

# 中国银行 (601988.SH) 银行业

评级：增持 首次评级

公司研究

市场价格(人民币)：3.63元

## 国际化战略深入推进；资产质量好于同业

长期竞争力评级：等于行业均值

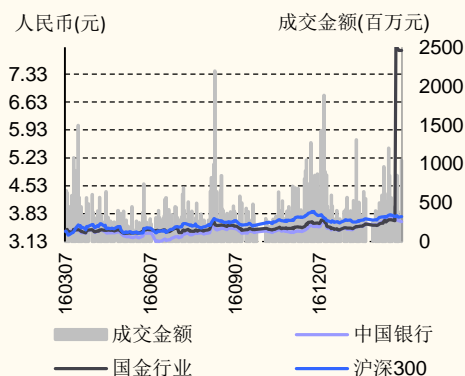
### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	210,765.51
流通港股(百万股)	83,622.28
总市值(百万元)	1,068,627.68
年内股价最高最低(元)	3.73/3.13
沪深300指数	3446.48
上证指数	3233.87

### 公司基本情况(人民币)

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	456331	474321	473626	511462	571277
(+/-)	12.0%	3.9%	-0.1%	8.0%	11.7%
净利润	169,595	170,845	172,378	174,730	182,354
(+/-)	8.1%	0.7%	0.9%	1.4%	4.4%
每股收益(元)	0.60	0.59	0.59	0.59	0.62
每股净资产(元)	3.70	4.09	4.49	4.89	5.31
P/E	6.08	6.19	6.20	6.12	5.86
P/B	0.98	0.89	0.81	0.74	0.68

来源：公司年报、国金证券研究所



### 投资逻辑

- **国际化战略深入推进，国际化业务贡献度持续提升：**国际化一直是中行的核心竞争优势，公司持续深入推进国际化大战略，打造“一带一路”金融大动脉，是“一带一路”、人民币国际化最大受益行。2016年6月末，海外机构横跨全球六大洲46个国家和地区，拥有564家分支机构；6月末，海外商业银行业务存贷款总额分别折合3652亿美元、3163亿美元，在集团中的占比分别是18%、22%；海外商业银行业务上半年实现利润总额81亿美元，剔除出售南洋银行投资收益后的利润总额约38.5亿美元，占集团利润总额（剔除出售南洋银行的投资收益）的24.59%，较15年提高了约5个百分点。
- **受益于业务的国际化以及综合化，公司的收入结构优于同业：**公司控股子公司覆盖了证券、保险、基金、金融租赁和消费金融等业务，公司借助综合化布局，深化业务联动，加快推进交叉销售和产品创新，增强集团协同效应，向客户提供全面优质的综合性金融服务，中行的非息收入占比持续保持同业较高水平。
- **资产质量优于对标行，不良生成回落：**2015年下半年开始，中行不良率趋于稳定，关注类贷款占比虽处于上升通道，但绝对水平一直处于低位，资产质量表现优于对标行。2016年3季度末，中行不良率为1.48%，环比上季度末仅提高1BP，3季度单季年化不良生成率0.46%，环比下降45bps，不良生成明显回落。我们认为公司资产质量将快于对标行稳中向好。2016年中期开始公司的拨备覆盖率在对标行下降的情况下已经开始回升。截至9月末，中行拨备覆盖率为155.83%，已经较一季度末提升近7pct。公司拨备计提压力小于对标行，未来随着资产质量的企稳信贷成本的压力也较为温和。

### 盈利预测和估值

- 我们预计2016-2017年公司实现归母净利润同比分别增长0.9%、1.4%。目前股价对应2017年PB仅为0.74倍，估值优势非常明显。中行持续深入推进国际化大战略，是“一带一路”、人民币国际化最大受益行；国际化业务利润贡献度显著提高，领先同业的国际业务利好公司发展；中行多元化金融战略稳步推进，收入结构优于同业，交叉销售、协同发展给公司的发展增添活力；公司资产质量表现优于对标行，拨备压力小于对标行。但公司的息差表现弱于对标行，我们暂给予公司增持的投资评级。

