

日期: 2012年2月1日  
行业: 银行业



刘洋  
021-53519888-1976  
lenonyu@hotmail.com  
执业证书编号: S0870511100002

# 银行资本结构及融资研究专题之一: 中国银行

## 主要观点:

### 公司核心资本占比维持在 3/4 左右

近三年来, 中国银行的核​​心资本占比分别为 78.27%、76.63%、74.50%; 按各类资本构成占比 11 年上半年排名来看, 前 3 位分别为储备 (40.67%)、股本 (30.22%)、次级债 (13.27%); 公司的资本来源中首要是资本公积、盈余公积、未分配利润等储备项目, 次级债占比相对较低, 仍处于规定上限之下, 仍有发行空间, 且未来可转债转股后次级债存在更大的发行空间。

### 资本管理办法新规调整将对资本充足率带来负面影响

如果采用资本管理办法新规, 我们考虑三个变量因素对资本充足率的影响: (1) 风险权重; (2) 超额减值准备; (3) 操作风险调整。在假设条件下测算三项调整对公司的资本充足率影响情况, 如 2013 年达标则将分别降低核心资本充足率 0.50%、资本充足率 0.93%。

### 未来两年内可能实施的融资策略: 发行次级债

按照次级债发行上限测算, 公司可新增的发行次级债额度为 494 亿元, 与测算 2013 年资本缺口 493 亿元相吻合, 我们认为公司在 2012-2013 年期间内可能采取的融资策略是发行次级债; 在不良贷款率未出现大幅上升的情况下, 不需要进行股权融资。

### 若未来可转债完全转股对股东利益稀释较小

考虑到公司目前发行的可转债为 397.76 亿元, 按转股价格 3.59 元计算, 初始转股比例为 27.86, 当前股价低于转股价, 不会对股本产生影响; 未来如果股价超过转股价格, 全部转股将导致股本扩大, 以 2011 年中期计算, 稀释前 EPS 为 0.2387 元/股, 稀释后 EPS 为 0.2317 元/股, 影响幅度为 -2.93%。

## 投资建议:

### 维持公司评级: 大市同步。

从 3 季报情况来看, 中国银行的生息资产同比增长 14.43%, 与上市银行均值持平, 公司的 NIM 为 2.10%, 09、10 年分别为 2.04%、2.07%, 在上市银行中处于较低的位置, 当前“价量”不存在明显催化因素, 我们维持公司“大市同步”评级。

## 风险提示

房地产市场调整, 导致不良贷款率大幅攀升, 对银行业当期利润及净资产造成冲击, 带来银行股的股价下挫。

## 基本数据 (2012 年 2 月 1 日)

2 月 1 日股价 (元)	2.98
12mth A 股价格区间 (元)	2.82/3.47
总股本 (百万股)	279147
无限售 A 股/总股本	70%
流通市值 (百万元)	582665
每股净资产 (元)	2.49
PBR (X)	1.20

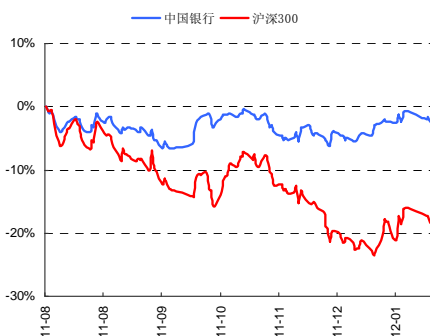
## 主要股东 (11Q3)

中央汇金投资有限责任公司	67.60%
香港中央结算 (代理人) 有限公司	28.91%

## 收入结构 (11Q3)

利息净收入 (百万元)	167302
手续费及佣金净收入 (百万元)	50827
投资净收益 (百万元)	20337
公允价值变动净收益 (百万元)	3147
汇兑净收益 (百万元)	-12950
其他业务净收益 (百万元)	6557

