

**中信银行 2019 季报详细解读：
收入同比增速上行，非息表现靓丽**
评级：增持(维持)

市场价格：6.02

分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君
执业证书编号：S0740519050002

电话：

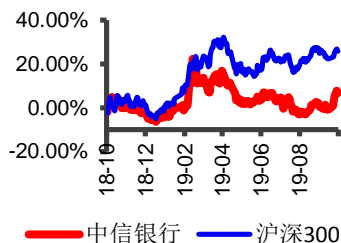
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

Email: jjajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	48,935
流通股本(百万股)	31,905
市价(元)	6.02
市值(百万元)	263,690
流通市值(百万元)	192,069

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 详细解读中信银行 2019 年中报：零售推进业绩高增，中收增速靓丽
- 2 中信银行 2019 一季报详细解读：业绩高增，营收同比+20%

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	153844	156708	164854	176578	191401
增长率 yoy%	6.00	1.86	5.20	7.11	8.40
净利润	41629	42566	44513	49025	52741
增长率 yoy%	1.14	2.25	4.57	10.14	7.58
每股收益(元)	0.85	0.84	0.88	0.97	1.05
净资产收益率	11.95	10.93	10.65	10.87	10.85
P/E	7.08	7.14	6.82	6.18	5.73
PEG	-	-	-	-	-
P/B	0.86	0.81	0.73	0.68	0.62

备注：

投资要点

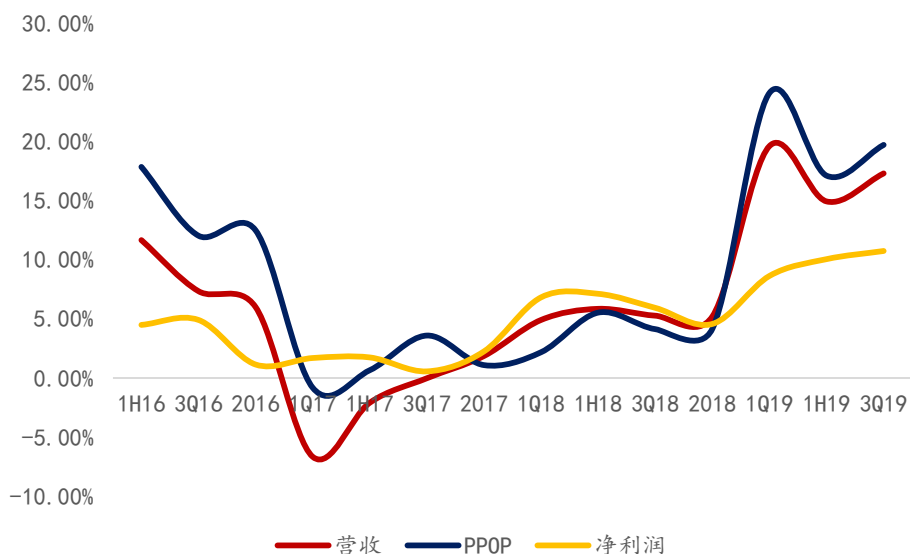
- **季报亮点：1、营收同比增 17.3%，由净利息收入和净非息共同驱动，PPOP 和净利润增速也保持两位数增速。2、净利息收入环比增 3.4%，受益量价驱动，净息差环比上升 3bp，主要是资产端受益结构调整环比上升。3、净非息表现靓丽，同比增 23.8%，由手续费及其他非息共同支撑。4、资产质量进一步夯实。3 季度不良率保持平稳在 1.72%，单季年化不良净生成环比下降至 1.38%，风险抵补能力则是持续夯实的。季报不足：存款占比小幅下降，总体负债端结构平稳。**
- **营收在净利息收入和净非息收入的共同带动下增速继续向上，带动 PPOP 和净利润增速小幅向上；公司继续加大拨备计提力度，净利润增速增幅小于 PPOP。1Q19-3Q19 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 19.6%/14.9%/17.3%、24.1%/17.1%/19.7%、8.6%/10.1%/10.7%。**
- **3Q19 业绩同比增长拆分：正向贡献业绩的因子有规模、息差、非息、成本、税收。拨备负向贡献业绩。其中，边际对业绩贡献改善的是：1、非息收入对业绩的正向贡献增强。2、成本节约效用增强。规模对业绩的正向贡献较 2 季度保持持平。边际贡献减弱的是：1、息差对业绩的正向贡献稍有减弱。2、拨备计提力度增强，拨备对业绩的负向贡献有增强。3、税收对业绩的正向贡献小幅减弱。**
- **投资建议：公司 2019、2020E PB0.68X/0.62X；PE6.18X/5.73X（股份行 PB0.88X/0.79X；PE 7.4X/6.87X），公司 19 年来业绩在规模和息差的带动下稳步回升，非息增长亮眼，对资产质量的担忧是压制中信估值主因，公司 18 年半年度开始对不良的认定逐步趋严，2019 年来资产质量整体平稳，信用卡业务不良还需跟踪观察。公司对公客户基础好、零售转型发力，建议积极关注公司未来的转型。**
- **风险提示：宏观经济面临下行压力，公司存款竞争面临压力，业绩经营不及预期。**

