

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 5.43
合理价格区间(元): 6.16~7.03

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

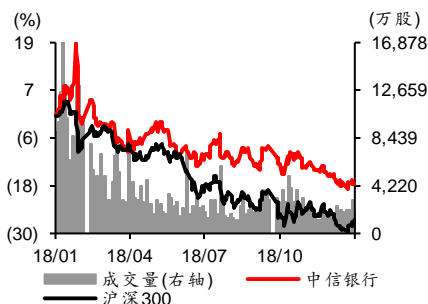
郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《中信银行(601998,增持): 拟发行优先股, 利好资产结构转换》2018.12
- 2 《中信银行(601998,增持): 息差持续上升, 资产质量压力缓和》2018.10
- 3 《中信银行(601998,增持): 规模增速转正, 资产质量承压》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润增速放缓, 不良率继续下行

中信银行(601998)

盈利增速微降, 维持“增持”评级

公司于2019年1月11日发布2018年业绩快报, 归母净利润、营业收入分别同比+4.57%、+5.20%, 增速较1-9月-1.36pct、-0.07pct, 业绩符合我们的预期。盈利增速微降主要由于信贷成本的提升。我们预测公司2019-2020年归母净利润增速6.1%/6.9%, EPS为0.97/1.03元, 目标价6.16~7.03元, 维持“增持”评级。

息差预计总体平稳, 不良贷款率继续下降

假设2018年全年净利息收入占营业收入比例、2018年末生息资产占总资产比例分别与2018年前三季度、2018年Q3末保持一致, 则我们测算2018年全年净息差与1-9月持平。2018年末不良贷款率1.77%, 较Q3末下降2bp。自Q2不良贷款率跃升至1.80%以来, 不良贷款率连续两个季度下降, 资产质量压力边际缓和。若2018年全年成本收入比、税金及附加/营业收入、贷款占总资产比例、拨备余额均与前三季度(或Q3末)保持一致, 则Q4末拨备覆盖率将较Q3末微降3pct至158%, Q4单季年化信贷成本将较Q3提升79bp至2.59%。

资产增速略有提升, 再融资加速推进

2018年末总资产同比增速6.83%, 较Q3末提升0.91pct。公司资本补充步伐显著加快, 有利于进一步提升资产规模增速。Q3末公司资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为12.23%、9.46%、8.65%, 一级及核心一级资本充足率在上市股份行中偏低。但Q4公司资本补充步伐显著加快: 10月500亿元二级资本债发行完毕; 12月13日发布预案拟发行400亿元优先股及不超过2018年末母公司加权风险资产余额5%的二级资本债; 12月28日400亿元可转债发行计划得到证监会核准。

重点关注资本压力释放的增长空间, 资本充足率有望居前

按2018年Q3末财务数据静态测算, 若400亿元优先股全部计入一级资本, 则公司一级资本充足率、资本充足率将分别较Q3末提升0.88pct至10.34%、13.11%, 跃居上市股份行第三位, 资本压力得到缓解。若考虑公司即将发行的可转债转股及后续的二级资本债发行计划, 资本充足率有望进一步上升。公司目前结构调整阶段基本结束, 后续在资本呵护下, 资产规模放量可期, 有望实现以量补价。

信贷成本有所调高, 目标价6.16~7.03元

鉴于公司调高信贷成本, 2018年利润增速下行, 我们预测公司2019-2020年归母净利润增速6.1%/6.9% (前次预测7.0%/7.9%), EPS0.97/1.03元 (前次预测0.98/1.07元), 2019年BVPS8.79元, 对应PB0.62倍。股份行2019年Wind一致预测PB为0.70倍, 维持2019年目标PB0.7-0.8倍, 目标价由6.17~7.05元微调至6.16~7.03元。

风险提示: 经济下行超预期, 资产质量恶化超预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	48,935
流通A股(百万股)	31,905
52周内股价区间(元)	5.33-8.14
总市值(百万元)	265,716
总资产(百万元)	5,864,796
每股净资产(元)	8.67

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	153,781	156,708	164,857	176,857	190,960
+/-%	5.96	1.90	5.20	7.28	7.97
归属母公司净利润(百万元)	41,629	42,566	44,511	47,245	50,514
+/-%	1.14	2.25	4.57	6.14	6.92
EPS(元, 最新摊薄)	0.85	0.87	0.91	0.97	1.03
PE(倍)	6.38	6.24	5.97	5.62	5.26

