

新三年战略清晰 静待配股融资落地

增持(维持)

——中信银行(601998)深度报告

2022年06月22日

投资要点:

短期存在资本补充压力: 2021年,公司规模增长持平于股份行板块。核心一级资本充足率较低,短期存在一定的资本补充压力,配股方案处于推进中。净息差收窄拖累了2021年营收增速。存量风险逐步出清,资产质量逐步向好,不良贷款余额同比下降,拨备覆盖率进一步提升。
零售业务实现均衡发展: 过去几年,零售业务收入和利润贡献逐步提升,截至2021年末,零售业务分部的资产占比已经达到26.6%,较2016年提升9.1%。营收占比达到40.4%,提升12.6%;利润占比为34.7%,提升9%。截至2021年末,按揭贷款的占比为47.4%,消费贷占比11.7%、经营贷占比15.2%、信用卡贷款占比25.7%,发展较为均衡。

财富管理转型加速: 新三年发展规划强调坚持强核发展方案,紧密围绕财富管理、资产管理、综合融资三大核心能力开展工作。截至2021年末,个人客户管理资产余额(含市值)达到3.48万亿元。零售存款9723亿元占个人客户管理资产余额的比重达到27.93%,表外理财1.46万亿元占比41.95%。未来随着财富管理、资产管理以及综合融资服务的协同快速发展,将带动代销产品规模以及托管资产的规模不断提升,从而推动代理业务和托管及受托业务收入的快速增长,以及占比的提升。

科技投入稳步提升: 2018-2021年,科技投入累计245亿元,年复合增速19%。2021年,集团信息科技投入75.37亿元,同比增长8.82%,科技投入占营收的比例提升至3.68%。位于股份行前列。科技人员达4286人,占比7.73%。

盈利预测与投资建议: 中信银行对公业务方面战略客户与机构客户基础良好,并大力发展交易银行业务;零售业务方面,以财富管理为核心牵引打造“新零售”。资产质量方面,随着历史问题的出清,资产质量将明显改善。基于以上假设及预判,我们测算的公司2022年-2024年营收同比增速9.6%/10.9%和12.4%,净利润同比增速为14.7%/20.5%和22.3%。对应的EPS分别为0.93元/1.13元和1.4元。综合公司当前较低的估值以及未来基本面的改善预期,给予公司增持评级。

风险因素: 大财富管理业务发展不及预期。如果疫情对的经济影响超预期,资产质量大幅恶化。

基础数据

总股本(百万股)	48,934.84
流通A股(百万股)	34,052.68
收盘价(元)	4.78
总市值(亿元)	2,339.09
流通A股市值(亿元)	1,627.72

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

万联证券研究所 20180828-公司点评报告
-AAA-二季度息差持续回升 不良加速确认

分析师:

郭懿

执业证书编号: S0270518040001

电话: 01056508506

邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	204,557	224,194	248,664	279,451
增长比率(%)	5.05	9.60	10.91	12.38
净利润(百万元)	55,641	63,792	76,892	94,064
增长比率(%)	13.60	14.65	20.53	22.33
每股收益(元)	1.08	0.93	1.13	1.40
市盈率(倍)	4.44	5.14	4.21	3.40
市净率(倍)	0.46	0.51	0.46	0.42

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

正文目录

1 位居股份行前列 存在资本补充压力	3
1.1 2021 年总资产和贷款增速基本持平于股份行板块	3
1.2 短期仍存在进一步资本补充压力	4
1.3 2021 年净息差收窄拖累营收增速	5
1.4 2021 年不良贷款余额同比下降	7
2 财富管理转型加速 科技投入稳步提升	8
2.1 资源优化配置 零售业务实现较快增长	8
2.2 财富管理为核心牵引新零售	10
2.3 科技投入稳步提升，数字化转型提速	12
3 投资策略	12
4 风险提示	13

图表 1: 2012 年-2021 年总资产和贷款增速 (单位: %)	3
图表 2: 2011 年起贷款占总资产的比重变动 (单位: %)	3
图表 3: 2012 年起各项贷款占贷款总额的比重 (单位: %)	4
图表 4: 2012 年以来存款增速趋势 (单位: %)	4
图表 5: 2021 年以来存款占总负债的比重 (单位: %)	4
图表 6: 2013 年以来核心一级和一级资本充足率变动趋势 (单位: %)	5
图表 7: 2012 年起营收和归母净利润增速 (单位: %)	5
图表 8: 2012 年以来净息差变动趋势 (单位: %)	6
图表 9: 上市股份行 2021 年净息差对比 (单位: %)	6
图表 10: 各项手续费收入占比 (单位: %)	7
图表 11: 2012 年以来不良率变动趋势 (单位: %)	7
图表 12: 2012 年以来关注类变动趋势 (单位: %)	7
图表 13: 2012 年以来拨备覆盖率变动趋势 (单位: %)	8
图表 14: 2021 年各业务分部资产结构 (单位: %)	9
图表 15: 零售分部营收和利润占比的变动 (单位: %)	9
图表 16: 2021 年末零售信贷结构 (单位: %)	10
图表 17: 各家股份行零售客户数总量 (单位: 亿户)	10
图表 18: 部分股份行零售业务 AUM 对比 (单位: 万亿元)	11

