

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

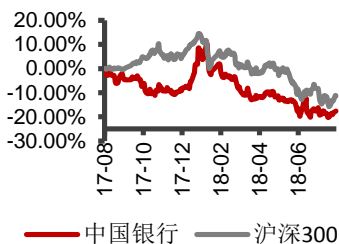
电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	294,388
流通股本(百万股)	210,766
市价(元)	3.53
市值(百万元)	1,005,805
流通市值(百万元)	744,002

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中国银行 1 季报点评：负债稳定，增速平稳
- 2 中国银行 17 年报拆解：稳健增长，关注负债端

公司盈利预测及估值

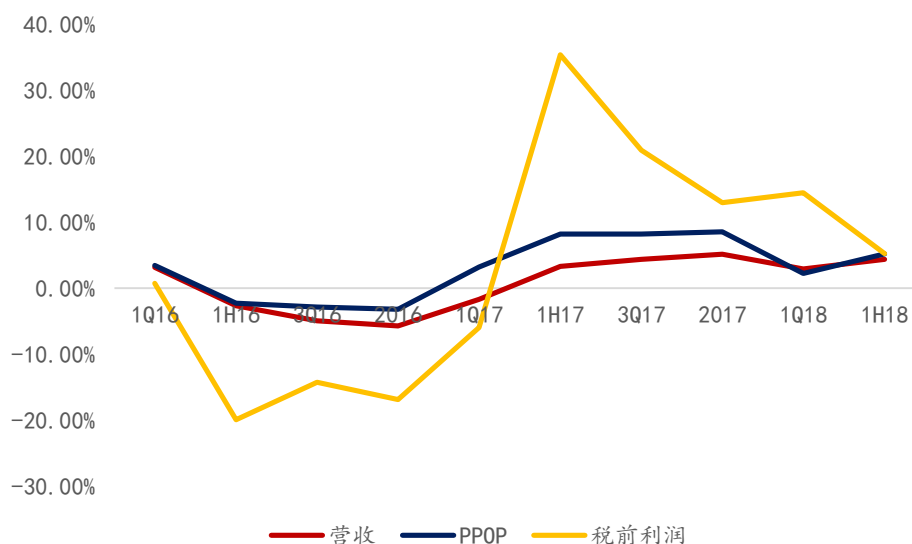
指标	2015A	2016A	2017	2018E	2019E
营业收入(百万元)	450,597	454,713	452,029	481,645	518,291
增长率 yoy%	3.4%	0.9%	-0.6%	6.6%	7.6%
净利润	170,845	164,578	172,407	181,687	194,283
增长率 yoy%	0.7%	-3.7%	4.8%	5.4%	6.9%
每股收益(元)	0.56	0.54	0.56	0.59	0.64
净资产收益率	14.12%	12.94%	12.08%	11.63%	11.22%
P/E	6.32	6.64	6.33	5.99	5.59
PEG	-	-	-	-	-
P/B	0.87	0.80	0.75	0.67	0.61

备注：

投资要点

- **中报亮点：1、营收增速有修复，同比+4.4%，较一季度同比 2.9%有提升。2、息差环比回升 5bp、由资产结构优化、负债付息平稳共同推动。3、成本收入比同比下降。单季年化成本收入比 26.5%，同比下降 1.51 个百分点。4、核心一级资本充足率提升，实现内生性增长。1H18 核心一级资本充足率 10.99%，环比提升 5bp。中报不足：1、手续费依旧较弱，同比-2%，较一季度增速继续下滑。2、拨备对不良的覆盖能力下降，1H18 拨备覆盖率 164.79%，环比降低 2.63 个百分点。**
- **营收、PPOP 有修复、同比增速较 1 季度回升，税后利润增速下滑，拨备计提力度有加大。1Q18、1H18 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 2.9%/4.4%、2.2%/5.2%、14.5%/5.3%（剔除了出售南洋、集友银行一次性收益影响）。**
- **1H18 业绩同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、息差、税收。负向贡献因子为非息、成本、拨备。细看各因子贡献变化情况，边际对业绩贡献改善的是：1、非息收入、成本继续负向贡献业绩，但程度较一季度放缓。2、税收转正向贡献业绩、免税收入增加。边际贡献减弱的是：1、规模增速较一季度有放缓。2、净息差正向贡献业绩，但较一季度放缓。3、加大拨备计提力度，拨备负向贡献业绩。**
- **投资建议：公司 2018E、2019E PB 0.67X/0.61X；PE 5.99X/5.59X（国有银行 PB 0.79X/0.69X；PE 6.27X/5.89X），公司经营稳健，海内外布局增强抗风险能力。公司估值安全边际高，建议积极关注。**
- **风险提示：经济下滑超预期。**

