



股票代码	601988.CH	3988.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 2.90	港币 3.53
目标价格	人民币 3.38	港币 4.08
上/下浮比例	17%	16%
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

业绩稳步恢复

中行13年1季度的净利润达到398亿，同比增长8.3%。该增长略低于我们的预期，资产增速以及净息差低于预期是主要原因。由于手续费收入增长超预期，资产增速未来有望稳步恢复，我们维持全年盈利预测不变。考虑到中行估值相对较低，未来业绩有望平稳增长，维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 中行1季度净利较我们的预期低2.78%，低于预期的原因一是资产同比增长只有2.7%，低于我们5%的预测。此外净息差按照期初期末简单平均计算只有2.15%，环比下降了6个基点。尽管净息差环比下跌，但根据公司日均余额口径计算的净息差环比持平，因此公司在资产收益有所下降的同时，控制了存款成本。
- 存款环比增长7,014亿，说明公司在控制存款成本的同时仍保持了存款的增长。不同于其他银行，公司的同业负债增速较低，环比负增长，而同业资金来源的低增长拉低了整体资产的增速，同时也使得银行没有最大限度的获得今年1季度宽松货币政策带来的好处。但同时，也使得公司不会面临太大的可能出现的紧缩所带来的负面影响。
- 公司的手续费收入超预期，主要原因是理财业务的发展。展望未来，尽管管理理财业务面临挑战，但其他业务收入增长有望增加，我们预计整体非息收入有望平稳增长。
- 不良贷款余额略上升9.49亿，不良贷款率由去年底的0.95%下降到了0.91%的水平。尽管不良贷款保持稳定，但稳健起见，公司的年均信用风险成本仍达到0.46%，高于去年同期和4季度0.32%的水平。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑程度超过预期，银行业的资产质量迅速恶化。存款长期不能改善，资金成本上升过快。

估值

- 目前中行H股估值仅相当于0.86倍2013年市净率，或5.46倍2013年市盈率，市净率估值水平相比其他三大行均便宜。随着中行和其他三大行盈利能力和增长速度差距的缩窄，我们维持中行H股的**买入**评级和4.08港币目标价不变，相当于1.02倍2013年市净率。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	228,064	256,964	269,117	281,330	294,612
变动(%)	17.58	12.67	4.73	4.54	4.72
净利润(人民币百万)	124,276	139,432	144,445	145,172	149,869
变动(%)	19.02	12.20	3.60	0.50	3.24
完全摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.50	0.52	0.52	0.54
变动(%)	9.72	12.20	3.60	0.04	3.45
全面摊薄市盈率(倍)	6.51	5.81	5.60	5.60	5.42
每股净资产值(人民币)	2.59	2.95	3.29	3.65	4.10
市净率(倍)	1.12	0.98	0.88	0.77	0.69
净资产收益率(%)	18.17	18.01	16.54	14.92	13.79
每股股息(人民币)	0.16	0.17	0.18	0.18	0.19
股息收益率(%)	5.3	6.0	6.2	6.4	6.6

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	(1)	(3)	(2)	(5)
相对新华富时A50指数	4	3	5	(0)

发行股数(百万)	279,147
流通股(%)	70.04
流通股市值(人民币百万)	561,127
3个月日均交易额(人民币百万)	91
主要股东(%)	
汇金	67.55

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月25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

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.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	2	(1)	(6)	10
相对恒生中国企业指数	8	1	4	10

发行股数(百万)	279,147
流通股(%)	29.96
流通股市值(港币 百万)	295,223
3个月日均交易额(港币 百万)	1,063

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2013年4月25日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	228,064	256,964	269,117	281,330	294,612
变动(%)	18	13	5	5	5
净利润(人民币 百万)	124,276	139,432	144,445	145,172	149,869
完全摊薄每股收益(人民币)	0.45	0.50	0.52	0.52	0.54
变动(%)	9.7	12.2	3.6	0.0	3.4
市场预期每股收益(人民币)			0.51	0.55	0.57
全面摊薄市盈率(倍)	6.34	5.65	5.46	5.46	5.27
每股净资产值(人民币)	2.59	2.95	3.29	3.65	4.10
市净率(倍)	1.09	0.96	0.86	0.77	0.69
净资产收益率(%)	18.17	18.01	16.54	14.92	13.79
每股股息(人民币)	0.16	0.17	0.18	0.18	0.19
股息收益率(%)	5.5	6.2	6.4	6.4	6.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2013年1季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2013年1季度	2012年1季度	同比(%)	1季度环比4季度(%)
净利息收入	66,960	60,598	10.50	(0.83)
净手续费及佣金收入	24,730	21,152	16.92	23.69
其他非息收入	13,762	13,178	4.43	47.60
营业收入	105,452	94,928	11.09	8.90
营业费用	(37,183)	(33,656)	10.48	(9.30)
拨备前营业利润	68,269	61,272	11.42	22.25
拨备费用	(8,261)	(5,473)	50.94	43.40
营业利润	60,008	55,799	7.54	19.82
营业税	(5,800)	(5,818)	(0.31)	(1.39)
非经营性收入	215	95	126.32	77.69
税前利润	54,423	50,076	8.68	22.79
所得税	(12,804)	(11,629)	10.10	25.31
净利润	41,619	38,447	8.25	22.04
少数股东损益	(1,804)	(1,684)	7.13	74.47
归属母公司净利润	39,815	36,763	8.30	20.40

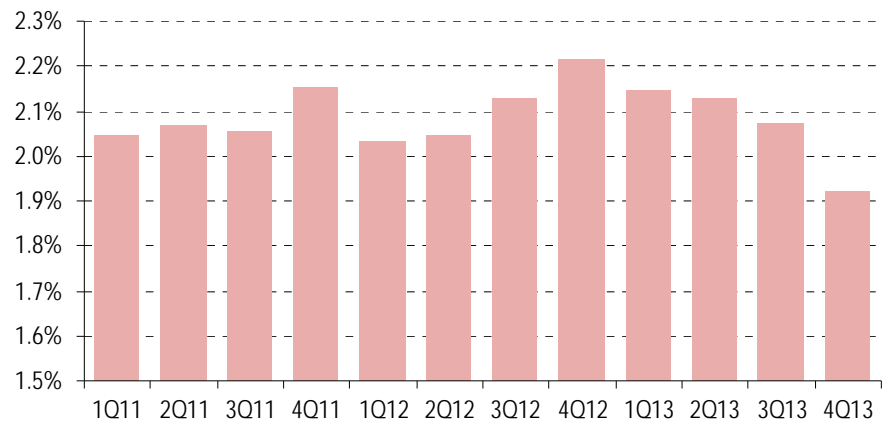
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2.2013年1季度实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2013年1季度业绩实际值	2013年1季度业绩预测值	差异(%)
净利息收入	66,960	69,122	(3.13)
净手续费及佣金收入	24,730	23,267	6.29
其他非息收入	13,762	14,232	(3.30)
营业收入	105,452	106,621	(1.10)
营业费用	(37,183)	(36,348)	2.30
拨备前营业利润	68,269	70,273	(2.85)
拨备费用	(8,261)	(8,436)	(2.07)
营业利润	60,008	61,837	(2.96)
营业税	(5,800)	(6,535)	(11.24)
非经营性收入	215	293	(26.64)
税前利润	54,423	55,596	(2.11)
所得税	(12,804)	(12,905)	(0.78)
净利润	41,619	42,690	(2.51)
少数股东损益	(1,804)	(1,739)	3.74
归属母公司净利润	39,815	40,951	(2.78)

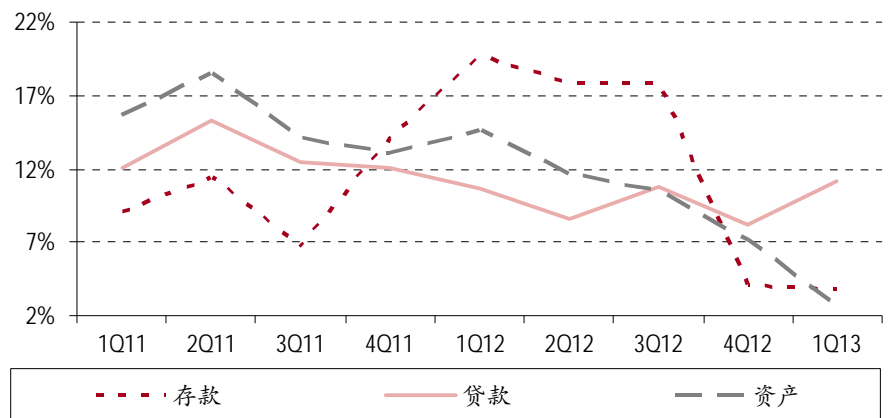
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 中国银行的净息差变动情况



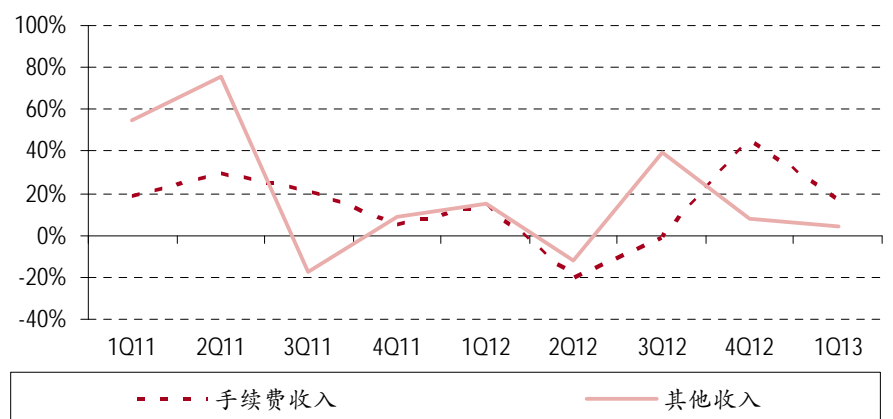
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 中国银行的存款，贷款和资产增长率



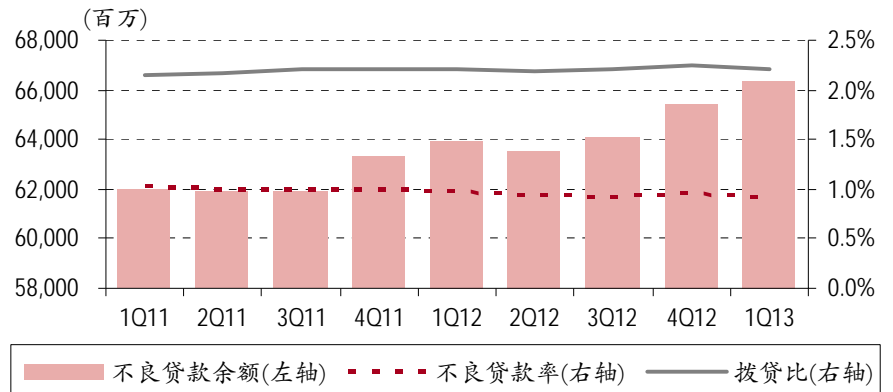
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 中国银行的手续费和其他收入增长率



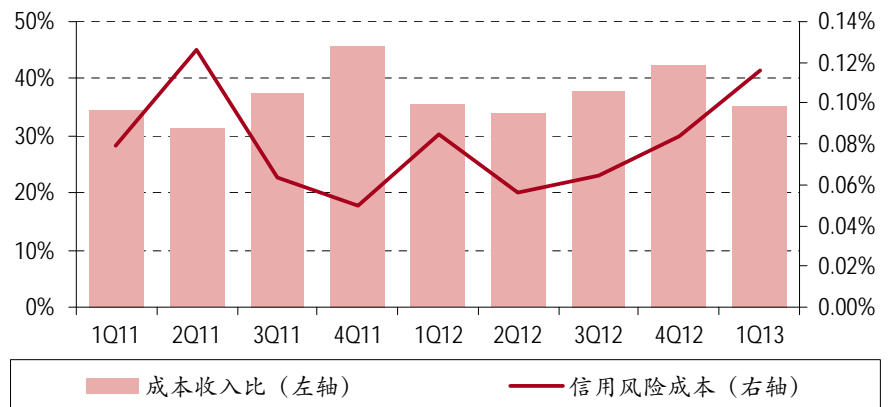
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 中国银行的不良贷款和拨备覆盖率



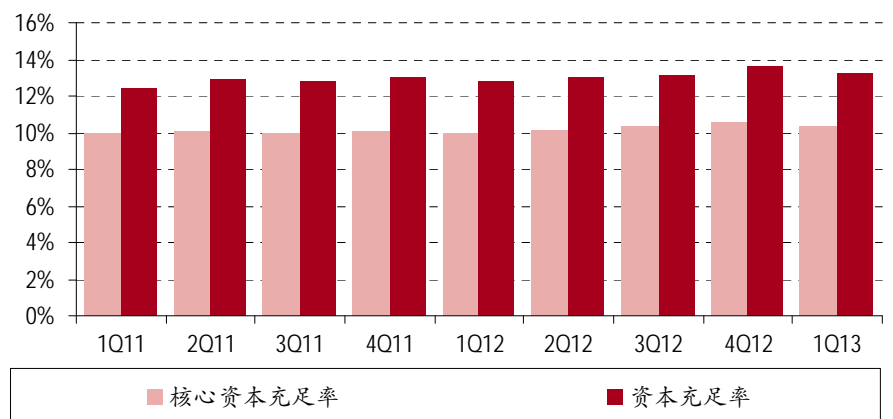
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 中国银行的信用风险成本和成本收入比



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 中国银行的资本充足率



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	228,064	256,964	269,117	281,330	294,612
净手续费及佣金收入	64,662	69,923	74,249	79,074	83,775
其他非息收入	35,572	39,289	41,436	44,180	47,069
营业收入	328,298	366,176	384,802	404,584	425,456
营业费用	(122,234)	(137,097)	(146,876)	(156,667)	(167,241)
拨备前经营利润	206,064	229,079	237,926	247,917	258,214
损失准备	(19,355)	(19,387)	(21,933)	(29,281)	(31,917)
营业利润	186,709	209,692	215,993	218,636	226,297
其他业务收入	516	613	1,172	1,289	1,418
营业税	(18,581)	(22,925)	(21,894)	(23,411)	(24,655)
税前利润	168,644	187,380	195,272	196,514	203,060
所得税	(38,142)	(41,858)	(43,870)	(44,039)	(45,522)
税后利润	130,502	145,522	151,401	152,475	157,538
少数股东损益	(6,226)	(6,090)	(6,956)	(7,303)	(7,668)
净利润	124,276	139,432	144,445	145,172	149,869
+/-%	19	12	4	1	3

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	168,644	187,380	195,272	196,514	203,060
非现金项目	(20,627)	(41,348)	53,133	46,681	50,356
其他变动	366	74,729	100	100	100
经营活动产生现金流	148,383	220,761	248,505	243,295	253,515
经营性资产的增减	104,299	81,103	(82,766)	425,946	492,252
营业活动产生现金流	252,682	301,864	165,739	669,241	745,767
投资及融资回报	36,841	(6,451)	(8,107)	(8,092)	(7,738)
其他项目	(38,142)	(37,940)	(39,488)	(39,639)	(40,974)
投资活动产生现金流	251,381	257,473	118,144	621,510	697,055
投资	55,774	(182,546)	(137,576)	(149,115)	(161,776)
自由现金流	307,155	74,927	(19,432)	472,395	535,279
收购活动	0	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	307,155	74,927	(19,437)	472,390	535,274
融资活动产生的净现金	(49,984)	(18,641)	(49,010)	(51,079)	(52,731)
汇兑损益	(9,174)	(1,371)	(1,371)	(1,371)	(1,371)
现金增/(减)	247,997	54,915	(69,817)	419,940	481,173

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	61,833	72,475	74,649	76,889	79,195
存放央行	3,067,148	3,084,695	3,443,564	3,963,929	4,544,553
存放同业	42,757	40,188	44,207	48,627	53,490
短期投资	6,342,814	6,864,696	7,418,541	8,016,882	8,663,696
总客户贷款	(139,676)	(154,656)	(174,507)	(199,566)	(225,825)
减: 拨备	2,000,759	2,210,524	2,337,609	2,476,232	2,627,517
证券投资	13,293	12,382	12,730	13,379	14,093
对联营企业投资	191,781	212,406	224,268	236,130	247,992
净固定资产	(53,547)	(62,082)	(75,747)	(91,462)	(109,534)
其他资产	302,627	399,987	421,951	446,068	472,551
总资产	11,829,789	12,680,615	13,727,265	14,987,109	16,367,729
负债及权益					
客户存款	8,817,961	9,173,995	9,809,282	10,600,447	11,455,707
同业存放	1,718,237	1,996,218	2,276,147	2,598,066	2,968,273
其他借款	196,626	233,178	234,384	230,928	206,248
总借款	10,732,824	11,403,391	12,319,813	13,429,441	14,630,227
其他负债	339,828	415,682	444,798	490,068	540,129
总负债	11,072,652	11,819,073	12,764,610	13,919,510	15,170,357
普通股	279,147	279,147	280,433	282,748	292,009
其他权益	444,767	545,530	641,879	740,856	857,535
股东权益	723,914	824,677	922,312	1,023,605	1,149,543
少数股权	33,223	36,865	40,343	43,994	47,829
股东总权益	757,137	861,542	962,655	1,067,599	1,197,372
总负债及权益	11,829,789	12,680,615	13,727,265	14,987,109	16,367,729

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	3.84	4.30	3.89	3.89	3.85
资金成本	1.83	2.25	1.89	1.99	2.05
利差	2.01	2.04	2.00	1.90	1.79
净息差	2.12	2.18	2.12	2.03	1.95
其他收入总收入	30.5	29.8	30.1	30.5	30.8
成本收入比	37.2	37.4	38.2	38.7	39.3
有效税率	22.6	22.3	22.5	22.4	22.4
增长					
贷款增长率	12.1	8.2	8.1	8.1	8.1
存款增长率	14.0	4.0	6.9	8.1	8.1
资产增长率	13.1	7.2	8.3	9.2	9.2
可持续增长率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
流动性					
贷存比	71.9	74.8	75.6	75.6	75.6
贷款/付息资金	70.4	73.0	73.9	74.0	74.3
贷款总资产	53.6	54.1	54.0	53.5	52.9
核心负债/总负债	65.6	63.9	63.4	62.7	62.0
资产质量					
不良贷款率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4
一般拨备率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
专项准备覆盖率	220.7	236.3	213.1	198.7	187.4
总拨备覆盖率	2.2	2.3	2.4	2.5	2.6
信用风险成本	57.3	58.9	61.6	62.3	56.1
关注类贷款比例	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
拨备贷款比	3.0	3.0	5.6	6.5	7.3
资本充足率					
权益资产比率	6.4	6.8	7.0	7.1	7.3
盈余资本	1.5	2.1	1.5	1.3	1.2
总资本充足率	10.1	10.5	10.0	10.0	10.2
核心资本充足率	13.0	13.6	13.0	12.8	12.7
回报率					
资产收益率	1.12	1.14	1.09	1.01	0.96
净资产收益率	18.2	18.0	16.5	14.9	13.8
已运用资本收益率	18.2	18.0	16.5	14.9	13.8
结构性已运用资本收益率	17.2	17.4	16.0	14.2	13.3

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；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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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