1 位居股份行前列 存在资本补充压力

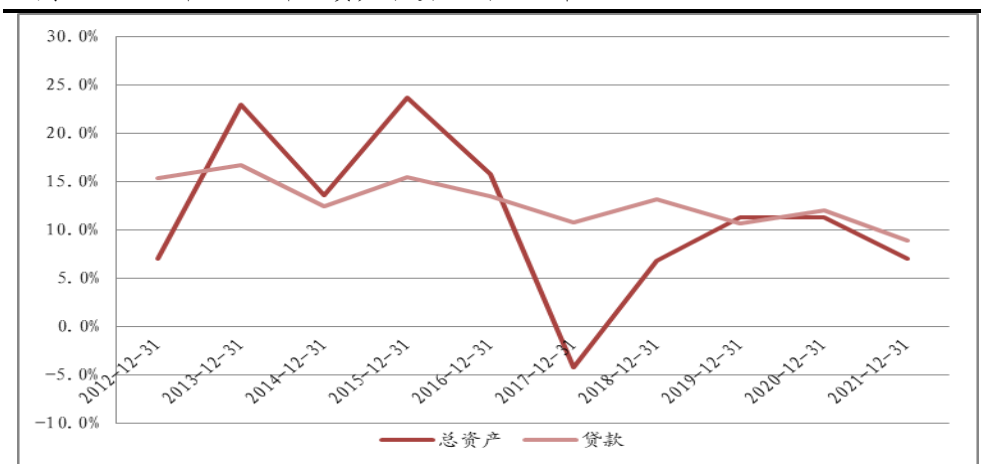
1.1 2021 年总资产和贷款增速基本持平于股份行板块

2021年，总资产达到8.04万亿元和贷款达到4.75万亿元，位于股份行前列。

2021年总资产和贷款的同比增速分别为7.1%和8.9%，持平于整个股份行板块，同比增速较2020年分别下行4.2个百分点和3.1个百分点。贷款占总资产的比重达到59%，环比提升1个百分点。对公贷款占比48.1%，票据业务占比9.6%，零售贷款占比42.3%，自2012年以来，对公贷款占比下降了27.3个百分点，而同期零售贷款占比上升了22.2个百分点。

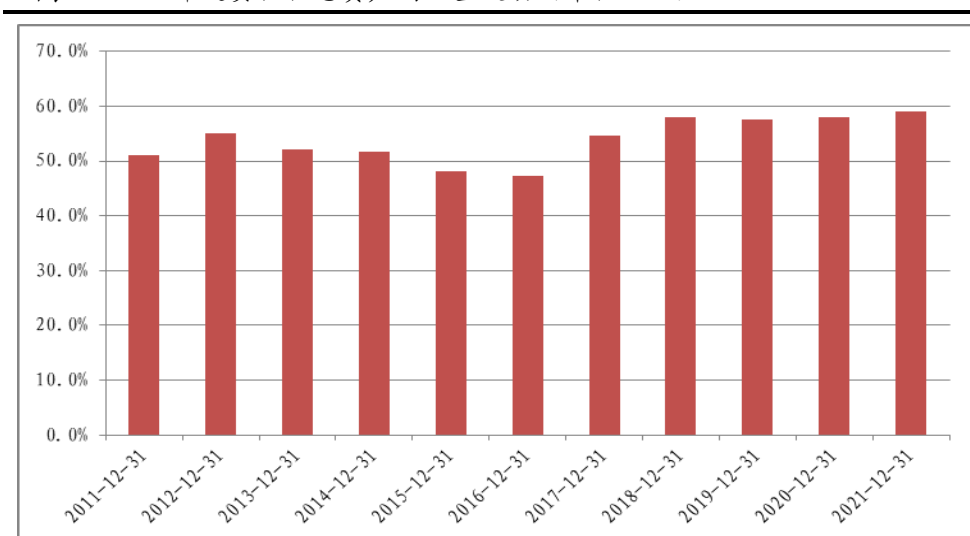
2021年存款达到4.79万亿元，同比增速为4.8%，增速较2020年下降7.5个百分点。存款占总负债的比重达到65%。

图表1: 2012年-2021年总资产和贷款增速（单位：%）



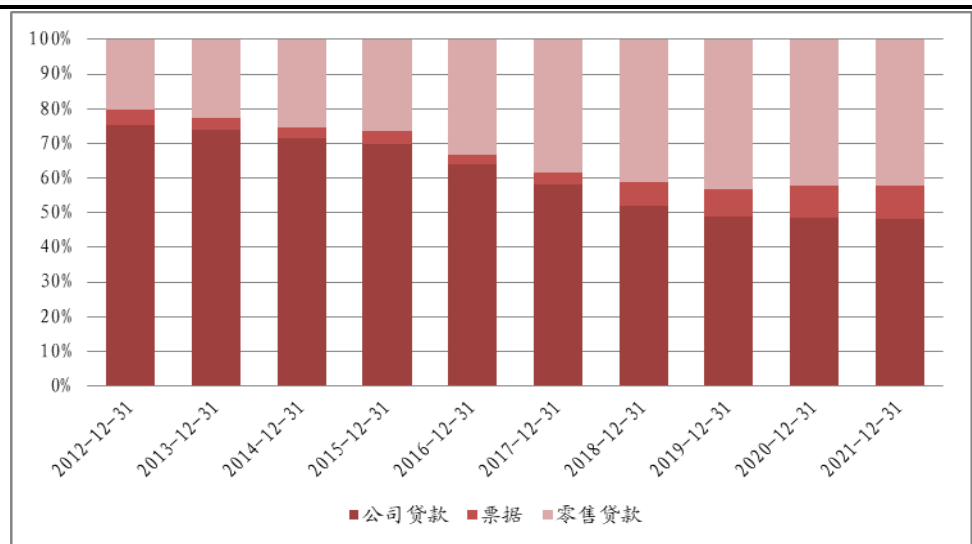
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表2: 2011年起贷款占总资产的比重变动（单位：%）



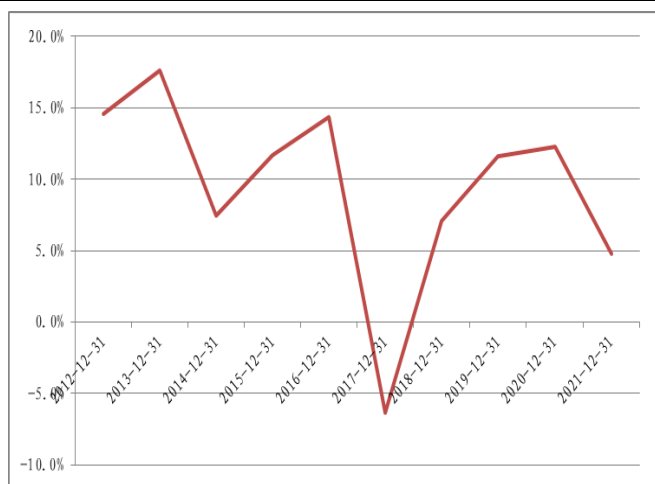
资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表3: 2012年起各项贷款占贷款总额的比重(单位: %)