- **季报亮点：**1、**营收同比增 17.3%**，由净利息收入和净非息共同驱动，PPOP 和净利润增速也保持两位数增速。2、**净利息收入环比增 3.4%**，受益量价驱动，净息差环比上升 3bp，主要是资产端受益结构调整环比上升。3、**净非息表现靓丽**，同比增 23.8%，由手续费及其他非息共同支撑。4、**资产质量进一步夯实**。3 季度不良率保持平稳在 1.72%，单季年化不良净生成环比下降至 1.38%，风险抵补能力则是持续夯实的。季报不足：存款占比小幅下降，总体负债端结构平稳。

3 季度业绩增速良好

- 营收在净利息收入和净非息收入的共同带动下增速继续向上，带动 PPOP 和净利润增速小幅向上；公司继续加大拨备计提力度，净利润增速增幅小于 PPOP。1Q19-3Q19 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 19.6%/14.9%/17.3%、24.1%/17.1%/19.7%、8.6%/10.1%/10.7%。

图表：中信银行业绩同比增速



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **3Q19 业绩同比增长拆分：**正向贡献业绩的因子有规模、息差、非息、成本、税收。拨备负向贡献业绩。其中，**边际对业绩贡献改善的是：**1、非息收入对业绩的正向贡献增强。2、成本节约效用增强。规模对业绩的正向贡献较 2 季度保持持平。**边际贡献减弱的是：**1、息差对业绩的正向贡献稍有减弱。2、拨备计提力度增强，拨备对业绩的负向贡献有增强。3、税收对业绩的正向贡献小幅减弱。

图表：中信银行业绩增长拆分（累积同比）

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19
规模增长	0.9%	1.8%	10.0%	9.4%	9.4%
净息差扩大	2.6%	3.4%	5.9%	5.3%	4.1%
非息收入	1.8%	0.1%	3.7%	0.2%	3.8%
成本	-1.1%	-1.0%	4.5%	2.2%	2.4%
拨备	-0.6%	-0.2%	-23.3%	-11.0%	-12.6%
税收	3.8%	1.9%	7.0%	4.0%	3.8%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中信业绩增长拆分（单季环比）

