

中国银行 (601988)

证券研究报告
2018年07月23日

海外业务独领风骚，价值低估的国际化大行

国际特色鲜明，海外业务迎新机遇

海外业务营收、利润贡献大。17年中行海外营收达1181.46亿元，营收占比达24.45%；海外业务税前利润高达665亿元，占集团利润29.86%。

海外业务迎新机遇。17年中行国际结算业务量达3.95万亿美元，跨境人民币结算量3.83万亿元，跨境人民币清算量349.68万亿元，远超其他三行。我们认为，中行凭借多年精耕海外业务的先发优势，将受益于人民币国际化和一带一路的历史机遇，进一步发挥在跨境结算、跨境贸易融资、全球现金管理等领域的优势。

营收结构较优，控股非银子公司体系完备

非息收入占比稳定，且长期居于大行前列。中行非息收入占比长期稳定在30%左右，1Q18达31.71%。中行海外业务提高了集团整体非息收入占比。外汇买卖价差、结算与清算、银行卡业务进一步贡献手续费收入。

子公司体系完备，对集团利润贡献达6.21%。中行控股涉足投资银行、保险、投资三大类业务的十家非银商业子公司，17年非银子公司实现净利润114.82亿元，对集团利润贡献度达6.21%，居四大行首位。

资产质量持续改善，拨备与资本压力较小

资产质量有望进一步改善。中行大于90天逾期/不良常年低于100%，17年末为83%，居同业前列，不良认定严格。不良贷款率（1Q18为1.45%）保持同业较低，逾期贷款净生成率下降，逾期90天以上贷款负增，意味着中行未来资产质量将进一步改善。

拨备与资本压力较小。1Q18中行拨备覆盖率为167%，已超过传统的150%的监管线，拨贷比达2.4%，考虑到拨备新规已生效，拨备压力较小。1Q18核心一级资本充足率与资本充足率分别为10.94%和13.87%，明显高于国内监管要求，资本压力相对较小。

投资建议：受益于海外加息，价值低估的国际化大行

在强监管环境下，中行作为行业龙头及国际化程度高的中资大行，未来发展空间仍然非常大。考虑到中行海外业务占比高，利润贡献占比近30%，预计将显著受益于美联储持续加息。

基于规模平稳增长、存贷款利率保持稳定等假设，我们预测中行净利润增速将平稳上升，2018/2019年将达到6.9%/7.9%。我们认为，中行ROE超过12%，显著高于与之对标的美国银行约8%的ROE水平，价值严重低估，中行合理估值看1.0倍18PB。

首次覆盖，给予中行买入评级，目标估值1.0倍18PB，对应目标价5.20元/股，较当前约46%上行空间。

风险提示：经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(亿元)	4836	4833	5263	5776	6305
增长率(%)	2.0	(0.1)	8.9	9.7	9.2
归属母公司股东净利润(亿元)	1646	1724	1844	1989	2182
增长率(%)	(3.67)	4.76	6.93	7.88	9.73
每股收益(元)	0.56	0.59	0.63	0.68	0.74
市盈率(P/E)	6.35	6.06	5.67	5.25	4.79
市净率(P/B)	0.80	0.75	0.68	0.60	0.53

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	3.55元
目标价格	5.20元

基本数据

A股总股本(百万股)	210,765.51
流通A股股本(百万股)	210,765.51
A股总市值(百万元)	748,217.58
流通A股市值(百万元)	748,217.58
每股净资产(元)	4.77
资产负债率(%)	92.14
一年内最高/最低(元)	4.87/3.43

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
林瑾璐	分析师
SAC执业证书编号：S1110517090002	
linjinlu@tfzq.com	

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 国际特色鲜明，海外业务迎新机遇.....	4
1.1. 业务全球布局，跨越百年的大行.....	4
1.2. 境外利润贡献提升，海外业务独领风骚.....	4
1.3. 跨境结算领头羊，一带一路新机遇.....	5
2. 非息收入占比高，多元业务齐发展.....	6
2.1. 收入结构较优，非息收入占比稳定.....	6
2.2. 多元化经营，全方位的综合金融服务.....	8
3. 息差受益于海外加息，ROE 提升空间较大.....	8
3.1. 存款占比为大行偏低水平，但负债成本优势明显.....	9
3.2. 外币贷款收益率低，债券投资较稳健.....	10
3.3. 净利润增速企稳，ROE 提升有空间.....	11
4. 零售业务独具匠心，金融科技助力数字化.....	12
4.1. 零售业务渐成亮点，留学服务别具一格.....	12
4.2. 推进网点智能化，建设移动金融门户.....	12
5. 资产质量持续改善，资本较充足.....	13
5.1. 不良认定严格，资产质量企稳.....	13
5.2. 拨备计提充足，拨备压力不大.....	14
5.3. 资本充足，压力不大.....	14
6. 投资建议：受益海外加息，价值低估值的国际化大行.....	15
7. 风险提示.....	17

图表目录

图 1：中行境外营收占比提升，17 年达 24.45%.....	4
图 2：2017 年中行海外业务税前利润达 665 亿元.....	4
图 3：17 年中行海外业务存贷规模居上市行首位（亿元）.....	4
图 4：中行境外银行利润提升，17 年达 84.68 亿美元.....	4
图 5：中行境外银行存款增速超集团存款增速，17 年达 14.46%.....	5
图 6：中行境外银行贷款增速超集团贷款增速，17 年达 13.84%.....	5
图 7：中行国际结算业务量同业领先，17 年达 3.95 万亿美元.....	5
图 8：17 年中行跨境人民币结算量达 3.83 万亿元.....	5
图 9：2017 年中行人民币清算行席位 11 席，优势明显.....	6
图 10：中行持续耕耘一带一路沿线业务.....	6
图 11：中行非息收入占比长期居于大行前列（截至 1Q18）.....	7
图 12：17 年中行境外业务收入中非息收入占据半壁江山.....	7
图 13：中行各区域营收中非息收入占比情况.....	7
图 14：2017 年中行外汇买卖、结算、银行卡业务收入增长较快.....	7
图 15：中行构建了全方位布局的非银子公司体系.....	8
图 16：中行控股非银子公司对集团利润贡献大（亿元）.....	8

图 17: 中行净息差长期以来低于行业平均水平 (截至 1Q18)	9
图 18: 存款是中行成本最低的付息负债 (2017 年)	9
图 19: 中行存款占比居四大行末位, 存款压力较大	9
图 20: 17 年中行存款成本率居四大行首位	9
图 21: 17 年中行活期存款占比较低, 拉高存款成本率	9
图 22: 2017 年中行负债成本率 1.69%, 高于其他三大行但为上市银行偏低水平 (%)	10
图 23: 中行贷款收益率偏低, 但差距逐渐收窄	10
图 24: 中行境内外币贷款利率回升	10
图 25: 中行债券收益率偏低	11
图 26: 17 年末, 中行政府债券投资比重高	11
图 27: 17 年中行债券投资结构, 主要投向政府债券	11
图 28: 中行 ROA 表现乏力, 不及大行平均	11
图 29: 中行 ROE 表现乏力, 不及上市行平均	11
图 30: 中行零售业务收入占比逐渐上升	12
图 31: 中行私人银行规模保持快速发展	12
图 32: 中行网络金融渠道业务量高速增长	13
图 33: 中行不良认定标准严格	13
图 34: 中行不良贷款率为四大行最低水平	13
图 35: 中行逾期净生成率下降, 90 天以上逾期同比负增长	14
图 36: 中行拨备计提较为充足, 增量拨备/增量不良显著回升	14
图 37: 17 年中行核心一级资本充足率, 资本压力不大	15
图 38: 17 年中行资本充足率达 13.87%, 资本压力不大	15
图 39: 预测中行 2018/2019 年归母净利润增速将达 6.9%/7.9%	16
图 40: 全球主要上市银行估值对比 (As of May, 2018)	16
表 1: 中行手续费及佣金结构变化	7

1. 国际特色鲜明，海外业务迎新机遇

1.1. 业务全球布局，跨越百年的大行

成立之初便烙上“外汇外贸”印记。1912年2月，经孙中山先生批准，中国银行正式成立。从1912年至1949年，中行先后行使中央银行、国际汇兑银行和国际贸易专业银行职能。1949年后，中行长期作为国家外汇外贸专业银行，统一经营管理国家外汇，开展国际贸易结算、侨汇和其他非贸易外汇业务，大力支持外贸发展和经济建设。改革开放以来，中行牢牢抓住国家利用国外资金和先进技术加快经济建设的历史机遇，充分发挥长期经营外汇业务的独特优势，成为国家利用外资的主渠道。