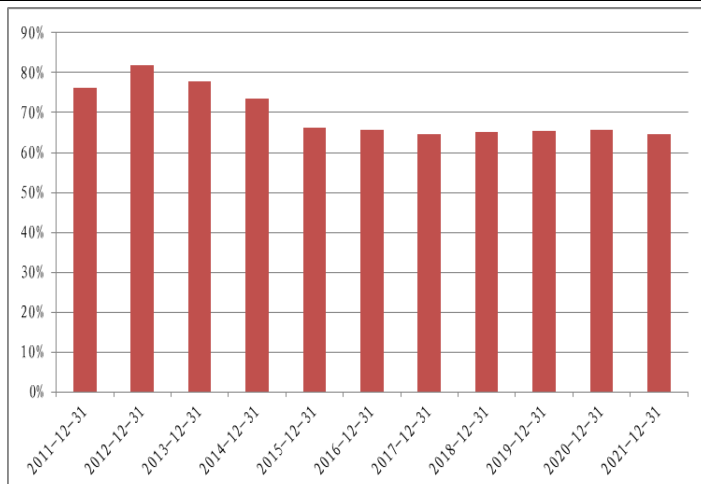
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表4: 2012年以来存款增速趋势(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表5: 2021年以来存款占总负债的比重(单位: %)



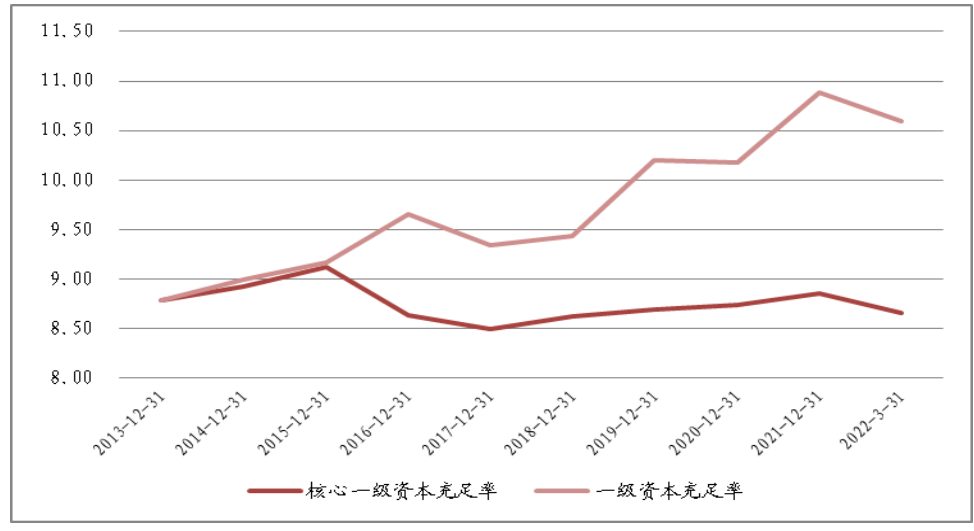
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

1.2 短期仍存在进一步资本补充压力

截至2022年一季度末, 核心一级资本充足率为8.66%, 环比下降0.19个百分点; 一级资本充足率10.59%, 环比下降0.29个百分点; 资本充足率13.05%, 环比下降0.48个百分点。均低于股份行板块9.33%、11.22%和13.62%的平均水平。

2021年10月, 中信银行被监管机构评定为我国系统重要性银行, 存在0.5%的附加资本要求。2021年, 中信银行加权风险资产同比增长7.72%。虽然当前满足监管相关资本要求, 但是未来随着业务的进一步拓展, 对资本的消耗将加大, 中信银行仍存在进一步资本补充的压力。

图表6: 2013年以来核心一级和一级资本充足率变动趋势(单位: %)



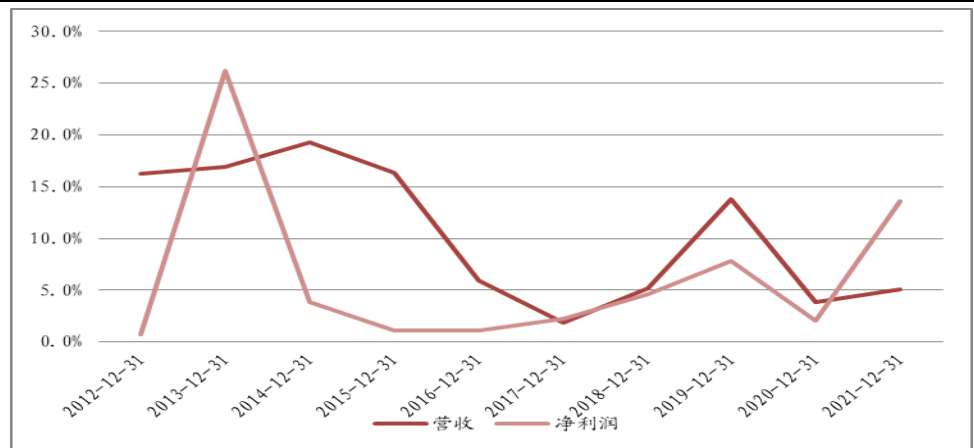
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

4月30日, 公司披露配股公开发行证券预案。根据预案披露内容, 以公司截至2021年12月31日的总股本489.35亿股测算, 本次配售股份数量不超过146.8亿股, 其中A股配售数不超过102.2亿股, H股配股数不超过44.6亿股, 募集资金不超过人民币400亿元, 全部用于补充核心一级资本。按照此配股预案测算, 配股成功后, 将提升核心一级资本充足率约0.7个百分点。

