

中信银行 (998 HK / 601998 CH)

盈利增长动力有所恢复

- 中信银行 2019 年净利润与我们的预期基本相符，该行盈利增长势头正在恢复
- 净息差将在 2020E-21E 年间面对温和压力
- 中信银行在 2019 年积极处理不良贷款，我们预期大拨备将在未来几年持续以增强风险缓冲能力
- 资产负债表稳步增长将提高中信银行的资本需求
- 我们调高对中信银行的盈利预测，并给予其 H 及 A 股买入评级

盈利增速正在加快。中信银行的 2019 年净利润为 480.15 亿元人民币，大致符合我们预期，同比增长为 7.87%。凭借净手续费收入同比增长 25.3%，营业收入在 2019 年同比增加 13.3%，当中主要由银行卡手续费和代理费用拉动。此外，资产负债表强劲增长及结构优化令中信银行的净息差同比扩阔 3 个基点至 2.12%。尽管如此，我们的基本情景假设预期净息差在未来几年仍将面对温和压力，并在 2020E 及 21E 年分别收窄 12 和 13 个基点，而 2019A-21E 间的净利润复合增长率将为 8.9%，较 2015A-18A 间 2.6% 的净利润复合增长率有所加快。

大拨备将持续出现。然而，中信银行 2019 年的强劲收入增速被其同比上升 32.7% 的拨备费用部份抵消，大拨备令中信银行的拨备率和拨备覆盖率在 2019 年末同比上升 10 个基点和 17.27 个百分点至 2.9% 和 175.25%。同期不良贷款率则下降 12 个基点至 1.65%，反映中信银行 2019 年积极加大力度处置不良贷款。其中制造业，及批发零售业的不良贷款率从 2018 年末的 7.34% 和 8.5% 下降至 2019 年末的 6.09% 和 8.08%。考虑现时宏观经济情况，银行的资产质量在 2020E 及 21E 年将无可避免面临下行压力。我们因此相应提高了中信银行未来两年的拨备规模及风险缓冲指标的预测。我们预期中信银行的不佳贷款率到 2021 年末将达到 1.8%，而拨备率和拨备覆盖率将分别为 3.12% 和 173.33%。

资产负债表增长加大资本需求。截至 2019 年 12 月末，中信银行的核心一级资本充足率和资本充足率分别为 8.69% 和 12.4%，同比下降 3 个基点和 12 个基点。我们预期中信银行的总资产和总负债在 2020E 和 2021E 的同比增速将介乎于 10%-11.2%。根据这个基本情景假设，中信银行 2021E 年底的核心一级资本充足率和资本充足率将下降至 8.3% 和 11.68%，逐步加大中信银行的资本需求。

调高盈利预测；给予中信银行买入评级。由于盈利增速加快，我们上调了中信银行 2020E 及 21E 年净利润预测 4.26% 和 6.35%。中信银行 H/A 股目前股价相当于 20E 市净率的 0.35 倍及 0.54 倍，我们重申对中信银行 H 股的买入评级，并将中信银行 A 股的评级从持有上调至买入。我们的戈登增长模型 H/A 目标价相等于 0.52 倍和 0.61 倍 20E 市净率。