- **中报亮点：1、营收增速有修复**，同比+4.4%，较一季度同比 2.9%有提升。**2、息差环比回升 5bp**、由资产结构优化、负债付息平稳共同推动。**3、成本收入比同比下降**。单季年化成本收入比 26.5%，同比下降 1.51 个百分点。**4、核心一级资本充足率提升，实现内生性增长**。1H18 核心一级资本充足率 10.99%，环比提升 5bp。**中报不足：1、手续费依旧较弱**，同比-2%，较一季度增速继续下滑。**2、拨备对不良的覆盖能力下降**，1H18 拨备覆盖率 164.79%，环比降低 2.63 个百分点。
- **营收、PPOP 有修复、同比增速较 1 季度回升**，税后利润增速下滑，拨备计提力度有加大。1Q18、1H18 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 2.9%/4.4%、2.2%/5.2%、14.5%/5.3%（剔除了出售南洋、集友银行一次性收益影响）。

图表：中行业绩同比增速


资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1H18 业绩同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、息差、税收。负向贡献因子为非息、成本、拨备**。细看各因子贡献变化情况，**边际对业绩贡献改善的是**：1、非息收入、成本继续负向贡献业绩，但程度较一季度放缓。2、税收转正向贡献业绩、免税收入增加。**边际贡献减弱的是**：1、规模增速较一季度有放缓。2、净息差正向贡献业绩，但较一季度放缓。3、加大拨备计提力度，拨备负向贡献业绩。

图表：中行业绩增长拆分（累积同比）

	1H17	3Q17	2017	1Q18	1H18
规模增长	9.9%	8.8%	8.4%	7.1%	6.0%
净息差扩大	-3.3%	0.9%	2.2%	2.4%	1.1%
非息收入	-13.5%	-12.7%	-11.2%	-11.3%	-5.2%
成本	0.1%	0.3%	0.5%	-2.4%	-0.2%
拨备	15.1%	6.8%	0.4%	9.0%	-0.6%
税收	-5.3%	-1.8%	0.3%	-1.0%	3.4%

来源：公司财报，中泰证券研究所

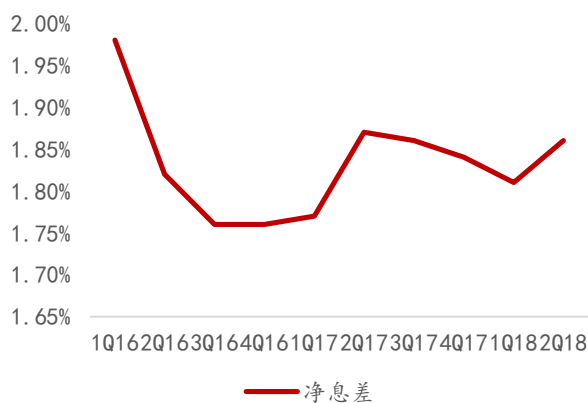
图表：中行业绩增长拆分（单季环比）

	1H17	3Q17	2017	1Q18	1H18
规模增长	3.7%	1.4%	0.0%	1.8%	2.1%
净息差扩大	6.3%	-0.7%	-0.9%	-2.1%	3.2%
非息收入	-14.7%	-5.0%	3.3%	5.4%	-2.7%
成本	-2.6%	-5.1%	-5.2%	12.3%	2.0%
拨备	24.6%	-24.5%	-32.3%	91.0%	5.1%
税收	2.5%	8.0%	2.1%	-33.6%	11.7%