1.3 2021年净息差收窄拖累营收增速

2021年, 营收同比增长5%, 较股份行板块平均5.3%的增速略慢。其中, 利息净收入同比下滑, 主要是受到净息差收窄因素的影响; 手续费净收入增长24.4%。成本端, 业务及管理费用增长15.1%, 占比略有上升。拨备计提环比下行7.2%。而归母净利润同比增长13.6%, 基本持平于股份行板块。2021年净利润增速快于营收增速主要是受益于资产质量改善后, 拨备计提力度的下行。

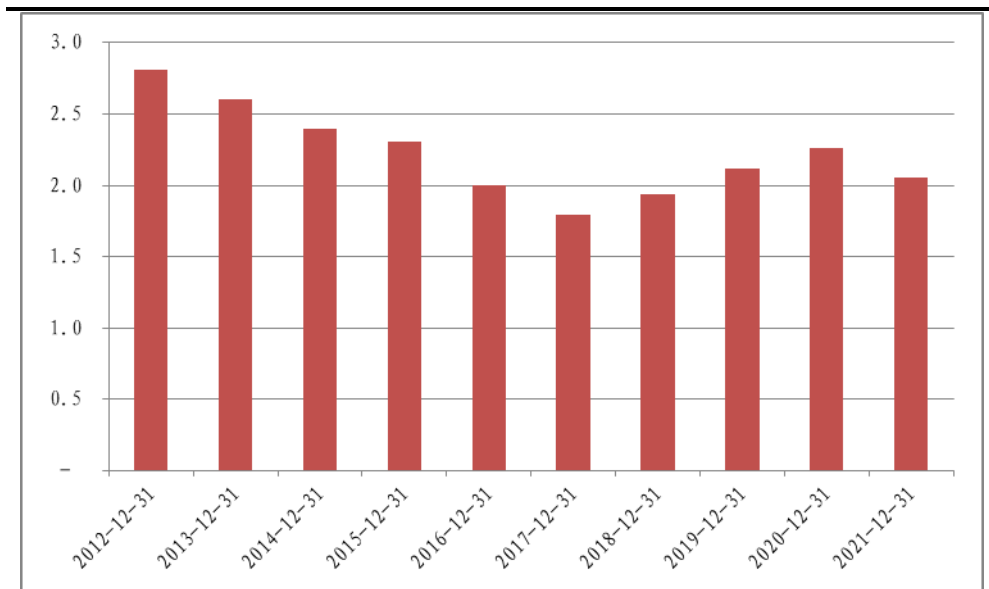
图表7: 2012年起营收和归母净利润增速(单位: %)



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

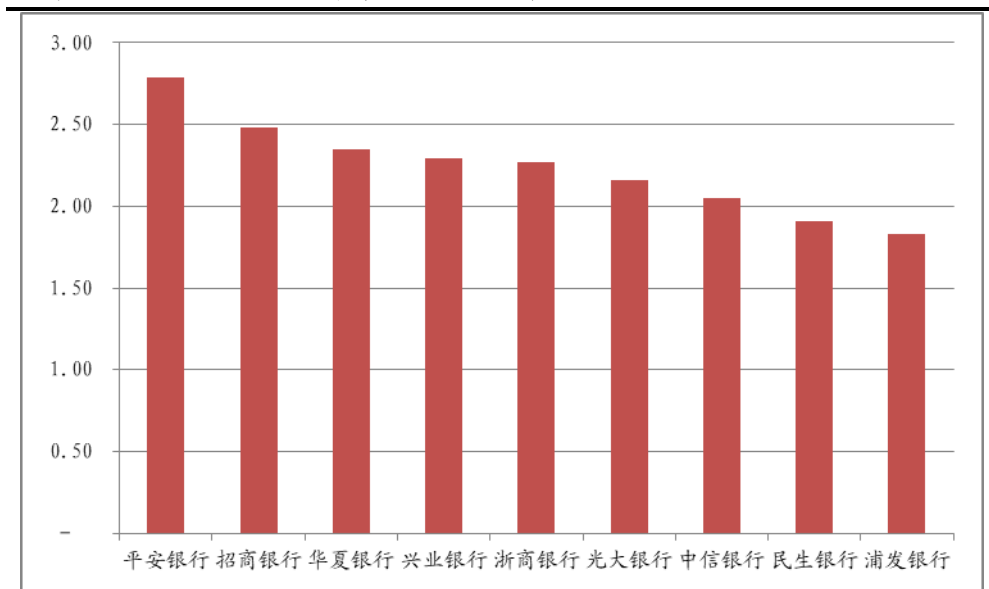
2021年全年净息差2.05%，同比下降21BP。2022年一季度的净息差继续下行。考虑自2021年12月以来的LPR报价利率的下调等新增因素的影响，我们认为净息差仍在下行趋势中，不过幅度或有所收敛。

