

业绩分析

中国银行(A) (601988.SS)

中性

证券研究报告

拨备低于预期推动业绩超预期;拨备前营业利润符合预期;贷存款业务增长缓慢

与预测不一致的方面

中国银行公布 2012 年实现税后净利润人民币 1,390 亿元, 同比上升 12%, 占我们/路透市场预测的 106%/106%, 受益于低于预期的拨备所带来的推动。**积极因素:** 1) 虽然生息资产季环比下降了 1%, 但净息差提高了 8 个基点, 推动四季度净利息收入季环比提高了 3%。净息差的改善部分缘于中国银行在四季度将高成本的表内理财业务削减了人民币 2,530 亿元 (占存款的 3%), 同时增长了表外理财业务, 从而将融资成本/总存款规模季环比分别压低了 12 个基点/2%。贷存比季环比提高了 78 个基点; 2) 四季度强劲的银行卡和代理业务收入推动手续费收入季环比/同比分别上升了 28%/45%; 3) 2012 年拨备计提同比持平, 较我们的预测低 24%, 推动信贷成本降至 28 个基点; 4) 资产质量稳定: 四季度不良贷款季环比上升人民币 13 亿元, 2012 年下半年折年净不良贷款生成率为 14 个基点, 上半年为 5 个基点。下半年逾期 1 天以上贷款环比下降人民币 50 亿元, 推动折年净生成率从上半年时的 41 个基点降至 -6 个基点; 5) 资产负债状况略有改善, 拨贷比季环比上升 6 个基点至 2.25% (国内业务为 2.62%); 6) 一级资本充足率从 2011 年时的 10.1% 升至 10.5%, 部分原因在于中国银行将表外风险加权资产同比增速控制在了 3%。**不利因素:** 存款增长疲弱。即便我们剔除了结构性存款或理财产品带来的不利影响, 该行客户存款同比/季环比分别增长了 8.5%/1%。

投资影响

我们将中国银行提高净息差以及减缓贷款/存款/表外业务增长、以支撑资本充足率的举措视为有利因素。不过, 该行低于同业的存款增长、不具有可持续性的低信贷成本以及高于同业的贷存比可能导致中国银行 2013/14 年预期每股盈利增幅低于同业水平。我们维持对中国银行的中性评级以及基于 1.06 倍调整后 2013 年市净率计算的 12 个月目标价格 3.8 港元/人民币 3.1 元。主要上行/下行风险: GDP/中国银行业绩好于/弱于预期。

中国银行 2012 年四季度业绩概览

(%)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
NIM	2.02	2.04	2.13	2.21
Impaired loan ratio	0.97	0.94	0.93	0.95
LLR/IL	227	233	237	236
Credit costs	0.33	0.22	0.25	0.34

资料来源: 公司数据、高华证券研究

所属投资名单

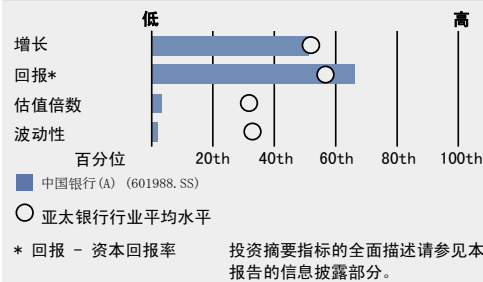
中性

行业评级: 中性

马宁 (分析师) 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 ning.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
程博为 (分析师) 执业证书编号: S1420512010001
+86(10)6627-3095 bowei.chen@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
吴双 (研究助理)
+86(10)6627-3487 jessica.wu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息, 见信息披露附录, 或请与您的投资代表联系。

投资摘要



主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	2.99
12个月目标价格 (Rmb)	3.10
3988.HK 股价 (HK\$)	3.55
3988.HK 12个月目标价格 (HK\$)	3.80
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	834,649.5 / 134,389.0
外资持股比例 (%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb)	0.44	0.47	0.51	0.56
每股盈利增长 (%)	18.9	6.4	7.5	9.3
3988.HK 每股盈利 (HK\$)	0.55	0.59	0.63	0.69
3988.HK 每股盈利增长 (%)	20.5	4.2	6.1	8.9
市盈率 (X)	7.0	6.3	5.9	5.4
3988.HK 市盈率 (X)	6.4	6.0	5.6	5.2
股息收益率 (%)	5.0	5.5	6.0	6.5
净资产回报率 (%)	18.2	17.2	16.6	16.3

