

规模增长停滞

中性维持

目标价格：3.37 元

投资要点：

- 📖 规模增长停滞
- 📖 净息差乏力
- 📖 资产质量尚可

事件：2011年前三季度，集团实现归属于母公司所有者的净利润963.01亿元1，同比增长21.52%。基本每股收益0.35元，同比增加0.05元。ROE19.15%，比上年同期下降0.35个百分点；ROA为1.23%，比上年同期上升0.06个百分点。三季度实现净利润311.51亿元，环比下降11.31%。

报告摘要：

- **前三季度净利润增长 22%主要是规模、手续费和其他收入提高拉动。**贡献度为13.5%、5.4%和4.03%。贷款和生息资产仅比6月底增长0.51%，三季度单季度规模效应显著下降。
- **净息差乏力。**承接前期的净息差弱势，前三季度NIM年化为2.12%，继续维持低位。同比提高3.6个BP。三季度NIM年化为2.09%，环比下降1.2个BP。
- **三季度存款负增长。**9月末存款余额79,708.46亿元，比上年末增加4,316.93亿元，增幅5.73%。和6月底相比，9月末存款存款增长-1.55%，减少1256亿元。
- **不良“双降”。**公司不良率0.99%，比6月底小幅下降了0.01个百分点，不良余额比6月底下降了6200万。三季度计提减值损失39.5亿元，环比少提37亿元。
- **投资建议。**我们预计中行2011年和12年实现归属于母公司股东的净利润为1223亿元和1431亿元，同比增长17.1%和17%，EPS为0.44元和0.51元，鉴于NIM乏力和增速放缓，维持中性评级。

(百万元, 元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	218266	264125	307261	373161	429384
净利润	85349	109691	128468	150449	176731
摊薄 EPS	0.32	0.37	0.44	0.51	0.60
BVPS	2.03	2.31	2.59	2.90	3.35
PE(X)	9.45	8.05	6.87	5.87	5.00
PB(X)	1.48	1.30	1.16	1.04	0.90

银行行业研究组

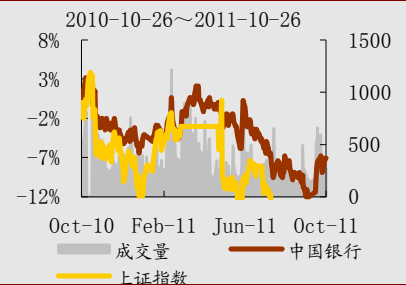
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

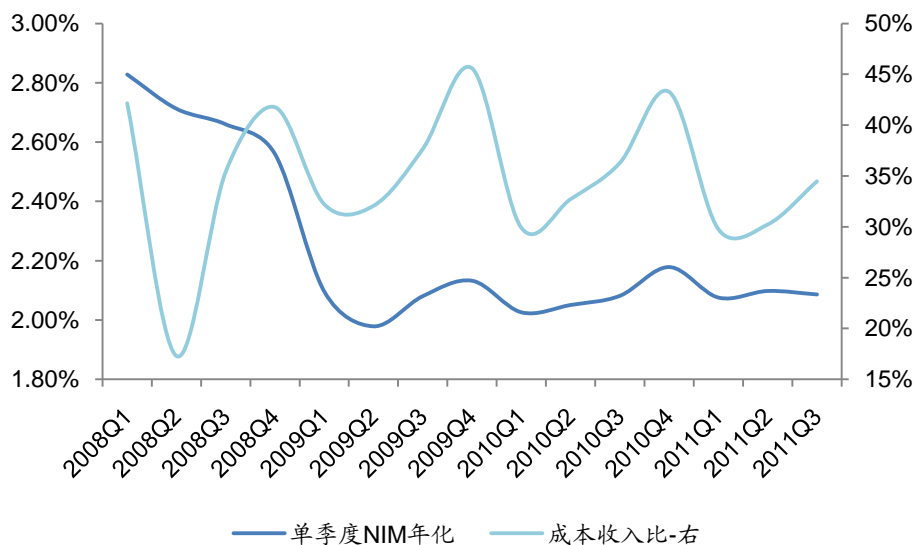
股本(亿股)	2791.5
市值(亿元)	8402
大股东	中央汇金
持股比例	67.55%

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*中国银行：净息差维持低位——中报点评*601988*银行*张继袖》，2011.8
- 2 《宏源证券*公司研究*中国银行：净息差在四季度反弹 10 个 BP*银行*601988*张继袖》，2011.3
- 3 《宏源证券*公司研究*中国银行：规模因素贡献显著*601988*银行*张继袖》，2010.10
- 4 《宏源证券*公司研究*中国银行：外币业务拖累净息差反弹*601988*银行*张继袖》，2010.8