图表8: 2012年以来净息差变动趋势（单位：%）



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

图表9: 上市股份行 2021 年净息差对比（单位：%）

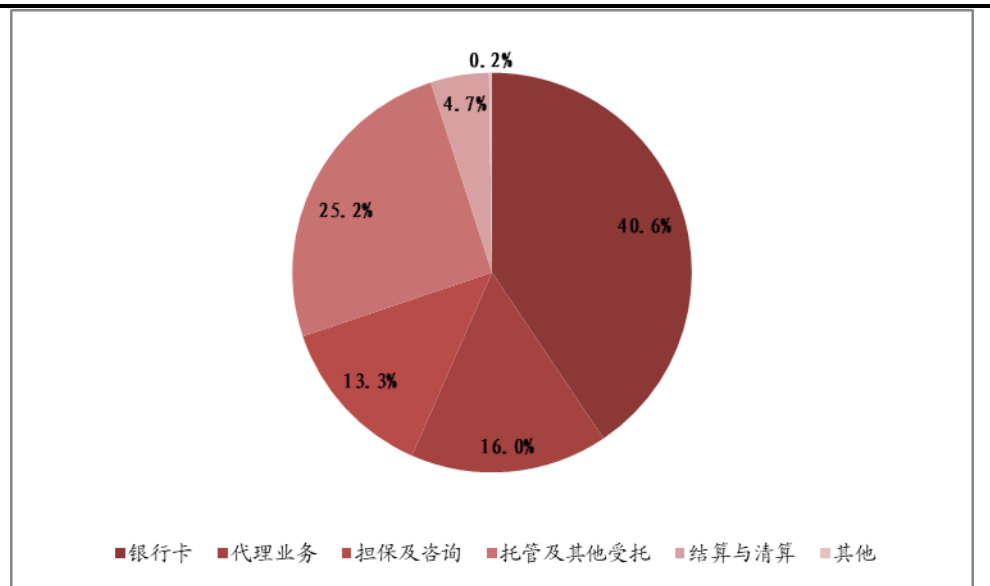


资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2021年，非息收入同比增长28.1%，其中手续费净收入增长24.4%。受利息收入负增长的影响，手续费净收入的占比略有上升。从当前手续费收入的结构看，银行卡

业务、托管和其他受托业务占比较高，分别达到40.6%和25.2%。其中，托管及其他受托业务实现87.6%的增长，主要是理财业务手续费收入增长所致。

图表10: 各项手续费收入占比 (单位: %)

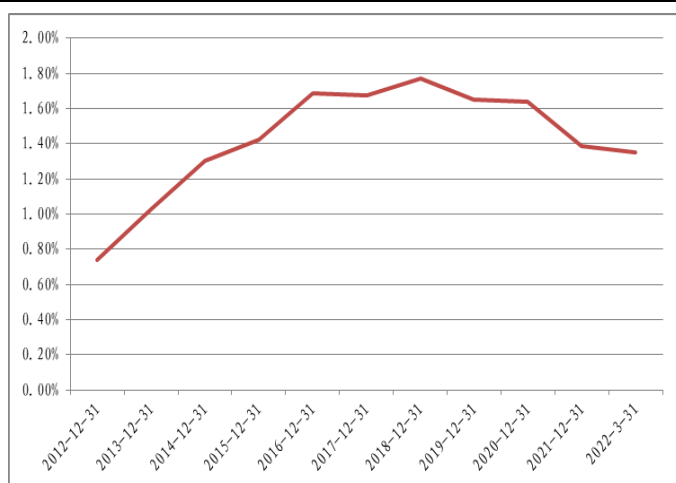


资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

1.4 2021 年不良贷款余额同比下降

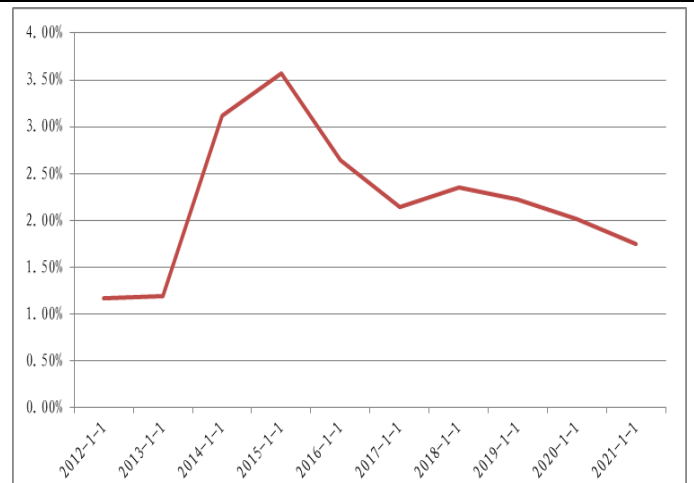
公司公告数据显示, 2021年末, 不良贷款余额环比下行, 不良率为1.39%, 环比2010年下降0.25个百分点, 为2015年以来的最低水平。关注类贷款占比1.75%, 环比下行0.26个百分点。前瞻指标, 不良生成率也持续下行。2022年1季度, 不良率继续下行4BP, 至1.35%。