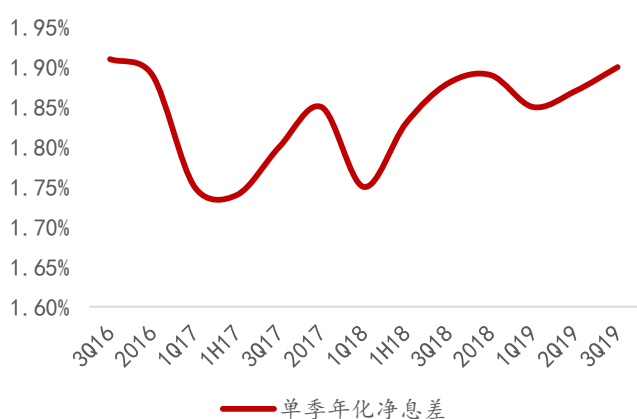
	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
规模增长	2.6%	2.7%	2.9%	2.3%	2.0%
净息差扩大	3.1%	0.5%	-2.3%	1.3%	1.4%
非息收入	-8.3%	4.6%	8.5%	-7.2%	4.2%
成本	-2.7%	-20.3%	29.9%	-0.4%	-0.7%
拨备	-13.4%	-26.3%	52.0%	20.9%	-27.0%
税收	0.9%	8.7%	-21.4%	-1.8%	2.4%

来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息收入环比增长 3.4%：量价齐升，结构贡献为主

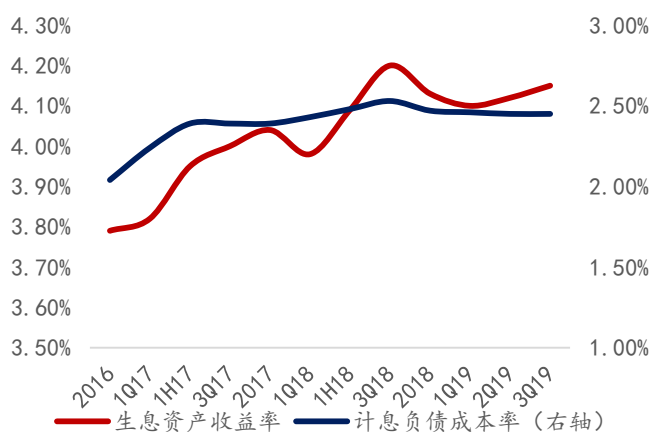
- 量价齐升带动净利息收入环比+3.4%，生息资产环比+1.3%，测算的时点单季年化净息差环比上行 3bp 至 1.90%。从资产负债端拆分情况看，息差上行来自资产端收益率的抬升。资产端生息资产收益率环比上升 3bp 至 4.15%，预计主要是表内高收益贷款占比资产比例提升带动，贷款占比生息资产环比提升 1.1 个百分点，假设 3 季度各项资产收益率与半年度环比持平，则结构变动对资产端收益率贡献 1.7bp；利率贡献大概率来自同业市场利率小幅走高；存贷利差由于公司的信贷投放结构，预计总体平稳。负债端收益率则环比持平为 2.45%，符合我们前期对银行负债端的判断。

图表：中信银行单季年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中信银行收益/付息率



来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：信贷占比提升

- 资产端生息资产增速保持平稳，贷款同比增速稍有放缓，但占比是提升的。1、贷款规模小幅放缓，同比增 12.7%，占比生息资产比例环比 2 季度提升 1.1 个百分点至 62%。2、债券投资：同比增速进一步放缓至 14.4%，占比生息资产下降至 27.5%。3、同业资产和存放央行：同业资

产从前三季度的压降转为规模小幅正增,存放央行资产则持续保持压降,占比生息资产则维持相对稳定,分别为 6.1%、4.5%。

- **负债端存款增速平稳,同业批发融资力度有加大。**1、存款在 2 季度高基数基础上环比+0.4%,占比计息负债 68.9%,在同业融资力度加大背景下,占比环比小幅下降 0.2 个百分点。2、主动负债方面,主要为同业负债支撑,规模环比增长 6.3%;发债则环比下降 8.3%。

