

中国银行(601988)/银行

详细解读中国银行3季报:

业绩平稳高增, 资产结构持续调整优化

**评级: 增持(维持)**

市场价格:

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:

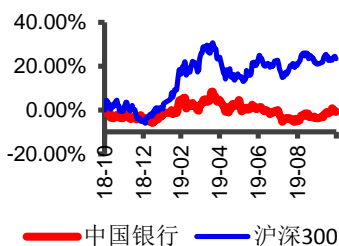
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理: 贾靖

### 基本状况

总股本(百万股)	294,388
流通股本(百万股)	210,766
市价(元)	3.69
市值(百万元)	1,020,156
流通市值(百万元)	777,725

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 详细解读中国银行 2019 年中报: 存款活期化提升, 资产质量稳中趋好

2 详细解读中国银行 2018 年年报: 活期存款增速亮眼, 整体业绩进一步提升

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	346053	384413	435911	450597	454713
增长率 yoy%	0.91	-0.59	4.89	8.23	7.96
净利润	139432	156911	169595	170845	164578
增长率 yoy%	-3.67	4.76	4.45	4.18	4.48
每股收益(元)	0.54	0.56	0.59	0.61	0.64
净资产收益率	12.12	11.86	11.58	10.77	10.07
P/E	6.89	6.56	6.27	6.01	5.74
PEG					
P/B	0.83	0.78	0.72	0.66	0.60

备注:

### 投资要点

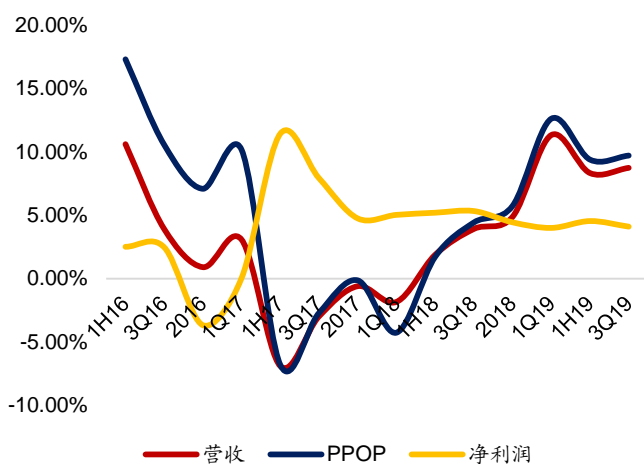
- 季报亮点: 1、业绩实现平稳高增。**3 季度营收和 PPOP 增速拐点小幅向上, 归母净利润增速保持平稳。3Q19 全年营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 8.8%、9.7%、4.1%。**2、量价带动 3 季度净利息收入环比上行 4.2%**, 其中 3 季度单季年化净息差 1.77%, 环比上行 3bp。息差上行主要来自负债端贡献, 预计公司存款在理财等分流压力稍减缓的背景下, 总的付息成本压力边际有所缓解。**3、资产结构持续调整。**从资产端看, 贷款和债券投资环比增速走阔, 对生息资产形成支撑; 占比生息资产比例上升。同业资产和存放央行规模环比压降。
- 季报不足:** 单季年化不良净生成比例为 0.59%, 环比 2 季度小幅上行 5bp, 但总体仍处于较低水平。整体看资产质量边际是趋于改善的。
- 3 季度营收和 PPOP 增速拐点小幅向上, 归母净利润增速保持平稳。**1Q19-3Q19 全年营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 11.3%/8.3%/8.8%、12.6%/9.4%/9.7%、4.0%/4.6%/4.1%。
- 投资建议:** 公司 2019E、2020E PB 0.66X/0.60X; PE 6.01X/5.74X (国有行 PB 0.75X/0.68X; PE 6.36X/6.08X), 中国银行公司总体经营稳健, 海内外布局增强抗风险能力。公司估值安全边际高, 建议积极关注。
- 关注港股中资大行的投资机会, 逻辑是:** 1、港股中资银行的估值在历史底部 (工商银行 H 股 PB 在 0.68X, 建设银行 H 股 PB 在 0.68X, 中国银行 H 股 PB 为 0.46X), 股息率在历史较高位置 (当期工行、建行、中行 H 股股息率分别为 5.10%、5.60%、6.55%), 未来的国内大类资金面临“资产荒”; 2、市场担心银行让利实体经济, 我们判断让利幅度有限; 3、市场担心大行承担救助问题银行的政策任务, 我们判断是市场化和法治化的方向。
- 风险提示:** 经济下滑超预期、公司经营不及预期。