## 最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: LY12-CT01

## 相关报告:

首次报告时间: 2012 年 1 月 12 日

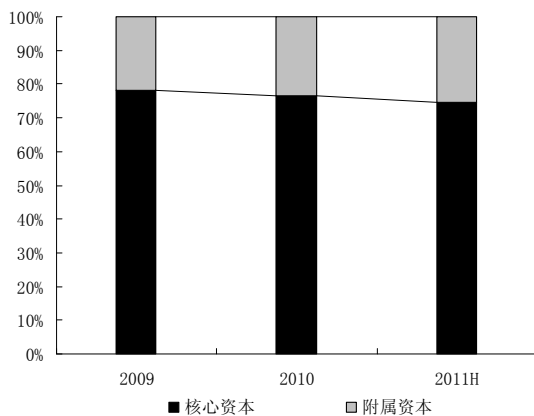
## 一、中国银行的资本结构状况

### 1、公司核心资本占比维持在 3/4 左右

近三年来，中国银行的核心资本占比分别为 78.27%、76.63%、74.50%；按各类资本构成占比 11 年上半年排名来看，前 3 位分别为储备（40.67%）、股本（30.22%）、次级债（13.27%）。

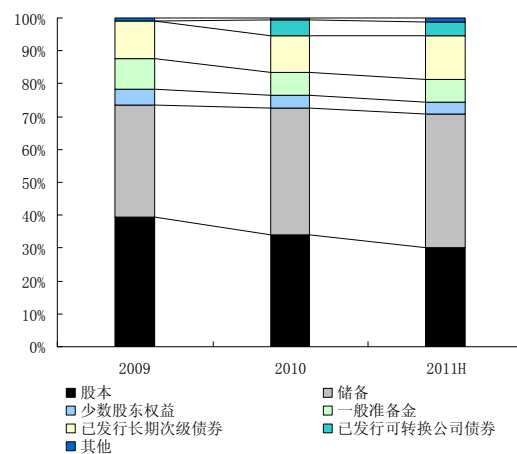
数据表明，公司的资本来源中首要是资本公积、盈余公积、未分配利润等储备项目，次级债占比相对较低，仍处于规定上限之下，仍有发行空间，且未来可转债转股后次级债存在更大的发行空间。

图 1 核心资本、附属资本占比 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

图 2 各类资本构成占比 (%)

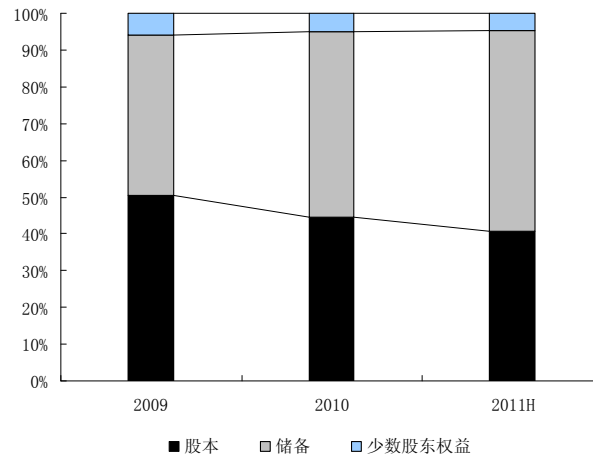


数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

### 2、核心资本结构：储备为第一大来源

近三年来，中国银行的储备占核心资本比例分别为 43.50%、50.35%、54.59%；公司于 2010 年 11 月-12 月期间完成 A+H 配股，融资 593 亿元，用于补充核心资本。

图 3 中国银行的核⼼资本构成 (%)

