



Research and
Development Center

首次覆盖：零售转型成效显著，资产质量基础夯实

——中信银行（601998.SH）深度报告

2019年5月28日

王小军 金融行业分析师

关竹 金融行业分析师

证券研究报告

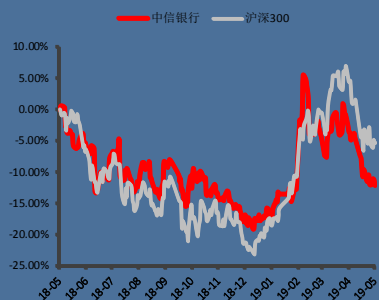
公司研究——首次覆盖

中信银行（601998.SH）



首次评级

中信银行相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2019.5.27）

收盘价	5.87
52周最高价/最低价	6.95 / 5.33
近一个月涨跌幅	-6.68%
总股本(亿股)	489.35
流通股比例	96%
总市值(亿元)	2,833

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

王小军 金融行业分析师
执业编号：S1500512040003
联系电话：+86 10 83326865
邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师
执业编号：S1500517090001
联系电话：+86 10 83326871
邮箱：guanzhu@cindasc.com

零售转型成效显著，资产质量基础夯实

中信银行首次覆盖

2019年5月28日

本期内容提要：

- ◆ **公司发展战略从“一体两翼”向“三驾齐驱”转型。**为了应对经济转型，实现公司高质量可持续发展，近两年中信银行从以公司银行为主体、零售银行和金融市场为两翼的“一体两翼”向三者“三驾齐驱”的方向发展。以公司银行为转型支撑点，依托传统业务优势，打造客户精准营销服务体系和特色化产品服务体系；以零售银行为转型突破口，围绕个人客户全方位需求，提供大零售综合服务，打造良好客户服务体系；以金融市场为新兴增长点，搭建多层次金融市场产品体系，创新服务模式，持续提升多元化资产和负债经营能力。在战略转型过程中，公司盈利结构更加均衡。2018年公司银行、零售银行、金融市场税前利润占比分别为44.6%、29.0%和25.3%，后两者的份量逐渐加大。
- ◆ **公司零售业务转型成效显著。**2018年母行零售客户超过8,830万户，同比增长22.65%；零售资产管理规模超过1.8万亿元，增速接近20%；信用卡交易量超过2万亿元，跨行交易市场份额接近7%。信贷资源继续向零售业务倾斜，新增零售贷款占全部新增贷款的61%；零售贷款余额占比达42.9%，继续创新高，比2017年末提升4.3个百分点。零售盈利贡献度进一步提升，2018年零售银行非利息净收入同比增长9.14%，占非利息净收入的63.53%，较2017年提升0.86个百分点。
- ◆ **公司资产质量基础进一步夯实。**不良认定更严格、经济下行和去杠杆导致公司不良双升。公司2018年不良贷款余额与不良贷款率均有所上升，不良贷款余额从2017年的536.48亿元增加至640.28亿元，不良率从2017年的1.68%上升至1.77%。在努力控制新增不良的同时，公司持续投入资源消化存量不良资产。2018年核销不良贷款469.38亿元，计提贷款损失准备金477.53亿元，2016-2018年累计拨备计提1,436.38亿元，在股份行中排名前列，这些应对措施虽然在短期内对资产质量数据形成了一定压力，但从长远看有利于夯实公司持续发展的基础。2019年一季度公司不良率下降5BP，不良贷款率有企稳回落迹象。

◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计中信银行在 2019 年-2021 年分别实现营业收入 1,780.71 亿元、1,928.99 亿元和 2,020.79 亿元；归母净利润分别为 481.04 亿元、533.71 亿元和 562.05 亿元，对应摊薄每股收益分别为 1.00 元、1.11 元和 1.17 元。尽管公司盈利能力和成长能力在股份行中并不突出，但公司经营较为稳健，资本充足率、杠杆率、流动性覆盖率等各项监管指标均达标，不良贷款的认定标准较为严格且拨备计提较为充足，公司相对估值水平不高，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险因素:** 1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；2、成本上升过快，影响利润水平；3、出台不利于行业发展的监管政策。

	2017A	2018 A	2019 F	2020 F	2021 F
营业收入(亿元)	1,567.08	1,648.54	1,780.71	1,928.99	2,020.79
增长率 YoY %	1.90%	5.20%	8.02%	8.33%	4.76%
归属母公司净利润(亿元)	425.66	445.13	481.04	533.71	562.05
增长率 YoY%	2.25%	4.57%	8.07%	10.95%	5.31%
毛利率%	33.42%	33.08%	33.18%	33.98%	34.11%
净资产收益率 ROE%	10.76%	10.49%	10.48%	10.87%	10.70%
每股收益(摊薄/元)	0.88	0.93	1.00	1.11	1.17
市盈率 P/E(倍)	6.70	6.33	5.86	5.28	5.01
市净率 P/B(倍)	0.72	0.66	0.62	0.57	0.54

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 5 月 27 日收盘价

目 录

公司背景	2
公司亮点	3
零售业务转型成效显著	3
资产质量基础进一步夯实	4
科技创新导向，实现跨越发展	5
公司分析	6
发展战略：“一体两翼”向“三驾齐驱”转型	6
盈利模式：中收发力推动收入结构不断优化	7
盈利与成长能力：营收利润增速从低位回升，ROE 下降趋势暂缓	9
资产质量：公司不良贷款率有回落迹象	11
盈利预测、估值与投资评级	13
盈利预测及假设	13
估值与投资评级	15
风险因素	17

表 目 录

表 1：公司主要业务比率预测	14
表 2：上市股份行规模与估值	16
表 3：上市股份行 2018 年年末资本与流动性监管指标	16
表 4：上市股份行 2018 年年末不良与拨备指标	17

图 目 录

图 1：公司组织架构图	3
图 2：公司零售贷款占比持续上升	4
图 3：公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款降至 92.4%，不良认定趋严	5
图 4：公司银行、零售银行和金融市场业务“三驾齐驱”	6
图 5：公司收入结构更加均衡	7
图 6：近两年贷款在利息收入中的占比有所回升	8
图 7：存款竞争激烈导致负债端压力持续上升	8
图 8：银行卡业务是公司中间业务的发力重点	9
图 9：IFRS9 实施导致投资收益收入占比进一步上升	9
图 10：公司营收与利润增速从低位回升	10
图 11：公司净息差与净利差触底反弹	10
图 12：公司非息收入占比呈上升趋势	10
图 13：净利率与资产周转率下降导致 ROE 重心下移	11
图 14：对公贷款不良率高位上行，零售贷款相对平稳（%）	12
图 15：批发零售和制造业不良率高位攀升（%）	12
图 16：正常贷款迁徙率高位企稳（%）	12

