

银行

署名人: 张镭

S0960209060260

zhanglei@cjis.cn

参与人: 林帆

S0960110120015

linfan@cjis.cn

0755-82026821

6-12个月目标价: 3.39元

当前股价: 3.01元

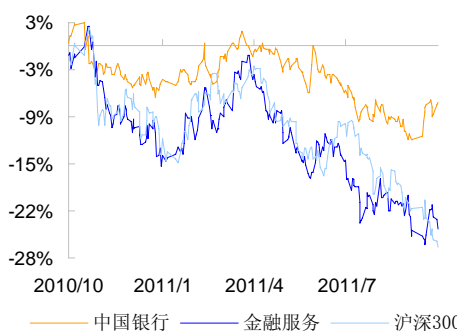
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	195525
流通股本(百万)	195525
流通市值(亿)	5885
EPS	0.37
每股净资产(元)	2.31
资产负债率	93.54%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国银行	4.15	-2.59	-7.03
金融服务	1.81	-6.95	-16.90
沪深300指数	-3.48	-16.01	-21.92



### 相关报告

中国银行-外币贷款收益上升, 总体息差保持稳定 2011-08-25

中国银行-盈利增速符合预期, 未来关注外币息差 2011-04-29

中国银行-年报点评: 外币息差开始回升, 不良贷款保持双降 2011-03-26

中国银行

601988

推荐

## 2011年3季报点评

2011年前3季度, 中国银行实现归属于母公司所有者的净利润963.01亿元, 同比增长21.52%。基本每股收益0.35元, 同比增加0.05元。净资产收益率(ROE)19.15%, 比上年同期下降0.35个百分点; 总资产净回报率(ROA)1.23%, 比上年同期上升0.06个百分点。

### 投资要点:

- **息差继续受到外币业务拖累。**在本轮国内加息周期中, 由于受到外币业务低息差的摊薄作用, 中国银行的综合息差水平是16家上市银行中最低的, 息差弹性也不尽如人意。自2010年第4季度人民银行开始加息后, 中行的净息差由2.04%小幅上升, 到2011年中报时达到2.11%的高点, 本次3季报披露的最新净息差水平为2.10%, 较高点已经有所回落。由于目前欧美经济状况仍较疲弱, 因此预计未来一段时间中行外币业务息差水平仍将维持较低水平。而一旦人民银行在2012年中开启降息周期, 则中行人民币业务的息差水平则有可能开始下行。不过, 在国内加息周期中拖累中行息差上行速度的外币业务可能在国内降息周期中发挥减慢中行息差下降速度的作用, 这种作用可能将继续强化中行估值最低、但抗跌性最好的投资特征。
- **存款增长慢于贷款, 推高贷存比。**3季度末, 中行贷款余额6.1万亿, 较年初增幅10.3%; 存款余额7.9万亿, 较年初增长5.7%。中行作为四大行中网点最少者, 在存款资源尤其紧缺的2011年面临的揽存压力也较同业银行更为明显。存、贷款增速的不匹配将中行贷存比水平推高至76.7%, 中行正在向监管层争取对其部分海外业务不按国内贷存比要求进行监管, 但即使此申请获监管批准对其现有贷存比的降低效果也将有限。75%的贷存比监管标准在未来一段时间内对中行信贷增长的约束作用将较为明显。
- **不良贷款比率继续下降。**3季度末中行不良贷款率为0.99%, 较2季度末的1.00%微弱下降。3季度末的不良贷款拨备率为2.21%, 拨备覆盖率为223%, 距离即将实施的新监管标准仍有一定距离, 中行未来两年的拨备压力将持续存在。
- **资本充足率基本达标。**3季度末, 中行核心资本充足率为9.9%, 资本充足率为12.8%, 基本符合现阶段的监管要求。
- **投资建议:**自08年金融危机后, 中国银行的经营状况始终受到外币业务的一定负面拖累, 未来如果欧美经济形势发生转机, 则是中国银行明显差异与A股其他上市银行的投资机会。预计中国银行2011年、2012年的EPS分别为0.46元、0.54元, 给予“推荐”评级, 目标价3.39元。

### 风险提示:

- 经济下滑速度超预期带来资产质量下降。

附表:

表 1 中国银行 3 季度主要业绩指标

	2011 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	2011 年 3 季度	2010 年 3 季度
EPS	0.34	0.31	0.11	0.11
平均净资产收益率	19.0%	19.5%	17.3%	19.3%
成本收入比	35.7%	36.5%	39.0%	39.5%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 中国银行净息差历史趋势

	2009A	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010A	2011Q1	2011Q2	2011Q3
净息差 (NIM)	2.04%	2.04%	2.04%	2.04%	2.07%	2.11%	2.11%	2.10%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 利润增速分解

	2011 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	YoY%	2011 年 3 季度	2010 年 3 季度	YoY%
净利息收入	167,302	140,804	18.8%	57,087	48,940	16.6%
手续费净收入	50,827	41,344	22.9%	15,853	13,038	21.6%
营业收入	245,279	202,420	21.2%	79,169	69,410	14.1%
营业费用	87,466	73,976	18.2%	30,896	27,440	12.6%
资产减值损失	16,237	11,162	45.5%	3,950	1,211	226.2%
营业利润	131,517	117,282	12.1%	40,804	40,759	0.1%
税前利润	131,652	107,416	22.6%	40,875	37,129	10.1%
所得税	30,368	24,456	24.2%	9,724	8,544	13.8%
净利润	101,284	82,960	22.1%	31,151	28,585	9.0%
归属母公司股东净利润	96,301	79,244	21.5%	29,788	27,222	9.4%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 4 资产负债增长明细

	2010Q3	2010A	2011Q3	YoY%	今年以来增幅
资产					
客户贷款	5,433,533	5,537,765	6,110,332	12.5%	10.3%
债券投资	2,055,063	2,055,324	1,882,945	-8.4%	-8.4%
同业资产	810,163	800,620	961,781	18.7%	20.1%
生息资产	9,666,115	10,016,853	11,061,131	14.4%	10.4%
负债					
客户存款	7,482,506	7,539,153	7,970,846	6.5%	5.7%
同业负债	1,508,398	1,580,030	1,697,922	12.6%	7.5%
应付债券	133,216	131,887	164,970	23.8%	25.1%
计息负债	9,124,120	9,251,070	9,833,738	7.8%	6.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 贷存比指标

	2010Q3	2010A	2011Q1	2011Q2	2011Q3
存款	7,482,506	7,539,153	7,998,074	8,096,431	7,970,846
贷款	5,433,533	5,537,765	5,829,192	6,081,932	6,110,332
贷存比	72.6%	73.5%	72.9%	75.1%	76.7%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 资产质量

	2010Q3	2010A	2011Q1	2011Q2	2011Q3
不良贷款率	1.10%	1.10%	1.04%	1.00%	0.99%
不良贷款拨备率	2.19%	2.16%	2.14%	2.17%	2.21%
拨备覆盖率	198.9%	196.7%	206.0%	217.3%	223.0%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 7 资本管理

	2010Q3	2010A	2011Q2	2011Q3
资本充足率	11.7%	12.6%	13.0%	12.8%
核心资本充足率	9.4%	10.1%	10.0%	9.9%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

(单位：十亿元)