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3
生息资产规模	22.64	15.96	15.90	16.40	18.73	14.16	14.28	15.65	13.53	15.54
NIM	-3.76	3.36	0.05	2.09	-0.57	2.32	2.25	0.86	1.64	1.71
手续费净收入	10.81	1.95	2.93	3.07	4.39	5.34	6.64	6.00	5.43	5.68
其他收支	4.33	-6.31	5.33	1.79	1.19	4.07	10.12	7.14	4.03	-0.33
费用收入比	5.84	-1.35	3.12	6.31	3.20	0.33	5.85	2.97	3.44	-3.81
营业税率	0.43	-0.72	-0.09	-0.65	-0.29	-0.27	0.26	-0.01	-0.59	-1.79
拨备支出	-0.21	0.60	1.53	5.41	1.79	3.61	-10.39	-3.32	-4.72	0.30
营业外收支	0.21	-0.34	0.58	-2.56	-0.50	-0.19	-0.08	-0.14	-0.20	0.11
所得税率	1.51	-0.29	1.52	0.01	0.57	-1.34	1.02	-0.17	-0.47	-2.16
净利润增长率	41.79	12.87	30.85	31.87	28.52	28.03	29.95	28.98	22.09	15.25

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
生息资产规模	6.65	4.17	1.52	2.93	4.46	3.59	1.04
NIM	-4.34	1.04	1.28	3.68	-3.90	0.85	-0.46
手续费净收入	7.77	-5.49	0.69	0.16	8.05	-3.09	-0.77
其他收支	-2.09	-1.18	1.28	3.14	0.23	4.00	-8.45
费用收入比	37.95	-5.02	-6.73	-13.52	30.34	-0.86	-7.16
营业税率	-0.54	-0.30	0.01	0.30	-0.24	0.11	-1.58
拨备支出	-10.02	5.20	8.17	-1.67	-8.02	-6.66	8.29
营业外收支	-0.69	-0.28	0.44	-1.48	1.22	-0.13	0.15
所得税率	0.22	0.70	-0.90	-0.02	-1.17	2.52	-2.38
净利润增长率	34.91	-1.16	5.76	-6.49	30.97	0.32	-11.31

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放中央银行款项	1623144	1507558	1417564	1615498	净利息收入	193962	223543	271885	309627
存放同业和其它金融机构款项	586904	545110	512569	584139	手续费及佣金净收入	54483	68577	85797	103854
拆出资金	136984	127229	119634	136339	其他净收入	15680	15142	15479	15902
证券投资	2067955	3071896	4299870	5090938	营业收入合计	264125	307261	373161	429384
买入返售金融资产	76732	71268	67013	76371	营业税金及附加	14414	16768	20364	23433
衍生金融资产	39974	46370	53789	61319	业务及管理费	94555	107541	130606	150284
发放贷款及垫款	5537765	6311140	7079022	7881783	资产减值损失	12993	16455	24211	23106
固定资产	123568	102974	95515	89611	营业支出合计	121962	140765	175182	196823
递延所得税资产	24041	27888	32350	36879	营业利润	142163	166496	197979	232561
投资性房地产	13839	16053	18622	21229	营业外收支净额	-18	-19	-20	-21
其他资产	98865	155104.08	203846.8	251653.84	拨备前利润	155156	182952	222190	255667
资产合计	10459865	12133443	14074794	16045266	利润总额	142145	166477	197959	232540
同业和其它金融机构存放款项	1275814	1051852	1193852	1087299	减: 所得税	32454	38009.46	47510.2	55809.7
拆入资金	155557	176870	208863	184856	净利润	109691	128468	150449	176731
交易性金融负债	215874	523226	720710	924294	归属于母公司的净利润	104418	122292	143105	168104
卖出回购金融资产款	75244	62035	70410	64126	少数股东损益	5273	6176	7343	8626
吸收存款	7539153	8670026	9840479	11316551	基本每股收益	0.37	0.44	0.51	0.60
应付债券	131887	60115	60115	60115	稀释每股收益	0.37	0.44	0.51	0.60
负债合计	9815700	11410587	13266193	15110239	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	279147	279147	279147	279147	成长性				
资本公积金	119003	119019.007	119038.59	144239.56	营收增长率	21.0%	16.3%	21.4%	15.1%
盈余公积金	40227	52456	66767	83577	EBIT 增长率	25.4%	16.6%	18.8%	17.2%
未分配利润	148355	214663	286078	370492	净利润增长率	29.2%	17.1%	17.0%	17.5%
一般风险准备	71195	71195	71195	71195	盈利性				
少数股东权益	31985	38161	45504	54130	ROA	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
股东权益合计	644165	722856	808601	935027	ROE	15.4%	16.1%	16.8%	17.0%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	55.0%	55.2%	54.0%	55.0%
净利润	104418	122292	143105	168104	净息差	2.07%	2.16%	2.25%	2.22%
EBIT	145328	169471	201360	236062	成本收入比	35.8%	35.0%	35.0%	35.0%
NOPLAT	112147	130778	153034	179407	估值倍数				
资产准备	12993	16455	24211	23106	PE	8.0	6.9	5.9	5.0
折旧与摊销	9444	10082	10573	9069	P/S	3.2	2.7	2.3	2.0
来源	1577166	1588712	1848262	1835419	P/B	1.3	1.2	1.0	0.9
运用	1707922	1673578	1941351	1970471	股息收益率	3.9%	4.9%	6.5%	7.6%
自由现金流	-9165	55993	70519	53424	EV/EBITDA	6.4	5.1	4.4	3.8

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。