

沪港通股票

# 中国银行 A

## 上调至“买入”评级，放入最看好公司

### 海外业务崛起支撑盈利增长及估值修复

我们将中国银行放入最看好的公司，主要基于：随着中国主导的海外基建项目扩张，海外人民币贷款需求将大幅上升，我们看好中国银行将成为中国海外业务扩张的主要受益者（包括贷款、结算、贸易金融等）。我们认为此结构性机会将有利于公司 PB 折价缩窄，估值或将提升至国有大行平均水平。

### 跨境人民币业务领先同业，优先股顺利发行

公司在跨境人民币业务方面拥有领先优势，根据公司网站披露，前三季度中银集团共办理跨境人民币清算业务 173 万亿，同比增长 92%，市场份额全球第一。另外，近期香港中央结算有限公司选定中国银行为“沪港通”独家结算银行。14 年 10 月，公司发行 400 亿元境外优先股，成为第一家发行优先股的上市银行。同时公司计划在境内共发行 600 亿优先股，其中 11 月下旬已发行 320 亿。

### 受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 7bps；我们相应调整公司 14/15/16 年 EPS 预测至 0.56/0.58/0.64 元（原 0.60/0.55/0.61 元）。

### 估值：上调目标价至 4.21 元，上调至“买入”评级

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 11%，略低于行业平均。考虑其 15 年基本面趋势好于同业，我们给予其 2015 年行业平均 PBO.94X，得到目标价 4.21 元，对应 15 年 PE 为 7.3X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 0.75X/5.84X 倍。我们认为其海外业务扩张将支撑盈利增长，目前公司估值处于较低水平，上调公司评级至“买入”（原为“中性”）。

### Equities

中国	
银行业（除储贷业务）	
12 个月评级	<b>买入</b>
	之前：中性
12 个月目标价	<b>Rmb4.21</b>
	之前：Rmb2.75
股价	<b>Rmb3.39</b>
路透代码：601988.SS 彭博代码 601988 CH	
<b>交易数据和主要指标</b>	
52 周股价波动范围	Rmb3.69-2.45
市值	Rmb932 十亿/US\$151 十亿
已发行股本	195,525 百万 (ORDA)
流通股比例	10%
日均成交量(千股)	447,093
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,484.5
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1,107 十亿
市净率 (12/14E)	0.9x
一级资本充足率	10%
<b>每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)</b>	
	从 到 %市场预测
12/14E	0.60 0.56 -5.31 0.60
12/15E	0.55 0.58 5.11 0.64
12/16E	0.61 0.64 4.59 0.69

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	320,720	366,176	407,509	457,945	500,170	552,841	627,801	729,895
税前利润	168,644	187,673	212,777	223,480	239,400	262,990	302,880	354,419
净利润 (本地 GAAP)	124,276	139,656	156,911	166,026	178,005	195,910	226,430	265,958
净利润 (UBS)	124,276	139,656	156,911	166,026	178,005	195,910	226,430	265,958
一级资本充足率%	10.1	10.5	9.7	10.2	10.1	10.2	10.3	10.1
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.43	0.48	0.54	0.56	0.58	0.64	0.74	0.86
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	18.2	18.0	17.9	16.3	15.1	14.8	15.4	16.2
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.8	4.1	3.5	3.7	3.3	3.0	2.7	2.3
市净率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.3	6.0	5.3	6.0	5.8	5.3	4.6	3.9
净股息收益率(%)	5.0	6.1	6.9	6.1	6.6	7.2	8.4	9.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 56 分的股价(Rmb3.39)得出。

# 投资主题

## 中国银行 A

### 投资理由

我们将中国银行放入最看好的公司，主要基于：1) 随着中国主导的海外基建项目扩张，海外人民币贷款需求将大幅上升，我们看好中国银行将成为中国海外业务扩张的主要受益者。2) 公司海外业务有传统优势，较大比例业务已实现市场化，应对利率市场化冲击方面拥有较多经验。我们对公司 15 年盈利预测与市场一致预期基本持平。目标价基于 PB/ROE 估值。目前估值低于国有大行平均，处历史较低水平。我们认为公司业务的结构性的机会有利于公司 PB 折价缩窄，估值或将提升至国有大行平均水平，给予“买入”评级

