

中国银行 (601988)

租赁子公司上市小幅利好估值，关注银行分拆推进

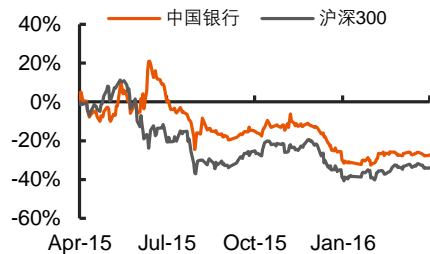
推荐 (维持)

现价: 3.25 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.boc.cn
大股东/持股	汇金公司/64.02%
实际控制人/持股	中国投资有限责任公司/%
总股本(百万股)	294,388
流通 A 股(百万股)	210,766
流通 B/H 股(百万股)	83,622
总市值 (亿元)	8950
流通 A 股市值(亿元)	6850
每股净资产(元)	4.09
资本充足率(%)	14.07

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
021-20661426
YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 中国银行公告中银航空租赁分拆上市相关资料，预计发行规模不超过 2.39 亿股 (考虑超额配股全额行使，其中新发股份 1.04 亿股)，占发行后中银航空租赁总股本的 34.5%，中银航空租赁的市值约为 291 亿港元。

平安观点:

■ 估值基本合理，利好中行估值但幅度有限

按中银航空租赁 291 亿港元 (约合 244 亿人民币) 的估值水平，以其 15 年年报 22.2 亿的净利润计算，对应 15 年静态 PE11x，而目前 H 股上市的租赁公司 (远东宏信、环球医疗、中国飞机租赁、亚积邦租赁) 的平均 PE 水平为 11.8x，估值水平基本合理，假设中银航空租赁 IPO 顺利完成，其整体估值约占到中行目前总市值 (8950 亿) 的 2.7%，小幅利好中行估值但幅度较为有限。

■ 业务分拆利好银行估值，预计年内行业将有更多分拆落地

15 年以来监管层多次鼓励银行支持综合服务，实现多元化发展。我们认为从前期包括建行养老金公司、兴业银行数字金融公司的分拆，以及此次中行子公司 IPO 的推进，显示出银行在混业经营、分拆及子公司上市方面逐步进入到具体实施的阶段，虽然监管仍有不少法律法规框架亟需突破，但长期趋势已不可逆。除以上提到的银行外，包括南京、浦发、光大对于资管业务的分拆，民生、中信对于信用卡业务的分拆以及中信与百度合作的百信银行均已步入实质性阶段，年内有望看到更多银行分拆落地，利好银行估值。

■ 投资建议：维持“推荐”评级

我们认为中国银行推动中银航空租赁的分拆上市更多出于对促进租赁公司自身发展的考虑，分拆上市将有利于其自身拓宽融资渠道，更好地把握目前国内融资租赁行业发展的黄金机遇，对于中国银行估值的提升较为有限。目前中国银行对应 2016/17 年 PB0.72x/0.66x，估值安全边际明显，我们认为中国银行综合化和国际化经营战略的不断推进将有利于其收入结构优化，对公司业绩的提升有所助益，我们维持对中国银行的“推荐”评级。

■ 风险提示：资产质量恶化加速。

	2014 A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	435,911	450,597	469,713	501,617	538,613
YoY(%)	13.4	3.4	4.2	6.8	7.4
净利润(百万元)	169,595	170,845	172,768	175,185	177,838
YoY(%)	8.1	0.7	1.1	1.4	1.5
ROE(%)	16.4	14.0	12.7	11.8	11.0
EPS(摊薄/元)	0.58	0.58	0.59	0.60	0.60
P/E(倍)	5.64	5.60	5.54	5.46	5.38
P/B(倍)	0.88	0.79	0.72	0.66	0.61

图表1 上市公司子公司分拆情况

上市银行	拟分拆子公司情况	业务领域
建设银行	建信养老金公司	资产管理
中国银行	中银航空租赁	租赁
中信银行	中信信用卡公司、百信银行	信用卡/直销银行
民生银行	中国民生信用卡有限责任公司	信用卡
兴业银行	兴业数字金融服务股份有限公司	科技
浦发银行	浦银资产管理有限公司	资产管理
光大银行	光大银行正式公告设立理财业务独立法人机构	资产管理
北京银行	拟与ING设立合资独立法人实体直销银行	直销银行
南京银行	表示已经启动将资产管理部分设成子公司的相关准备工作/参股江苏金融租赁	资产管理/金融租赁

资料来源: WIND,平安证券研究所

图表2 上市银行租赁公司发展情况

母公司情况		银行参(控)股租赁公司情况				母公司持股比	
上市银行	总市值 (十亿)	子公司类型	参(控)股子公司	净利润 (万元)	分拆上市后估值 (十亿)按15xPE计算	例	上市后市值/母公司市值比重
工商银行	1,412	租赁	工银金融租赁	330,400	50	100%	3.51%
建设银行	987	租赁	建信金融租赁	n/a	n/a	100%	n/a
中国银行	895	租赁	中银航空租赁	222,730	33	100%	3.73%
农业银行	967	租赁	农银航空租赁	20,600	3	100%	0.32%
交通银行	341	租赁	交银航空租赁	161,100	24	100%	7.08%
招商银行	424	租赁	招银航空租赁	n/a	n/a	100%	n/a
中信银行	246	租赁	中信金融租赁	12,000	2	100%	0.73%
民生银行	315	租赁	民生金融租赁	105,600	16	51%	5.03%
兴业银行	303	租赁	兴业金融租赁	102,500	15	100%	5.07%
浦发银行	342	租赁	浦银金融租赁	53,900	8	61%	2.36%
光大银行	160	租赁	光大金融租赁	45,100	7	90%	4.23%
华夏银行	107	租赁	华夏金融租赁	35,300	5	82%	4.95%
北京银行	131	租赁	北银金融租赁	n/a	n/a	100%	n/a
南京银行	58	租赁	江苏金融租赁	n/a	n/a	27%	n/a