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比 A 股上市股份行 PB 估值 (2019/1/11) (Wind 一致预期)

代码	简称	2019 年 PB 估值 (倍)
600036.SH	招商银行	1.15
601166.SH	兴业银行	0.66
601818.SH	光大银行	0.64
600015.SH	华夏银行	0.59
600000.SH	浦发银行	0.59
000001.SZ	平安银行	0.70
600016.SH	民生银行	0.54
	平均值	0.70

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 财务预测 (百万元)

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表概要	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总资产	5,931,050	5,677,691	6,119,588	6,554,792	7,021,144	净利息收入	106,138	99,645	104,827	110,068	115,571
贷款净额	2,802,384	3,105,984	3,417,254	3,719,504	4,047,325	手续费净收入	42,280	46,858	49,295	51,759	54,347
债券投资	1,852,670	1,445,298	1,472,954	1,513,019	1,551,475	营业费用	46,864	48,552	44,524	54,826	59,198
总负债	5,546,554	5,265,258	5,673,496	6,072,604	6,500,080	拨备前利润	106,896	108,063	120,235	121,929	131,655
存款余额	3,639,290	3,407,636	3,731,808	4,049,269	4,392,900	计提减值准备	52,288	55,787	66,629	65,030	70,819
同业负债	1,369,561	1,247,702	1,262,229	1,291,071	1,317,870	所得税	12,822	9,398	8,769	9,307	9,951
股东权益	384,496	412,433	446,091	482,188	521,064	净利润	41,629	42,566	44,511	47,245	50,514
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资本管理	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
平均 ROA	0.23%	0.16%	0.14%	0.14%	0.14%	核心资本	342,563	366,567	396,422	430,311	466,650
平均 ROE	11.95%	10.93%	10.71%	10.54%	10.45%	资本净额	475,008	502,821	538,560	580,072	624,578
生息资产收益率	3.97%	3.93%	4.13%	3.98%	4.08%	风险加权资产	3,964,448	4,317,502	4,653,535	4,984,478	5,339,108
计息负债成本率	2.13%	2.31%	2.45%	2.34%	2.48%	风险加权资产比重	67%	76%	76%	76%	76%
成本收入比	30%	31%	27%	31%	31%	核心一级资本充足率	8.6%	8.5%	8.5%	8.6%	8.7%
						一级资本充足率	9.7%	9.3%	9.3%	9.3%	9.4%
						资本充足率	12.0%	11.6%	11.6%	11.6%	11.7%
成长能力	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
贷款	13.5%	10.8%	10.0%	8.8%	8.8%	贷款减值准备	75,543	90,903	126,026	152,845	178,931
存款	14.3%	-6.4%	9.5%	8.5%	8.5%	不良贷款额	47,360	52,123	60,485	65,091	69,209
净利息收入	1.6%	-6.1%	5.2%	5.0%	5.0%	不良贷款率	1.69%	1.68%	1.77%	1.75%	1.71%
中间业务收入	18.5%	10.8%	5.2%	5.0%	5.0%	拨备覆盖率	160%	174%	208%	235%	259%
营业费用	-7.1%	3.6%	-8.3%	23.1%	8.0%	拨贷比	2.70%	2.93%	3.69%	4.11%	4.42%
净利润	1.1%	2.3%	4.6%	6.1%	6.9%	信用成本	2.12%	1.99%	2.15%	1.90%	1.90%
营业收入结构	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	估值分析	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利息占比	69.0%	63.6%	63.6%	62.2%	60.5%	PB	0.77	0.73	0.67	0.62	0.57
手续费收入占比	27.5%	29.9%	29.9%	29.3%	28.5%	PE	6.38	6.24	5.97	5.62	5.26
业务费用占比	30.5%	31.0%	27.0%	31.0%	31.0%	EPS	0.85	0.87	0.91	0.97	1.03
计提拨备占比	34.0%	35.6%	40.4%	36.8%	37.1%	BVPS	7.04	7.45	8.10	8.79	9.54
						每股股利	0.21	0.26	0.27	0.29	0.31
						股息收益率	3.9%	4.8%	5.0%	5.3%	5.7%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