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	3.5	15.9	1.7
相对于MSCI亚太银行指数-日本除外	(4.3)	0.1	(14.4)

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/26/2013收盘价)

中国银行(A): 财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	资产负债表 (Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净利息收入	228,064.0	254,546.4	278,242.8	311,395.1	总贷款	6,342,814.0	7,182,251.2	8,132,108.9	9,110,617.0
非利息收入	100,234.0	109,290.1	121,203.4	134,763.5	不良贷款	63,274.0	75,554.5	102,336.2	133,804.1
营业收入	328,298.0	363,836.5	399,446.2	446,158.6	贷款损失准备	139,676.0	156,586.0	177,997.8	203,939.2
非利息费用	(140,815.0)	(159,425.8)	(177,094.5)	(201,092.3)	总生息资产	12,197,048.4	12,472,132.4	13,688,735.7	15,053,971.9
拨备前营业利润	187,483.0	204,410.7	222,351.8	245,066.3	其它无息资产	(366,982.4)	515,057.7	534,067.2	554,027.1
总拨备支出	(19,355.0)	(25,440.0)	(29,941.8)	(34,471.4)	资产合计	11,830,066.0	12,987,190.1	14,222,802.9	15,607,999.0
联营公司	516.0	34.8	38.3	42.3	客户存款	8,817,961.0	9,611,834.4	10,546,567.4	11,601,644.2
税前利润	168,644.0	179,005.4	192,448.3	210,637.2	总计息负债	10,732,824.0	11,782,553.5	12,907,693.7	14,172,840.1
税金	(38,325.0)	(42,213.2)	(45,169.6)	(49,587.6)	股东权益合计	755,894.0	848,410.5	943,316.3	1,047,077.2
少数股东损益	(6,137.0)	(4,697.5)	(5,277.6)	(5,894.7)	CAMEL比率 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净利润	124,182.0	132,094.7	142,001.1	155,154.9	C: 核心资本充足率	10.1	10.2	10.1	10.1
股息	(43,267.8)	(46,233.1)	(49,700.4)	(54,304.2)	C: 权益贷款比	11.7	11.5	11.4	11.3
股息支付率 (%)	34.8	35.0	35.0	35.0	C: 权益资产比	6.1	6.2	6.3	6.4
盈利增长动力 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	A: 不良贷款率	1.0	1.1	1.3	1.5
净息差	2.00	2.02	2.02	2.06	A: 贷款损失拨备/不良贷款	220.7	207.2	173.9	152.4
拨备支出/总贷款	0.31	0.36	0.38	0.39	E: 净息差	2.00	2.02	2.02	2.06
同比增长 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	E: 非利息收入/营业收入	30.53	30.04	30.34	30.21
客户存款	10.3	11.8	14.4	14.5	E: 费用收入比	42.9	43.8	44.3	45.1