### 乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 4.94 元。

### 悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 3.59 元。

### 近期催化剂

正面：海外经济回暖带来公司原有国际业务盈利提升或好于预期；

正面：人民币海外业务崛起，带动公司海外业务增长超出预期；

负面：经济下行带来资产质量恶化可能超出预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb4.21

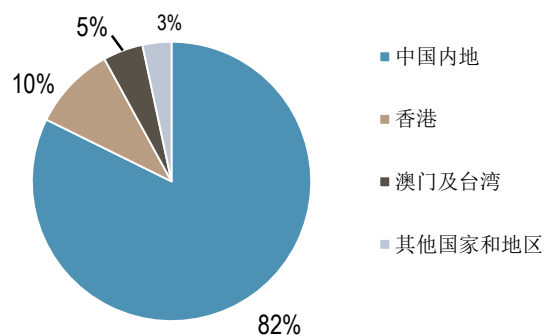
### 公司简介

中国银行最早成立于 1912 年 2 月，总部位于北京。中国银行至今保持较高的国际化程度，在中国内地、香港澳门台湾及几十个国家和地区为客户提供全面的金融服务。2006 年 6 月、7 月，公司先后在香港联交所和上海证券交易所成功挂牌上市，成为国内首家在境内外资本市场上发行上市的商业银行。

### 行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于中国银行，我们关注其业务结构优势，以及拨贷比及存贷比指标对于业绩增长的影响。

### 收入按地区分布, 2013 (%)



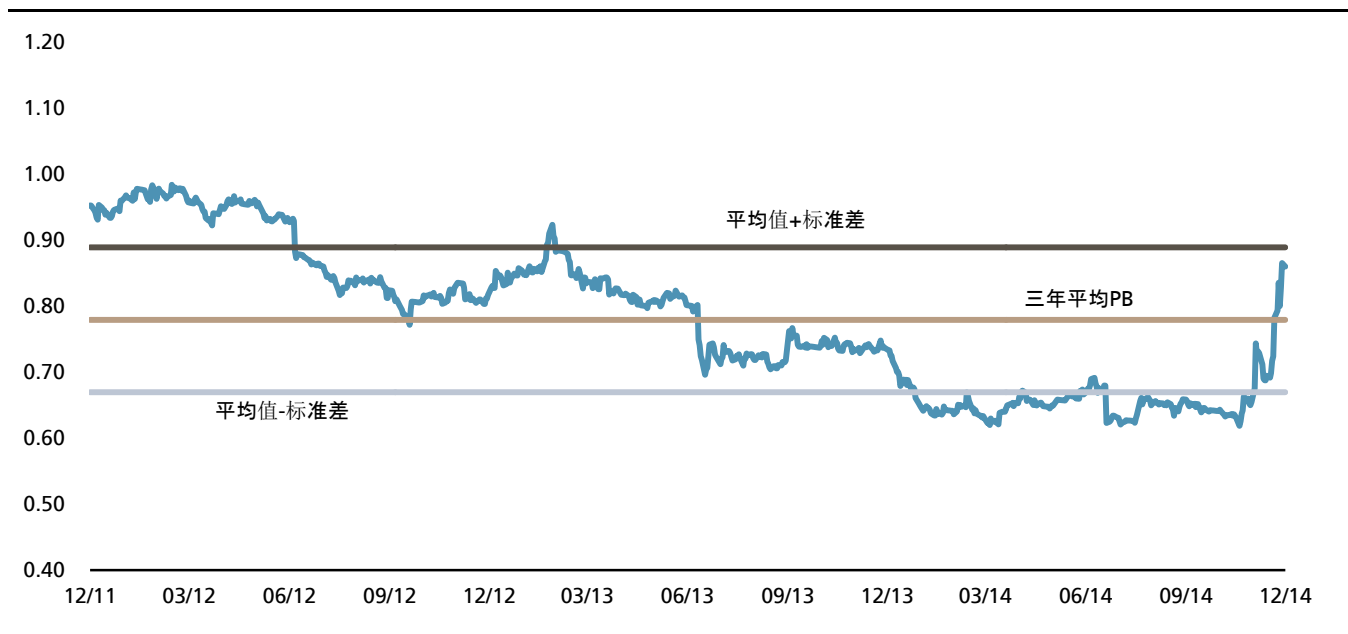
来源：公司数据

### 盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	366,176	407,509	457,945	500,170	552,841
净利息收入	256,964	283,585	317,699	339,520	365,191
非利息收入	109,212	123,924	140,246	160,650	187,650
营业费用	159,729	172,314	185,468	200,068	215,608
拨备前利润	206,447	235,195	272,477	300,102	337,233
税前利润	187,673	212,777	223,480	239,400	262,990
净利润	139,656	156,911	166,026	178,005	195,910
每股盈利 (元)	0.48	0.54	0.56	0.58	0.64
每股净资产 (元)	2.96	3.31	3.96	4.49	4.97
每股股利 (元)	0.17	0.20	0.21	0.22	0.25