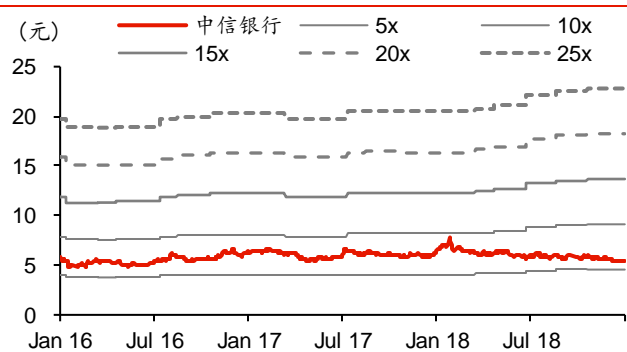
图表3: 财务数据

利润表 (百万元)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	3Q18 QoQ	3Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
营业收入	38,802	38,727	41,401	39,638	41,414	40,332	-2.61%	4.14%	153,781	156,708	1.90%
利息净收入	24,386	24,779	25,372	24,211	25,597	27,052	5.68%	9.17%	106,138	99,645	-6.12%
非利息收入	14,416	13,948	16,029	15,427	15,817	13,280	-16.04%	-4.79%	47,643	57,063	19.77%
净手续费收入	11,956	11,455	12,642	10,473	11,389	10,742	-5.68%	-6.22%	42,280	46,858	10.83%
其他收入	2,460	2,493	3,387	4,954	4,428	2,538	-42.68%	1.81%	5,363	10,205	90.29%
营业支出	22,569	25,430	33,373	23,894	24,751	26,786	8.22%	5.33%	99,152	104,339	5.23%
业务管理费用	10,525	9,994	16,604	11,039	10,573	11,171	5.66%	11.78%	42,377	46,892	10.65%
资产减值损失	11,624	15,062	16,311	12,457	13,704	15,202	10.93%	0.93%	52,288	55,787	6.69%
拨备前营业利润	27,857	28,359	24,339	28,201	30,367	28,748	-5.33%	1.37%	106,917	108,156	1.16%
税前利润	16,306	13,318	7,842	15,746	16,696	13,573	-18.71%	1.91%	54,608	52,276	-4.27%
所得税	3,534	2,587	-141	3,317	2,950	2,276	-22.85%	-12.02%	12,822	9,398	-26.70%
净利润	12,772	10,731	7,983	12,429	13,746	11,297	-17.82%	5.27%	41,786	42,878	2.61%
归属于母公司股东净利润	12,622	10,727	7,828	12,166	13,555	11,078	-18.27%	3.27%	41,629	42,566	2.25%
资产负债表 (百万元)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	3Q18 QoQ	3Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
总资产	5,651,216	5,536,973	5,677,691	5,624,705	5,807,444	5,864,796	0.99%	5.92%	5,931,050	5,677,691	-4.27%
生息资产	5,488,754	5,349,222	5,470,627	5,404,831	5,625,313	5,696,869	1.27%	6.50%	5,755,035	5,470,627	-4.94%
现金及存放央行	519,590	492,285	568,300	493,448	521,826	470,374	-9.86%	-4.45%	553,328	568,300	2.71%
同业资产	265,020	301,321	351,045	401,831	355,928	282,364	-20.67%	-6.29%	546,653	351,045	-35.78%
贷款	3,012,896	3,083,676	3,105,984	3,193,307	3,287,321	3,410,074	3.73%	10.58%	2,802,384	3,105,984	10.83%
证券投资	1,691,248	1,471,940	1,445,298	1,316,245	1,460,238	1,534,057	5.06%	4.22%	1,852,670	1,445,298	-21.99%
总负债	5,258,518	5,135,751	5,265,258	5,205,163	5,383,683	5,427,649	0.82%	5.68%	5,546,554	5,265,258	-5.07%
计息负债	5,131,301	4,993,122	5,096,582	5,034,318	5,231,386	5,277,957	0.89%	5.70%	5,395,797	5,096,582	-5.55%
向央行借款	193,600	222,600	237,600	259,550	266,100	319,580	20.10%	43.57%	184,050	237,600	29.10%
同业负债	1,011,998	1,005,493	1,010,102	772,517	821,794	950,023	15.60%	-5.52%	1,185,511	1,010,102	-14.80%
