

协同赋能，包袱卸下，绩优回归

2023 年 07 月 14 日

➤ **金控牌照提升协同高度。** 背靠中信集团，中信银行可获取“实业广覆盖+金融全牌照”的全面赋能。2010 年中信集团层面即设立了业务协同部，推动集团内部协同。而 2022 年中信金控牌照的落地，则将“融融协同”推向了新的高度，多家业内头部的公司联动带来的优势互补，为中信银行的发展带来有力支撑。

➤ **“中特估”催化，带来估值重塑机遇。** 在中国特色估值体系建设的大环境下，中信银行可充分拥抱估值提振机遇。一方面中信银行当前仍处低估值阶段，分红率稳定；另一方面，中信银行基本面稳健，经营战略明晰，前景向好。

➤ **布局新零售，重塑对公竞争力。** 当前中信银行的“新零售”发展，充分受益其三大维度、递进式的“协同”规划。①零售板块内部各类业务融合发展；②全行各条线，即零售金融、公司金融和金融市场业务之间相互协同，共同锻造“财富管理、资产管理、综合融资”三大核心能力；③依托中信集团、中信金控进行协同，联合各子公司锻造“中信联合舰队”，为银行发展注入新活力。**依托协同优势，对公端亦进一步提升了综合服务能力。** 近年来通过调整信贷结构、加大不良认定力度等方式，对公端资产质量持续向好；业务发展则一方面依托集团强化服务能力，另一方面继续巩固多年来在对公存款方面的低成本优势。

➤ **盈利能力前瞻向好。** 近年来 ROE 承压的主要矛盾所在：2018-20 年压力主要体现在减值损失带来拖累，2020 年以来则主要是利息收入和中收贡献降低。目前，**三方面问题当前均有向好态势**：①资产质量已显著改善；②资产端零售信贷占比、负债端存款占比均有提升空间，为息差带来正向支撑；③依托集团赋能，“财富管理、资产管理、综合融资”三大核心能力得到锻造，中收增长亦有潜力。

➤ **资产质量显著改善，配股打开扩张空间。** 存量风险基本已整改到位，当前在不良认定标准更加严格背景下，不良新生成率仍呈下降趋势。另外，中信银行在调整信贷结构过程中，较早开始退出房地产领域，且目前不良暴露较充分、敞口下行，整体风险预计可控。**当前 400 亿元配股即将落地**，发行后可补充核心一级资本，为规模接续扩张做好资本储备。

投资建议：卸下质量包袱，协同助力前行

在历史资产质量包袱得以卸下的基础之上，中信银行把握集团、金控的协同优势，进一步明确其新零售发展战略，零售信贷提振利息收入表现、“财富管理、资产管理、综合融资”带来中收增长潜力，发展逻辑明晰。同时乘“中特估”之东风，当下正值估值重塑机遇。预计 23-25 年 EPS 分别为 1.06、1.16 和 1.26 元，2023 年 7 月 13 日收盘价对应 0.6 倍 23 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 宏观经济波动超预期；转型进度不及预期；地产行业改善不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	211,392	212,547	217,911	224,363
增长率 (%)	3.3	0.5	2.5	3.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	62,103	67,411	73,518	80,222
增长率 (%)	11.6	8.5	9.1	9.1
每股收益 (元)	1.27	1.06	1.16	1.26
PE	5	6	5	5
PB	0.5	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 13 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

6.07 元



分析师

余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

目录

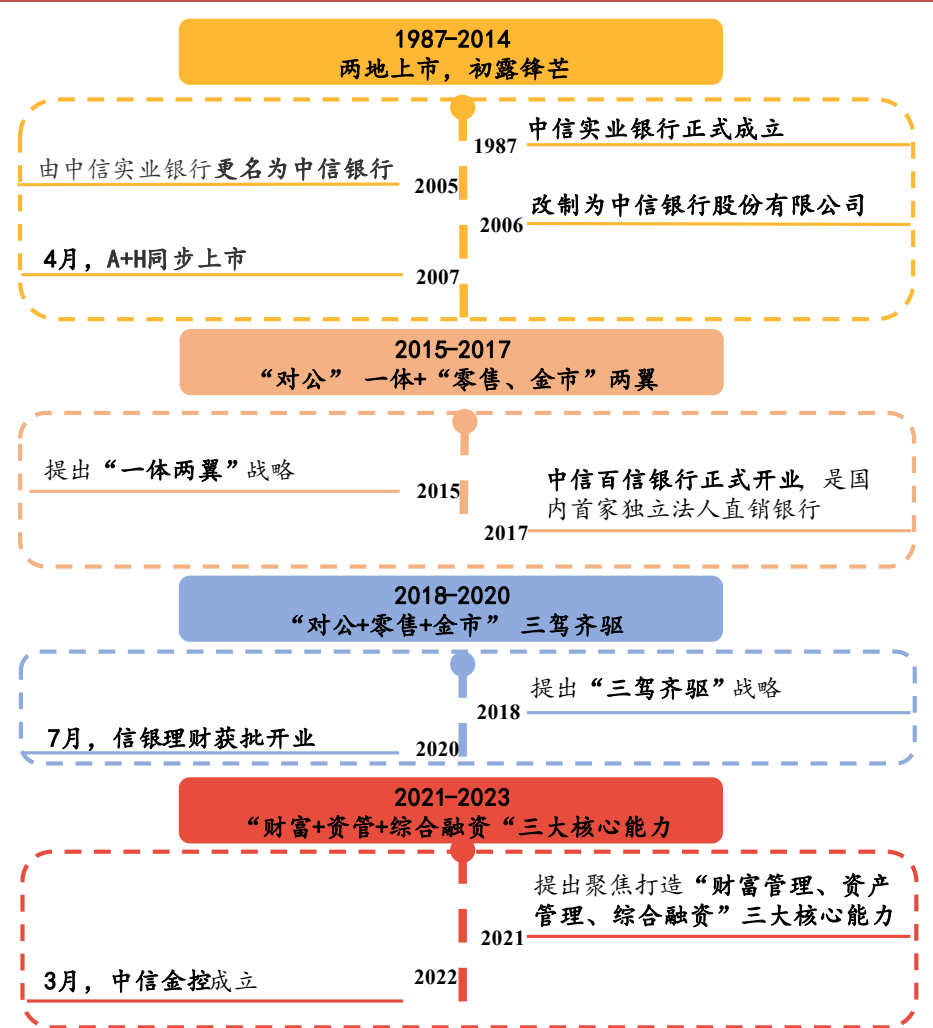
1 背靠集团赋能，拥抱“中特估”	3
1.1 对公起家，零售地位不断提升	3
1.2 依托集团，金融+实业先天优势	4
1.3 管理层战略坚定	6
1.4 中特估下的好标的	7
2 三重协同护航，新零售正扬帆	8
2.1 零售战略升级，板块内部融合	8
2.2 对公零售互动，条线协同发展	13
2.3 集团、金控协同，共促“1+1>2”	16
3 卸下历史包袱，重构对公竞争力	19
3.1 立足传统优势，把握存款贡献	19
3.2 调优信贷结构，重塑市场竞争力	20
4 业绩优化有空间，风险低、资本充裕	22
4.1 盈利能力处于股份行中游	22
4.2 净息差略低，但改善渠道明晰	23
4.3 中收增长有潜力	26
4.4 资产质量修复，信用成本下行	27
4.5 配股充裕资本，助力规模扩张	30
5 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测假设与业务拆分	31
5.2 投资建议	31
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	36

1 背靠集团赋能，拥抱“中特估”

1.1 对公起家，零售地位不断提升

迎借改革开放春风，改制上市初露锋芒。1986 年，中信集团向人民银行申请将其银行部改组为“中信实业银行”，1987 年经国务院和人民银行批准，中信实业银行正式成立，是我国改革开放中最早成立的全国性商业银行之一。在成立之初，中信实业银行主要开展的是外汇、贸易与实业等对公条线业务。此后，于 2005 年更名为中信银行，2006 年完成股份制改造，2007 年实现 A+H 股同步上市。

图1：中信银行发展历程示意图

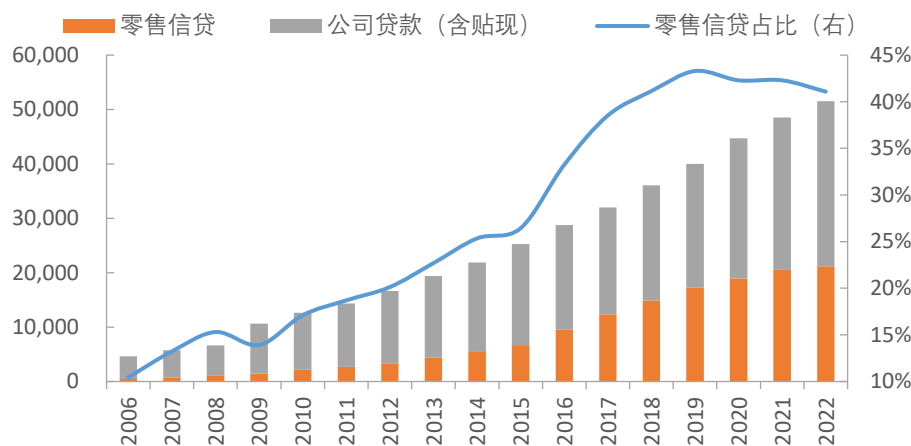


资料来源：公司招股意向书，公司财报，民生证券研究院绘制

战略升级路径明晰，零售战略地位逐渐提升。中信银行于 2005 年开始实施零售银行战略，零售信贷占比持续提升，但 2015 年之前零售信贷占比一直在 30% 以下。2015 年至今，从三个阶段的“三年规划”表述中，可窥见零售银行战略地位的逐渐升级。零售业务的战略定位，逐渐从 2015-2017 年的“两翼”升级到 2018-2020 年与公司银行业务并驾齐驱，在 2021-2023 年的三年规划中，则打破传统的业务板块界限，提出要“着力构建财富管理、资产管理、综合融资三大核

心业务能力”。与之相对应的，2015 年起零售信贷占比迅速提升，目前稳定于 40% 以上水平。

图2：中信银行信贷结构（亿元，%）

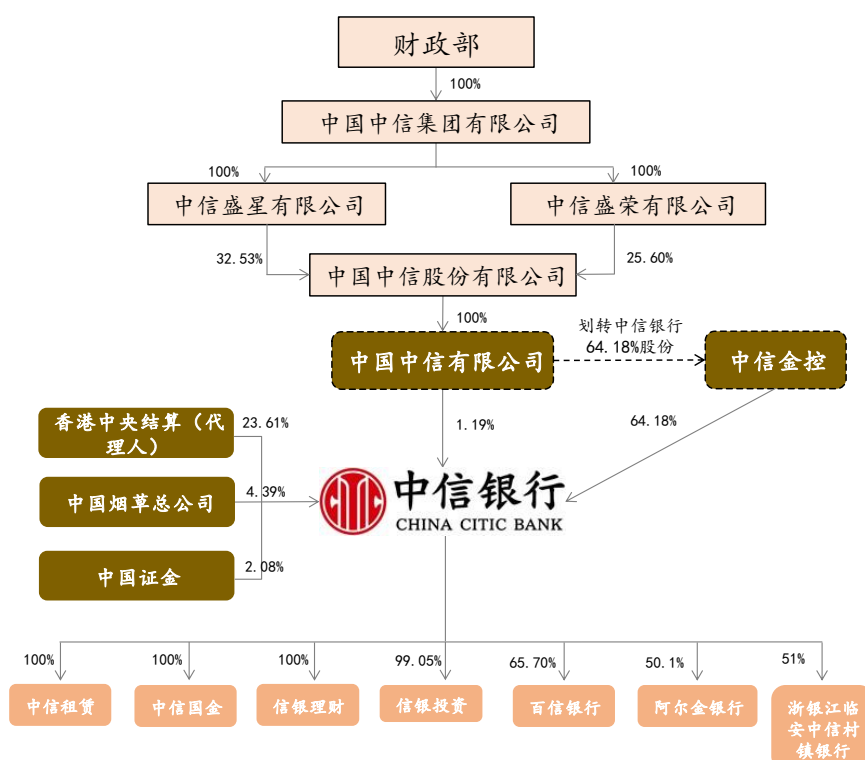


资料来源：公司财报，民生证券研究院

1.2 依托集团，金融+实业先天优势

背靠中信集团，国资背景雄厚。23 年 4 月 28 日，中信有限向中信金控无偿划转的中信银行 64.18% 股份已完成登记过户，目前中信银行第一大股东变更为中信金控。中信集团仍为中信银行的实际控制人，而中信集团又为财政部 100% 控股的中央所属国有独资企业，赋予中信银行深厚的国资背景。

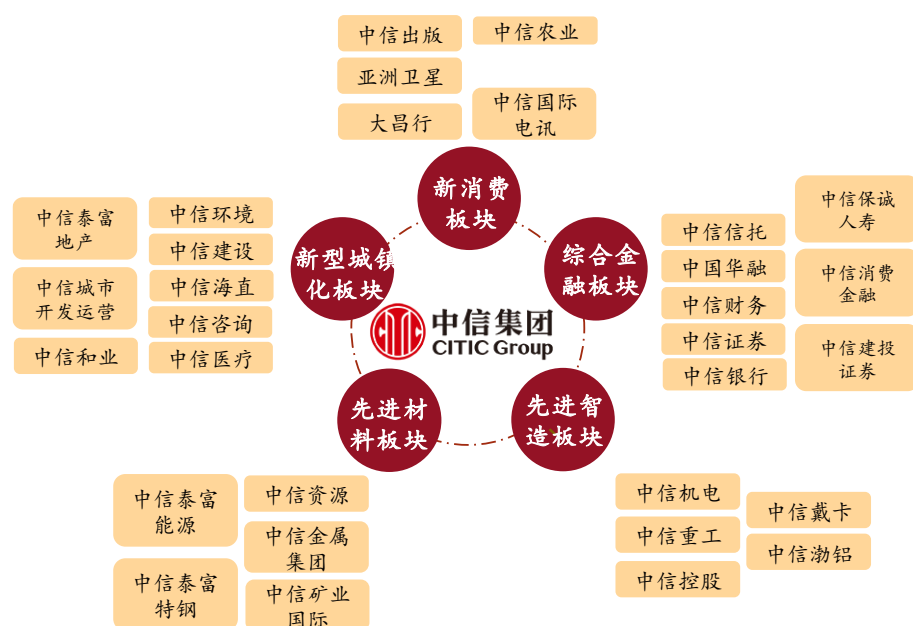
图3：中信银行截至 23 年 4 月 28 日股权结构



资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

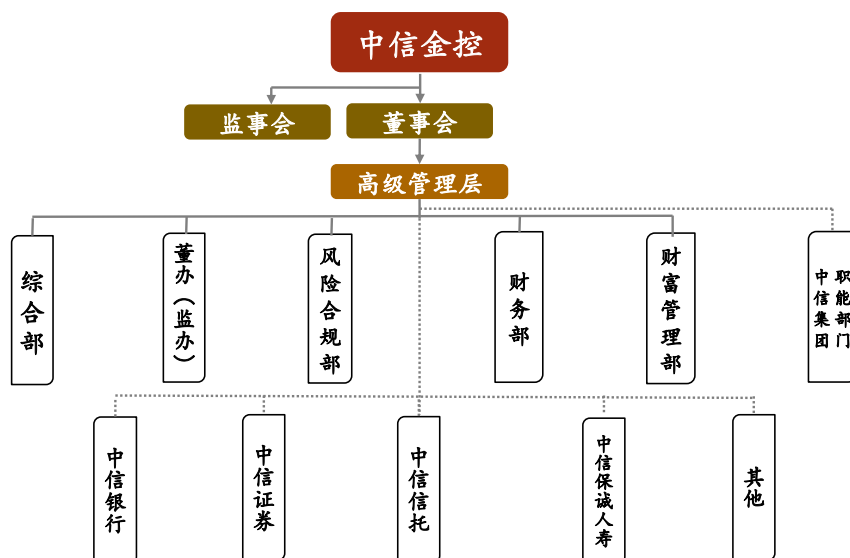
集团业务多元化，协同发展势头强。中信集团是中国最大的综合性企业集团之一，内部涵盖了综合金融、先进智造、先进材料、新消费和新型城镇化五大板块，各板块内均有业内领先的子公司。依托集团的“金融全牌照、实业全覆盖”的资源禀赋，中信银行可在三个维度上保持竞争优势。一是集团内部各子公司、分支机构均建立了协同对口部门，并在全国设立了多家区域协同分会，机制上保障协同质效。二是综合金融板块内部可实现“融融协同”，能为银行重点客户提供一站式、全生命周期的综合金融服务。三是与四大实业板块可实现“产融协同”。