图表11: 2012 年以来不良率变动趋势 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

图表12: 2012 年以来关注类变动趋势 (单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

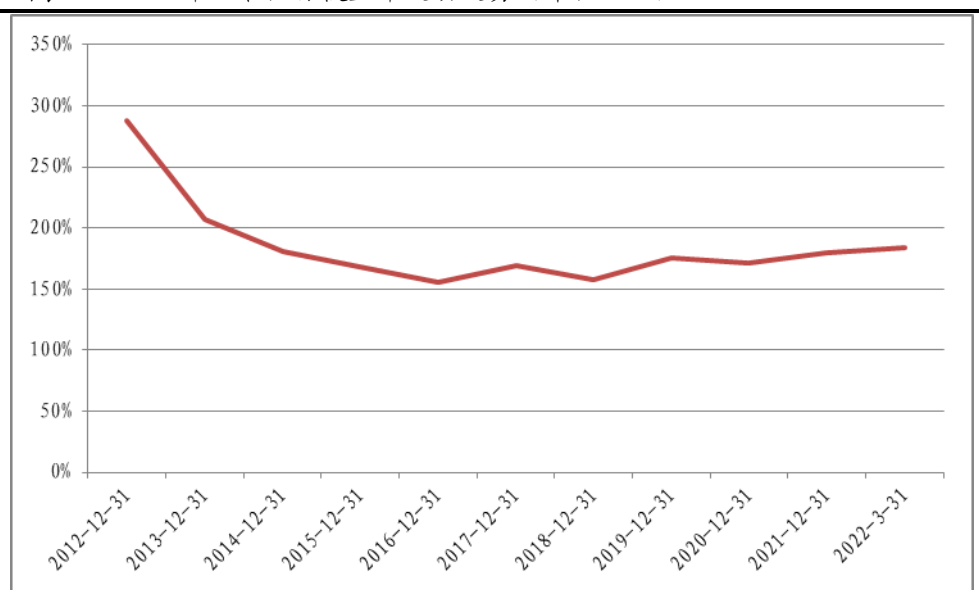
2021年, 中信银行不良贷款主要集中在制造业和房地产业, 这两个行业的不良贷

款余额合计占比达到44.4%。同期，租赁和商务服务业、交通运输仓储和邮政业以及建筑业的不良余额和不良率均有所上升。

2021年中信银行房地产贷款投放规模略有下降，房地产业贷款余额占比同比下降0.56个百分点。房地产相关的贷款、银行承兑汇票、保函、债券投资、非标投资等承担信用风险的对公房地产融资余额3,977.13亿元，较上年末减少369.93亿元，其中对公房地产贷款余额2,848.01亿元，较上年末减少28.07亿元，占公司贷款的12.19%，较上年末下降1.06个百分点；本集团代销、理财资金出资等不承担信用风险的对公房地产融资余额659.10亿元，较上年末减少214.90亿元。此外，债券承销余额551.51亿元，较上年末减少94.68亿元。受房地产行业景气度下降等因素影响，个别房企偿付能力受到影响，债务风险上升，对公房地产不良贷款率3.63%，较年初上升0.28个百分点。

随着不良贷款余额的下降，截至2022.1Q，公司的拨备覆盖率达到184.2%，环比2021年4季度上升4个百分点。拨贷比2.49%，环比2021年4季度下降1BP。整体看，自2015年以来，中信银行资产质量保持稳健改善趋势。

图表13: 2012年以来拨备覆盖率变动趋势(单位: %)



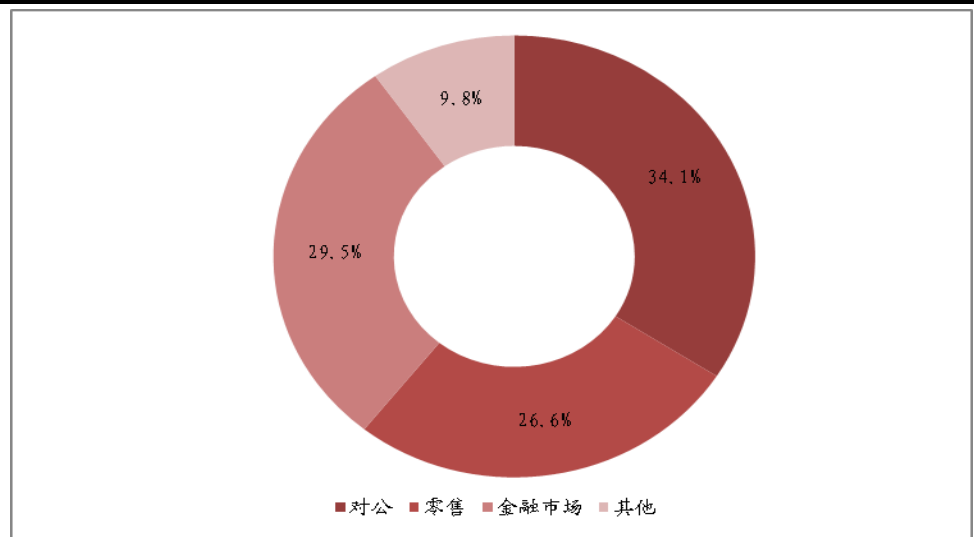
资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

2 财富管理转型加速 科技投入稳步提升

2.1 资源优化配置 零售业务实现较快增长

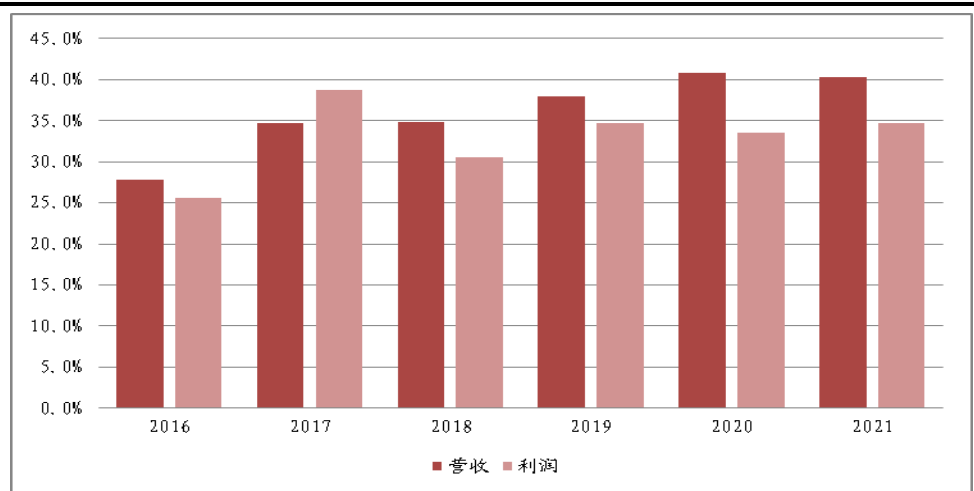
近年来，随着公司对资源的不断优化配置，业务结构不断均衡，零售业务的占比逐步提升。截至2021年末，零售业务分部的资产占比已经达到26.6%，较2016年提升9.1个百分点。零售业务分部的营收占比达到40.4%，较2016年提升12.6个百分点；利润占比为34.7%，较2016年提升9个百分点。

图表14: 2021年各业务分部资产结构(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

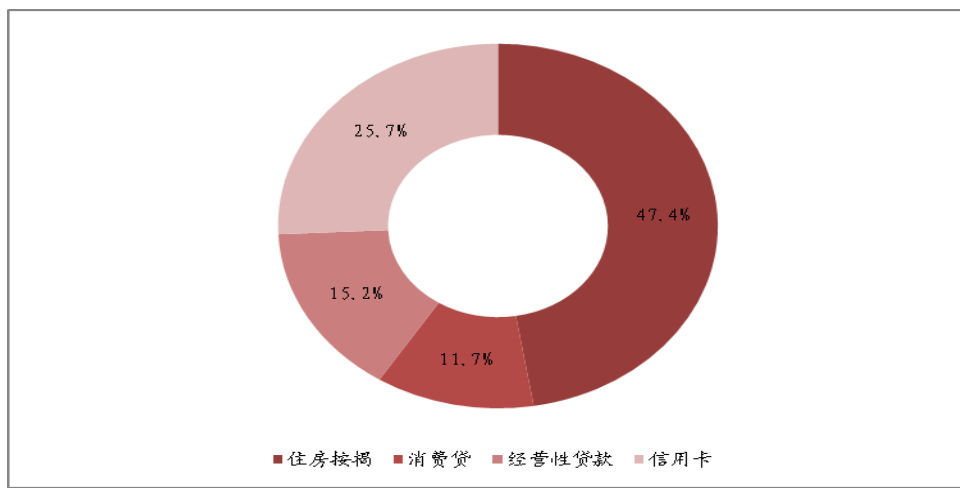
图表15: 零售分部营收和利润占比的变动(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

