

证券研究报告—动态报告

金融

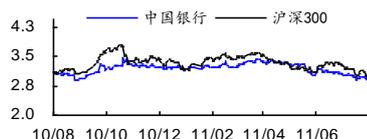
银行

中国银行(601988)
中性

2011 半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 25 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	279,147/195,525
总市值 (百万元)	820,693/820,693
沪深 300/深圳成指	2,515.86/11,112.64
12 个月最高/最低 (元)	3.65/2.93

相关研究报告:

《中国银行-601988-扩张势头减弱, 增长趋向温和》——2011-3-25

《中国银行一季报点评: 经营状况稳中向好, 信贷对息差将难有贡献》——2010-4-28

《中国银行 09 年报点评: 业绩释放充分, 关注资产质量趋势》——2010-3-24

《中国银行: 规模快速扩张, 业绩持续增长》——2010-3-24

证券分析师: 邱志承

电话: 021-60875167

E-mail: qiuzc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120056

证券分析师: 黄飙

电话: 0755-82133476

E-mail: huangbiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120061

半年报点评

战略趋于稳健, 业绩增长温和

●盈利同比较快增长但增幅低于同业

上半年净利润 665 亿元, 同比增长 29%, EPS 为 0.25 元/股; ROAA 有所提升 (同比提高 11 bp 至 1.26%)。主要驱动因素为规模 (+11 个点)、息差 (+2.5 个点)、非息收入 (+11 个点)、费用率 (+4 个点), 拨备支出和税率的影响很小。非息收入环比下降导致季度营收和盈利环比未能实现增长。

●存贷款温和与平衡扩张, 海外业务拖累息差

作为大型银行, 上半年存贷款增幅均略低于行业水平, 贷款结构保持稳定, 对公定存增幅较大, 可能由跨境业务所导致。由于海外业务的拖累, 公司息差水平和弹性都较低, 上半年息差环比小幅下滑。

●手续费收入温和增长, 收入的周期性较低, 费用支出水平有所上升

手续费净收入同比增长 23%, 增速显著低于建行、交行, 但可持续性收入比重较高且保持较稳定的增长。网点人员微幅扩张, 人均费用上升较多, 受收入增长推动, 成本收入比同比下降 1 个点至 29%, 仍高于其他大银行。

●资产质量小幅改善, 拨贷比高达达标不远

不良贷款率和关注类贷款小幅双降, 逾期贷款与其他披露中报的银行一样, 出现约 10% 上升, 但迁徙率明显下降, 不良生成很少。期末不良贷款覆盖率提高至 217%, 拨贷比为 2.2%, 未来仍有小幅的额外计提压力。总体而言, 上半年资产质量小幅改善。

●战略趋于稳健, 规模扩张温和, 维持“中性”评级

进入了持续的放缓增长期, 经营战略较为稳健, 规模扩张和各项收入增幅都较为温和, 结构调整也不多, 总体而言公司业务表现较为平稳, 各方面的改善幅度也较小, 未来业绩增幅将较为温和。目前公司 2011 P/B 为 1 倍, P/E 为 5 倍, P/PPoP 为 3.3 倍, 维持“中性”评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

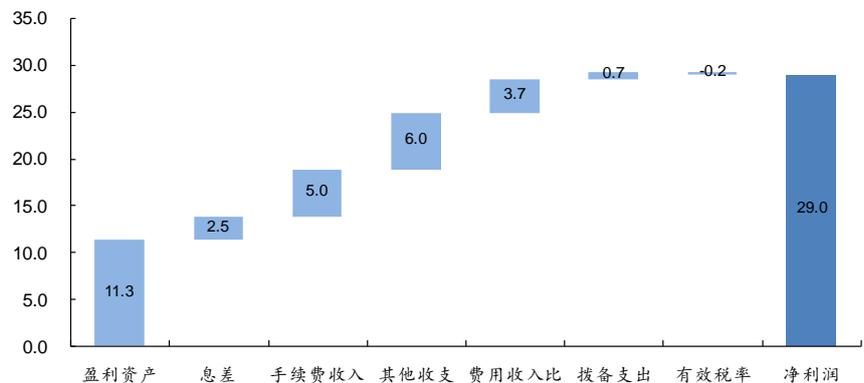
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
拨备前利润(百万元)	49,136	62,487	82,048	98,652	109,221
(+/-%)	3.11%	27.17%	31.30%	20.24%	10.71%
净利润(百万元)	30,075	39,042	52,453	61,482	67,720
(+/-%)	5.81%	29.82%	34.35%	17.21%	10.14%
每股收益 (元)	0.61	0.69	0.93	1.09	1.20
资产收益率 (ROAA)	0.96%	1.07%	1.21%	1.22%	1.16%
净资产收益率 (ROAE)	19.37%	19.99%	21.05%	20.65%	19.48%
市盈率 (PE)	8.9	6.9	5.1	4.1	3.5
市净率 (PB)	1.63	1.20	0.98	0.79	0.64
P/PPoP	5.5	4.3	3.3	2.6	2.2