来源：公司财报，中泰证券研究所

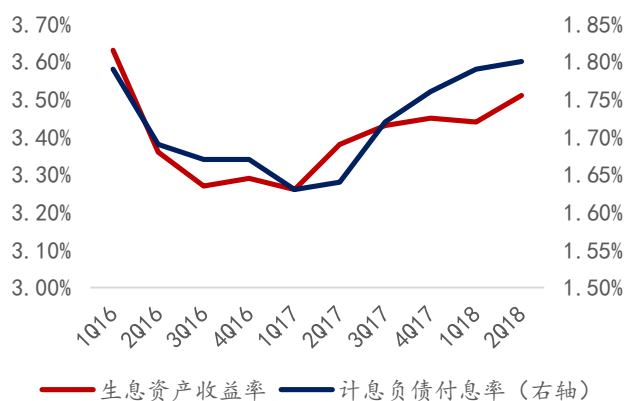
- 息差回升推动净利息收入环比增长 5.3%**，生息资产环比+0.9%，测算的时点净息差环比上升 5bp。息差的回升得益于资产负债端的共同驱动。资产端收益率环比上行 7bp，负债端则平稳微升 1bp。**资产端或受益于结构因素**，高收益贷款占比较一季度提升 0.9 个百分点、同时较低收益的同业资产压降。**负债端则是存款利率的稳定**，1H18 半年度日均存款付息率 1.62%，较 17 年全年日均仅上升 9bp。

图表：中行单季年化净息差



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中行生息资产收益率/计息负债付息率



来源：公司财报，中泰证券研究所

- 资产端传统信贷高增、同业压降**。2 季度生息资产环比 0.9%、贷款环比 2.4%，债券投资环比+1.8%，同业资产环比下降 9.1 个百分点。**1、今年上半年新增贷款稍偏向对公**，新增对公占比 53%，上半年金融业贷款投放较多，新增占比 18%；基建类保持平稳高占比。**2、新增个贷仍以按揭为主**，新增个贷中的 95%均投向住房按揭贷款。

图表：中国银行资产结构

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18	1H18
贷款比例	57.0%	56.9%	57.8%	58.1%	57.5%	58.3%
——对公贷款/贷款		63.7%		62.3%		63.5%
——个人贷款/贷款		34.5%		36.0%		36.5%
债券投资比例	22.9%	23.2%	23.7%	24.3%	24.4%	24.6%
同业比例	6.5%	6.4%	6.3%	5.7%	6.8%	6.1%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中国银行新增贷款结构（比年初）

	1H17	2017	1H18
制造业	12.0%	5.7%	0.2%
建筑业	3.7%	1.5%	3.7%
采掘业	0.4%	-1.6%	-1.7%
房地产业	9.5%	7.6%	8.3%
交通运输、仓储和邮政业	7.1%	7.4%	7.5%
电力、燃气及水的生产和供应企业	5.0%	8.8%	5.0%
金融业	-12.9%	-15.2%	17.7%
租赁和商务服务业	34.0%	26.4%	9.0%
水利、环境和公共设施管理业	-1.7%	0.1%	3.3%
卫生、社会保障和社会服务业	0.6%	1.1%	-0.6%
其它	1.8%	2.1%	1.1%
对公贷款	59.5%	43.7%	53.4%
个人按揭贷款	33.2%	46.1%	42.9%
信用卡	5.2%	7.8%	2.8%
消费及经营性贷款	2.1%	2.4%	0.9%
个人贷款	40.6%	56.3%	46.6%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 存款占比在高位稍有下降，结构性存款占比提升。** 二季度计息负债环比增长 0.6 个百分点，存款余额基本持平一季度，同业负债环比+3.1%，发债环比+3%。其中存款占比计息负债环比微降 0.5 个百分点至 80.5%。1、存款期限结构看，活期占比微降 0.3 个百分点。结构性存款占比年初提升 1.2 个百分点至 4%。2、从客户结构看，加回结构性存款的个人存款占比有提升。

图表：中国银行负债结构

	1Q17	1H17	3Q17	2017	1Q18	1H18
存款比例	82.5%	80.3%	80.9%	79.8%	81.0%	80.5%
同业负债比例	15.2%	17.1%	16.3%	17.3%	16.1%	16.5%
发债比例	2.3%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：中国银行存款结构

	1H17	2017	1H18
活期	48.0%	48.1%	47.8%
定期	46.3%	45.9%	45.4%
居民	42.2%	41.5%	41.3%
企业	52.1%	52.5%	52.0%
对公结构性存款	1.8%	1.6%	1.8%
个人结构性存款	0.8%	1.2%	2.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 净非息收入受净手续费和净其他非息共同影响同比负增，1Q18、1H18 同比-23.8%、-10.8%，占比营收 26.4%、25.4%。**
 - 净手续费同比-2%，**较一季度增速继续下滑，占比营收 20.4%。中行净手续费收入结构中占比最高的为银行卡手续费和代理服务收入，1H18 分别占比 23%、26%。信贷承诺、外汇买卖价差、顾问咨询费同比下降较多。
 - 净其他非息收入 1H18 同比下降 34.5%，**剔除去年一季度出售集友银行的投资收益后净其他非息同比-6%，主要为汇兑净损益收入仍然较弱。

图表：中行手续费拆解

	结构占比			同比增速		
	1H17	2017	1H18	1H17	2017	1H18
净手续费收入				2.8%	0.0%	-2.0%
手续费及佣金收入				4.3%	2.5%	-1.3%
汇款及结算	12.9%	12.2%	14.3%	17.6%	10.9%	9.7%
代理服务(基金与资产管理代销)	22.4%	23.1%	22.6%	-10.8%	-3.6%	-0.2%
信贷承诺及贷款业务佣金	15.9%	15.0%	13.7%	0.5%	-2.2%	-15.4%
银行卡手续费	22.6%	25.6%	26.1%	4.8%	7.3%	13.6%
外汇买卖价差收入	7.8%	8.0%	7.0%	21.1%	13.1%	-11.3%
顾问和咨询费	8.5%	5.6%	5.2%	33.6%	-1.5%	-40.5%
托管及其他受托业务佣金	3.3%	3.5%	3.5%	1.8%	3.8%	4.5%
手续费及佣金支出				20.2%	25.4%	5.7%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- 成本收入比同比下降。**单季年化成本收入比 26.5%，同比下降 1.51 个百分点。业务及管理费增长稳健，1H18 管理费同比增长 2.9%（一季度同比 5.6%）。
- 资产质量平稳。**
 - 不良率环比持平，不良净生成有减少：**不良率 1.43%，较上一季度持平。我们测算的单季年化不良净生成 0.52%，环比下降 62bp。
 - 逾期率有上升，逾期 90 天以上占比不良有下降：**1H18 逾期率 2.41%，较年初上升 0.55 个百分点。逾期 90 天以上占比不良 80.66%，较 2017 年下降 2.31 个百分点。
 - 关注类占比平稳：**1H18 关注类占比 2.93%、较年初微升 2bp。
 - 拨备对不良的覆盖能力有下降，**1H18 拨

备覆盖率 164.79%，环比降低 2.63 个百分点。拨贷比 2.36%，环比降低 4bp。

- **核心一级资本充足率提升，实现内生性增长。**1H18 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.99%、11.82%、13.78%，环比提升 5bp、4bp、-9bp。风险加权资产环比增长 0.8 个百分点。
- **前十大股东变动情况：1、增持：**第三、六大股东证金公司、陆股通分别增持 0.14%、0.03%至 2.91%、0.18%；**2、减持：**香港中央结算(代理人)有限公司减持 0.01%至 27.82%；中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪减持 0.01%至 0.06%；**3、新进：**中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品新进至 0.06%。
- **投资建议：**公司 2018E、2019E PB 0.67X/0.61X；PE 5.99X/5.59X（国有银行 PB 0.79X/0.69X；PE 6.27X/5.89X），公司经营稳健，海内外布局增强抗风险能力。公司估值安全边际高，建议积极关注。
- **风险提示：**经济下滑超预期。