存款	3,453,476	3,316,743	3,407,636	3,477,528	3,587,994	3,578,398	-0.27%	7.89%	3,639,290	3,407,636	-6.37%
应付债券	472,227	448,286	441,244	524,723	555,498	429,956	-22.60%	-4.09%	386,946	441,244	14.03%
归属于母公司所有者权益	387,425	395,944	399,638	406,762	410,983	424,148	3.20%	7.12%	379,224	399,638	5.38%
每股数据 (元)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	3Q18 QoQ	3Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
普通股股本 (百万股)	48,935	48,935	48,935	48,935	48,935	48,935	0.00%	0.00%	48,935	48,935	0.00%
EPS(TTM)	0.86	0.85	0.84	0.89	1.84	0.91	-50.44%	6.70%	0.85	0.84	-1.26%
BVPS	7.20	7.38	7.45	7.60	7.68	7.95	3.50%	7.81%	7.04	7.45	5.93%
PPOP/sh	2.19	2.25	2.21	2.22	3.21	2.28	-28.92%	1.62%	2.18	2.21	1.15%
财务比率 (%)	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	3Q18 QoQ	3Q18 YoY	12M16	12M17	12M17 YoY
年化平均 ROA	0.90%	0.77%	0.57%	0.88%	0.96%	0.77%	-0.19pct	0.01pct	0.87%	0.74%	-0.13pct
年化平均 ROE	13.02%	10.95%	7.87%	12.07%	13.26%	10.61%	-2.65pct	-0.34pct	13.91%	11.67%	-2.24pct
净息差	1.76%	1.83%	1.88%	1.78%	1.86%	1.91%	0.05pct	0.08pct	2.04%	1.78%	-0.27pct
成本收入比	27.12%	25.81%	40.11%	27.85%	25.53%	27.70%	2.17pct	1.89pct	26.40%	29.92%	3.52pct
有效税率	21.67%	19.42%	-1.80%	21.07%	17.67%	16.77%	-0.90pct	-2.66pct	24.09%	17.98%	-6.11pct
非利息收入/营业收入	37.15%	36.02%	38.72%	38.92%	38.19%	32.93%	-5.27pct	-3.09pct	31.05%	36.41%	5.36pct
净手续费收入/营业收入	30.81%	29.58%	30.54%	26.42%	27.50%	26.63%	-0.87pct	-2.94pct	26.85%	29.90%	3.05pct
存贷比	89.51%	95.53%	93.82%	94.85%	193.82%	0.00%	-193.82pct	-95.53pct	83.68%	93.82%	10.14pct
不良贷款率	1.65%	1.66%	1.68%	1.70%	1.80%	1.79%	-0.01pct	0.13pct	1.69%	1.68%	-0.01pct
拨备覆盖率	152.97%	160.98%	169.44%	187.84%	151.19%	160.95%	9.76pct	-0.03pct	155.50%	169.44%	13.94pct
拨贷比	2.53%	2.67%	2.84%	3.19%	2.72%	2.88%	0.16pct	0.21pct	2.62%	2.84%	0.22pct
核心一级资本充足率	8.61%	8.56%	8.49%	8.58%	8.53%	8.65%	0.12pct	0.09pct	8.64%	8.49%	-0.15pct
一级资本充足率	9.60%	9.52%	9.34%	9.42%	9.36%	9.46%	0.10pct	-0.06pct	9.65%	9.34%	-0.31pct
资本充足率	11.76%	11.75%	11.65%	11.85%	11.34%	12.23%	0.89pct	0.48pct	11.98%	11.65%	-0.33pct

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

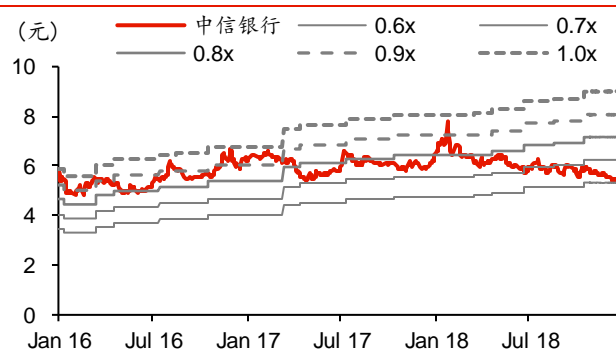
PE/PB - Bands

图表4: 中信银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表5: 中信银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

— 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com