- 季报亮点：1、业绩实现平稳高增。**3 季度营收和 PPOP 增速拐点小幅向上，归母净利润增速保持平稳。3Q19 全年营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 8.8%、9.7%、4.1%。
 **2、量价带动 3 季度净利息收入环比上行 4.2%，**其中 3 季度单季年化净息差 1.77%，环比上行 3bp。息差上行主要来自负债端贡献，预计公司存款在理财等分流压力稍减缓的背景下，总的付息成本压力边际有所缓解。
 **3、资产结构持续调整。**从资产端看，贷款和债券投资环比增速走阔，对生息资产形成支撑；占比生息资产比例上升。同业资产和存放央行规模环比压降。
- 季报不足：**单季年化不良净生成比例为 0.59%，环比 2 季度小幅上行 5bp，但总体仍处于较低水平。整体看资产质量边际是趋于改善的。

### 营收和 PPOP 增速拐点向上

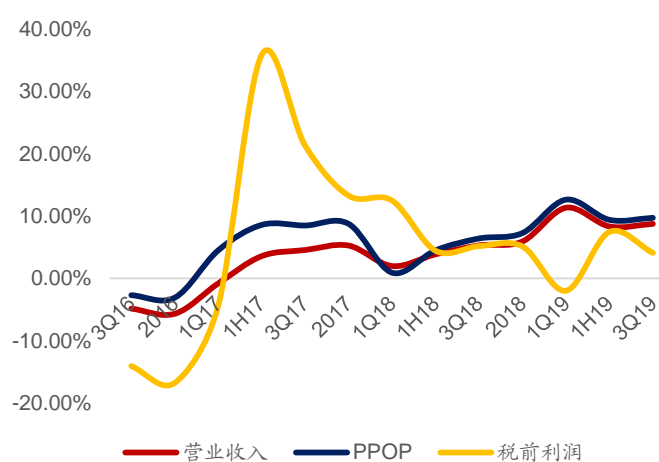
- 3 季度营收和 PPOP 增速拐点小幅向上，归母净利润增速保持平稳。**1Q19-3Q19 全年营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 11.3%/8.3%/8.8%、12.6%/9.4%/9.7%、4.0%/4.6%/4.1%。

图表：中国银行业绩同比增速



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中国银行业绩同比增速（剔除 1H16 出售南洋银行、1Q17 出售集友银行影响）



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 1-3Q19 业绩同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、非息、成本。**负向贡献因子为息差、拨备、税收。细看各因子贡献变化情况，**边际对业绩贡献改善的是：**1、息差上行，负向贡献有减少。2、非息对业绩的正向贡献增强。3、拨备对利润的负向贡献减弱。**边际贡献减弱的是：**1、规模增速小幅放缓。2、成本节约较 2 季度减弱。3、税收负向贡献增强。

图表：中国银行业绩增长拆分（累积同比）

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19
规模增长	7.8%	8.8%	9.0%	10.0%	9.1%
净息差扩大	-3.0%	-2.5%	-2.4%	-4.7%	-4.0%
非息收入	-0.9%	-1.4%	4.8%	3.0%	3.6%
成本	0.5%	0.9%	1.3%	1.1%	1.0%
拨备	-1.7%	-2.7%	-14.6%	-1.9%	-0.1%
税收	2.2%	1.0%	7.0%	-2.4%	-4.4%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中国银行业绩增长拆分（单季环比）

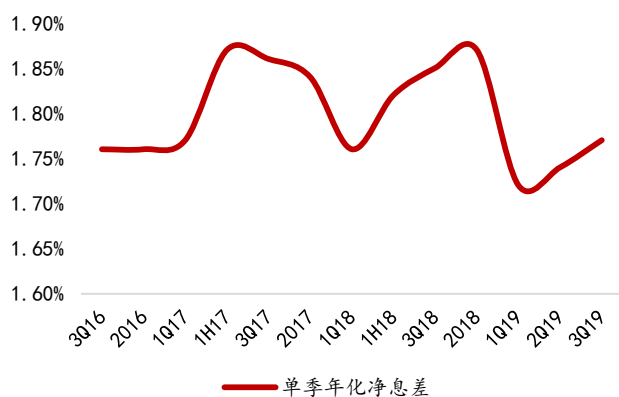
	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
规模增长	2.0%	2.6%	1.9%	2.3%	2.1%
净息差扩大	1.7%	1.3%	-8.2%	1.0%	2.1%
非息收入	-5.8%	-1.9%	14.9%	-6.1%	-2.4%
成本	-5.3%	-5.2%	11.5%	1.6%	-5.6%
拨备	-20.4%	-33.4%	75.0%	31.2%	-24.5%
税收	2.2%	-0.5%	-10.4%	-8.3%	3.0%