图表：中国银行盈利预测表

每股指标	2016A	2017A	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
PE	6.64	6.33	5.99	5.59	净利息收入	306,048	338,389	368,726	401,972
PB	0.80	0.75	0.67	0.61	手续费净收入	88,664	88,691	90,465	94,988
EPS	0.54	0.56	0.59	0.64	营业收入	454,713	452,029	481,645	518,291
BVPS	4.46	4.74	5.35	5.87	业务及管理费	(135,820)	(136,963)	(139,677)	(148,750)
每股股利	0.17	0.18	0.19	0.20	拨备前利润	311,484	311,064	328,659	354,920
盈利能力	2016A	2017A	2018E	2019E	拨备	(89,072)	(88,161)	(91,749)	(102,650)
净息差	1.84%	1.87%	1.88%	1.87%	税前利润	222,412	222,903	236,910	252,270
贷款收益率	4.10%	3.97%	4.10%	4.10%	税后利润	184,051	184,986	194,266	206,862
生息资产收益率	3.40%	3.45%	3.50%	3.51%	归属母公司净利润	164,578	172,407	181,687	194,283
存款付息率	1.62%	1.54%	1.58%	1.58%	资产负债表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
计息负债成本率	1.70%	1.72%	1.79%	1.81%	贷款总额	9,973,362	10,896,558	12,040,697	13,304,970
ROAA	1.05%	0.98%	0.95%	0.92%	债券投资	3,972,884	4,554,722	5,010,194	5,511,214
ROAE	12.94%	12.08%	11.63%	11.22%	同业资产	1,176,482	1,060,456	1,071,061	1,092,482
成本收入比	29.87%	30.30%	29.00%	28.70%	生息资产	17,394,368	18,739,350	20,583,109	22,517,493
业绩与规模增长	2016A	2017A	2018E	2019E	资产总额	18,148,889	19,467,424	21,451,828	23,404,960
净利息收入	-6.88%	10.57%	8.97%	9.02%	存款	12,939,748	13,657,924	14,477,399	15,346,043
营业收入	0.91%	-0.59%	6.55%	7.61%	同业负债	2,590,413	2,961,151	3,553,381	4,264,057
拨备前利润	7.10%	-0.13%	5.66%	7.99%	发行债券	362,318	499,128	673,823	795,111
归属母公司净利润	-3.67%	4.76%	5.38%	6.93%	计息负债	15,892,479	17,118,203	18,704,603	20,405,212
净手续费收入	-4.05%	0.03%	2.00%	5.00%	负债总额	16,661,797	17,890,745	19,689,056	21,479,170
贷款余额	9.17%	9.26%	10.50%	10.50%	股本	294,388	294,388	294,388	294,388
生息资产	9.16%	7.73%	9.84%	9.40%	归属母公司股东权益	1,411,682	1,496,016	1,674,043	1,828,187
存款余额	10.32%	5.55%	6.00%	6.00%	所有者权益总额	1,487,092	1,576,679	1,762,772	1,925,790
计息负债	8.55%	7.71%	9.27%	9.09%	资本状况	2016A	2017A	2018E	2019E
资产质量	2016A	2017A	2018E	2019E	资本充足率	14.28%	14.19%	14.56%	14.63%
不良率	1.46%	1.45%	1.38%	1.35%	核心资本充足率	11.37%	11.15%	11.74%	12.02%
拨备覆盖率	162.69%	159.15%	165.56%	171.18%	杠杆率	12.20	12.35	12.17	12.15
拨贷比	2.38%	2.31%	2.29%	2.31%	RORWA	1.68%	1.58%	1.54%	1.52%
不良净生成率	0.74%	0.83%	0.70%	0.70%	风险加权系数	62.08%	62.44%	61.19%	60.58%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。