

投资评级 优于大市 维持

手续费表现亮眼，息差压力缓解

股票数据

10月17日收盘价(元) 6.02
 52周股价波动(元) 5.28-7.24

股本结构

总股本(百万股) 48935
 流通A股(百万股) 31905
 B股/H股(百万股) 0/14882

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-----|-----|-----|
| 绝对涨幅(%) | 5.2 | 9.1 | 5.2 |
| 相对涨幅(%) | 4.4 | 3.3 | 2.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:林加力

Tel:(021)23214395

Email:lj12245@htsec.com

证书:S0850518120003

分析师:解巍巍

Email:xww12276@htsec.com

证书:S0850518070001

投资要点: 中信银行三季报边际改善: 不仅三季度营收增速较上半年回升, 三季度末拨备水平也回升至 2018 年二季度前的水平。我们看好手续费收入的持续增长, 给予“优于大市”评级。

- 中信银行 2019 年前三季度实现归属于股东净利润 407.52 亿元, 同比增长 10.74%; 实现营业收入 1423.87 亿元, 同比增长 17.30%。
- **增速稳定提升, 手续费高增长。**公司前三季度归母净利润增速 10.74%, 较上半年上升 0.68 个百分点; 其中三季度单季归母净利润增速 12.34%。盈利增速提升首要归功于营收增速回升。虽然营收增速上半年回落至 14.93%, 但前三季度增速回升至 17.30%。三季度手续费收入表现亮眼: 前三季度手续费净收入同比增长 32.1%, 三季度单季同比增长 37.5%。我们认为主要受益于理财、代销业务回暖、以及信用卡业务收入的持续增长。
- **息差继续受益于负债端改善。**三季度末生息资产环比增长 1.2%, 利息净收入环比增长 3.4%。因此我们推测公司三季度息差继续扩大。我们测算负债改善仍是主要推动因素: 前三季度资产收益率较上半年持平, 负债成本率较上半年下降 1BP。
- **三季度贷款占比提升。**三季度末资产端中, 贷款占比(占生息资产比例, 下同)提高 1.1 个百分点至 61.2%, 投资类资产相应下降 0.9 个百分点。考虑公司前三季度有效税率为 15.7%, 较上半年下降 0.5 个百分点, 或继续增配国债、地方债、基金等免税资产, 我们认为投资类资产占比下降主要是由于非标类资产占比下降。三季度末负债端, 存款占比(占计息负债比例, 下同)微降 0.2 个百分点至 69.0%, 负债端结构较为稳定。
- **拨备力度加大, 信用风险缓步改善。**三季度末不良率 1.72%, 今年连续三个季度持平。我们测算前三季度不良生成率 1.46%, 较上半年下降 2BP, 较去年同期下降 43BP。我们认为公司信用风险在缓步改善。同时公司加大了拨备计提力度。三季度末拨备覆盖率 174.82%, 环比提高 9.65 个百分点, 自 2018 年二季度末降至 151.11%后再次回到 170%以上, 风险抵补能力有所提高。
- **投资建议。**中信银行三季报边际改善: 不仅三季度营收增速较上半年回升, 三季度末拨备水平也回升至 2018 年二季度前的水平。我们看好手续费收入的持续增长。我们根据 DDM 模型及可比估值法给予 2019 年 PB 估值 0.88-0.90 倍, 对应合理价值区间为 7.87-8.06 元(对应 2019 年 PE 为 8.03-8.22 倍, 同行业公司对应 PE 为 9.50 倍), 给予“优于大市”评级。
- **风险提示: 企业偿债能力下降, 资产质量大幅恶化; 金融监管政策出现重大变化。**

主要财务数据及预测

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 156708 | 164854 | 184313 | 201611 | 220430 |
| YOY(%) | 1.90% | 5.20% | 11.80% | 9.39% | 9.33% |
| 净利润(百万元) | 42566 | 44513 | 49341 | 54409 | 59221 |
| YOY(%) | 2.25% | 4.57% | 10.85% | 10.27% | 8.85% |
| 平均净资产收益率(%) | 12.01% | 11.62% | 11.43% | 11.57% | 11.30% |
| 平均总资产收益率(%) | 0.71% | 0.74% | 0.75% | 0.74% | 0.71% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.87 | 0.91 | 0.98 | 1.08 | 1.16 |
| BVPS(元) | 7.45 | 8.21 | 8.96 | 9.79 | 10.66 |

