 中信银行资产托管规模增长较快, 17 年超过 8 万亿



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

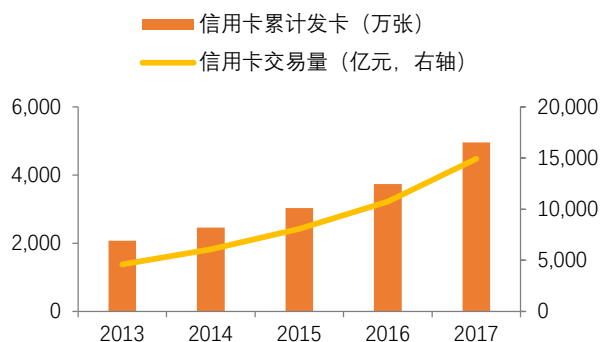
图 15: 中信银行 17 年末资产托管规模在股份行中靠后



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

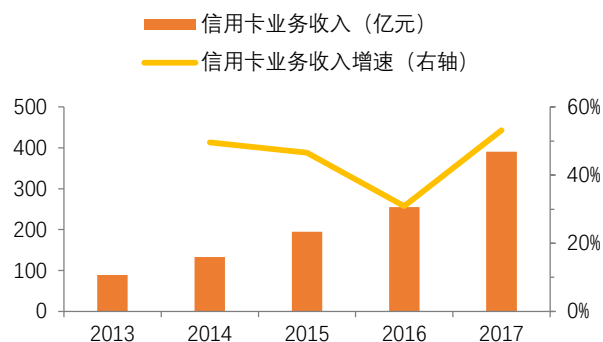
信用卡业务发展迅速。截至 17 年末公司信用卡累计发卡 4957 万张，同比增长 33%，信用卡交易量达 14923 亿元，同比增长 39%，17 年信用卡业务收入 391 亿元，同比高增 53%，保持较快增长。得益于公司信用卡战略定位于中高端客户，17 年公司卡均消费和卡均透支在股份行同业中表现均较好，分别为 3 万元、0.67 万元，同比增长 5%、6%。

图 16：中信银行 17 年累计发卡近 5 万张



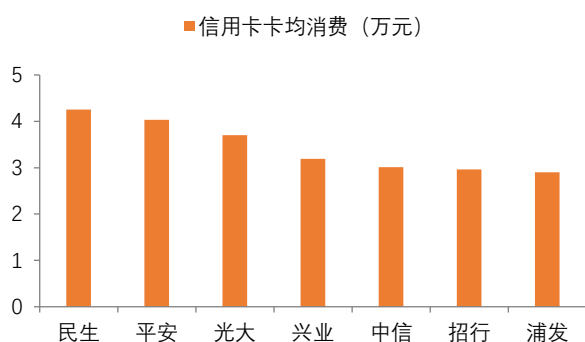
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 17：中信银行信用卡业务收入增速较快



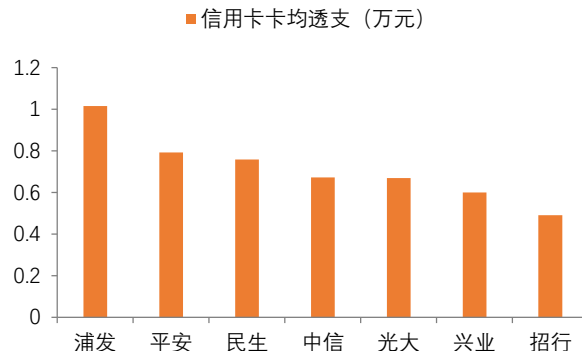
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 18：中信银行 17 年卡均消费 3 万元



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 19：中信银行 17 年卡均透支 0.67 万元



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

3. 净息差拐点明确，盈利企稳向好

3.1. ROA 与 ROE 在可比股份行中偏低

根据杜邦分析显示，中信银行盈利水平（ROE）在可比股份行中偏弱，主要是 ROA 在股份行中靠后，杠杆率并不低。进一步来看，较低的资产收益率水平主要是收入端表现较弱，其中净利息收入、中收均在股份行中等水平，落后于招商银行和平安银行两家零售银行。17 年拨备计提力度仍较大，与招行相当，明显强于民生和光大，**预计中信银行在不良企稳下，拨备计提已较为充分，18 年业绩释放空间或较大。**

图 20：杜邦分析（2017 年）

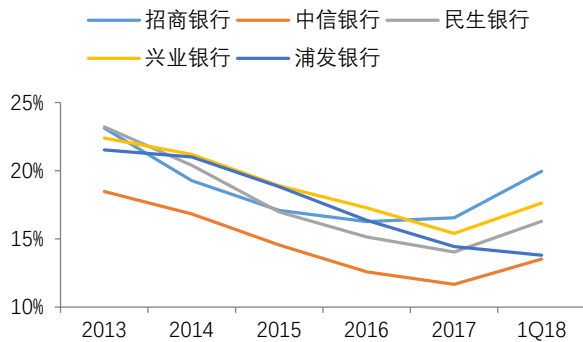
	招商银行	中信银行	浦发银行	民生银行	兴业银行	光大银行	华夏银行	平安银行
营业收入	3.61%	2.70%	2.81%	2.45%	2.24%	2.27%	2.73%	3.41%
利息净收入	2.37%	1.72%	1.78%	1.47%	1.41%	1.50%	1.95%	2.39%
利息收入	3.95%	3.80%	4.10%	3.91%	4.04%	3.96%	4.12%	4.77%
利息支出	-1.59%	-2.09%	-2.32%	-2.45%	-2.63%	-2.45%	-2.18%	-2.39%
手续费及佣金净收入	1.05%	0.81%	0.76%	0.81%	0.62%	0.76%	0.76%	0.99%
净其他非息收入	0.20%	0.18%	0.27%	0.17%	0.20%	0.00%	0.03%	0.04%
营业支出	-2.13%	-1.80%	-1.64%	-1.41%	-1.20%	-1.26%	-1.66%	-2.44%
营业税金及附加	-0.04%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
管理费用	-1.09%	-0.81%	-0.68%	-0.78%	-0.61%	-0.72%	-0.90%	-1.02%
拨备前利润	4.74%	3.54%	3.52%	3.25%	2.86%	3.01%	3.66%	4.46%
资产减值损失	-0.98%	-0.96%	-0.92%	-0.58%	-0.57%	-0.51%	-0.72%	-1.38%
税前利润	1.48%	0.90%	1.16%	1.03%	1.04%	1.00%	1.08%	0.97%
所得税	-0.33%	-0.16%	-0.25%	-0.16%	-0.11%	-0.22%	-0.26%	-0.22%
净利润	1.15%	0.74%	0.92%	0.86%	0.92%	0.78%	0.82%	0.75%
ROAA	1.15%	0.73%	0.90%	0.84%	0.91%	0.78%	0.81%	0.75%
权益乘数	14.43	15.91	15.97	16.61	16.78	16.39	16.62	15.54
ROE (摊薄)	16.54%	11.67%	14.45%	14.03%	15.35%	12.75%	13.54%	11.62%