截至2021年末,零售贷款占当期贷款总额的比重达到42.3%,较2016年末提升9.1个百分点。过去5年,零售信贷的复合增速为16.5%,同期贷款总额增速仅为11%。从零售业务的信贷结构看,截至2021年末,按揭贷款的占比为47.4%,消费贷占比11.7%、经营贷占比15.2%、信用卡贷款占比25.7%。除消费贷和经营贷占比略有变动外,各类贷款的占比基本保持稳定。从各项占比看,整体较为均衡,各项业务均保持稳定发展态势。

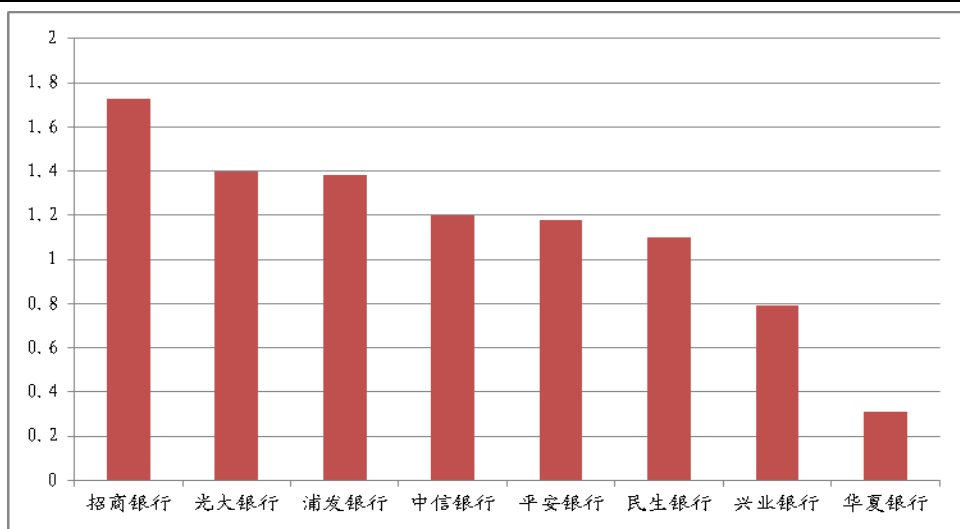
图表16: 2021年末零售信贷结构(单位: %)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

零售客户拓展方面, 截至2021年末, 个人客户总数1.2亿户, 位于上市股份行中第四位, 同比增长7.98%。其中, 贵宾客户总量突破100万户, 出国客群及年长客群分别为870.64万户和1831.12万户, 商旅客群有效客户数1661.37万户。

图表17: 各家股份行零售客户数总量(单位: 亿户)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

信用卡业务方面, 截至2021年末, 信用卡累计发卡量10132万张, 同比增长9.4%, 信用卡交易量27801.35亿元, 同比增长14.05%。

2.2 财富管理为核心牵引新零售

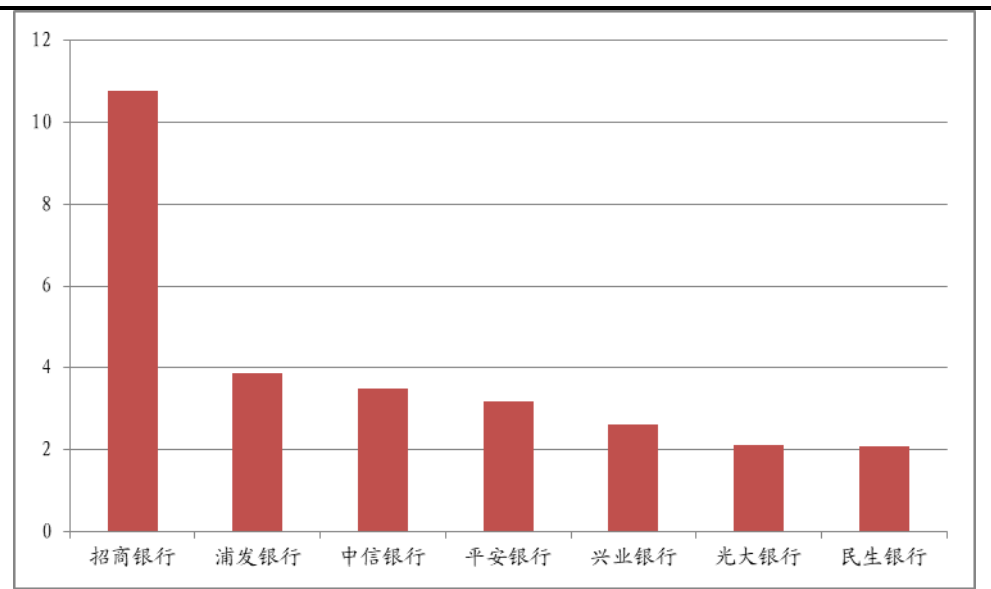
2021年在中信集团战略引领下, 正式印发《中信银行2021—2023年发展规划》。新三年发展规划强调“三高”“三强”的发展要求。其中, 三强是指以高科技驱动为引

