

2011年10月27日

A

买入

601988.SS - 人民币 3.01

目标价格: 人民币 3.80

H

买入

3988.HK - 港币 2.85

目标价格: 港币 4.08

尹劲桦
 (8621) 2032 8590
 jinhua.yin@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

袁琳, CFA
 (8610) 6622 9070
 lin.yuan@bocigroup.com
 证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现 (A股)


资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	17	8	14	(30)
相对新华富时A50指数(%)	(11)	1	(11)	10

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	195,525
流通股(%)	3.6
流通股市值(人民币 百万)	20,985
3个月日均交易额(人民币 百万)	70
主要股东(%)	
汇金	67.55

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

中国银行

三季度业绩低于预期

中国银行 2011 年前三季度实现净利润 963.01 亿元, 同比增长 21.5%, 低于我们的预期。由于存款增长疲软, 中行三季度资产的增长缓慢。同时, 存款成本的上升拖累了净息差的回升。中行资产质量依然保持稳定。维持 A 股和 H 股的买入评级不变。

季报要点

- 中国银行 2011 年前三季度实现净利润 963.01 亿元, 同比增长 21.5%; 三季度单季度实现净利润 297.88 亿元, 同比增长 9.4%。中行三季度业绩低于我们的预期, 主要原因是由于较低的交易和汇兑收入, 以及低于预期的资产增速;
- 由于存款增长疲软, 中行三季度资产的增长缓慢。截至三季度末, 中行的存款相比年初仅增长 6.0%, 而环比六月末则下降约 1,188 亿元; 三季度末贷款余额相比年初增长 10.4%;
- 中行集团三季度的净息差环比二季度下降约 2 个基点。其中, 境内人民币业务由于存款成本上升, 净息差环比下降约 9 个基点; 境内外币业务净息差环比上升约 1 个基点; 境外业务净息差环比上升约 10 个基点
- 中行资产质量保持稳定, 不良环比二季度末实现双降, 融资平台贷款和外币债券风险仍然可控。

估值

- 目前中行 A 股股价相当于 1.16 倍 2011 年市净率, 7.12 倍 2011 年市盈率; H 股股价相当于 0.90 倍 2011 年市净率, 5.52 倍 2011 年市盈率, 估值具有安全边际。我们下调了中行 2012 年和 2013 年的资产增速, 并将 2012 年和 2013 年的每股收益预测由原来的 0.44 元和 0.47 元分别下调至 0.43 元和 0.44 元。维持 A 股和 H 股买入评级。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入(人民币 百万)	158,881	193,962	223,665	252,374	284,574
净利润(人民币 百万)	80,819	104,418	118,063	122,988	125,850
完全摊薄每股收益(人民币 元)	0.32	0.41	0.42	0.43	0.44
变动(%)	25.6	27.4	4.2	2.4	0.6
先前预测每股收益(人民币 元)			0.42	0.44	0.47
调整幅度(%)			0	(2.3)	(6.4)
市盈率(倍)	9.45	7.42	7.12	6.95	6.91
每股净资产值(人民币 元)	2.03	2.31	2.59	2.87	3.14
市净率(倍)	1.48	1.30	1.16	1.05	0.96
净资产收益率(%)	16.51	18.02	17.11	15.71	14.49
每股股息(人民币 元)	0.14	0.15	0.16	0.17	0.17
股息收益率(%)	4.7	4.9	5.4	5.5	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	12	14	8	(21)
相对恒生中国企业指数(%)	12	3	6	7

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (H股)

发行股数(百万)	83,622
流通股(%)	100
流通股市值(港币百万)	238,322
3个月日均交易额(港币百万)	1,371

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (H股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入 (人民币百万)	158,881	193,962	223,665	252,374	284,574
净利润 (人民币百万元)	80,819	104,418	118,063	122,988	125,850
完全摊薄每股收益 (人民币元)	0.32	0.41	0.42	0.43	0.44
增长率(%)	25.6	27.4	4.2	2.4	0.6
先前预测每股收益 (人民币元)			0.42	0.44	0.47
调整幅度(%)			0	(2.3)	(6.4)
市盈率(倍)	7.34	5.76	5.52	5.40	5.37
每股净资产值 (人民币元)	2.03	2.31	2.59	2.87	3.14
市净率(倍)	1.15	1.01	0.90	0.81	0.74
净资产收益率(%)	16.51	18.02	17.11	15.71	14.49
每股股息 (人民币元)	0.14	0.15	0.16	0.17	0.17
股息收益率(%)	6.0	6.3	6.9	7.1	7.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