资料来源：各公司财报，天风证券研究所

3.2. 盈利企稳向好，未来仍有提升空间

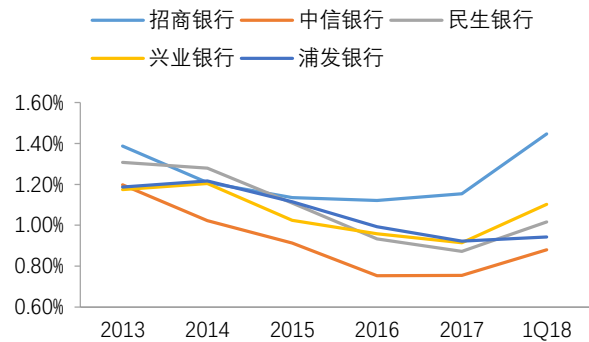
ROE 和 ROA 在同业中略偏低。近五年来可比股份行 ROE 与 ROA 的水平整体呈下降态势，1Q18 出现改善迹象，公司 ROE 与 ROA 在可比股份行中处于靠后水平。1Q18 公司 ROE 与 ROA 水平分别为 13.52%、0.88%，未来盈利水平尚有提升的空间。

图 21：可比股份行近五年 ROE (1Q18 为年化)



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

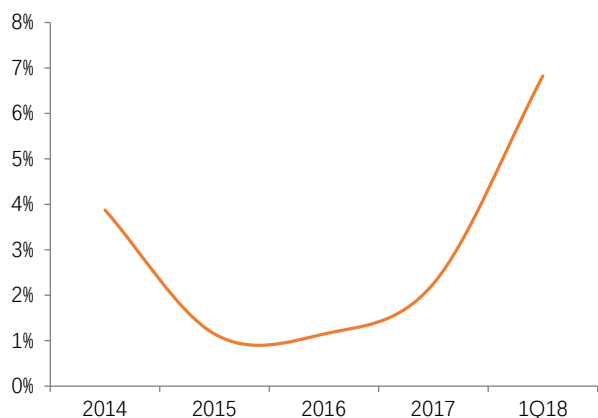
图 22：可比股份行近五年 ROA



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

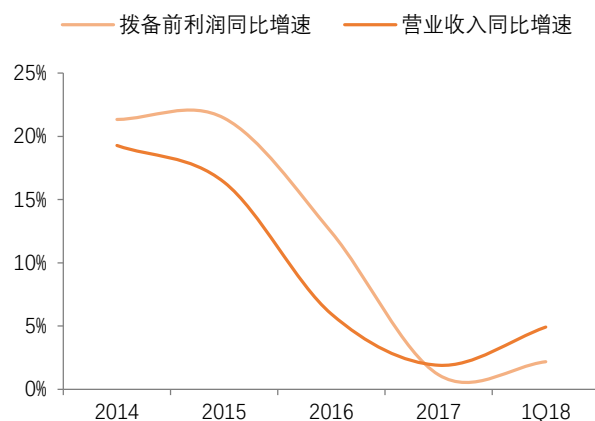
公司经过两年调整之后，盈利出现改善态势。公司归母净利润增速自 14 年之后逐步下行，15 年企稳于 1.15%，17 年微升至 2.25%，1Q18 达 6.82%。1Q18 拨备前利润增速、营业收入增速也都呈现企稳回升的态势，1Q18 同比增速分别达 2.18%、4.92%。

图 23：中信银行归母净利润同比增速企稳回升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 24：1Q18 中信银行拨备前利润、营收同比增速均企稳回升



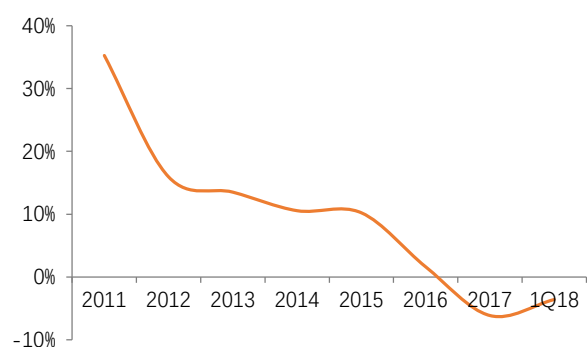
资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.3. 1Q18 净利息收入增速企稳回升

近年来，公司净利息收入增速趋缓。由 11 年 35% 的增速大幅下降至 16 年的 2%，17 年首次出现负增，1Q18 增速有所好转。

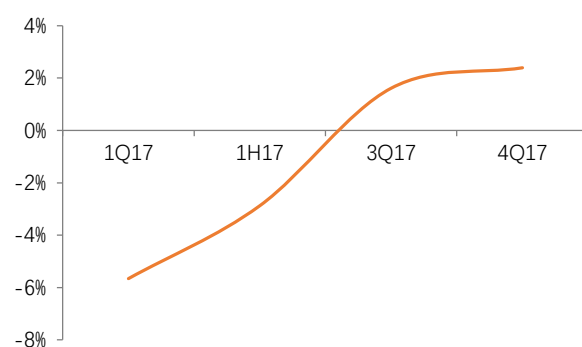
单季净利息收入环比逐渐提升，环比增速由 1Q17 的 -6% 增至 4Q17 的 2.4%，显示出净利息收入呈现企稳回升趋势。

图 25：近年中信银行净利息收入同比增速逐渐下行（2011-1Q18）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 26：中信银行近期单季净利息收入环比增速上行（1Q17-4Q17）

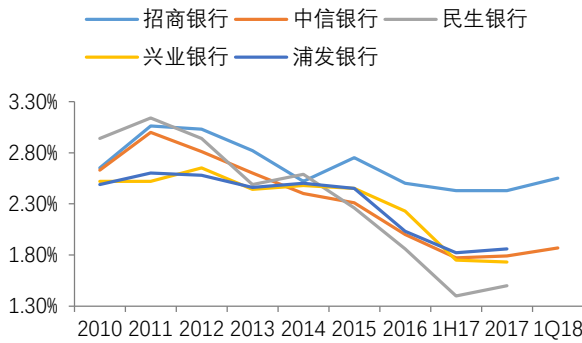


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.4. 净息差拐点明确，受负债低成本驱动

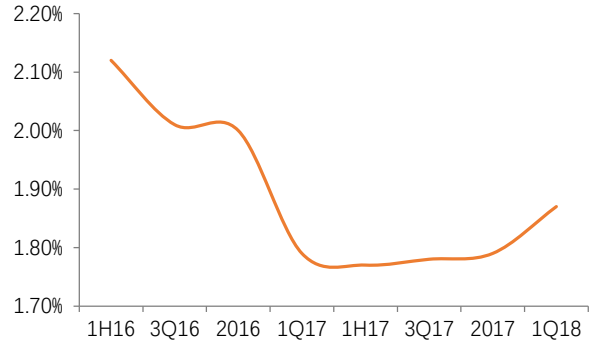
净息差企稳回升，拐点明确。17 年多数股份行息差收窄，下半年开始伴随股份行负债端结构调整，资产端逐渐到期重定价，股份行净息差整体呈现企稳回升态势。中信银行净息差在股份行同业中处于中等水平。17 年净息差为 1.79%，较上半年上升 2bps，息差拐点显现，1Q18 同比上升 8bps 至 1.87%。

图 27：中信银行净息差处于股份行中等水平



资料来源：公司财报，天风证券研究所

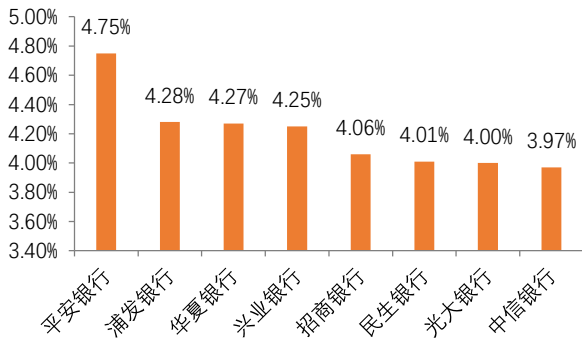
图 28：中信银行净息差企稳回升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