贷款	12.0	13.3	13.2	12.0	E: 平均总资产回报率	1.11	1.06	1.04	1.04
净利息收入	17.6	11.6	9.3	11.9	L: 贷存比率	70.3	73.1	75.4	76.8
手续费及佣金收入	18.7	9.4	11.9	12.2	CAMELOT主要假设	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
非利息收入	17.7	9.0	10.9	11.2	高盛CAMELOT隐含市净率(X)	1.0	--	--	--
营业收入	17.6	10.8	9.8	11.7	高盛CAMELOT隐含市盈率(X)	11.7	--	--	--
营业费用	(15.0)	(13.2)	(11.1)	(13.6)	无风险回报率 (%)	4.5	4.5	4.5	4.5
拨备前营业利润	19.7	9.0	8.8	10.2	股票风险溢价 (%)	6.5	6.5	6.5	6.5
拨备支出	24.4	31.4	17.7	15.1	CAMELOT贝塔系数(X)	1.0	--	--	--
税前利润	18.6	6.1	7.5	9.5	经风险调整的权益成本 (%)	11.0	--	--	--
净利润	18.9	6.4	7.5	9.3	调整后每股股息3年均复合增长率 (%)	10.0	--	--	--
每股盈利	18.9	6.4	7.5	9.3	可持续净资产回报率预测 (%)	14.7	--	--	--
每股股息	6.2	6.9	7.5	9.3	长期股息支付率预测 (%)	72.8	--	--	--
市场规模	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	扣除增长因素后(等同于债券)的市净率	1.3	--	--	--
机构数量	10,071.0	10,071.0	10,071.0	10,071.0	贷款结构 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
员工数量 (000)	--	--	--	--	商业/企业贷款	74.5	73.6	72.6	72.0
每员工创造收入 (US\$)	NM	NM	NM	NM	个人住房贷款	18.6	18.7	18.9	19.2
每员工创造净利 (US\$)	NM	NM	NM	NM	消费贷款	19.3	19.4	19.6	19.9
杜邦分析 (%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	估值 (当前股价计算)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净资产回报率	18.2	17.2	16.6	16.3	基本市盈率(X)	7.0	6.3	5.9	5.4
x 杠杆比率	6.1	6.2	6.3	6.4	市净率(X)	1.21	1.03	0.92	0.83
=总资产回报率	1.11	1.06	1.04	1.04	股价/拨备前营业利润	4.5	4.1	3.8	3.4
占资产比例	12/11	12/12E	12/13E	12/14E	股息收益率 (%)	5.0	5.5	6.0	6.5
净利息收入	2.05	2.05	2.05	2.09	每股基本盈利 (Rmb)	0.44	0.47	0.51	0.56
手续费及佣金收入	0.58	0.57	0.58	0.60	每股摊薄盈利 (Rmb)	0.44	0.47	0.51	0.56
非利息收入	0.90	0.88	0.89	0.90	每股基本盈利增长 (%)	18.9	6.4	7.5	9.3
营业收入	2.95	2.93	2.94	2.99	每股摊薄盈利增长 (%)	18.9	6.4	7.5	9.3
营业费用	1.26	1.28	1.30	1.35	每股净资产 (Rmb)	2.59	2.90	3.23	3.60
拨备前营业利润	1.68	1.65	1.63	1.64	每股股息 (Rmb)	0.16	0.17	0.18	0.19
贷款损失拨备	0.17	0.21	0.22	0.23					
税前利润	1.51	1.44	1.41	1.41					
税金	0.34	0.34	0.33	0.33					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