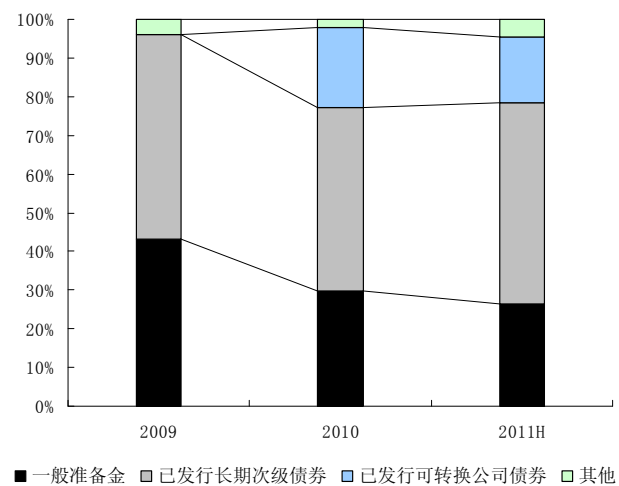


数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

### 3、附属资本结构: 次级债为第一大来源

近三年来, 公司的次级债占附属资本比例分别为 52.94%、47.44%、52.04%, 是附属资本的第一大来源; 一般准备金占比呈逐年下降趋势; 公司最近一次发行次级债融资是 2011 年 5 月 17 日发行次级债 320 亿元, 用于补充附属资本; 此外, 公司于 2010 年 6 月 2 日发行可转债 400 亿元, 用于补充附属资本, 如完成转股后将用于补充核⼼资本。

图 4 中国银行的附属资本构成 (%)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

#### 4、公司的资本充足率在上市银行中排名居前

2010-2011 年上半年，中国银行的资本充足率、核心资本充足率如下所示：

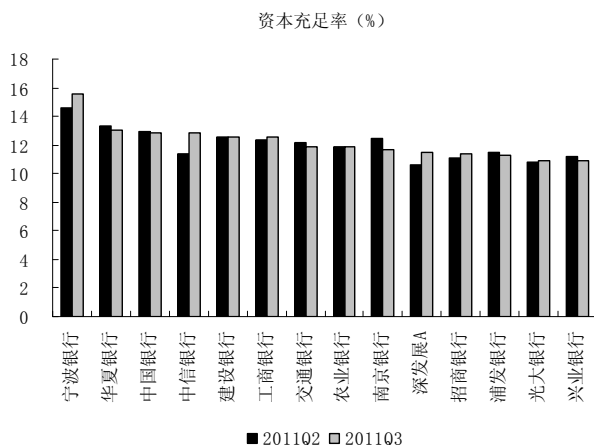
表 1 中国银行的资本充足率情况 (%)

中国银行	2010	2011H
资本充足率	12.58%	12.95%
核心资本充足率	10.09%	10.01%

数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

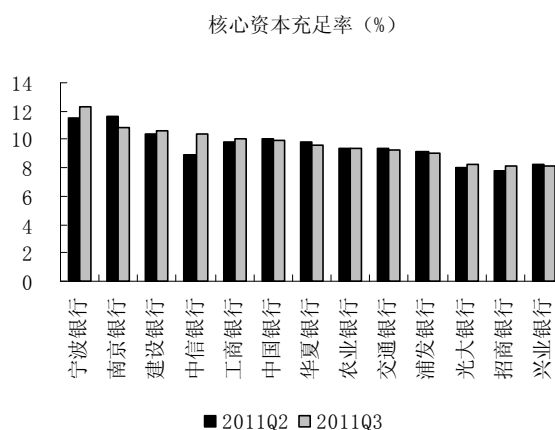
11 年三季度末，在公布指标的上市银行中，中国银行的资本充足率排名第 3 位，核心资本充足率排名第 6 位。

图 5 上市银行资本充足率 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所整理

图 6 上市银行核心资本充足率 (%)



数据来源：Wind，上海证券研究所整理

## 二、资本管理办法新规对资本充足率的潜在影响

### 1、风险权重变动影响

根据资本管理办法新规，同业资产风险权重由 04、07 版的 4 个月以内 0%、4 个月以上 20% 统一上调为 25%；非按揭零售贷款风险权重由 100% 下调至 75%；微小企业贷款的风险权重由 100% 下调至 75%。上述三项为影响较大的调整项目，我们测算三项调整对公司的资本充足率