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股股息。

表 1 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | BVPS (元) | | | PB (倍) | | | PE (倍) | ROE (%) |
|--------|------|-------------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|---------|
| | | | 2018 | 2019E | 2020E | 2018 | 2019E | 2020E | 2019E | 2018 |
| 000001 | 平安银行 | 3241 | 11.34 | 12.89 | 14.41 | 1.47 | 1.30 | 1.16 | 11.50 | 11.49 |
| 600036 | 招商银行 | 9331 | 20.07 | 22.70 | 25.81 | 1.84 | 1.63 | 1.43 | 10.26 | 16.57 |
| 601166 | 兴业银行 | 3953 | 21.18 | 23.60 | 26.53 | 0.90 | 0.81 | 0.72 | 6.04 | 14.27 |
| | 均值 | | 17.53 | 19.73 | 22.25 | 1.54 | 1.37 | 1.21 | 9.50 | 15.02 |
| 601998 | 中信银行 | 2946 | 8.21 | 8.96 | 9.79 | 0.73 | 0.67 | 0.61 | 6.14 | 11.39 |

注：收盘价为 10 月 17 日价格，可比公司 EPS、BVPS 为 wind 一致预期。中信银行数据为海通证券研究所预测数据，并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股股息。

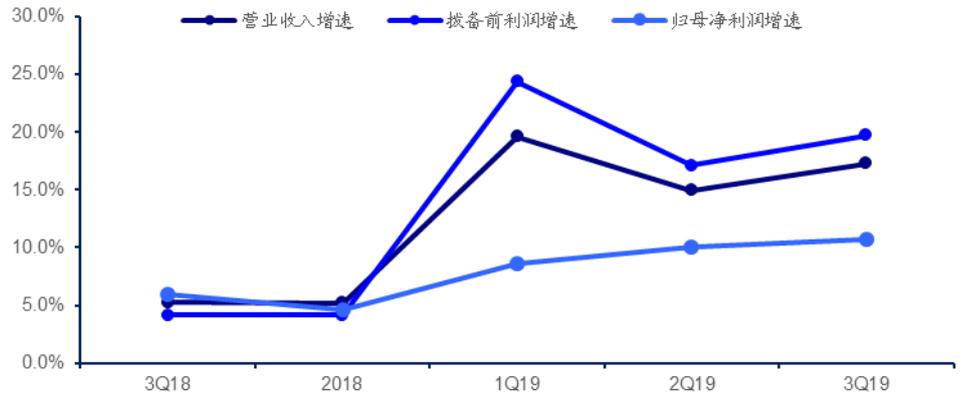
资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 DDM 模型下的敏感性测算

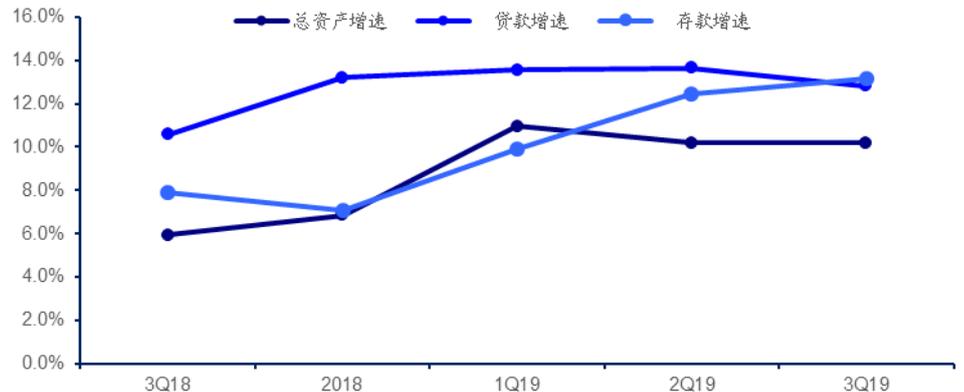
| 每股价值 (元) | 永续净利润增速(行) | | | | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 风险折现率(列) | 4.6% | 4.8% | 5.0% | 5.2% |
| 10.1% | 6.88 | 7.06 | 7.24 | 7.44 | 7.66 |
| 9.9% | 7.15 | 7.34 | 7.54 | 7.76 | 8.00 |
| 9.7% | 7.44 | 7.65 | 7.87 | 8.11 | 8.38 |
| 9.5% | 7.75 | 7.98 | 8.23 | 8.50 | 8.79 |
| 9.3% | 8.09 | 8.34 | 8.62 | 8.92 | 9.25 |