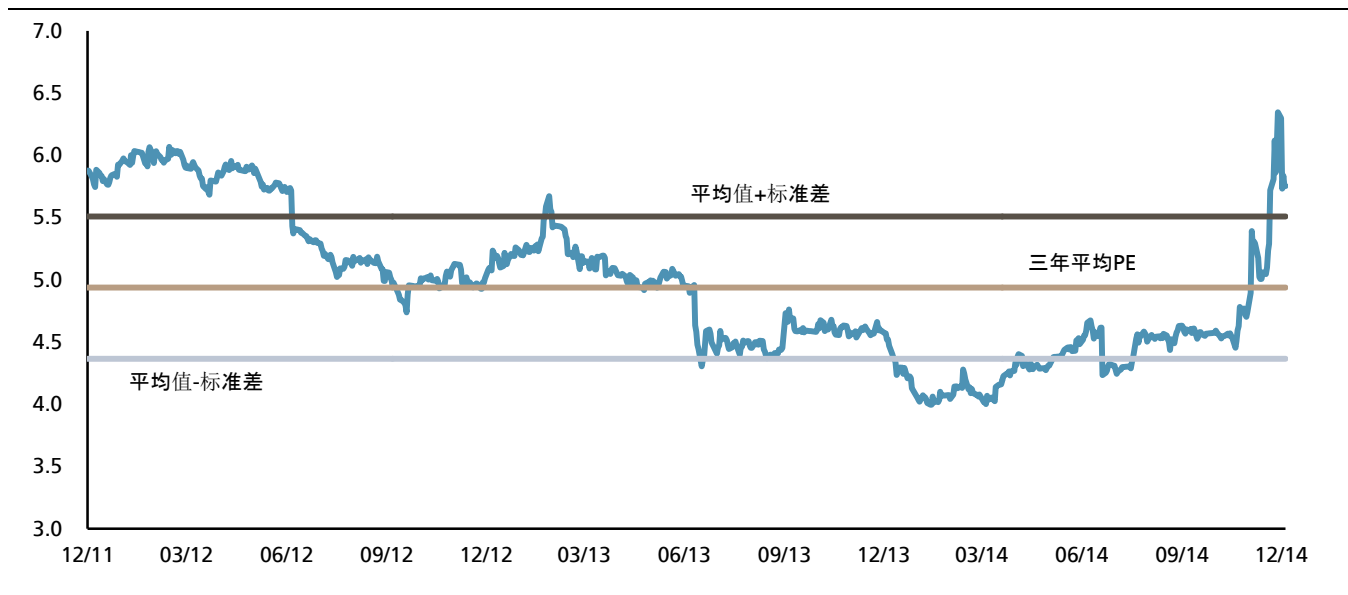
数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 26: 中国银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 27: 中国银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