三季度业绩低于预期

中国银行2011年前三季度实现净利润963.01亿元, 同比增长21.5%; 三季度单季度实现净利润297.88亿元, 同比增长9.4%, 环比下降9.9%。中行三季度业绩低于我们的预期, 主要原因是由于较低的交易和汇兑收入, 以及低于预期的资产增速。

图表 2. 2011年三季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010年 前三季度	2011年 前三季度	同比变 动(%)	2010年 第三季度	2011年 第三季度	同比 变动(%)	三季度环 比二季度 变动(%)
净利息收入	140,804	167,302	18.8	48,940	57,087	16.6	0.7
手续费收入	41,344	50,827	22.9	13,038	15,853	21.6	(3.3)
其他非息收入	20,149	26,952	33.8	7,440	6,167	(17.1)	(34.0)
营业收入	202,297	245,081	21.1	69,418	79,107	14.0	(4.0)
营业费用	(73,924)	(84,950)	14.9	(27,738)	(30,407)	9.6	18.4
拨备前营业利润	128,373	160,131	24.7	41,680	48,700	16.8	(14.2)
拨备费用	(11,162)	(16,237)	45.5	(1,211)	(3,950)	226.2	(48.5)
营业利润	117,211	143,894	22.8	40,469	44,750	10.6	(8.8)
营业税	(10,541)	(12,744)	20.9	(3,633)	(4,031)	11.0	(9.1)
非主营业务收入	746	502	(32.7)	293	156	(46.8)	(39.1)
税前利润	107,416	131,652	22.6	37,129	40,875	10.1	(8.9)
所得税	(24,456)	(30,368)	24.2	(8,544)	(9,724)	13.8	(0.4)
净利润	82,960	101,284	22.1	28,585	31,151	9.0	(11.3)
少数股东权益	(3,716)	(4,983)	34.1	(1,363)	(1,363)	0.0	(33.5)
归属于母公司的 净利润	79,244	96,301	21.5	27,222	29,788	9.4	(9.9)

资料来源: 公司数据

图表 3. 2011年三季度报实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	前三季度实际值	前三季度预测值	差异(%)
净利息收入	167,302	168,390	(0.6)
手续费收入	50,827	51,663	(1.6)
其他非息收入	26,952	30,128	(10.5)
营业收入	245,081	250,181	(2.0)
营业费用	(84,950)	(85,055)	(0.1)
拨备前营业利润	160,131	165,126	(3.0)
拨备费用	(16,237)	(16,735)	(3.0)
营业利润	143,894	148,391	(3.0)
营业税	(12,744)	(13,176)	(3.3)
非主营业务收入	502	602	(16.6)
税前利润	131,652	135,817	(3.1)
所得税	(30,368)	(31,003)	(2.0)
净利润	101,284	104,814	(3.4)
少数股东权益	(4,983)	(5,669)	(12.1)
归属于母公司的净利润	96,301	99,145	(2.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

资产和负债增长缓慢

截至三季度末，中行的存款相比年初仅增长 6.0%，而环比六月末则下降了约 1,188 亿元。我们认为影响中行三季度存款增长的原因包括：

- (1) 由于对商业银行与农信社之间的票据交易加强监管以及理财产品的冲击，整个银行业三季度的存款增长均较为缓慢，九月末人民币存款余额相比六月末仅增长 1%；
- (2) 由于理财产品的影响，部分存款转化为资产负债表下的结构性存款，如果按照包含结构性存款的口径，中行九月末存款余额相比年初增长 11.2%；
- (3) 各家商业银行之间存款竞争更加激烈。

