

一、核心指标概览

首先，看一下中信银行年报的核心数据（表1）：

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2022	2021	2020	2019
【营业成本分析】								
营业收入增速	3.34%	3.37%	2.85%	4.08%	3.34%	5.05%	3.81%	13.79%
减值后营业净收入增速	9.79%	11.23%	9.53%	11.12%	9.79%	13.63%	1.22%	3.68%
扣费减值后营业净收入(营业利润)	11.31%	12.49%	10.34%	12.96%	11.31%	12.37%	2.39%	4.19%
归母净利润增速	11.61%	12.81%	12.03%	10.93%	11.61%	13.60%	2.01%	7.87%

表2-中信银行2022年营收与成本拆解

从营业收入中扣除信用减值损失后，增速大幅上升为9.79%，说明中信的减值力度与营收并不匹配，这个减值力度是否合理，是否受到营收的影响，需要结合贷款质量情况，第三节再具体讨论。

在扣除信用减值损失的基础上，再扣除业务及管理费用，增速进一步提升至11.31%，与净利润的增长基本一致。

业务及管理费用同比增长8.05%，其中员工薪酬同比增长10.69%，折旧、摊销和租赁费增长4.93%，一般行政费用增长4.18%。物业设备费用增速较正常，员工薪资增长较快可能与公司加大科技投入有关，而下半年行政费用增长大幅下降，可能是因为货币宽松导致存款增长较快，相关揽储费用大幅减少。

三、贷款质量与拨备分析

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2022	2021	2020	2019
【贷款减值与拨备】								
贷款拨备率(拨贷比)	2.55%	2.56%	2.58%	2.49%	2.55%	2.50%	2.82%	2.90%
贷款实际减值率(计提+收回-回拨)	1.31%		0.76%		1.31%	1.23%	1.73%	1.89%
贷款实际减值对不良生成覆盖率	121.56%		134.19%		121.56%	102.34%	103.88%	120.11%
不良拨备覆盖率	201.19%	201.88%	197.15%	184.19%	201.19%	180.07%	171.68%	175.25%
不良关注贷款拨备覆盖率	87.71%		80.57%		87.71%	79.73%	77.14%	74.79%

表4 中信银行贷款减值与拨备

如表4所示，中信的贷款拨备率（拨贷比）环比三季度下降0.01%至2.55%，同比去年底提升0.05%。当完成不良出清时通常该指标会出现显著的增长，所以看上去中信银行还处于不良出清的前夜。

计算公式：

贷款实际减值 = 贷款减值损失 + 收回已核销贷款 - 已减值贷款利息回拨

不良关注贷款拨备覆盖率 = 贷款减值准备余额 ÷ (不良类贷款 + 关注类贷款)

注：报表里公布的贷款减值损失（本期计提/转回）是与收回已核销贷款相抵消后的净值，使用该指标实际上会低估银行的减值力度。

公司全年实际减值的贷款金额675.22亿，达到新生成不良的121.56%，说明其全年贷款减值比较充足，这一点可以验证中信的贷款减值力度是比较合理的，不良生成也比较合理，只是受制于今年营收乏力无法进一步增加计提。

不良关注贷款拨备覆盖率继续提升至87.71%，虽然仍有不足，但离100%已经不远了。

整体看，中信银行目前不良出清的迹象已经非常明显，不过仍需等待两个时点验证，一个是配股完成后不良生成是否会重新走高，另一个是未来季报和中报披露的拨

贷比是否会出现大幅提升。

四、债权投资质量与拨备分析

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2022	2021	2020	2019
【债权投资减值与拨备】								
债权投资拨备率	2.48%		2.73%		2.48%	2.25%	1.43%	0.73%
债权投资核销率	0.13%		0.00%		0.13%	0.59%	0.05%	0.02%
实际债权减值对第三阶段生成覆盖	71.51%		31.28%		71.51%	65.78%	37.91%	46.27%
债权投资非标占比	22.75%		25.54%		22.75%	24.03%	27.06%	37.62%

表6-浦发银行债权投资减值与拨备

计算公式：

债权投资实际减值 = 债权投资减值损失 + 收回已核销债权投资

如表6所示，债权投资中的非标占比继续下降至22.75%，相对于浦发和兴业来说略低一下，但绝对值依然较高，这可能是第三阶段占比较高的主要原因。

注：关于表外非标更详细的讨论请看《[深度探索银行财报（9）银行手续费收入里的猫鼠游戏](#)》。

债权投资的拨备率（类似拨贷比）环比去年底提升0.23%为2.48%，但拨备率的绝对值明显小于第三阶段占比（不良率）4.72%，大概只能覆盖一半的不良，说明中信银行的债权投资拨备严重的不足。