## 中国银行 A (601988.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	228,064	256,964	283,585	317,699	12.0	339,520	6.9	365,191	407,707	471,177
非利息收入总额	92,656	109,212	123,924	140,246	13.2	160,650	14.5	187,650	220,094	258,718
<b>总盈利</b>	<b>320,720</b>	<b>366,176</b>	<b>407,509</b>	<b>457,945</b>	<b>12.4</b>	<b>500,170</b>	<b>9.2</b>	<b>552,841</b>	<b>627,801</b>	<b>729,895</b>
现金支出总额	(120,980)	(147,440)	(158,716)	(171,190)	-7.9	(184,933)	-8.0	(199,717)	(228,156)	(267,139)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>199,740</b>	<b>218,736</b>	<b>248,793</b>	<b>286,755</b>	<b>15.3</b>	<b>315,236</b>	<b>9.9</b>	<b>353,124</b>	<b>399,644</b>	<b>462,756</b>
折旧和摊销(除商誉)	(12,257)	(12,289)	(13,598)	(14,278)	-5.0	(15,135)	-6.0	(15,891)	(16,686)	(17,520)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>187,483</b>	<b>206,447</b>	<b>235,195</b>	<b>272,477</b>	<b>15.9</b>	<b>300,102</b>	<b>10.1</b>	<b>337,233</b>	<b>382,958</b>	<b>445,236</b>
总拨备	(19,355)	(19,387)	(23,510)	(50,307)	-114.0	(62,274)	-23.8	(76,130)	(82,343)	(93,534)
<b>拨备后营业利润</b>	<b>168,128</b>	<b>187,060</b>	<b>211,685</b>	<b>222,170</b>	<b>5.0</b>	<b>237,827</b>	<b>7.0</b>	<b>261,103</b>	<b>300,615</b>	<b>351,702</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	516	613	1,092	1,310	20.0	1,572	20.0	1,887	2,264	2,717
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润 (UBS)</b>	<b>168,644</b>	<b>187,673</b>	<b>212,777</b>	<b>223,480</b>	<b>5.0</b>	<b>239,400</b>	<b>7.1</b>	<b>262,990</b>	<b>302,880</b>	<b>354,419</b>
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税后利润</b>	<b>168,644</b>	<b>187,673</b>	<b>212,777</b>	<b>223,480</b>	<b>5.0</b>	<b>239,400</b>	<b>7.1</b>	<b>262,990</b>	<b>302,880</b>	<b>354,419</b>
税项	(38,142)	(41,927)	(49,036)	(50,283)	-2.5	(53,865)	-7.1	(59,173)	(68,148)	(79,744)
<b>税后利润</b>	<b>130,502</b>	<b>145,746</b>	<b>163,741</b>	<b>173,197</b>	<b>5.8</b>	<b>185,535</b>	<b>7.1</b>	<b>203,817</b>	<b>234,732</b>	<b>274,675</b>
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(6,226)	(6,090)	(6,830)	(7,171)	-5.0	(7,530)	-5.0	(7,907)	(8,302)	(8,717)
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>124,276</b>	<b>139,656</b>	<b>156,911</b>	<b>166,026</b>	<b>5.8</b>	<b>178,005</b>	<b>7.2</b>	<b>195,910</b>	<b>226,430</b>	<b>265,958</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>124,276</b>	<b>139,656</b>	<b>156,911</b>	<b>166,026</b>	<b>5.8</b>	<b>178,005</b>	<b>7.2</b>	<b>195,910</b>	<b>226,430</b>	<b>265,958</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>124,276</b>	<b>139,656</b>	<b>156,911</b>	<b>166,026</b>	<b>5.8</b>	<b>178,005</b>	<b>7.2</b>	<b>195,910</b>	<b>226,430</b>	<b>265,958</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.45	0.50	0.56	0.59	5.7	0.64	7.2	0.70	0.81	0.95
每股收益(UBS 稀释后)	0.43	0.48	0.54	0.56	5.2	0.58	3.4	0.64	0.74	0.86
拨备前营业利润(稀释后)	0.65	0.71	0.80	0.92	14.8	1.01	9.7	1.13	1.28	1.47
每股股息净值	0.16	0.17	0.20	0.21	6.0	0.22	7.2	0.25	0.28	0.33
每股账面价值	2.59	2.96	3.31	3.96	19.7	4.49	13.4	4.97	5.54	6.20
每股账面价值(UBS)	2.59	2.96	3.31	3.96	19.7	4.49	13.4	4.97	5.54	6.20
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
银行资产(年底)	11,829,789	12,680,615	13,874,299	15,276,467	10.1	16,743,660	9.6	18,352,483	20,311,755	22,699,762
银行资产(平均)	11,144,827	12,255,202	13,277,457	14,575,383	9.8	16,010,063	9.8	17,548,072	19,332,119	21,505,758
总资产(年底)	11,829,789	12,680,615	13,874,299	15,276,467	10.1	16,743,660	9.6	18,352,483	20,311,755	22,699,762
风险加权资产(RWA)(年底)	6,656,034	7,253,230	9,418,726	9,964,552	5.8	11,026,768	10.7	12,261,989	13,811,615	16,037,103
风险加权资产(RWA)(平均)	6,271,602	6,954,632	8,335,978	9,691,639	16.3	10,495,660	8.3	11,644,379	13,036,802	14,924,359
客户贷款	6,203,138	6,710,040	7,439,742	8,295,742	11.5	9,030,694	8.9	9,884,592	11,140,098	13,000,158
客户贷款(平均)	5,870,452	6,456,589	7,074,891	7,867,742	11.2	8,663,218	10.1	9,457,643	10,512,345	12,070,128
生息资产(平均)	10,743,572	11,966,813	12,637,686	14,096,291	11.5	15,535,222	10.2	17,054,343	18,934,324	21,445,203
客户存款	8,817,961	9,173,995	10,097,786	11,107,565	10.0	12,218,321	10.0	13,440,153	14,918,570	16,708,798
普通股权益(年底)	723,914	824,901	924,140	1,107,116	19.8	1,255,012	13.4	1,388,620	1,546,482	1,733,189
普通股权益(平均)	684,040	774,408	874,521	1,015,628	16.1	1,181,064	16.3	1,321,816	1,467,551	1,639,835
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	757,137	861,766	961,701	1,145,695	19.1	1,293,591	12.9	1,427,199	1,585,061	1,773,612
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	716,644	809,452	911,734	1,053,698	15.6	1,219,643	15.7	1,360,395	1,506,130	1,679,336
有形资产净值	757,137	861,766	961,701	1,145,695	19.1	1,293,591	12.9	1,427,199	1,585,061	1,773,612
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
贷款/银行资产(年底)	52.4	52.9	53.6	54.3	1.3	53.9	-0.7	53.9	54.8	57.3
存款/银行资产(年底)	74.5	72.3	72.8	72.7	-0.1	73.0	0.4	73.2	73.4	73.6
存贷比	70.3	73.1	73.7	74.7	1.4	73.9	-1.0	73.5	74.7	77.8
股东资金总额/银行资产(年底)	6.4	6.8	6.9	7.5	8.2	7.7	3.0	7.8	7.8	7.8