盈利同比较快增长但增幅低于同业

中国银行 2011 上半年净利润（母公司股东）665 亿元，同比增长 29%，EPS 为 0.25 元/股；ROAA 有所提升（同比提高 11 bp 至 1.26%）。

业绩主要驱动因素为规模（+11 个点）、息差（+2.5 个点）、非息收入（+11 个点）、费用率（+4 个点），拨备支出和税率的影响很小。

图 1 2011 上半年净利润贡献分析

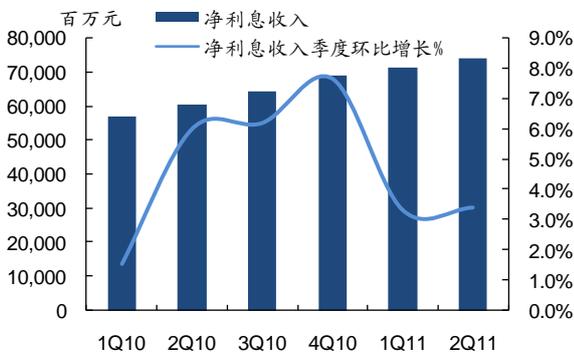


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

上半年总营业收入同比增长 25%，增速比 1 季度有所提高（主要由于手续费净收入增速有所提高），其中息差收入同比增长 20%，手续费收入增长 24%。由于费用和拨备支出增幅较低，拨备前和净利润增幅提高。

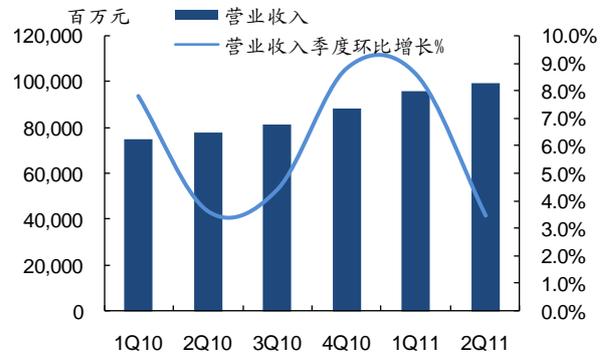
从季度环比来看，中国银行 2 季度的息差收入环比增长 6%，但非息收入环比减少 13%（主要由于公允价值浮盈及非银行业务收入下降），导致营业收入在 2 季度未能增长（-1%）。2 季度营业费用显著降低，但为了提高覆盖率，拨备支出环比大幅增加 66%，净利润环比也未能实现增长（基本持平）。

图 2 净利息收入季度环比增长



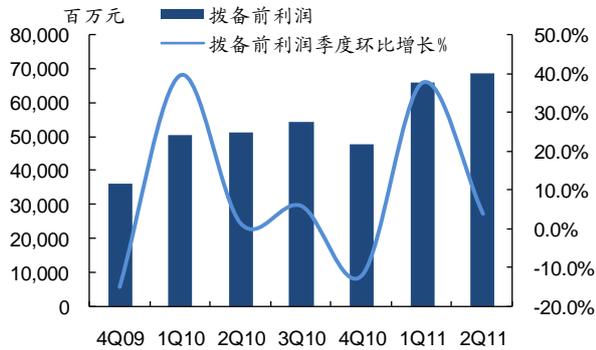
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3 营业净收入季度环比增长



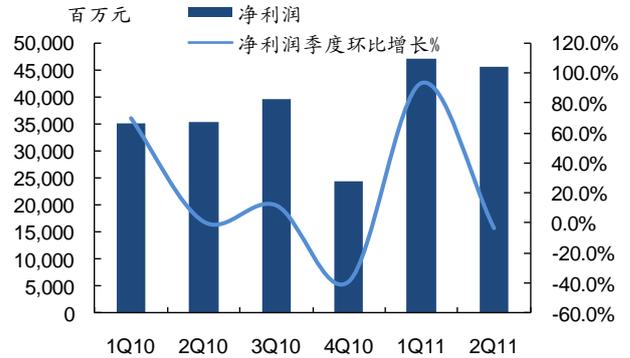
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4 拨备前利润季度环比增长