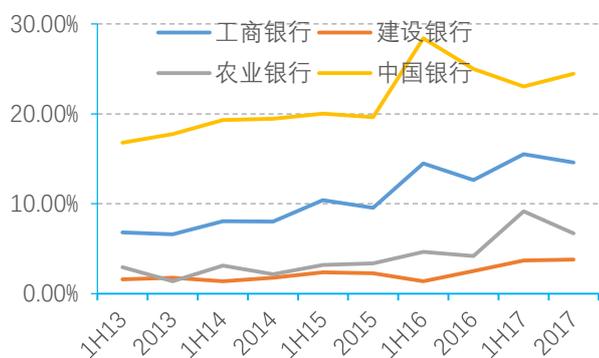
1994年，中行改为国有独资商业银行。2004年中行进行股份制改制。2006年中行先后在香交所和上交所成功挂牌上市，成为国内首家“A+H”发行上市的商业银行。

中行为中国国际化和综合化程度最高的银行。截至2017年末，中行在中国内地及53个国家和地区为客户提供全面的金融服务。

1.2. 境外利润贡献提升，海外业务独领风骚

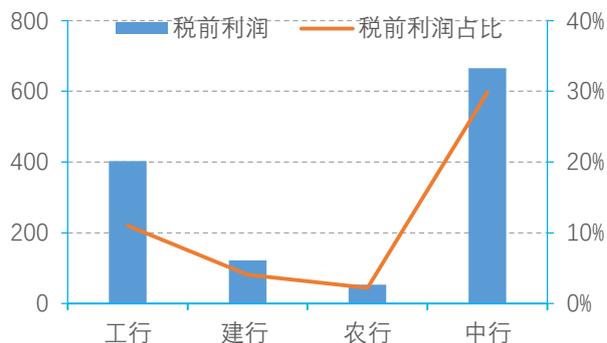
海外业务（包括境外商业银行及境外子公司）营收与利润占比居四大行首位。多年来，中行一直积极推进境外网点布局以及深化与境外各类金融机构的全方位合作。2017年中行海外营收达1181.46亿元，海外营收占比达24.45%，显著高于其他三大行；海外业务税前利润高达665亿元，占集团利润29.86%。

图 1：中行境外营收占比提升，17 年达 24.45%



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

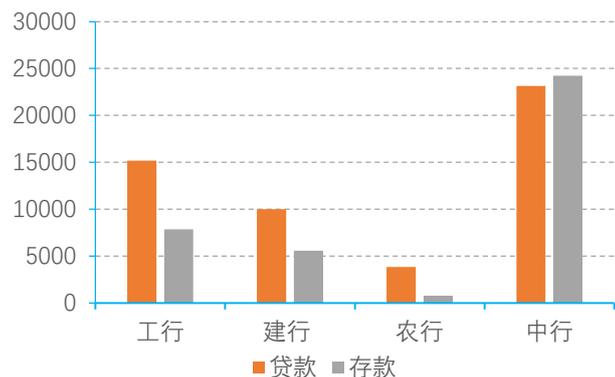
图 2：2017 年中行海外业务税前利润达 665 亿元



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

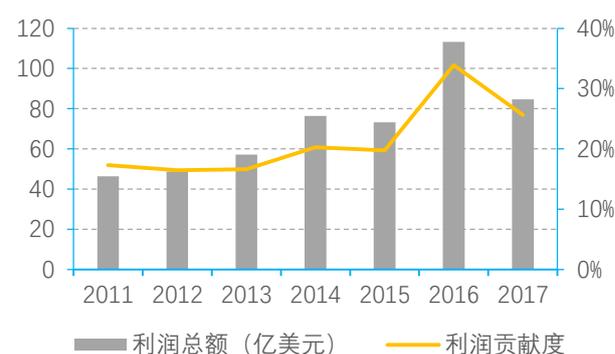
海外业务存贷款规模居 A 股上市行首位。17 年中行吸收境外存款 2.42 万亿元，超过工、农、建行三家吸收境外存款之和；同时发放境外贷款 2.31 万亿元，居上市行首位。

图 3：17 年中行海外业务存贷款规模居上市行首位（亿元）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 4：中行境外银行利润提升，17 年达 84.68 亿美元

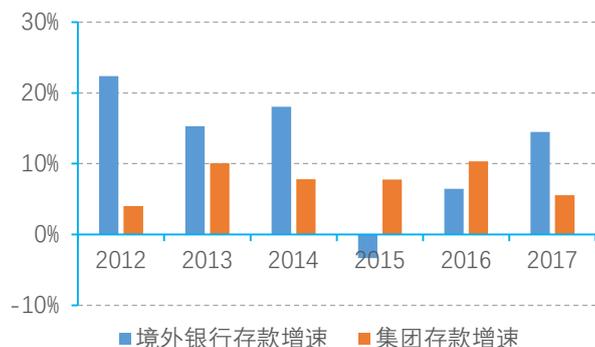


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

境外银行利润贡献度提升。中行稳步拓展海外机构布局，持续推进境内外一体化发展，17年末境外商业银行存款、贷款分别达4267.60亿美元、3512.89亿美元，实现利润总额84.68亿美元，占集团利润25.61%。剔除2Q16出售南洋商业银行、1Q17出售集友银行的一次性影响，实际上中行境外商业银行业务利润贡献度稳中有升。

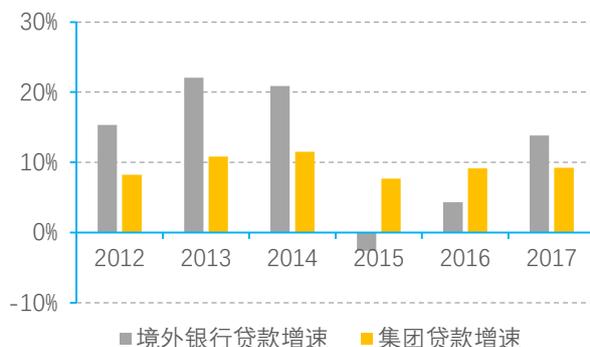
境外银行吸存放贷缓解集团整体存贷规模压力。2012-2017年间，除15、16年外，中行境外银行存款增速保持14%以上，贷款增速保持13%以上，均超集团增速。海外业务存贷款规模快速增长一定程度上提升了中行资产规模增速。

图5：中行境外银行存款增速超集团存款增速，17年达14.46%



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图6：中行境外银行贷款增速超集团贷款增速，17年达13.84%



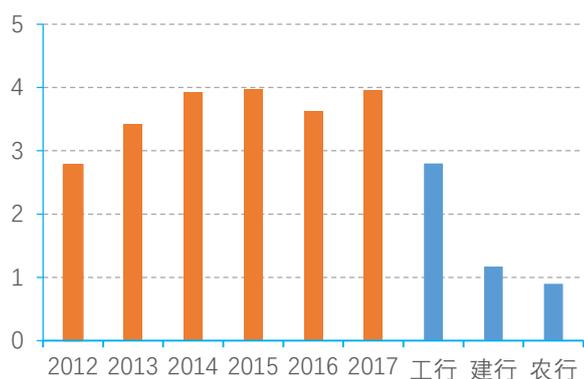
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

海外机构覆盖范围进一步扩大，并完善电子服务渠道。截至17年末，中行拥有545家海外分支机构，横跨六大洲53个国家和地区，比上年新增3个国家，全球服务网络进一步完善。同时，中行进一步拓展电子渠道服务范围，小语种版网上银行覆盖的国家和地区达46个。

1.3. 跨境结算领头羊，一带一路新机遇

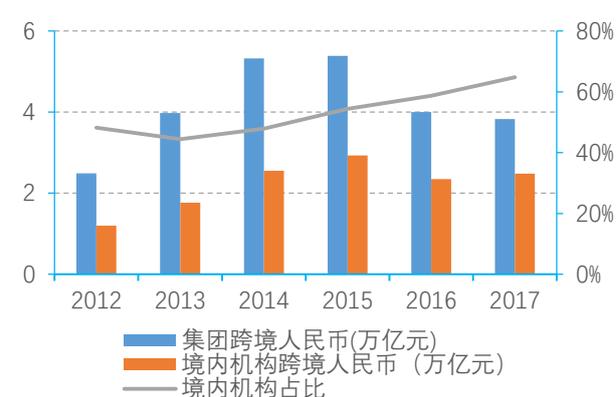
国际结算业务量同业领先。中行充分发挥贸易金融业务传统优势，并持续巩固市场领先地位。2017年国际结算业务量达3.95万亿美元，远超其他三行，内地机构国际贸易结算市场份额居同业首位，跨境担保、国内保理业务市场份额保持领先。

图7：中行国际结算业务量同业领先，17年达3.95万亿美元



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图8：17年中行跨境人民币结算量达3.83万亿元



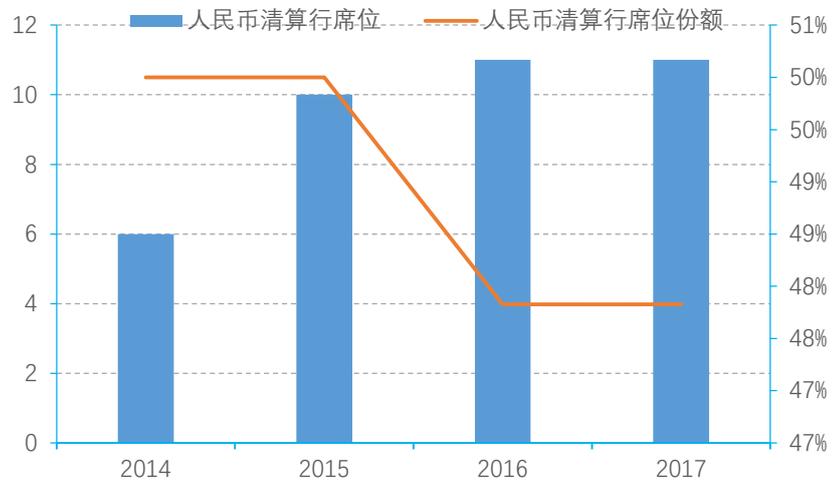
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

跨境人民币结算市场份额稳居第一。17年跨境人民币结算量3.83万亿元，境内机构跨境人民币结算量2.48万亿元，成为人民币跨境流通的主渠道。人民币结算量受全球经济、贸易融资的影响表现出一定的波动，相对而言境内机构跨境人民币结算量表现出更大的稳定性，交易量占比也提高至64.8%。我们认为，这源于中行主张“内外兼修”发展内地业务以及近年来中国企业“走出去”战略发挥效果。

跨境人民币清算量继续保持全球第一。17年中行跨境人民币清算量349.68万亿元，同比

增长 12%，成为境外央行等主权类机构、商业银行、交易所的人民币清算主渠道。中行在人民币清算领域优势显著，在全球 23 家授权人民币清算行中占有 11 席，为 121 个国家和地区的代理行客户开立跨境人民币同业往来账户 1482 户，继续保持同业第一。

图 9：2017 年中行人民币清算行席位 11 席，优势明显

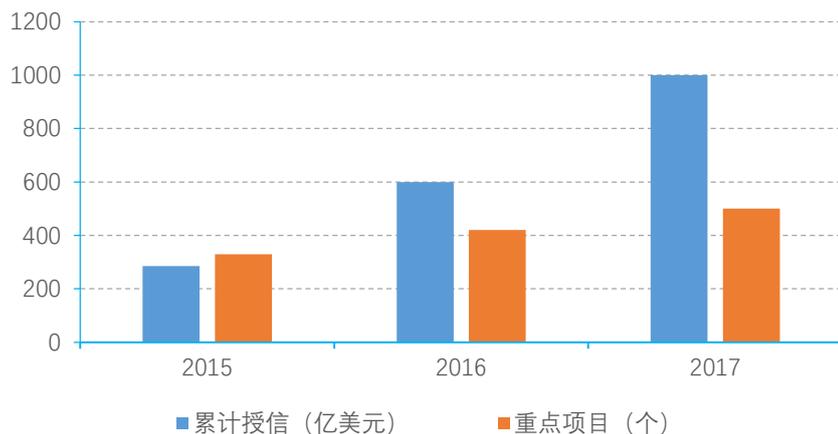


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

中行打造跨境结算网络，提升客户支付体验。2017 年，中行成功投产 CHAPS 直参行项目，成为第一家参加英镑直接清算的亚洲银行；同时参加 SWIFT 组织全球支付创新平台，推出国际汇款产品；完成 GUPP 项目总行及境内分行投产，打造行内资金清算高速通道。

中行是“一带一路”沿线布局最广耕耘最深的中资行。截至 17 年末，中行海外机构覆盖 22 个“一带一路”沿线国家，实现沿线人民币清算量 5 万亿元，跨境人民币结算 1900 亿元。同时中行跟进“一带一路”重大项目逾 500 个，提供 1000 亿美元的授信支持。我们认为，中行凭借多年精耕海外业务的先发优势，将受益于人民币国际化和一带一路的历史机遇，进一步发挥在跨境结算、跨境贸易融资、全球现金管理等领域的优势。

图 10：中行持续耕耘一带一路沿线业务



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

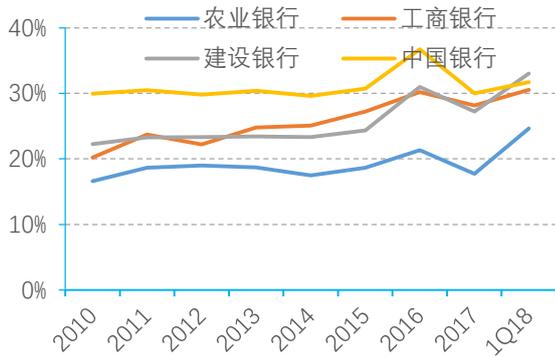
2. 非息收入占比高，多元业务齐发展

2.1. 收入结构较优，非息收入占比稳定

非息收入占比稳定，且长期居于大行前列。中行非息收入占比长期稳定在 30%左右，1Q18

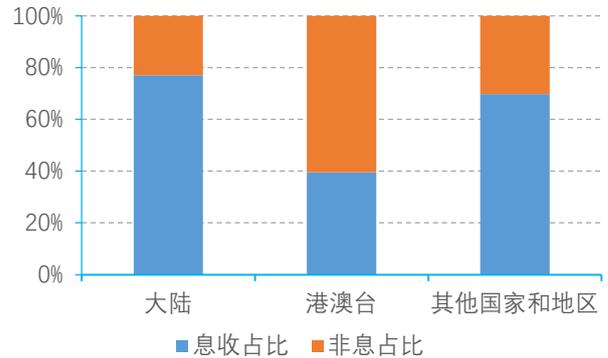
达 31.71%，略低于建行。受 2Q16 以 299.8 亿元价格一次性出售南洋商业银行的影响，当年中行投资收益及非息收入有较大的抬升。

图 11：中行非息收入占比长期居于大行前列（截至 1Q18）



资料来源：Wind，上市银行定期报告，天风证券研究所

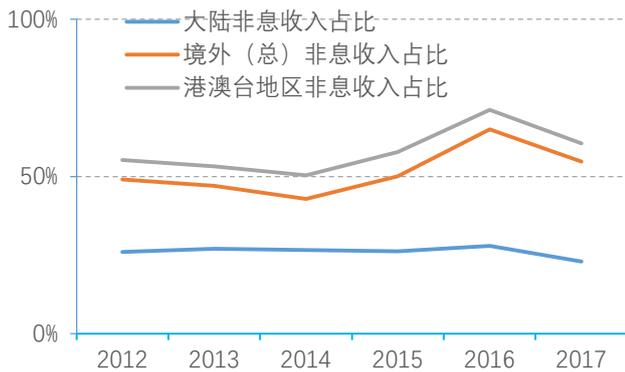
图 12：17 年中行境外业务收入中非息收入占据半壁江山



资料来源：Wind，上市银行定期报告，天风证券研究所

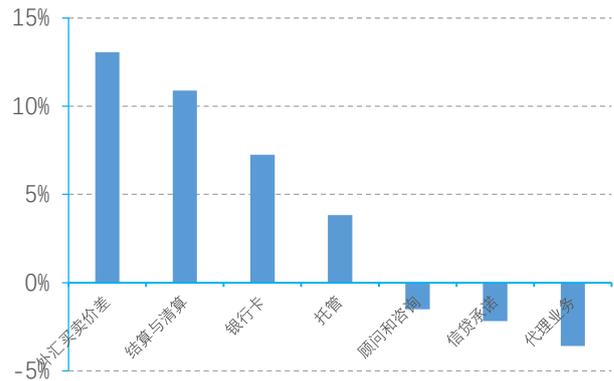
海外业务提高了集团整体非息收入占比。中行海外业务收入中，非息收入占据半壁江山，长期稳定在 50% 以上，2017 年达 54.75%。我们认为，这对于集团整体稳定且较高的非息收入占比贡献较大。

图 13：中行各区域营收中非息收入占比情况



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 14：2017 年中行外汇买卖、结算、银行卡业务收入增长较快



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

手续费及佣金收入保持稳定。2017 年中行手续费及佣金收入同比增长 0.03%，在营收中占比 18.35%。从结构来看，因代理银联 POS 业务和个人信用卡业务的发展，银行卡手续费收入占比较稳定；随着国际结算、人民币跨境结算量回暖，结算与清算和外汇买卖价差等收入同比较快增长；此外由于“减费让利”，信用承诺、顾问咨询等业务收入占比下降；受资本市场波动及保险产品监管趋严，代理业务手续费占比下降。

表 1：中行手续费及佣金结构变化

	2017	2016	2015
代理业务	23.13%	24.59%	24.26%
银行卡	25.59%	24.47%	24.00%
结算与清算	12.23%	11.30%	11.78%
信贷承诺	14.97%	15.69%	16.39%
顾问和咨询	5.57%	5.80%	5.71%
外汇买卖价差	8.02%	7.27%	7.32%

资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

2.2. 多元化经营，全方位的综合金融服务

多元化经营特色鲜明，控股十家非银商业子公司，涉足投资银行、保险、投资三大类业务。我们认为，全方位布局的子公司体系能通过向客户提供全面优质的综合化服务实现业务联动和交叉销售。

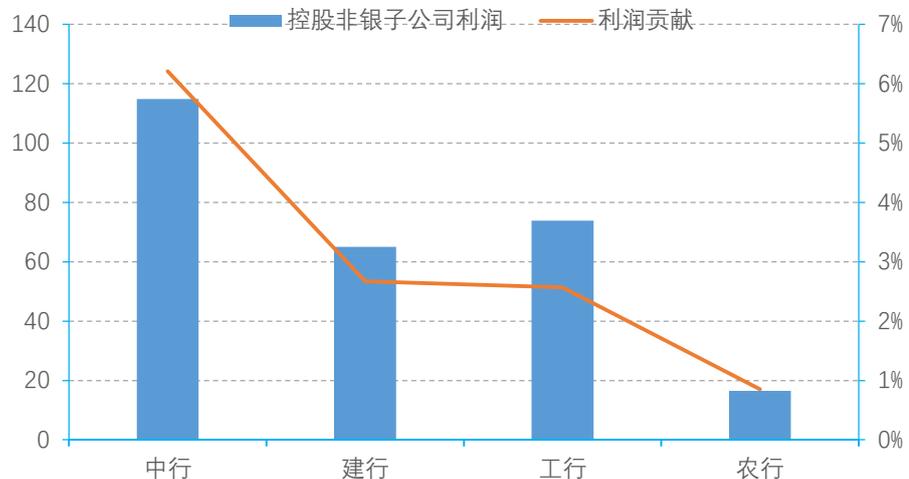
图 15：中行构建了全方位布局的非银子公司体系



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

控股非银子公司对集团利润贡献大。17 年中行控股非银子公司实现净利润 114.82 亿元，对集团利润贡献度达 6.21%，居四大行首位。我们认为，中行综合化的布局可以满足企业在“走出去”的过程中融资、托管、投资等一系列需求，未来将进一步体现“协同效应”。

图 16：中行控股非银子公司对集团利润贡献大（亿元）



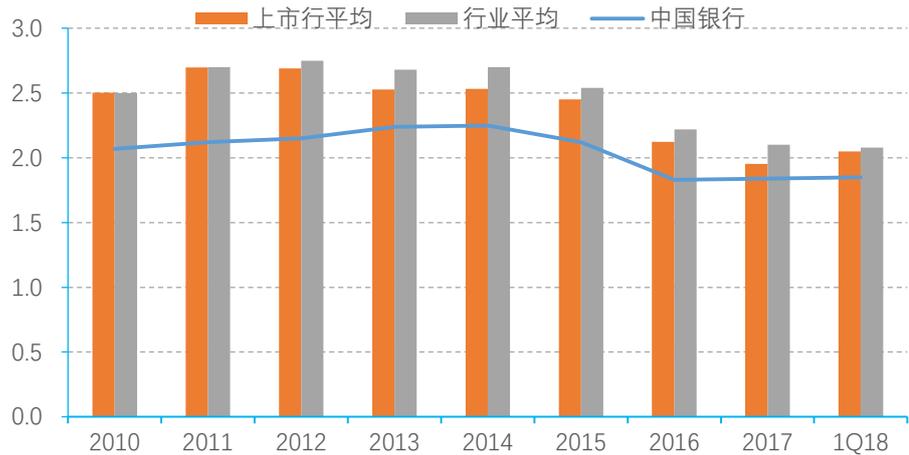
资料来源：上市银行股定期报告，天风证券研究所

3. 息差受益于海外加息，ROE 提升空间较大

净息差为四大行中偏低，低于行业平均。1Q18 中行净息差 1.85%，低于商业银行 2.08% 的均值。我们认为这与中行负债结构、议价能力较低、海外资产布局及资产结构有较大的关系。

净息差企稳。2016/2017/1Q18 净息差分别为 1.83%/1.84%/1.85%，净息差明显企稳。

图 17：中行净息差长期以来低于行业平均水平（截至 1Q18）

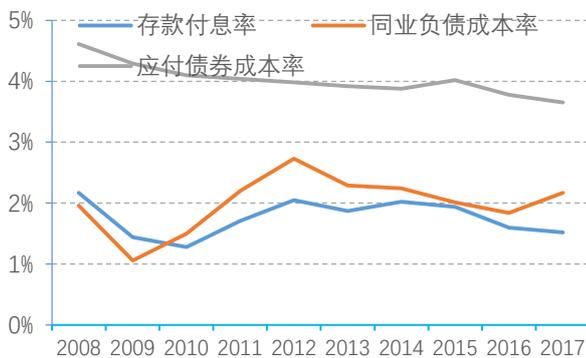


资料来源：WIND，天风证券研究所

3.1. 存款占比为大行偏低水平，但负债成本优势明显

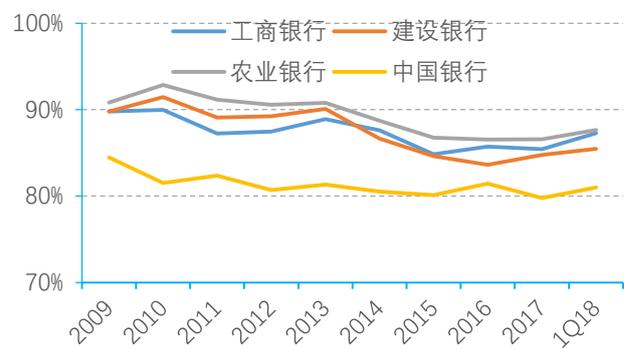
存款为低成本负债，中行存款占比在四大行中偏低。1Q18 中行的存款占比为 80.99%，而其他三大行均高于 85%。我们认为，由于中行在国内的网点布局体系相对一般，客户基础相比其他大行偏弱，存款压力较大。

图 18：存款是中行成本最低的付息负债（2017 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

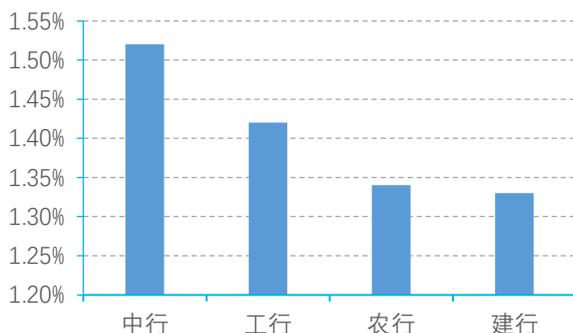
图 19：中行存款占比居四大行末位，存款压力较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

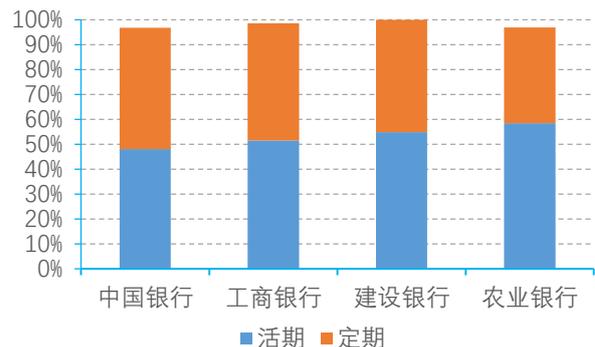
存款成本率在大行中偏高。1Q18 中行存款成本率达 1.52%，高于其他三大行。17 年中行活期存款占比 48.09%，低于上市行平均（49.21%）。我们认为，较低的活期存款占比抬升了存款成本率，从而导致负债成本率偏高。

图 20：17 年中行存款成本率居四大行首位



资料来源：Wind，天风证券研究所

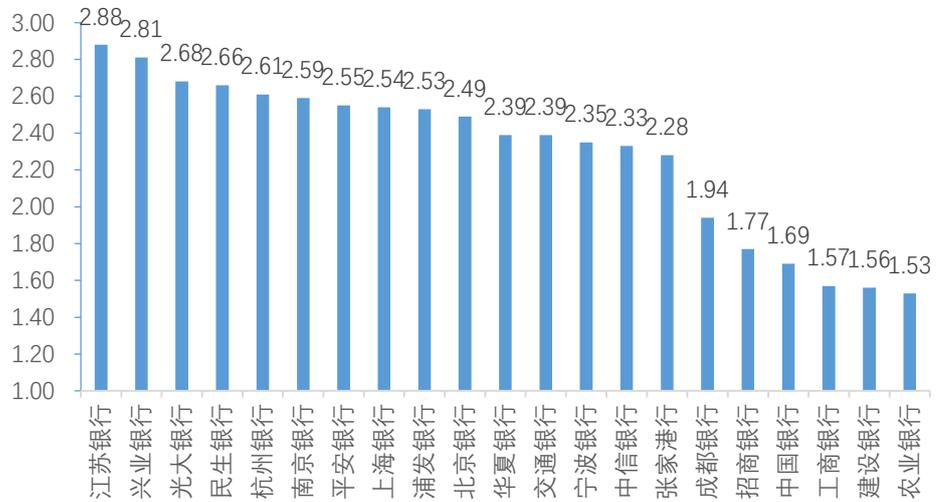
图 21：17 年中行活期存款占比低，拉高存款成本率



资料来源：Wind，天风证券研究所

负债成本优势依然显著。2017 年，中行负债成本率为 1.69%，尽管高于其他三大行，但明显低于上市银行平均，负债成本优势显著。由于存款占比为四大行中偏低水平，负债成本率在大行中偏高亦是自然。但考虑到大行负债成本显著低于行业平均，中行的负债优势依然是很大的。

图 22：2017 年中行负债成本率 1.69%，高于其他三大行但为上市银行偏低水平（%）

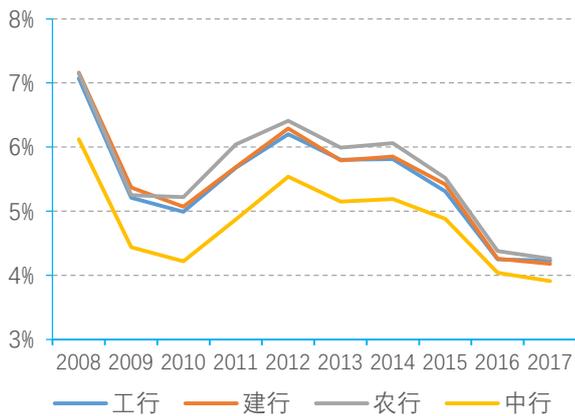


资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 外币贷款收益率低，债券投资较稳健

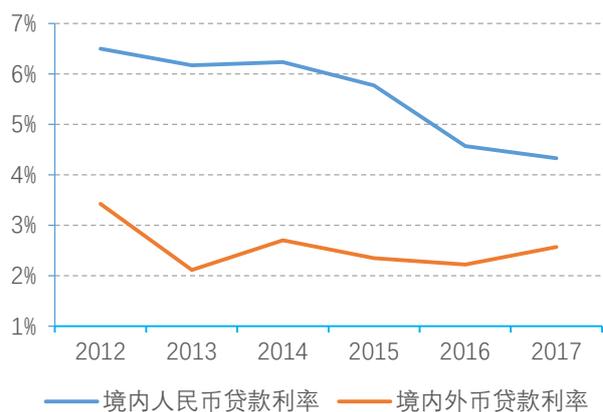
贷款收益率偏低，但和其他大行差距在逐渐收窄。长期以来，中行贷款收益率低于其他三行，17 年为 3.91%，我们认为中行的海外业务贷款利率低，拖累整体收益率。但 15 年以来，我国央行多次降息，同年 12 月美联储进入加息周期，中行海外贷款收益率回升，与其他大行差距已逐渐缩窄。18 年 3 月美联储再次加息，我们认为海外贷款收益率上行将有望带动息差回升。

图 23：中行贷款收益率偏低，但差距逐渐收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

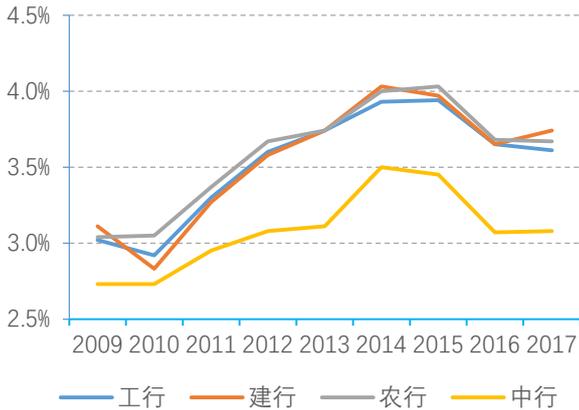
图 24：中行境内外币贷款利率回升



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

债券收益率偏低。17 年中行债券投资收益率 3.08%，低于大行平均（3.54%）和上市行平均（3.89%）。我们认为在大行资产结构相似的情况下，较低的债券收益率叠加较低的贷款收益率拉低了中行整体的资产收益水平。

图 25：中行债券收益率偏低



资料来源：Wind，天风证券研究所

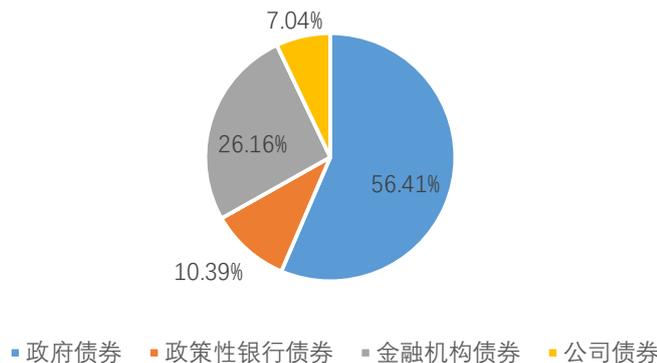
图 26：17 年末，中行政府债券投资比重高



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

债券投资较为稳健，主要投向政府债券。17 年其政府债券投资占比 56.41%，仅次于工行。政府债券、政策性银行债券、金融机构债券总占比高达 93%。我们认为，稳健的债券投资一定程度上拉低了债券收益率。

图 27：17 年中行债券投资结构，主要投向政府债券

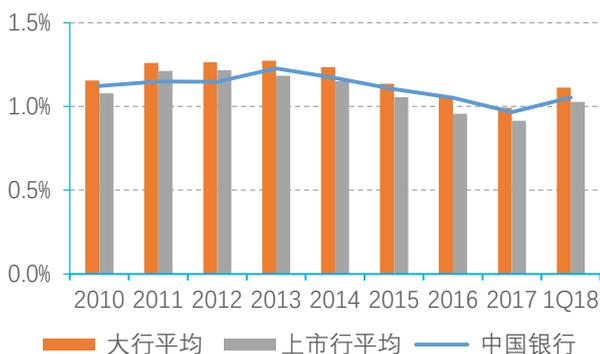


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

3.3. 净利润增速企稳，ROE 提升有空间

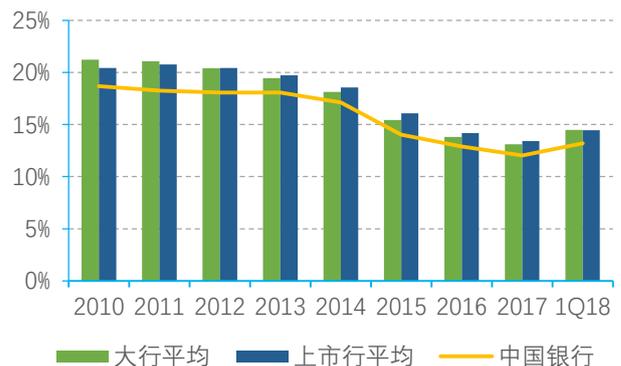
净利润增速企稳。1Q18 中行净利润增速 5.04%，我们认为，随着息差进一步回升，净利润增速将进一步回升。中行 1Q18 ROE 为 13.21%，不及上市行平均(14.45%)；1Q18 ROA1.05%，不及大行平均。

图 28：中行 ROA 表现乏力，不及大行平均



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：中行 ROE 表现乏力，不及上市行平均



资料来源：Wind，天风证券研究所

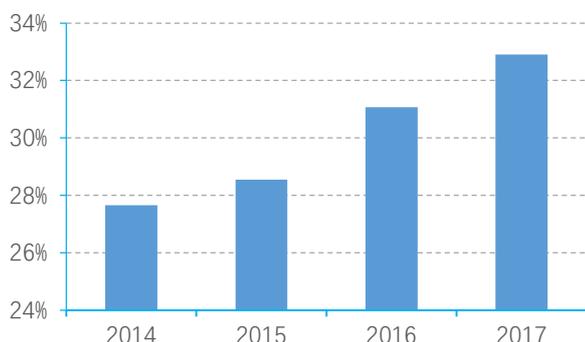
我们认为一方面持续走低的 ROE 表明中行进入相对成熟的发展阶段，同时息差不高拖累盈利能力，使得 ROE 偏弱；另一方面，由于境外（香港、美国等）主要地区处于加息周期，中行有望显著受益，ROE 有望企稳。

4. 零售业务独具匠心，金融科技助力数字化

4.1. 零售业务渐成亮点，留学服务别具一格

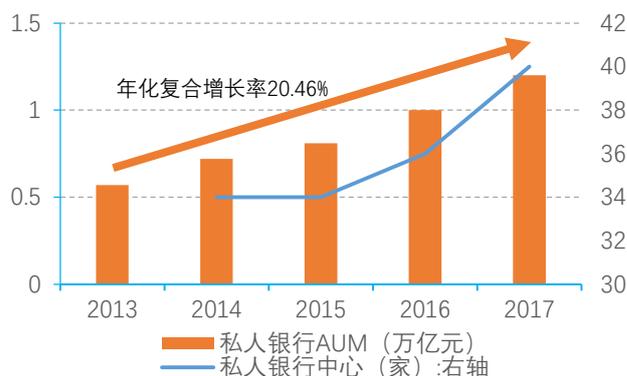
零售业务收入占营收比重逐渐上升。由于零售业务息差较高且具有一定的逆周期性，在净息差持续收窄的大背景下，中行亦提出“加强零售业务创新”的思路，大力发展零售业务。2017 年中行零售业务收入占比达 32.91%，连续四年上升。

图 30：中行零售业务收入占比逐渐上升



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 31：中行私人银行规模保持快速发展



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

财富管理和私人银行业务发展较快。17 年中行获银行业协会“年度最佳私人银行奖”，围绕私人银行客户需求，推出家族信托嵌套全权委托、保险金信托、慈善信托等业务；完善“中银私享荟”平台，升级高净值客户专享服务体系。截至 17 年末，设立理财中心 7746 家、财富管理中心 1022 家、私人银行中心 40 家，私人银行 AUM 1.2 万亿元，近四年年化复合增长率 20%。

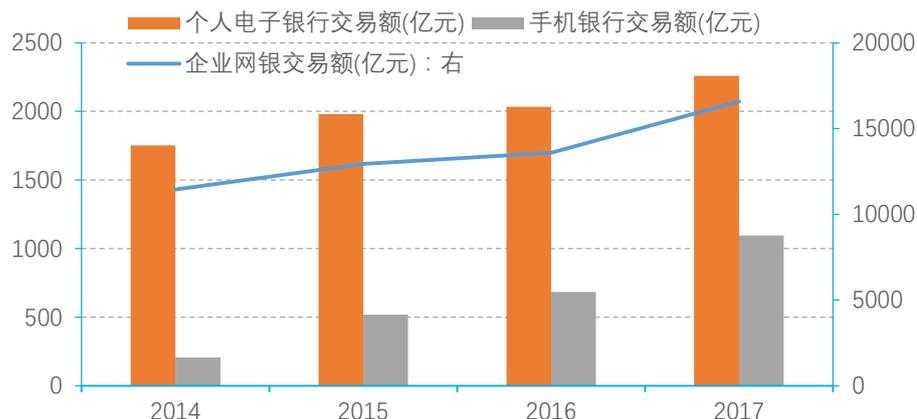
依托自身优势，发展留学金融服务。中行出国见证开户服务已覆盖北美洲、欧洲、亚洲、澳洲等 18 个国家和地区，打造美国“美好前程”、英国“金色年华”“英伦管家”、加拿大“加国家”、澳大利亚“流金岁月”、新加坡“扬帆狮城”留学服务品牌。

4.2. 推进网点智能化，建设移动金融门户

投放智能柜台加大，提升客户体验。截至 17 年末，中行境内 8526 家网点投放使用智能柜台，网点覆盖率达 80%；智能柜台数量同比大增 63 倍，达到 16235 台；全年实施 12 次智能柜台迭代升级。

电子金融渠道发展提速。2017 年，中行电子渠道交易金额达 192.40 万亿元，同比增长 19.73%，电子渠道对网点业务的替代率达 94.19%，其中手机银行交易金额达 10.97 万亿元，同比增长 60.25%，年化复合增长率 74.75%，成为个人客户非常活跃的线上交易渠道。

图 32：中行网络金融渠道业务量高速增长



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

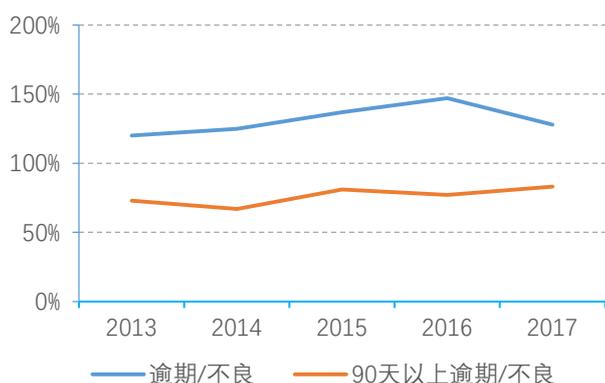
5. 资产质量持续改善，资本较充足

5.1. 不良认定严格，资产质量企稳

不良贷款认定标准严格，风险暴露较为充分。一般来说，逾期贷款是不良贷款的先行指标，逾期贷款与不良贷款的比例表明银行不良贷款的认定标准的严格程度，比例越小，表明逾期贷款中被认定为不良贷款的比例越高。16 年以来中行逾期贷款与不良资产比例持续走低，表明对不良贷款的认定趋严。17 年，逾期/不良贷款的值接近近年来低位 120%。同时，中行大于 90 天逾期/不良常年低于 100%，17 年末为 83%，居同业前列，不良认定严格。

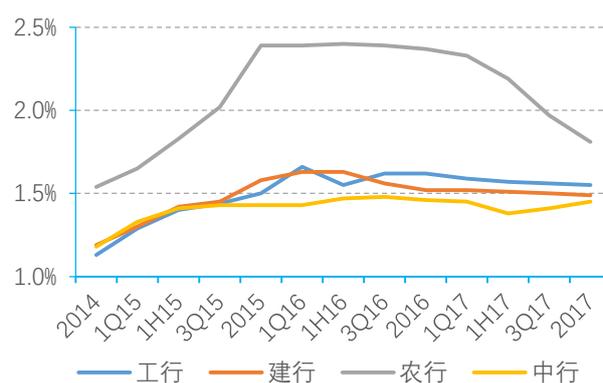
不良贷款率保持同业较低。2013 年以来，随着经济下行压力加大，中行不良贷款率快速攀升，3Q16 达到峰值 1.48%，但依然保持在四大行最低水平。我们认为，随着经济回暖及不良贷款核销，中行的不良贷款率有望进一步下降。

图 33：中行不良认定标准严格



资料来源：WIND，天风证券研究所

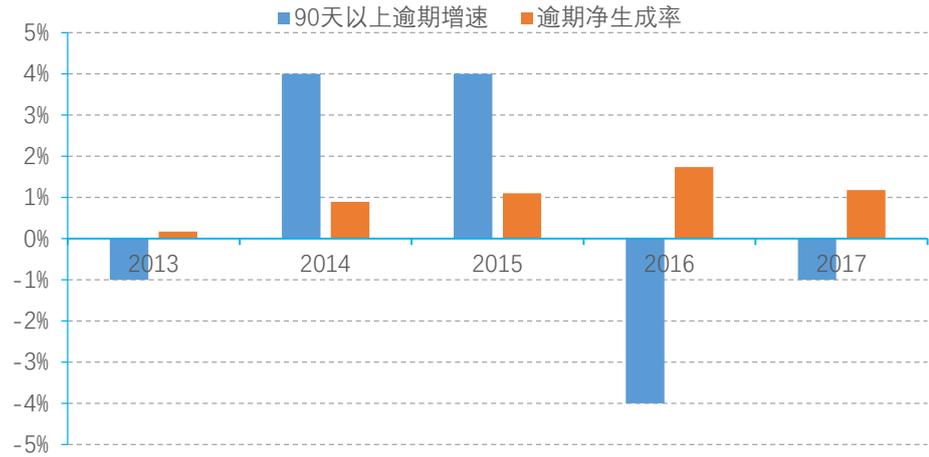
图 34：中行不良贷款率为四大行最低水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

16 年以来，资产质量企稳向好。逾期贷款作为不良贷款的前瞻指标，预示着未来资产质量的变化。2016 年以来，中行 90 天以上逾期贷款负增长，且 17 年逾期净生成率微降至 1.18%，我们认为，中行的资产质量处于改善通道中。

图 35：中行逾期净生成率下降，90 天以上逾期同比负增长

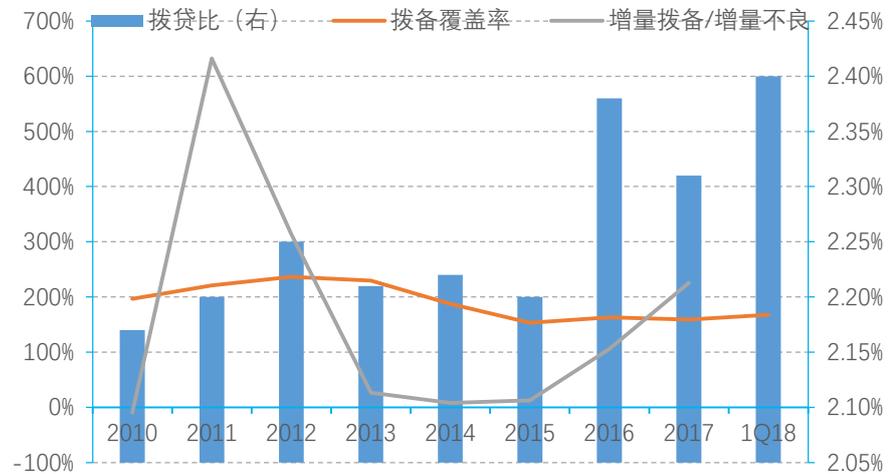


资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

5.2. 拨备计提充足，拨备压力不大

拨备覆盖率保持稳定，增量拨备/增量不良稳步上升，拨备压力减小。1Q18，拨备覆盖率为 167%，已超过传统的 150% 的标准线，同时拨贷比达 2.4%。根据《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求通知》，拨备覆盖率监管要求由 150% 调整为 120%-150%。我们认为，中行增量拨备/增量不良提升+拨备新规双作用下，拨备计提压力减小。

图 36：中行拨备计提较为充足，增量拨备/增量不良显著回升

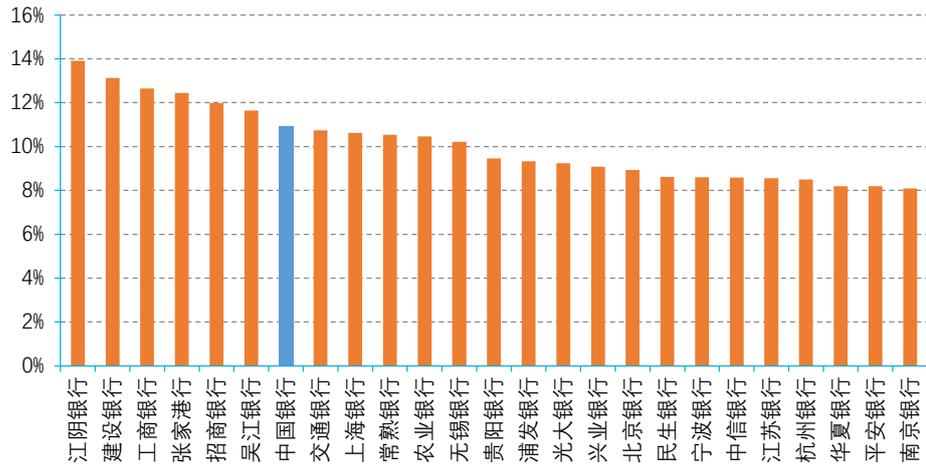


资料来源：WIND，天风证券研究所

5.3. 资本充足，压力不大

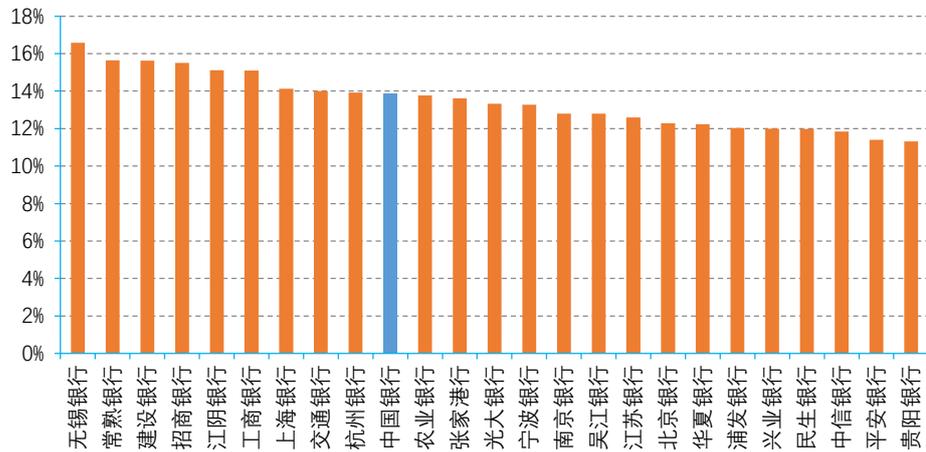
资本充足率较高，资本压力不大。近年来，中行核心一级资本充足率稳定在 11% 左右，1Q18 为 10.94%；资本充足率稳定在 14% 左右，1Q18 为 13.87%，均超过监管要求。我们认为，当前中行资本充足率，资本补充必要性不高。同时需要也要谨慎看待未来资本约束资产扩张的可能性。

图 37：17 年中行核心一级资本充足率，资本压力不大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：17 年中行资本充足率达 13.87%，资本压力不大



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 投资建议：受益海外加息，价值低估的国际化大行

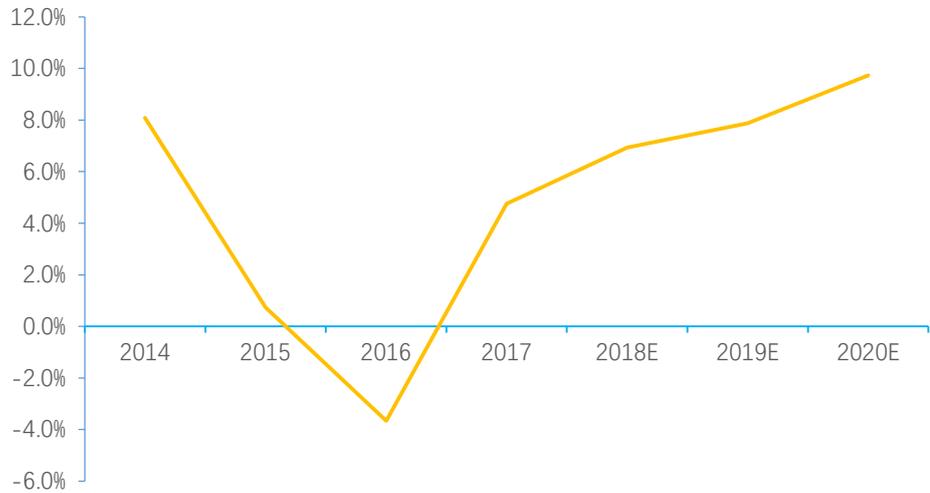
海外业务占比高，国际化大行。截至 18 年 3 月末，中行资产规模达 20.16 万亿元，资产规模领先，超过摩根大通银行（2.61 万亿美元）和 HSBC（2.65 万亿美元）。2017 年中行 ROE 为 12.24%，亦高于同期摩根大通银行的 9.59%和 HSBC 的 5.91%ROE 水平。2017 年中行海外营收达 1181.46 亿元，海外营收占比达 24.45%，显著高于其他三大行；海外业务税前利润高达 665 亿元，占集团利润 29.86%。**同时随着人民币国际化和“一带一路”战略的发展，有望在清算结算领域进一步发挥作用**

息差迎拐点，有望走阔。中行负债以存款为主（占比超 80%），存款活期占比近半，17 年负债成本率 1.69%，负债成本尽管高于其他三大行但优势依然显著。2016/2017/1Q18 净息差分别为 1.83%/1.84%/1.85%，净息差明显企稳。由于海外占比较高，**净息差有望在美联储加息周期中改善。**