影响情况，2010-2011 年中期可分别增加核心资本充足率 0.08%、0.06%，增加资本充足率 0.09%、0.07%。

**表 2 风险权重变动对中国银行资本充足率影响 (%)**

风险权重变动测算	2010	2011H
核心资本净额	6264	6878
资本净额	7407	8482
加权风险资产净额	58872	65499
同业资产调整项	1003	1376
非按揭零售贷款调整项	-800	-897
小企业贷款调整项	-585	-792
<b>核心资本充足率影响%</b>		
同业资产调整项	-0.18%	-0.22%
非按揭零售贷款调整项	0.15%	0.15%
小企业贷款调整项	0.11%	0.13%
<b>合并影响核心资本充足率</b>	<b>0.08%</b>	<b>0.06%</b>
<b>资本充足率影响%</b>		
同业资产调整项	-0.21%	-0.27%
非按揭零售贷款调整项	0.17%	0.18%
小企业贷款调整项	0.13%	0.16%
<b>合并影响资本充足率</b>	<b>0.09%</b>	<b>0.07%</b>

数据来源：上海证券研究所测算

## 2、超额减值准备变动影响

新规定下，拨备覆盖率超过 150% 的部分，即超额贷款损失可计入二级资本，但不得超过对应贷款信用风险加权资产的 1.25%；在现行规定下，大型银行贷款损失一般准备计入附属资本不得超过贷款总额 1%；我们测算超额减值准备变动调整的结果表明，2010-2011 年中期可分别降低资本充足率 0.47%、0.31%。

**表 3 超额减值准备变动对中国银行资本充足率影响 (%)**

超额准备金变动测算	2010	2011H
资本净额	7407	8482
加权风险资产净额	58872	65499
新规变动的调整项	-275	-205
<b>资本充足率影响%</b>		
<b>超额减值准备金变动影响资本充足率</b>	<b>-0.47%</b>	<b>-0.31%</b>

数据来源：上海证券研究所测算

### 3、操作风险资本要求变动影响

新规定引入了操作风险资本要求指标，对应增加风险加权资产规模，降低核心资本充足率及资本充足率。我们就操作风险对资本充足率影响测算如下：

假设条件：

- (1)  $a=12\%$ ;
- (2) 按 2008-2010 年三年收入计算平均收入。

测算结果：2010-2011 年中期，引入操作风险资本要求可分别降低核心资本充足率 0.63%、0.56%，分别降低资本充足率 0.74%、0.69%。

表 4 操作风险资本要求对中国银行资本充足率影响 (%)

操作风险变动测算	2010	2011H
核心资本净额	6264	6878
资本净额	7407	8482
加权风险资产净额	58872	65499
操作风险调整项	3687	3687
<b>核心资本充足率影响%</b>		
操作风险变动影响核心资本充足率	-0.63%	-0.56%
<b>资本充足率影响%</b>		
操作风险变动影响资本充足率	-0.74%	-0.69%

数据来源：上海证券研究所测算

### 4、新规下的资本缺口分析

在原来规定下，我们测算 2012-2013 年期间中国银行不存在核心资本缺口、资本缺口，资本缺口将在 2014-2016 年期间产生，可通过发行次级债补充二级资本来解决，不需要进行股权融资。（但测算未考虑不良贷款率大幅上升的情况）。

表 5 不考虑新规下的中国银行资本缺口预测 (%)

缺口分析	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
核心资本缺口（预测-要求）	709	734	748	754	748	726
资本缺口（预测-要求）	510	333	116	-144	-457	-831

数据来源：上海证券研究所测算（注：负数为缺口，正数为无缺口）

如果采用新规定，中国银行作为系统重要性银行需要在 2013 年达标，三项变动调整合计对中国银行的资本缺口产生影响如下：以 2013

年达标为准，新增核心资本缺口 328 亿元，新增资本缺口 610 亿元；合并影响导致 2013 年公司资本缺口为 493 亿元，但不存在核心资本缺口。

表 6 三项变动调整对中国银行的资本缺口影响（亿元）

变动指标	变动值
核心资本充足率变动%	-0.50%
资本充足率变动%	-0.93%
新增核心资本缺口	-328
新增资本缺口	-610
<b>2013 年核心资本缺口</b>	<b>0</b>
<b>2013 年资本缺口</b>	<b>-493</b>