图4：中信集团截至 2022 年子公司业务板块简图



资料来源：中信集团官网，民生证券研究院绘制

中信金控深度推进协同。中信金控成立于 2022 年 3 月，作为中信集团综合金融服务板块发展的平台及主体，将支持中信银行、中信证券、中信信托、中信保诚人寿等金融子公司发展。中信金控的成立，为中信协同提供了进一步的组织体系支撑。一是金控层面成立财富管理委员会，下设投行业务子委会、零售体系建设子委会和资产配置子委会，助力做强综合金融服务。二是逐渐形成队伍的融合，提升客户的服务体验；三是做实风控体系，更大范围核查风险、更早发现风险点，并且可协同处置已经存在的问题。

图5：中信金控组织架构简图


资料来源：中信金控官网，民生证券研究院

1.3 管理层战略坚定

管理团队变动，但内部调动，团队基本平稳。2023年4月17日，中信银行发布公告，朱鹤新先生辞去中信银行董事长职务，董事会选举原行长方合英为董事长，聘任常务副行长刘成为行长。管理层虽有人事变动，但内部变动基本无效率摩擦。一是方合英董事长与刘成行长已共事多年无需担心配合问题；二是新任行长、董事长二人均为中信银行近年来发展战略的主要制定者与执行者，公司既定战略可得到坚守；三是方合英董事长仍兼任中信集团副总经理，对于集团协同资源，仍有较强调配能力。

表1：中信银行管理层简介

姓名	职位	就职年份	出生年份	22年薪酬(万元)	简历
方合英	董事长	2023年(1年)	1966	-	多年深耕中信集团。 1996年加入中信银行，历任零售业务部副总经理、分行行长、分行党委书记、中信银行金融市场业务总监、财务总监、党委副书记、行长。
刘成	行长	2023年(1年)	1967	203	政务经验丰富。 曾任职于发改委、国务院办公厅，2018年加入中信银行。
郭党怀	副行长	2014年(9年)	1964	193	分管对公及零售业务。 1986年加入中信银行，长期行内任职，曾任基层业务员，业务经验丰富。
王康	副行长	2022年(1年)	1972	193	负责财务管理。 1996年加入中信银行，2003-2013年于总行计财部工作，2015年担任资产负债部总经理。
胡罡	副行长	2017年(6年)	1967	193	负责风险管理。 曾任职于湖南省检察院政治部、湖南省委办公厅人事处、众立实业集团；2000年加入中信银行。
谢志斌	副行长	2019年(4年)	1969	193	人力资源管理经验丰富。 曾任职中国出口信用保险公司，2014年任呼和浩特市副市长，2019年加入中信银行。
吕天贵	副行长	2021年	1972	193	分管零售业务。 曾任职中国银行；2003年加入中信银行，

(3 年)			历任信用卡中心总裁、零售银行部、私人银行部总经理。		
张青	董秘	2019 年	1968	181	曾任职于工商银行；2001 年加入中信银行，历任西安分行副行长，总行党委组织部部长、人力资源部总经理。
(4 年)					

资料来源：公司公告，公司财报，民生证券研究院

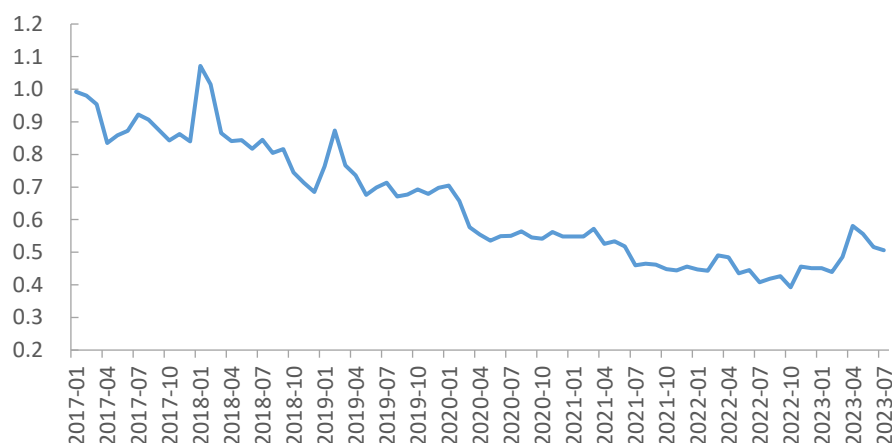
1.4 中特估下的好标的

我们在《中特估值体系之三：国企对标一流，哪些银行收益？》一文中，曾提出中特估值体系下银行标的选股指标框架：国资占比高、经营稳健、低估值、高股息。

财政部全资持股中信集团，中信银行估值位于 2017 年以来 1/4 分位数水平。

首先，中信银行实际控制人中信集团由财政部单一全资持股。同时，虽然 2023 年 3-5 月，受“中特估”提振，中信银行估值稍有回升迹象，不过目前估值仍处于 2017 年以来 1/4 分位数水平。

图6：中信银行 2017 年以来估值复盘 (PB-LF, 倍)



资料来源：wind，民生证券研究院

分红比例稳定。虽然与六家国有大行稳定的 30%及以上水平相比，中信银行现金分红比例整体略低，但与另外三家国资占比较高的股份行同业相比，中信银行 2015 年以来现金分红比例稳定于较高水平上，基本位于 25%-31%区间之内。

图7：现金分红比例对比

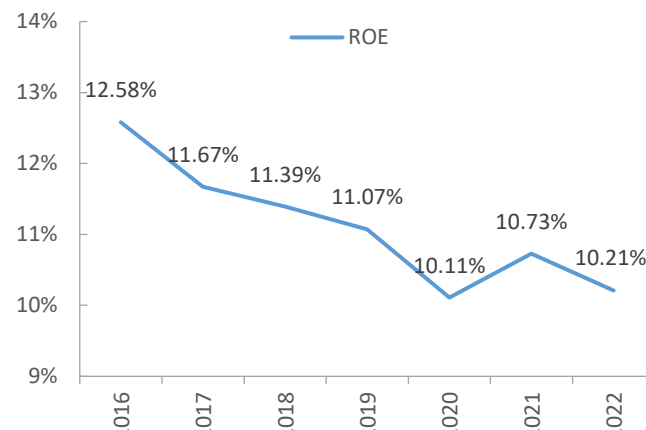
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国银行	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
农业银行	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
工商银行	30.3%	30.5%	30.5%	30.5%	30.5%	30.9%	30.9%	31.3%
建设银行	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
邮储银行		15.0%	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
交通银行	30.1%	30.0%	30.2%	31.4%	31.4%	31.9%	32.2%	32.7%
华夏银行	20.9%	9.8%	10.2%	13.4%	20.0%	21.8%	22.1%	24.4%
光大银行	30.0%	15.1%	30.1%	25.1%	32.0%	32.7%	28.1%	28.1%
浦发银行	20.0%	8.1%	5.4%	18.4%	30.8%	25.5%	25.3%	20.5%
中信银行	25.2%	25.3%	31.0%	26.1%	25.1%	27.0%	28.1%	28.1%

资料来源：公司财报，民生证券研究院

不良整改到位，经营基本稳健。中信银行不良率曾于 2011 年起不断攀升，至 2018 年达到峰值，但近五年来通过调整信贷结构、完善风控管理体系，资产质量得到明显修复。ROE 水平也在经历 2020 年低点后波动回升，盈利能力整体稳健。

图8：中信银行截至 23Q1 不良率


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图9：中信银行截至 2022 年 ROE


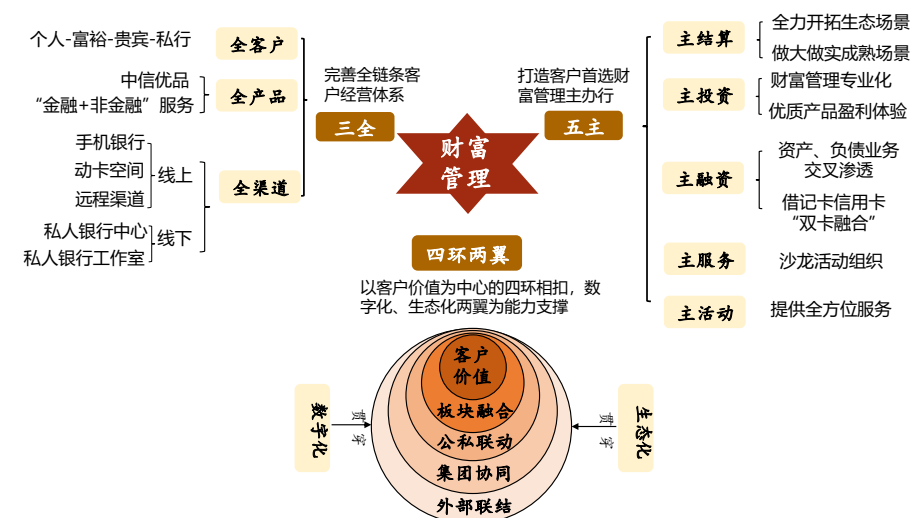
资料来源：公司财报，民生证券研究院

2 三重协同护航，新零售正扬帆

2.1 零售战略升级，板块内部融合

当前零售业务的战略地位提升、内容细化。零售业务在全行战略中地位不断提升的同时，业务发展策略也更加细化，当前形成了围绕财富管理“一体”的“两翼、三全、四环、五主的”发展策略。其中“四环、两翼”为发展路径，通过该路径更好地实现“全客户层次维护、全产品维度供给、全渠道触达”的“三全”服务体系；深化“主结算、主投资、主融资、主服务、主活动”的“五主”客户关系。

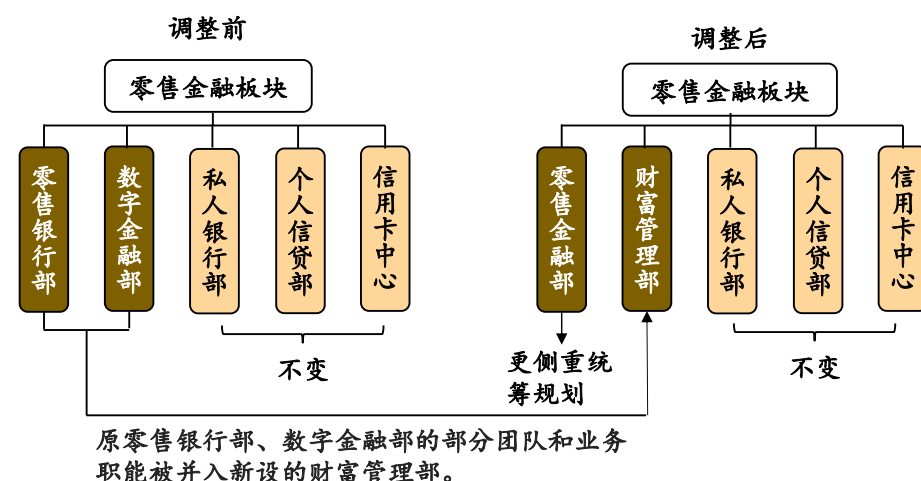
图10：中信银行零售战略示意图



资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

配合战略的进一步细化，组织架构也进行了相应调整。2021年，中信银行对零售金融板块的组织安排进行了调整，新设立财富管理部，接替了原零售银行部和数字金融部在业务方面的团队与职能，而原零售银行部则更名为零售金融部，更加侧重总量全局方面的统筹规划。在组织架构的调整上，更加凸显出财富管理业务在新零售战略中的重要地位。

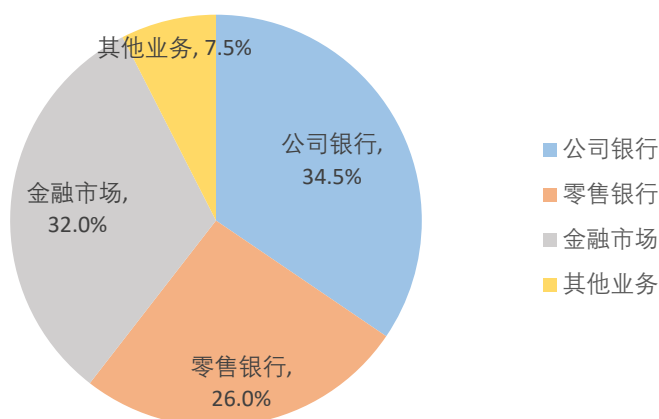
图11：中信银行零售金融板块组织架构调整示意图



资料来源：公司财报，《银行家》，民生证券研究院绘制

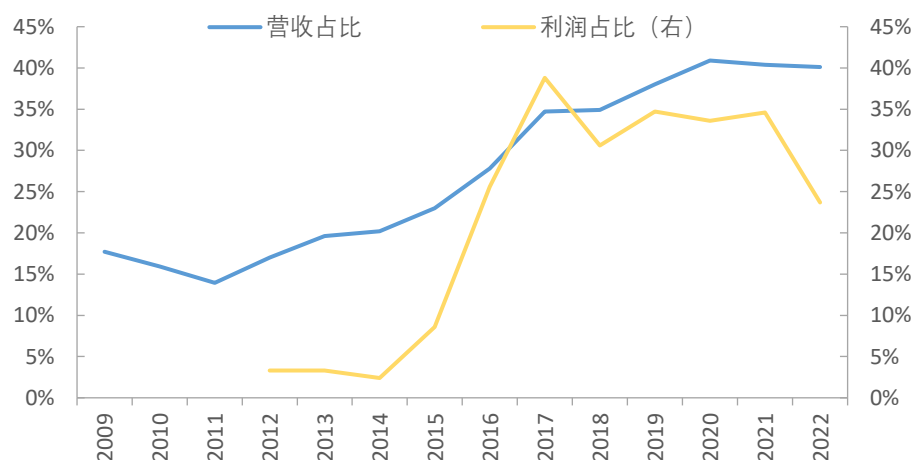
随着转型的不断深入，零售产能逐渐得到释放。2022 年末，零售业务分部资产比重提升至 26%，零售业务分部营收占比达到 40.1%。

