

2014年04月27日

中国银行 (601988.SH)

规模高速增长促季报超预期

■**外币贷款多增、同业业务规模扩张促业绩超预期**：一季度公司实现归属母公司净利润 453.63 亿元，同比增长 13.88%，拨备前利润同比增长 21.2%，ROE 达 19.14%。一季度利息收入和非息收入增速相当，非息占比 36.3%，领先同业。首季度业绩表现较好主要是贷款规模增长明显高于过去两年同期、同业业务增加偏多同时成本收入比下降。存贷款、资产分别比年初增长 9.1%、7.2%、8.9%。贷款的高增长主要来自外币，内地人民币贷款增长 3.76%较为稳定。

■**资产结构：买入返售业务翻倍，外币证券投资比年初明显缩减**：证券投资比上年末降低 0.61%。其中，人民币证券投资增长 1.72%而外币证券投资降低 8.30%。同业方面，买入返售业务比年初翻倍，增量高达 3623 亿元。同业业务增量高使得息差环比下降。

■**机构扁平化成效显著**：一季度成本收入比较去年同期下降 1.73 个百分点至 24.86%，使得拨备前利润增速高出营收增速接近 5 个百分点。公司自 2013 年以来在精简增效方面的努力成效显著。

■**不良额增加较多但拨备力度同步**：季末不良率较年初上升 2bp，不良贷款余额增加 70 亿元，拨备覆盖率 226.83%，与年初变化不大。公司在不良释放的过程中拨备计提力度相当，当季信用成本 78bp，明显高于去年同期。

■**投资建议**：中行自 2013 年以来的精简增效、以及受益于海外经济复苏带来的外币业务盈利提升使得基本面持续改善。目前股价对应的 2014 年 PE 和 PB 分别为 4.1 和 0.66 倍，对应的 2014 年股息收益率为 8.17%，极具配置价值，维持“增持-A”投资评级。

■**风险提示**：经济增速大幅下滑。

单位	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	0.52	0.59	0.63	0.70	0.80
PPOP	0.74	0.84	0.94	1.04	1.15
BVPS	3.09	3.44	3.95	4.50	5.11
DPS	0.18	0.20	0.21	0.24	0.27
PE	4.99	4.44	4.10	3.69	3.26
PPPOP	3.51	3.08	2.75	2.50	2.25
PB	0.84	0.76	0.66	0.58	0.51

盈利和估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股息收益率	6.73	7.54	8.17	9.07	10.29
ROE	16.89	17.03	16.07	15.65	15.62
ROA	1.15	1.18	1.17	1.17	1.22
RORWA	2.01	1.74	1.72	1.73	1.79

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

维持评级

6 个月目标价

3.00 元

股价 (2014-04-25)

2.61 元

交易数据

总市值 (百万元)	726,347.84
流通市值 (百万元)	508,929.92
总股本 (百万股)	279,364.55
流通股本 (百万股)	195,742.28
12 个月价格区间	2.45/2.98 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.72	6.88	1.89
绝对收益	2.36	4.42	-10.34

许敏敏

分析师

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

相关报告

结构调整助推息差上升，海	2014-03-27
外业务优势显现	
基本面有所改善	2013-11-17
精简增效	2013-08-30

更新时间：2014-04-24

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)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	256,964	283,585	311,676	347,964	385,147
利息收入	506,528	518,995	580,112	641,629	705,326
利息支出	-249,564	-235,410	-268,436	-293,665	-320,179
净手续费及佣金收入	69,923	82,092	95,227	109,511	124,842
手续费及佣金收入	75,198	88,585	102,759	118,172	134,717
手续费及佣金支出	-5,275	-6,493	-7,532	-8,662	-9,874
其它净收入	19,166	18,736	22,600	22,900	22,100
营业总收入	346,053	384,413	429,503	480,375	532,089
营业税费	-22,925	-23,965	-27,059	-30,744	-34,054
经营费用	-116,436	-124,747	-138,729	-158,524	-175,589
拨备前利润	206,692	235,701	263,715	291,107	322,446
资产减值准备	-19,387	-23,510	-35,111	-36,397	-34,477
税前利润	187,380	212,777	228,914	255,100	288,439
所得税	41,927	49,036	51,735	58,418	65,572
净利润	145,522	163,741	177,179	196,682	222,867
可供母公司分配净利润	139,432	156,911	170,008	188,794	214,189