### 风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。

刘志平 分析师 SAC 执业编号：S1130516080004  
(8621)61038229  
liuzhiping@gjzq.com.cn

## 内容目录

国际化战略深入推进，国际业务利润贡献度持续提升.....	3
受益于业务的国际化以及综合化，公司的收入结构优于同业.....	4
资产质量优于对标行，不良生成回落.....	5
盈利预测和投资建议.....	6
风险提示.....	6

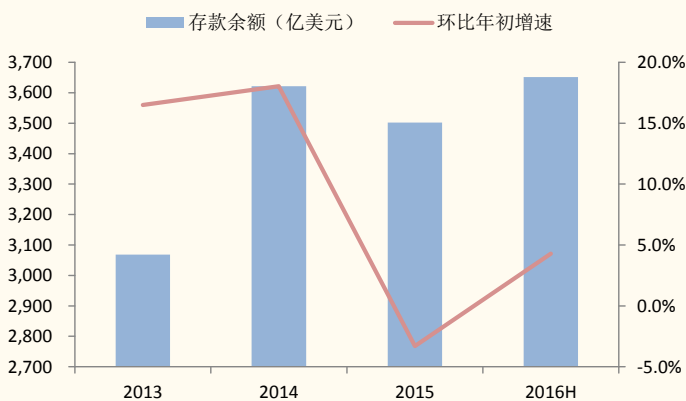
## 图表目录

图表 1：中行海外存款余额及增速.....	3
图表 2：中行海外贷款余额及增速.....	3
图表 3：海外存贷款规模在集团中的占比.....	3
图表 4：海外总资产规模在集团中的占比超四分之一.....	3
图表 5：中行海外业务对集团利润贡献持续提升.....	4
图表 6：中行跨境人民币清算量.....	4
图表 7：中行非息收入占比持续高于对标行.....	4
图表 8：中行营收结构（2016Q3）.....	4
图表 9：中行的多元化业务平台.....	5
图表 10：中行不良率趋于稳定.....	5
图表 11：中行不良率低于对标行.....	5
图表 12：中行关注类贷款处于上升通道.....	6
图表 13：中行关注类贷款比例低于对标行.....	6
图表 14：3 季度中行不良贷款生成率下行.....	6
图表 15：中行拨备覆盖率仅次于对标行中的农行.....	6

## 国际化战略深入推进，国际业务利润贡献度持续提升

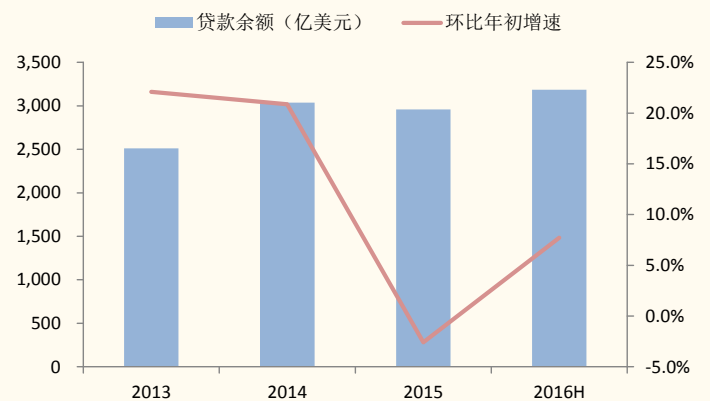
- **国际化一直是中行的核心竞争优势：**2016年6月末，海外机构横跨全球六大洲46个国家和地区，拥有564家分支机构；6月末，海外商业银行客户存贷款总额分别折合3652亿美元、3163亿美元，较年初分别增长4.28%、6.93%，在集团中的占比分别是18%、22%；上半年实现利润总额81亿美元，同比增长113.6%，对集团利润贡献度为40.67%，上半年海外业务利润高增主要原因是公司完成了南洋商业银行出售事宜，促使当期长期股权投资收益达到295.7亿元，较上年同期增加了281.6亿元，剔除这部分收益增长，中行上半年海外业务实现利润约38.5亿美元，占集团利润总额（剔除出售南洋商业银行投资收益）的24.59%，较2015年提高了约5个百分点。中行是我国国际化水平最高的商业银行，在海外业务的规划中有一个“345战略”，即第一个目标是近期要使海外的资产和利润占比基本站在30%的台阶上，下一步要使其达到40%，更远的目标是要让海外业务真正成为“半壁江山”。
- **中行持续深入推进国际化大战略，优化海外布局，成为“一带一路”、人民币国际化最大受益行：**（1）持续打造“一带一路”金融大动脉，海外机构覆盖18个“一带一路”沿线国家，上半年新投放授信超过174亿美元，跟进区域重点项目392个；大力支持中资企业“走出去”，累计支持项目2,334个，提供融资金额1,644亿美元；（2）2015年，中行海外商业银行完成跨境人民币结算量2.46万亿元；2016年上半年，完成跨境人民币清算量150.19万亿元，同比增长1.45%；（3）积极拓展东南亚市场。中银香港成功收购泰国中行、马来西亚中行、印度尼西亚雅加达分行和柬埔寨金边分行，并获批在文莱开设分行，逐步实现由城市银行向区域性银行的转型。