风险因素：1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化；2) 来自非银行及外金融机构的竞争加剧；3) 特定区域的资产质量快速严重恶化；4) 贷款需求急剧下降；5) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高；6) 新冠肺炎疫情持续爆发；7) 2017A-19A 派息比率呈下降趋势。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	157,231	165,766	187,881	203,870	215,957
同比 (%)	2.0	5.4	13.3	8.5	5.9
净利润 (人民币百万元)	42,566	44,513	48,015	52,372	56,979
同比 (%)	2.3	4.6	7.9	9.1	8.8
每股收益 (人民币)	0.84	0.88	0.95	1.04	1.14
同比 (%)	(0.94)	4.72	8.11	9.33	9.03
每股净收益 (人民币)	7.45	8.21	8.98	9.82	10.72
同比 (%)	5.93	10.15	9.34	9.36	9.18
市盈率 (x) - H 股	4.13	3.94	3.65	3.33	3.06
市净率 (x) - H 股	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
市盈率 (x) - A 股	6.28	5.99	5.54	5.07	4.65
市净率 (x) - A 股	0.71	0.64	0.59	0.54	0.49
净资产收益率 (%)	10.93	10.65	10.07	9.74	9.82
总资产收益率 (%)	0.73	0.76	0.75	0.74	0.72
每股股息 (人民币)	0.26	0.23	0.24	0.27	0.29
股息收益率 (%) - H 股	7.50	6.61	6.87	7.69	8.37
股息收益率 (%) - A 股	4.93	4.35	4.52	5.06	5.50

净利润=归属于公司股东的净利润；港元/人民币=1.0898

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 买入
目标价 (H): HK\$ 5.56
目标价 (A): RMB 5.97

分析员：欧宇恒
电话：(852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 3.79/ RMB 5.29
预期股价回报 (H/A 股)	46.7%/12.9%
预期股息收益率 (H/A 股)	7.69%/5.06%
预期总回报 (H/A 股)	54.39%/ 17.96%
上次评级及目标价 (H/A 股)	买入, HK\$5.96/ 审查中, RMB6.05
上次报告日期	12/3/2020

来源：彭博，农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	5.2/3.37
52 周高/低 (RMB) (A 股)	6.77/5.07
已发行股份总数 (百万股)	48,934.8
H 股 (百万股)	14,882.2
A 股 (百万股)	34,052.6
市值 (百万港元)	253,309.5
H 股 (百万港元)	56,403.4
A 股 (百万港元)	196,906.1
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	142.13
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	122.80
主要股东 (%)	
中信集团	65.37
中国烟草	4.39

来源：彭博，农银国际证券



图表 1: 中信银行 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	119,120	127,271	6.84
净手续费收入	45,709	46,384	1.48
营业收入	181,929	187,881	3.27
营业费用	(56,540)	(54,168)	(4.20)
减值损失	(65,005)	(77,255)	18.84
除税前溢利	59,685	56,545	(5.26)
所得税	(11,937)	(7,551)	(36.74)
股东应占净利润	46,756	48,015	2.69
主要指标 (%)	-	-	差别(百分点)
净息差	1.98	2.12	0.14
净利差	1.79	2.04	0.25
成本收入比	31.08	27.84	(3.24)
平均总资产收益率	0.74	0.76	0.02
平均净资产收益率	10.31	11.06	0.75
派息比率	30.00	25.10	(4.90)
核心一级资本充足率	8.69	8.69	-
资本充足率	12.57	12.44	(0.13)
不良贷款率	1.78	1.65	(0.13)
拨备率	2.90	2.90	-
拨备覆盖率	162.92	175.25	12.33

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	132,765	135,544	2.09	净利息收入	147,796	139,771	(5.43)
净手续费收入	46,396	55,242	19.07	净手续费收入	46,908	63,890	36.20
营业收入	197,473	203,870	3.24	营业收入	214,225	215,957	0.81
营业费用	(60,803)	(58,207)	(4.27)	营业费用	(64,926)	(62,210)	(4.18)
减值损失	(71,652)	(82,891)	15.69	减值损失	(79,764)	(85,450)	7.13
除税前溢利	64,214	62,881	(2.08)	除税前溢利	68,613	68,428	(0.27)
所得税费用	(12,843)	(9,432)	(26.56)	所得税费用	(13,723)	(10,264)	(25.21)
股东应占净利润	50,230	52,372	4.26	股东应占净利润	53,578	56,979	6.35
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	2.01	2.00	(0.01)	净息差	2.04	1.87	(0.17)
净利差	1.81	1.86	0.05	净利差	1.84	1.72	(0.12)
成本收入比	30.79	28.55	(2.24)	成本收入比	30.31	28.81	(1.50)
平均总资产收益率	0.76	0.74	(0.02)	平均总资产收益率	0.71	0.72	0.01
平均净资产收益率	10.30	9.74	(0.56)	平均净资产收益率	10.21	9.82	(0.39)
派息比率	30.00	25.00	(5.00)	派息比率	30.00	25.00	(5.00)
核心一级资本充足率	8.63	8.38	(0.25)	核心一级资本充足率	8.60	8.30	(0.30)
资本充足率	12.33	12.00	(0.33)	资本充足率	12.15	11.68	(0.47)
不良贷款率	1.85	1.72	(0.13)	不良贷款率	1.90	1.80	(0.10)
拨备率	2.95	3.01	0.06	拨备率	3.00	3.12	0.12
拨备覆盖率	159.46	175.00	15.54	拨备覆盖率	157.89	173.33	15.44