图12：中信银行 2022 年末各业务分部资产比重



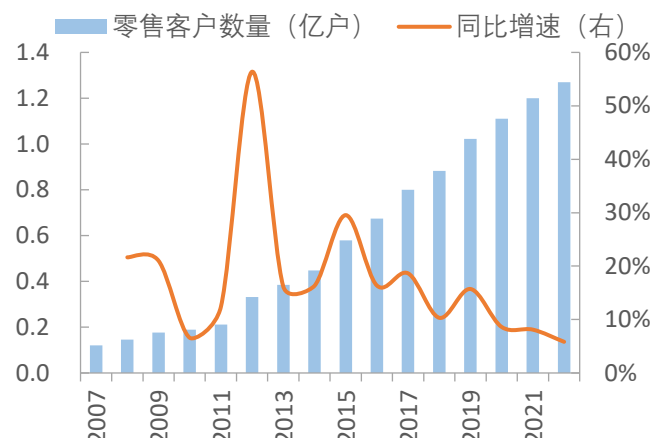
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图13：中信银行截至 2022 年零售分部业绩贡献度

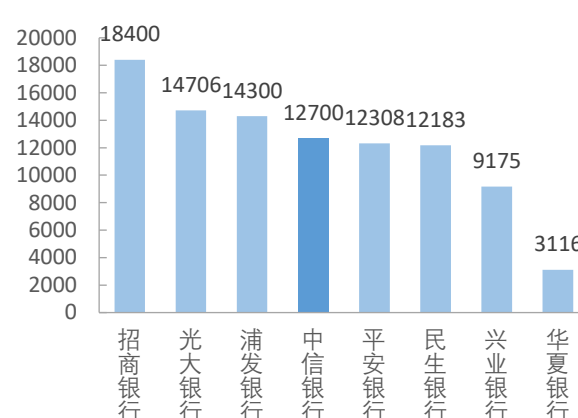


资料来源：公司财报，民生证券研究院

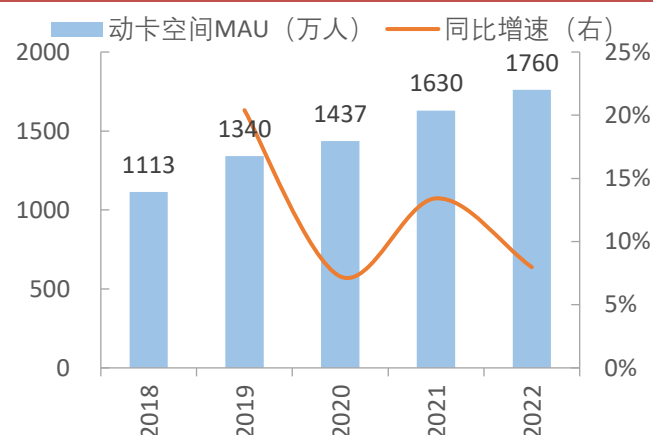
零售客户基础更加牢固。拓客是零售业务开展的基础环节，截至 2022 年末，中信银行全量个人客户数已达到 1.27 亿户，在股份行同业中列居第四位。并且已经形成了大众（客户资产 0-5 万元）—富裕（客户资产 5-50 万元）—贵宾（客户资产 50-600 万元）—私行（客户资产 600 万元以及上）的分层经营体系；客户服务维度，开展线下网点的同时，利用线上“动卡空间+手机银行”两大 APP 提供全渠道服务。

图14：中信银行截至 2022 年零售客户数量（亿户）


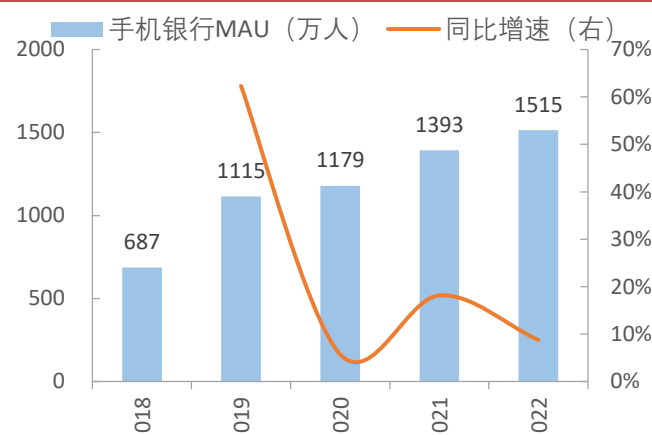
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图15：2022 年末上市股份行零售客户数量（万户）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

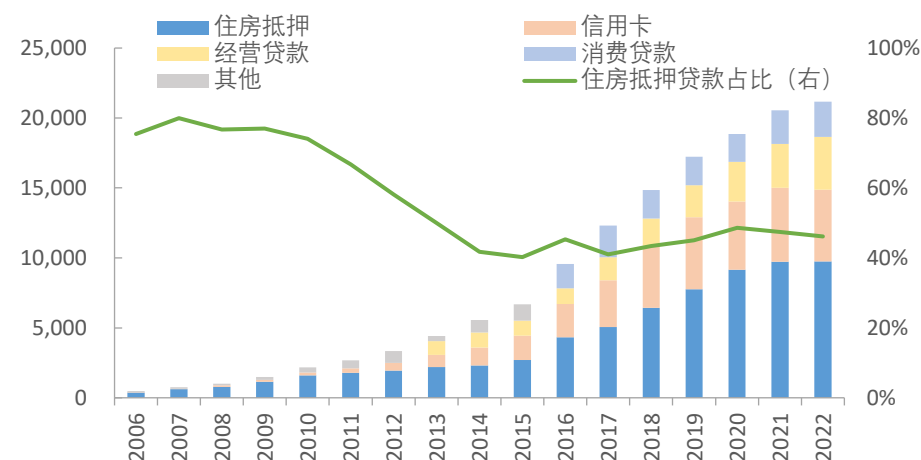
图16：中信银行截至 22 年动卡空间 MAU 及同比增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图17：中信银行截至 22 年手机银行 MAU 及同比增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

零售信贷结构逐渐均衡。2013 年及以前，中信银行住房抵押贷款在零售信贷中占比一直在 50%以上，但近年来，随着零售业务的战略地位不断提升，信用卡、消费贷以及经营贷业务快速发展，为零售信贷增长带来较高贡献，使得零售信贷结构更加均衡。当前按揭信贷需求表现稍有不稳，更多元化的零售产品布局能够在消费复苏背景下，支撑起信贷增量。

图18：中信银行截至 2022 年零售信贷结构（亿元）及住房抵押贷款占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

信用卡发卡量位于股份行前列，充分受益于零售板块融合发展。截至 2022 年末，中信银行信用卡累计发卡量已达到 1.07 亿张，在股份行同业中排名靠前。中信银行信用卡业务的发展，充分地借力了零售板块的内部融合，在建设“五主”客户关系策略中，“主融资”推动借记卡和信用卡“双卡融合”加速；“主投资”创新构建信用卡客户的特色财富管理服务体系；零售板块围绕“主服务”和“主活动”开展的一系列营销活动，也协助提升了信用卡的客户粘性与交易规模。

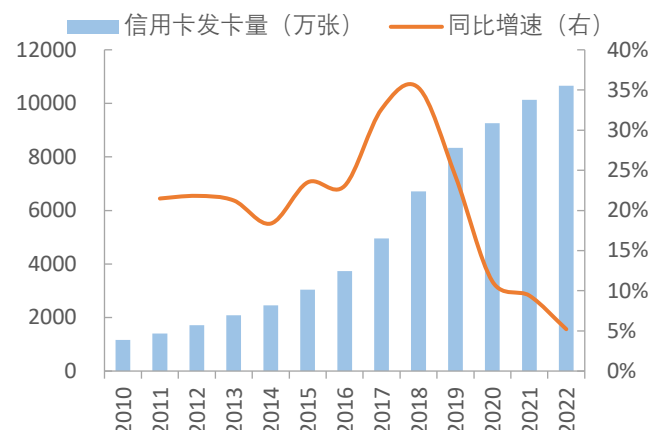
表2：上市国有行、股份行 2022 年末信用卡数量

	信用卡数量（万张）	口径
工商银行	16500	累计发卡量
建设银行	14000	累计发卡量
中国银行	13827	累计发卡量
中信银行	10660	累计发卡量
招商银行	10271	流通卡量
交通银行	7451	累计发卡量
平安银行	6900	流通卡量
民生银行	6817	累计发卡量
兴业银行	6630	累计发卡量
浦发银行	5133	流通卡量
邮储银行	4282	累计发卡量
浙商银行	393	累计发卡量

资料来源：公司财报，民生证券研究院

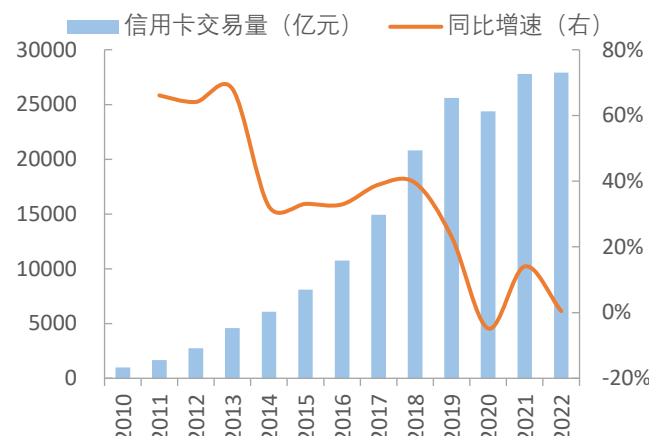
卡业务进入存量时代，依托数字化建设追求高质量发展。一方面，我国信用卡发卡同比增速放缓，另一方面，2022 年 7 月人民银行、银保监会发布了《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》，从多个方面对信用卡业务进行了进一步规范。存量竞争与监管新规的出台，共同要求信用卡行业变革，促进行业优胜劣汰。中信银行信不断提升数字化能力，依托 AI 技术协助服务与营销，2022 年坐席综合服务效能、服务及营销效能分别+10%、+20%。

图19：中信银行截至 2022 年信用卡发卡量及同比增速



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图20：中信银行截至 2022 年信用卡交易量及同比增速



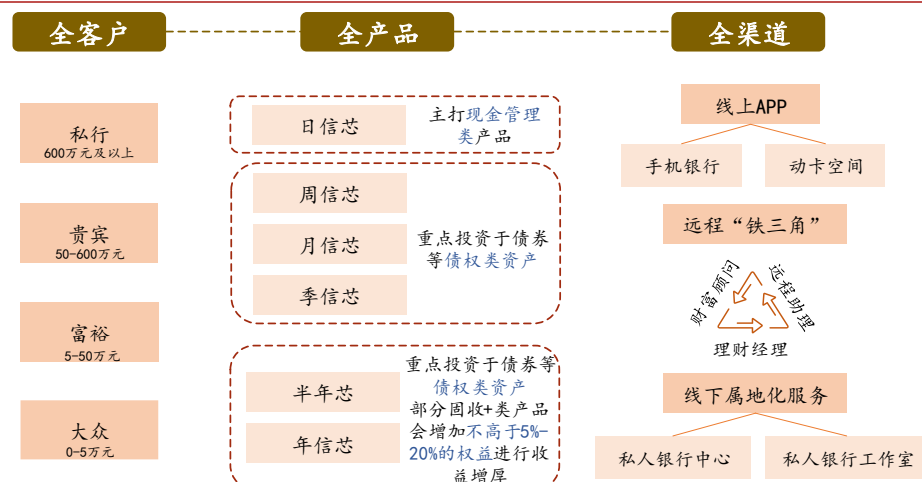
资料来源：公司财报，民生证券研究院

2.2 对公零售互动，条线协同发展

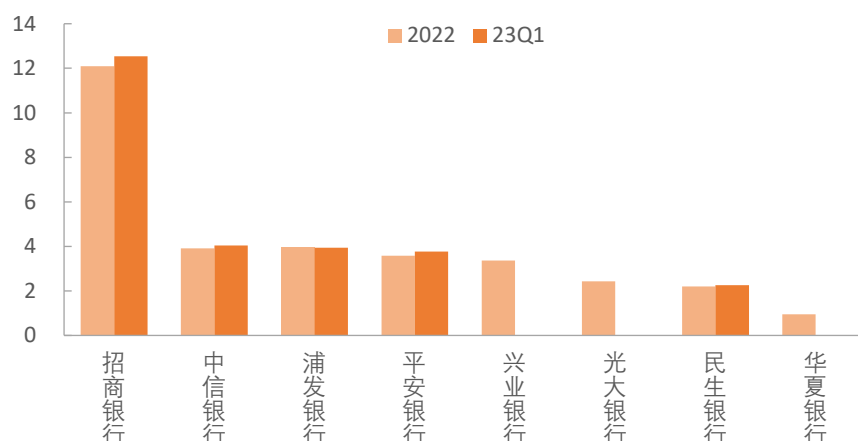
零售端：以财富管理为核心牵引，系统落地“新零售”。公私联动即强调充分推进零售金融、公司金融与金融市场板块的融合发展，以提更好地锻造“财富管理—资产管理—综合金融”的轮动发展。一方面，财富管理作为这一链条的起点，也是中信银行新零售的核心，其起步发展有赖于对公业务的“找资产”能力和金市板块的投资管理能力。另一方面，财富管理吸纳资金能力提升，也会对综合融资与投资管理能力提出进一步的要求，促进其发展。

完善经营体系，做高零售 AUM。一方面，在“全客户—全产品—全渠道”经营方略指导之下，中信银行建立起了发展财富管理业务的基础优势。不断做大做实零售 AUM 基本盘，截至 23Q1，中信银行零售 AUM 已达 4 万亿元，在上市股份行中列居第二。