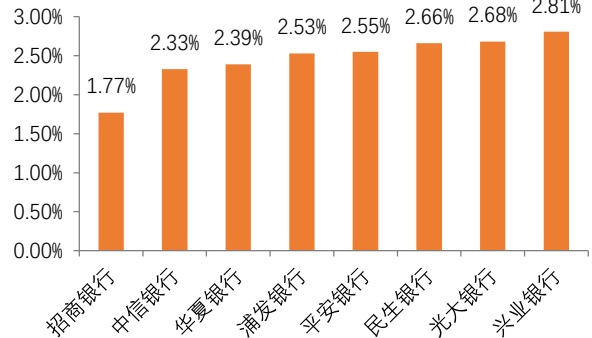
中等息差水平源自低资产收益率与低负债收益率。公司生息资产收益率在股份行中较低，2017 年仅为 3.97%，在可比同业中较低，主要与公司客户结构有关，信贷资产以对公贷款为主，且对公企业客户多为大中型企业。公司负债成本率亦较低，仅高于招商银行。2017 年付息负债成本率 2.33%，在股份行同业中处于较低水平，仅高于招商银行的 1.77%。

图 29：2017 年中信银行资产收益率较低



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

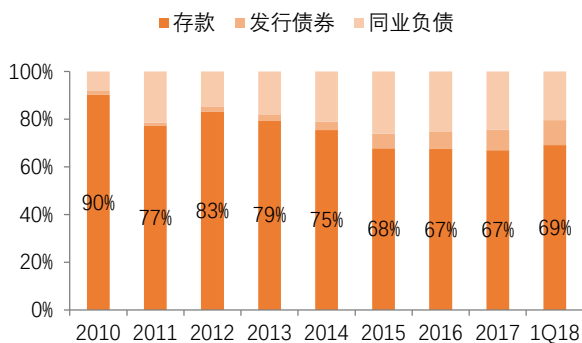
图 30：2017 年中信银行负债成本率较低，仅高于招行的 1.77%



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

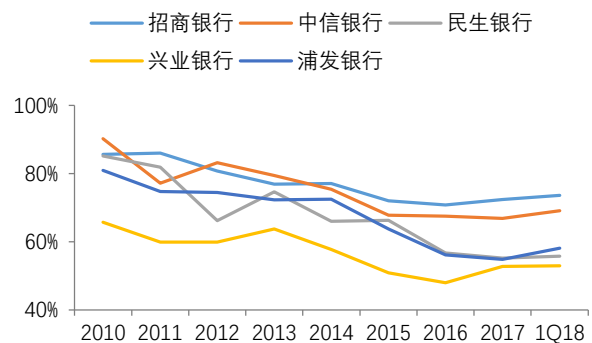
公司负债端存款占比长期高于 65%，负债端具有相对优势。公司存款占比长期处于股份行同业较高水平，较高的存款占比保障了公司负债成本率在可比股份行中相对较低。

图 31：中信银行付息负债结构相对稳定



资料来源：公司财报，天风证券研究所

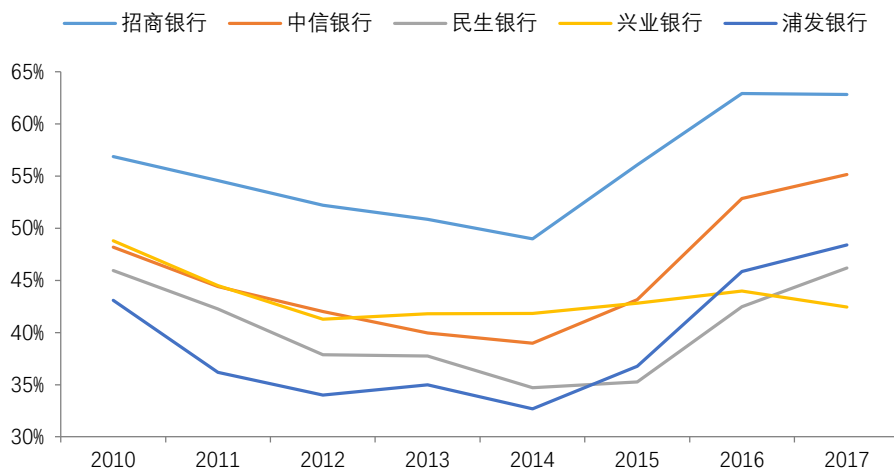
图 32：中信银行存款占比长期处股份行同业较高水平



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

公司活期存款占比上升势头明显。存款结构来看，在股份行同业中，公司活期存款占比维持较好水平。17 年以来公司活期存款占比稳中有进，未来低成本负债水平有望保持。

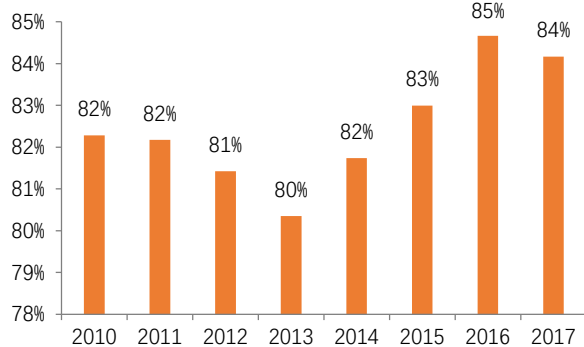
图 33：中信银行活期存款占比维持可比股份行较高水平



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

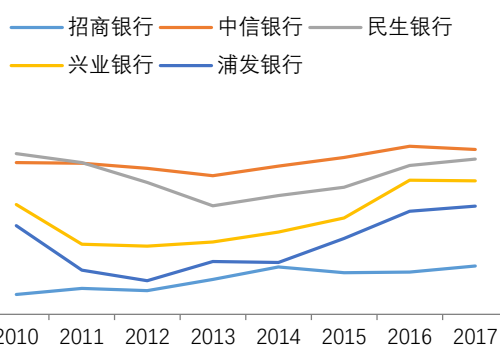
公司对公存款占比长期保持高位。公司存款结构中，对公存款长期保持在 80%以上的占比，从 14 年之后占比逐年递增，17 年趋于企稳，达到 84%的占比水平。与股份行同业比较来看，公司对公存款占比处于长期领先的位置，且波动幅度较小。

图 34：中信银行对公存款占比保持高位



资料来源：公司财报，天风证券研究所

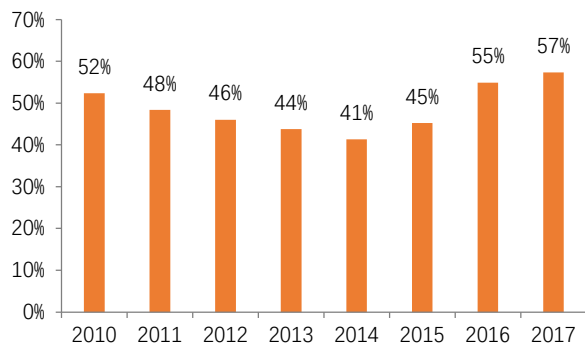
图 35：中信银行对公存款占比在股份行同业中领先



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

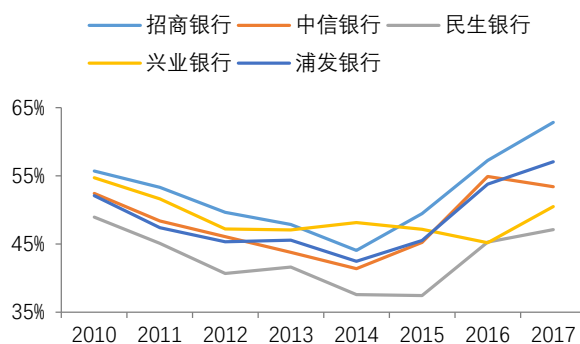
公司对公活期存款占比较高。对公存款中，活期存款所占比例较高，14 年虽下滑至 41%，之后逐步提升，17 年达到 57%，在对公存款结构中占比较大。