图表 1：中行海外存款余额及增速



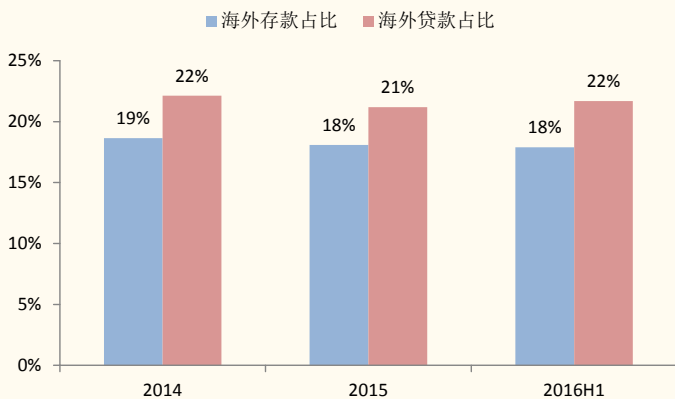
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：中行海外贷款余额及增速

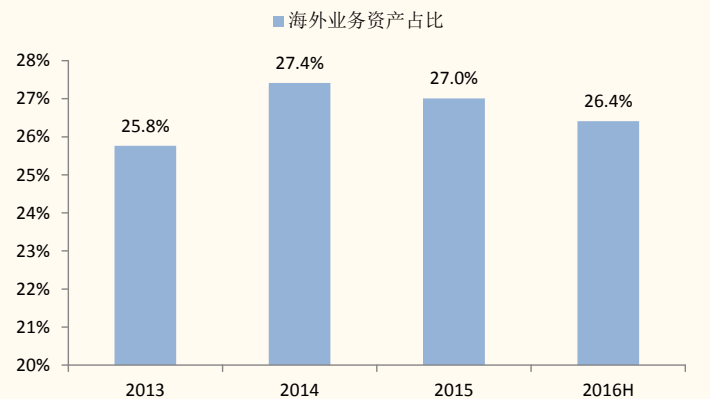


来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：海外存贷款规模在集团中的占比

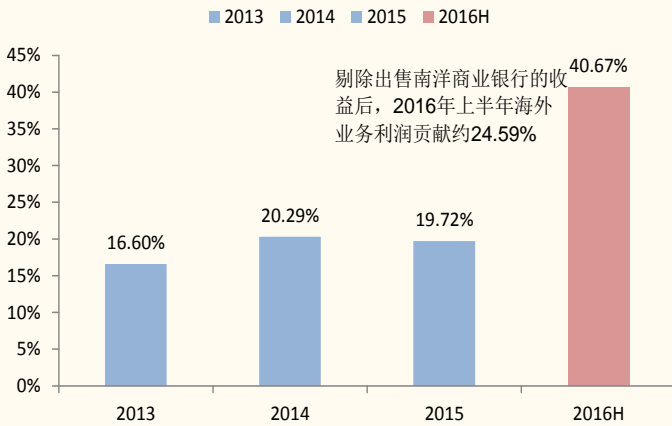


图表 4：海外总资产规模在集团中的占比超四分之一



来源：公司公告、国金证券研究所

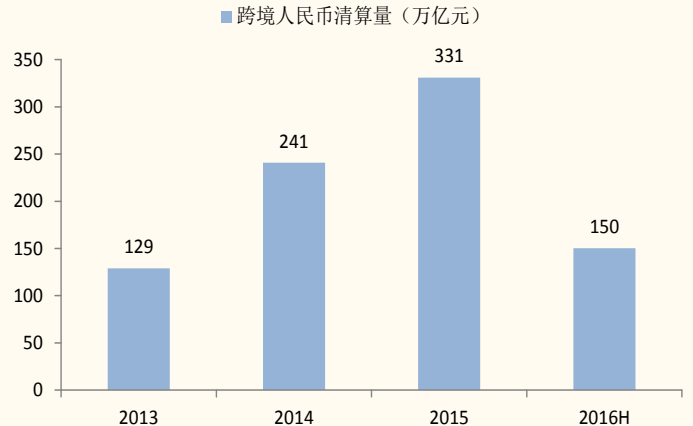
图表 5：中行海外业务对集团利润贡献持续提升



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：中行跨境人民币清算量