图21：中信银行零售业务“全客户、全产品、全渠道”体系建设

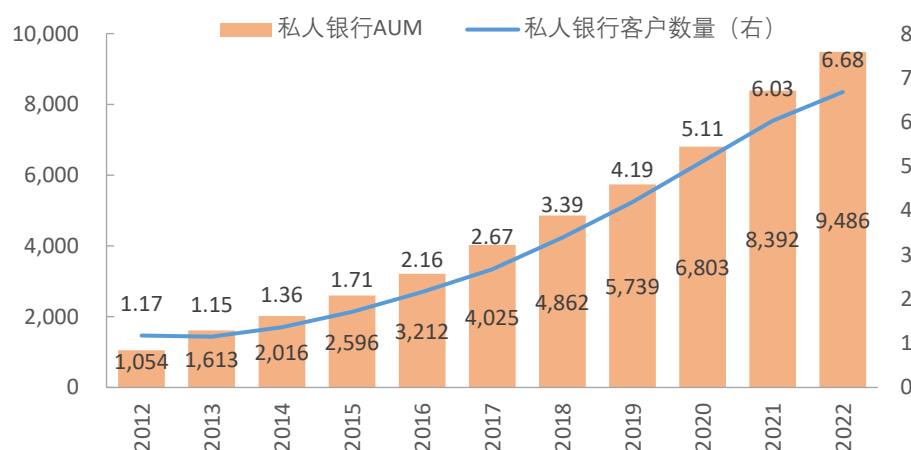


资料来源：公司公告，公司财报，中信银行 APP，民生证券研究院绘制

图22：上市股份行 2022、23Q1 零售 AUM 规模（万亿元）


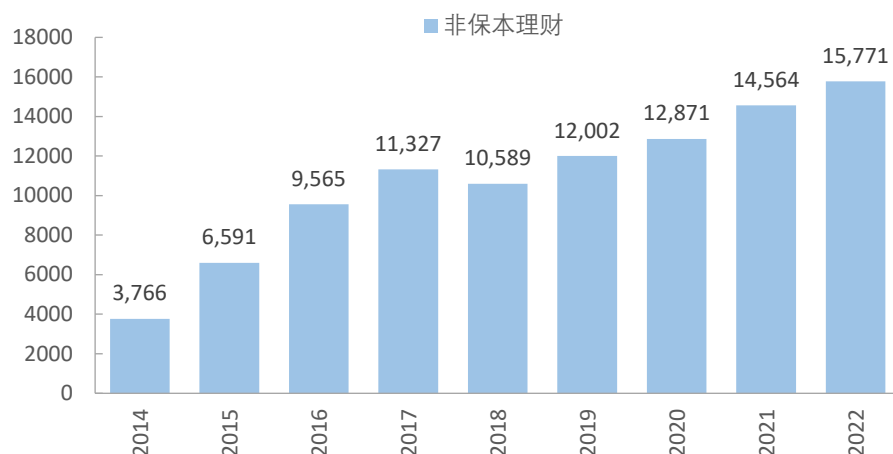
资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：部分银行未披露 23Q1 AUM 数据

私行品牌持续建设，强化价值进阶之路。另一方面，在全量客户基本盘之上，打造差异化的私人银行能力，依托“耀钻陪伴计划”品牌，持续完善对私行客户的服务体系；并借助“云企会”公司联动、“少年行”出国金融等渠道场景进行多元化的客户挖掘，不断提升高贡献度的私行客户数量及资产规模。截至 2022 年末，中信银行私行客户数达到 6.68 万户，私行 AUM 9486 亿元，户均 AUM 达到 1420 万元。

图23：中信银行截至 2022 年私行客户数量（万户）及私行 AUM（亿元）


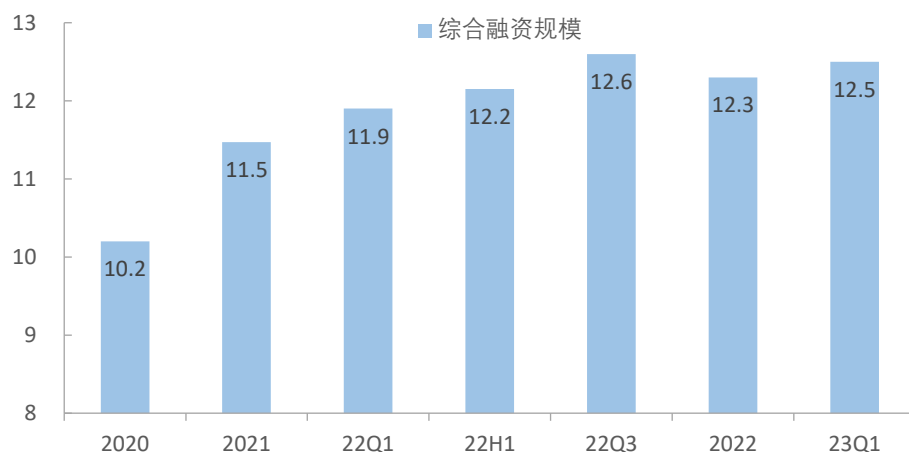
资料来源：公司财报，民生证券研究院

资产管理：以信银理财为重要发展平台。资产管理是大财富价值链条上的桥梁中枢环节，为财富管理一端要以优异的投资管理能力，来提供具有收益竞争力的优质产品，为综合融资一段则要提供资产组织能力，充分运用好挖掘来的优质资产。中信银行则依托信银理财这一牌照，并充分发挥集团、母子公司协同优势，打造资管能力。截至 2022 年末，中信银行理财产品规模已经达到 1.6 万亿元。

图24：中信银行截至 2022 年非保本理财规模（亿元）


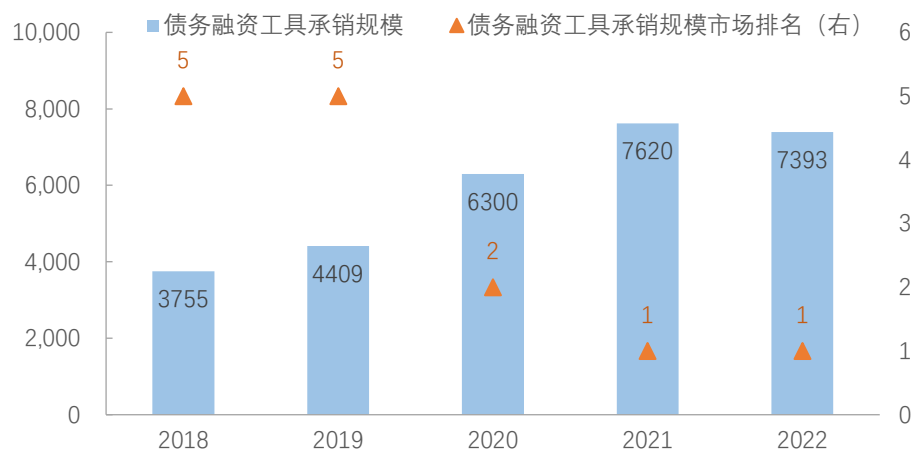
资料来源：公司财报，民生证券研究院

对公端：提升综合融资服务能力。发展综合融资，即为客户提供“不止于银行”的多元化融资服务，**中信银行在此类业务上依托集团可获取协同优势。**一是集团内部金融牌照齐全，“银行、证券、保险、信托”等多类金融机构可携手为客户提供全方位综合融资解决方案；二是能够借力集团内四大实业板块，与其资本投资、运营和战投平台联动协同。截至 23Q1，中信银行综合融资规模已到达 12.5 万亿元。

图25：中信银行截至 23Q1 综合融资规模（万亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

同时发展综合融资亦是契合当下市场需求之举。一方面，市场主体的融资需求在变化，同时金融机构间竞争也更加白热化，推动“商行+投行”一体化、发展综合融资更契合客户需求，提供一站式服务、以客户为中心才能更好提升客户粘性。另一方面，综合融资对资本占用比例更小，更有助于银行的轻资本化发展。投行业务为中信银行带来收入端支撑，2022 年中信银行投行融资规模达到 1.2 万亿元，实现业务收入 74.3 亿元；其中债务融资工具承销规模达到 7393 亿元，承销规模在全市场中位列第一。

图26：中信银行截至 2022 年债务融资工具承销规模（亿元）及市场排名


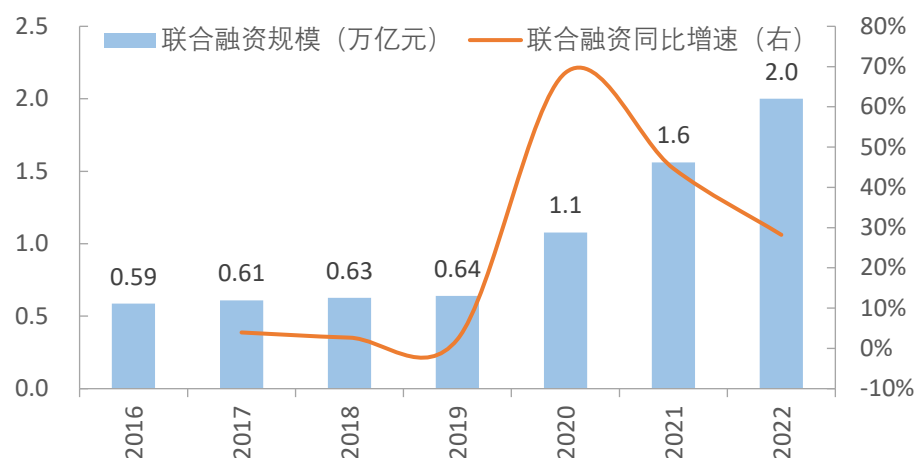
资料来源：公司财报，民生证券研究院

2.3 集团、金控协同，共促“1+1>2”

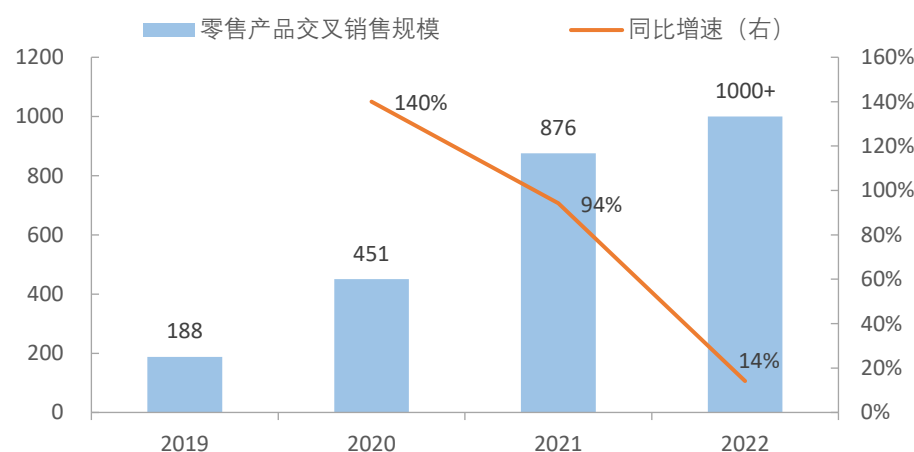
集团协同：构建融融+产融的协同矩阵。除银行内部各业务板块之间的协同发展，中信银行还可与集团内部各金融公司及四大实业板块公司联动，打造融融、产融协同优势。

集团层面建立矩阵式协同机制。中信集团层面，于 2010 年设立业务协同部，2020 年成立协同委员会，并在此推动下，纵向建立“集团——子公司——重点分支机构（分行）”的三级管理体系，横向建立了地区业务协同联席会议机制，形成矩阵式协同机制。中信银行在此顶层设计之下，在对公联合融资、零售交叉销售以及协同资产托管等方面均获益良多。

联动优势充分释放，协同业务规模不断做大。对公端，中信银行于 2020 年确立以协同发展为核心的对公金融战略，在战略引领之下，依托由中信证券、中信信托、中信保诚人寿、中信期货等子公司形成的“中信联合舰队”，中信银行的联合融资规模于 2020 年起显著提升，2022 年末已突破 2 万亿元大关。**零售端**，通过与集团其他公司共享产品资源，聚合多元化的渠道力量，2022 年零售产品交叉规模达到千亿元规模。

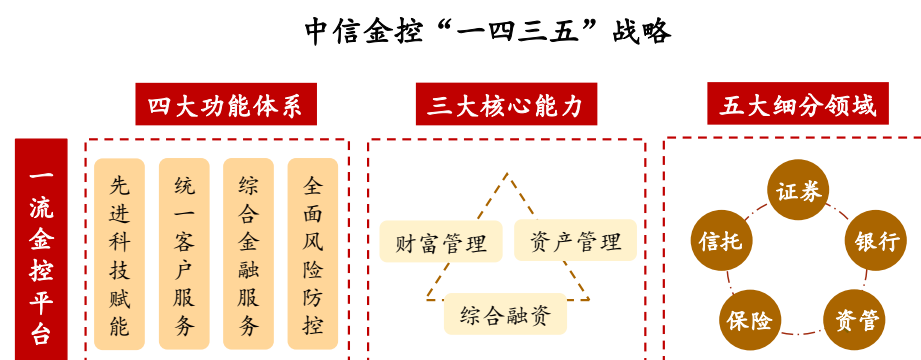
图27：中信银行截至 2022 年联合融资规模（万亿元）及同比增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图28：中信银行截至 2022 年零售产品交叉销售规模（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

中信金控成立：将融融协同推向新高度。2022 年 7 月，中信金控正式成立，为中信金融板块的协同融合，提供了更加坚实的抓手。中信金控自成立伊始，便明确要实施“一四三五”战略规划，即打造一流金控平台，提升全面风险防控、综合金融服务、统一客户服务、先进科技赋能四大功能体系，构建财富管理、资产管理、综合融资三大核心能力，做强银行、证券、信托、保险、资管五大细分领域。

图29：中信金控“一四三五”战略示意图


资料来源：中信集团官网，民生证券研究院绘制

中信金控的成立，也将从以下四大方面助力中信银行的发展。

第一是有利于做强综合金融服务，强化融融结合。中信金控下设财富管理委员会，在财富管理委员会下又设立了投行业务、零售体系建设和资产配置三个子委员会，这样一来，中信银行和金控旗下其他子公司可共同研判市场机遇，共同制定方案，共同推进营销。

第二是有利于做优统一的客户服务体系。一方面，银行与金控旗下其他子公司可以实现客户的相互转化。如 22 年末中信集团旗下各金融子公司个人客户共计达 1.9 亿户，对公客户共计 120 万户，高于中信银行的 1.27 亿户、104 万户。另一方面，银行可综合金控其他多家业内头部金融牌照能力，进而提升资产配置、产品创设能力。如依托中信金控推出“中信优品”品牌，为客户筛选更优质产品。

表3：中信银行“中信优品”品牌产品

产品名称	备注
南方均衡成长混合基金	中信银行+中信证券+中信建投联合推出
富国周期精选三年持有期混合型证券投资基金	中信银行+中信证券联合推出
中欧成长先锋混合基金	中信银行+中信证券联合推出
中信建投证券固益联/固联鑫	中信银行+中信建投联合推出
华夏福源养老 2045 三年持有期 FOF	中信银行+中信证券+中信建投+华夏基金联合推出

资料来源：中信银行 APP，民生证券研究院；列举产品仅作为论述例证，不构成投资建议。

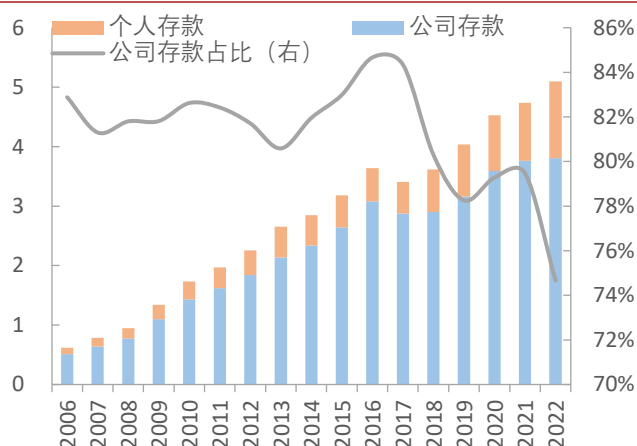
另外，还有利于做实全面风控体系建设、提升金融科技力量。在金控的协同之下，各金融子公司之间可共享风险信息，从而能形成更好的交叉验证，及早发现并排查风险，进一步还可共同进行风险处置。