债权投资的核销率非常低，减值对第三阶段的覆盖率也远低于100%，这都说明中信银行还没开始处理债权投资的不良资产。不确定配股完成之后是否会有变化，这也是上一节最后提到的关注点之一。

五、信用减值与资产核销分析

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2022	2021	2020	2019
【净息差】								
净息差（生息资产）	1.97%	1.96%	1.99%	2.02%	1.97%	2.05%	2.26%	2.45%
净息差（总资产）	2.10%	2.13%	2.21%	2.21%	2.10%	2.16%	2.32%	2.51%
资产收益率	4.11%		4.16%		4.11%	4.24%	4.47%	4.80%
贷款收益率	4.81%		4.88%		4.81%	4.99%	5.31%	5.60%
投资收益率	3.21%		3.27%		3.21%	3.40%	3.67%	4.10%
负债成本率	2.19%		2.22%		2.19%	2.25%	2.29%	2.44%
负债成本率	2.09%		2.04%		2.09%	2.00%	2.10%	2.08%

表8-中信银行净息差

计算公式：

净息差（兴业报表）=（利息净收入 + 交易性金融资产对应的负债成本）÷ 生息资产日均余额

净息差（常规算法）= 利息净收入 ÷ 生息资产日均余额

总资产净利息收益率（净息差）=（利息净收入 + 投资收益）÷（（期初资产总额 + 期末资产总额）÷ 2）

如表8所示，净息差同比去年底下降0.08%至1.97%，环比三季度提升0.01%。主要是资产收益率的下降幅度明显高于负债成本的下降幅度，以及受到其核充率较低的影响，生息资产增速较慢导致，不能以量补价。

在还原了投资收益后，总资产的净利息收益率（净息差）同比下降0.06%，环比三季度下降0.03%，略好于生息资产的净息差。由于中信银行交易性金融资产占比较低，所以该指标在行业内处于中等水平，叠加资产扩张速度较慢，导致其盈利能力较差，因此急需补充核心一级资本。

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2022	2021	2020	2019
【非息业务】								
利息净收入增速	1.86%	0.80%	-0.32%	-1.24%	1.86%	-1.74%	2.44%	
非息收入增速	7.21%	10.25%	9.64%	17.77%	7.21%	28.15%	8.75%	
手续费净收入增速	3.41%	-1.41%	-2.66%	4.12%	3.41%	24.39%	7.88%	
三项投资收益增速	14.42%	31.60%	31.60%	47.56%	14.42%	35.27%	7.51%	-6.78%
扣银行卡后手续费收入增速	1.83%		-7.71%		1.83%	26.71%	8.92%	-3.31%
非息收入占比	28.74%	30.59%	31.87%	31.62%	28.74%	27.70%	22.71%	21.68%
手续费净收入占比	17.55%	17.05%	17.38%	17.88%	17.55%	17.54%	14.81%	14.25%
三项投资收益占比	10.98%	13.45%	14.37%	13.67%	10.98%	9.91%	7.70%	7.43%
扣银行卡后手续费收入占比	11.62%		11.66%		11.62%	11.80%	9.78%	9.32%

表10-中信银行利息净收入与非息收入增速

如表10所示，利息净收入同比增长1.86%，过去三年几乎没有增长，这就是因为净息差下降的大背景下，其受到核充率的限制生息资产的规模扩张较慢，无法以量补价导致的。

非息收入同比增长7.21%，其中三项投资收益合计同比增长了14.42%，但环比三季度末出现了明显的下降，主要是前三季度降息环境下债券升值所致，第四季度降息效应已经消失。因此中信银行急需补充核心一级资本来扩大生息资产的规模。

计算公式：

三项投资收益 = 投资收益 + 公允价值变动损益 + 汇兑损益

手续费净收入同比增长3.41%，环比中报有所改善，其中扣除卡手续费后的手续费同比增长1.83%。

再进一步分析，代理业务手续费同比下降12.39%，环比上半年有明显改善，说明四季度代销业务有所回暖。托管及其他受托业务佣金同比增长10.2%，上半年还是负增长，下半年实现了反转，这个表现与平银类似，说明四季度理财业务也出现了

明显的好转。

公司扣除银行卡的手续费收入占比仅为11.62%在股份行和国有大行中处于中等偏下的水平，说明公司在大财富业务上处于劣势，这是公司未来发展的一大障碍。

八、关于估值的讨论

使用每股分红倍数给银行股进行估值（股息折现模型DDM）。

关于DCF模型详见《[基于现金流贴现（DCF）模型的估值速算表（1）——以贵州茅台为例](#)》