

2018年09月03日

中国银行 (601988.SH)

中国银行：营收改善，但资产质量仍有不确定性

——2018年中报业绩点评

■ **业绩概述：** 中国银行 2018 年上半年营业收入同比增长 1.29%；归母净利润同比增长 5.21%，符合我们预期。

■ **边际变化点评如下：**

1. 受去年同期基数影响，Q2 单季营收增速回升。中国银行 Q2 单季度营收增速为 5.46% (Q1 为-2.45%)，主要是因为一方面 2017 年一季度出售集友银行，并相应确认了投资处置收益，使得去年一季度投资收益基数较高，二季度投资收益基数相对较低。另一方面，受市场价格变化影响，二季度汇兑损益有所上升，扭转了一季度亏损的局面。

2. 资产质量保持平稳，但仍有隐忧。中国银行 Q2 不良率为 1.43% 维持在低位，持平于 Q1；逾期 90 天以上贷款/不良贷款较年初下降 2.31pc 至 80.66%，资产质量保持在相对平稳的态势。但从不良的前瞻性指标来看，仍有一些不好的苗头，关注率较年初上升 2bp 至 2.93%，逾期率较年初上升 55bp 至 2.41%。展望下半年，公司资产质量仍存在一定的不确定性。

■ **投资建议：** 增持-A 投资评级，6 个月目标价 4.23 元。我们预计公司 2018 年-2020 年的收入增速分别为 1.28%、2.12%、2.41%，净利润增速分别为 4.46%、4.75%、4.94%，给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 4.23 元，相当于 2018 年 0.8XPB、6.9XPE。

■ **风险提示：** 中美贸易摩擦升级；银行继续惜贷；表外非标处置失当引发风险

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	454,713	452,029	457,815	467,498	478,772
(+/-) %	0.91%	-0.59%	1.28%	2.12%	2.41%
拨备前利润	311,484	311,064	327,519	336,626	342,172
(+/-) %	7.10%	-0.13%	5.29%	2.78%	1.65%
净利润	164,578	172,407	180,099	188,650	197,970
(+/-) %	-3.67%	4.76%	4.46%	4.75%	4.94%
每股净收益 (元)	0.56	0.59	0.61	0.64	0.67
每股净资产 (元)	4.46	4.74	5.29	5.74	6.22

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净资产收益率 (%)	12.12%	11.86%	11.43%	10.95%	10.64%
总资产收益率 (%)	0.94%	0.92%	0.89%	0.87%	0.85%
风险加权资产收益率 (%)	1.46%	1.42%	1.29%	1.16%	1.14%
市盈率	6.35	6.06	5.80	5.54	5.28
市净率	0.80	0.75	0.67	0.62	0.57
股息率 (%)	4.73%	4.96%	5.17%	5.42%	5.68%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行

投资评级 **增持-A**

首次评级

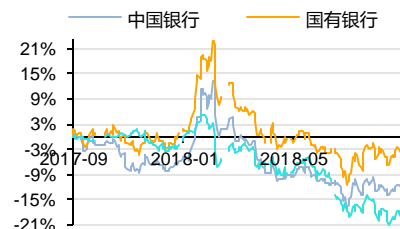
6 个月目标价：**4.23 元**

股价 (2018-08-31) **3.55 元**

交易数据

总市值 (百万元)	1,045,076.66
流通市值 (百万元)	748,217.58
总股本 (百万股)	294,387.79
流通股本 (百万股)	210,765.51
12 个月价格区间	3.45/4.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	1.26	10.13	6.25
绝对收益	-0.28	-1.25	-12.81

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024

huangsh@essence.com.cn

021-35082092

图 1：中国银行 2018 年中报业绩概览

单位：百万元	2017Q2	2018Q2	YoY(%)	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	QoQ(%)
拨备前利润	167,338	170,231	1.7%	72,888	70,838	83,178	87,053	4.7%
母公司净利润	103,690	109,088	5.2%	41,816	26,901	49,001	60,087	22.6%
<b>市场预测</b>								
EPS (未年化)	0.35	0.37		0.14	0.09	0.17	0.20	
BVPS (未年化)	4.59	4.85		4.69	4.74	4.77	4.85	
净利息收入	165,042	176,701	7.1%	87,042	86,305	86,051	90,650	5.3%
生息资产 (期初期末平均)	18,132,662	16,966,223	-6.4%	18,776,872	18,787,546	19,130,682	17,282,148	-9.7%
净息差 (期初期末口径)	1.82%	2.08%	26bp	1.85%	1.84%	1.80%	2.10%	30bp
净息差 (日均余额口径)	1.84%	1.88%	4bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	67,357	60,088	-10.8%	21,454	24,829	30,791	29,297	-4.9%
手续费净收入	49,187	48,188	-2.0%	20,714	18,790	25,782	22,406	-13.1%
其他非息收入	18,170	11,900	-34.5%	740	6,039	5,009	6,891	37.6%
业务及管理费	63,019	64,817	2.9%	34,560	39,384	33,027	31,790	-3.7%
成本收入比	27.12%	27.37%	0.3pc	31.85%	35.44%	28.27%	26.50%	-1.8pc
资产拨备支出	26,960	28,270	4.9%	22,839	38,362	15,495	12,775	-17.6%
信贷拨备支出	26,589	54,390	4.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	0.52%	0.98%	46bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	29,829	26,386	-11.5%	5,463	2,625	15,500	10,886	-29.8%
有效税率	21.25%	18.59%	-2.7pc	10.92%	8.08%	22.90%	14.66%	-8.2pc
<b>规模指标：</b>								
总资产	19,425,980	20,294,918	4.5%	19,422,438	19,467,424	20,159,826	20,294,918	0.7%
生息资产余额	18,793,408	15,117,689	-19.6%	18,760,335	18,814,756	19,446,607	15,117,689	-22.3%
其中：贷款净额	10,426,548	11,135,605	6.8%	10,573,570	10,644,304	10,863,269	11,135,605	2.5%
同业资产	1,196,043	1,200,705	0.4%	1,177,461	1,060,456	1,321,216	1,200,705	-9.1%
债券投资	4,350,945	302,908	-93.0%	4,423,655	4,554,722	4,721,088	302,908	-93.6%
总负债	17,898,108	18,684,257	4.4%	17,860,659	17,890,745	18,576,156	18,684,257	0.6%
付息负债余额	17,094,311	17,825,528	4.3%	17,107,633	17,118,203	17,720,013	17,825,528	0.6%
其中：吸收存款	13,732,059	14,352,853	4.5%	13,836,476	13,657,924	14,351,098	14,352,853	0.0%
同业负债	2,926,819	2,949,786	0.8%	2,785,250	2,961,151	2,861,053	2,949,786	3.1%
发行债券	435,433	522,889	20.1%	485,907	499,128	507,862	522,889	3.0%
所有者权益	1,451,501	1,527,029	5.2%	1,481,282	1,496,118	1,504,458	1,527,029	1.5%
总股本	294,388	294,388	0.0%	294,388	294,388	294,388	294,388	0.0%
<b>重点关注：</b>								
不良贷款	147,025	163,304	11.1%	152,746	158,469	159,647	163,304	2.3%
关注贷款	295,020	333,914	13.2%	n.a	317,025	n.a	333,914	n.a
逾期贷款	210,144	274,917	30.8%	n.a	202,842	n.a	274,917	n.a
不良贷款率	1.38%	1.43%	5bp	1.41%	1.45%	1.43%	1.43%	0bp
不良真实生成率	0.83%	0.94%	10bp	0.67%	0.87%	0.89%	0.96%	7bp
不良核销转出率	55.33%	58.21%	2.9pc	33.29%	46.39%	58.23%	57.77%	-0.5pc
不良真实生成额	41,414	50,959	23.0%	17,957	23,439	24,246	26,713	10.2%
不良核销转出额	40,392	46,124	14.2%	12,236	17,716	23,068	23,056	-0.1%
拨备覆盖率	152.46%	163.89%	11.4pc	153.57%	177.05%	167.42%	163.89%	-3.5pc
拨贷比	2.10%	2.35%	24bp	2.17%	2.31%	2.40%	2.35%	0bp
资本充足率	13.41%	13.78%	37bp	13.87%	14.19%	13.87%	13.78%	-9bp
核心资本充足率	11.80%	11.82%	2bp	12.02%	12.02%	11.78%	11.82%	4bp
ROAE	14.5%	14.4%	-0.1pc	11.4%	7.2%	13.1%	15.9%	2.8pc