来源：公司财报，中泰证券研究所

### 净利息收入环比增 4.2%：量价驱动

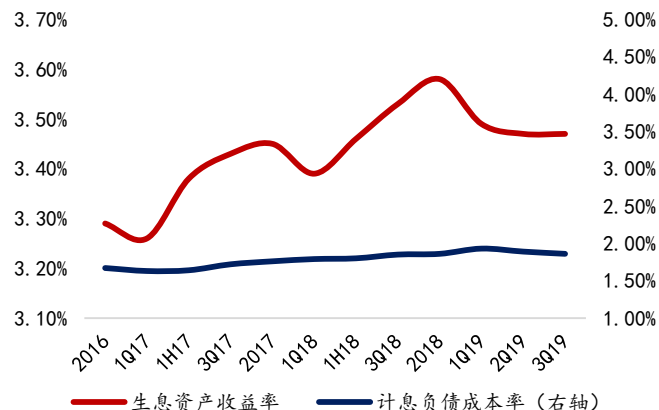
- 3 季度净利息收入环比上行 4.2%，其中生息资产规模环比增 1.4%；3 季度单季年化净息差 1.77%，环比上行 3bp。息差上行主要来自负债端贡献，3 季度资产端收益率环比持平、负债端付息率则环比下行 3bp。**从资产端看，资产结构的优化对冲了利率下行的影响，负债端从结构看，存款占比总体是稳定的，预计公司存款在理财等分流压力稍减缓的背景下，总的付息成本压力边际有所缓解。

图表：中国银行单季年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中国银行收益付息率（单季年化）



来源：公司财报，中泰证券研究所

### 资产负债增速及结构：结构优化调整

- 从资产端看，贷款和债券投资环比增速走阔，对生息资产形成支撑；同业资产和存放央行规模环比压降。**1、贷款环比增速小幅走阔至 2.80%，占比生息资产继续提升至 59%。2、债券投资环比增速亦小幅走阔，其中债权投资规模环比是压降的，主要由交易性金融资产和（其他股权+其他债权）类资产支撑。3 季度债券投资环比增 2.4%，占比生息资产上升至 25.1%。3、同业融出资产在 2 季度环比高增基础上 3 季度规模有压降，环比-4.1%，占比下降至 9.1%。
- 负债端存款和发行债券环比走阔，存款占比保持相对稳定。**1、存款在 2 季度规模维持平稳的基础上 3 季度环比小幅正增，环比增 0.8%，占比

计息负债比例维持相对平稳。2、主动负债端向发债倾斜，发债、同业负债分别环比增 21.6%、-3.5%，占比计息负债比例 5.1%、15.6%。

图表：中国银行资产负债增速和结构占比

	环比增速							占比			
	1Q18	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
资产											
贷款	2.10%	2.40%	2.60%	0.80%	4.00%	2.20%	2.80%	57.30%	58.50%	58.20%	59.00%
债券投资	3.70%	1.80%	2.70%	2.30%	4.80%	1.20%	2.40%	24.60%	25.30%	24.90%	25.10%
存放央行	-1.30%	-2.60%	13.40%	-4.00%	-16.40%	6.10%	-4.10%	11.30%	9.30%	9.60%	9.10%
同业资产	24.60%	-9.10%	-9.20%	28.90%	2.30%	9.70%	-6.30%	6.80%	6.90%	7.30%	6.80%
生息资产合计	3.40%	0.90%	3.10%	2.10%	1.80%	2.90%	1.40%				
负债											
	1Q18	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
存款	5.10%	0.00%	1.80%	1.90%	5.10%	0.00%	0.80%	78.70%	81.70%	79.40%	79.30%
发债	1.70%	3.00%	23.10%	21.50%	-4.40%	10.60%	21.60%	4.10%	3.90%	4.20%	5.10%
同业负债	-3.40%	3.10%	6.20%	3.80%	-14.90%	16.60%	-3.50%	17.20%	14.40%	16.40%	15.60%
计息负债合计	3.50%	0.60%	3.10%	2.90%	1.30%	2.80%	1.00%				

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 资产质量边际改善

- 多维度看：1、不良维度——不良率环比下行、单季年化不良净生成维持在较低水平。**3 季度公司不良率为 1.37%，环比下行 3bp，自 2017 年底来继续保持环比下行。单季年化不良净生成比例为 0.59%，环比 2 季度小幅上行 5bp，但总体仍处于较低水平。**2、拨备维度——风险抵补能力增强。**拨备覆盖率 182.2%，环比提升 4.7 个百分点；拨贷比 2.50%，环比提升 1bp。

**图表：中国银行资产质量指标**

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	较年初变动	环比变动
<b>不良维度</b>							
不良率	1.43%	1.42%	1.41%	1.40%	1.37%	-0.05%	-0.03%
不良净生成率（单季年化）	0.61%	0.78%	0.60%	0.54%	0.59%	-0.19%	0.05%
不良净生成率（累计年化）	0.84%	0.92%	0.60%	0.67%	0.65%	-0.27%	-0.02%
不良核销转出率	50.40%	57.84%	27.72%	36.33%	38.40%	-19.44%	2.07%
关注类占比	N.A.	2.90%	N.A.	2.73%	N.A.		
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	4.32%	N.A.	4.13%	N.A.		
<b>逾期维度</b>							
逾期率		1.87%		1.42%			
逾期/不良		131.75%		101.53%			
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	1.15%	N.A.	1.03%	N.A.		
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	80.98%	N.A.	73.60%	N.A.		
<b>拨备维度</b>							
信用成本（累积）	N.A.	0.95%	N.A.	0.59%	N.A.		
拨备覆盖率	169.23%	181.97%	184.62%	177.52%	182.24%	0.27%	4.72%
拨备/贷款总额	2.41%	2.58%	2.61%	2.49%	2.50%	-0.08%	0.01%

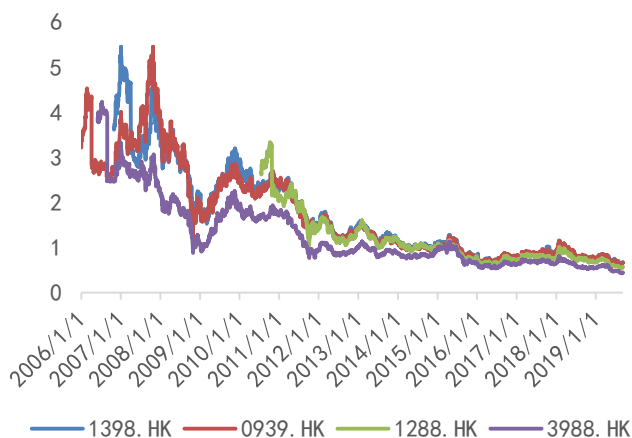
资料来源：公司财报，中泰证券研究所

### 其他

- **净非息收入在净其他非息带动下同比增速走阔至 19.4% (V.S.2 季度 16.4%的同比增速)**，占比营收比例小幅下降 1.3 个百分点至 27.9%。1、**净手续费收入同比增速较 2 季度 4.9%的增速小幅放缓至 4.5%**。2、**净其他非息收入同比增速走阔至 67%**，主要是投资收益和汇兑损益实现较高增长。
- **成本收入比同比小幅下行 0.24 个百分点**。单季年化成本收入比 30.4%，较去年下降 0.24%，其中管理费同比增长 6.4%，费用同比增速较 1 季度的 5.2%有小幅走阔。
- **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 11.24%、13.02%、15.51%，环比提升 3、17、18bp。风险加权资产环比增 2.84%。
- **前十大股东变动：1、增持——香港中央结算(代理人)有限公司、陆股通持股增加 0.01%、0.03%至 27.83%、0.25%**。2、**减持——中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪、中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪减持 0.05%、0.01%至 0.28%、0.17%**。

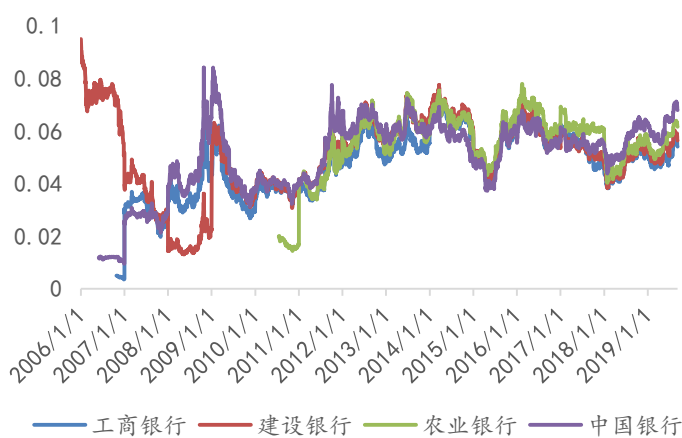
- **投资建议：**公司 2019E、2020E PB 0.66X/0.60X；PE 6.01X/5.74X（国有行 PB 0.75X/0.68X；PE 6.36X/6.08X），中国银行公司总体经营稳健，海内外布局增强抗风险能力。公司估值安全边际高，建议积极关注。
- **关注港股中资大行的投资机会，逻辑是：**1、港股中资银行的估值在历史底部（工商银行 H 股 PB 在 0.68X，建设银行 H 股 PB 在 0.68X，中国银行 H 股 PB 为 0.46X），股息率在历史较高位置（当期工行、建行、中行 H 股股息率分别为 5.10%、5.60%、6.55%），未来的国内大类资金面临“资产荒”；2、市场担心银行让利实体经济，我们判断让利幅度有限；3、市场担心大行承担救助问题银行的政策任务，我们判断是市场化和法治化的方向。