不良拐点明确，资产质量有望持续改善。中行逾期 90 天以上/不良常年低于 100%，17 年末为 83%，居同业前列，不良认定严格。逾期贷款率明显下降，已由 16 年末的 2.15%下降至 17 年末的 1.86%，**逾期贷款作为资产质量的前瞻指标，这意味着中行未来资产质量将进一步改善。**

基于 1) 资产规模稳健增长 (增速 7.5%左右); 2) 存贷款利率保持平稳, 18 年净息差同比上升 5BP; 3) 经济平稳, 资产质量改善, 但主动加大拨备计提力度等假设, 我们预测中行净利润增速将平稳上升, 2018/2019 年将达 6.9%/7.9%。

图 39: 预测中行 2018/2019 年归母净利润增速将达 6.9%/7.9%



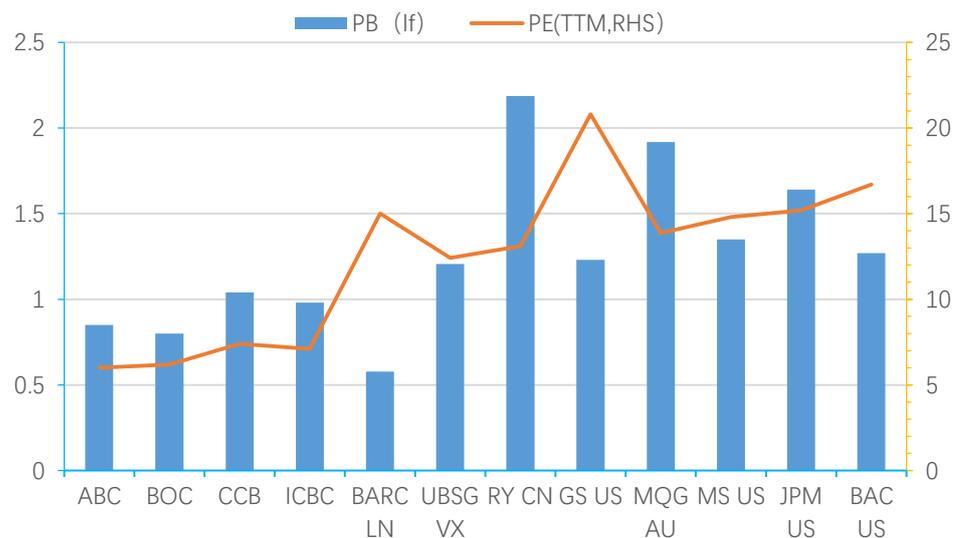
资料来源: WIND, 天风证券研究所

价值低估的国际化大行。中行作为国际化大行, 其估值水平显著低于世界主要上市银行。当前, 中行 PB 估值仅 0.68 倍 18PB, 与之对标的美国上市银行-摩根大通银行 PB (lf) 达 1.64 倍, 美国银行则为 1.27 倍 PB (lf); 中行 18PE 估值仅 5.7 倍, 显著低于全球主要大行估值, 平均约 14 倍 PE。

考虑到中行息差与不良拐点明确, 业绩向好; 在强监管环境下, 中行作为行业龙头及国际化程度高的中资大行, 未来发展空间仍然非常大。我们认为, 中行 ROE 超过 12%, 显著高于与之对标的美国银行约 8% 的 ROE 水平, 价值严重低估, 中行合理估值看 1.0 倍 18PB。

首次覆盖, 给予中行买入评级, 目标估值 1.0 倍 18PB, 对应目标价 5.20 元/股, 较当前约 46% 上行空间。

图 40: 全球主要上市银行估值对比 (As of May, 2018)



资料来源: WIND, BLOOMBERG, 天风证券研究所

7. 风险提示

- 1) 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化；
- 2) 监管趋严超预期，对市场情绪带来负面影响。

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长					
净利息收入	3060	3384	3742	4102	4464	净利润增速	-3.7%	4.8%	6.9%	7.9%	9.7%
手续费及佣金	887	887	976	1073	1180	拨备前利润增速	7.1%	-0.1%	11.4%	11.3%	10.2%
其他收入	889	562	546	600	660	税前利润增速	-4.0%	0.2%	10.4%	13.0%	9.2%
营业收入	4836	4833	5263	5776	6305	营业收入增速	2.0%	-0.1%	8.9%	9.7%	9.2%
营业税及附加	(98)	(47)	(32)	(35)	(38)	净利息收入增速	-6.9%	10.6%	10.6%	9.6%	8.8%
业务管理费	(1358)	(1370)	(1397)	(1439)	(1482)	手续费及佣金增速	-4.1%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	3380	3416	3835	4302	4785	营业费用增速	1.2%	0.8%	2.0%	3.0%	3.0%
计提拨备	(891)	(882)	(1005)	(1077)	(1214)	规模增长					
税前利润	2224	2229	2462	2782	3037	生息资产增速	9.2%	7.7%	7.7%	7.1%	7.2%
所得税	(384)	(379)	(492)	(668)	(729)	贷款增速	9.2%	9.3%	8.0%	7.0%	7.0%
净利润	1646	1724	1844	1989	2182	同业资产增速	16.7%	-9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	10.5%	14.6%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	99734	108966	117683	125921	134735	其他资产增速	-8.2%	-1.2%	28.3%	17.0%	15.2%
同业资产	11765	10605	10605	10605	10605	计息负债增速	8.6%	7.7%	8.2%	6.6%	6.5%
证券投资	39729	45547	50102	55112	60623	存款增速	10.3%	5.6%	7.0%	6.0%	6.0%
生息资产	173944	187394	201779	216197	231750	同业负债增速	-22.1%	11.7%	10.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	9922	9803	12575	14711	16942	股东权益增速	9.5%	6.0%	9.0%	12.8%	12.4%
总资产	181489	194674	211661	227983	245439		11.5%	7.9%			
客户存款	129397	136579	146140	154908	164203	存款结构					
其他计息负债	29527	34603	39061	42557	46091	活期	47.2%	48.1%	48.09%	48.09%	48.09%
非计息负债	7693	7725	9271	11125	13350	定期	49.8%	48.7%	48.66%	48.66%	48.66%
总负债	166618	178907	194472	208590	223643	其他	3.0%	3.2%	3.24%	3.24%	3.24%
股东权益	14871	15767	17189	19393	21796	贷款结构					
每股指标						企业贷款(不含贴现)	62.9%	62.3%	58.34%	58.34%	58.34%
每股净利润(元)	0.56	0.59	0.63	0.68	0.74	个人贷款	34.1%	36.0%	41.01%	41.01%	41.01%
每股拨备前利润(元)	1.15	1.16	1.30	1.46	1.63	资产质量					
每股净资产(元)	4.46	4.74	5.20	5.90	6.67	不良贷款率	1.46%	1.45%	1.37%	1.34%	1.33%
每股总资产(元)	61.65	66.13	71.90	77.44	83.37	正常	95.42%	95.64%	97.14%	97.19%	97.24%
P/E	6.35	6.06	5.67	5.25	4.79	关注	3.11%	2.91%	2.86%	2.81%	2.76%
P/PPOP	3.09	3.06	2.73	2.43	2.18	次级	0.61%	0.54%			
P/B	0.80	0.75	0.68	0.60	0.53	可疑	0.37%	0.42%			
P/A	0.06	0.05	0.05	0.05	0.04	损失	0.48%	0.49%			
利率指标						拨备覆盖率	162.82%	159.18%	167.34%	173.28%	181.94%
净息差(NIM)	1.84%	1.87%	1.92%	1.96%	1.99%	资本状况					
净利差(Spread)	1.69%	1.70%	1.70%	1.72%	1.74%	资本充足率	14.28%	14.19%	14.14%	14.09%	14.06%
贷款利率	4.04%	3.91%	3.91%	3.96%	4.01%	核心资本充足率	11.37%	11.15%	11.32%	11.47%	11.64%
存款利率	1.60%	1.52%	1.42%	1.42%	1.42%	资产负债率	91.81%	91.90%	91.88%	91.49%	91.12%
生息资产收益率	3.38%	3.39%	3.39%	3.41%	3.43%	其他数据					
计息负债成本率	1.69%	1.69%	1.69%	1.71%	1.73%	总股本(亿)	2943.88	2943.88	2943.88	2943.88	2943.88
盈利能力											
ROAA	1.05%	0.98%	0.97%	0.96%	0.98%						
ROAE	13.08%	12.73%	12.60%	12.17%	11.80%						
拨备前利润率	1.93%	1.82%	1.89%	1.96%	2.02%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com