来源: 公司、农银国际证券预测



图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	5.96	5.56	6.05	5.97	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	9.31	10.74	9.31	10.74	盈利增速加快
股本成本(%)	13.42	15.63	12.19	14.21	
目标 20E 市净率 (x)	0.54	0.52	0.63	0.61	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.15	1.10	1.01	0.98	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.80	11.80	8.80	11.80	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	4.50	5.90	4.50	5.90	

来源: 公司、农银国际证券预测

财务报表

中信银行 (998HK/601998CH) 综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	99,645	112,912	127,271	135,544	139,771
非利息收入	57,586	52,854	60,610	68,326	76,185
其中：手续费和佣金收入	46,858	37,008	46,384	55,242	63,890
营业收入	157,231	165,766	187,881	203,870	215,957
营业费用	(48,913)	(52,600)	(54,168)	(58,207)	(62,210)
拨备前营业利润	108,318	113,166	133,713	145,663	153,747
贷款减值损失	(55,787)	(58,233)	(77,255)	(82,891)	(85,450)
营业利润	52,531	54,933	56,458	62,772	68,297
营业外收入	(255)	(607)	87	109	131
除税前溢利	52,276	54,326	56,545	62,881	68,428
所得税	(9,398)	(8,950)	(7,551)	(9,432)	(10,264)
少数股东权益	312	863	979	1,077	1,185
股东应占净利润	42,566	44,513	48,015	52,372	56,979
优先股股息	1,330	1,330	1,330	1,330	1,330
归属于普通股股东的净利润	41,236	43,183	46,685	51,042	55,649
增长 (%)					
净利息收入	(6.1)	13.3	12.7	6.5	3.1
非利息收入	19.9	(8.2)	14.7	12.7	11.5
其中：手续费和佣金收入	10.8	(21.0)	25.3	19.1	15.7
营业收入	2.0	5.4	13.3	8.5	5.9
营业费用	3.5	7.5	3.0	7.5	6.9
拨备前营业利润	1.3	4.5	18.2	8.9	5.5
贷款减值损失	6.7	4.4	32.7	7.3	3.1
营业利润	(3.8)	4.6	2.8	11.2	8.8
营业外收入	(2,933.3)	138.0	(114.3)	25.0	20.0
除税前溢利	(4.3)	3.9	4.1	11.2	8.8
所得税	(26.7)	(4.8)	(15.6)	24.9	8.8
少数股东权益	98.7	176.6	13.4	10.0	10.0
股东应占净利润	2.3	4.6	7.9	9.1	8.8
优先股股息	na	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	(0.9)	4.7	8.1	9.3	9.0
每股 (人民币)					
每股收益	0.84	0.88	0.95	1.04	1.14
每股净值	7.45	8.21	8.98	9.82	10.72
每股股息	0.26	0.23	0.24	0.27	0.29
主要财务指标 (%)					
净息差	1.79	2.09	2.12	2.00	1.87
净利差	1.64	2.00	2.04	1.86	1.72
成本收入比	31.11	31.73	28.83	28.55	28.81
平均总资产收益率	0.73	0.76	0.75	0.74	0.72
平均净资产收益率	10.93	10.65	10.07	9.74	9.82
平均税率	17.98	16.47	13.35	15.00	15.00
派息率	30.97	26.06	25.05	25.00	25.00