马宁

ning.ma@ghsl.cn

程博为

bowei.cheng@ghsl.cn

吴双

jessica.wu@ghsl.cn

图表1: 中国银行 2012 全年业绩详细信息: 拨备低于预期推动税后净利润高于预期; 收入与拨备前营业利润符合预期; 存款增长缓慢

	Quarterly results				Full year results				Domestic operations			
	3Q12	4Q12	YoY	QoQ	2011	2012	Actual vs. GS Est. (%)	YoY (%)	2011	2012	Actual vs. Est. (%)	YoY (%)
Income statement												
Net interest income	65,390	67,520	11	3	228,064	256,964	1	13	201,021	224,622	1	12
Non-interest income	24,284	29,317	31	21	100,234	109,212	(0)	9	69,263	79,124	(1)	14
Net fee income	15,680	19,993	45	28	64,662	69,923	(1)	8	53,632	58,572	(7)	9
Total operating revenue	89,674	96,837	16	8	328,298	366,176	0.6	12	270,284	303,746	0	12
Net interest and fee income	81,070	87,513	17	8	292,726	326,887	0	12	254,653	283,194	(1)	11
Operating expense	39,628	46,876	9	18	140,815	160,022	0	14	118,751	133,853	2	13
Preprovision operating profit	50,046	49,961	25	(0)	187,483	206,154	1	10	151,533	169,893	(2)	12
Loan Loss Provisions	4,389	5,761	85	31	19,355	19,387	(24)	0	18,112	17,396	(27)	(4)
Pretax profits	45,924	44,321	20	(3)	168,644	187,380	5	11	133,421	152,497	2	14
Tax	9,507	10,218	28	7	38,325	41,858	(1)	9	32,863	37,562	10	14
Net profits	34,762	33,069	19	(5)	124,182	139,432	6	12	100,558	114,935	0	14
Balance sheet												
Total assets	12,743,685	12,680,615	7	(0)	11,830,066	12,680,615	(2)	7	9,612,881	10,196,577	(7)	6
Gross loans	6,918,410	6,864,696	8	(1)	6,342,814	6,864,696	(4)	8	5,209,694	5,558,682	(6)	7
Impaired loans	64,099	65,448	3	2	63,274	65,448	(13)	3	60,926	62,756	(11)	3
Loan loss reserves	152,039	154,656	11	2	139,676	154,656	(1)	11	133,510	145,637	(4)	9
Customer deposits	9,343,145	9,173,995	4	(2)	8,817,961	9,173,995	(5)	4	7,433,285	7,515,165	(6)	1
Equity	827,729	861,542	14	4	755,894	861,542	2	14				
Total earning assets	12,258,899	12,183,168	7	(1)	12,070,404	13,029,296	(1)	8	8,862,863	9,926,245	(1)	12
Leverage (%)												
Equity/assets	6	7	0.4	0	6.39	6.79	0.26	0.40				
Equity/loans	12.0	12.6	0.6	1	11.92	12.55	0.74	0.63				
Asset quality												
NPL ratio	0.93	0.95	-0.04	0.03	1.00	0.95	(0.10)	(0.04)	1.17	1.13	(0.06)	(0.04)
LLR/NPLs	237.19	236.30	15.56	-0.89	220.75	236.30	29.05	15.56	219.1	232.1	17.07	12.93
LLR/Total loans	219.8	225.3	225.3	5.5	2.20	2.25	0.07	0.05	2.56	2.62	0.06	0.06
Credit costs	0.25	0.34	0.14	0.08	0.31	0.28	(0.07)	(0.02)	0.35	0.31	(0.09)	(0.03)
Profitability												
Net interest margin	2.13	2.21	0.06	0.08	2.00	2.05	0.03	0.05	2.27	2.26	0.04	-0.01
Non-int income/oper revenue	27.08	30.27	3.29	3.19	30.53	29.83	(0.21)	(0.71)	25.63	26.05	(0.4)	0.4
Cost-income ratio	44.19	48.41	(3.41)	4.22	42.89	43.70	(0.12)	0.81	43.94	44.07	1.0	0.1
Preprov operating ROAA	1.57	1.57	0.20	0.01	1.68	1.68	0.03	(0.00)	1.67	1.72	0.0	0.0
ROA	1.14	1.07	0.08	(0.07)	1.17	1.19	0.09	0.02	1.11	1.16	0.0	0.1
ROE	18.0	16.2	0.47	(1.84)	18.2	18.0	0.94	(0.21)				
Liquidity												
Loan/deposits	74.05	74.83	2.90	0.78	71.93	74.83	0.10	2.90	70.09	73.97	0.2	3.9
Effective tax rates (%)	20.7	23.1	1.54	2.35	22.7	22.3	(1.24)	(0.39)	24.6	24.6	1.6	0.0
Average assets	12,784,638	12,712,150	9	-1	11,144,966	12,255,341	(1)	10	9,066,913	9,904,729	(4)	9
Average equity	809,673	844,636	14	4	716,022	808,718	1	13				

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

我们，马宁、程博为，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，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。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据12个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

马宁：中国券商、中国金融行业。程博为：中国券商、中国金融行业。

中国券商：中信证券、招商证券、光大证券、海通证券。

中国金融行业：农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、兴业银行、工商银行(A)、工商银行(H)、新华保险(A)、新华保险(H)、人保集团、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬：中国银行(A) (Rmb2.93)、中国银行(H) (HK\$3.57)

高盛高华在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：中国银行(A) (Rmb2.93)、中国银行(H) (HK\$3.57)

高盛高华在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系：中国银行(A) (Rmb2.93)、中国银行(H) (HK\$3.57)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报: 代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级: 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 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A):** 未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。 **中性(N):** 未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。 **谨慎(C):** 未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。 **无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告所涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有空头或多头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易, 包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易, 有很大的风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。