资料来源: WIND,平安证券研究所

图表3 上市公司盈利预测

	2014	2015A	2016E	2017E	2018E		2014	2015A	2016E	2017E	2018E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.58	0.58	0.59	0.60	0.60	贷款增长率	11.5%	7.7%	11.0%	11.0%	11.0%
BVPS (摊薄/元)	3.70	4.09	4.50	4.92	5.34	生息资产增长率	10.1%	9.0%	10.8%	10.2%	10.1%
每股股利	0.19	0.18	0.18	0.18	0.18	总资产增长率	9.9%	10.3%	9.5%	10.2%	10.1%
分红率	33.0%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%	存款增长率	7.8%	7.8%	9.0%	8.0%	8.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	8.9%	8.3%	9.2%	8.4%	8.4%
贷款总额	8,483,271	9,135,860	10,140,805	11,256,293	12,494,485	净利息收入增长率	13.2%	2.4%	3.7%	7.1%	7.9%
证券投资	2,758,342	3,677,331	4,045,064	4,420,700	4,831,218	手续费及佣金净收入增	11.1%	1.3%	3.0%	3.0%	3.0%
应收金融机构的款项	1,130,211	1,007,855	1,088,483	1,216,657	1,359,924	营业收入增长率	13.4%	3.4%	4.2%	6.8%	7.4%
生息资产总额	14,574,508	15,889,815	17,601,931	19,390,607	21,347,162	拨备前利润增长率	18.4%	3.9%	4.4%	6.8%	7.3%
资产合计	15,251,382	16,815,597	18,411,620	20,282,575	22,329,131	税前利润增长率	8.8%	0.0%	1.1%	1.4%	1.5%
客户存款	10,885,223	11,729,171	12,784,796	13,807,580	14,912,187	净利润增长率	8.1%	0.7%	1.1%	1.4%	1.5%
计息负债总额	13,517,116	14,640,073	15,982,438	17,323,248	18,780,580	非息收入占比	20.9%	20.5%	20.3%	19.5%	18.7%
负债合计	14,067,954	15,457,992	16,928,477	18,672,138	20,589,473	成本收入比	29.9%	29.8%	29.0%	29.0%	29.0%
股本	288,731	294,388	294,388	294,388	294,388	信贷成本	0.60%	0.67%	0.72%	0.81%	0.90%
股东权益合计	1,140,859	1,304,946	1,425,614	1,547,971	1,672,180	所得税率	23.4%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	321,102	328,650	340,858	365,193	393,874	NIM	2.25%	2.12%	2.00%	1.94%	1.90%
净手续费及佣金收入	91,240	92,410	95,182	98,038	100,979	拨备前 ROAA	1.92%	1.81%	1.72%	1.68%	1.63%
营业收入	435,911	450,597	469,713	501,617	538,613	拨备前 ROAE	27.1%	23.8%	22.2%	21.8%	21.6%
营业税金及附加	-26,224	-26,734	-31,117	-33,231	-35,682	ROAA	1.16%	1.07%	0.98%	0.91%	0.83%
拨备前利润	279,859	290,845	303,574	324,112	347,929	ROAE	16.4%	14.0%	12.7%	11.8%	11.0%
计提拨备	-48,381	-59,274	-69,396	-86,658	-106,879	流动性 (%)					
税前利润	231,478	231,571	234,178	237,454	241,050	分红率	33.0%	30.16%	30.16%	30.16%	30.16%
净利润	169,595	170,845	172,768	175,185	177,838	贷存比	77.9%	77.89%	79.32%	81.52%	83.79%
资产质量						贷款/总资产	55.6%	54.33%	55.08%	55.50%	55.96%
NPL ratio	1.18%	1.43%	1.65%	1.78%	1.95%	债券投资/总资产	18.1%	21.87%	21.97%	21.80%	21.64%
NPLs	100,494	130,897	167,323	200,362	243,642	银行同业/总资产	7.4%	5.99%	5.91%	6.00%	6.09%
拨备覆盖率	188%	153%	137%	132%	132%	资本状况					
拨贷比	2.21%	2.19%	2.26%	2.35%	2.57%	核心一级资本充足率2	10.61%	11.10%	11.17%	11.09%	10.96%
一般准备/风险加权资产	1.90%	1.88%	1.97%	2.06%	2.27%	资本充足率	13.87%	14.06%	13.88%	13.55%	13.19%
不良贷款生成率	0.69%	0.88%	0.80%	0.79%	0.79%	加权风险资产-一般法	9,934,105	10,651,351	11,662,305	12,847,408	14,143,739
不良贷款核销率	-0.35%	-0.54%	-0.42%	-0.48%	-0.43%	% RWA/总资产	65.1%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%

资料来源: WIND,平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033