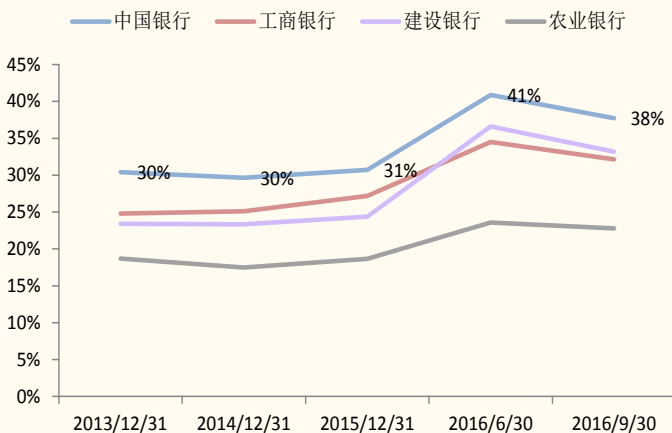


来源：公司公告、国金证券研究所

### 受益于业务的国际化以及综合化，公司的收入结构优于同业

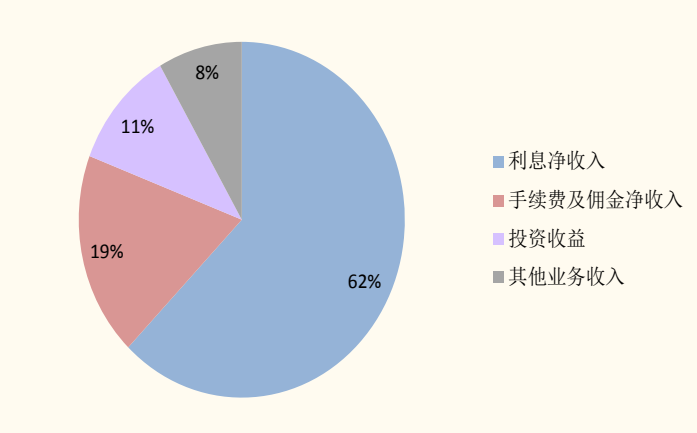
- 公司金融牌照齐全，综合化经营能力突出：公司控股子公司覆盖了证券、保险、基金管理、金融租赁和消费金融等业务。公司借助综合化布局，深化业务联动，加快推进交叉销售和 product 创新，增强集团协同效应，向客户提供全面优质的综合性金融服务，给公司的快速发展增添动力。
- 中行非息收入占比持续保持同业较高水平，2013-2015 年非息收入占比保持在约 30% 的水平；2016 年由于出售南洋商业银行，促使中行非利息收入大幅度增长，2016 年前三季度，中行实现非息收入 1393 亿元，同比增长 26.04%，非利息收入在营业收入中占比为 37.73%，同比提高了 6.76 个百分点。剔除出售南洋商业银行的投资收益后，中行实现非息收入约 1111 亿元，同比增 0.55%，占营业收入的比重约 32.6%，仍处于对标行较高水平。

