坚持国际化和多元化战略

中性 维持

目标价格：3.00

投资要点:

- 国际化战略优势明显
- 多元化牌照较多
- 息差压力不大，但管理难度增大

报告摘要:

- **坚持国际化和多元化战略。**中行海外经营历史有 90 多年。海外业务资产和利润在国内银行业是最高的，24%资产是外币资产，20%多利润是外币利润。在港澳是发钞行的地位，在香港，中银香港是最大的银行集团之一，市场份额领先，纽约等地也都是一级清算行，做一级清算行意味着背后要有大量的外币支撑。中行占据较高的外币市场份额。人民币国际化以后，中行一直占先机，包括香港，中行也是唯一清算行，新加波也是唯一人民币清算行。中行有较完整的多元化平台，投行、保险、人寿、资管等业务牌照齐全。

- **信贷资产证券化是实验品，但代表未来发展方向。**中行发行了 30.6 亿的信贷资产证券化产品。对银行的意义在于降低资本压力，做到贷款余额不增长，资本需求和压力都减少，也是利率市场化的实验。同时对于丰富债券市场品种和基本利率形成都有意义。

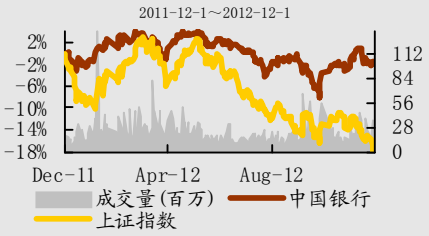
- **金融工具创新需要有银行尝试。**全球系统性重要银行中，中国银行业的 CAR 不高，主要是中国银行业的其他资本工具少，单独提供核心资本对市场有压力，创新资本工具对解决这个矛盾很重要，银监会提出征求意见，减记特征和巴Ⅲ非核心资本工具要求是一致的，但在国内能不能做成是比较复杂的。

- **投资建议。**我们预计中国银行 2012 年归属于母公司股东的净利润增长 6.5%，达到 1323.07 亿元，EPS 为 0.47 元，每股净资产为 2.90 元，目前股价对应 PE5.82 倍，PB0.95 倍，维持评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	264125	314986	320067	345820	364193
增长率（%）	21.01%	19.26%	1.61%	8.05%	5.31%
归母净利润(百万)	104418	124182	132307	137111	148984
增长率（%）	29.20%	18.93%	6.54%	3.63%	8.66%
每股收益	0.37	0.44	0.47	0.49	0.53
市盈率	7.38	6.20	5.82	5.62	5.17

银行研究组
高级分析师:
张继袖(S1180511010006)
电话：010-88085227
Email：zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（亿股）	2791
总市值（亿元）	7704
控股股东	中央汇金
持股比例（%）	67.65%

数据来源：wind

相关研究

《银行业：综合化+金融工具创新注入活力》 2012-11-28

《银行业：11.12 周报》 2012-11-17

《银行业：M1 增速微降，利率下行》 2012-11-17

《银行业：11.5 周报》 2012-11-12

《银行业：抗风险能力增强，规模超预期增长——三季报总结》 2012-11-7

《银行业：10.29 周报》 2012-11-5

Q: 关于公司长期战略。

A: 利率市场化和脱媒要求银行要调整结构，明年的情况和经济形势相关。十八大刚结束，12 月中央经济工作会议还没有召开，1 月份才开金融工作会议，关于明年货币投放和经济发展方向要到会议结束后才能确定。换届后要到明年三季度才会确定未来发展方向，短期不好说。

利率市场化进程和宏观经济，还是监管推动，前期步伐取决于监管，前期和中期还是受百姓欢迎的，因为可以降低成本，到后期就不一定了，要看各国监管水平以及银行业发展情况。

今年的情况看，理财产品大发行已感觉到利率市场化压力，上半年资金成本上升较快，贷款定价和需求也在变化，但总体上贷款供给和需求之间有一定的平衡关系，贷款定价没有大幅下行，今年主要是资金成本上升。

从国外利率市场化经验看，美国 NIM 稳定后，由于金融创新使得 NIM 不降反升；英国由于高度管制，几家大银行占据着高的市场份额，达成默契，NIM 稳定在一定水平；香港和台湾银行业竞争充分，NIM 较低。

存款保险制度就是应对利差急剧收窄后小银行倒闭而诞生的。

应对利率市场化的主要手段是扩大核心和稳定的存款来源：网点上比拼零售客户数量和服务，公司客户则需要提供更多的服务，保证公司客户方方面面资金需求都要在你的银行中转，综合经营和服务概念，跳出“存贷汇”的经营概念。从传统借贷转向金融服务商，做金融服务提供人，提供投行、保险、理财、基金等业务，获得低成本资金来源。

国际化战略：今年是中行 100 年行庆，海外经营历史也有 90 多年。海外业务资产和利润在国内银行业是最高的，24%资产是外币资产，20%多利润是外币利润。覆盖的国家和地区多不代表海外业务做的就好。在港澳是发钞行的地位，在香港，中银香港是最大的银行集团之一，市场份额领先，纽约等地也都是一级清算行，做一级清算行意味着背后要有大量的外币支撑。中行占据较高的外币市场份额。人民币国际化以后，中行一直占先机，包括香港，中行也是唯一清算行，新加波也是唯一人民币清算行。