资料来源：海通证券研究所测算

注：我们假设公司未来三年的 EPS 为 0.98、1.08、1.16 元，第四年至第十年的净利润增速为 8.0%，分红比例为 25%；永续阶段净利润增速为 5.0%，永续阶段分红比例为 30%，风险折现率为 9.74%

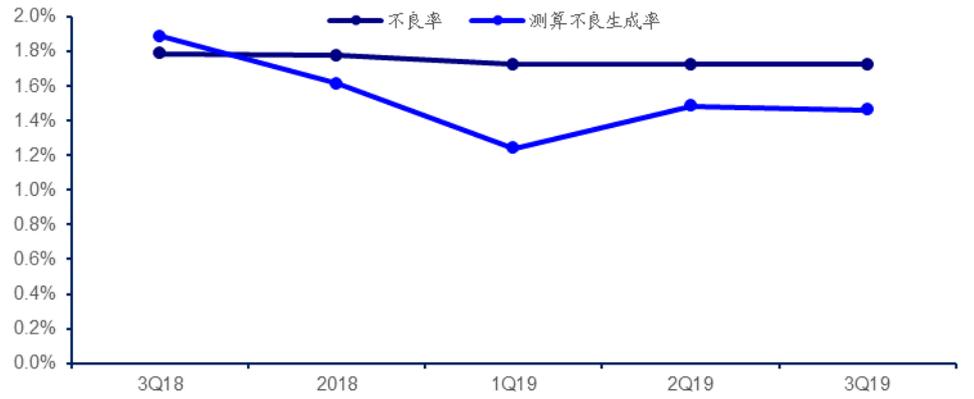
图 1 公司营收、PPOP、归母净利润增速情况


资料来源：WIND，海通证券研究所

图 2 公司资产、贷款、存款增速情况


资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 公司不良率及测算不良生成率情况



资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 估值指标 (倍): | | | | | 利润表(百万元): | | | | |
| PE | 6.62 | 6.14 | 5.55 | 5.21 | 利息收入 | 233793 | 256983 | 286329 | 318726 |
| PB | 0.73 | 0.67 | 0.61 | 0.56 | 利息支出 | -129021 | -141629 | -160066 | -181000 |
| P/B (扣除商誉) | 0.73 | 0.67 | 0.62 | 0.57 | 净利息收入 | 104772 | 115354 | 126263 | 137726 |
| 每股指标 (元): | | | | | 手续费净收入 | 45148 | 54025 | 60415 | 67771 |
| EPS | 0.91 | 0.98 | 1.08 | 1.16 | 营业收入 | 164854 | 184313 | 201611 | 220430 |
| BVPS | 8.21 | 8.96 | 9.79 | 10.66 | 业务及管理费 | -50395 | -55294 | -60483 | -66129 |
| BVPS (扣除商誉) | 8.19 | 8.94 | 9.77 | 10.65 | 拨备前利润 | 112559 | 126862 | 138757 | 151692 |
| 每股拨备前利润 | 2.30 | 2.59 | 2.84 | 3.10 | 拨备 | -58233 | -66262 | -71933 | -78957 |
| 驱动性因素: | | | | | 税前利润 | 54326 | 60600 | 66824 | 72734 |
| 生息资产增长 | 8.60% | 10.25% | 11.36% | 11.61% | 税后利润 | 45376 | 50298 | 55464 | 60370 |
| 贷款增长 | 12.87% | 13.00% | 10.00% | 10.00% | 归属母公司净利润 | 44513 | 49341 | 54409 | 59221 |
| 存款增长 | 7.10% | 9.00% | 8.00% | 8.00% | 资产负债表 (百万元): | | | | |
| 贷款收益率 | 4.87% | 4.76% | 4.76% | 4.76% | 贷款总额 | 3608412 | 4077506 | 4485256 | 4933782 |
| 生息资产收益率 | 4.15% | 4.11% | 4.14% | 4.13% | 贷款减值准备 | -101151 | -118635 | -132771 | -149429 |
| 存款付息率 | 1.87% | 2.03% | 2.03% | 2.03% | 贷款净额 | 3515650 | 3958870 | 4352485 | 4784353 |
| 计息负债付息率 | 2.47% | 2.43% | 2.45% | 2.48% | 债券投资 | 1600163 | 1773286 | 2061471 | 2409544 |
| 净息差 | 1.86% | 1.85% | 1.82% | 1.78% | 存放央行 | 538708 | 517150 | 558522 | 603204 |
| 风险成本 | 1.40% | 1.72% | 1.68% | 1.68% | 同业资产 | 286342 | 300659 | 321705 | 344225 |
| 净手续费增速 | -3.65% | 19.66% | 11.83% | 12.18% | 其他资产 | 125851 | 209545 | 233354 | 260455 |
| 成本收入比 | 30.57% | 30.00% | 30.00% | 30.00% | 生息资产 | 5940863 | 6549966 | 7294184 | 8141325 |