图表 7：中行非息收入占比持续高于对标行



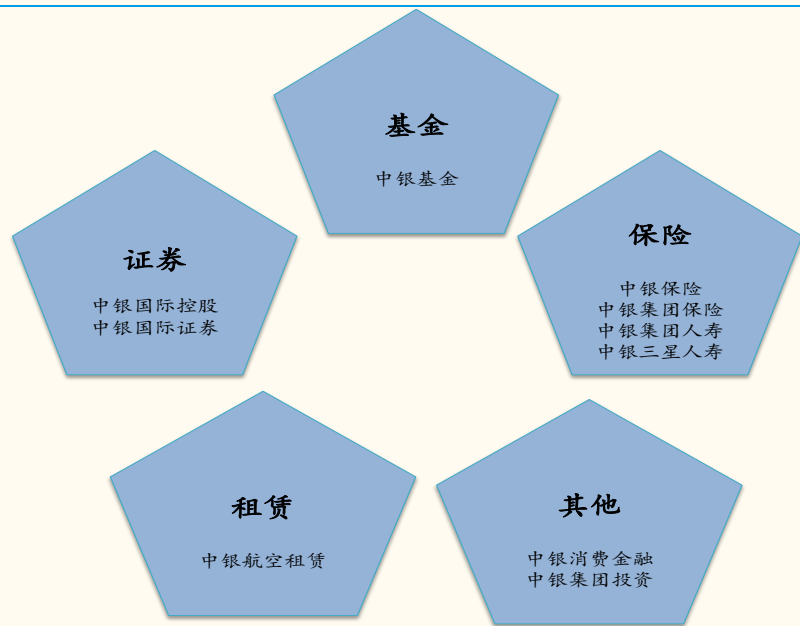
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：中行营收结构 (2016Q3)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9：中行的多元化业务平台

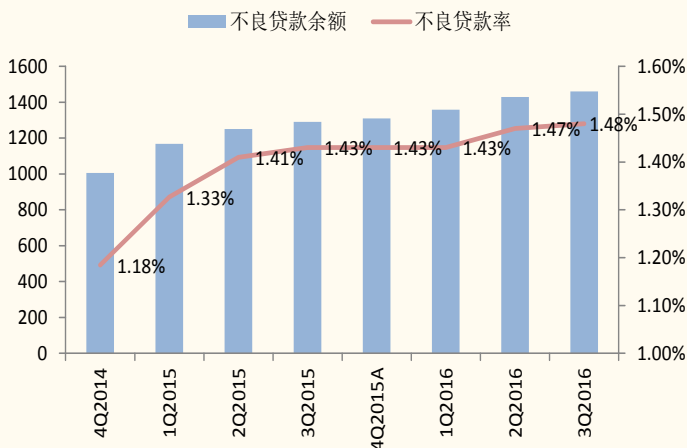


来源：公司公告、国金证券研究所

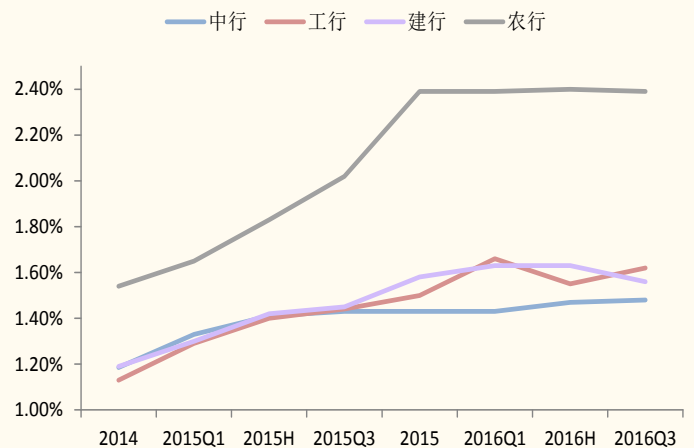
### 资产质量优于对标行，不良生成回落

- 2015 年下半年开始，公司不良率趋于稳定，不良率增幅小于对标行，且不良率在对标行中处于低位，关注类贷款占比处于上升通道，但绝对水平一直处于同业低位，资产质量表现优于对标行。2016 年 3 季度末，中行不良贷款率为 1.48%，环比上季度末仅提高 1BP，测算的 3 季度单季年化不良生成率 0.46%，环比下降 45bps，不良生成明显回落。我们认为公司的资产质量将快于对标行稳中向好。
- 2016 年中期开始公司的拨备覆盖率在对标行下降的情况下已经开始回升。截至 2016 年 9 月末，中行拨备覆盖率为 155.83%，已经较一季度末提升了近 7pct。公司的拨备计提压力小于对标行，未来随着资产质量的企稳信贷成本的压力也较为温和。