图 36：中信银行对公活期存款占比近年逐渐提高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 37：中信银行对公活期存款占比在股份行同业中处于中等水平

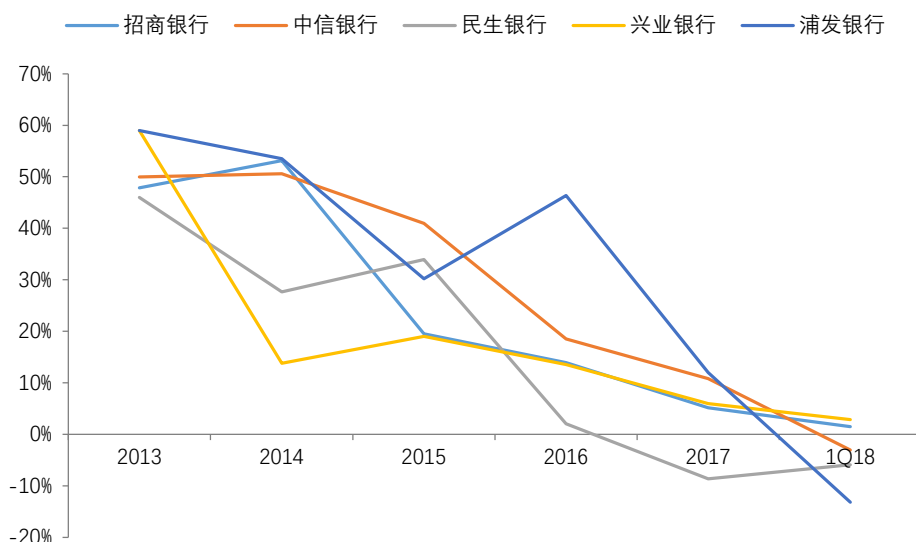


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

3.5. 中收增长放缓，中收占比仍有提升空间

近年中收增长放缓。近年来公司中间收入增速处于下降的趋势，增速由 13 年的 50% 降至 1Q18 的 -3%，与行业趋势类同，预计资管新规逐步落地或影响公司中收增长。

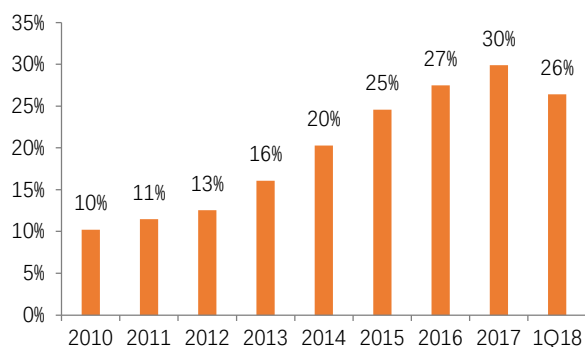
图 38：中信银行中收增长放缓，与行业趋势类同



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

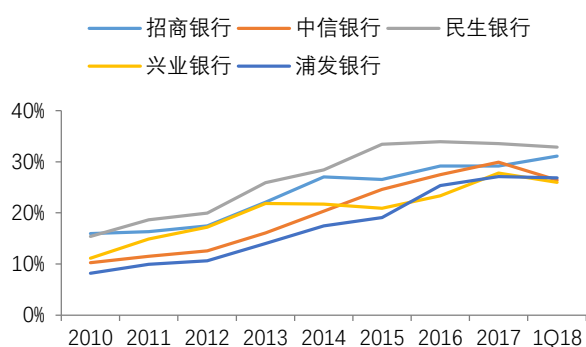
中间收入占比逐年提高。由 10 年 10% 持续提高至 17 年 30%，增长较为明显，在可比股份行中亦处于较高位置。中间收入占比的提高有利于优化收入结构，提高营收稳定性，贡献于营收的增长。与招行和民生银行 1Q18 高于 30% 的中收占比相比，未来仍有提升空间。

图 39：中信银行中间收入占比逐年提高



资料来源：公司财报，天风证券研究所

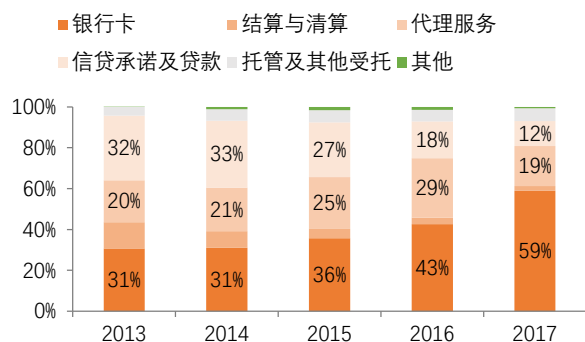
图 40：中信银行中间收入占比在股份行中较高



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

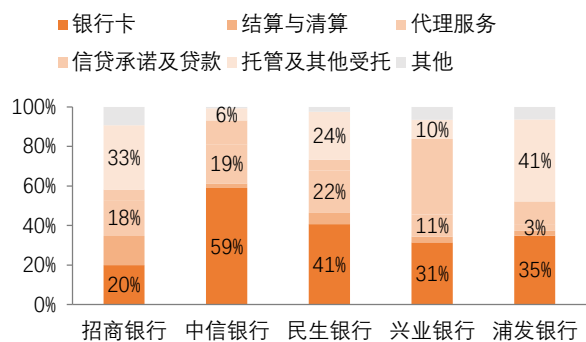
中间收入结构持续优化，信用卡业务贡献较高。从中间收入结构来看，主要以银行卡、代理服务、信贷承诺及贷款构成，其中银行卡收入占比近年来提升明显，由 13 年的 31% 增至 17 年的 59%，银行卡收入占中收比重在股份行中亦为较高水平，目前信用卡业务仍处于高速增长期，有助于支撑中收增长。

图 41：中间收入结构中银行卡收入占比近年来提升明显



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 42：2017 年可比股份行中间收入结构

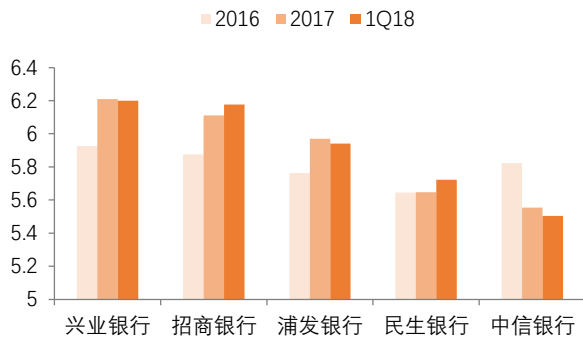


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

3.6. 规模有望恢复平稳增长，信贷资产占比提升

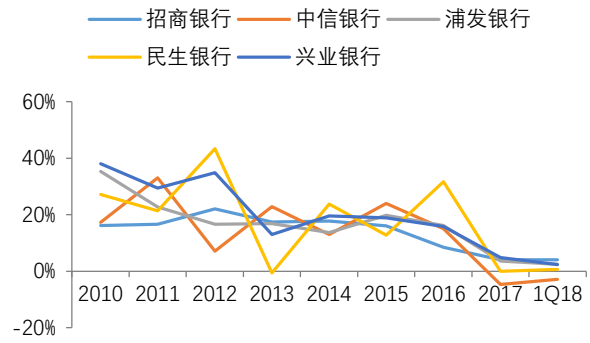
17 年强力结构调整后，预计规模将平稳增长。截至 1Q18，公司生息资产规模 5.5 万亿，较年初下降-0.93%，符合公司主动缩表，优化资产负债结构的战略导向，向前看，预计负债端调整力度最大时期已过去，未来资产规模将维持平稳增长。