3 卸下历史包袱，重构对公竞争力

3.1 立足传统优势，把握存款贡献

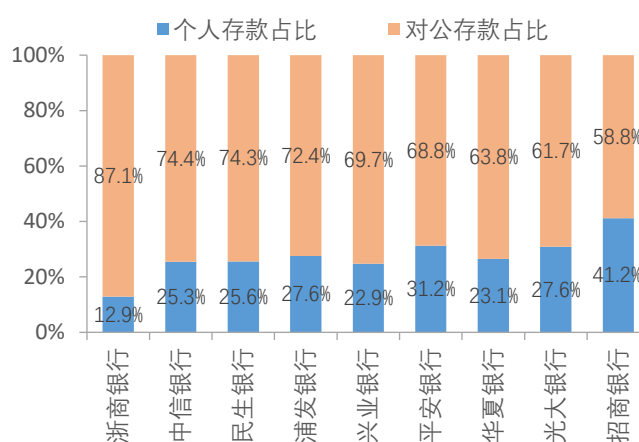
对公业务具备传统优势，存款贡献优异。中信银行早年以对公业务起家，在对公业务上具有多年传承优势。当前，对公业务对存款端依然保有较好贡献度，2022年末中信银行对公存款占比为 74.7%，在股份行同业中位居第二；而对公存款在定价上的相对优势，也为中信银行带来了同业中较低的存款付息率。

图30：中信银行截至 2022 年存款结构（亿元，%）



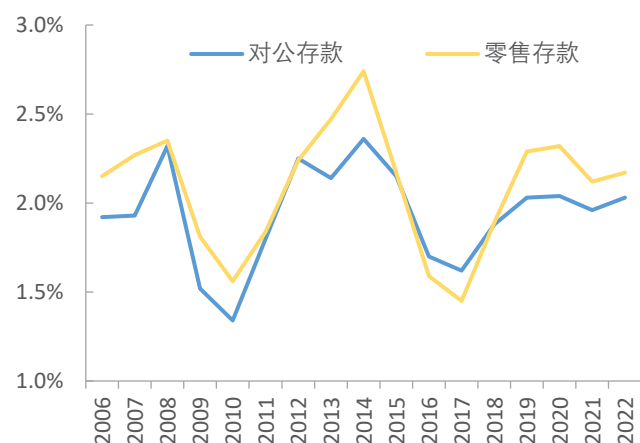
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图31：2022 年上市股份行存款结构对比



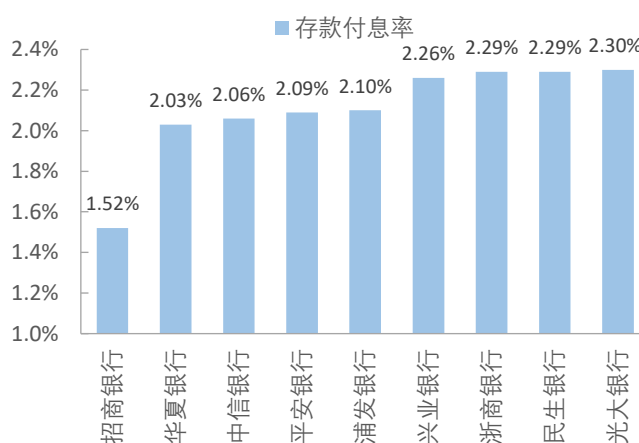
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图32：中信银行截至 2022 年对公、个人存款成本率



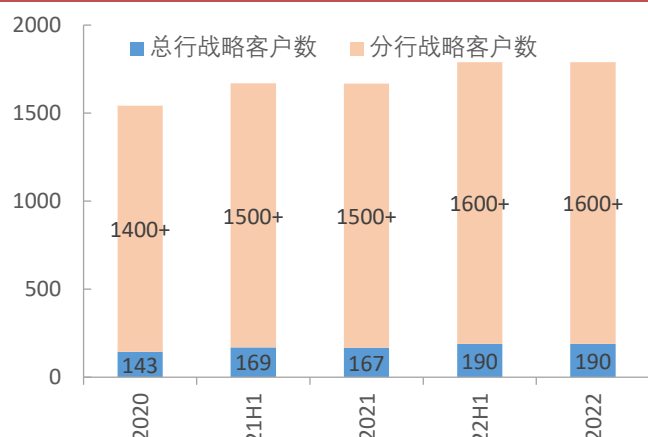
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图33：2022 年上市股份行存款付息率对比

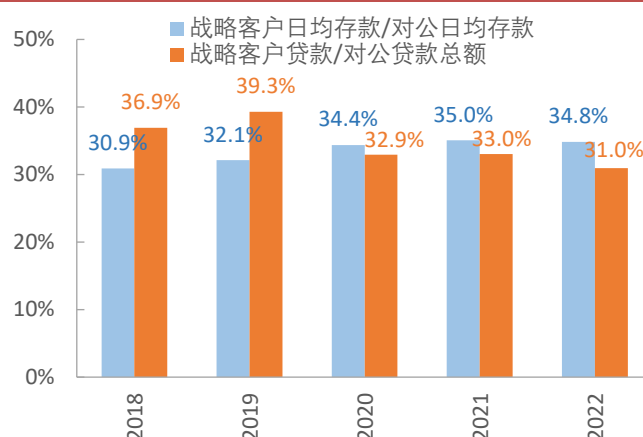


资料来源：公司财报，民生证券研究院

把握重点客群，战略客户贡献稳定。对公端亦对客户进行分层经营，为单户贡献度更高的战略客群提供更加精细化服务，通过“前中后台一体、总分支行联动”的服务模式，并依托集团协同优势逐户制定综合金融服务方案，逐渐提升战略客户熟练与其业务贡献度。2022 年末，190 家总行级+1600 多家分行级战略客户，为中信银行贡献了 34.8%的对公存款（日均口径）。

图34：中信银行截至 2022 年战略客户数量（家）


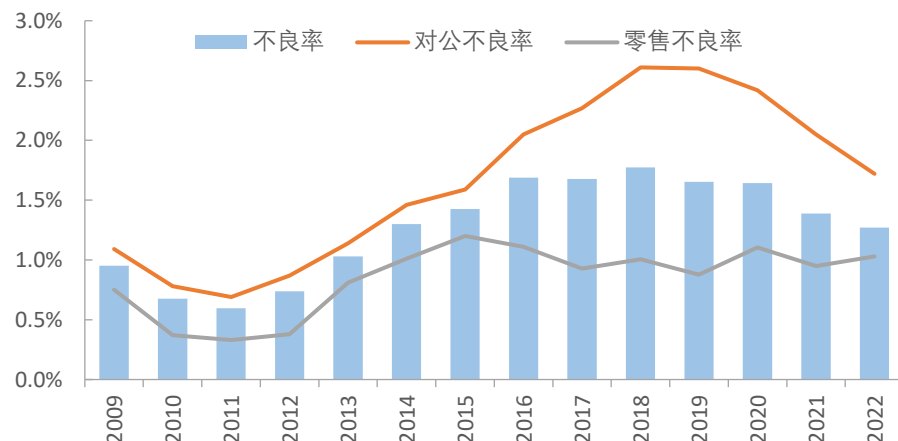
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图35：中信银行截至 2022 年战略客户存贷款占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

3.2 调优信贷结构，重塑市场竞争力

对公端不良率曾长期攀升。中信银行不良贷款率自 2012 年开始呈现上升趋势，其中 2012-2016 年对公、零售不良率同步攀升，而 2016 年后，零售不良率基本维持小幅震荡波动，对公不良则在 2016-2019 年之间加速暴露。

图36：中信银行截至 2022 年不良率情况


资料来源：公司财报，民生证券研究院

过往对公资产质量问题，主因是信贷集中度过高。对公不良率攀升背后主要原因是的对公信贷在批零、制造业、房地产及建筑行业集中度过高。过高的行业集中度，使得中信银行接连在始于 2011 年的中小企业资金链断裂潮、“三去一降一补”去过剩产能及去杠杆、地产政策调控等浪潮中，对公端资产质量问题不断暴露。

图37：中信银行截至 2022 年对公信贷结构变化

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
制造业	28.5%	28.8%	24.6%	23.4%	20.9%	17.4%	15.7%	13.2%	15.1%	15.2%	16.6%
房地产业	10.7%	9.0%	11.5%	14.4%	15.9%	17.9%	16.6%	14.8%	13.3%	12.2%	11.0%
批发和零售业	18.5%	20.8%	18.5%	14.8%	12.9%	10.4%	8.1%	7.5%	7.2%	7.0%	7.0%
交运仓储和邮政业	10.9%	9.5%	8.8%	8.4%	8.8%	8.2%	8.0%	7.8%	6.2%	6.2%	5.9%
水利环境和公共设施	5.0%	5.0%	7.1%	7.2%	8.0%	9.7%	11.1%	13.8%	15.6%	16.3%	16.4%
建筑业	5.1%	5.7%	6.5%	5.8%	4.9%	4.2%	4.2%	4.8%	4.6%	4.5%	4.1%
租赁和商业服务业	4.3%	4.7%	5.4%	8.4%	9.8%	11.9%	15.0%	18.0%	19.1%	19.5%	19.5%
电力燃气水生产供应	4.7%	4.0%	3.3%	3.1%	3.3%	3.8%	3.9%	3.4%	4.0%	3.6%	3.6%
公共及社会机构	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	0.7%	0.7%	0.5%	0.3%	0.3%
其他	10.9%	11.4%	13.1%	13.4%	14.5%	15.4%	16.7%	16.1%	14.6%	15.1%	15.6%

资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：为各类贷款占的对公贷款总额比例

完善风控体系，优化信贷结构，19 年起整体不良率改善。2019 年起中信银行进入资产质量“纠治期”，纠治原来的过度“投行化”、过度追求高收益资产问题，并对集团客户进行统一授信，改善风险独立性不足的旧状。2020-2022 年则在风控制度上进行调优，建立风险管理的长效机制，如健全责任体系，推出独立审批人制度，强化集中度管控。信贷结构变化上，一方面，资产质量更稳定的零售信贷占比逐渐提升；另一方面，对公信贷也更加向资产质量相对较优的水利环境和公共设施行业转移。

图38：中信银行截至 2022 年对公信贷分行业不良贷款率变化

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
制造业	1.20%	1.56%	2.28%	2.49%	3.76%	5.20%	7.34%	6.09%	3.38%	3.06%	1.22%
房地产业	0.26%	0.24%	0.05%	0.10%	0.05%	0.26%	0.35%	1.19%	3.35%	3.63%	3.08%
批发和零售业	2.05%	2.70%	3.80%	4.66%	5.21%	5.51%	8.50%	8.08%	7.16%	4.01%	2.69%
交运仓储和邮政业	0.15%	0.13%	0.23%	0.19%	0.50%	0.50%	1.38%	0.90%	1.08%	1.90%	0.57%
水利环境和公共设施	0.13%	0.11%	0.00%	0.15%	0.13%	0.24%	0.13%	0.30%	0.26%	0.04%	0.03%
建筑业	0.38%	0.70%	0.54%	1.90%	1.78%	2.65%	1.46%	2.60%	5.84%	6.49%	5.42%
租赁和商业服务业	0.50%	0.16%	0.07%	0.04%	0.13%	0.64%	0.72%	1.12%	0.54%	0.94%	2.16%
电力燃气水生产供应	0.32%	0.17%	0.16%	0.22%	1.03%	0.97%	1.80%	1.43%	0.77%	1.62%	0.76%
公共及社会机构	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	2.32%	3.57%	3.35%
其他	0.43%	0.33%	0.93%	1.15%	2.76%	2.96%	2.12%	3.32%	2.97%	1.25%	1.75%

资料来源：公司财报，民生证券研究院

同时，中信银行也在从顶层设计到产品、队伍体系领域展开改革，以重塑对公业务竞争力。一是组织推动上，在总分行层面均提升公司银行部的统筹能力，以改变过往对公各业务条线单一垂直管理问题，更好发挥板块的经营合力。二是依托集团、金控资源，构建公司金融生态圈，与证券、保险、信托等机构深入协同合作，实现客户共享、渠道共建、资源共享、产品共创。三是细化产品货架，提升产品服务竞争力；同时着力提升客户经理能力，使之服务能力与服务产能更契合公司业务的升级发展。

4 业绩优化有空间，风险低、资本充裕

4.1 盈利能力处于股份行中游

ROE 位于股份行中游。横向对比来看，中信银行 ROE 水平位于 9 家上市股份行中游水平。纵向来看，中信银行 16 年以来 ROE 持续下探，2021 年开始震荡回升。

图39：ROE 同业对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
招商银行	16.27%	16.54%	16.57%	16.84%	15.73%	16.96%	17.06%
兴业银行	17.28%	15.35%	14.27%	14.02%	12.62%	13.94%	13.85%
平安银行	13.18%	11.62%	11.49%	11.30%	9.58%	10.85%	12.36%
中信银行	12.58%	11.67%	11.39%	11.07%	10.11%	10.73%	10.80%
光大银行	13.80%	12.75%	11.55%	11.77%	10.72%	10.64%	10.27%
浙商银行	17.34%	14.67%	14.04%	12.92%	10.03%	9.83%	9.01%
华夏银行	15.75%	13.54%	12.67%	10.61%	8.64%	9.04%	9.00%
浦发银行	16.35%	14.45%	13.14%	12.29%	10.81%	8.75%	7.98%
民生银行	15.13%	14.03%	12.94%	12.40%	6.81%	6.59%	6.31%

资料来源：公司财报，民生证券研究院

ROE 承压主要原因：息差较低、中收贡献不足、减值损失拖累。对中信银行 ROE 进行拆解发现，其 ROE 承压原因呈现出一定阶段性差异：①2018-2020 年 ROE 下滑主要来自于减值损失的拖累。②2020-2022 年来自营收端的利息收入和中收贡献的负面影响更加明显，不过减值损失拖累减缓，ROE 在 2020 年见底后小幅回升。

图40：中信银行截至 2022 年杜邦拆解

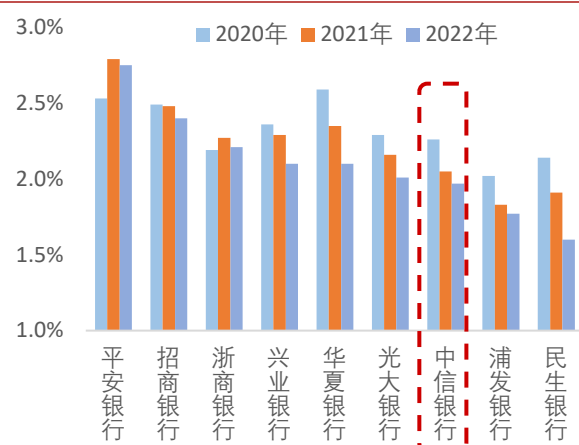
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	2.78%	2.70%	2.81%	2.93%	2.73%	2.63%	2.55%
利息净收入	1.92%	1.72%	1.78%	1.99%	2.11%	1.90%	1.82%
利息收入	3.86%	3.80%	3.98%	4.19%	4.18%	3.94%	3.78%
利息支出	1.94%	2.09%	2.20%	2.20%	2.07%	2.04%	1.96%
手续费及佣金净收入	0.77%	0.81%	0.77%	0.72%	0.40%	0.46%	0.45%
净其他非息收入	0.10%	0.18%	0.25%	0.22%	0.22%	0.27%	0.29%
税金及附加	0.08%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用	0.77%	0.81%	0.86%	0.81%	0.73%	0.77%	0.78%
PPOP (拨备前利润)	1.93%	1.86%	1.91%	2.08%	1.97%	1.83%	1.75%
减值损失	0.95%	0.96%	0.99%	1.20%	1.16%	0.99%	0.86%
税前利润	0.99%	0.90%	0.93%	0.88%	0.81%	0.84%	0.89%
所得税	0.23%	0.16%	0.15%	0.12%	0.12%	0.12%	0.13%
ROAA	0.75%	0.73%	0.76%	0.75%	0.69%	0.72%	0.75%
权益乘数	15.86	14.90	14.04	13.44	13.43	13.28	12.84
ROAE	11.95%	10.93%	10.65%	10.07%	9.23%	9.50%	9.62%

资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 净息差略低，但改善渠道明晰

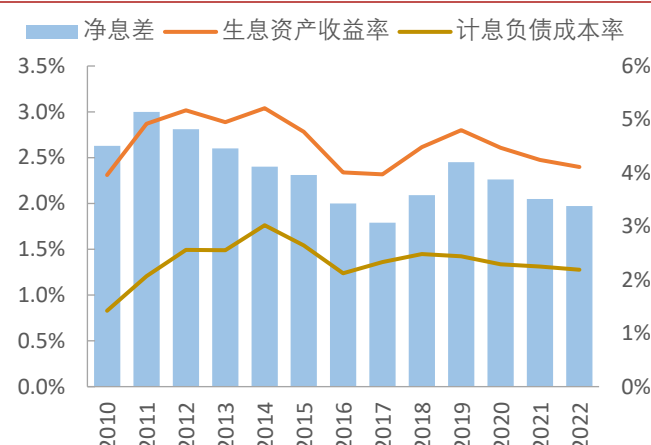
净息差下行，且在股份行同业中排名较为靠后。同业比较方面，中信银行净息差位于上市股份行中下游水平，主要拖累来自于资产端收益率下行。但从边际变动来看，2022 年净息差同比-8BP，降幅已有明显收窄。

图41：净息差同业对比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

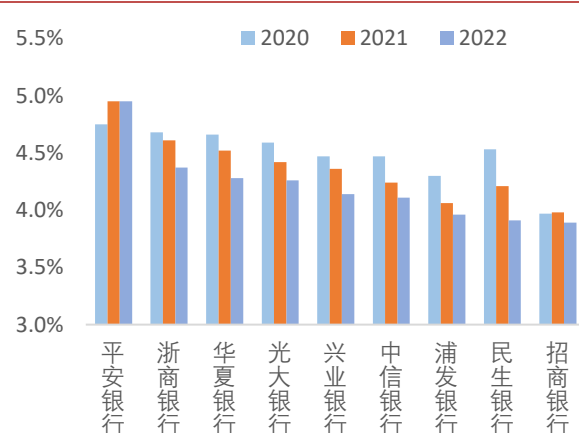
图42：中信银行 2016-2022 年净息差走势



资料来源：公司财报，民生证券研究院

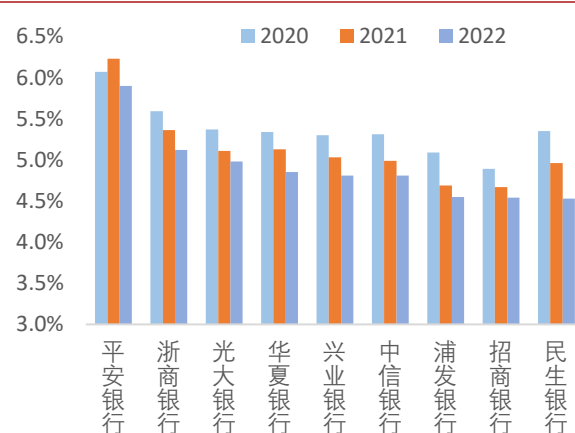
资产端收益率下行主因是贷款收益率较低。生息资产收益率偏低主要原因又在于贷款收益率偏低，中信银行生息资产（平均余额口径）结构中贷款占比较高，但其贷款收益率又在股份行同业中处于较低水平，因而整体拉低资产端收益率。其中，贷款收益率较低主因：①虽然零售贷款占比较高，但以定价相对较低的按揭贷款为主；②或出于资产质量考虑，20 年以来信用卡余额占比下行；③票据占比略高于同业，拉低整体收益率。

图43：生息资产收益率对比

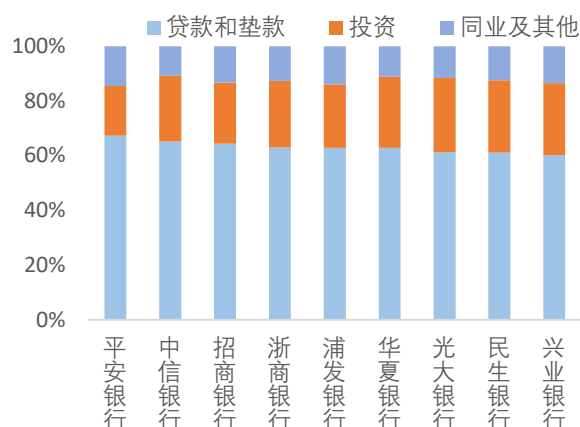


资料来源：公司财报，民生证券研究院

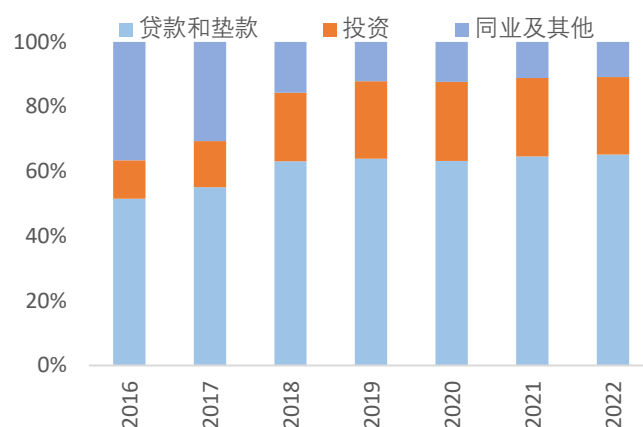
图44：贷款收益率同业对比



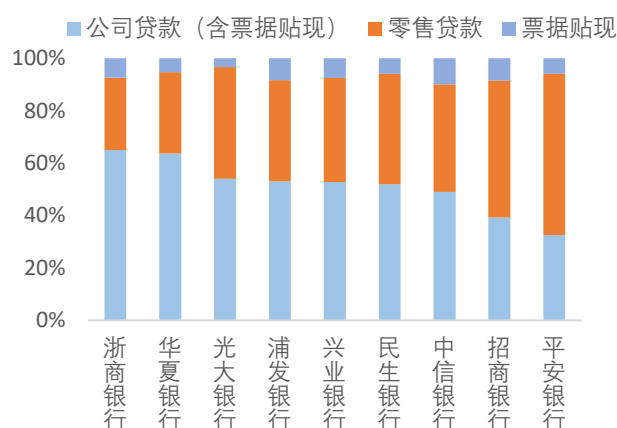
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图45：生息资产结构同业对比（平均余额口径）


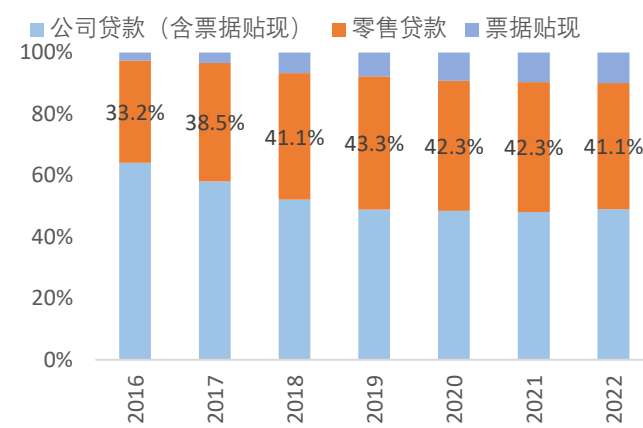
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图46：中信银行生息资产结构（平均余额口径）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图47：贷款结构同业对比（年末余额口径）


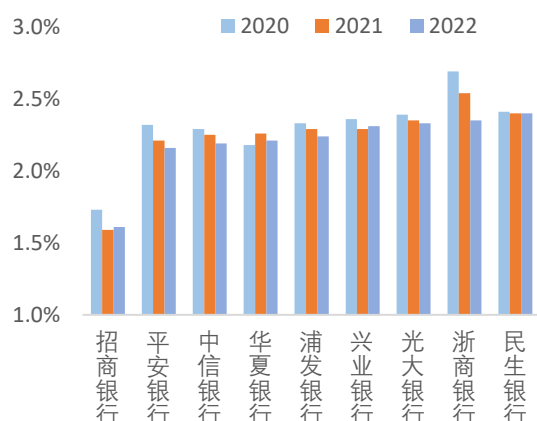
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图48：中信银行贷款结构（年末余额口径）


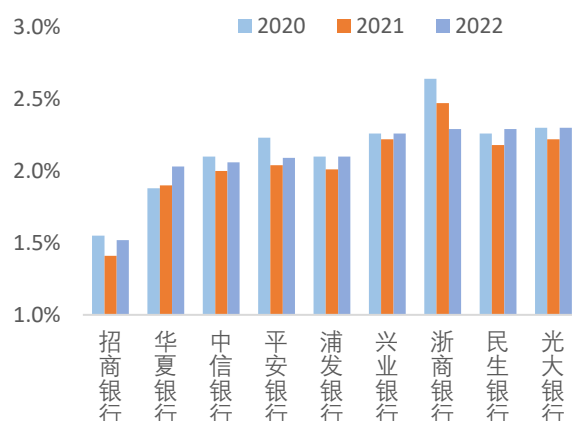
资料来源：公司财报，民生证券研究院

负债端优势主要在于对公活期存款吸收较好。或得益于传统对公业务优势、集团内产融结合等因素，中信银行对公存款吸收较好，因而为其带来较低的负债成本。但计息负债（平均余额口径）结构上来看，中信银行存款占比并不高，结构对低成本带来负面对冲。

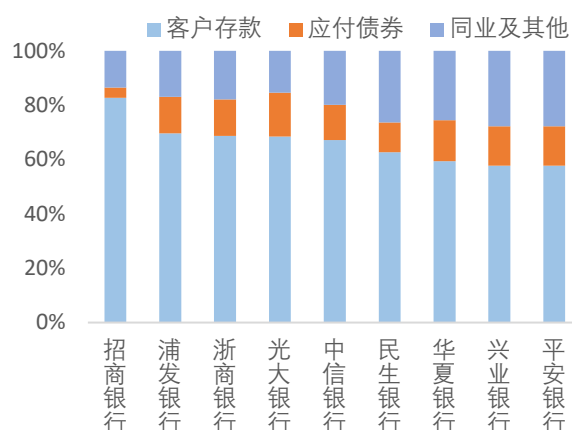
展望后势，资产负债两端均有优化预期，以提振息差表现。资产端收益提升的关键在于零售贷款投放端。零售转型之下，零售信贷占比有望进一步提升，内部结构上逐渐向消费等领域投放，提振收益率。负债端，则主要收益于财富管理与综合融资的发展，同时提升个人、对公存款的沉淀能力，保持存款低成本优势、提升存款占比，以稳步降低负债成本。

图49：计息负债成本率同业对比


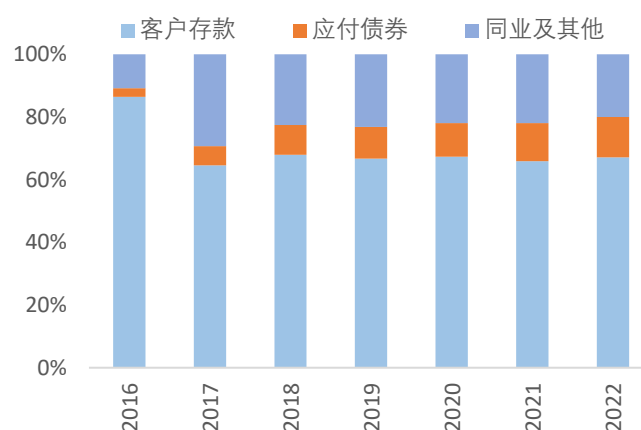
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图50：存款成本率同业对比


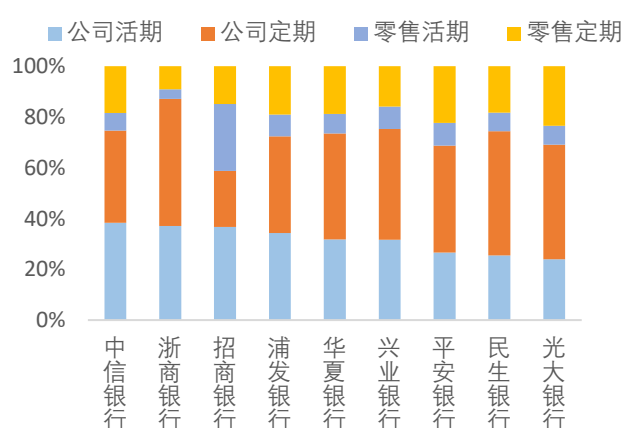
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图51：计息负债结构同业对比（平均余额口径）


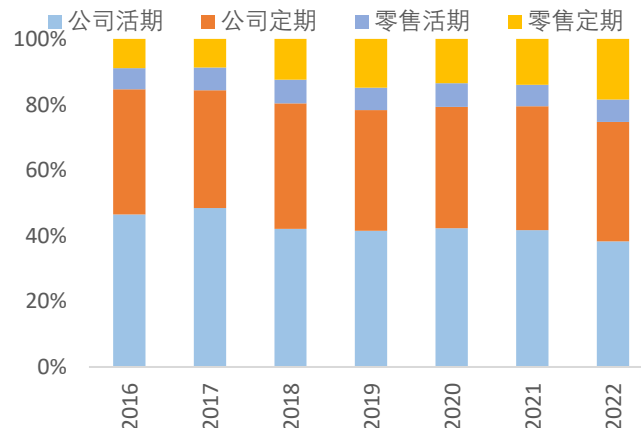
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图52：中信银行计息负债结构（平均余额口径）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图53：存款结构同业对比（年末余额口径）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

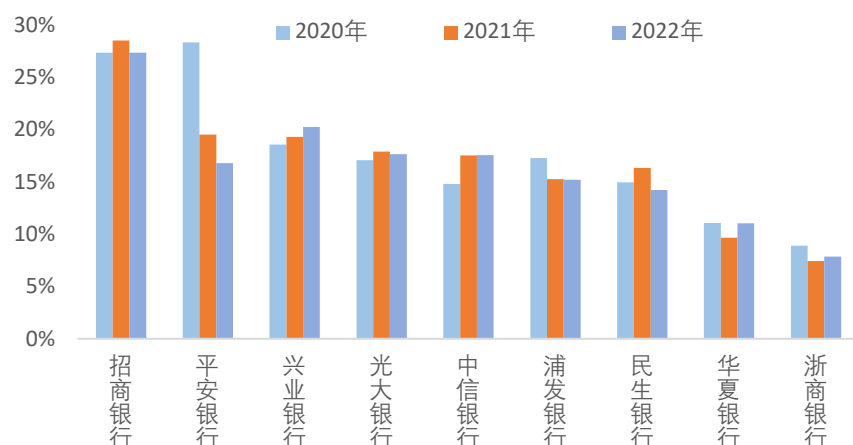
图54：中信银行存款结构（年末余额口径）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

4.3 中收增长有潜力

中收对营收贡献度仍有提升空间。从近三年情况来看，中信银行中收对营收贡献度位于股份行均值，与同业中财富管理业务发展较优的招商银行相比，仍有提升空间。

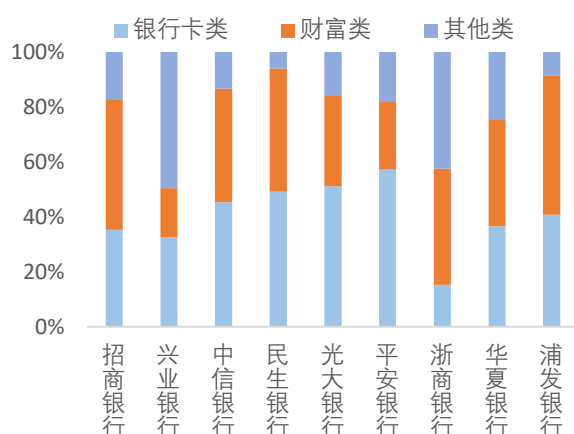
图55：上市股份行 2020-2022 年中收贡献度对比（中收/营收）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

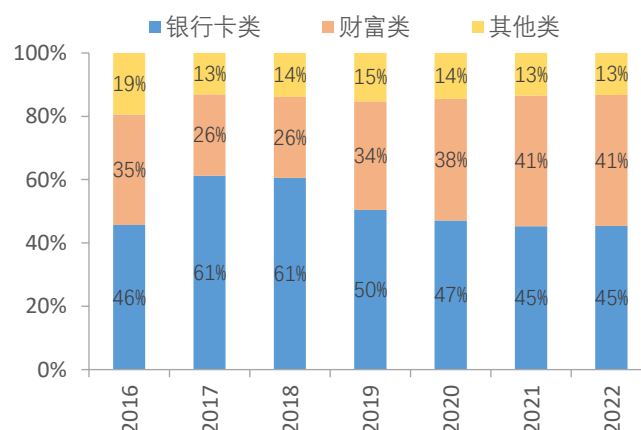
未来增长空间或在于协同之下的财富管理。中收结构上，静态来看，中信银行中收来源仍以银行卡类业务为主。但动态上来看，2019年以来财富类中收占比不断提升。且在集团协同之下，对财富管理、资产管理、综合融资三大板块共同发力，有望逐渐形成银行卡类+大财富类双重中收增长驱动。

图56：中收结构同业对比



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：银行卡类含银行卡+结算，财富类含代理+理财+托管

图57：中信银行 2016-2022 年中收结构



资料来源：公司财报，民生证券研究院

4.4 资产质量修复，信用成本下行

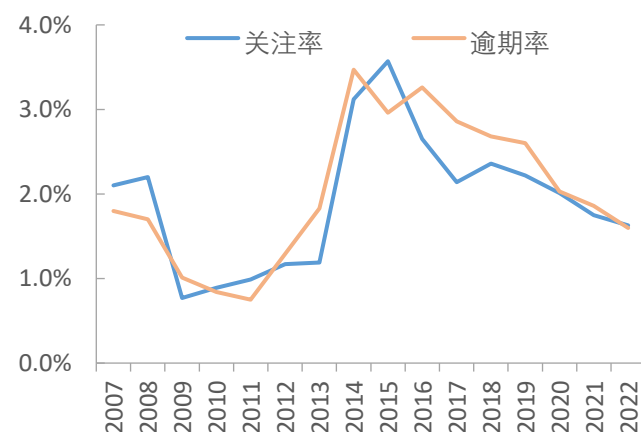
存量不良处置成效显著，轻装上阵。中信银行不良率于 2012 年起上行，至 2018 年基本见顶，背后主要原因是公信贷行业集中度过高，以及风控体系的不健全。2019 年起，中信银行连续四年将“去包袱”作为最重要的经营主题，积极化解存量风险，不良率、关注率、逾期率均呈现明显下行趋势。

图58：中信银行截至 23Q1 不良率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

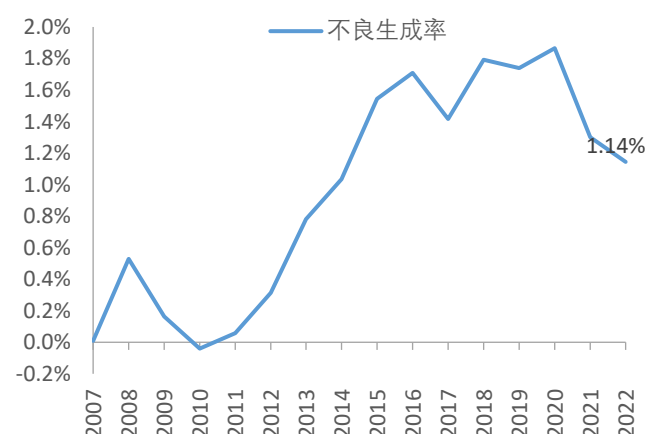
图59：中信银行截至 2022 年关注率及逾期率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

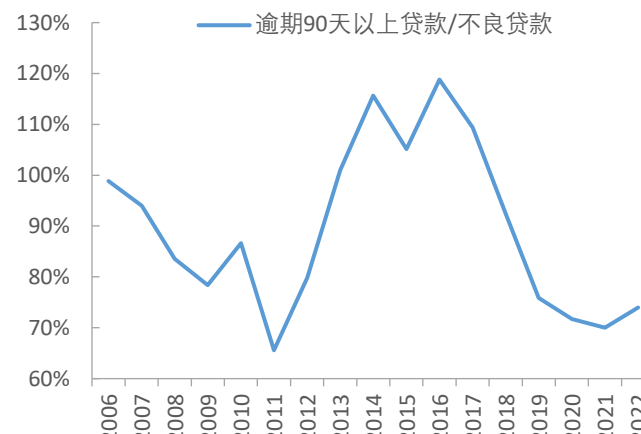
新生不良情况得到明显控制。一方面，不良生成率进入改善通道之中，中信银行不良贷款生成率自 2020 年起开始回落。另一方面，2022 年末中信银行逾期 90 天以上贷款偏离度为 74%，已降至其历史较低水平，且自 2019 年起逾期 60 天以上贷款均计入不良，风险暴露充分，不良认定严格。

图60：中信银行截至 2022 年不良生成率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图61：中信银行截至 2022 年逾期 90+ 贷款偏离度



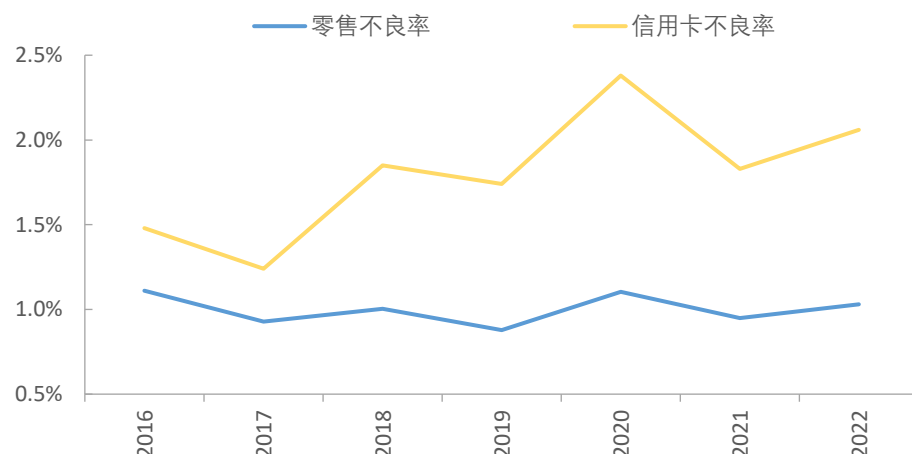
资料来源：公司财报，民生证券研究院

近三年来看，资产质量主要受到新冠疫情、地产调控两大因素扰动。

零售端不良率受疫情影响略有波动。2020 年来受疫情因素影响，中信银行信用卡不良率震荡明显，但零售端整体不良率波动较为平缓。一方面，当前随着疫情影响消退，居民收入随着生产场景恢复而逐渐复苏，零售端资产质量预计将稳中向

好。另一方面，中信银行信用卡业务规模增速下降，或可一定程度减缓下阶段的不
良生成压力。

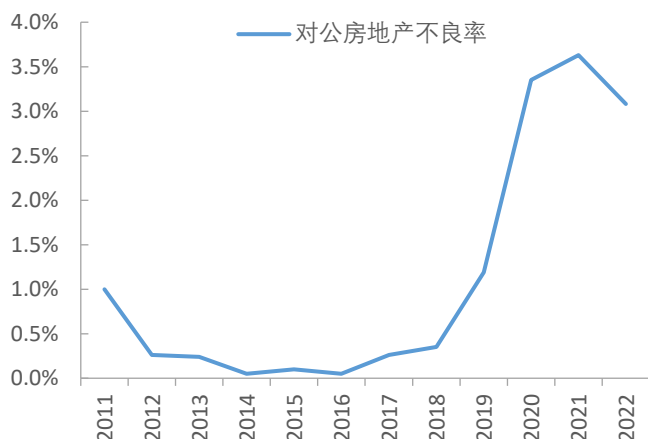
图62：中信银行截至 2022 年零售及信用卡不良率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

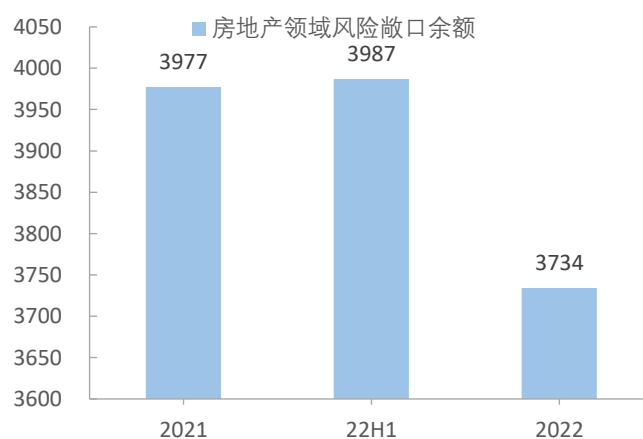
房地产较早退出，不良资产影响总体可控。中信银行对公房地产不良率自 2018 年起明显提升，2022 年已出现边际回落。从规模管控来看，中信银行持续压低风险敞口，风险资产绝对规模下降，对资产质量整体影响减弱。另外，中信银行对公贷款中房地产贷款占比自 2018 年开始下行，22 年末降至 11%，较 17 年末下降了 6.9pct。早于本轮房地产市场调控开始调低对公房地产贷款占比，也一定程度上缓冲了中信银行资产质量受影响的程度。22 年末中信银行对公房地产贷款在总贷款中占比为 5.38%，在股份行同业中也处于较低水平。

图63：中信银行截至 2022 年对公房地产不良率情况

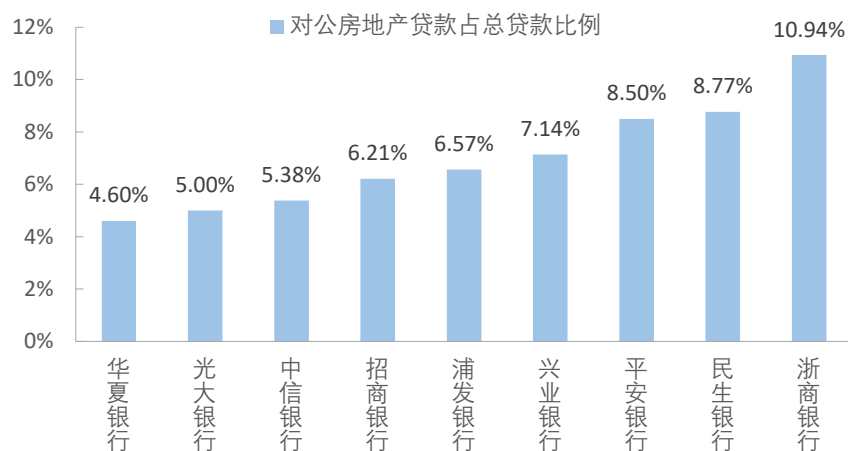


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图64：中信银行房地产领域风险敞口（亿元）

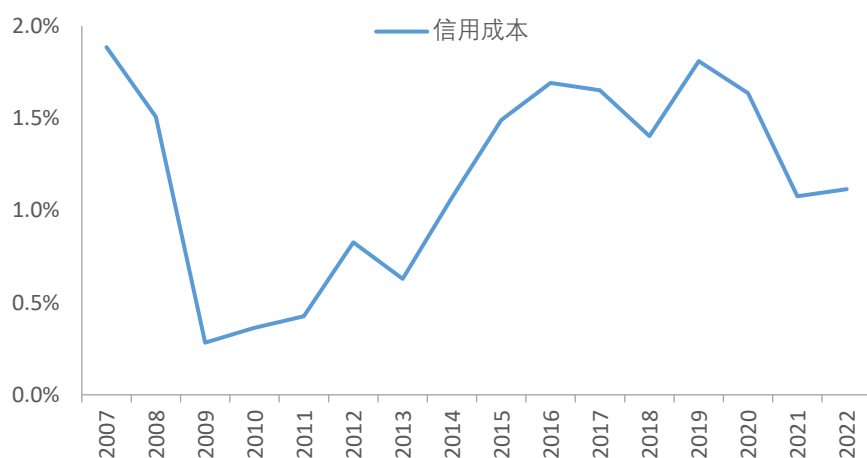


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图65：2022 年上市股份行房地产贷款占比


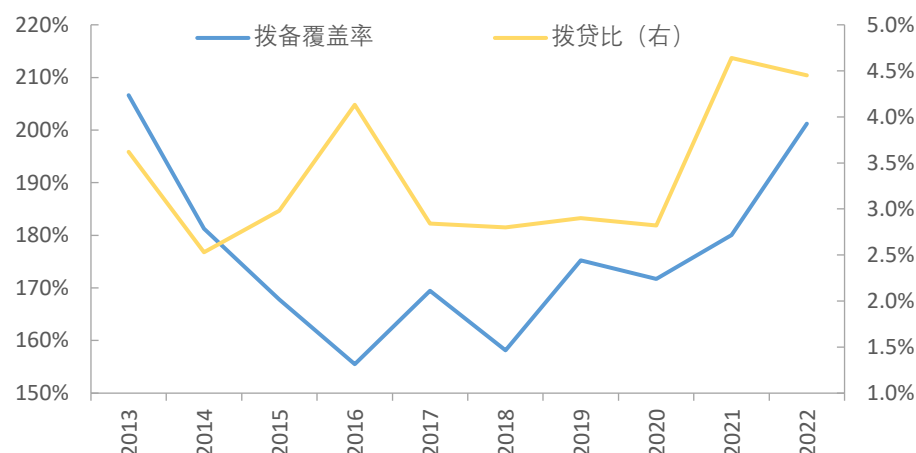
资料来源：公司财报，民生证券研究院

信用成本得以下行。2020 年以来不良生成率的下行，进一步带来了信用成本的回落，同时拨备覆盖率也得到了明显回升。资产质量的修复以及拨备覆盖率的提升，均为未来信用成本进一步下行奠定良好基础。