注 1：由于小数位调整，个别项目相加未必等于总数

注 2：由于对个别公司财务数据作出一致性调整，因此数字可能与财务报告不平

来源：公司、农银国际证券预测



中信银行 (998HK/601998CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	568,300	538,708	463,158	416,842	383,495
银行同业资产	351,045	286,103	335,798	392,287	451,422
投资证券	1,445,298	1,600,163	1,873,596	2,173,371	2,455,910
贷款和垫款净额	3,105,984	3,507,312	3,882,498	4,281,733	4,698,973
计息资产总额	5,470,627	5,932,286	6,555,050	7,264,234	7,989,799
物业及设备	21,330	21,385	22,372	23,267	23,965
交易性资产	65,451	31,991	17,117	14,549	12,367
其他资产	120,283	81,052	155,894	185,468	212,550
总资产	5,677,691	6,066,714	6,750,433	7,487,518	8,238,681
客户存款	3,407,636	3,616,423	4,038,820	4,488,133	4,952,671
银行同业负债	1,010,102	1,017,937	1,155,499	1,305,714	1,462,400
次级债务	441,244	552,483	650,274	747,815	859,987
计息负债总额	4,858,982	5,186,843	5,844,593	6,541,662	7,275,057
交易性负债	64,937	31,646	16,836	13,806	11,597
所得税项	8,858	4,920	8,865	9,752	11,214
其他负债	332,481	390,219	347,615	349,416	324,539
总负债	5,265,258	5,613,628	6,217,909	6,914,636	7,622,407
股本	83,890	83,890	127,018	127,018	127,018
储备金	315,748	352,771	390,293	431,412	475,526
少数股东权益	12,795	16,425	15,213	14,452	13,730
股东权益	412,433	453,086	532,524	572,882	616,274
增长 (%)					
现金及等价物	2.7	(5.2)	(14.0)	(10.0)	(8.0)
银行同业资产	(35.8)	(18.5)	17.4	16.8	15.1
投资证券	(22.0)	10.7	17.1	16.0	13.0
贷款和垫款净额	10.8	12.9	10.7	10.3	9.7
计息资产总额	(4.9)	8.4	10.5	10.8	10.0
物业及设备	19.6	0.3	4.6	4.0	3.0
交易性资产	38.2	(51.1)	(46.5)	(15.0)	(15.0)
其他资产	8.5	(32.6)	92.3	19.0	14.6
总资产	(4.3)	6.9	11.3	10.9	10.0
客户存款	(6.4)	6.1	11.7	11.1	10.4
银行同业负债	(14.8)	0.8	13.5	13.0	12.0
次级债务	14.0	25.2	17.7	15.0	15.0
计息负债总额	(6.8)	6.7	12.7	11.9	11.2
交易性负债	44.1	(51.3)	(46.8)	(18.0)	(16.0)
所得税项	39.2	(44.5)	80.2	10.0	15.0
其他负债	17.3	17.4	(10.9)	0.5	(7.1)
总负债	(5.1)	6.6	10.8	11.2	10.2
股本	0.0	0.0	51.4	0.0	0.0
储备金	6.9	11.7	10.6	10.5	10.2
少数股东权益	142.7	28.4	(7.4)	(5.0)	(5.0)
股东权益	7.3	9.9	17.5	7.6	7.6
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	8.49	8.62	8.69	8.38	8.30
资本充足率	11.65	12.47	12.44	12.00	11.68
不良贷款率	1.68	1.77	1.65	1.72	1.80
拨备率	2.84	2.80	2.90	3.01	3.12
拨备覆盖率	169.44	157.98	175.25	175.00	173.33

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司、农银国际证券预测

权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863