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5 净利润季度环比增长



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

存贷款温和与平衡增长，海外业务拖累息差

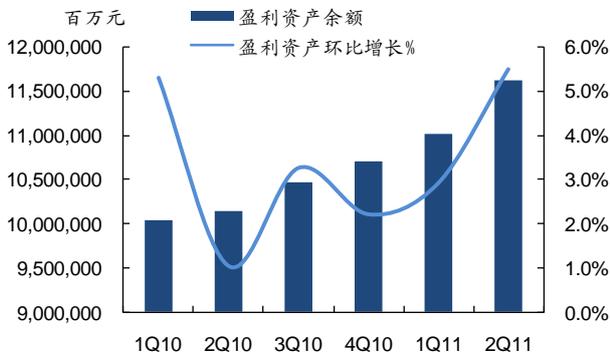
中国银行上半年资产规模增长有所加快，较年初增长了 10%。其中，总贷款比年初增长 9%（同比增速触底回升），增速略低于行业。同业业务尤其是同业资产产业务规模扩大相对较多（+35%），债券投资规模小幅下降（-6%）。

对公贷款方面，公司对大中小型企业协调投放，比重提高较明显的是商业与服务业，基建行业与公共事业贷款比例小幅下降（余额有所增长）；个贷方面，信用卡贷款由于比重较低而增速略快（但比重仍很低，约 1%），住房抵押和其他类贷款增速在 10%左右，均较为温和。

公司未披露平台贷款数据，但基于交行与建行的情况，以及出于更充分暴露地方政府负债规模的原因，部分一般公司类贷款可能重新调回至平台类，平台贷款余额可能较年初有所上升。

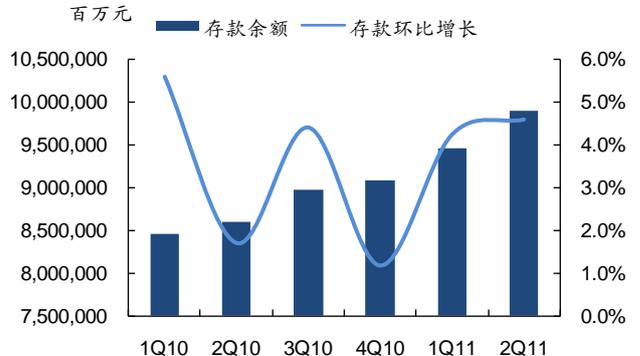
承兑汇票、信用证和保函等表外业务规模增幅不到 20%，增速较同业温和。

图 6 盈利资产余额及环比增长



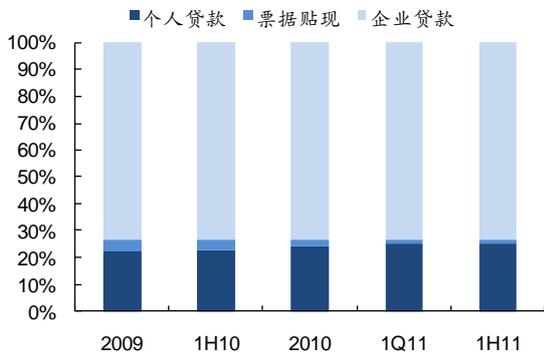
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7 存款余额及环比增长



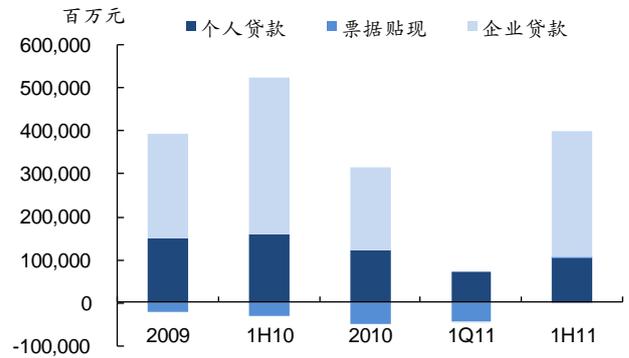
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8 贷款余额与结构