图 43: 1Q18 中信银行生息资产规模较年初下行 0.9% (万亿)



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

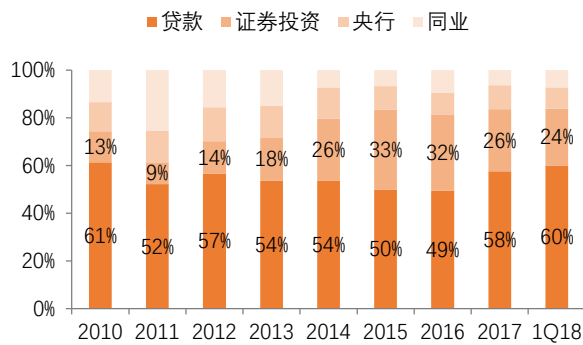
图 44: 中信银行生息资产规模增速较平稳



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

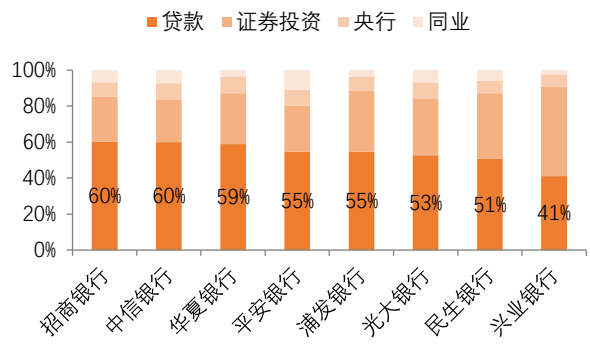
截至 1Q18, 中信银行贷款占比 60%, 证券投资占比 24%, 近年来有上升的趋势, 1Q18 公司的贷款占比在各股份行中较高。

图 45: 近年中信银行贷款占比提升



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

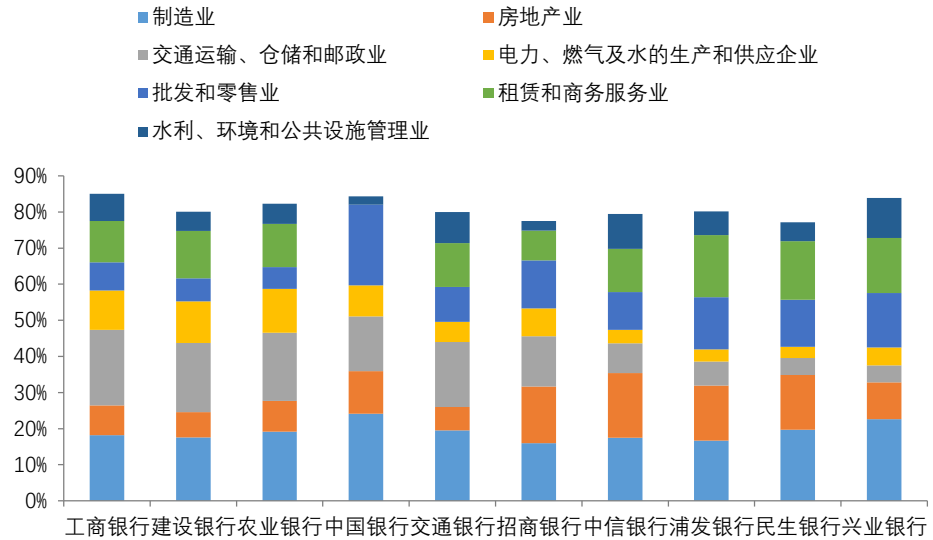
图 46: 中信银行贷款占比在股份行中较高 (1Q18)



资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

从对公贷款行业分布来看, 五大行主要以制造业、交通运输、仓储和邮政业为主, 而股份行行业分布则较分散, 其中房地产业、批发和零售业、租赁和商务服务业占比较高。17 年公司对公贷款中房地产业占 18%, 为五大行及股份行同业中最高水平, 其次为制造业占比 17%, 公司对公贷款行业分布较为均衡。

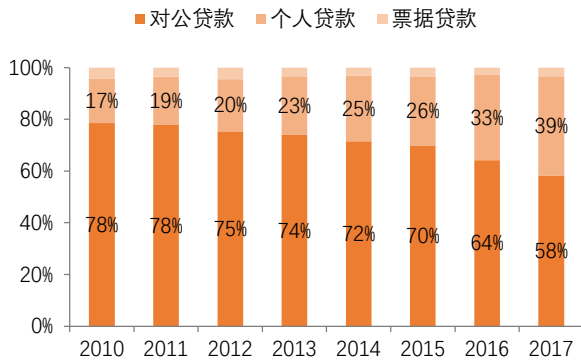
图 47：17 年五大行及股份行同业对公贷款行业分布



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

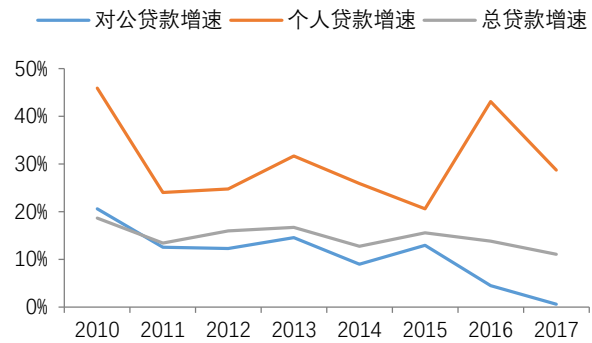
从贷款结构来看，个人贷款占比逐年递增，由 10 年 17% 增至 17 年 39%，个人贷款增速也远高于对公贷款增速，截至 17 年末，个人贷款增速为 29%。

图 48：中信银行个人贷款占比逐年递增



资料来源：公司财报，天风证券研究所

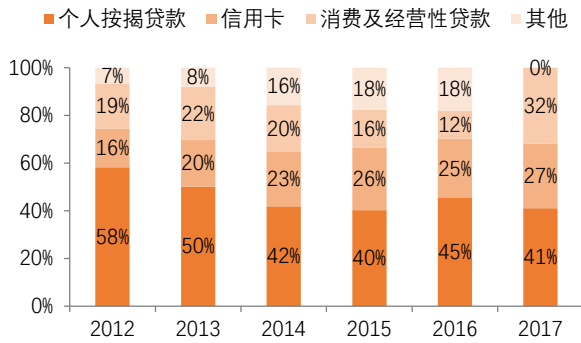
图 49：个人贷款增速较快



资料来源：公司财报，天风证券研究所

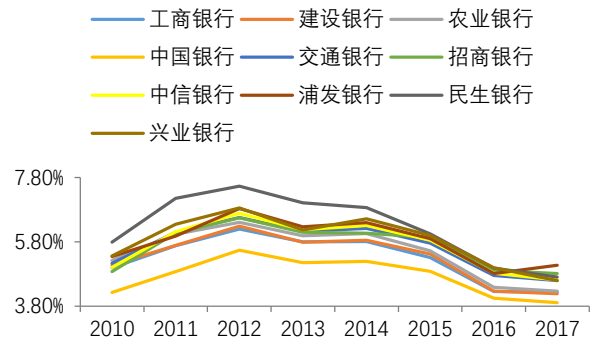
公司个人贷款结构中，个人按揭贷款占比最高，近年来有收窄的趋势，17 年个人按揭贷款占比为 41%。消费及经营性贷款占比则有增长之势，由 12 年的 19% 提高至 17 年的 32%。信用卡占比保持稳中有升的趋势，由 12 年的 16% 增长至 17 年的 27%。17 年公司贷款收益率为 4.61%，在大行及同业中处于中等水平。