公司背景

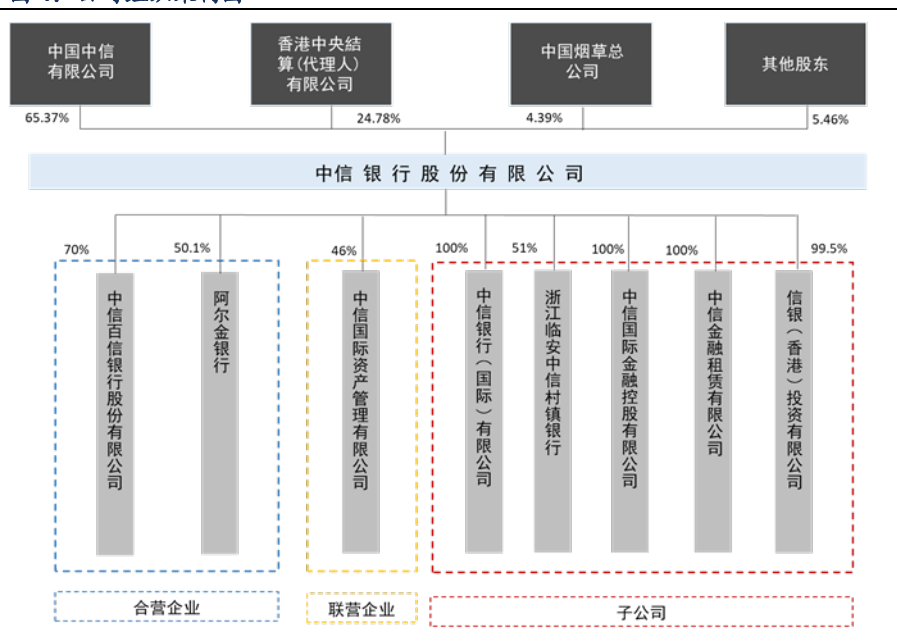
中信银行成立于 1987 年,是我国改革开放中最早成立的新兴商业银行之一,是我国最早参与国内外金融市场融资的商业银行。2007 年 4 月,公司实现在上海证券交易所和香港联合交易所 A+H 股同步上市。

公司以建设最佳综合金融服务企业为发展愿景,充分发挥中信集团金融与实业并举的独特竞争优势,全力打造综合化服务平台,向企业和机构客户提供公司银行业务、国际业务、金融市场业务、机构业务、投资银行业务、保理业务、托管业务等综合金融解决方案,向个人客户提供零售银行、信用卡、消费金融、财富管理、私人银行、出国金融等多元化金融产品及服务,全方位满足企业、机构及个人客户的综合金融服务需求。公司经营范围包括吸收公众存款;发放短期、中期和长期贷款;办理票据承兑和贴现;买卖政府债券、金融债券;从事同业拆借;买卖、代理买卖外汇;发行金融债券;代理发行、代理兑付、承销政府债券;提供信用证服务及担保;代理收付款项;结汇、售汇业务;代理开放式基金业务;开展证券投资基金、企业年金基金、保险资金、合格境外机构投资者托管业务等。

经过 30 余年的发展,公司已发展成为一家总资产规模超 6 万亿元、员工人数近 6 万名,具有强大综合实力和品牌竞争力的金融集团。2018 年,公司在英国《银行家》杂志“全球银行品牌 500 强排行榜”中排名第 24 位;公司一级资本在英国《银行家》杂志“世界 1000 家银行排名”中排名第 27 位;在 2018 年 5 月《福布斯》公布的“全球企业 2,000 强排名”中,公司位居第 85 位。

截至 2018 年末,持有公司 1%以上股份的股东有四家,分别为中国中信有限公司、香港中央结算(代理人)有限公司、中国烟草总公司和中国证券金融股份有限公司,持股比例分别为 65.37%、24.78%、4.39%和 2.28%。实际控制人为中国中信集团有限公司,其持股比例近三年没有变化。

公司在国内 146 个大中城市设有 1,410 家营业网点,同时下设 6 家附属机构,包括中信国际金融控股有限公司、信银(香港)投资有限公司、中信金融租赁有限公司、浙江临安中信村镇银行股份有限公司、中信百信银行股份有限公司和阿尔金银行。其中,中信国际金融控股有限公司子公司中信银行(国际)有限公司,在香港、澳门、纽约、洛杉矶、新加坡和中国内地设有 38 家营业网点。中信百信银行股份有限公司为公司与百度公司发起设立的国内首家具有独立法人资格的直销银行。阿尔金银行在哈萨克斯坦设有 6 家营业网点和 1 个私人银行中心。

图 1: 公司组织架构图


资料来源: 截至 2018 年 12 月 31 日, 公司公告, 信达证券研发中心

公司亮点

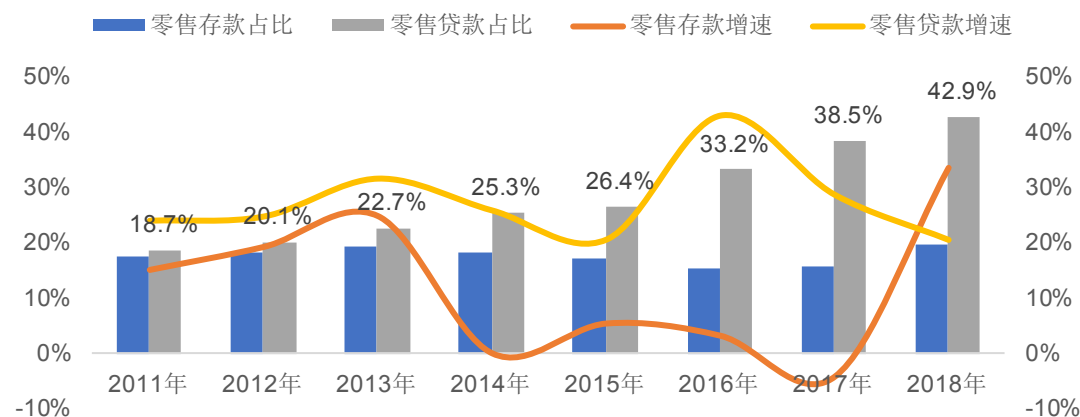
零售业务转型成效显著

公司通过坚持推进体系化建设、强化“以客为尊”的理念, 零售业务转型成效显著。2018 年母行零售客户超过 8,830 万户, 比 2017 年增长 22.65%, 其中信用卡带动借记卡客户新增 550 万户, 手机银行客户超过 3,600 万户, 2018 年增加超过 900 万户, 交易额同比增长 48.6%。零售资产管理规模超过 1.8 万亿元, 比 2017 年增长 2,985 亿元, 同比增速接近 20%。信用卡交易量超 2 万亿元, 跨行交易市场份额接近 7%。

公司零售贷款占比持续创新高。2018 年公司零售存款 7,125 亿元, 比 2017 年增长 1,791 亿元, 同比增幅 33.57%, 均创历史最高。信贷资源继续向零售业务倾斜, 2018 年零售贷款增长 2,529 亿元, 占全部新增贷款的 61%; 零售贷款余额 1.48 万亿元, 占比达 42.9%, 继续创新高, 比 2017 年末提升 4.3 个百分点。

公司零售盈利贡献度进一步提升。2018 年母行零售银行业务实现营业净收入 549.49 亿元，比上年增长 5.14%，占营业净收入的比重为 35.24%。2018 年零售银行非利息净收入 366.15 亿元，比 2017 年增长 9.14%，占非利息净收入的 63.53%，较 2017 年提升 0.86 个百分点，其中信用卡非利息净收入 308.15 亿元、占非息净收入的 53.46%，银行卡及支付结算中间业务收入 10.60 亿元，比上年增长 3.11 亿元，同比增长 41.45%。

