

中国银行(A) (601988.SS): 因估值充分而下调至卖出评级

投资机会

我们因估值因素而将中国银行 A 股的评级从中性下调至卖出。虽然我们对中国银行平稳的经营趋势持乐观看法，但我们认为中国银行 A 股的估值相对充分，因为：

- 1) 当前股价对应的 2015 年预期不良贷款率为 5.5%，低于 A 股大型银行股 6.4% 的均值，而历史谷底值为 4.9%。
- 2) 中国银行 A 股当前较 H 股存在 21% 的溢价，为大型银行股的最高水平。自 2014 年 11 月降息以来，中国银行 A 股的涨幅为 40%（为 A 股银行股涨幅之首），而行业平均涨幅为 31%，在我们看来这主要是因为中国银行 A 股的自由流通市值相对较小。
- 3) 当前股价对应的 2015 年预期市净率与 1.0 倍的行业均值相符，但 2015 年预期净资产回报率为 15.9%，低于 17.7% 的同业均值。
- 4) 受该行拓展海外市场能力的影响，我们认为中国银行盈利向上修正的空间有限。虽然部分 A 股投资者预计“一带一路”政策将有益于中国银行开拓海外业务，但我们预计这对中国银行盈利的提振有限，因为我们已在模型中计入了该行高于同业的贷款增长，而且中国政府所推动投资项目在海外的外币贷款利润率和净资产回报率要低于面向这些贷款人发放的人民币贷款。
- 5) 短期来看，我们认为手续费增速放缓以及信贷成本小幅上升将为盈利带来一些负面影响。我们将 2014/15/16 年税后净利润预测下调了 1%/1%/1%。

推动因素

我们预计，受以下因素影响，中国银行 A 股相对于同业的估值溢价将有所下降：1) 对融资融券业务余额或其它股票投资杠杆结构性产品的监管审查可能令针对中国银行 A 股的杠杆股票投资降温（截至 2 月 6 日，融资买入交易规模占其自由流通市值的比例为 14%，为 A 股银行股的最高水平）；2) 我们预计海外业务（无论是通过“一带一路”政策还是沪港通结算费收入）将不会对 2015 年盈利带来显著贡献。

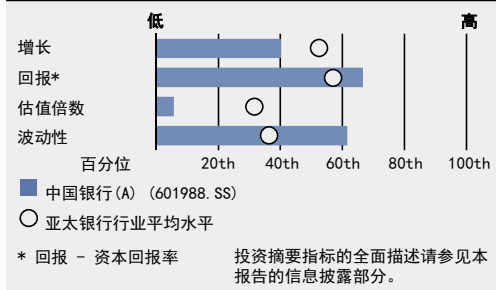
估值

我们将基于剩余收益模型的 12 个月目标价上调 30% 至人民币 3.9 元（隐含 4% 的下行空间），其中估值基础延展为目标价格上调贡献了 10 个百分点、资产增速加快带来的中期盈利上升贡献了 11 个百分点、应用 7% 的流动性溢价贡献了 9 个百分点。我们将基于剩余收益模型的中国银行 H 股 12 个月目标价上调了 21%，基于 0.88 倍的 2015 年预期市净率，并因其隐含 8% 的潜在上行空间而维持对于 H 股的中性评级。

主要风险

中国银行 A 股主要上行风险包括企业（尤其是国企）盈利显著改善以及中国银行的盈利好于预期。

投资摘要

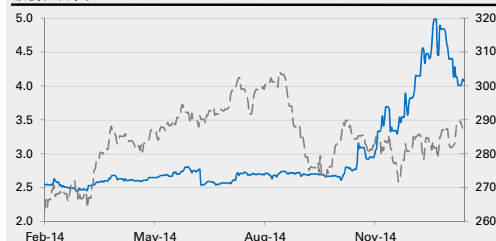


主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	4.07
12个月目标价格 (Rmb)	3.90
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	1,189,187.9 / 190,526.1
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	0.56	0.58	0.61	0.67
每股盈利增长 (%)	12.4	3.8	5.0	8.8
每股摊薄盈利 (Rmb)	0.56	0.58	0.61	0.67
每股基本盈利 (Rmb)	0.56	0.58	0.61	0.67
市盈率 (X)	5.0	7.0	6.6	6.1
市净率 (X)	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (X)	NM	NM	NM	NM
股息收益率 (%)	6.9	5.0	5.5	5.9
净资产回报率 (%)	17.9	16.9	15.9	15.5
CROCI (%)	NM	NM	NM	NM

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	29.2	50.2	59.6
相对于MSCI亚太银行指数-日本除外	27.8	52.4	43.7

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2/11/2015收盘价)