图 50: 中信银行个人贷款结构变化



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 51: 中信银行贷款收益率水平较高



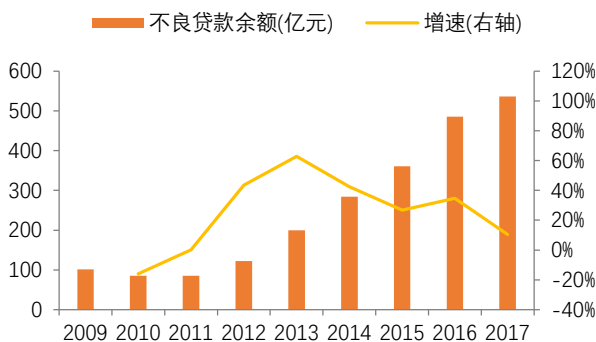
资料来源: 各公司财报, 天风证券研究所

4. 资产质量持续改善, 拨备较充足

4.1. 不良改善趋势确立

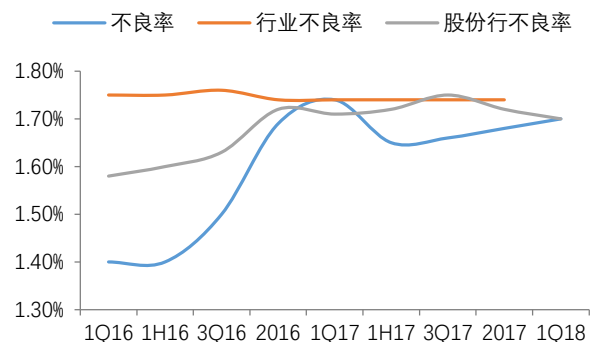
公司不良率企稳。公司不良率长期低于行业不良率和股份行不良率平均水平, 1Q17 不良率转降呈现拐点, 1H17 环比降 9bps 至 1.65%, 1Q18 较年初小幅升 2bps 至 1.70%, 预计未来不良率将继续企稳改善。

图 52: 不良贷款增长放缓



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

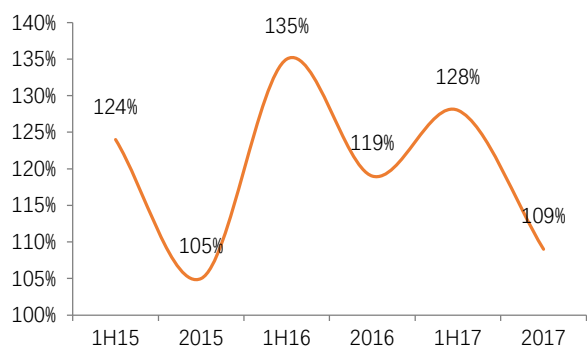
图 53: 中信银行不良率长期低于行业及股份行平均水平



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

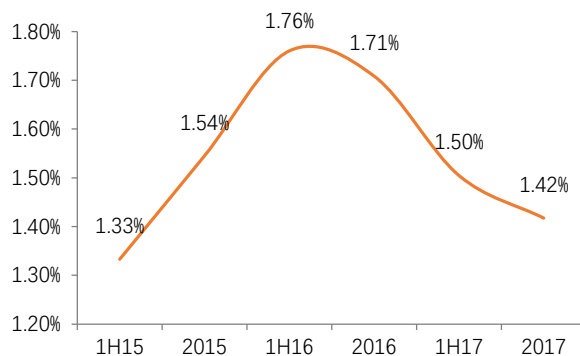
不良确认趋严, 不良净生成率下降。17 年公司 90 天以上逾期/不良环比年中下降 19pct 至 109%, 不良认定标准趋于严格, 预计 18 年这一指标有望改善为 100% 以下。不良确认严格之下, 17 年公司不良净生成率持续下降, 环比年中降 8bps 至 1.42%, 较去年则大降 29bps, 不良生成压力显著缓解。

图 54：中信银行 90 天以上逾期/不良下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

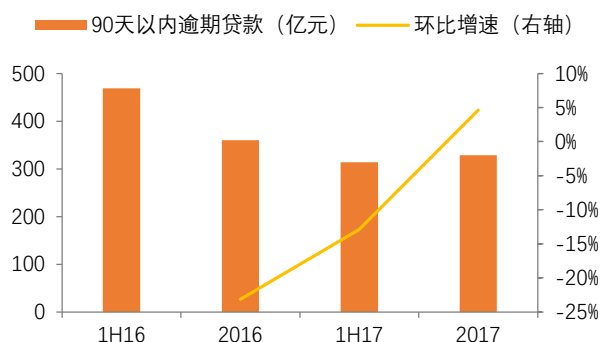
图 55：中信银行不良净生成率下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

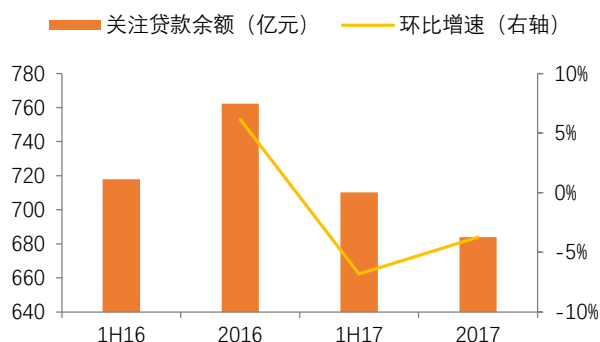
不良新生压力较小，未来不良压力转降。90 天以内逾期贷款持续下降，17 年末小幅升至 328 亿元，环比年中增速 4.60%，但仍处于较低水平。17 年末关注贷款余额较年中下降 3.72%，预计公司未来不良潜在压力较小，资产质量有望持续改善。

图 56：中信银行 90 天以内逾期贷款下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

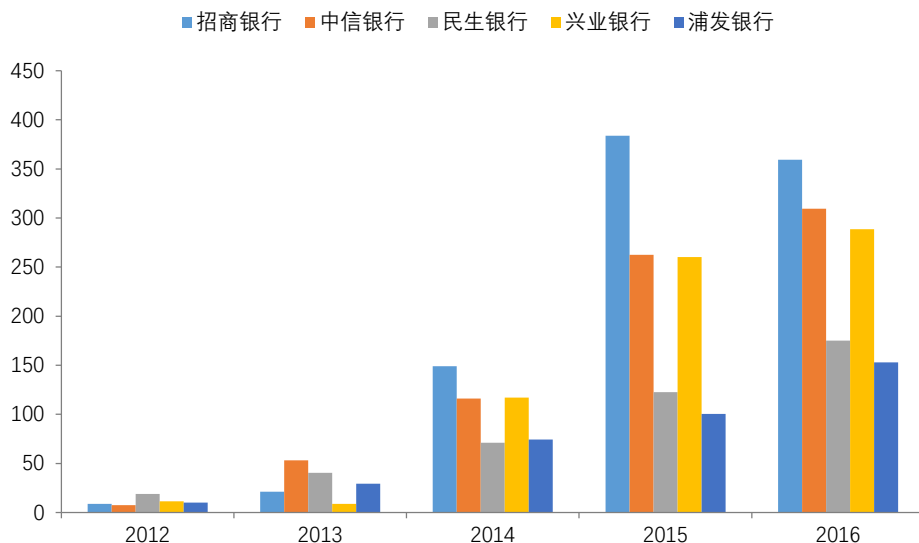
图 57：中信银行关注贷款余额持续下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