图 2：公司零售贷款占比持续上升



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

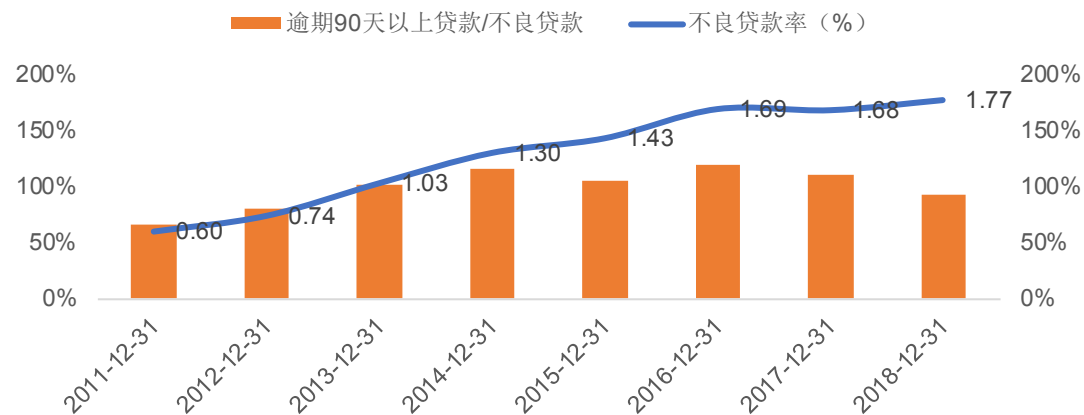
资产质量基础进一步夯实

不良认定更严格、经济下行和去杠杆导致公司不良双升。公司 2018 年不良贷款余额与不良贷款率均有所上升，不良贷款余额从 2017 年的 536.48 亿元增加至 640.28 亿元，不良率从 2017 年的 1.68% 上升至 1.77%。不良双升的主要原因包括：一是公司的不良认定标准更加严格，对于逾期 90 天以上的贷款全部纳入不良，2018 年公司逾期 90 天以上贷款占比为 1.60%，较 2017 年下降 24 个 BP，逾期 90 天以上贷款/不良贷款的比值从 2017 年的 109.24% 下降 16.97 个百分点至 92.41%；二是经济下行压力凸显，2018 年名义 GDP 从 2017 年的 10.9% 下降至 9.7%，中小企业和民营企业经营压力增大；三是由于持续去杠杆，部分负债率较高的企业资金压力较大。

在努力控制新增不良的同时，公司持续投入资源消化存量不良资产。2018 年进一步加大了不良贷款处置力度，通过核销和清收等手段，消化不良贷款本金 733.24 亿元。2018 年核销不良贷款 469.38 亿元，计提贷款损失准备金 477.53 亿元，2016-2018 年累计拨备计提 1,436.38 亿元，在股份行中排名前列，这些应对措施虽然在短期内对资产质量数据形成了一定压力，但从长远看有利于夯实公司持续发展的基础。

公司零售转型的发展战略对不良率稳定有很大作用。2018 年公司零售贷款占比进一步提升，同时零售信贷不良率（不含信用卡贷款）为 0.64%，比 2017 年末下降 0.17 个百分点，对公司资产质量保持相对平稳形成了一定支撑。

图 3：公司逾期 90 天以上贷款/不良贷款降至 92.4%，不良认定趋严



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

科技创新导向，实现跨越发展

信息技术与金融业务加速融合，公司积极抢滩金融科技。公司与领先的互联网企业和金融科技企业深入合作，加强大数据、人工智能等技术在智能客服、智能风控、智能产品合作等领域的应用。公司加快互联网渗透速度，广泛利用微信、手机 APP 等平台为客户提供方便快捷的金融服务，新媒体平台粉丝规模突破 8,000 万，信用卡 APP 动卡空间月活用户超过 850 万，超过了部分大型银行。2018 年，公司推出“中信大脑”，目前初步具备为零售、对公、托管、合规等多领域提供智能化服务的能力。公司加强金融服务移动化和场景化，积极尝试技术服务输出，推进金融开放共享生态下 IT 合作。

“百信模式”正成为互联网银行创新发展新模式。2017 年 11 月，公司与百度联合发起设立中信百信银行，中信百信银行成为首家获得国家高新技术企业认定的国有控股银行。作为国内首家独立法人制直销银行，聚焦传统银行服务相对薄弱的领域，主要通过线上、线下场景批量智能获客，重点开展支付、融资、理财等小额高频业务，已基本形成与母行错位经营商业模式。截止 2018 年年末，中信百信银行用户规模已突破 1,200 万，资产规模超 350 亿元，累计为 400 多万个人用户和 58 万小微企业主在线发放普惠贷款近 800 亿元，拨备覆盖率超过 300%。2018 年，公司和百度公司共同向中信百信银行增资 20 亿元，补充股本支持其快速发展。

公司分析

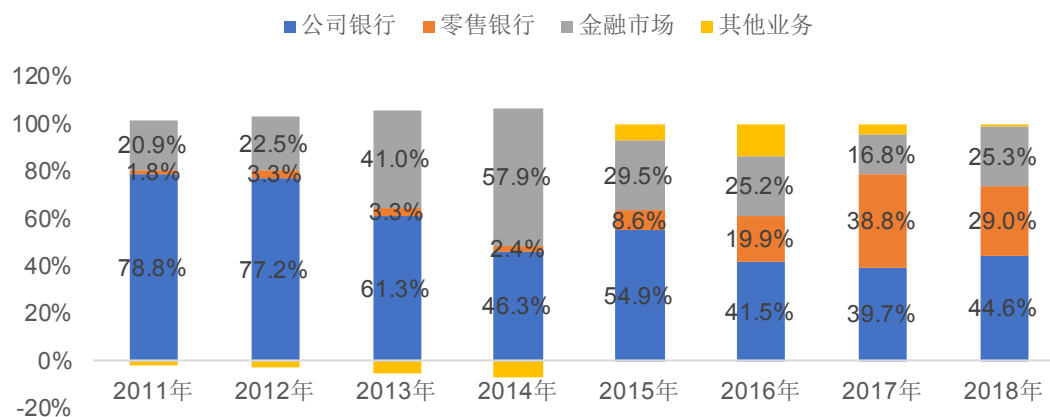
发展战略：“一体两翼”向“三驾齐驱”转型

为了应对经济转型，实现高质量可持续发展，近几年公司发展战略经历了从“一体两翼”向“三驾齐驱”转型。2015年3月，公司制定并实施《中信银行2015-2017年战略规划》，坚持以公司银行为主体、零售银行和金融市场为两翼的“一体两翼”业务定位。其策略是以公司银行为转型支撑点，依托传统业务优势，重点构建“大资管+大交易”双轮驱动的产品服务体系，进一步巩固市场地位；以零售银行为转型突破口，搭建大零售综合营销体系，持续夯实业务产品、队伍和流程，提升个人客户综合服务能力；以金融市场为新兴增长点，搭建覆盖货币市场、资本市场、国际金融市场的产品和服务体系。

在三年计划结束的2017年，公司制定了《2018-2020年公司业务转型实施方案》，从以公司银行为主体、零售银行和金融市场为两翼的业务结构逐步向“三驾齐驱”的方向发展。公司银行为转型支撑点，依托传统业务优势，打造客户精准营销服务体系和特色化产品服务体系；公司业务争取实现做优结构、做强特色、做实基础。以零售银行为转型突破口，围绕个人客户全方位需求，提供大零售综合服务，打造良好客户服务体系；零售业务争取实现做大规模、做强服务、做佳体验。以金融市场为新兴增长点，搭建多层次金融市场产品体系，创新服务模式，持续提升多元化资产和负债经营能力；金融市场业务争取实现审时度势，抓趋势、抓机会，做活市场、做活客户、做强平台。