图表: 中信银行生息资产环比增长

	同比增速				占比			
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
资产								
贷款	12.87%	12.96%	13.51%	12.67%	59.90%	60.70%	60.90%	62.00%
--企业贷款	1.25%		2.67%		31.21%		30.82%	
--个人贷款	20.54%		27.17%		24.62%		26.19%	
--票据	125.95%		27.87%		4.01%		3.96%	
债券投资	10.72%	36.72%	22.56%	14.39%	26.50%	29.30%	28.40%	27.50%
存放央行	-5.17%	-23.51%	-20.91%	-16.39%	8.80%	6.10%	6.50%	6.10%
同业资产	-18.50%	-39.94%	-24.56%	0.96%	4.70%	3.90%	4.30%	4.50%
生息资产合计	8.50%	11.55%	10.35%	10.23%				
负债								
	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
存款	6.13%	8.89%	11.52%	12.27%	66.10%	67.20%	69.10%	68.90%
发债	25.21%	13.93%	9.16%	29.35%	10.10%	10.60%	10.50%	9.50%
同业负债	4.54%	21.56%	9.02%	-0.67%	23.80%	22.20%	20.50%	21.60%
计息负债合计	7.39%	12.01%	10.75%	10.55%				

资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

资产质量: 继续夯实

- **多维度看: 1、不良维度——不良率保持平稳,单季年化不良净生成有所下降。**3 季度中信银行不良率为 1.72%, 环比持平。单季年化不良净生成比例为 1.38%, 环比 2 季度下降 0.43 个百分点。**2、拨备维度——风险抵补能力进一步夯实。**拨备覆盖率 174.82%, 环比上升 9.7 个百分点; 拨贷比 3.01%, 环比上升 16bp。

图表：中信银行资产质量

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	较年初变动	环比变动
不良维度							
不良率	1.79%	1.77%	1.72%	1.72%	1.72%	-0.05%	0.00%
不良净生成率（单季年化）	0.96%	2.05%	1.26%	1.81%	1.38%	-0.67%	-0.43%
不良净生成率（累计年化）	1.91%	1.72%	1.26%	1.65%	1.59%	-0.13%	-0.06%
不良核销转出率	91.34%	83.81%	69.76%	86.39%	80.90%	-2.91%	-5.49%
关注类占比	N.A.	2.36%	N.A.	2.32%	N.A.		
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	4.13%	N.A.	4.05%	N.A.		
逾期维度							
逾期率		2.68%		2.63%			
逾期 90 天以上净生成率（累积）		1.34%		1.35%			
逾期 90 天以上净生成率（单季年化）		1.78%		1.35%			
逾期净生成率（累积）		1.23%		1.23%			
逾期净生成率（单季）		1.86%		1.23%			
逾期/不良		150.81%		152.52%			
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	1.64%	N.A.	1.53%	N.A.		
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	92.41%	N.A.	88.77%	N.A.		
拨备维度							
信用成本（累积）	N.A.	1.40%	N.A.	1.81%	N.A.		
拨备覆盖率	160.95%	157.98%	169.89%	165.17%	174.82%	16.84%	9.65%
拨备/贷款总额	2.88%	2.80%	2.93%	2.85%	3.01%	0.21%	0.16%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他

- **净非息收入增速亮眼、同比+23.8%（1H19 同比+15.2%）**，占比总营收比例小幅上行至 38.7%。**1、净手续费收入同比+32.1%**，预计 3 季度代销、银行卡仍有部分支撑。**2、净其他非息收入同比+1.3%**，较半年度增速回升较多（1H19 同比-18%），单季同比拆分来看，主要是投资收益同比新增量较 2 季度上升较多，预计公司出售部分交易类资产兑现收益。
- **单季年化成本收入比 26%**，同比下降 1.7 个百分点。成本收入比下降来自分母端贡献，业务及管理费 3Q19 同比增长+11.1%，预计为公司新三年规划下持续加大金融科技投入。
- **核心一级资本充足率提升**。3Q19 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 8.76%、9.51%、11.82%，环比上升 18、16、-45bp。
- **前十大股东变动：1、增持**：香港中央结算（代理人）、陆股通分别增持 0.01%、0.07%至持股 24.79%、0.24%。**2、新进**：中国光大银行股份有限公司-光大保德信量化核心证券投资基金新进持股 0.04%。

- **投资建议：**公司 2019、2020E PB0.68X/0.62X；PE6.18X/5.73X（股份行 PB0.88X/0.79X；PE 7.4X/6.87X），公司 19 年来业绩在规模和息差的带动下稳步回升，非息增长亮眼，对资产质量的担忧是压制中信估值主因，公司 18 年半年度开始对不良的认定逐步趋严，2019 年来资产质量整体平稳，信用卡业务不良还需跟踪观察。公司对公客户基础好、零售转型发力，建议积极关注公司未来的转型。
- **风险提示：**宏观经济面临下行压力，公司存款竞争面临压力，业绩经营不及预期。

图表：中信银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
PE	7.14	6.82	6.18	5.73	净利息收入	99,645	104,772	111,682	120,705
PB	0.81	0.73	0.68	0.62	手续费净收入	46,858	45,148	49,663	53,636
EPS	0.84	0.88	0.97	1.05	营业收入	156,708	164,854	176,578	191,401
BVPS	7.45	8.21	8.79	9.65	业务及管理费	(46,892)	(50,395)	(52,620)	(56,463)
每股股利	0.26	0.23	0.25	0.27	拨备前利润	108,063	112,559	121,654	132,668
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	拨备	(55,787)	(58,233)	(61,340)	(67,627)
净息差	1.75%	1.81%	1.75%	1.71%	税前利润	52,276	54,326	60,314	65,040
贷款收益率	4.65%	4.86%	4.77%	4.76%	税后利润	42,878	45,376	50,060	53,983
生息资产收益率	3.88%	4.03%	3.96%	3.96%	归属母公司净利润	42,566	44,513	49,025	52,741
存款付息率	1.51%	1.88%	1.90%	1.90%	资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
计息负债成本率	2.31%	2.43%	2.44%	2.47%	贷款总额	3,196,887	3,616,750	4,050,760	4,455,836
ROAA	0.73%	0.76%	0.76%	0.74%	债券投资	1,445,298	1,600,163	1,792,183	1,971,401
ROAE	10.93%	10.65%	10.87%	10.85%	同业资产	351,045	286,103	291,825	297,662
成本收入比	29.92%	30.57%	29.80%	29.50%	生息资产	5,554,790	6,035,536	6,736,953	7,381,281
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	资产总额	5,677,691	6,066,714	6,774,384	7,483,480
净利息收入	-6.12%	5.15%	6.60%	8.08%	存款	3,407,636	3,649,611	4,014,572	4,375,884
营业收入	1.86%	5.20%	7.11%	8.40%	同业负债	1,247,702	1,304,367	1,369,585	1,438,065
拨备前利润	1.09%	4.16%	8.08%	9.05%	发行债券	441,244	552,483	718,228	933,696
归属母公司净利润	2.25%	4.57%	10.14%	7.58%	计息负债	5,096,582	5,506,461	6,102,385	6,747,644
净手续费收入	10.83%	-3.65%	10.00%	8.00%	负债总额	5,265,258	5,613,628	6,291,119	6,956,335
贷款余额	11.08%	13.13%	12.00%	10.00%	股本	48,935	48,935	48,935	48,935
生息资产	-4.61%	8.65%	11.62%	9.56%	归属母公司股东权益	399,638	436,662	465,197	507,271
存款余额	-6.37%	7.10%	10.00%	9.00%	所有者权益总额	412,433	453,087	483,265	527,145
计息负债	-5.55%	8.04%	10.82%	10.57%	资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	资本充足率	11.65%	12.47%	12.03%	11.82%
不良率	1.68%	1.77%	1.72%	1.76%	核心资本充足率	8.49%	8.62%	8.50%	8.58%
拨备覆盖率	172.59%	159.28%	151.25%	138.74%	杠杆率	13.77	13.39	14.02	14.20
拨贷比	2.84%	2.80%	2.60%	2.44%	RORWA	1.03%	1.00%	1.02%	1.01%
不良净生成率	1.32%	1.72%	1.75%	1.80%	风险加权系数	76.44%	77.50%	75.65%	74.65%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。