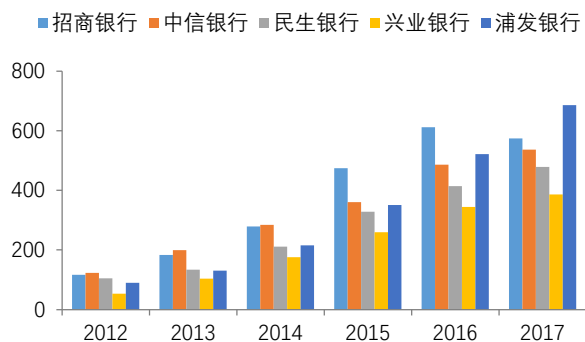
不良核销处置力度大，存量不良或已出清。公司不良核销处置力度逐年加大，由 12 年的 7 亿元增至 16 年的 310 亿元，5 年共核销不良贷款 748 亿元。不良贷款余额和不良贷款率在股份行同业中降幅较为明显，17 年公司不良贷款余额 536 亿元，较年初增长 10%，增速居股份行同业较低位置，1Q18 不良贷款率 1.70%，亦处于股份行同业较低水平。逾期贷款余额与逾期贷款率呈下降企稳趋势，17 年逾期贷款余额与逾期贷款率分别为 915 亿元和 2.9%。总体来看，公司存量不良或已出清。

图 58：中信银行不良核销处置力度大（亿元）



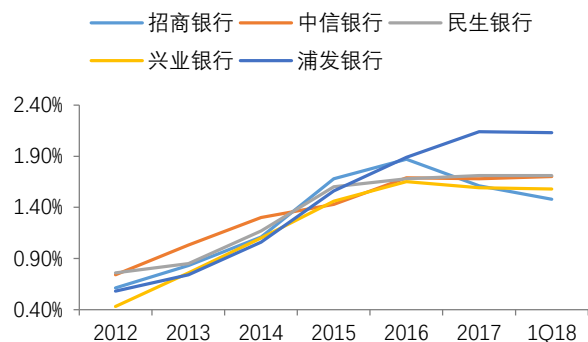
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 59：股份行同业不良贷款余额变化（亿元）



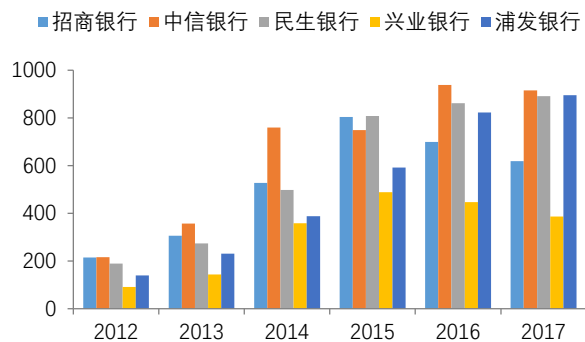
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 60：股份行同业不良贷款率变化



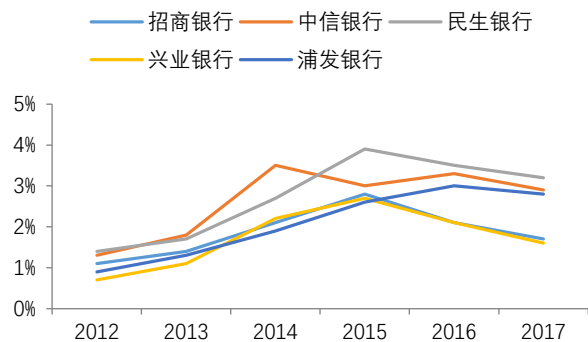
资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 61：股份行同业逾期贷款余额变化（亿元）



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 62：股份行同业逾期贷款率变化

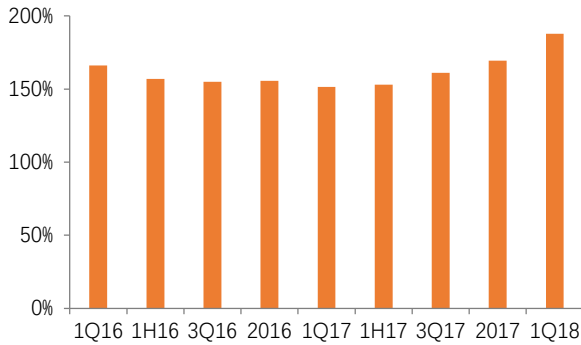


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.2. 拨备提升，未来反补盈利空间大

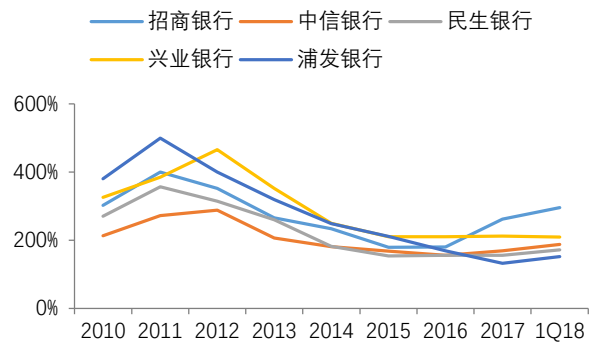
拨备充足，未来反补盈利空间大。公司拨备覆盖率在 1Q17 由降转增，3Q17 和 4Q17 环比均提升 8pct，17 年末拨备覆盖率达到 169%，1Q18 较年初提升 18pct 至 188%。与可比股份行处于中等水平，拨备较充足，反补盈利空间大。

图 63：中信银行拨备覆盖率提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 64：中信银行拨备覆盖率为可比同业中等水平，1Q18 提升较多

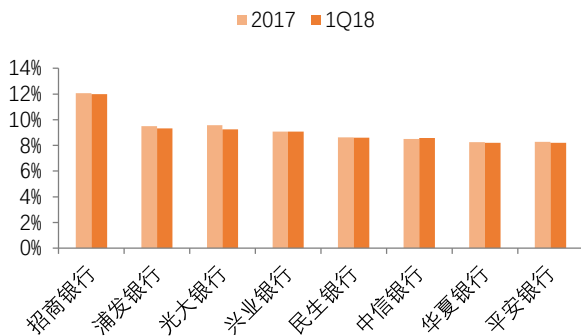


资料来源：各公司财报，天风证券研究所

4.3. 核心一级资本充足率偏低

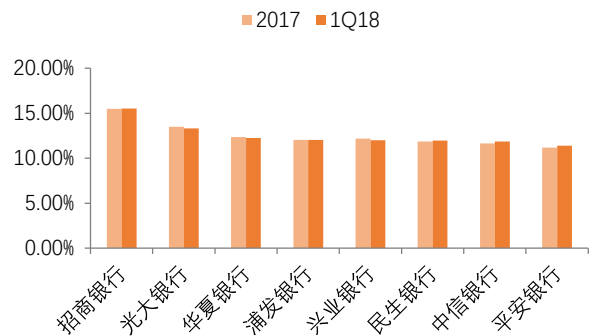
资本充足率偏低，关注 400 亿可转债发行进度。公司 1Q18 核心一级资本充足率与资本充足率分别为 8.58%、11.85%，在股份行中偏低，尤其是核心一级资本充足率水平，建议关注 400 亿可转债发行进度。