利润表	2010	2011E	2012E	2013E	盈利驱动因素	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	277	364	431	518	贷款增长率	15.4%	15.1%	15.9%	15.2%
净利息收入	194	265	317	387	贷款平均收益率	4.2%	4.8%	5.1%	5.3%
手续费及佣金净收入	54	68	82	97	存款增长率	12.8%	14.7%	15.9%	15.9%
投资收益	9	10	10	11	存款平均收益率	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%
营业支出	122	158	190	225	贷存比	73.5%	73.7%	73.7%	73.3%
业务及管理费	95	127	155	186	生息资产增长率	14.8%	17.5%	16.0%	15.4%
拨备前利润	155	205	241	292	生息资产平均收益率	3.3%	4.0%	4.2%	4.3%
资产减值损失	13	31	34	46	计息负债增长率	16.9%	14.5%	15.5%	14.7%
税前利润	142	175	208	246	计息负债平均收益率	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%
净利润	110	135	160	190	净息差 (NIM)	2.1%	2.6%	2.6%	2.8%
归母公司净利润	104	128	152	180	净利差 (NIS)	2.0%	2.5%	2.6%	2.7%
资产负债表 (单位：十亿)	2010	2011E	2012E	2013E	成本收入比	34.2%	35.0%	36.0%	36.0%
资产	10460	12203	14086	16183	减值损失/生息资产	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
贷款及垫款	5538	6375	7391	8516	增长率	2010	2011E	2012E	2013E
债券投资	2055	2472	2906	3423	净利息收入	22.1%	36.8%	19.7%	21.8%
存放中央银行	1066	1346	1555	1759	手续费及佣金净收入	18.4%	25.2%	20.1%	18.6%
存拆放同业	801	939	1083	1249	拨备前利润	23.0%	32.3%	17.6%	21.1%
负债	9816	11454	13219	15178	EPS	17.5%	22.4%	18.8%	18.2%
吸收存款	7539	8650	10025	11617	资产质量	2010	2011E	2012E	2013E
同业存拆入及对央行负债	1580	1810	2073	2280	不良贷款率	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
应付债券	132	134	137	139	拨备率	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%
所有者权益	644	749	866	1005	拨备覆盖率	197%	200%	200%	200%
母公司所有者权益	612	716	831	967	资本管理	2010	2011E	2012E	2013E
利润结构	2010	2011E	2012E	2013E	资本充足率	12.9%	11.4%	11.0%	10.8%
净利息收入/营业收入	70%	73%	74%	75%	核心资本充足率	10.0%	9.0%	8.8%	8.7%
非利息收入/营业收入	30%	27%	26%	25%	RWA/生息资产	61.5%	65.5%	66.4%	67.7%
贷款利息收入/利息收入	73%	70%	70%	70%	盈利与估值	2010	2011E	2012E	2013E
债券利息收入/利息收入	17%	20%	20%	21%	RORWA	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%
同业往来/利息收入	10%	10%	10%	9%	PPOP ROAA	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
资产负债结构	2010	2011E	2012E	2013E	ROAA	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%
生息资产比例	91.5%	92.1%	92.6%	93.0%	PPOP ROAE	26.1%	29.5%	29.9%	31.2%
贷款/生息资产	57.9%	56.7%	56.7%	56.6%	ROAE	18.4%	19.3%	19.8%	20.3%
债券/生息资产	21.5%	22.0%	22.3%	22.7%	EPS(basic)	0.37	0.46	0.54	0.64
同业资产/生息资产	8.4%	8.4%	8.3%	8.3%	BVPS	2.19	2.56	2.97	3.45
计息负债比例	94.2%	92.5%	92.5%	92.5%	PE(目标价)	9.1	7.4	6.2	5.3
存款/计息负债	81.5%	81.7%	81.9%	82.8%	PE(现价)	8.0	6.6	5.5	4.7
同业融资/计息负债	17.1%	17.1%	16.9%	16.2%	PB(目标价)	1.55	1.32	1.14	0.98
发行债券/计息负债	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	PB(现价)	1.37	1.17	1.01	0.87
利润表 (单位：十亿)	2010	2011E	2012E	2013E	盈利驱动因素	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	277	364	431	518	贷款增长率	15.4%	15.1%	15.9%	15.2%
净利息收入	194	265	317	387	贷款平均收益率	4.2%	4.8%	5.1%	5.3%
手续费及佣金净收入	54	68	82	97	存款增长率	12.8%	14.7%	15.9%	15.9%
投资收益	9	10	10	11	存款平均收益率	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%
营业支出	122	158	190	225	贷存比	73.5%	73.7%	73.7%	73.3%
业务及管理费	95	127	155	186	生息资产增长率	14.8%	17.5%	16.0%	15.4%
拨备前利润	155	205	241	292	生息资产平均收益率	3.3%	4.0%	4.2%	4.3%
资产减值损失	13	31	34	46	计息负债增长率	16.9%	14.5%	15.5%	14.7%
税前利润	142	175	208	246	计息负债平均收益率	1.4%	1.5%	1.6%	1.6%

资料来源：中投证券研究所，公司报表

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

林帆, 中投证券研究所银行业分析师, 2010 年加入中投证券。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434