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

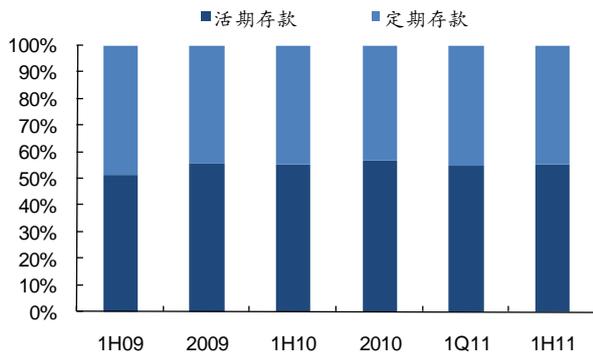
图 9 新增贷款结构



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

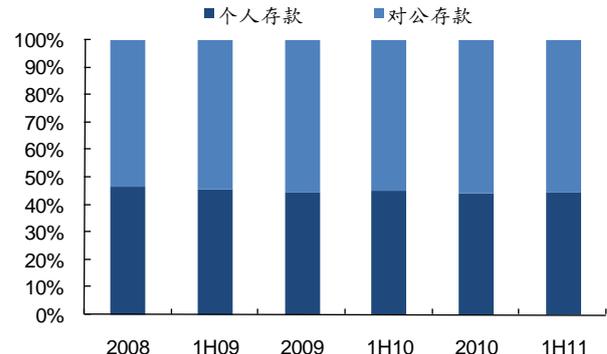
存款方面，从期末余额看，比年初增长 13%，同比增长 19%，增速小幅高于行业，其中对公存款增速较高，主要由于对公定期存款比年初增长近一半，从而导致整体定期存款增幅显著高于活期，这里面可能有相当部分是由于跨境业务所导致（如内保外贷）。

图 10 存款余额与结构（1）



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11 存款余额与结构（2）



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司资产和负债的收益率弹性均小于同业，因而息差弹性也小于同业，由于海外业务息差很低，因而整体息差水平也处于行业低水平，且上半年总体息差出现了环比下滑。其中：

- 上半年存贷款利率（国内业务）上升幅度均不大，存贷利差环比扩大了 9 bp 至 3.72%，同业业务利差也扩大较多，但海外业务存贷利差，这导致整体存贷利差环比下降了 2 bp；
- 债券和同业资产收益率均偏低，同业拆入的低成本未能抵消上述的影响。

表 1: 中国银行分业务息差(%, 全集团)

	2008	2009	2010	H1/2009	H2/2009	H1/2010	H2/2010	H1/2011
贷款	6.12	4.44	4.22	4.80	4.15	4.09	4.34	4.56
债券投资	3.63	2.73	2.73	2.72	2.74	2.71	2.75	2.85
金融机构往来	3.48	1.52	1.88	1.22	2.30	1.67	2.07	3.54
资产生息率	4.63	3.35	3.34	3.45	3.27	3.25	3.42	3.62
存款	2.17	1.44	1.28	1.59	1.31	1.27	1.29	1.53
金融机构往来	1.96	1.06	1.50	1.08	1.04	1.36	1.62	1.90
债券融资	4.61	4.29	4.10	4.52	4.12	4.22	4.02	4.11
负债付息率	2.18	1.42	1.35	1.54	1.31	1.32	1.39	1.63
净利差	2.45	1.94	1.99	1.91	1.96	1.94	2.04	1.99
净息差	2.63	2.04	2.07	2.03	2.05	2.02	2.12	2.09

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

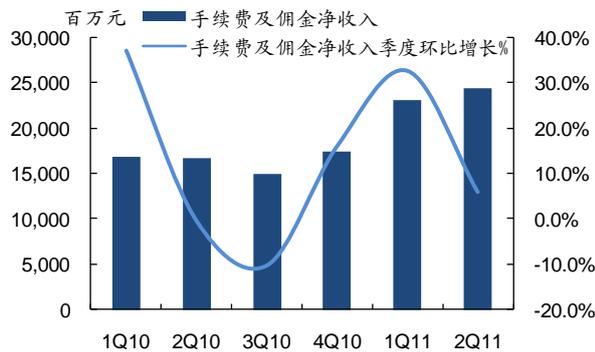
手续费收入温和增长, 收入的周期性较低

上半年手续费净收入同比增长 23%, 增速显著低于建行、交行, 但可持续性收入比重较高且保持较稳定的增长。

非周期性收入中, 结算类收入环比和同比增幅都较高 (+40%左右), 但银行卡收入同比只有个位数增长, 环比为负增长, 考虑到公司在内地的有效卡量同比增长 73%, 交易额同比增长 62.%, 这样的收入增幅与之不匹配; 但考虑到去年同期该项手续费收入同比大增 (+60%), 我们认为这种不匹配很可能是由会计处理变化所造成 (可能是部分收入由一次性确认变为了分期确认), 未来该项收入的增幅会得到恢复。其他非周期性收入如代理业务、外汇买卖差价收入增长较快 (20%~30%)。