在“一体两翼”向“三驾齐驱”的战略转型过程中，公司盈利结构更加均衡。2018年公司银行、零售银行、金融市场税前利润占比分别为44.6%、29.0%和25.3%，后两者的份量逐渐加大。

图4：公司银行、零售银行和金融市场业务“三驾齐驱”

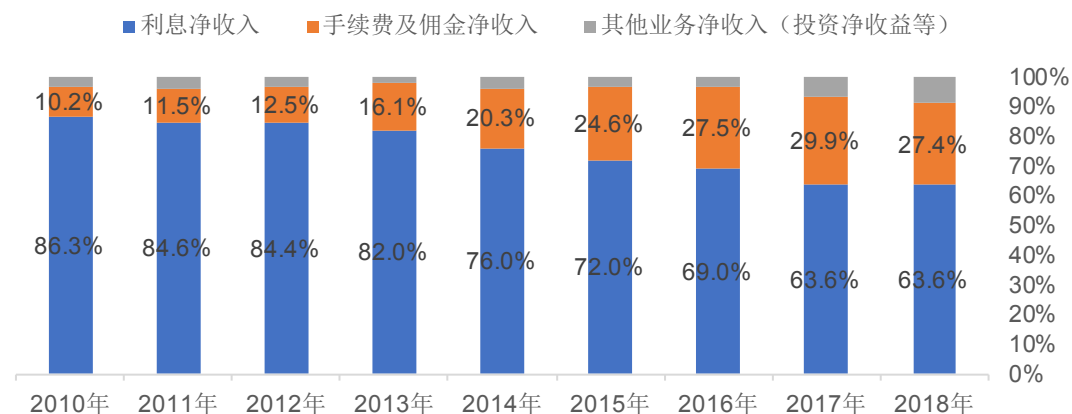


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

盈利模式：中收发力推动收入结构不断优化

中间业务发力，公司收入结构持续优化。商业银行属于典型的重资产行业，主要盈利模式是以低成本获取负债、高收益获取资产来赚得利差，通过服务赚取手续费及佣金收入是重要补充，近年来公司利息净收入在营收中的占比始终在 60% 以上。不过随着中国经济进入“新常态”，依靠存贷利差的盈利模式面临挑战，公司实施“轻资产、轻资本、轻成本”的三轻战略，中间业务逐渐发力，其收入占比从 2011 年的 11.5% 持续上涨至 2017 年的 29.9%，虽然 2018 年资管新规的实施对中收造成一定的负面影响，但占比仍高达 27.4%。相应地，利息净收入在营收中的占比趋势性下降，从 2011 年的 84.6% 降至 2018 年的 63.6%。

图 5：公司收入结构更加均衡



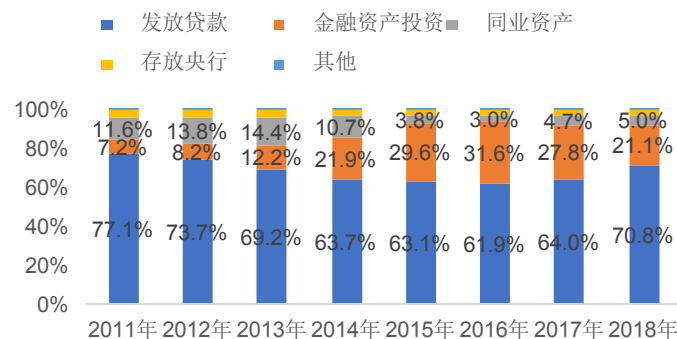
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

政策引导和需求回升导致贷款在利息收入中的占比有所回升。存贷款业务一直以来都是商业银行的本源业务，公司也不例外，在公司利息收入构成中，贷款利息收入占比维持在 60% 以上。由于宏观经济增速呈下降趋势，融资需求转弱，贷款利率下降而风险上升，2011-2016 年公司调低了贷款在总资产中的比重，增加了以应收款项类投资为代表的非标资产的配置，贷款利息收入占比从 77.1% 降至 61.9%，应收款项类资产大幅增长金融资产投资利息收入占比从 7.2% 升至 31.6%。2017-2018 年，随着供给侧改革的推进，企业经营状况改善，融资需求上升，加之政策积极引导金融企业回归本源，公司提升了贷款配置，贷款利息收入占比回升至 70.8%，非标资产大幅收缩导致金融资产投资利息收入占比 2016 年下降约 10 个百分点至 21.1%。

严监管导致存款流失压力暂时缓解，但公司负债端压力仍然较大。近几年 P2P、货币基金的兴起以及股市的阶段性表现使得商业银行存款流失严重，2012-2017 年公司存款在负债中的占比从 81.8% 降至 64.72%，公司通过同业负债和发行债券来支持资产端的扩张，负债端的成本率并未跟随资产端收益率下滑。虽然针对 P2P 违规等金融乱象的治理十分有效，商业银行存款

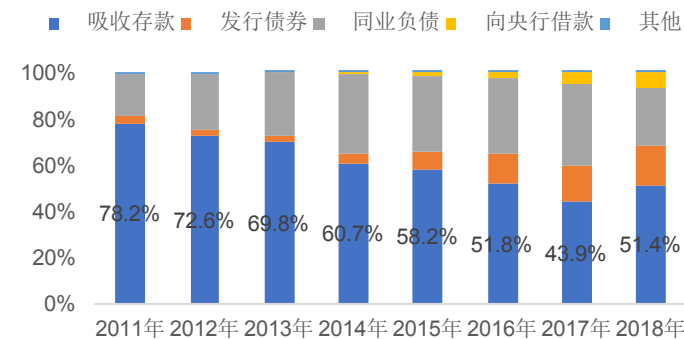
流失压力有所缓解，负债结构有所优化，但吸储的成本并未下降，因而公司总体负债成本仍在上升。2018年存款在公司负债中的占比较2017年略有上升，但由于存款付息率从2017年的1.51%上升至1.88%，公司有息负债付息率从2.31%升至2.43%。

图 6：近两年贷款在利息收入中的占比有所回升



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

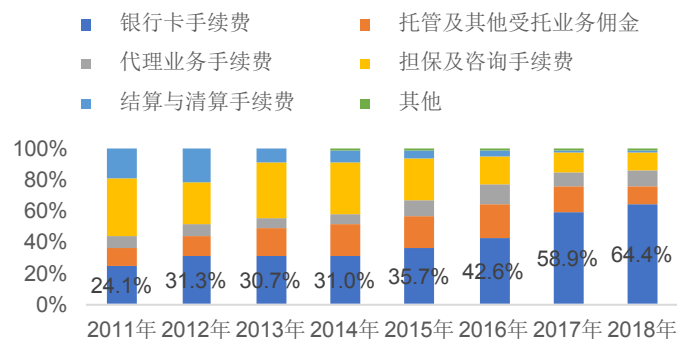
图 7：存款竞争激烈导致负债端压力持续上升



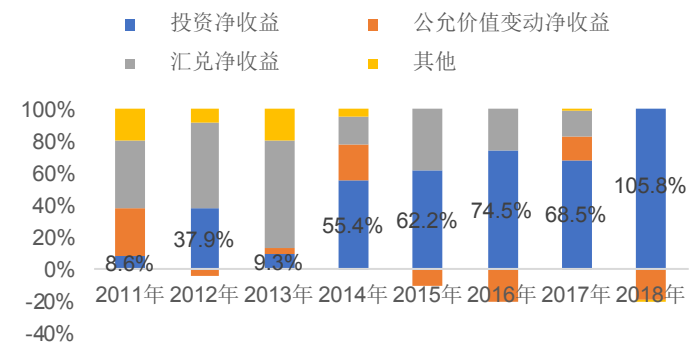
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

银行卡业务是公司中收业务发力的重点。近年来，公司加速推进金融科技创新在信用卡领域的应用，运用大数据技术搭建了相对完善的基础平台，满足了客户不同阶段金融服务需求，初步形成差异化的领先优势。经过持续多年的系统建设和资源投入，公司信用卡全流程业务体系和风控体系均已相对成熟。2018年末，公司信用卡累计发卡 6,705.7 万张，比 2017 年末增长 35.3%，其中 2018 年新增发卡 1,748.6 万张，同比增长 43.4%；公司信用卡贷款余额 4,420.5 亿元，比 2017 年末增长超过 32.6%；信用卡交易量达到 20,815.83 亿元，比 2017 年增长 39.5%，近三年年均复合增速达到 36.1%。2018 年银行卡手续费收入 326.6 亿元，较 2017 年增长 7.2%，近三年年均复合增速为 34.5%，在中收中的占比进一步提升至 64.4%。

IFRS9 实施导致投资收益占比大幅提升。2018 年公司实施 IFRS9 会计准则，金融投资类资产重新分类，由交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期金融资产和应收款项类资产转变为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVTOCI）和以摊余成本计量的金融资产（AC），除交易性金融资产全部转为 FVTPL 外，其他三类资产中均有部分被划分为 FVTPL，这部分资产收益计入投资净收益或公允价值变动，因而 2018 年金融资产投资收益（包括投资净收益和公允价值变动）较 2017 年增长 54.0%，其在营收中的占比从 2017 年的 5.4% 大幅上升至 7.9%，是营收中除利息净收入和手续费及佣金净收入的最主要组成部分。

图 8：银行卡业务是公司中间业务的发力重点


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 9：IFRS9 实施导致投资收益收入占比进一步上升


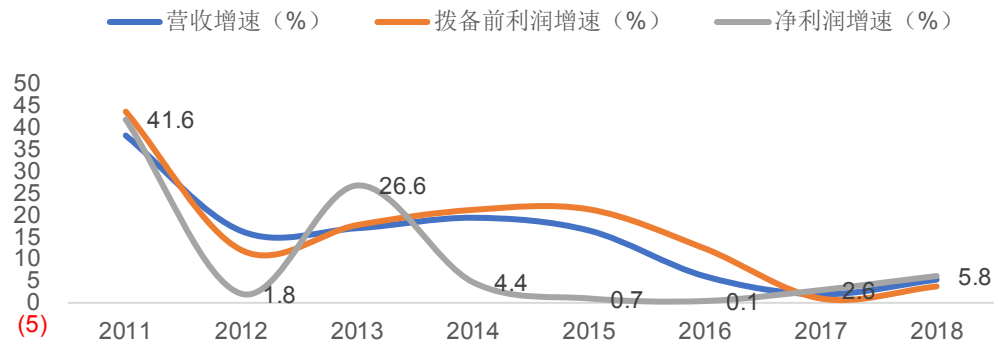
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

盈利与成长能力：营收利润增速从低位回升，ROE 下降趋势暂缓

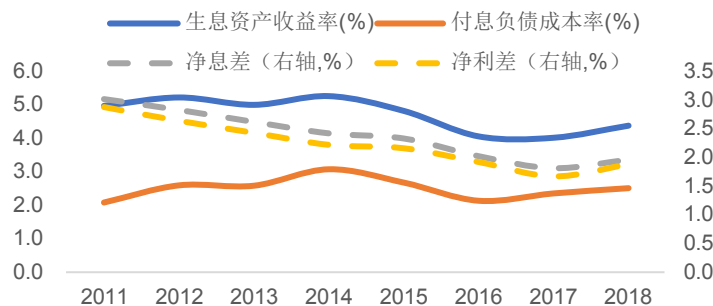
资产规模的再度扩张和净息差回升导致公司 2018 年营收和利润增速从低位回升。2018 年公司营收同比增长 5.2%，较 2017 年 1.9% 的增速有所回升，拨备前利润和净利润同比增速同样从 2017 年的低位回升。分解来看，主要原因有几个方面，一是在 2017 年主动降规模、调结构后，2018 年公司资产负债规模重回扩张路径，结构在继续优化，总资产同比增长 6.9%，其中贷款增长 13.2%；总负债同比增长 6.1%，其中存款增长 7.1%。

二是资产端和负债端收益率均上行，净息差从低位反弹。2018 年公司生息资产收益率从 2017 年的 4.0% 回升至 4.8%，其中贷款利率从 4.8% 升至 5.0%；付息负债成本率从 2017 年的 2.3% 升至 2.4%，其中存款利率从 1.5% 升至 1.9%。相应地，净息差从 2017 年的 1.8% 上升 15BP 至 1.9%。

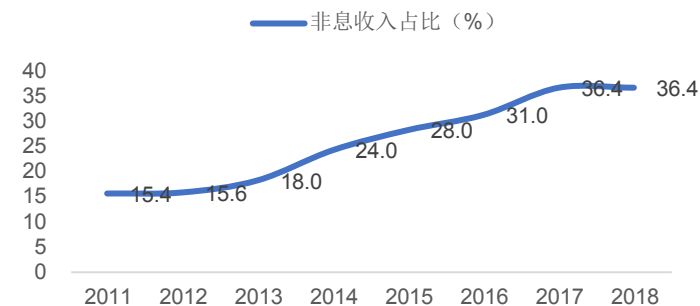
三是非息收入贡献并未下降。虽然资管新规导致银行理财规模收缩、手续费下降，但银行卡和金融资产投资净收益的增长抵消了前者的负面影响，2018 年公司非息收入占比与 2017 年基本持平。

图 10: 公司营收与利润增速从低位回升


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 11: 公司净息差与净利差触底反弹


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 12: 公司非息收入占比呈上升趋势


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

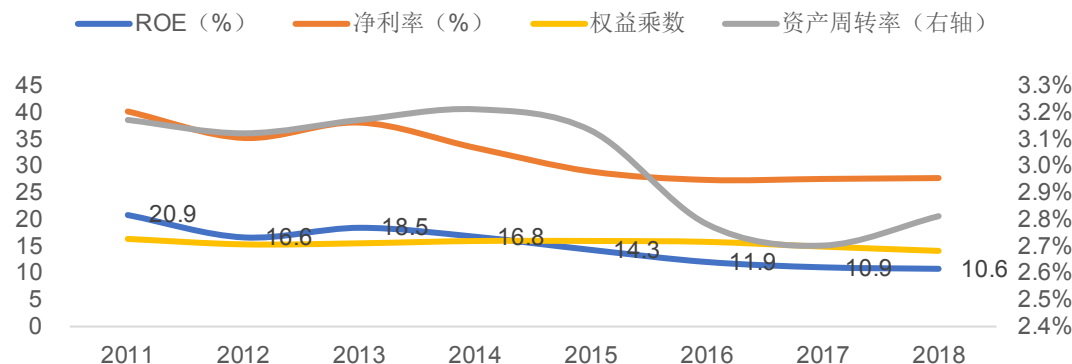
净利率和总资产周转率下滑导致 ROE 重心不断下移, 2018 年有企稳迹象。利率市场化持续推进导致公司净息差不断收窄, 公司试图通过轻资产化策略和零售转型策略消除这一影响, 但中收和零售业务的快速增长仍不足以抵消净息差下滑带来的净利率趋势性下降, 公司净息差从 2011 年的 3.0% 一路下滑至 2017 年的 1.8%, 同期销售净利率从 40.0% 下降至 27.4%, 年均下降 1.8 个百分点。

总资产周转率在 2016 年出现台阶式下行, 原因在于公司在不利的宏观环境下资产负债规模仍保持很高的增速、资产负债结构

不甚合理。2016年，宏观经济增速仍在下台阶、利率仍处于下行通道，公司通过发债、向央行借款、吸储等手段维持负债的高速增长，2016年加权平均总负债较2015年增长19.3%，增速高于之前几年。在负债的支撑下，资产端得以高速扩张，2016年加权平均总负债较2015年增长19.4%，增速较前几年也有所加快，但贷款和应收款项类投资等高收益资产占比下降。2018年公司资产周转率小幅回升至2.81%。

权益乘数呈小幅下降趋势，未来持稳的可能性较大。2011-2018年公司权益乘数从16.5倍下降至14.0倍，既有监管要求金融去杠杆的因素，也有公司主动根据市场环境调整的原因，随着监管政策的变化与公司资产负债结构的优化，公司权益乘数继续下降的空间有限，平稳的可能性较大。

图 13：净利率与资产周转率下降导致 ROE 重心下移



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

资产质量：公司不良贷款率有回落迹象

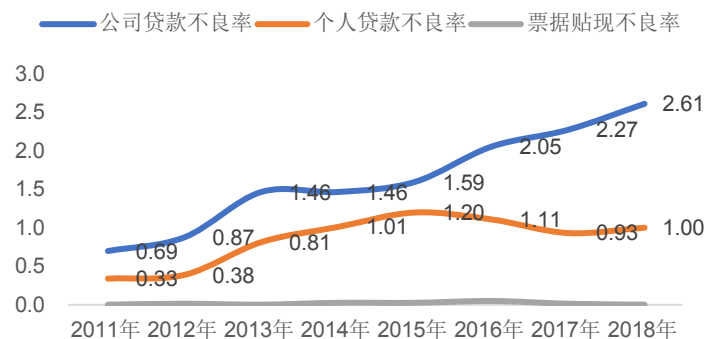
在采取更加严格的认定标准后，公司不良贷款率有所反弹，但目前有企稳回落迹象。资产质量与宏观环境关联度高，2011-2017年，公司不良贷款率从0.6%上升至1.7%。2018年公司主动将逾期90天以上贷款全部纳入不良贷款范畴，导致不良贷款率较2017年上升9BP，从逾期角度看，2018年公司资产质量是好转的。一方面，表现出公司不良贷款暴露的真实性提高，另一方面则意味着存量不良贷款包袱大力化解而新增资产质量较好。2019年一季度显示，公司不良贷款率下降5BP至1.72%。

零售贷款不良率低且稳定，体现了向零售转型的意义。与对公贷款相比，零售贷款单笔额度较小，规模效应不突出，似乎性价比不高，但零售贷款不良率显著低于对公贷款，且具有抗周期的特点，经风险调整后的收益高于对公贷款。近几年公司对公贷款不良率呈上升趋势，从2011年的0.7%上升至2018年的2.6%，零售贷款的不良率在2015年达到1.2%的峰值后开始

回落，2018 年为 1.0%。

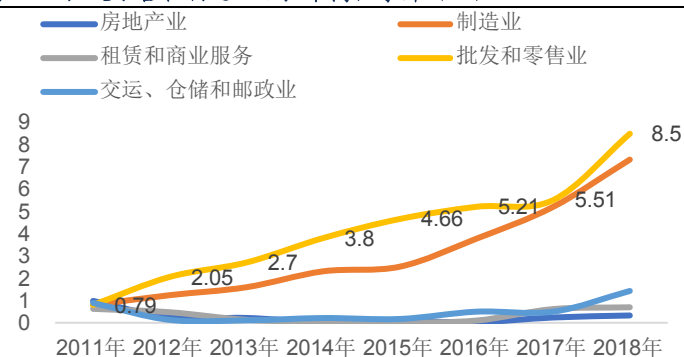
对公贷款的重点行业不良率仍在上升。公司 2018 年贷款中，房地产、制造业、租赁和商业服务、批发和零售业以及交运、仓储和邮政业的贷款余额占比分别为 9.0%、8.5%、8.2%、4.4%和 4.4%，合计占对公贷款余额的 67.0%。这几大行业的不良贷款率均延续上升趋势，尤其是制造业、批发和零售业高位攀升，2018 年这两大行业的不良率均超过 7.3%，不良余额占对公贷款余额的比重达到 70.2%。

图 14: 对公贷款不良率高位上行，零售贷款相对平稳 (%)



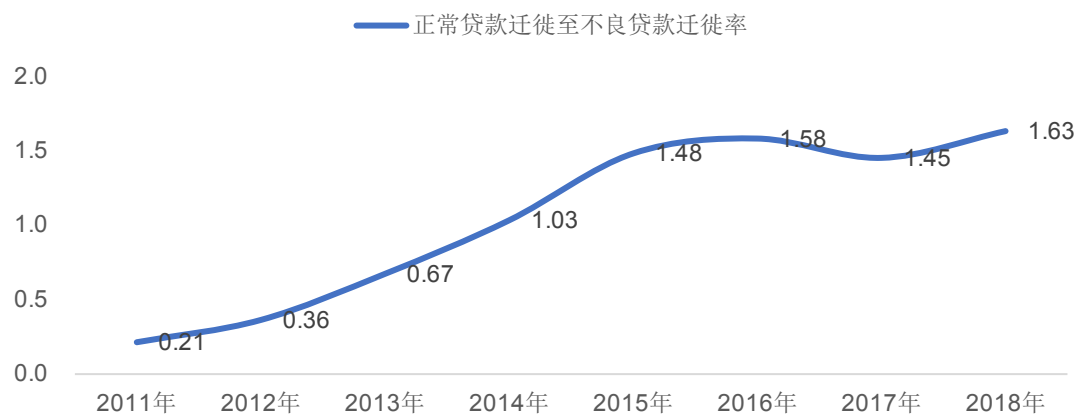
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 15: 批发零售和制造业不良率高位攀升 (%)



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 16: 正常贷款迁徙率高位企稳 (%)



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

按照是否占用银行自有资金可将收入划分为利息与投资收入、中间业务收入，前者包括贷款业务收入、存放中央银行业务收入、同业业务收入、金融投资业务收入和其他收入；后者则主要为手续费和佣金收入。

贷款业务：监管引导下贷款占比将继续提升

贷款业务的规模主要受当年存款、投放意愿和监管政策的影响。公司近年来存款增速呈下滑趋势，这主要是因为互联网金融的渗透率快速提升，以及银行业竞争加剧所致。考虑到竞争已经较为充分，加之公司发展战略中对公客户的优势，公司 2019 年存款增速将与 2018 年相当，未来存款增速或将小幅下降。2015 年存贷比监管指标放开后，银行贷款业务发展获得发展空间。中信银行近年来存贷比快速上升，2018 年达到 96.33%。考虑到监管要求和中信银行在贷款客户方面的优势，预计未来几年存贷比在 2018 年基础上小幅上升。

我们预计 2019 年贷款收益率将小幅下降，随后将有所回升。2018 年中期以来，货币政策出现边际宽松，目前宽货币正在向宽信用传导，预计公司 2019 年贷款利率将下降 20BP，随着经济触底回升和宏观杠杆率的抬升，货币政策可能再度微调，因而我们预计 2020、2021 年贷款利率将从低位小幅回升。

同业业务：严监管下占比将维持在低位

广义的同业资产包括存放同业、拆出资金、买入返售资产，同业资产的规模主要取决于流动性。自 2017 年 3 月以来，银监会针对行业内乱象发文治理，直指银行同业业务，同业业务发展受到严格监管，同业资产负债规模大幅压缩。

近年来中信银行同业资产占总资产比重相对较低，整体比重下降较快。公司同业资产中以拆出资金为主，而存放同业款项、买入返售等资产受行业环境和监管因素影响下降较快。考虑到公司当前同业资产占资产比重已经相对较低，我们认为同业资产占总资产的比重下调空间较小，严监管下，占资产比重将维持在低位，公司 2019-2021 年广义同业资产/总资产比重将维持在 4.7%左右。

虽然监管层提出要控制好货币政策的总闸门，货币政策将出现微调，但总体上仍会较为宽松，预计 2019 年银行间流动性相对充裕，同业资产/负债利率处于低位。随着资本市场不断放开，资金来源渠道拓宽，同业业务的收益率难以长时间维持在高位。

金融资产投资业务：占比将从低位小幅回升

按照新会计准则，金融资产投资主要包括以公允价值计量且其变动计入当期收益的金融资产、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产和以摊余成本计价的金融资产，2018 年中信银行金融资产投资占总资产的比重为 26.4%。在去杠杆、

资管新规等监管政策引导下，金融资产投资（按照旧会计准则，包括交易性金融、可供出售金融资产、持有至到期金融资产和应收款项类投资资产）在总资产中的占比在 2015 年达到 33.0% 的峰值后开始下降，2018 年 2 季度末降至 25.1%。4 季度政策修正导致债券投资规模出现较大的幅度的增长，带动金融资产投资占比回升至 26.4%。我们预计，在资管新规和货币政策微调下，2019 年金融资产投资占比将从低位小幅回升。

中间业务：理财及信用卡业务发力

与国有银行和农商行相比，股份制银行在存贷业务上不占优势，因而大多选在中间业务上发力。2011-2017 年，中信银行中间业务发展迅速，手续费及佣金收入年均增速达到 32.7%，其中银行卡业务手续费收入增速更是高达 54.0%；中间业务收入在营收中的占比从 11.48% 快速提升至 29.9%，每年提高 3.07 个百分点。受资管新规影响，2018 银行理财产品手续费收入受到较大冲击，叠加信用卡手续费增速放缓，中间业务手续费及佣金净收入较 2017 年小幅下降，在营收中的占比下降至 27.4%。我们预计，随着资管新规负面冲击逐渐减弱，理财业务逐渐走上正轨，2019 年中间业务收入占比将回升。

表 1：公司主要业务比率预测

主要财务比率	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力							
净利息收入增	10.23%	1.63%	-6.12%	5.15%	0.73%	8.56%	3.83%
净手续费收入	40.93%	18.52%	10.83%	-3.65%	12.37%	8.24%	5.00%
发放贷款及垫	15.54%	13.54%	10.83%	13.19%	12.00%	6.00%	5.00%
吸收存款增速	11.69%	14.34%	-6.37%	7.10%	6.00%	5.00%	4.00%
拨备前利润增	21.44%	12.49%	1.09%	4.16%	9.79%	8.33%	5.59%
净利润增速	0.69%	0.11%	2.61%	5.83%	8.07%	10.95%	5.31%
盈利能力							
ROE	14.22%	11.87%	10.76%	10.49%	10.48%	10.87%	10.70%
ROA	0.90%	0.76%	0.74%	0.77%	0.78%	0.81%	0.80%
生息率	5.42%	4.79%	4.00%	3.98%	4.80%	4.17%	4.43%
付息率	3.11%	2.62%	2.13%	2.31%	2.43%	2.42%	2.66%
净息差	2.85%	2.87%	2.47%	2.07%	2.26%	2.34%	2.37%
净利差	2.17%	1.87%	1.67%	2.36%	1.75%	1.77%	1.73%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

利润预测

综合以上各项业务预测，我们预计中信银行在 2019 年-2021 年分别实现营业收入 1,780.71 亿元、1,928.99 元和 2,020.79 亿元；归母净利润分别为 481.04 亿元、533.71 亿元和 562.05 亿元，对应摊薄每股收益分别为 1.00 元、1.11 元和 1.17 元。

监管指标：均满足监管要求

从资产质量来看，由于宏观经济增速放缓、不良贷款认定标准更为严格，公司 2018 年不良贷款比率从 2017 年的 1.68% 上升至 1.77%。2019 年一季度，随着贷款投入力度加大，企业融资环境改善，虽然不良贷款余额增加 1.97 亿元，但不良贷款率下降 5BP 至 1.72%。由于融资条件改善，实体经济信用环境将有一定程度的改善，2019 年不良贷款率较 2018 年将有所下降，但随着信用环境向中性回归，不良率仍有反弹的可能。我们预计，2019-2020 年公司不良率贷款为 1.75% 和 1.80%。在不良贷款偏离度基本消除后，公司在贷款上的拨备计提压力有所减轻，在公司不改变拨备计提政策的前提下，我们预计公司 2019 年拨备覆盖率为 161.94%。如果《商业银行金融资产风险分类暂行办法》实施，针对金融投资类资产的拨备将会显著增加，进而提高整体信用成本。

从公司资本状况来看，截至 2018 年 12 月 31 日，公司合并报表口径下核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为 8.62%、9.43%、12.47%。随着 400 亿元可转债的发行，2019 年一季度各级资本充足率略有提升。公司提出，2018 年至 2020 年最低资本充足率目标为：根据银监会《商业银行资本管理办法（试行）》的规定，非系统重要性银行至少需满足核心一级资本充足率 7.5%、一级资本充足率 8.5%、总资本充足率 10.5% 的最低要求。公司设定的资本管理目标需至少确保满足此要求。我们预计，在净利润增长和不断发行债券的共同作用下，公司各级资本充足率能够满足监管要求，2019-2021 年的资本充足率分别为 12.71%、12.70% 和 12.91%。

估值与投资评级

市值方面，公司市值在八家上市股份制银行中位列第四，总市值达到 2,872 亿元，仅落后于招行、兴业和浦发。估值方面，公司预测市盈率（2019）和市净率（LF）分别为 5.86 和 0.69，在上市银行中处于较低水平，与其它几家上市股份行相比处于中等水平，市盈率和市净率分别位列第 3 位和第 6 位。