图表 10：中行不良率趋于稳定

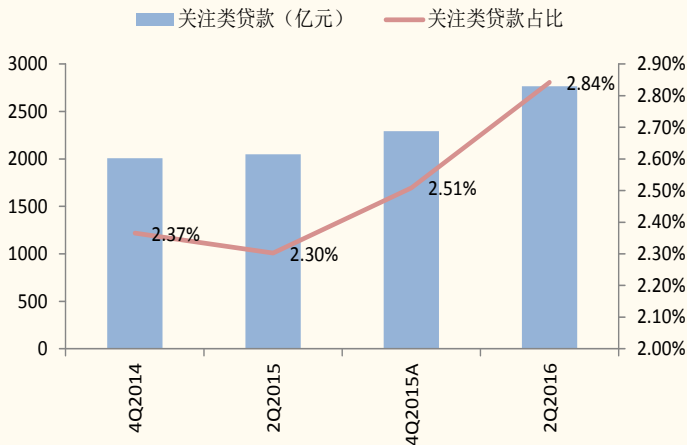


图表 11：中行不良率低于对标行



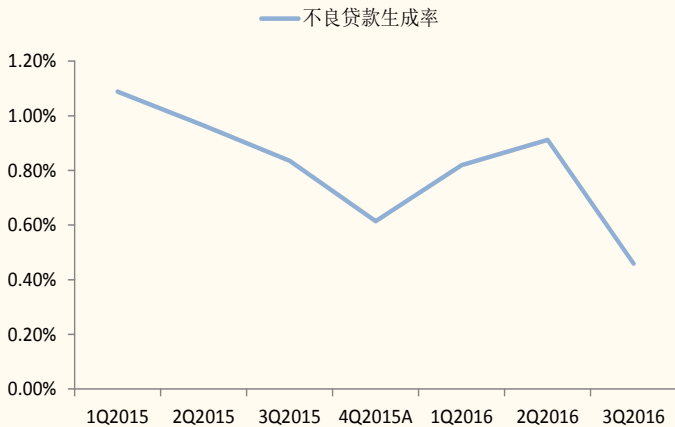
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：中行关注类贷款处于上升通道



来源：公司公告、国金证券研究所

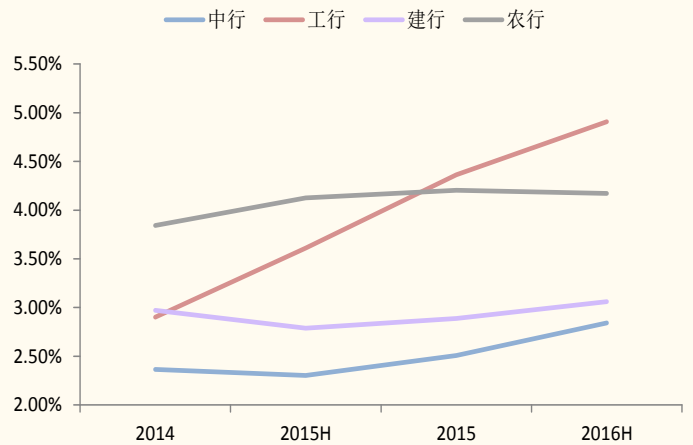
图表 14：3 季度中行不良贷款生成率下行



来源：公司公告、国金证券研究所

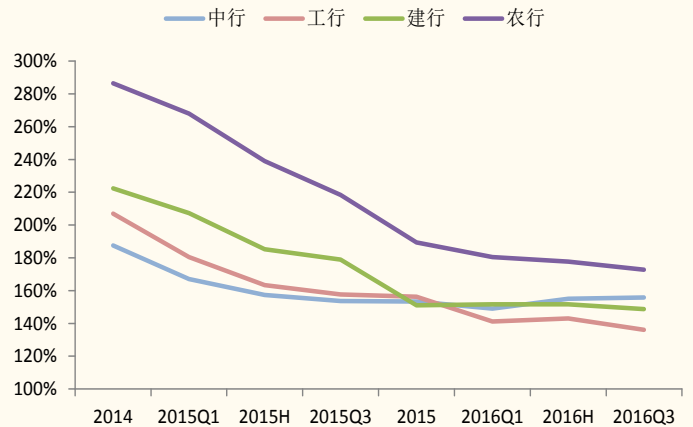
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：中行关注类贷款比例低于对标行