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 中国银行 A (601988.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
一级资本	671,244	764,261	912,948	1,013,134	1,109,222	1,249,098	1,417,641	1,620,027
总资本	864,271	988,658	1,173,347	1,412,109	1,596,770	1,738,455	1,908,450	2,115,266
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,656,034	7,253,230	9,418,726	9,964,552	11,026,768	12,261,989	13,811,615	16,037,103
核心资本(一级资本)充足率%	10.1	10.5	9.7	10.2	10.1	10.2	10.3	10.1
一级资本充足率%	10.1	10.5	9.7	10.2	10.1	10.2	10.3	10.1
总资本充足率%	13.0	13.6	12.5	14.2	14.5	14.2	13.8	13.2
有形权益	723,914	824,901	924,140	1,107,116	1,255,012	1,388,620	1,546,482	1,733,189
权益对资产比率%	6.1	6.5	6.7	7.2	7.5	7.6	7.6	7.6
有形权益对有形资产比率%	6.1	6.5	6.7	7.2	7.5	7.6	7.6	7.6
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
不良资产	63,274	65,448	73,271	93,359	118,788	145,110	166,277	185,994
风险准备金总额	139,676	154,656	168,049	205,129	246,661	300,416	358,322	424,765
不良贷款率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4	1.4
拨备覆盖率	220.7	236.3	229.4	219.7	207.6	207.0	215.5	228.4
拨备: 平均贷款余额	0.3	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
不良资产净值与股东资金比率	(10.1)	(10.4)	(9.9)	(9.8)	(9.9)	(10.9)	(12.1)	(13.5)
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	2.05	2.10	2.14	2.18	2.12	2.08	2.11	2.19
拨备与营业利润比率	10.3	9.4	10.0	18.5	20.8	22.6	21.5	21.0
股东权益回报率(UBS 盈利)	18.2	18.0	17.9	16.3	15.1	14.8	15.4	16.2
经调整的资产收益率	18.2	18.0	17.9	16.3	15.1	14.8	15.4	16.2
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	2.08	2.10	1.96	1.79	1.77	1.75	1.80	1.84
资产收益率	1.17	1.19	1.23	1.19	1.16	1.16	1.21	1.28
<b>生产率</b>								
成本收入比	41.5	43.6	42.3	40.5	40.0	39.0	39.0	39.0
成本与平均资产比率	1.20	1.30	1.30	1.27	1.25	1.23	1.27	1.32
薪酬费用比	24.5	24.4	23.6	22.3	22.0	21.3	21.3	21.3
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	19.9	14.2	11.3	12.4	9.2	10.5	13.6	16.3
拨备前营业利润	21.7	10.1	13.9	15.9	10.1	12.4	13.6	16.3
净利润(UBS)	19.0	12.4	12.4	5.8	7.2	10.1	15.6	17.5
每股股息净值	6.2	12.9	12.1	6.0	7.2	10.1	15.6	17.5
总资产(年底)	13.1	7.2	9.4	10.1	9.6	9.6	10.7	11.8
客户贷款	12.0	8.2	10.9	11.5	8.9	9.5	12.7	16.7
客户存款	14.0	4.0	10.1	10.0	10.0	10.0	11.0	12.0
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	2.7	2.1	1.9	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.8	4.1	3.5	3.7	3.3	3.0	2.7	2.3
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.0	5.8	5.0	5.7	5.3	4.8	4.2	3.6
市盈率(UBS, 稀释后)	7.3	6.0	5.3	6.0	5.8	5.3	4.6	3.9
净股息收益率(%)	5.0	6.1	6.9	6.1	6.6	7.2	8.4	9.8
市净率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。