由于存款增长的疲弱以及加强风险控制，中行三季度的资产增长也较为缓慢。截至三季度末，中行总资产余额相比年初增长 10.2%（六月末为增长 9.8%），贷款余额相比年初增长 10.4%（六月末为增长 9.8%），证券投资相比年初下降 8.39%（六月末为下降 5.6%）。

存款成本上升拖累净息差

中行集团三季度的净息差环比二季度下降约 2 个基点。具体来看，境内人民币业务由于存款成本的上升，净息差环比下降约 9 个基点；境内外币业务净息差环比上升约 1 个基点；境外业务的净息差环比上升约 10 个基点。

我们判断，在激烈的存款竞争下，未来中行的净息差回升可能仍将面临压力。

资产质量保持稳定

中行集团三季度不良保持双降，截至三季度末，集团不良贷款率由六月末的 1.00% 进一步下降至 0.99%，而拨备覆盖率则由六月末的 217.29% 上升至 223.01%。三季度，中行年化信用风险成本也维持在 0.25% 的较低水平。

在政府融资平台贷款方面，通过增加抵质押品整改为一般公司贷款，中行三季度末的融资平台贷款余额约 4,400 亿，相比六月末下降约 800 亿元。从目前的情况来看，尽管融资平台问题的解决将是长期的过程，但短期的风险已经得到一定改善，预计今年对银行资产质量的压力将较为有限。

在债券投资方面，截至三季度末，中行持有欧洲债券账面价值折合人民币约 970.83 亿元，而其中英国、德国、荷兰、法国和瑞士五国债券账面价值人民币 933.26 亿元，占比达到 96.13%。中行持有意大利债券账面价值折合人民币 4.54 亿元，不持有葡萄牙、爱尔兰、希腊、西班牙政府及各类机构发行的债券。欧债危机对中行的影响可控。

损益表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	158,881	193,962	223,665	252,374	284,574
净手续费及佣金收入	46,013	54,483	67,022	77,122	87,518
其他非息收入	27,676	28,073	36,392	41,559	47,624
营业收入	232,570	276,518	327,079	371,056	419,716
营业费用	(95,662)	(107,995)	(127,715)	(144,881)	(164,254)
拨备前经营利润	136,908	168,523	199,364	226,175	255,462
贷款损失准备	(14,987)	(12,993)	(20,293)	(37,408)	(59,870)
营业利润	121,921	155,530	179,071	188,767	195,591
来自联营公司的利润	821	1,029	968	1,065	1,171
税前利润	122,742	156,559	180,040	189,833	196,764
营业税	(11,645)	(14,414)	(18,486)	(21,197)	(24,065)
所得税	(25,748)	(32,454)	(38,301)	(40,042)	(40,964)
税后利润	85,349	109,691	123,253	128,593	131,735
少数股东损益	(4,530)	(5,273)	(5,190)	(5,605)	(5,885)
净利润	80,819	104,418	118,063	122,988	125,850
+/-%	25.6	29.2	13.1	4.2	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	39,596	49,222	50,699	52,220	53,786
存放央行	1,111,351	1,573,922	2,043,934	1,961,355	1,954,237
存放同业	618,199	800,620	858,424	1,409,824	1,983,128
短期投资	28,514	39,974	43,971	48,369	53,205
总客户贷款	4,910,358	5,660,621	6,353,352	7,047,774	7,756,818
减: 拨备	(112,950)	(122,856)	(136,987)	(166,138)	(216,533)
长期投资	1,816,679	2,055,324	1,945,729	2,054,352	2,173,355
对联营企业投资	10,668	12,631	11,602	12,139	12,730
净固定资产	109,954	123,568	137,508	149,591	159,538
其他资产	219,574	266,839	281,810	298,243	316,283
总资产	8,751,943	10,459,865	11,590,043	12,867,729	14,246,548
负债及权益					
客户存款	6,620,552	7,483,254	8,214,425	9,077,055	9,990,256
同业存放	1,152,424	1,580,030	1,806,022	2,065,913	2,364,788
其他借款	113,984	174,507	194,563	179,251	184,408
总借款	7,886,960	9,237,791	10,215,010	11,322,220	12,539,452
其他负债	319,589	545,924	604,713	677,824	760,171
总负债	8,206,549	9,783,715	10,819,724	12,000,044	13,299,623
普通股股本(面值)	253,839	279,147	284,122	289,097	289,097
准备金	160,395	216,663	280,915	346,217	397,111
其他权益	100,758	148,355	170,702	194,988	220,391
总股东权益	514,992	644,165	735,739	830,303	906,599
少数股东权益	30,402	31,985	34,580	37,383	40,325
已运用资本	545,394	676,150	770,319	867,685	946,924
总负债及权益	8,751,943	10,459,865	11,590,042	12,867,729	14,246,548