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：中行拨备覆盖率仅次于对标行中的农行



来源：公司公告、国金证券研究所

### 盈利预测和投资建议

- 我们预计 2016-2017 年公司实现归母净利润同比分别增长 0.9%、1.4%。目前股价对应 2017 年 PB 仅为 0.74 倍，估值优势非常明显。中行持续深入推进国际化大战略，是“一带一路”、人民币国际化最大受益行；国际化业务利润贡献度显著提高，领先同业的国际业务利好公司发展；中行多元化金融战略稳步推进，收入结构优于同业，交叉销售、协同发展给公司的发展增添活力；公司资产质量表现优于对标行，拨备压力小于对标行。但公司的息差表现弱于对标行，我们暂给予公司增持的投资评级。

### 风险提示

- 经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等。



**附录：三张报表预测摘要**

<b>利润表</b>						<b>指标和估值</b>					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元：元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
平均生息资产	13,997,648	15,347,513	16,788,342	18,428,821	20,275,946	ROAA (%)	1.16	1.07	0.98	0.91	0.86
净息差	2.25	2.12	1.87	1.82	1.86	ROAE (%)	16.43	13.97	12.65	11.81	11.39
利息收入	602,680	615,056	579,908	647,910	745,733	每股净资产	3.70	4.09	4.49	4.89	5.31
利息支出	281,578	286,406	266,122	312,029	367,630	EPS	0.60	0.59	0.59	0.59	0.62
净利息收入	321,102	328,650	313,786	335,881	378,103	股利	54859	51518	51980	52689	54988
非息收入						DPS	0.19	0.18	0.18	0.18	0.19
手续费和佣金收入	91,240	92,410	101,737	111,911	123,102	股息支付率	32	30	30	30	30
交易性收入	16,195	20,987	20,987	20,987	20,987	发行股份	288731	294388	294388	294388	294388
其他收入	27,794	32,274	37,115	42,682	49,085						
非息总收入	135,229	145,671	159,840	175,581	193,174						
非息费用						<b>业绩数据</b>					
业务管理费	130,387	134,213	128,385	134,593	149,523	<b>增长率 (%)</b>					
其他费用	20,420	23,724	25,147	27,159	31,233	净利息收入	13.2	2.4	(4.5)	7.0	12.6
营业税金及附加	26,224	26,734	25,128	27,727	31,624	非利息收入	9.1	7.7	9.7	9.8	10.0
非息总费用	177,031	184,671	178,661	189,478	212,380	非利息费用	3.0	4.3	(3.3)	6.1	12.1
税前利润	231,478	231,571	233,122	234,155	245,502	净利润	8.1	0.7	0.9	1.4	4.4
所得税	54,280	52,154	52,095	50,659	53,999	平均生息资产	9.7	9.6	9.4	9.8	10.0
净利润	169,595	170,845	172,378	174,730	182,354	总付息负债	8.9	8.3	9.6	9.8	9.9
						风险加权资产	5.5	7.2	8.9	9.8	10.4
						<b>营业收入分解 (%)</b>					
						净利息收入占比	70.4	69.3	66.3	65.7	66.2
						佣金手续费收入	20.0	19.5	21.5	21.9	21.5
						<b>营业效率 (%)</b>					
						成本收入比	28.6	28.3	27.1	26.3	26.2
						总资产营业费用	1.2	1.2	1.0	1.0	1.0
						<b>流动性 (%)</b>					
						贷款占生息资产	57.5	57.4	56.7	56.3	56.6
						期末存贷比	77.9	77.9	77.8	78.0	78.9
						<b>资本 (%)</b>					
						核心一级资本充足率	10.6	11.1	11.1	11.0	10.8
						资本充足率	13.9	14.1	13.9	13.6	13.5

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	4
增持	0	0	0	0	6
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	1
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>2.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD