

2013年11月14日

中国银行 (601988.SH)

基本面有所改善

■ **息差预计明年有望保持稳中略升：**历史上存款基础较薄弱成本高，这也成为息差改善的主要切入点。去年2季度压缩高成本负债以来，境内人民币息差显著回升。表内结构性理财产品2011年中期末有4300多亿，到今年3季末压降至1060亿。人民币贷款定价今年以来排在大行前列。3季度由于吸收了部分高成本存款使息差环比略降但不构成趋势。境内外币息差0.95%-0.98%基本谷底，量化宽松退出预期下，境外外币息差3季度环比上升10bp，预计未来仍有上升空间。

■ **考核调整激发分行积极性：**去年4季度以来分行考核指标做了简化，主要是贷存比、息差、非息、费用、资产质量、利润等较简单明确的指标。存款日均考核，假如月末时点之后一周内流失要扣分，这增强了存款稳定性。前三季人民币存款增长在大行里排前列并主要是核心存款的增长。不考虑表内理财前三季日均存款同比增长14.66%。

■ **中间业务快速增长，预计明年仍有望保持稳定增长：**前三季手续费净收入同比增速30%以上，高于同业水平。投行相关顾问咨询收入高速增长；保险、航空租赁相关收入增速在30%以上，贡献较大；代理业务收入前三季增速超过50%（得益于理财表内转表外）；银行卡业务收入增速20%以上；信用卡发卡量、收单量也是双位数增长；清算清算业务收入增速今年趋缓但也在两位数；保理、国际结算、现金管理和国际贸易相关度大增速偏慢；信用承诺增速和贷款增速有关。

■ **资产质量平稳：**江浙一带风险高点已过，福建、广东有部分风险但还是钢贸造船相关。

■ **中银信贷工厂模式推广良好：**网络通宝、义务通宝等产品值得关注。

■ **投资建议：**中行基本面有所改善，息差变化好于同业、中间业务高速增长，我们预计2013年净利润增速12.5%，调高评级至“增持-A”，6个月目标价3.2元，目前股价对应2013年PE、PB分别4.76、0.81倍。

■ **风险提示：**经济增速大幅下滑、利率市场化进程加速。

单位	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EPS	0.47	0.52	0.59	0.65	0.73
PPOP	0.67	0.74	0.85	0.96	1.07
BVPS	2.71	3.09	3.44	3.95	4.52
DPS	0.16	0.18	0.20	0.22	0.24
PE	5.98	5.35	4.76	4.29	3.83
PPPOP	4.15	3.77	3.29	2.92	2.60
PB	1.03	0.90	0.81	0.71	0.62

盈利和估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
股息收益率	5.56	6.27	7.05	7.83	8.78
ROE	17.24	16.89	17.03	16.43	16.12
ROA	1.10	1.15	1.15	1.15	1.18
RORWA	1.96	2.01	2.02	2.01	2.07

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行III

投资评级

增持-A

调高评级

6个月目标价

3.20元

股价(2013-11-14)

2.79元

交易数据

总市值(百万元)	778,824.26
流通市值(百万元)	545,518.11
总股本(百万股)	279,148.48
流通股本(百万股)	195,526.21
12个月价格区间	2.54/3.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	5.39	5.62	-5.07
绝对收益	-1.41	3.72	-1.41

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003

xumm@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

精简增效	2013-08-30
资产质量好于预期	2013-05-01
存款结构优化推动息差逐季提高	2013-03-27

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	290,654	327,256	367,399
利息收入	413,102	506,528	523,920	592,801	661,651
利息支出	-185,038	-249,564	-233,266	-265,545	-294,252
净手续费及佣金收入	64,662	69,923	88,802	109,227	129,980
手续费及佣金收入	70,018	75,198	95,501	117,467	139,785
手续费及佣金支出	-5,356	-5,275	-6,699	-8,240	-9,806
其它净收入	22,260	19,166	13,760	11,100	13,200
营业总收入	314,986	346,053	393,216	447,583	510,579
营业税费	-18,581	-22,925	-24,773	-28,645	-32,677
经营费用	-108,511	-116,436	-131,727	-152,178	-178,703
拨备前利润	187,894	206,692	236,716	266,759	299,199
资产减值准备	-19,355	-19,387	-24,602	-32,763	-36,035
税前利润	168,644	187,380	212,344	234,307	263,554
所得税	38,325	41,858	48,839	52,953	60,354
净利润	130,319	145,522	163,505	181,353	203,200
可供母公司分配净利润	124,182	139,432	156,806	173,984	195,094

资产负债表

(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	6,203,138	6,710,040	7,393,890	8,068,764	8,764,113
证券投资	2,000,759	2,210,524	2,985,994	3,797,065	4,296,134
其他生息资产	3,128,981	3,157,170	3,128,184	3,322,432	3,436,907
其他资产	497,188	602,881	710,951	632,844	687,381
资产总额	11,830,066	12,680,615	14,219,020	15,821,106	17,184,535
客户存款	8,817,961	9,173,995	10,061,848	11,054,542	12,108,755
应付债券	169,902	199,133	196,206	198,982	217,958
其他计息负债	1,720,343	1,996,218	2,213,607	2,542,545	2,663,926
其他负债	365,966	449,727	787,000	921,449	933,367
负债总额	11,074,172	11,819,073	13,258,660	14,717,518	15,924,006
股东权益	723,187	824,677	956,560	1,099,588	1,256,329
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	14,219,020	15,821,106	17,184,535

YOY

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
客户贷款	12.0	8.2	10.2	9.1	8.6
证券投资	-2.7	10.5	35.1	27.2	13.1
生息资产	13.1	6.6	11.8	12.4	8.6
总资产	13.1	7.2	12.1	11.3	8.6
客户存款	14.0	4.0	9.7	9.9	9.5
计息负债	13.1	6.2	9.7	10.6	8.7
净利息收入	17.6	12.7	13.1	12.6	12.3
净手续费及佣金收入	18.7	8.1	27.0	23.0	19.0
营业收入增速	19.3	9.9	13.6	13.8	14.1
拨备前利润增速	21.1	10.0	14.5	12.7	12.2
税前利润增速	18.6	11.1	13.3	10.3	12.5
归属母公司利润增速	18.9	12.3	12.5	11.0	12.1

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	2.16	2.18	2.23
非利息收入	0.78	0.73	0.76	0.80	0.87
营业收入	2.83	2.82	2.92	2.98	3.09
营业税费	0.17	0.19	0.18	0.19	0.20
经营费用	0.97	0.95	0.98	1.01	1.08
计提准备金前的营业利润	1.69	1.69	1.76	1.78	1.81
准备金	0.17	0.16	0.18	0.22	0.22
税前利润	1.51	1.53	1.58	1.56	1.60
所得税	-0.34	-0.34	-0.36	-0.35	-0.37
税后利润	1.17	1.19	1.22	1.21	1.23
ROAA	1.17	1.19	1.22	1.21	1.23
平均权益乘数	6.49	6.73	7.11	7.32	7.61
ROAE	18.20	17.99	17.95	17.57	17.19

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	73.5	73.0	72.4
贷款/存款—期初	71.6	70.3	73.1	73.5	73.0
贷存比(不含贴现)	70.8	73.0	73.4	73.1	72.6

资产质量

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
不良贷款率	1.00	0.95	1.00	1.06	1.15
拨备覆盖率	220.7	236.3	230.0	230.0	225.0
拨备/贷款	2.2	2.3	2.3	2.4	2.6

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	11.24	11.54	12.08
资本充足率	12.97	13.63	13.83	14.01	14.50

经营效率

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入/营业收入	72.40	74.26	73.92	73.12	71.96
手续费和佣金收入/营业	20.53	20.21	22.58	24.40	25.46
非利息收入/营业收入	27.60	25.74	26.08	26.88	28.04
经营费用/营业收入	34.45	33.65	33.50	34.00	35.00
经营费用/平均资产	0.97	0.95	0.98	1.01	1.08

盈利能力

(%)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
生息率	3.87	4.33	4.10	4.13	4.18
付息率	1.83	2.26	1.96	2.02	2.04
利差	2.04	2.07	2.14	2.11	2.13
NIM	2.14	2.20	2.27	2.28	2.32
成本收入比	34.4	33.6	33.5	34.0	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	0.4	0.4
所得税率	22.7	22.3	23.0	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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@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
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@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