图66：中信银行截至 2022 年信用成本


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图67：中信银行截至 2022 年拨备覆盖率及拨贷比



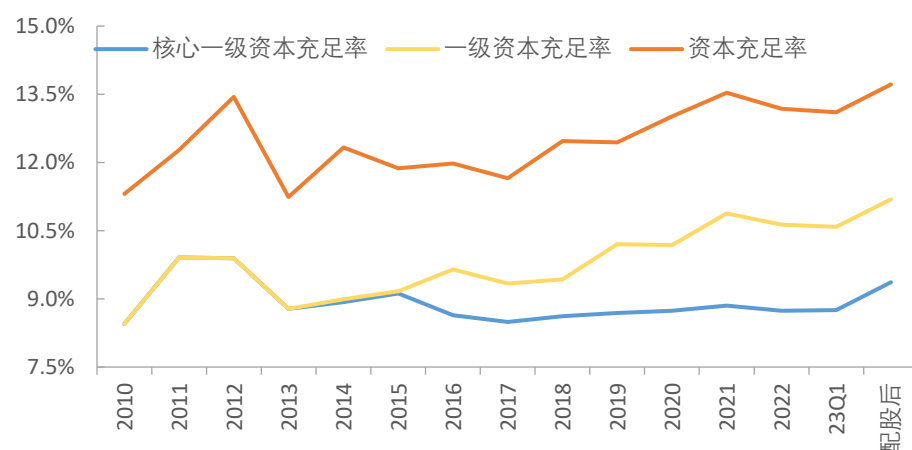
资料来源：公司财报，民生证券研究院

4.5 配股充裕资本，助力规模扩张

目前资本有待补充。截至 23Q1，中信银行核心一级资本充足率为 8.75%，距监管红线较近。当前一方面是中信银行目前位于国内系统重要性银行第二组，适用 0.5% 的附加资本要求，但考虑到未来重新评价，对其要求可能提升。另一方面，银行自身业务的持续扩张，也需要资本金支撑。

配股即将落地。目前中信银行 400 亿元配股正在推进之中，以 23Q1 数据静态测算，配股后可提升核心一级资本充足率 0.61pct 至 9.36%，为其规模的进一步扩张带来空间。

图68：中信银行截至 22Q1 三级资本充足率



资料来源：公司财报，民生证券研究院测算

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：中信银行作为全国展业的综合性股份制银行，且新零售战略推进有序，信贷及资产扩张能力均较为强劲。我们预测 23-25 年贷款同比增速为 7.0%、6.8%和 6.8%，总资产同比增速为 6.3%、6.6%和 6.6%。

2、净息差：资产端仍有定价下行压力，但信贷结构调整以及负债端成本优化仍对净息差形成一定正向支撑。我们预测 23-25 年净息差为 1.71%、1.63%和 1.55%。

3、非息收入：中信银行大力发展财富管理业务，对公端综合融资业务也渐起发力，预计可对非息收入形成支撑。我们预测 23-25 年非息收入同比增速为 4.0%、6.0%和 6.2%，净手续费收入同比增速为 5.0%、6.0%和 8.0%。

4、资产质量：中信银行历史不良出清基本结束，预计接下来资产质量指标将持续稳健向好。我们预测 23-25 年不良贷款率为 1.15%、1.08%和 1.06%，拨备覆盖率 202%、203%和 200%。

根据以上假设，我们预计 23-25 年公司营收为 2125 亿元、2179 亿元和 2244 亿元，增速分别为 0.5%、2.5%和 3.0%。

5.2 投资建议

中信银行在历史资产质量包袱得以卸下的基础之上，把握住集团、金控的协同优势，进一步明确其新零售发展战略，零售信贷提振利息收入表现、“财富管理、资产管理、综合融资”带来中收增长潜力，基本面前景向好。同时乘“中特估”之东风，拥抱估值重塑机遇。考虑到中信银行新零售战略地位提升，选择四家积极发展财富管理业务的股份制银行作为可比公司。预计中信银行 23-25 年 EPS 分别为 1.06、1.16 和 1.26 元，2023 年 7 月 13 日收盘价对应 0.6 倍 23 年 PB，略高于可比同业均值及中值。但一方面考虑到中信银行估值仍处于 2017 年以来 1/4 分位处，另一方面其战略清晰、不良整改已基本到位，估值仍有进一步提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表4：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600036.SH	招商银行	31.85	5.41	5.85	6.38	0.97	0.87	0.78
000001.SZ	平安银行	11.43	2.35	2.83	3.42	0.61	0.54	0.49
601166.SH	兴业银行	15.68	4.40	4.55	4.74	0.50	0.45	0.41

601818.SH	光大银行	3.11	0.83	0.89	0.97	0.42	0.39	0.36
平均值						0.62	0.56	0.51
中位数						0.55	0.49	0.45
601998.SH	中信银行	6.07	1.27	1.06	1.16	0.54	0.63	0.58

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价时间为 2023 年 7 月 13 日

6 风险提示

1) 宏观经济波动超预期：受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。

2) 转型进度不及预期：受经济发展变化、客户需求改变等影响，银行转型可能面临波折。

3) 地产行业改善不及预期：若行业政策落地等支持因素对房地产行业改善程度不及预期，可能影响银行资产质量。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	1,506	1,494	1,509	1,532
手续费及佣金	371	389	413	446
其他收入	237	242	257	265
营业收入	2,114	2,125	2,179	2,244
营业税及附加	-21	-22	-23	-23
业务管理费	-645	-665	-678	-685
拨备前利润	1,447	1,439	1,478	1,535
计提拨备	-714	-633	-600	-577
税前利润	734	807	882	964
所得税	-105	-123	-134	-147
归母净利润	621	674	735	802

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	51,528	55,135	58,884	62,888
同业资产	3,107	3,263	3,263	3,426
证券投资	25,029	27,031	28,923	31,237
生息资产	84,382	89,883	95,747	102,462
非生息资产	2,405	2,268	2,369	2,072
总资产	85,475	90,870	96,822	103,203
客户存款	50,993	54,818	58,655	62,761
其他计息负债	24,459	25,193	26,402	27,671
非计息负债	3,164	3,323	3,655	4,020
总负债	78,617	83,334	88,712	94,452
股东权益	6,858	7,536	8,110	8,750

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	1.27	1.06	1.16	1.26
每股拨备前利润(元)	2.96	2.26	2.32	2.41
每股净资产(元)	11.19	9.65	10.52	11.47
每股总资产(元)	174.67	142.84	152.20	162.23
P/E	5	6	5	5
P/PPOP	2	3	3	3
P/B	0.5	0.6	0.6	0.5
P/A	0.03	0.04	0.04	0.04

利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净息差(NIM)	1.84%	1.71%	1.63%	1.55%
净利差(Spread)	1.92%	1.81%	1.73%	1.65%
贷款利率	4.81%	4.66%	4.56%	4.48%
存款利率	2.06%	2.02%	2.00%	1.98%
生息资产收益率	4.11%	3.96%	3.86%	3.76%
计息负债成本率	2.19%	2.15%	2.13%	2.11%

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	0.76%	0.78%	0.80%	0.82%
ROAE	11.77%	11.61%	11.46%	11.47%

收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增速	11.6%	8.5%	9.1%	9.1%
拨备前利润增速	1.5%	-0.6%	2.8%	3.9%
税前利润增速	12.1%	9.9%	9.3%	9.4%
营业收入增速	3.3%	0.5%	2.5%	3.0%
净利息收入增速	1.9%	-0.8%	1.1%	1.5%
手续费及佣金增速	3.4%	5.0%	6.0%	8.0%
营业费用增速	8.1%	3.0%	2.0%	1.0%

规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产增速	6.1%	6.5%	6.5%	7.0%
贷款增速	6.1%	7.0%	6.8%	6.8%
同业资产增速	-9.5%	5.0%	0.0%	5.0%
证券投资增速	7.8%	8.0%	7.0%	8.0%
其他资产增速	13.0%	-5.7%	4.5%	-12.5%
计息负债增速	7.1%	6.0%	6.3%	6.3%
存款增速	7.7%	7.5%	7.0%	7.0%
同业负债增速	8.8%	3.0%	4.0%	4.0%
股东权益增速	6.7%	9.9%	7.6%	7.9%

存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
活期	45.1%	44.6%	44.4%	44.6%
定期	54.9%	55.4%	55.6%	55.4%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
企业贷款(不含贴现)	49.0%	49.0%	48.0%	46.0%
个人贷款	41.1%	41.1%	42.1%	44.1%
票据贴现	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	1.27%	1.15%	1.08%	1.06%
正常	97.10%	97.23%	97.32%	97.37%
关注	1.64%	1.62%	1.60%	1.58%
次级	0.71%	0.70%	0.69%	0.68%
可疑	0.42%	0.41%	0.40%	0.38%
损失	0.14%	0.04%	0.00%	0.00%
拨备覆盖率	201%	202%	203%	200%

资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	13.18%	13.06%	12.85%	12.54%
核心资本充足率	8.74%	8.91%	9.00%	9.01%
资产负债率	91.98%	91.71%	91.62%	91.52%

其他数据	2022A	2023E	2024E	2025E
总股本(亿元)	489.4	636.2	636.2	636.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；注：利润表负值表示对营收、利润负向影响

插图目录

图 1: 中信银行发展历程示意图	3
图 2: 中信银行信贷结构 (亿元, %)	4
图 3: 中信银行截至 23 年 4 月 28 日股权结构	4
图 4: 中信集团截至 2022 年子公司业务板块简图	5
图 5: 中信金控组织架构简图	6
图 6: 中信银行 2017 年以来估值复盘 (PB-LF, 倍)	7
图 7: 现金分红比例对比	8
图 8: 中信银行截至 23Q1 不良率	8
图 9: 中信银行截至 2022 年 ROE	8
图 10: 中信银行零售战略示意图	9
图 11: 中信银行零售金融板块组织架构调整示意图	9
图 12: 中信银行 2022 年末各业务分部资产比重	10
图 13: 中信银行截至 2022 年零售分部业绩贡献度	10
图 14: 中信银行截至 2022 年零售客户数量 (亿户)	11
图 15: 2022 年末上市股份行零售客户数量 (万户)	11
图 16: 中信银行截至 22 年动卡空间 MAU 及同比增速	11
图 17: 中信银行截至 22 年手机银行 MAU 及同比增速	11
图 18: 中信银行截至 2022 年零售信贷结构 (亿元) 及住房抵押贷款占比	12
图 19: 中信银行截至 2022 年信用卡发卡量及同比增速	13
图 20: 中信银行截至 2022 年信用卡交易量及同比增速	13
图 21: 中信银行零售业务“全客户、全产品、全渠道”体系建设	13
图 22: 上市股份行 2022、23Q1 零售 AUM 规模 (万亿元)	14
图 23: 中信银行截至 2022 年私行客户数量 (万户) 及私行 AUM (亿元)	14
图 24: 中信银行截至 2022 年非保本理财规模 (亿元)	15
图 25: 中信银行截至 23Q1 综合融资规模 (万亿元)	15
图 26: 中信银行截至 2022 年债务融资工具承销规模 (亿元) 及市场排名	16
图 27: 中信银行截至 2022 年联合融资规模 (万亿元) 及同比增速	17
图 28: 中信银行截至 2022 年零售产品交叉销售规模 (亿元)	17
图 29: 中信金控“一四三五”战略示意图	18
图 30: 中信银行截至 2022 年存款结构 (亿元, %)	19
图 31: 2022 年上市股份行存款结构对比	19
图 32: 中信银行截至 2022 年对公、个人存款成本率	19
图 33: 2022 年上市股份行存款付息率对比	19
图 34: 中信银行截至 2022 年战略客户数量 (家)	20
图 35: 中信银行截至 2022 年战略客户存贷款占比	20
图 36: 中信银行截至 2022 年不良率情况	20
图 37: 中信银行截至 2022 年对公信贷结构变化	21
图 38: 中信银行截至 2022 年对公信贷分行业不良贷款率变化	21
图 39: ROE 同业对比	22
图 40: 中信银行截至 2022 年杜邦拆解	22
图 41: 净息差同业对比	23
图 42: 中信银行 2016-2022 年净息差走势	23
图 43: 生息资产收益率对比	23
图 44: 贷款收益率同业对比	23
图 45: 生息资产结构同业对比 (平均余额口径)	24
图 46: 中信银行生息资产结构 (平均余额口径)	24
图 47: 贷款结构同业对比 (年末余额口径)	24
图 48: 中信银行贷款结构 (年末余额口径)	24
图 49: 计息负债成本率同业对比	25
图 50: 存款成本率同业对比	25
图 51: 计息负债结构同业对比 (平均余额口径)	25
图 52: 中信银行计息负债结构 (平均余额口径)	25
图 53: 存款结构同业对比 (年末余额口径)	25
图 54: 中信银行存款结构 (年末余额口径)	25

图 55: 上市股份行 2020-2022 年中收贡献度对比 (中收/营收)	26
图 56: 中收结构同业对比	26
图 57: 中信银行 2016-2022 年中收结构	26
图 58: 中信银行截至 23Q1 不良率	27
图 59: 中信银行截至 2022 年关注率及逾期率	27
图 60: 中信银行截至 2022 年不良生成率	27
图 61: 中信银行截至 2022 年逾期 90+ 贷款偏离度	27
图 62: 中信银行截至 2022 年零售及信用卡不良率	28
图 63: 中信银行截至 2022 年对公房地产不良率情况	28
图 64: 中信银行房地产领域风险敞口 (亿元)	28
图 65: 2022 年上市股份行房地产贷款占比	29
图 66: 中信银行截至 2022 年信用成本	29
图 67: 中信银行截至 2022 年拨备覆盖率及拨贷比	30
图 68: 中信银行截至 22Q1 三级资本充足率	30

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中信银行管理层简介	6
表 2: 上市国有行、股份行 2022 年末信用卡数量	12
表 3: 中信银行“中信优品”品牌产品	18
表 4: 可比公司 PB 数据对比	31
公司财务报表数据预测汇总	34

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026