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	111,097	142,145	161,554	168,636	172,699
非现金项目	22,812	250,029	27,002	44,927	68,916
其他变动	(46,596)	905,362	7,866	2,516	2,147
经营活动产生现金流	87,313	1,297,536	196,422	216,078	243,762
经营性资产的增减	(169,773)	(960,288)	(433,657)	543,049	546,858
营业活动产生现金流	(82,460)	337,248	(237,235)	759,127	790,620
投资及融资回报	41,475	59,299	(5,384)	(5,751)	(5,575)
支付税金	(37,965)	(28,251)	(34,476)	(36,042)	(36,872)
投资活动产生现金流	(78,950)	368,296	(277,094)	717,334	748,173
投资	(238,828)	(194,943)	91,006	(126,439)	(136,819)
自由现金流	(317,778)	173,353	(186,088)	590,896	611,354
收购活动	(2,645)	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	(320,423)	173,353	(186,093)	590,891	611,349
融资活动产生的净现金	(23,370)	16,730	(10,695)	(48,424)	(49,554)
汇兑损益	8,373	(7,031)	(7,734)	(8,508)	(8,508)
现金增(减)	(335,420)	183,052	(204,523)	533,959	553,288

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A/H 股

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	3.46	3.38	3.79	3.97	4.15
资金成本	1.47	1.40	1.85	2.02	2.20
利差	1.99	1.98	1.94	1.95	1.95
净息差	2.10	2.09	2.10	2.13	2.16
其他收入总收入	31.68	29.86	31.62	31.98	32.20
成本收入比	41.13	39.06	39.05	39.05	39.13
有效税率	23.18	22.83	23.71	23.74	23.72
增长					
贷款增长率	48.97	15.28	12.24	10.93	10.06
存款增长率	29.76	13.03	9.77	10.50	10.06
资产增长率	25.90	19.51	10.80	11.02	10.72
可持续增长率	26.19	26.87	24.38	23.64	24.47
流动性					
贷存比	74.17	75.64	77.34	77.64	77.64
贷款/付息资金	72.91	73.92	75.55	76.14	76.24
贷款/总资产	56.11	54.12	54.82	54.77	54.45
核心负债/总负债	65.37	65.16	65.10	64.61	64.26
资产质量					
不良贷款	1.52	1.10	1.27	1.57	1.86
一般拨备率	94.40	137.70	114.98	99.84	101.20
专项准备覆盖率	56.77	58.96	54.63	50.48	49.07
总拨备覆盖率	151.17	196.66	169.61	150.32	150.27
拨备贷款比	2.30	2.17	2.16	2.36	2.79
信用风险成本	0.38	0.29	0.33	0.54	0.78
关注类贷款比例	2.83	2.62	5.08	5.79	6.50
资本充足率					
权益资产比率	6.23	6.46	6.65	6.74	6.65
盈余资本	3.14	1.08	1.48	1.16	1.06
一级资本充足率	9.07	10.09	10.40	10.39	10.11
总资本充足率	11.14	12.58	12.98	12.66	12.56
回报率					
资产收益率	1.03	1.09	1.07	1.01	0.93
净资产收益率	16.51	18.02	17.11	15.71	14.49
已运用资本收益率	15.61	17.10	16.32	15.02	13.87
结构性已运用资本收益率	22.13	16.43	16.09	14.69	13.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371