数据来源：上海证券研究所测算

## 5、2 年内可能采取的融资策略：发行次级债

在上述测算的基础上，我们判断公司的融资需求可以通过发行次级债解决，按照次级债发行上限与目前公司的实际占比差额测算，公司可新增的发行次级债额度为 494 亿元，与我们测算的 2013 年资本缺口 493 亿元相吻合，我们认为公司在 2012-2013 年期间内可能采取的融资策略是发行次级债。

此外，考虑到公司目前发行的可转债为 397.76 亿元，按转股价格 3.59 元计算，初始转股比例为 27.86，当前股价低于转股价，不会对股本产生影响；未来如果股价超过转股价格，全部转股将导致股本扩大，以 2011 年中期计算，稀释前 EPS 为 0.2387 元/股，稀释后 EPS 为 0.2317 元/股，影响幅度为-2.93%。

一旦可转债转股，将给公司带来两方面好处：（1）提升核心资本充足率；（2）提高次级债发行上限。

## 6、公司近年来的融资情况

表 7 近年来中国银行的融资情况（亿元）

资本管理情况	融资方式	金额（亿元）	备注
<b>已发行</b>			
2009 年 7 月 6 日	次级债	400	用于补充附属资本。
2010 年 3 月 9 日	次级债	249.3	银监会已批准额度内循环发行，用于替换 2005 年发行的 339.3 亿元次级债的已赎回部分。
2010 年 6 月 2 日	A 股可转换公司债券	400	扣除发行费用后募集资金人民币 397.8 亿元，

			用于补充附属资本，在可转债持有人转股后补充核心资本。
2010年11月-12月	A+H 配股	592.99	用于补充核心资本。
2011年5月17日	次级债	320	用于补充附属资本。
<b>计划发行</b>			
	临时股东大会审议批准 2012 年底前在香港发行总规模不超过 200 亿元人民币债券	200	

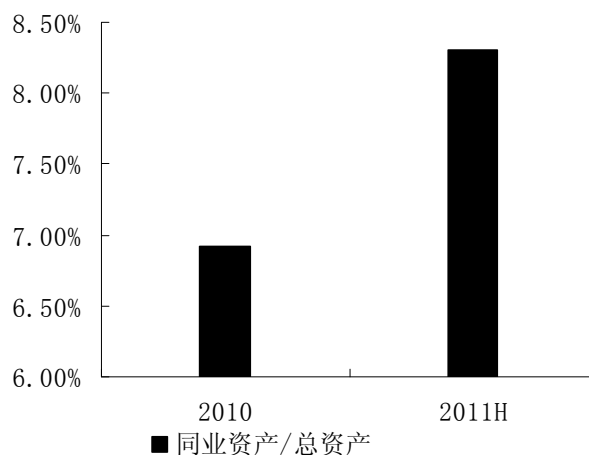
数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

### 三、资本管理办法新规对资产结构的潜在影响

#### 1、同业资产的吸引力下降

在新规中，对我国其他商业银行的债权的风险权重由“4个月（含）以内 0%；4个月以上 20%”调整为“25%”，同业资产的风险权重整体上升；而新规中又规定“合格质物质押的贷款，取得与质物相同的风险权重，或取得对质物发行人或承兑人直接债权的风险权重”，这意味着以国债、央票和政策性银行债券抵押的同业资产业务不占用资本。

图 7 中国银行存放同业+拆出资金占比 (%)



数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

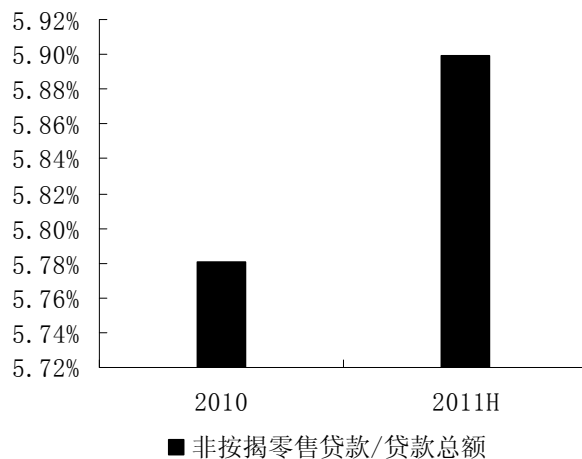


我们认为，同业资产占用资本增加，导致吸引力下降，或将反映在公司的资产结构占比变化上，存放同业及拆出资金的占比可能会出现下降，两者合计占总资产比例 2010 年为 6.92%，2011 年中期为 8.3%，未来可能出现下降趋势。

## 2、非按揭零售贷款占比可能继续上升

2010-2011 年中期，非按揭零售贷款占贷款总额比例分别为 5.78%、5.90%；新规中，非按揭零售贷款风险权重为 75%，原规定为 100%；按揭贷款首套房风险权重由原来的 50% 下调至 45%，二套房由原来的 50% 上调至 60%；我们预计按揭贷款可能受房地产市场持续调控的影响，贡献度或有所下降，而非按揭零售贷款则受益于风险权重调低影响，占比可能有所上升。

图 8 中国银行非按揭零售贷款占比 (%)

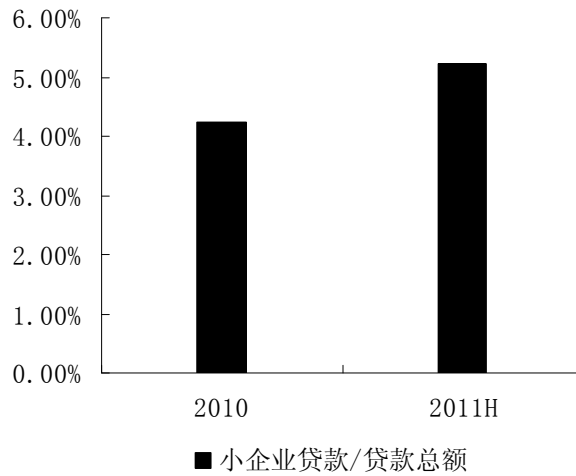


数据来源：公司财报，上海证券研究所整理

## 3、小企业贷款占比将继续上升

新规鼓励银行对微小企业放贷，将风险权重由原来的 100% 下调至 75%，中国银行 2011 年上半年小企业贷款 3240 亿元，占贷款总额比例为 5.2%，较 2010 年的 4.23% 上升了 1 个百分点，我们认为公司的小企业贷款占比存在进一步上升的空间。

图 9 中国银行小企业贷款占比 (%)



数据来源: 公司财报, 上海证券研究所整理

#### 4、风险权重对比表

表 8 资本管理办法新规与现行规定关于风险权重的对比

项目	征求意见稿新规 权重	现行规定 权重
1.现金类资产		
1.1 现金	0%	0%
1.2 黄金	0%	0%
1.3 存放中国人民银行款项	0%	0%
2.对中央政府和中央银行的债权		
2.1 对我国中央政府的债权	0%	0%
2.2 对中国人民银行的债权	0%	0%
2.3 对评级 AA-以上 (含 AA-) 的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	0%	0%
2.4 对评级 AA-以下, A- (含 A-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	20%	100%
2.5 对评级 A-以下, BBB- (含 BBB-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	50%	100%
2.6 对评级 BBB-以下, B- (含 B-) 以上的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	100%
2.7 对评级 B-以下的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	150%	150%
2.8 对未评级的国家和地区的中央政府和中央银行的债权	100%	
3.对我国金融机构的债权		

3.1 对我国政策性银行的债权	0%	0%
3.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的债权		
3.2.1 持有我国中央政府投资的金融资产管理公司为收购国有银行不良贷款而定向发行的债券	0%	0%
3.2.2 对我国中央政府投资的金融资产管理公司的其他债权	100%	100%
3.3 对我国其他商业银行的债权	25%	4个月(含)以内 0%; 4个月以上 20%
3.4 对我国其他商业银行的次级债权(未扣除部分)	100%	100%
3.5 对我国其他金融机构的债权	100%	
4.对在其他国家/地区注册金融机构的债权		
4.1 对评级 AA-及以上国家和地区注册的商业银行的债权	25%	20%
4.2 对评级 AA-以下, A-(含 A-)以上国家和地区注册的商业银行的债权	50%	100%
4.3 对评级 A-以下, B-(含 B-)以上国家和地区注册的商业银行的债权	100%	100%
4.4 对评级 B-以下国家和地区注册的商业银行的债权	150%	100%
4.5 对未评级的国家和地区注册的商业银行的债权	100%	
4.6 对多边开发银行、国际清算银行及国际货币基金组织的债权	0%	0%
4.7 对其他金融机构的债权	100%	100%
5.对一般企业的债权	100%	100%
6.对符合标准的微小企业的债权	75%	100%
7.对个人的债权		
8.1 用于购买首套房的个人住房抵押贷款	45%	50%
8.2 用于购买第二套房的个人住房抵押贷款	60%	50%
8.3 对已抵押房产,在购房人没有全部归还贷款前,商业银行以再评估后的净值为抵押追加贷款的,追加的部分	150%	50%
8.4 对个人其他债权	75%	100%
8.租赁资产余值	100%	100%
9.股权		
10.1 对金融机构股权风险暴露(未扣除部分)	250%	100%
10.2 商业银行被动持有的对工商企业股权投资风险暴露	400%	
10.3 商业银行因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业股权风险暴露	400%	
10.4 商业银行持有的其他对工商企业其他股权风险暴露	1250%	100%
10.其他		
11.1 联行往来、外汇买卖及同城票据交换等零风险款项	0%	
11.2 非自用不动产	1250%	
11.3 未扣除的净递延税资产	250%	
11.4 其他表内资产	100%	100%

数据来源:银监会,上海证券研究所整理

## ■ 投资评级与投资策略:

### 维持中国银行“大市同步”的评级

从3季报情况来看,中国银行的生息资产同比增长14.43%,与上市银行均值持平,公司的NIM为2.10%,09、10年分别为2.04%、2.07%,在上市银行中处于较低的位置,当前“价量”不存在明显催化因素,我们维持公司“大市同步”评级。

### 风险提示

房地产市场调整,导致不良贷款率大幅攀升,对银行业当期利润及净资产造成冲击,带来银行股的股价下挫。

## ■ 数据预测与估值:

表9 银行业重点关注股票 EPS 预测和 P/E

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E			投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
民生银行	600000.SH	6.42	0.66	1.01	1.18	9.76	6.36	5.44	跑赢大市
南京银行	601398.SH	9.67	0.78	1.03	1.31	12.42	9.40	7.38	跑赢大市
浦发银行	601009.SH	9.22	1.03	1.46	1.60	8.97	6.32	5.78	跑赢大市
华夏银行	601169.SH	11.91	0.87	1.31	1.34	13.62	9.09	8.90	跑赢大市
招商银行	600015.SH	12.65	1.19	1.60	1.90	10.59	7.92	6.66	跑赢大市
北京银行	601166.SH	10.00	1.09	1.37	1.69	9.15	7.30	5.91	跑赢大市
深发展 A	600016.SH	16.64	1.23	1.95	2.46	13.57	8.53	6.76	大市同步
兴业银行	600036.SH	13.86	1.72	2.37	2.41	8.07	5.86	5.75	大市同步
农业银行	000001.SH	2.70	0.29	0.39	0.46	9.24	6.91	5.84	大市同步
交通银行	601288.SH	4.84	0.63	0.76	0.92	7.67	6.35	5.25	大市同步
工商银行	601328.SH	4.30	0.47	0.58	0.69	9.09	7.37	6.22	大市同步
中国银行	601988.SH	3.00	0.37	0.46	0.54	8.02	6.48	5.54	大市同步

数据来源: Wind, 股价数据为2012年1月31日收盘价, 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 刘洋

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。