



股票代码	601988.SS	3988.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 2.92	港币 3.08
目标价	人民币 3.16	港币 3.88
上/下浮比例	8%	26%
目标价格基础	市净率估值	市净率估值
板块评级	中立	中立

中国银行

外币业务回暖，资产质量压力显现

中国银行2011年实现净利润1,242亿元人民币，同比增长18.9%，与我们的预测基本一致。中行外币业务净息差开始回升，这对中行集团整体盈利能力的提升具有重要意义。但在经济下滑与清理融资平台贷款的大背景下，中行资产质量方面的压力也有所显现。长期来看，目前的中行的估值折价已经具有较好的吸引，维持对中行A股和H股买入评级不变。

支撑评级的要点

- 中行外币业务净息差开始回升。从全年来看，人民币业务净息差由2.27%上升至2.33%，外币业务净息差由1.21%上升至1.69%。从上下半年环比来看，我们估算境内人民币业务净息差由2.35%略降至2.33%，境内外币业务净息差由1.59%上升至1.81%，境外业务净息差则由1.42%大幅提升至3.50%。
- 2011年末，中国银行不良贷款余额由3季度末的618.8亿元上升至632.7亿元，不良贷款率由3季度末的0.99%上升至1.0%。关注类贷款余额相比6月末增加约469亿元，但逾期贷款余额相比6月末略有下降。短期内，信用风险成本的上升可能制约中行的利润增长。
- 在经济下滑与清理融资平台贷款的大背景下，中国银行业的资产质量有所下滑，全行业不良贷款余额在2011年4季度出现了反弹。我们认为，未来银行业不良贷款余额仍将保持逐季温和上升的势头，而大型银行资产质量的风险要小于中小银行。
- 中行董事会建议派发2011年末股息每股0.155元人民币，合计约432.7亿元，分红率约为35%。年末中国银行核心资本充足率和总资本充足率分别为10.07%和12.97%，考虑到2012年操作风险将开始计提资本，因此降低分红率积累资本也是意料之中。我们估算，新资本协议实施后，由于分红率的降低和资产增速的下降，中行的资本充足率基本能够满足要求。

评级面临的主要风险

- 如果贷款需求快速回落亦或央行早于我们预期下调基准利率，境内业务净息差下降幅度和速度可能快于我们的预期。

估值

- 目前中行A股估值相当于1.0倍2012年市净率，或6.18倍2012年市盈率，中行H股估值仅相当于0.86倍2012年市净率，或5.30倍2012年市盈率。尽管目前中行盈利能力相比其他大行尚有差距，但长期来看，随着外币业务净息差的回升，中行的盈利情况将逐步好转，目前的估值折价已经具有较好的吸引力。维持对中行A股和H股**买入**评级不变。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币百万)	276,518	328,298	366,052	399,970	438,343
变动(%)	18.9	18.7	11.5	9.3	9.6
净利润(人民币百万)	104,418	124,182	131,966	132,242	145,245
变动(%)	29.2	18.9	6.3	0.2	9.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.41	0.44	0.47	0.46	0.50
变动(%)	27.4	9.6	6.3	(1.8)	7.7
全面摊薄市盈率(倍)	7.20	6.56	6.18	6.29	5.84
每股净资产值(人民币)	2.31	2.59	2.91	3.22	3.54
市净率(倍)	1.27	1.13	1.00	0.91	0.82
净资产收益率(%)	18.02	18.16	17.01	15.00	14.80
每股股息(人民币)	0.15	0.16	0.16	0.16	0.17
股息收益率(%)	5.0	5.3	5.5	5.4	6.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0	(5)	0	(13)
相对新华富时A50指数	(4)	2	(4)	7

发行股数(百万)	294,055
流通股(%)	12.5
流通股市值(人民币百万)	95,568
3个月日均交易额(人民币百万)	86
主要股东(%)	
汇金	40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2012年3月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

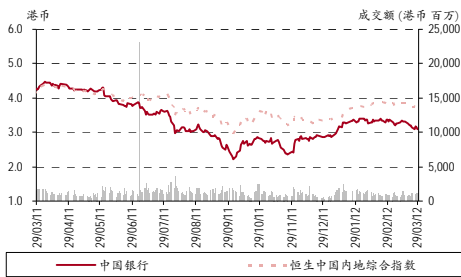
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120024

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5	(9)	8	(28)
相对恒生中国企业指数	(4)	(4)	(4)	(17)

发行股数(百万)	30,739
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	104,513
3个月日均交易额(港币 百万)	1,273

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月29日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012 E	2013 E	2014 E
营业收入(人民币 百万)	276,518	328,298	366,052	399,970	438,343
变动(%)	18.9	18.7	11.5	9.3	9.6
净利润(人民币 百万)	104,418	124,182	131,966	132,242	145,245
变动(%)	29.2	18.9	6.3	0.2	9.8
完全摊薄每股收益(人民币)	0.41	0.44	0.47	0.46	0.50
变动(%)	27.4	9.6	6.3	(1.8)	7.7
全面摊薄市盈率(倍)	6.18	5.64	5.30	5.40	5.01
每股净资产值(人民币)	2.31	2.59	2.91	3.22	3.54
市净率(倍)	1.09	0.97	0.86	0.78	0.71
净资产收益率(%)	18.02	18.16	17.01	15.00	14.80
每股股息(人民币)	0.15	0.16	0.16	0.16	0.17
股息收益率(%)	5.0	5.3	5.5	5.4	6.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润同比增长 18.9%

中国银行公告2011年实现净利润1,242亿元人民币, 同比增长18.9%, 与我们的预测基本一致。具体来看:

- 1) 2011年中国银行集团新增贷款6,821.93亿元, 贷款余额相比年初增长12.05%。其中, 新增人民币贷款6,256.9亿元, 余额相比年初增长15.08%。中行年末对存款科目作了口径变更, 将结构性存款划入存款科目下。2011年, 中行结构性存款同比增长188.7%, 一般性存款同比增长9.5%, 全部存款同比增长14.0%。
- 2) 中行集团的净息差由2010年的2.07%上升至2011年的2.12%, 其中, 人民币业务净息差由2.27%上升至2.33%, 外币业务净息差由1.21%上升至1.69%。
- 3) 手续费收入同比增长18.2%, 清算结算、咨询顾问和信用承诺等业务增长较快;
- 4) 成本控制较好, 成本收入比由2010年的39.06%下降至2011年的37.23%;
- 5) 年末不良率和不良余额相比3季度略有反弹, 但信用风险成本仍维持在0.32%的低位。

图表 1. 2011 年度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)	4 季度环比 3 季度变动(%)
净利息收入	228,064	193,962	17.6	6.4
手续费收入	64,662	54,483	18.7	(12.7)
其他非息收入	35,572	28,073	26.7	39.8
营业收入	328,298	276,518	18.7	5.2
营业费用	(122,234)	(107,995)	13.2	28.5
拨备前营业利润	206,064	168,523	22.3	(8.8)
拨备费用	(19,355)	(12,993)	49.0	(21.1)
营业利润	186,709	155,530	20.0	(7.7)
营业税	(18,581)	(14,414)	28.9	4.9
非经常项目损益	516	1,029	(49.9)	(91.0)
税前利润	168,644	142,145	18.6	(9.5)
所得税	(38,325)	(32,454)	18.1	(18.2)
净利润	130,319	109,691	18.8	(6.8)
少数股东权益	(6,137)	(5,273)	16.4	(15.3)
归属于母公司的净利润	124,182	104,418	18.9	(6.4)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

外币业务净息差迅速回升

从全年来看, 中行集团的净息差由 2010 年的 2.07% 上升至 2011 年的 2.12%, 其中, 人民币业务净息差由 2.27% 上升至 2.33%, 外币业务净息差由 1.21% 上升至 1.69%。

从上下半年环比来看, 我们估算中行集团净息差由 2011 年上半年的 2.11% 上升至下半年的 2.15%。其中, 境内人民币业务净息差由 2.35% 略降至 2.33%, 境内外币业务净息差由 1.59% 上升至 1.81%, 境外业务净息差则由 1.42% 大幅提升至 3.50%。

从季度环比来看, 我们测算中行集团 4 季度的净息差环比 3 季度提高了约 10 个基点。

自 2007 年以来, 中行集团的净息差受外币业务拖累, 一直处于行业内较低水平。外币息差的回升, 对于改善中行的盈利能力具有重要意义。

资产质量面临压力

2011 年末, 中国银行不良贷款余额由 3 季度末的 618.8 亿元上升至 632.7 亿元, 不良贷款率由 3 季度末的 0.99% 上升至 1.0%。关注类贷款余额相比 6 月末增加约 469 亿元, 但逾期贷款余额相比 6 月末略有下降。从行业分布看, 我们估计制造业, 电力、燃气和水等公用事业的不良贷款余额有所反弹。

中行 2011 年的信用风险仍保持在 0.32% 的较低水平, 年末拨备覆盖率由 3 季度末的 223.0% 略降至 220.7%, 拨备贷款比由年中的 2.21% 下降至 2.20%。

在经济下滑与清理融资平台贷款的大背景下, 中国银行业的资产质量有所下滑, 全行业不良贷款余额在 2011 年 4 季度出现了反弹。我们认为, 未来银行业不良贷款余额仍将保持逐季温和上升的势头, 而大型银行资产质量的风险要小于中小银行。

分红率调降至 35%

中行董事会建议派发 2011 年末期股息每股 0.155 元人民币，合计约 432.7 亿元，分红率约为 35%。年末中国银行核心资本充足率和总资本充足率分别为 10.07 和 12.97%，考虑到 2012 年操作风险将开始计提资本，因此降低分红率积累资本也是意料之中。我们估算，新资本协议实施后，由于分红率的降低和资产增速的下降，中行的资本充足率基本能够满足要求。

估值

目前中行 A 股估值相当于 1.0 倍 2012 年市净率，或 6.18 倍 2012 年市盈率，中行 H 股估值仅相当于 0.86 倍 2012 年市净率，或 5.30 倍 2012 年市盈率。尽管目前中行盈利能力相比其他大行尚有差距，但长期来看，随着外币业务净息差的回升，中行的盈利情况将逐步好转，目前的估值折价已经具有较好的吸引力。维持对中行 A 股和 H 股 **买入** 评级不变。

损益表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利息收入	193,962	228,064	255,039	277,142	303,104
净手续费及佣金收入	54,483	64,662	72,538	81,046	89,915
其他非息收入	28,073	35,572	38,475	41,782	45,324
营业收入	276,518	328,298	366,052	399,970	438,343
营业费用	(107,995)	(122,234)	(139,917)	(155,959)	(174,029)
拨备前经营利润	168,523	206,064	226,135	244,011	264,314
损失准备	(12,993)	(19,355)	(28,094)	(43,211)	(43,828)
营业利润	155,530	186,709	198,041	200,800	220,486
其他业务收入	1,029	516	1,066	1,172	1,289
营业税	(14,414)	(18,581)	(20,435)	(22,612)	(24,744)
税前利润	142,145	168,644	178,672	179,360	197,032
所得税	(32,454)	(38,325)	(40,081)	(40,162)	(44,484)
税后利润	109,691	130,319	138,591	139,198	152,548
少数股东损益	(5,273)	(6,137)	(6,624)	(6,956)	(7,303)
净利润	104,418	124,182	131,966	132,242	145,245
+/-%	29.2	18.9	6.3	0.2	9.8

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	142,145	168,644	178,672	179,360	197,032
非现金项目	250,029	(25,326)	41,421	57,743	60,151
其他变动	905,362	5,065	2,708	2,104	1,695
经营活动产生现金流	1,297,536	148,383	222,800	239,207	258,878
经营性资产的增减	(960,288)	104,299	(54,059)	416,985	472,399
营业活动产生现金流	337,248	252,682	168,742	656,192	731,277
投资及融资回报	59,299	36,841	(6,453)	(6,067)	(5,891)
其他项目	(28,251)	(38,325)	(36,077)	(36,150)	(40,040)
投资活动产生现金流	368,296	251,198	126,212	613,975	685,346
投资	(194,943)	55,774	(142,602)	(134,153)	(145,197)
自由现金流	173,353	306,972	(16,391)	479,822	540,149
收购活动	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	173,353	306,972	(16,396)	479,817	540,144
融资活动产生的净现金	16,730	(49,801)	(43,727)	(46,638)	(51,185)
汇兑损益	(7,031)	(9,174)	(10,091)	(10,091)	(10,091)
现金增/(减)	183,052	247,997	(70,214)	423,087	478,867

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
资产					
现金及等价物	49,222	61,833	63,688	65,599	67,567
存放央行	1,573,922	1,919,651	2,312,135	2,431,415	2,528,064
存放同业	800,620	1,147,497	1,314,681	1,787,190	2,322,616
短期投资	39,974	42,757	47,033	51,736	56,910
总客户贷款	5,660,621	6,342,814	7,052,539	7,801,002	8,582,294
减: 拨备	(122,856)	(139,676)	(165,943)	(205,465)	(244,274)
证券投资	2,055,324	2,000,759	2,108,629	2,226,550	2,355,515
对联营企业投资	12,631	13,293	12,139	12,730	13,379
净固定资产	123,568	138,234	150,317	160,264	167,754
其他资产	266,839	302,904	320,926	340,714	362,441
总资产	10,459,865	11,830,066	13,216,143	14,671,734	16,212,265
负债及权益					
客户存款	7,733,537	8,817,961	9,804,641	10,845,176	11,914,786
同业存放	1,580,030	1,718,237	1,963,754	2,246,099	2,570,795
其他借款	151,386	196,626	182,097	165,037	168,271
总借款	9,464,953	10,732,824	11,950,493	13,256,312	14,653,852
其他负债	318,762	341,348	401,004	441,693	486,973
总负债	9,783,715	11,074,172	12,351,497	13,698,005	15,140,825
普通股股本(面值)	279,147	279,147	284,718	290,289	290,289
准备金	216,663	234,199	300,781	367,467	422,378
其他权益	148,355	209,816	243,104	276,451	315,599
总股东权益	644,165	723,162	828,603	934,207	1,028,266
少数股东权益	31,985	32,732	36,044	39,522	43,174
已运用资本	676,150	755,894	864,647	973,729	1,071,440
总负债及权益	10,459,865	11,830,066	13,216,144	14,671,734	16,212,265

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
生息资产收益率	3.38	3.84	3.89	3.86	3.84
资金成本	1.38	1.83	1.90	1.94	1.96
利差	2.00	2.01	1.99	1.92	1.88
净息差	2.09	2.12	2.11	2.05	2.02
其他收入总收入	29.86	30.53	30.33	30.71	30.85
成本收入比	39.06	37.23	38.22	38.99	39.70
有效税率	22.83	22.73	22.43	22.39	22.58
增长					
贷款增长率	15.28	12.05	11.19	10.61	10.02
存款增长率	16.81	14.02	11.19	10.61	9.86
资产增长率	19.51	13.10	11.72	11.01	10.50
流动性					
贷存比	73.20	71.93	71.93	71.93	72.03
贷款/付息资金	71.79	70.36	70.62	70.85	71.03
贷款/总资产	54.12	53.62	53.36	53.17	52.94
核心负债/总负债	65.42	65.65	66.04	65.69	65.32
资产质量					
不良贷款率	1.10	1.00	1.37	1.83	2.21
一般拨备率	137.70	163.43	119.39	98.39	91.12
专项准备覆盖率	58.96	57.31	52.22	45.75	37.89
总拨备覆盖率	196.66	220.75	171.61	144.14	129.01
信用风险成本	0.25	0.32	0.42	0.58	0.54
关注类贷款比例	2.62	3.03	4.35	4.89	5.51
拨备贷款比	2.17	2.20	2.35	2.63	2.85
资本充足率					
权益资产比率	6.46	6.39	6.54	6.64	6.61
盈余资本	1.08	1.47	0.63	0.38	0.25
总资本充足率	12.58	12.97	12.13	11.88	11.75
核心资本充足率	10.09	10.07	9.57	9.56	9.35
回报率					
资产收益率	1.09	1.11	1.05	0.95	0.94
净资产收益率	18.02	18.16	17.01	15.00	14.80
已运用资本收益率	17.10	17.34	16.29	14.39	14.20
结构性已运用资本收益率	16.43	17.22	15.83	13.78	13.46

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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 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