图 65：1Q18 中信银行核心一级资本充足率 8.58%



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

图 66：1Q18 中信银行资本充足率 11.85%



资料来源：各公司财报，天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

我们认为，未来几年公司 ROA、ROE 有望上行，主要逻辑在于，行业存款竞争升级之下，公司具备较好的企业客户基础，存款增长压力相对较小，伴随资产端结构和利率的调整，息差有望企稳回升。国内经济平稳向好，融资需求较好，未来规模或恢复平稳增长，带动净利息收入增速上行；资管新规逐步落地，中收增长或承压，但零售转型下信用卡业务发力，对中收有支撑；近几年持续大幅处置不良，当前不良压力平稳；拨备较高，反补盈利空间较大。17 年结构调整后，有望迎来整固突破期，盈利提升可期。

(1) 公司规模仍可保持平稳增长。背靠集团，协同效应显著，对公业务优势可持续；国内经济平稳略回升，信贷需求持续较好，公司规模仍可保持平稳增长。对公业务对存款增长

的贡献较大，公司存款竞争压力相对较小。

(2) **息差企稳回升。**公司负债端成本率在股份行中较低，仅低于招行，主要是对公业务贡献较大，预计未来伴随资产端利率和结构调整，资产收益率仍可上行，带动 18/19 年息差持续回升。

(3) **中收增长承压，但较高的信用卡业务中收占比，对中收增长带来支撑。**资管新规逐步落地，理财规模增长或放缓，对中收增长有一定抑制；但公司中收收入中，信用卡业务贡献中收占比过半，信用卡业务仍在高速增长期，预计将一定程度支撑中收增长。

(4) **公司近几年大幅度不良处置后，当前不良存量和生成压力平稳，拨备水平提升，反补盈利空间较大。**

基于以上假设，我们测算公司 18/19 年净利润同比增 10.8%/12.5%，对应 BVPS 8.39/9.45 元。考虑到公司 ROE 有望提升（17 年 ROE 为 11.62%，1Q18 为 13.43%），背靠集团的对公业务有护城河优势；业务较为规范，监管影响较小；基本面向好，在股份行中较早出现业绩拐点，业绩改善幅度或超市场预期，给予 1.1 倍 18 年 PB，对应目标价 9.23 元/股，较当前约有 37% 的上升空间，买入评级。

表 4：可比股份行 PB 估值比较表（估值来自 wind 一致预期，截至 2018 年 5 月 14 日）

	2017A	2018E	2019E	2020E
招商银行	1.70	1.52	1.34	1.17
中信银行	0.89	0.81	0.74	0.70
浦发银行	0.81	0.74	0.66	0.58
民生银行	0.78	0.71	0.62	0.55
兴业银行	0.87	0.77	0.68	0.60
光大银行	0.78	0.74	0.68	0.62
华夏银行	0.74	0.66	0.59	0.54
平安银行	0.94	0.85	0.76	0.68
平均	0.94	0.85	0.76	0.68
中信银行估值较股份行平均折溢价	-5%	-5%	-3%	2%

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量恶化；监管趋严超预期影响市场情绪等。

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	1061	996	1072	1210	1359	净利润增速	1.1%	2.3%	10.8%	12.5%	13.9%
手续费及佣金	423	469	469	478	492	拨备前利润增速	12.9%	1.2%	7.0%	12.9%	12.5%
其他收入	54	102	108	127	143	税前利润增速	-0.8%	-4.2%	13.5%	18.3%	13.8%
营业收入	1538	1567	1649	1815	1994	营业收入增速	6.0%	1.9%	5.2%	10.1%	9.8%
营业税及附加	(45)	(17)	(8)	(11)	(12)	净利息收入增速	1.6%	-6.1%	7.6%	12.9%	12.3%
业务管理费	(424)	(469)	(483)	(497)	(512)	手续费及佣金增速	18.5%	10.8%	0.0%	2.0%	3.0%
拨备前利润	1069	1082	1157	1307	1470	营业费用增速	4.8%	10.7%	3.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(523)	(558)	(563)	(604)	(670)	规模增长					
税前利润	545	523	593	702	799	生息资产增速	15.0%	-4.6%	7.6%	8.8%	9.0%
所得税	(128)	(94)	(119)	(168)	(192)	贷款增速	13.8%	11.1%	10.0%	12.0%	12.0%
净利润	416	426	472	530	604	同业资产增速	61.7%	-35.8%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	9.5%	-22.0%	5.0%	5.0%	5.0%
贷款总额	28779	31969	35166	39386	44112	其他资产增速	53.0%	16.6%	-7.1%	-40.6%	-76.2%
同业资产	5467	3510	3510	3510	3510	计息负债增速	14.8%	-5.5%	6.1%	6.2%	6.4%
证券投资	18527	14453	15176	15934	16731	存款增速	14.3%	-6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	58232	55548	59748	65022	70854	同业负债增速	-0.3%	-14.8%	5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	1834	2138	1986	1179	281	股东权益增速	20.3%	7.3%	11.5%	11.7%	11.9%
总资产	59311	56777	60713	65030	69779	存款结构					
客户存款	36393	34076	35780	37569	39448	活期	52.9%	55.2%	55.17%	55.17%	55.17%
其他计息负债	17565	16889	18311	19897	21672	定期	47.1%	44.6%	44.65%	44.65%	44.65%
非计息负债	1508	1687	2024	2429	2915	其他	0.2%	0.2%	0.18%	0.18%	0.18%
总负债	55466	52653	56115	59895	64034	贷款结构					
股东权益	3845	4124	4598	5135	5744	企业贷款(不含贴现)	64.2%	58.1%	54.11%	54.11%	54.11%
每股指标						个人贷款	33.2%	38.5%	43.52%	43.52%	43.52%
每股净利润(元)	0.85	0.87	0.96	1.08	1.23	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.18	2.21	2.37	2.67	3.00	不良贷款率	1.69%	1.68%	1.54%	1.48%	1.47%
每股净资产(元)	7.04	7.45	8.39	9.45	10.64	正常	95.66%	96.18%	97.91%	97.96%	98.01%
每股总资产(元)	121.20	116.03	124.07	132.89	142.59	关注	2.65%	2.14%	2.09%	2.04%	1.99%
P/E	7.81	7.63	6.89	6.13	5.38	次级	0.70%	0.69%			
P/PPOP	3.04	3.00	2.81	2.49	2.21	可疑	0.63%	0.79%			
P/B	0.94	0.89	0.79	0.70	0.62	损失	0.36%	0.21%			
P/A	0.05	0.06	0.05	0.05	0.05	拨备覆盖率	155.50%	169.44%	188.59%	200.90%	209.74%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.00%	1.79%	1.86%	1.94%	2.00%	资本充足率	11.98%	11.65%	11.40%	11.19%	11.04%
净利差(Spread)	1.89%	1.64%	1.74%	1.84%	1.94%	核心资本充足率	8.64%	8.49%	8.50%	8.53%	8.59%
贷款利率	4.82%	4.61%	4.78%	4.93%	5.08%	资产负债率	93.52%	92.74%	92.43%	92.10%	91.77%
存款利率	1.68%	1.59%	1.64%	1.69%	1.74%	其他数据					
生息资产收益率	4.01%	3.97%	4.17%	4.32%	4.47%	总股本(亿)	489.35	489.35	489.35	489.35	489.35
计息负债成本率	2.12%	2.33%	2.41%	2.46%	2.51%						
盈利能力											
ROAA	0.75%	0.74%	0.81%	0.85%	0.90%						
ROAE	12.58%	12.01%	12.16%	12.15%	12.29%						
拨备前利润率	1.93%	1.86%	1.97%	2.08%	2.18%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com