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 2: 财务数据预测及估值汇总

财务预测(单位:百万元)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>利润表</b>						
净利息收入	328,650	306,048	338,389	344,237	362,025	367,394
净手续费收入	92,410	88,664	88,691	89,578	90,474	91,378
其他非息收入	29,537	60,001	24,949	24,000	15,000	20,000
<b>营业收入</b>	<b>450,597</b>	<b>454,713</b>	<b>452,029</b>	<b>457,815</b>	<b>467,498</b>	<b>478,772</b>
税金及附加	(26,734)	(9,810)	(4,676)	(4,897)	(5,148)	(5,438)
业务及管理费	(134,213)	(135,820)	(136,963)	(125,899)	(126,225)	(131,662)
营业外净收入	1,195	2,401	674	500	500	500
<b>拨备前利润</b>	<b>290,845</b>	<b>311,484</b>	<b>311,064</b>	<b>327,519</b>	<b>336,626</b>	<b>342,172</b>
资产减值损失	(59,274)	(89,072)	(88,161)	(83,388)	(82,444)	(73,816)
<b>税前利润</b>	<b>231,571</b>	<b>222,412</b>	<b>222,903</b>	<b>244,131</b>	<b>254,182</b>	<b>268,356</b>
所得税	(52,154)	(38,361)	(37,917)	(42,723)	(43,211)	(46,962)
<b>税后利润</b>	<b>179,417</b>	<b>184,051</b>	<b>184,986</b>	<b>201,408</b>	<b>210,971</b>	<b>221,394</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>170,845</b>	<b>164,578</b>	<b>172,407</b>	<b>180,099</b>	<b>188,650</b>	<b>197,970</b>
<b>资产负债表</b>						
存放央行	2,269,434	2,349,188	2,303,020	2,652,437	2,824,846	3,008,461
同业资产	1,007,855	1,176,482	1,060,456	1,166,577	1,285,746	1,419,756
贷款总额	9,135,860	9,973,362	10,896,558	11,659,317	12,417,173	13,224,289
贷款减值准备	(200,665)	(237,716)	(252,254)	(338,919)	(391,748)	(425,306)
贷款净额	8,935,195	9,735,646	10,644,304	11,320,398	12,025,425	12,798,983
证券投资	3,595,095	3,972,884	4,554,722	4,772,903	5,173,776	5,533,820
其他资产	1,008,018	914,689	904,922	1,056,846	1,131,017	1,208,041
<b>资产合计</b>	<b>16,815,597</b>	<b>18,148,889</b>	<b>19,467,424</b>	<b>20,969,161</b>	<b>22,440,809</b>	<b>23,969,059</b>
同业负债	2,627,973	2,590,413	2,961,151	3,249,877	3,513,936	3,802,744
存款余额	11,729,171	12,939,748	13,657,924	14,613,979	15,563,887	16,575,540
应付债券	282,929	362,318	499,128	460,000	500,000	500,000
其他负债	817,919	769,318	772,542	887,568	948,307	1,011,299
<b>负债合计</b>	<b>15,457,992</b>	<b>16,661,797</b>	<b>17,890,745</b>	<b>19,211,424</b>	<b>20,526,131</b>	<b>21,889,583</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1,357,605</b>	<b>1,487,145</b>	<b>1,576,781</b>	<b>1,757,737</b>	<b>1,914,678</b>	<b>2,079,477</b>
<b>业绩增长</b>						
净利息收入增速	2.35%	-6.88%	10.57%	1.73%	5.17%	1.48%
净手续费增速	1.28%	-4.05%	0.03%	1.00%	1.00%	1.00%
净非息收入增速	6.22%	21.91%	-23.56%	-0.05%	-7.14%	5.60%
拨备前利润增速	3.93%	7.10%	-0.13%	5.29%	2.78%	1.65%
归属母公司净利润增速	0.74%	-3.67%	4.76%	4.46%	4.75%	4.94%
<b>盈利能力</b>						
ROAE	13.97%	12.12%	11.86%	11.43%	10.95%	10.64%
ROAA	1.07%	0.94%	0.92%	0.89%	0.87%	0.85%
RORWA	1.60%	1.46%	1.42%	1.29%	1.16%	1.14%
生息率	3.94%	3.37%	3.37%	3.41%	3.37%	3.28%
付息率	2.00%	1.70%	1.69%	1.82%	1.82%	1.82%
净利差	1.94%	1.67%	1.68%	1.59%	1.55%	1.46%
净息差	2.14%	1.83%	1.87%	1.76%	1.73%	1.64%
成本收入比	29.79%	29.87%	30.30%	27.50%	27.00%	27.50%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	14.06%	14.28%	14.19%	12.53%	12.78%	12.89%
核心资本充足率	12.07%	12.28%	12.02%	10.52%	10.77%	11.00%
风险加权系数	63.35%	62.10%	62.46%	75.00%	75.00%	75.00%
股息支付率	30.15%	30.05%	30.05%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>资产质量</b>						
不良贷款余额	130,897	146,003	158,469	166,407	176,478	187,576
不良贷款净生成率	0.89%	0.74%	0.83%	0.80%	0.80%	0.80%
不良贷款率	1.43%	1.46%	1.45%	1.43%	1.42%	1.42%
拨备覆盖率	153%	163%	177%	204%	222%	227%

拨贷比	2.20%	2.38%	2.31%	2.91%	3.15%	3.22%
<b>流动性</b>						
贷存比	77.89%	77.08%	79.78%	79.78%	79.78%	79.78%
贷款/总资产	54.33%	54.95%	55.97%	55.60%	55.33%	55.17%
平均生息资产/平均总资产	95.81%	95.75%	96.47%	96.61%	96.64%	96.72%
<b>每股指标</b>						
EPS	0.58	0.56	0.59	0.61	0.64	0.67
BVPS	4.09	4.46	4.74	5.29	5.74	6.22
每股股利	0.18	0.17	0.18	0.18	0.19	0.20
<b>估值指标</b>						
P/E	6.12	6.35	6.06	5.80	5.54	5.28
P/B	0.87	0.80	0.75	0.67	0.62	0.57
P/PPOP	3.59	3.36	3.36	3.19	3.10	3.05
股息收益率	4.93%	4.73%	4.96%	5.17%	5.42%	5.68%

资料来源: Wind、安信证券研究中心

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034