

存款结构优化推动息差逐季提高

■ **业绩略高于市场预期**：2012年实现归属母公司净利润1394.32亿元，同比增长12.28%，推动因素是规模增长、息差上升和成本的节约。4季度实现归属母公司净利润330.7亿元，同比增长18.6%，环比下降4.9%，主要是年末成本和费用增加。

■ **息差逐季上行，负债结构调整是主因**：全年净息差同比提升3bp至2.15%，逐季上行，主要是负债结构调整非常大：活期存款占比上升1.2个百分点，高成本结构性存款减少4000亿元人民币，在境内存款中占比下降5.4个百分点。贷款结构方面，个贷占比提高1.9个百分点至31.9%，小企业贷款余额2434亿，同比增幅38%。

■ **中间业务结构改善**：手续费净收入同比增长8.14%，轻资本型中间业务占比77.7%，同比提升6个百分点。

■ **海外业务加快发展**：年末海外资产总额4989亿美元，同比增长13.3%，税前利润55.3亿元，同比增长11.7%；占总资产比重24%，占集团税前利润比重19%。

■ **不良率环比略升**：年末不良率0.95%，高出3季末2bp，逾期率1.09%，较中期末下降11bp，逾期余额减少51亿元。境内机构拨贷比2.62%，比2011年提高6bp，信贷成本0.29%。全年新增不良321亿但信贷成本并不高，主要因为500多亿拨备中通过拨备回拨增加了334亿，预计2013年信用成本会提高但可以保持在0.5%之下。

■ **投资建议**：受海外业务占比高的影响，中国银行净息差水平明显低于同业，整体资质排在其他几家大行之后，但2012年年报中息差、资产质量表现均好于农行。预计今年资产质量延续去年趋势，不良率缓慢上行，我们预计2013年中国银行净利润增长6.75%，目前股价对应2013年PE和PB分别为5.37倍和0.87倍，估值安全，维持“增持-B”评级。

■ **风险提示**：经济复苏低于预期、利率市场化快速推进。

单位	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
财务报表预测和	0.47	0.52	0.56	0.60	0.66
PPOP	0.67	0.74	0.79	0.86	0.95
BVPS	2.71	3.09	3.42	3.90	4.42
DPS	0.16	0.18	0.19	0.20	0.22
PE	6.40	5.74	5.37	4.96	4.56
PPPOP	4.44	4.04	3.77	3.46	3.13
PB	1.10	0.97	0.87	0.77	0.68

盈利和估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股息收益率	5.18	5.85	6.24	6.76	7.35
ROE	17.24	16.89	16.27	15.45	14.84
ROA	1.10	1.15	1.09	1.06	1.06
RORWA	1.96	2.01	1.92	1.86	1.87

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

增持-B

维持评级

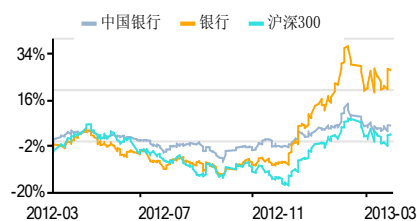
6个月目标价 **3.35元**

股价 (2013-03-26) **2.99元**

交易数据

总市值 (百万元)	834,650.56
流通市值 (百万元)	584,619.95
总股本 (百万股)	279,147.34
流通股本 (百万股)	195,525.07
12个月价格区间	2.58/3.22元
十大股东 (%)	96.90%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.03	-4.33	-1.00
绝对收益	0.34	2.40	1.36

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003
xumm@essence.com.cn
021-68765372

报告联系人

崔晓梅

021-68765163

cuixm@essence.com.cn

相关报告

中国银行：负债成本上升较多：2012年1季报点评	2012-05-01
中国银行：年末存款恢复：2011年年报点评	2012-04-05
中国银行：结构优化逐步见效：2011年中报点评	2011-08-28

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	228,064	256,964	274,461	315,525	355,143
利息收入	413,102	506,528	505,480	572,876	641,454
利息支出	-185,038	-249,564	-231,018	-257,351	-286,311
净手续费及佣金收入	64,662	69,923	76,216	83,838	93,898
手续费及佣金收入	70,018	75,198	81,966	90,162	100,982
手续费及佣金支出	-5,356	-5,275	-5,750	-6,325	-7,084
其它净收入	22,260	19,166	19,760	12,580	5,400
营业总收入	314,986	346,053	370,438	411,943	454,441
营业税费	-18,581	-22,925	-23,338	-26,364	-29,084
经营费用	-108,511	-116,436	-125,949	-144,180	-159,054
拨备前利润	187,894	206,692	221,151	241,398	266,302
资产减值准备	-19,355	-19,387	-21,444	-24,119	-29,217
税前利润	168,644	187,380	199,937	217,590	237,475
所得税	38,325	41,858	44,586	49,175	54,382
净利润	130,319	145,522	155,351	168,415	183,093
可供母公司分配净利润	124,182	139,432	148,652	161,046	174,988