资产负债表

(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	6,710,040	7,439,742	8,201,690	8,989,456	9,807,726
证券投资	2,210,524	2,256,470	2,430,130	2,762,123	3,116,474
其他生息资产	3,157,170	3,494,634	3,797,079	4,151,555	4,509,721
其他资产	602,881	683,453	759,416	837,007	898,278
资产总额	12,680,615	13,874,299	15,188,314	16,740,141	18,332,198
客户存款	9,173,995	10,097,786	11,108,023	12,173,712	13,205,007
应付债券	199,133	224,704	244,377	279,995	277,305
其他计息负债	1,996,218	2,099,509	2,221,605	2,313,005	2,112,801
其他负债	449,727	490,823	511,684	716,889	1,310,097
负债总额	11,819,073	12,912,822	14,085,688	15,483,601	16,905,211
股东权益	824,677	923,944	1,064,627	1,217,540	1,386,986
股本	279,147	279,365	279,365	279,365	279,365
负债和权益合计	12,680,615	13,874,327	15,188,314	16,740,141	18,332,198

YOY

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	8.2	10.9	10.2	9.6	9.1
证券投资	10.5	2.1	7.7	13.7	12.8
生息资产	6.6	9.2	9.4	10.2	9.6
总资产	7.2	9.4	9.5	10.2	9.5
客户存款	4.0	10.1	10.0	9.6	8.5
计息负债	6.2	9.3	9.3	8.8	5.6
净利息收入	12.7	10.4	9.9	11.6	10.7
净手续费及佣金收入	8.1	17.4	16.0	15.0	14.0
营业收入增速	9.9	11.1	11.7	11.8	10.8
拨备前利润增速	10.0	14.0	11.9	10.4	10.8
税前利润增速	11.1	13.6	7.6	11.4	13.1
归属母公司利润增速	12.3	12.5	8.3	11.0	13.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

ROA Dupont

(% of AVG Assets)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	2.10	2.14	2.14	2.18	2.20
非利息收入	0.73	0.76	0.81	0.83	0.84
营业收入	2.82	2.90	2.96	3.01	3.03
营业税费	0.19	0.18	0.19	0.19	0.19
经营费用	0.95	0.94	0.95	0.99	1.00
计提准备金前的营业利润	1.69	1.78	1.81	1.82	1.84
准备金	0.16	0.18	0.24	0.23	0.20
税前利润	1.53	1.60	1.58	1.60	1.64
所得税	-0.34	-0.37	-0.36	-0.37	-0.37
税后利润	1.19	1.23	1.22	1.23	1.27
ROAA	1.19	1.23	1.22	1.23	1.27
平均权益乘数	6.73	6.96	7.33	7.63	7.91
ROAE	17.99	17.96	17.17	16.67	16.61

流动性

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款/资产总额—期末	52.9	53.6	54.0	53.7	53.5
贷款/资产总额—平均	52.4	52.9	53.6	54.0	53.7
贷款/存款—期末	73.1	73.7	73.8	73.8	74.3
贷款/存款—期初	70.3	73.1	73.7	73.8	73.8
贷存比(不含贴现)	73.0	74.1	74.3	74.4	75.0

资产质量

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
不良贷款率	0.95	0.96	0.97	1.01	1.06
拨备覆盖率	236.3	229.4	235.0	235.0	230.0
拨备/贷款	2.3	2.2	2.3	2.4	2.4

资本充足率

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
加权风险资产占比	57.20	67.89	68.00	68.00	68.00
核心资本充足率	10.96	9.70	10.02	10.30	10.63
资本充足率	13.63	12.46	12.72	12.89	13.13

经营效率

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入/营业收入	74.26	73.77	72.57	72.44	72.38
手续费和佣金收入/营业	20.21	21.36	22.17	22.80	23.46
非利息收入/营业收入	25.74	26.23	27.43	27.56	27.62
经营费用/营业收入	33.65	32.45	32.30	33.00	33.00
经营费用/平均资产	0.95	0.94	0.95	0.99	1.00

盈利能力

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生息率	4.33	4.11	4.20	4.23	4.23
付息率	2.26	1.98	2.07	2.07	2.11
利差	2.07	2.13	2.14	2.16	2.12
NIM	2.20	2.24	2.26	2.29	2.31
成本收入比	33.6	32.5	32.3	33.0	33.0
营业收入税率	6.6	6.2	6.3	6.4	6.4
信用成本	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
所得税率	22.4	23.0	22.6	22.9	22.7
股利分配率	35.0	34.9	34.9	34.9	34.9

■ 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	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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