图表：港股中资银行 PB 估值在历史底部



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：港股中资银行股息率在历史较高位置



来源：Wind，中泰证券研究所

- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

图表：中国银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	6.56	6.27	6.01	5.74	净利息收入	283,585	321,102	328,650	306,048
PB	0.78	0.72	0.66	0.60	手续费净收入	82,092	91,240	92,410	88,664
EPS	0.56	0.59	0.61	0.64	营业收入	384,413	435,911	450,597	454,713
BVPS	4.74	5.14	5.63	6.15	业务及管理费	(124,747)	(130,387)	(134,213)	(135,820)
每股股利	0.18	0.18	0.19	0.20	拨备前利润	236,287	279,859	290,845	311,484
<b>盈利能力</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	拨备	(23,510)	(48,381)	(59,274)	(89,072)
净息差	2.15%	1.84%	1.87%	1.83%	税前利润	212,777	231,478	231,571	222,412
贷款收益率	4.94%	4.10%	3.97%	4.13%	税后利润	163,741	177,198	179,417	184,051
生息资产收益率	4.02%	3.40%	3.45%	3.50%	归属母公司净利润	156,911	169,595	170,845	164,578
存款付息率	1.96%	1.62%	1.54%	1.61%	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
计息负债成本率	2.03%	1.70%	1.72%	1.82%	贷款总额	7,607,791	8,483,275	9,135,860	9,973,362
ROAA	0.92%	0.88%	0.83%	0.79%	债券投资	2,256,470	2,710,375	3,595,095	3,972,884
ROAE	11.86%	11.58%	10.77%	10.07%	同业资产	1,380,294	1,130,211	1,007,855	1,176,482
成本收入比	29.79%	29.87%	30.30%	29.87%	生息资产	13,276,556	14,629,949	15,934,873	17,394,368
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资产总额	13,874,299	15,251,382	16,815,597	18,148,889
净利息收入	10.57%	6.30%	10.35%	9.49%	存款	10,097,786	10,885,223	11,729,171	12,939,748
营业收入	-0.59%	4.89%	8.23%	7.96%	同业负债	2,091,828	2,353,848	2,627,973	2,590,413
拨备前利润	-0.13%	5.75%	9.31%	7.46%	发行债券	224,704	278,045	282,929	362,318
归属母公司净利润	4.76%	4.45%	4.18%	4.48%	计息负债	12,414,318	13,517,116	14,640,073	15,892,479
净手续费收入	0.03%	-1.67%	3.00%	5.00%	负债总额	12,912,822	14,067,954	15,457,992	16,661,797
贷款余额	7.69%	9.17%	9.26%	8.47%	股本	279,365	288,731	294,388	294,388
生息资产	8.92%	9.16%	7.73%	9.98%	归属母公司股东权益	923,916	1,140,859	1,304,946	1,411,682
存款余额	7.75%	10.32%	5.55%	8.97%	所有者权益总额	961,477	1,183,428	1,357,605	1,487,092
计息负债	8.31%	8.55%	7.71%	10.51%	<b>资本状况</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	资本充足率	14.19%	14.97%	15.80%	15.74%
不良率	1.45%	1.42%	1.41%	1.41%	核心资本充足率	11.15%	11.41%	11.98%	12.20%
拨备覆盖率	159.15%	181.83%	180.56%	181.34%	杠杆率	12.35	12.33	11.88	11.95
拨贷比	2.31%	2.57%	2.55%	2.56%	RORWA	1.58%	1.54%	1.50%	1.45%
不良净生成率	0.83%	0.92%	0.88%	0.88%	风险加权系数	62.44%	60.37%	58.55%	58.03%

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。