擎，以高质量发展为主题，以高价值创造为主线。坚持强核发展方案，紧密围绕财富管理、资产管理、综合融资三大核心能力开展工作。

优化总行组织架构，机制体制上加速零售板块的融合，提高资源配置效率。融合数字金融部、远程中心以及线下财富管理团队成立财富管理部，促进“全渠道承载全产品，服务全客户”。人员配备上，一线理财经理队伍提升15%，远程渠道队伍坐席增长22%。

中信银行以财富管理为核心牵引打造“新零售”。截至2021年末，个人客户管理资产余额（含市值）¹达到3.48万亿元。零售存款9723亿元占个人客户管理资产余额的比重达到27.94%，表外理财1.46万亿元占比41.95%。2022年一季度，个人客户管理资产余额达到3.56万亿元，较上年末增长2.46%。

图表18: 部分股份行零售业务 AUM 对比 (单位: 万亿元)



资料来源: 万得资讯, 万联证券研究所

企业财富管理方面, 2021年对公理财总规模突破1700亿元, 其中净值型理财产品规模达到1515.15亿元, 占对公理财总规模的86.32%。2022年一季度, 对公理财业务余额 1857.66亿元, 较上年末增加 102.39亿元。

资产管理业务是公司打造“财富管理-资产管理-综合融资”价值链上的中枢环节, 依托信银理财牌照优势和资产组织能力, 充分发挥集团内、母子行协同优势, 打造具有核心竞争力、产品种类全、客户覆盖广、综合实力领先的全能型资管。2021年末, 理财总规模14033亿元, 新产品规模12667亿元, 占比提升至90%, 其中非货币固收类产品规模增长4448亿元。2022年一季度末, 理财产品总规模1.51万亿元, 较上年末增长7.76%。

2021年, 公司充分利用集团协同优势, 实现代销公募基金、信托、资管计划等业

¹ 含中信银行子公司个人客户管理资产

务多点开花，累计销量超过30亿元。另外，信银理财通过外部渠道新增销售金额1278亿元，直销APP渠道开户客户数超过100万户。

2021年末中信银行综合融资余额11.47万亿元，较上年末增长12.46%。2022年一季度，综合融资余额11.9万亿元，较上年末增长3.7%。

我们预计，未来随着财富管理、资产管理以及综合融资服务的协同快速发展，将带动代销产品规模以及托管资产的规模不断提升，从而推动代理业务和托管及受托业务收入快速增长，以及占比的提升。

2.3 科技投入稳步提升，数字化转型提速

近年来，中信银行在科技方面的投入稳步提升。2018-2021年，科技投入累计245亿元，年复合增速19%。2021年，集团信息科技投入75.37亿元，同比增长8.82%，科技投入占营收的比例提升至3.68%。科技人员达4286人，占比7.73%。

以财富管理业务为例，以“M+平台”为一体，AI营销平台，企业微信为两翼，基于数字化和智能化引擎，深刻洞察客户需求。风险管理方面，深化智能风控，提升风险识别和预警能力。通过“人防”和“技防”，强化授信集中度管控等。

3 投资策略

中信银行对公业务方面战略客户与机构客户基础良好，并大力发展交易银行业务；零售业务方面，以财富管理为核心牵引打造“新零售”。资产质量方面，随着历史问题的出清，资产质量将明显改善。

盈利预测假设：

贷款增速保持稳定。随着配股的落地，有望摆脱资产端规模扩张的束缚，为新三年业务的发展打开空间。我们保守的预估未来三年贷款增速保持在9%左右。

净息差方面，2021年净息差2.05%。当前资产端的定价仍处于下行通道，下行压力仍较大，公司通过资产负债结构的调整稳定息差，并大力推动财富管理业务的发展，综合考虑，我们预计未来三年公司整体净息差降幅在5BP左右。

手续费净收入实现快速增长。随着公司大财富管理业务的快速推进，将带动理财、代销以及托管收入的增长，我们预计未来三年的复合增速有望保持在15-18%。

资产质量逐步向好，拨备计提力度下降。随着历史问题逐步出清，资产质量逐步向好，拨备计提力度有所下行。

基于以上假设及预判，我们测算的公司2022年-2024年营收同比增速9.6%/10.9%和12.4%，净利润同比增速20.5%和22.3%。对应的EPS分别为0.93元/1.13元和1.4元。综合公司当前较低的估值以及未来基本面的改善预期，给予公司增持评级。

4 风险提示

大财富管理业务发展不及预期。

如果疫情对的经济影响超预期，资产质量大幅恶化。

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021 年 A	2022 年 B	2023 年 B	2024 年 E
净利息收入	147,896	156,232	170,077	188,576
利息收入	306,165	317,559	344,086	377,680
利息支出	-158,269	-161,328	-174,009	-189,104
净手续费收入	35,870	43,044	49,931	57,920
净其他非息收入	20,765	24,918	28,656	32,954
营业收入	204,557	224,194	248,664	279,451
业务及管理费	-59,737	-65,480	-72,627	-81,619
拨备前利润	142,539	156,310	173,412	194,922
资产减值损失	-77,048	-81,192	-82,968	-84,406
税前利润	65,491	75,118	90,445	110,516
所得税	-9,140	-10,517	-12,662	-15,472
归母净利润	55,641	63,792	76,892	94,064

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2021 年 A	2022 年 B	2023 年 B	2024 年 E
贷款总额	4,855,969	5,293,006	5,769,377	6,288,621
债券投资	2,345,362	2,579,898	2,837,888	3,121,677
同业资产	343,211	360,372	378,390	397,310
资产总额	8,042,884	8,593,076	9,238,549	9,963,406
存款	4,789,969	5,029,467	5,331,235	5,651,110
同业负债	1,540,631	1,586,850	1,634,455	1,683,489
发行债券	958,203	1,130,680	1,356,815	1,628,179
负债总额	7,400,258	7,864,971	8,449,245	9,099,266
股本或实收资本	48,935	63,616	63,616	63,616
所有者权益总额	642,626	728,105	789,304	864,140

 数据来源：万得资讯，公司财报，万联证券研究所²
² 2022 年股本为配股后股本

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场