| 所得税税率 | 16.47% | 17.00% | 17.00% | 17.00% | 资产总额 | 6066714 | 6759511 | 7527537 | 8401780 |
| 盈利及杜邦分析: | | | | | 存款 | 3649611 | 3978076 | 4296322 | 4640028 |
| ROAA | 0.74% | 0.75% | 0.74% | 0.71% | 同业负债 | 1299482 | 1494404 | 1718565 | 1976350 |
| ROAE | 11.62% | 11.43% | 11.57% | 11.30% | 发行债券 | 552483 | 690604 | 863255 | 1079068 |
| 净利息收入 | 1.78% | 1.80% | 1.77% | 1.73% | 计息负债 | 5501576 | 6163084 | 6878142 | 7695446 |
| 非净利息收入 | 1.02% | 1.08% | 1.05% | 1.04% | 负债总额 | 5613628 | 6269668 | 6997092 | 7828531 |
| 营业收入 | 2.81% | 2.87% | 2.82% | 2.77% | 股本 | 48935 | 48935 | 48935 | 48935 |
| 营业支出 | 0.89% | 0.89% | 0.88% | 0.86% | 资本公积 | 58977 | 58977 | 58977 | 58977 |
| 拨备前利润 | 1.92% | 1.98% | 1.94% | 1.90% | 盈余公积 | 34450 | 34450 | 39480 | 45026 |
| 拨备 | 0.99% | 1.03% | 1.01% | 0.99% | 一般风险准备 | 74255 | 74255 | 74255 | 74255 |
| 税前利润 | 0.93% | 0.94% | 0.94% | 0.91% | 未分配利润 | 179820 | 207987 | 211547 | 246603 |
| 税收 | 0.15% | 0.16% | 0.16% | 0.16% | 股东权益 | 453086 | 489842 | 530445 | 573249 |
| 业绩年增长率: | | | | | 资本状况: | | | | |
| 净利息收入 | 5.15% | 10.10% | 9.46% | 9.08% | 资本充足率 | 12.47% | 11.94% | 11.45% | 10.96% |
| 营业收入 | 5.20% | 11.80% | 9.39% | 9.33% | 核心资本充足率 | 9.43% | 9.21% | 8.99% | 8.76% |
| 拨备前利润 | 4.16% | 12.71% | 9.38% | 9.32% | 杠杆率 | 13.39 | 13.80 | 14.19 | 14.66 |
| 归属母公司利润 | 4.57% | 10.85% | 10.27% | 8.85% | RORWA | 0.95% | 0.95% | 0.94% | 0.92% |
| 资产质量: | | | | | 风险加权系数 | 77.10% | 77.00% | 77.00% | 77.00% |
| 不良率 | 1.77% | 1.64% | 1.60% | 1.60% | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 157.98% | 177.25% | 184.57% | 189.25% | | | | | |
| 拨贷比 | 2.80% | 2.91% | 2.96% | 3.03% | | | | | |
| 不良净生成率 | 1.61% | 1.41% | 1.50% | 1.52% | | | | | |

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

注: 收盘价为 10 月 17 日价格, 并且 EPS、BVPS 计算时已考虑优先股股息。

信息披露 分析师声明

孙婷 银行行业
林加力 银行行业
解巍巍 银行行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中信银行,第一创业,兴业银行,杭州银行,中国太保,国金证券,光大证券,中国人寿,东方财富,建设银行,国泰君安,东吴证券,汇丰控股,华安证券,中国银河,兴业证券,招商证券,中国银行,华泰证券,中原证券,中国平安,中国财险,中金公司,众安在线,中信建投,安信信托,中国太平,东方证券,南京银行,广发证券

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。