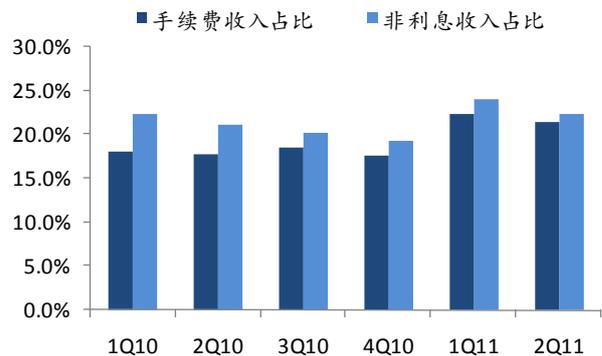
周期性收入 (信用承诺、顾问与咨询) 在去年下半年出现下滑后, 今年上半年出现大幅反弹, 增幅达到 2 倍左右。

图 12 手续费收入及增长



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 13 手续费收入及非息收入占比

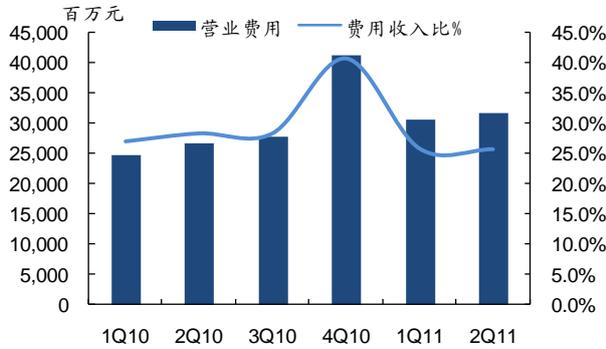


数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

网点人员微幅扩张, 费用控制表现正常

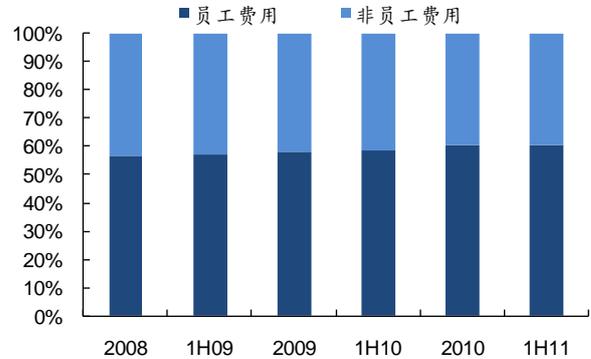
公司的网点微幅增长，主要在于支行数量，非人工渠道则保持 10%以上的增长。员工数比年初也是微幅增长。

图 14 营业费用增长



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15 分项费用



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务及管理费同比温和增长 21%，其中员工费用增长 24%，人均工资提高较多，幅度与其他大行接近，费用增速略低于营收增速；非员工费用温和增长 16%。成本收入比 29%（高于其他大行），较上年同期下降 1 个百分点，主要受收入增长所驱动，总体而言费用支出表现较为正常。