资产负债表

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	6,203,138	6,710,040	7,397,048	8,080,566	8,782,733
证券投资	2,000,759	2,210,524	2,987,269	3,485,734	3,960,840
其他生息资产	3,128,981	3,157,170	3,129,520	3,644,177	3,616,419
其他资产	497,188	602,881	711,255	633,770	861,052
资产总额	11,830,066	12,680,615	14,225,093	15,844,246	17,221,045
客户存款	8,817,961	9,173,995	10,266,021	11,369,870	12,462,830
应付债券	169,902	199,133	200,187	204,658	224,331
其他计息负债	1,720,343	1,996,218	1,847,884	1,932,878	1,994,053
其他负债	365,966	449,727	955,938	1,246,956	1,306,066
负债总额	11,074,172	11,819,073	13,270,030	14,754,362	15,987,280
股东权益	723,187	824,677	951,263	1,085,885	1,229,564
股本	279,147	279,147	279,147	279,147	279,147
负债和权益合计	11,830,091	12,680,615	14,225,093	15,844,246	17,221,045

YOY

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	12.0	8.2	10.2	9.2	8.7
证券投资	-2.7	10.5	35.1	16.7	13.6
生息资产	13.1	6.6	11.9	12.6	7.6
总资产	13.1	7.2	12.2	11.4	8.7
客户存款	14.0	4.0	11.9	10.8	9.6
计息负债	13.1	6.2	8.3	9.7	8.7
净利息收入	17.6	12.7	6.8	15.0	12.6
净手续费及佣金收入	18.7	8.1	9.0	10.0	12.0
营业收入增速	19.3	9.9	7.0	11.2	10.3
拨备前利润增速	21.1	10.0	7.0	9.2	10.3
税前利润增速	18.6	11.1	6.7	8.8	9.1
归属母公司利润增速	18.9	12.3	6.6	8.3	8.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

ROA Dupont

(% of AVG Assets)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	2.05	2.10	2.04	2.10	2.15
非利息收入	0.78	0.73	0.71	0.64	0.60
营业收入	2.83	2.82	2.75	2.74	2.75
营业税费	0.17	0.19	0.17	0.18	0.18
经营费用	0.97	0.95	0.94	0.96	0.96
计提准备金前的营业利润	1.69	1.69	1.64	1.61	1.61
准备金	0.17	0.16	0.16	0.16	0.18
税前利润	1.51	1.53	1.49	1.45	1.44
所得税	-0.34	-0.34	-0.33	-0.33	-0.33
税后利润	1.17	1.19	1.15	1.12	1.11
ROAA	1.17	1.19	1.15	1.12	1.11
平均权益乘数	6.49	6.73	7.07	7.22	7.44
ROAE	18.20	17.99	17.10	16.47	15.76

流动性

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
贷款/资产总额—期末	52.4	52.9	52.0	51.0	51.0
贷款/资产总额—平均	52.9	52.4	52.9	52.0	51.0
贷款/存款—期末	70.3	73.1	72.1	71.1	70.5
贷款/存款—期初	71.6	70.3	73.1	72.1	71.1
贷存比(不含贴现)	70.8	73.0	71.9	71.0	70.6

资产质量

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
不良贷款率	1.00	0.95	0.98	1.05	1.11
拨备覆盖率	220.7	236.3	230.0	220.0	215.0
拨备/贷款	2.2	2.3	2.3	2.3	2.4

资本充足率

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
加权风险资产占比	56.26	57.20	57.00	57.00	57.00
核心资本充足率	10.52	10.96	11.17	11.37	11.78
资本充足率	12.97	13.63	13.75	13.84	14.20

经营效率

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入/营业收入	72.40	74.26	74.09	76.59	78.15
手续费和佣金收入/营业	20.53	20.21	20.57	20.35	20.66
非利息收入/营业收入	27.60	25.74	25.91	23.41	21.85
经营费用/营业收入	34.45	33.65	34.00	35.00	35.00
经营费用/平均资产	0.97	0.95	0.94	0.96	0.96

盈利能力

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
生息率	3.87	4.33	3.95	3.99	4.06
付息率	1.83	2.26	1.95	1.99	2.03
利差	2.04	2.07	2.00	2.00	2.03
NIM	2.14	2.20	2.14	2.20	2.25
成本收入比	34.4	33.6	34.0	35.0	35.0
营业收入税率	5.9	6.6	6.3	6.4	6.4
信用成本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
所得税率	22.7	22.3	22.3	22.6	22.9
股利分配率	34.8	35.0	35.0	35.0	35.0

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

许敏敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