多元化战略：完整的多元化平台，投行、保险、人寿、资管业务等，07 年收购新加坡租赁公司（亚洲最大）。发挥全球服务和综合经营能力，一定要强调智能化。

Q: 关于信贷资产证券化和一次资本债等金融工具创新

A: 资产证券化的运作和管理是公开的，网上有说明书，中行发行了 30.6 亿，不多，是实验性产品，代表着未来发展方向，对银行的意义在于降低资本压力。贷款增长有资本需求，表内贷款卖出去，做到贷款余额不增长，资本需求和压力都减少，是长远发展方向，也是利率市场化的实验。未来存款保险和基准利率很重要，中国要有大的债券市场，债市要有很多品种，目前债市是分割的，品种有限。丰富债券市场品种，和基本利率形成挂钩，也是资产证券化的意义。

资本工具方面，全球系统性重要银行中，我们的 CAR 不高，和 CAR 高的银行比，我们资本结构有差异，我们股权资本不比人家少，其他资本工具少，单独提供核心资本对市场有压力，创新资本工具对解决这个矛盾很重要，银监会提出征求意见，减记特征和巴Ⅲ非核心资本工具要求是一致的，但在国内能不能做成是比较复杂的，银监会、央行、公司法限制等，股权和非股权要涉及很多监管协调和沟通。银监会的意见特别原则，没有说品种，单独一个监管机构很难推行。国内资本市场承接能力也很有限，到国外去做，还涉及外管和国际资本市场对接。

里面出现的问题要银行自己想办法解决和打通。中行 CCAR 较高，不急于补充资本。

Q: 关于贷款增长。

A: 十二五规划的贷款增长目标很难由我们自己确定，短期央行是社会融资总量控制，信贷没有额度控制，但仍实施差异化准备金公式，比较复杂，要考虑 GDP、CPI、银行资本充足率水平等多因子，银行倒推可以放多少贷款，银行可以算，也可以调整，通过改变贷存比和 CAR 等，可以调整贷款增长目标。目前阶段说，银行自己算了贷款目标，但银监会有贷存比要求，不一定可以放到你想放的贷款数量。

现在资本监管要求提高，未来是否有资本可以支持贷款增速。追求核心盈利能力增长，贷款增长是要考虑资本和资金成本、贷款定价等因素。贷款增长目标不是一个特别刚性的指标。

到目前为止央行算的贷款增速也出现过调整，不是年初给你多少，年底就是多少，中间可能按季度或月份调整。从控制贷款增速角度考虑的，信贷数额有增有减。

Q: 关于贷存比。

A: 现在贷存比约束越来越大，今年存款竞争依然很激烈，存款成本普遍上升。中行一大块外币业务，国外做业务没有贷存比要求，海外也没有吸存牌照，外币业务主要靠国内的外币存款，被动造成外币贷存比上升到 100%以上，单纯人民币贷存比和工行、建行差不多。如果降低贷存比，多吸收存款，上半年理财产品利率很高，导致高成本负债很高，对 NIM 造成很大压力。三季度 NIM 环比提升 6 个 BP，但存款大幅下降，中报时结构性理财产品 6000 多亿，三季度压缩到 4000 亿，三季度存款余额减少，贷存比又提升了，相应的贷款压力就比较大了，但经营目标不盯着贷款增速了，盯着息差，未来一段时间的目标：存款下降、贷款增速放缓、NIM 提升、净利息收入增长。

贷存比限制受到监管关注，监管弱化贷存比考核，没有日均考核了（很难做到，报送是否及时，真实日均没做过，也没啥惩罚措施），有松绑，但 75%底线不能破。

Q: 关于人民币升值问题。

人民币升值在今年有波动性变化，上半年升值，三季度贬值，现在又在升值。长期趋势人民币还在升值，短期有变化，对外汇管理有压力。中行降了 2 次外币存款利率，压了 120 亿美元存款。央行没降存准率是基于池子理论，上半年外汇占款越来越少，市场有降准呼声，但央行始终没降准，外汇占款流动性冲击压力还存在，外汇占款长期趋势还没确立。

Q: 关于债转股。

A: 中行会认真对待债转股。但修改价格涉及董事会等事项，外籍董事较多，开一次会需要较长时间准备，而且二级市场如何波动也很难预测，中行在考虑中。

Q: 关于非息收入增长。

A: 非息收入目标，大的趋势，宏观发展方向看，非息收入结构看，贷款相关会下降，比如信用承诺、咨询、财务顾问增速和比重都会下降，原来占 30-40%，会下降很多；和资本市场相关的，代理收入等，很难预测。长期看，稳定增长的传统国际清算结算，每年保持平稳，和外贸变化相关的，要看外贸总量（进出都赚钱），有长期稳定增长。这几年增长较快的银行

卡手续费收入 30-60%增速不等，目前国内宏观经济促内需，提高消费结构和能力，消费模式中的信用卡，这块竞争很激烈，蛋糕也很大。中行和其他银行非息收入区别，非息不等于手续费收入，缺口来自多元化平台，外币投资组合等、衍生品、债券等投资，有很大收益和潜力。

作者简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业高级研究员，南开大学会计学博士，CPA。

主要研究覆盖公司：全覆盖

机构销售团队				
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张　珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵　越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃　汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。