



601998.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 5.55

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 手续费维持高增, 零售转型持续推进

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.9	(5.1)	(0.5)	(4.3)
相对上证指数	(20.9)	(4.0)	(4.6)	(16.3)

发行股数(百万)	48,935
流通股(%)	96
总市值(人民币 百万)	259,670
3个月日均交易额(人民币 百万)	118
资本充足率(%) (2018)	8.58
主要股东(%)	

中国中信 65

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年8月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

\*熊颖、林颖为本报告重要贡献者

# 中信银行

## 手续费维持高增, 零售转型持续推进

随着结构调整的逐步到位, 中信银行资产规模步入稳步扩张阶段。公司近年来着力推进零售业务转型, 零售板块贡献度加大, 零售客户规模及资产管理规模不断增长, 同时公司加强对公、零售联动机制。考虑到公司估值低于行业平均, 安全边际高, 维持增持评级。

### 支撑评级的要点

- 业绩符合预期, 手续费增速保持靓丽

中信银行上半年净利润同比增 10.1%, 基本符合预期, 增速较 1 季度小幅提升 1.4 个百分点。公司营收上半年同比增 14.9%, 较 1 季度下行 4.6 个百分点, 主要源自去年同期投资收益基数的抬升, 净利息收入增速 14.8%, 与 1 季度 (+15.9%, YoY) 基本持平。公司上半年手续费收入同比增 29% (vs 1 季度 +47%, YoY), 绝对增速仍维持高位, 分项来看, 信用卡、托管和代理业务的增长迅猛, 同比增速分别达到 34%/45%/37%, 反映了公司在信用卡和财富管理上的持续发力, 零售转型的成效逐步体现。

- 息差稳中向好, 信贷结构持续向零售倾斜

中信银行上半年净息差为 1.96%, 我们按期初期末口径测算公司 2 季度单季净息差为 1.89%, 环比改善 3BP, 不过需要注意的是, 公司上半年存款成本持续抬升, 19 年上半年较 18 年提升 18BP 至 2.06%, 我们认为与 19 年零售定期存款的快增有关, 较年初增幅达到 23%。不过由于同业负债成本的下行, 导致公司上半年整体付息负债成本较 18 年下降 2BP 至 2.46%, 推动息差改善。中信银行 2 季度贷款环比增长 3%, 增速保持稳健, 结构上持续向零售倾斜, 从今年上半年来看, 零售贷款较年初增长 11%, 占新增贷款比重近 70%, 对公贷款环比年初增长 3%。

- 不良率环比持续, 核销力度加大导致拨备小幅下行

中信银行 2 季度末不良率 1.72%, 环比 1 季度持平, 我们测算公司 2 季度单季年化不良生成率为 1.78%, 环比提升 54BP, 但同比改善 200BP。从前瞻指标来看, 关注率较 18 年末下降 4BP 至 2.32%, 逾期 90 天以上贷款与不良贷款比率较 18 年末收窄 4 个百分点至 89%, 不良认定进一步趋严。公司 2 季度核销力度进一步加大, 受此影响拨备水平略有下行, 拨备覆盖率和拨贷比环比分别下降 5pct/7BP 至 165%/2.85%, 未来仍有改善空间。

### 估值

- 我们维持中信银行 2019/2020 年 EPS 预测为 0.99/1.08 元, 对应增速为 9.3%/8.8%, 目前股价对应 2019/2020 年市净率为 0.62/0.57x。

### 评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	156,708	164,854	191,265	204,906	219,096
变动 (%)	1.9	5.2	16.0	7.1	6.9
净利润	42,566	44,513	48,641	52,910	57,427
变动 (%)	2.3	4.6	9.3	8.8	8.5
净资产收益率 (%)	12.0	11.6	11.6	11.6	11.5
每股收益	0.87	0.91	0.99	1.08	1.17
市盈率 (倍)	6.38	6.10	5.58	5.13	4.73
市净率 (倍)	0.74	0.68	0.62	0.57	0.52

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 2019 年半年报业绩摘要 (百万)

主要会计数据	本报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减(%)
利息收入	126,427	112,379	12.5
利息支出	(69,265)	(62,571)	10.7
净利息收入	57,162	49,808	14.8
手续费及佣金收入	31,193	24,279	28.5
手续费及佣金支出	(2,901)	(2,417)	20.0
净手续费及佣金收入	28,292	21,862	29.4
主营业务净收入	85,454	71,670	19.2
其他营业净收入	7,462	9,382	(20.5)
营业收入	93,150	81,052	14.9
业务及营业费用	(23,634)	(21,612)	9.4
营业税金及附加	(899)	(872)	3.1
营业利润	68,383	58,568	16.8
营业外收支净额	15	35	(57.1)
拨备前利润	68,398	58,603	16.7
资产减值准备	(33,956)	(26,161)	29.8
税前净利润	34,442	32,442	6.2
所得税	(5,605)	(6,267)	(10.6)
归母净利润	28,307	25,721	10.1

资料来源：公司公告，中银国际证券

## 事项

中信银行公布 2019 年半年报，2019 年上半年净利润同比+10.05%。总资产 6.4 万亿元 (+10.2%，YoY/+2.52%,QoQ)。其中贷款+13.6%YoY/+3.03QoQ；存款+12.4%/+5.58QoQ。营业收入同比+14.9%，净息差 1.96% (+7bps, YoY)，利息净收入同比+14.8%，手续费净收入同比+29.4%。成本收入比 25.4% (-129bp, YoY)。不良贷款率 1.72% (0 bp, QoQ)。拨备覆盖率 165.2% (-4.72pct, QoQ)，拨贷比 2.85%。公司年化 ROA 0.93% (+1bp, YoY)；年化 ROE 13.73% (-0.23pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 8.58%，资本充足率 12.27%。

## 业绩符合预期，手续费增速保持靓丽

中信银行上半年净利润同比增 10.1%，基本符合预期，增速较 1 季度小幅提升 1.4 个百分点。公司营收上半年同比增 14.9%，较 1 季度下行 4.6 个百分点，主要源自去年同期投资收益基数的抬升，净利息收入增速 14.8%，与 1 季度 (+15.9%，YoY) 基本持平。公司上半年手续费收入同比增 29% (vs1 季度+47%，YoY)，绝对增速仍维持高位，分项来看，信用卡、托管和代理业务的增长迅猛，同比增速分别达到 34%/45%/37%，反映了公司在信用卡和财富管理上的持续发力，零售转型的成效逐步体现。

## 息差稳中向好，信贷结构持续向零售倾斜

中信银行上半年净息差为 1.96%，我们按期初期末口径测算公司 2 季度单季净息差为 1.89%，环比改善 3BP，不过需要注意的是，公司上半年存款成本持续抬升，19 年上半年较 18 年提升 18BP 至 2.06%，我们认为与 19 年零售定期存款的快增有关，较年初增幅达到 23%。不过由于同业负债成本的下行，导致公司上半年整体付息负债成本较 18 年下降 2BP 至 2.46%，推动息差改善。中信银行 2 季度贷款环比增长 3%，增速保持稳健，结构上持续向零售倾斜，从今年上半年来看，零售贷款较年初增长 11%，占新增贷款比重近 70%，对公贷款环比年初增长 3%。



### 不良率环比持续，核销力度加大导致拨备小幅下行

中信银行2季度末不良率1.72%，环比1季度持平，我们测算公司2季度单季年化不良生成率为1.78%，环比提升54BP，但同比改善200BP。从前瞻指标来看，关注率较18年末下降4BP至2.32%，逾期90天以上贷款与不良贷款比率较18年末收窄4个百分点至89%，不良认定进一步趋严。公司2季度核销力度进一步加大，受此影响拨备水平略有下行，拨备覆盖率和拨贷比环比分别下降5pct/7BP至165%/2.85%，未来仍有改善空间。

### 投资建议

随着结构调整的逐步到位，中信银行资产规模步入稳步扩张阶段。公司近年来着力推进零售业务转型，零售板块贡献度加大，零售客户规模及资产管理规模不断增长，同时公司加强对公、零售联动机制。公司2018年加大风险暴露和处置力度，一次性消化不良剪刀差，进一步夯实资产质量。我们维持中信银行2019/2020年EPS预测为0.99/1.08元，对应增速为9.3%/8.8%，目前股价对应2019/2020年市净率为0.62/0.57x。考虑到公司估值低于行业平均，安全边际高，维持**增持**评级。

### 风险提示

**经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。目前中美贸易拉锯，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。

**损益表(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.87	0.91	0.99	1.08	1.17
BVPS (摊薄/元)	7.45	8.21	8.95	9.76	10.64
每股股利	0.26	0.23	0.25	0.27	0.29
分红率(%)	30.01	25.28	25.00	25.00	25.00
<b>资产负债表 (Rmb bn)</b>					
贷款总额	3,197	3,617	4,087	4,577	5,127
证券投资	1,511	1,632	1,714	1,799	1,853
应收金融机构的款项	351	286	286	286	286
生息资产总额	5,536	5,973	6,535	7,111	7,717
资产合计	5,678	6,067	6,638	7,223	7,838
客户存款	3,408	3,650	3,905	4,100	4,305
计息负债总额	5,097	5,506	5,946	6,346	6,777
负债合计	5,265	5,614	6,148	6,691	7,262
股本	49	49	49	49	49
股东权益合计	400	437	473	513	556
<b>利润表 (Rmb bn)</b>					
净利息收入	99.65	104.77	117.64	128.35	139.45
净手续费及佣金收入	46.86	45.15	58.69	61.63	64.71
营业收入	156.71	164.85	191.27	204.91	219.10
营业税金及附加	(1.66)	(1.70)	(1.97)	(2.11)	(2.26)
拨备前利润	108.06	112.56	130.62	139.95	149.66
计提拨备	(55.79)	(58.23)	(71.26)	(75.38)	(79.57)
税前利润	52.28	54.33	59.36	64.57	70.09
净利润	42.57	44.51	48.64	52.91	57.43
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.68	1.77	1.70	1.65	1.60
NPLs	53.65	64.03	69.48	75.53	82.03
拨备覆盖率(%)	169	158	184	208	226
拨贷比(%)	2.85	2.80	3.13	3.43	3.61
一般准备/风险加权资(%)	2.11	2.16	2.50	2.82	3.06
不良贷款生成率(%)	1.50	1.71	1.30	1.20	1.20
不良贷款核销率(%)	(1.33)	(1.41)	(1.16)	(1.06)	(1.07)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

**主要比率(人民币十亿元)**

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营管理 (%)</b>					
贷款增长率	11.08	13.14	13.00	12.00	12.00
生息资产增长率	(4.59)	7.89	9.42	8.81	8.52
总资产增长率	(4.27)	6.85	9.42	8.81	8.52
存款增长率	(6.37)	7.10	7.00	5.00	5.00
付息负债增长率	(5.55)	8.04	7.98	6.72	6.80
净利息收入增长率	(6.12)	5.15	12.28	9.10	8.66
手续费及佣金净收入增长率	10.83	(3.65)	30.00	5.00	5.00
营业收入增长率	1.90	5.20	16.02	7.13	6.93
拨备前利润增长率	1.09	4.16	16.05	7.14	6.94
税前利润增长率	(4.27)	3.92	9.27	8.78	8.54
净利润增长率	2.25	4.57	9.27	8.78	8.54
非息收入占比	29.90	27.39	30.69	30.08	29.53
成本收入比	29.92	30.57	30.57	30.57	30.57
信贷成本	1.84	1.71	1.85	1.74	1.64
所得税率	17.98	16.47	16.47	16.47	16.47
<b>盈利能力 (%)</b>					
NIM	1.79	1.94	1.98	1.98	1.98
拨备前 ROAA	1.86	1.92	2.06	2.02	1.99
拨备前 ROAE	27.75	26.92	28.72	28.40	28.01
ROAA	0.73	0.76	0.77	0.76	0.76
ROAE	12.01	11.62	11.58	11.56	11.50
<b>流动性 (%)</b>					
分红率	30.01	25.28	25.00	25.00	25.00
贷存比	93.82	99.10	104.66	111.64	119.08
贷款/总资产	56.31	59.62	61.57	63.37	65.41
债券投资/总资产	26.61	26.90	25.82	24.91	23.65
银行同业/总资产	6.18	4.72	4.31	3.96	3.65
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	8.49	8.62	8.59	8.61	8.65
资本充足率	11.65	12.47	12.11	11.84	11.63
加权风险资产-一般法	4,318	4,678	5,119	5,569	6,044
% RWA/总资产(%)	76.04	77.10	77.10	77.10	77.10

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371