资产规模方面，公司作为股份制银行无法与国有大行相比，但远高于城商行和农商行。公司总资产和净资产在 2018 年年底分别达到 60,667.14 亿元和 4,530.86 亿元，在上市股份行中均排第四，与招行差距并不大。

盈利能力方面，股份行整体 ROE 不及国有银行、城商行，但高于农商行，国有银行和农商行在存贷款业务方面优势明显，城商行在金融市场业务方面发力较多，股份行创新意愿较强，在信用卡、资管等中间业务上具备优势。除招行非常突出外，2018 年股份行的 ROE 差别并不大，公司以 10.65% 居于末位。

成长能力方面，由于经营风格较为稳健，公司营业收入和净利润同比增速在股份行中并不突出，在行业内较为靠后，与国有大行相当。2018年公司营业收入同比增速为5.20%，在上市股份行中仅高于浦发银行；净利润同比增速为5.83%，在上市股份行中位居第五位。

尽管公司盈利能力和成长能力在股份行中并不突出，但公司经营较为稳健，资本充足率、杠杆率、流动性覆盖率等各项监管指标均达标，不良贷款的认定标准较为严格且拨备计提较为充足，公司相对估值水平不高，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：上市股份行规模与估值

名称	总市值（亿元）	预测市盈率（2019）	市净率（LF）	总资产（亿元）	净资产（亿元）	ROE（平均，%）	营收同比增速（%）	净利润同比增速（%）
中信银行	2,872.47	5.86	0.69	60,667.14	4,530.86	10.65	5.20	5.83
光大银行	2,041.83	5.59	0.69	43,573.32	3,224.73	10.75	20.03	6.67
民生银行	2,688.24	5.06	0.63	59,948.22	4,310.01	12.60	8.66	-1.16
华夏银行	1,158.66	5.37	0.60	26,805.80	2,187.15	10.83	8.80	5.28
浦发银行	3,293.30	5.67	0.72	62,896.06	4,783.80	12.47	1.73	2.75
兴业银行	3,762.21	5.67	0.82	67,116.57	4,725.84	13.73	13.08	6.08
招商银行	8,519.26	9.37	1.60	67,457.29	5,436.05	15.79	12.52	14.41
平安银行	2,123.98	7.74	0.93	34,185.92	2,400.42	10.74	10.33	7.02

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

注：总市值、市盈率和市净率均以2019年5月27日收盘价为准；中信银行预测市盈率（2019）采用我们的预测，其他采用wind一致预期；营业收入同比增速、净利润同比增速、总资产同比增速及净资产同比增速为2018年年度数据。

表 3：上市股份行 2018 年年末资本与流动性监管指标

名称	核心一级资本充足率（%）	一级资本充足率（%）	资本充足率（%）	杠杆率（%）	流动性覆盖率（%）
中信银行	8.62	9.43	12.47	6.37	114.33
光大银行	9.15	10.09	13.01	6.29	118.15
民生银行	8.93	9.16	11.75	6.04	121.13
华夏银行	9.47	10.43	13.19	7.06	107.14
浦发银行	10.09	10.79	13.67	6.68	123.24
兴业银行	9.30	9.85	12.20	6.12	142.07
招商银行	11.78	12.62	15.68	6.61	144.41
平安银行	8.54	9.39	11.50	5.75	139.17

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

表 4：上市股份行 2018 年年末不良与拨备指标

名称	不良贷款率 (%)	逾期90天以上 贷款/不良贷款	拨备覆盖率 (%)	拨贷比 (%)
中信银行	1.77	0.92	157.98	2.80
光大银行	1.59	0.84	176.16	2.80
民生银行	1.76	0.97	134.05	2.36
华夏银行	1.85	1.47	158.59	2.93
浦发银行	1.92	0.85	154.88	2.97
兴业银行	1.57	0.79	207.28	3.26
招商银行	1.36	0.79	358.18	4.88
平安银行	1.75	0.97	155.24	2.71

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

风险因素

- 1、宏观经济增速不达预期，影响资产质量；
- 2、成本上升过快，影响利润水平；
- 3、出台不利于行业发展的监管政策。

财务报表 (亿元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表					
营业收入	1,567	1,649	1,781	1,929	2,021
利息收入	2,208	2,338	2,436	2,770	3,026
利息支出	1,211	1,290	1,380	1,624	1,837
净利息收入	996	1,048	1,055	1,146	1,190
净手续费收入	469	451	507	549	577
其他经营净收益	102	149	218	234	255
营业支出	1,043	1,103	1,190	1,274	1,331
营业税金及附加	17	17	20	21	22
业务及管理费	469	504	525	569	586
资产减值损失	558	582	645	683	723
营业外净收入	-1	-2	0	0	1
拨备前利润	1,081	1,126	1,236	1,339	1,414
利润总额	523	543	591	655	690
所得税	94	90	100	111	117
净利润	429	454	490	544	573
归属于母公司净利润	426	445	481	534	562
资产负债表					
总资产	56,777	60,667	65,083	69,563	73,655
现金及存放央行	5,683	5,387	4,836	5,078	5,281
同业资产	2,964	2,753	2,675	2,843	3,140
贷款总额	31,060	35,157	39,375	41,738	43,825
贷款减值准备	381	1,283	1,429	1,515	0
贷款净值	30,679	33,873	37,946	40,223	43,825
金融投资类资产	14,453	16,002	16,791	18,434	19,887
买入返售类资产	546	108	116	124	131
其他资产	2,071	1,261	1,290	1,347	1,391
总负债	52,653	56,136	60,258	64,374	68,137
向央行借款	2,376	2,864	3,555	3,734	3,952
同业负债	8,756	8,976	9,581	10,944	12,197
存款总额	34,076	36,496	38,686	40,620	42,245
应付债券	4,412	5,525	6,077	6,563	7,089
其他负债	3,032	2,275	2,359	2,513	2,655
股东权益	4,124	4,531	4,825	5,189	5,518
归属于母公司股东权益	3,996	4,367	4,650	5,001	5,318

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
净利息收入增速	-6.1%	5.1%	0.7%	8.6%	3.8%
净手续费收入增速	10.8%	-3.6%	12.4%	8.2%	5.0%
发放贷款及垫款增速	10.8%	13.2%	12.0%	6.0%	5.0%
吸收存款增速	-6.4%	7.1%	6.0%	5.0%	4.0%
拨备前利润增速	1.1%	4.2%	9.8%	8.3%	5.6%
净利润增速	2.6%	5.8%	8.1%	10.9%	5.3%
盈利能力					
ROE	10.8%	10.5%	10.5%	10.9%	10.7%
ROA	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
生息率	4.0%	4.0%	4.8%	4.2%	4.4%
付息率	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%	2.7%
净息差	2.5%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%
净利差	1.7%	2.4%	1.8%	1.8%	1.7%
资产质量					
不良贷款率	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%
拨备覆盖率	169.4%	158.0%	161.9%	157.4%	177.1%
拨贷比	0	0	0	0	0
资本状况					
资本充足率	11.6%	12.5%	12.7%	12.7%	12.9%
核心资本充足率	9.1%	8.6%	8.5%	8.6%	8.6%
存贷比	91.1%	96.3%	101.8%	102.8%	103.7%
每股指标					
每股拨备前利润 (元)	2.21	2.30	2.53	2.74	2.89
EPS (元)	0.88	0.93	1.00	1.11	1.17
BVPS (元)	8.17	8.92	9.50	10.22	10.87

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。11年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究支持。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。