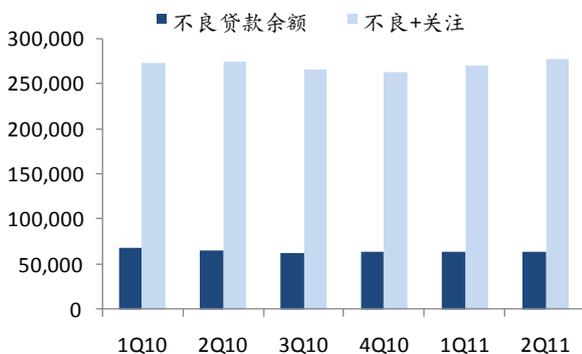
资产质量小幅改善，拨贷比离达标不远

2 季度公司不良贷款环比基本持平，期末不良率降至 1%。关注类贷款也微幅双降，存量比例为 2.3%。

逾期贷款与其他披露中报的银行一样，出现约 10%上升，但迁徙率明显下降。

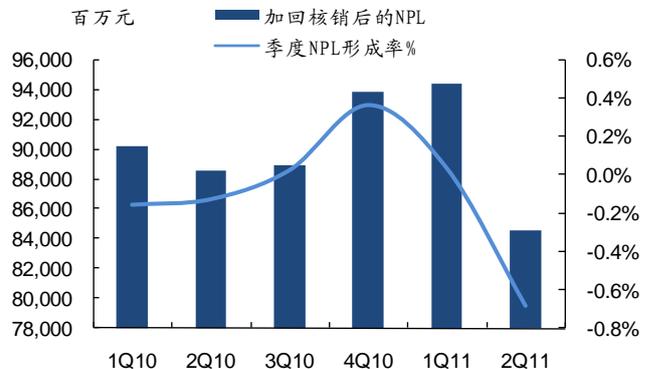
上半年不良净生成很少，但为了提高覆盖率，净计提了 128 亿的拨备（大部分为组合拨备），信用成本为 0.22%。期末不良贷款覆盖率提高至 217%，拨贷比为 2.2%，未来仍有小幅的额外计提压力。总体而言，上半年资产质量小幅改善。

图 16 中国银行不良及关注类贷款



数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17 中国银行不良形成



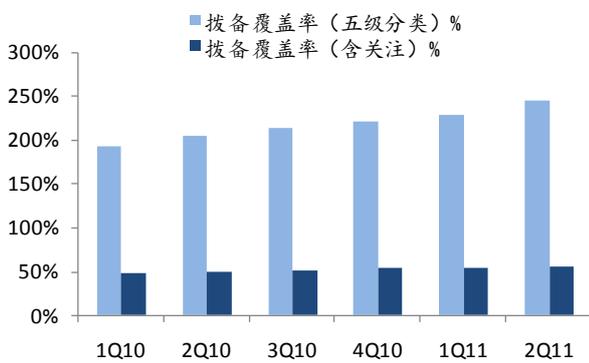
数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 中国银行不良贷款迁徙率 (%)

	1H2009	2009	1H2010	2010	1H2011
正常贷款迁徙率	1.3%	2.4%	0.9%	2.0%	0.7%
关注贷款迁徙率	5.0%	10.1%	3.2%	5.1%	5.0%
次级贷款迁徙率	11.8%	25.6%	13.6%	23.1%	6.2%
可疑贷款迁徙率	2.7%	9.8%	6.1%	15.7%	2.3%

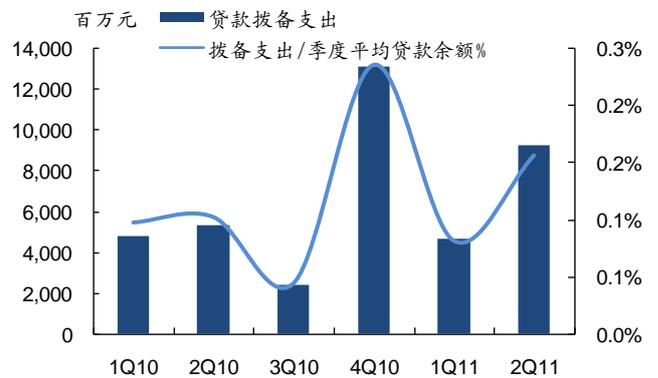
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16 中国银行拨备覆盖率



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17 中国银行拨备支出水平



数据来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

战略趋于稳健, 规模扩张温和

公司经历了 09 年的超常规扩张后, 进入了持续的放缓增长期, 经营战略较为稳健, 规模扩张和各项收入增幅都较为温和, 结构调整也不多。

公司具有较大比例的海外业务, 近两年的收益较低, 对业绩增长构成了明显拖累, 未来海外经济环境使得该项业务的收益也难以看到显著的提升。

非息收入表现较为稳定, 结算、代理、银行卡等可持续性手续费收入较快增长。费用方面, 人均工资水平有所提高但增幅低于营收, 成本收入比略有下降。

资产质量方面, 尽管逾期贷款有所上升, 但不良形成仍较低, 拨贷比离达标不远。

总体而言, 公司的增长较为温和, 各方面的改善也较为小幅, 从估值看, 公司股价目前 2011 P/B 为 1 倍, P/E 为 5 倍, P/POP 为 3.3 倍, 维持“中性”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn