

盈利增长受惠于减值损失的减少

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

- 09年公司利息净收入约1588亿元，微降2.5%。非息净收入获得约12%的增长，全部被新增的业务及管理费用所抵消，致使拨备前利润略降4.3%。但是09年拨备的大幅下降，推动净利润显著增长27%，达到808亿元。
- 受国际金融危机的不利影响，主要经济体大幅削减利率，导致国内外基准利率和市场利率大幅下降，净息差比08年下降59bp。公司采取扩规模、调结构的措施，使利息净收入增长458亿元，对净息差下降造成的利息净收入减少形成有效对冲，“以量补价”的目标基本达成。
- 09年公司手续费及佣金净收入增长15%至460亿元，其中传统的结算业务、外汇买卖业务等保持稳定，但是比重有所下降，而银行卡、财务顾问和代理业务则快速增长，比重持续上升，成为贡献中间业务收入增长的主要因素。
- 公司09年信贷资产的大幅扩张导致资本消耗加快，资本充足率与核心资本充足率均显著下降。同时，贷存比大幅提高至70%，过高的贷存比对未来进一步放贷及吸储均提出更高的挑战。
- 受益于资产减值损失大幅下降，09年公司境外地区的净利润大幅回升。港澳地区净利润大幅增长286%，达到179亿元，境外其他地区净利润增长380%至30.7亿元。
- 预计公司10/11/12年利息净收入年均复合增长21%；实现净利润993/1156/1285亿元，EPS为0.39/0.46/0.51元。
- 10/11/12年动态PE为10.8x/9.3x/8.3x，PB分别为1.9x/1.7x/1.5x，给予谨慎推荐评级。

主要财务指标

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	214508	218266	283181	334794	378393
增长	18.30%	1.75%	29.74%	18.23%	13.02%
净利润(百万元)	63539	80819	99348	115625	128451
增长	7.62%	28.81%	25.95%	16.38%	11.09%
摊薄EPS(元)	0.25	0.32	0.39	0.46	0.51
PE	16.9	13.3	10.8	9.3	8.3
PB	2.3	2.1	1.9	1.6	1.5

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

叶云燕, CFA

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

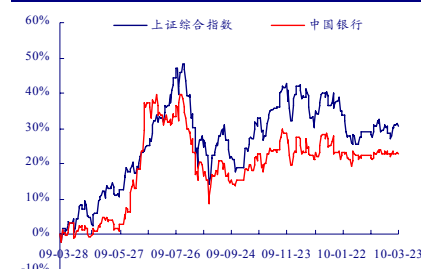
☎: (8610) 6656 8028

执业证书编号: S0130207091555

市场数据 时间 2010.3.24

A股收盘价(元)	4.22
A股一年内最高价(元)	4.95
A股一年内最低价(元)	3.39
上证指数	3,056.81
市净率	2.08
总股本(万股)	25383916
实际流通A股(万股)	17781891
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	7503.96

相对上证指数



资料来源：中国银河证券研究所

相关研究

- 1.《盈利确定性增长，等待估值修复——2010年银行业投资策略报告》，09.12.31

一、净利增长 27%，受惠于证券投资减值损失下降及转回

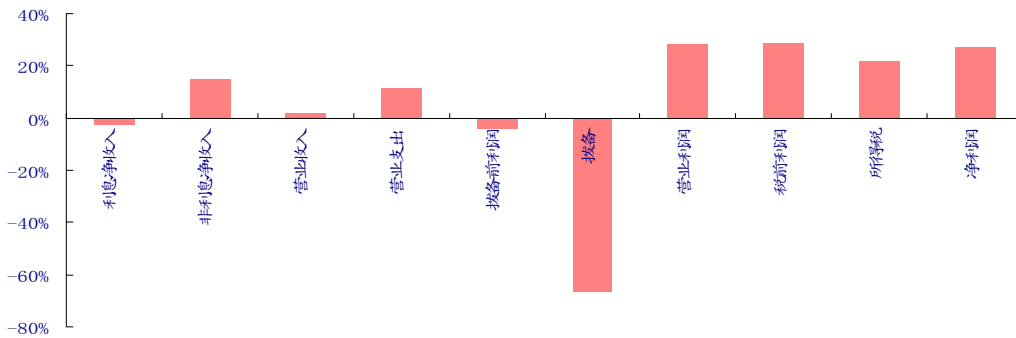
公司 09 年利息净收入略超 1588 亿元，微降 2.5%。非息净收入获得约 80 亿元（增幅 12%）的增长，全部被新增的 90 亿元业务及管理费用所抵消，致使拨备前利润略降 4.3% 至 1255 亿元。但是 09 年拨备的大幅下降，使净利润显著增长 27%，达到 808 亿元。当年资产减值损失仅 150 亿元，同比减少 300 亿元，降幅约 67%。业绩归因分析显示，资产减值损失下降对净利润增长贡献最大，达到 32%，其次是规模的增长，达到 19%。而净息差则为 -21%（参见表 1）。

资产减值损失同比下降主要是由于：

（1）08 年受金融危机影响，公司证券投资中所持有外币债券（主要是美国的次级债、“两房”债券）计提了大量减值损失（08 年共计提约 220 亿，转回 63 亿），而 09 年市场企稳，计提大幅下降的同时转回显著增加（09 年计提 72 亿，转回 80.8 亿）。计提的下降与转回的增加合计使 09 年证券投资减值损失比 08 年减少 262 亿元。

（2）09 年贷款减值损失转回 263 亿，显著高于 08 年的 176.7 亿，使贷款减值损失相比 08 年下降 13.5 亿元（具体参见表 2）。

图 1：公司利润表各项同比增减情况



资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

表 1：拨备下降对公司净利增长贡献最大

业绩归因	2007	08Q1	08H1	08Q3	2008	09Q1	09H1	09Q3	2009
规模增长	9.29%	9.79%	10.03%	9.67%	11.01%	16.09%	17.03%	18.00%	19.05%
净息差	13.37%	4.98%	1.63%	-1.27%	-5.39%	-23.42%	-23.05%	-21.97%	-20.94%
非息收入	5.58%	9.76%	13.91%	12.11%	12.68%	-0.80%	-0.69%	-1.20%	3.64%
成本	-8.82%	-7.84%	5.22%	6.79%	16.78%	6.98%	-4.57%	-4.54%	-6.05%
资产减值损失	8.01%	-0.91%	-19.95%	-22.44%	-38.13%	-11.76%	8.97%	14.98%	32.63%
营业外净收入	0.00%	0.00%	0.02%	0.02%	0.11%	0.26%	0.35%	0.27%	0.48%
税收	-3.86%	45.76%	25.65%	21.52%	18.17%	2.64%	-0.50%	-0.71%	-1.61%
净利润	23.56%	61.54%	36.51%	26.40%	15.23%	-10.01%	-2.45%	4.82%	27.20%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究所

表 2: 资产减值损失增减情况

项目 (亿元)	2008			2009			净提取 +/-
	提取	转回	净提取	提取	转回	净提取	
证券投资	334	-62.95	271	72	-81	-9	-280
贷款	345	-177	168	418	-263	154	-13
其他	16	-5	11	9	-5	4	-7
合计	695	-245	450	499	-349	150	-300

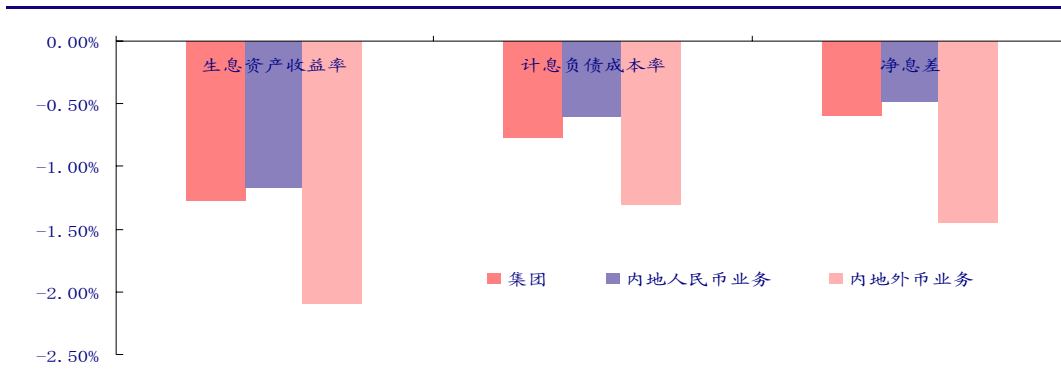
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

二、净息差同比大降, 外币业务尤甚

2009 年, 为了应对国际金融危机的不利影响, 主要经济体大幅削减利率, 导致国内外基准利率和市场利率大幅下降。受此影响, 公司净息差比 08 年下降 59bp 至 2.04%。

从结构上看, 与 08 年相比内地人民币业务生息资产收益率下降 116bp 至 3.88%, 净息差下降 49bp 至 2.1%。而外币业务降幅更巨, 生息资产收益率下降了 210bp, 仅有 1.99%, 净息差下降 145bp 值 1.44% (具体参见图 2)。

图 2: 利率及净息差降幅



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

三、人民币信贷资产大幅增长, 对冲净息差下降影响

面对净息差大幅下降的不利影响, 公司采取了以下应对措施并取得显著成效:

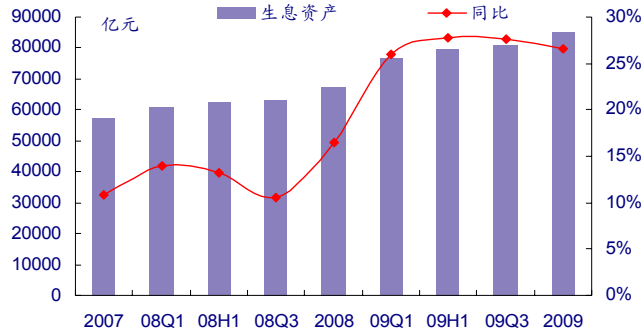
(1) 扩大生息资产规模以增加利息净收入。09 年公司生息资产平均余额增长接近 26%, 促进了利息净收入的增长 (图 3)。

(2) 改善生息资产构成, 提高信贷资产比重。09 年公司抓住国家宽松货币政策的有力机遇, 加大贷款投放力度, 年末贷款余额达到 4.91 万亿元, 增幅接近 49%。其占生息资产和总资产比重分别达到 56.5%和 54.8%, 均较 08 年提高约 9 个百分点 (图 4、5)。

(3) 提高人民币资产的占比。由于人民币资产收益率和净息差显著高于外币资产, 公司适当控制外币资产规模, 大幅增加人民币资产的规模。09 年末公司人民币资产规模达到 6.34 万亿, 大幅增长近 40%, 在总资产中的比重提高 7 个百分点至 72.5%。

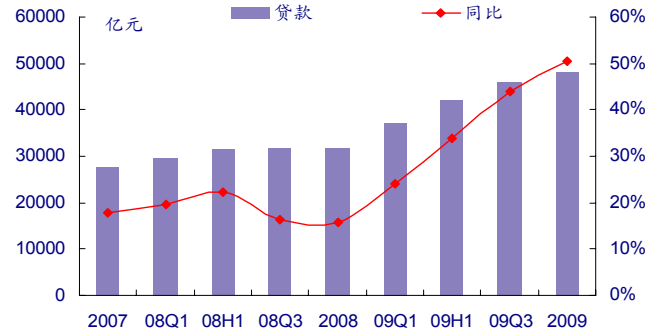
公司上述扩规模、调结构的措施，推动利息净收入增长 458 亿元，对净息差下降造成的利息净收入减少（约 498 亿元）形成有效对冲。全年利息净收入仅微幅减少 2.5%。公司“以量补价”的目标基本达成。

图 3: 生息资产余额及增速



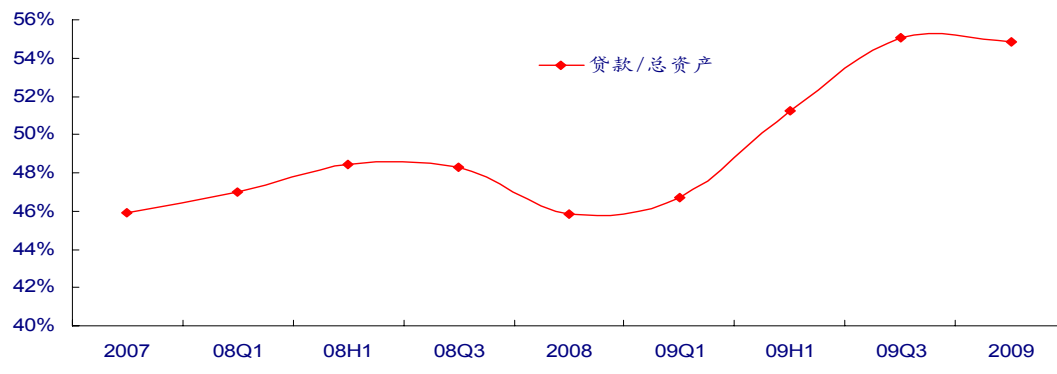
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 4: 信贷规模及增速



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 5: 信贷/总资产比重显著提高



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

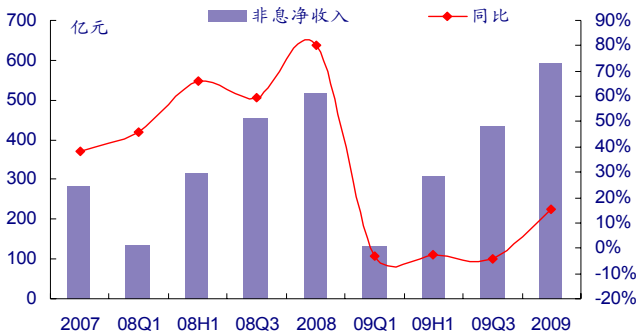
四、中间业务稳定增长

09 年公司非息净收入约 594 亿元，同比增 15%。其中手续费及佣金净收入增长 15% 至 460 亿元，其他非息净收入 133.7 亿元。

在手续费及佣金收入构成中，传统的结算业务、外汇买卖业务等保持稳定，但是比重有所下降，而银行卡、财务顾问和代理业务则快速增长（图 6、7），比重持续上升，成为贡献中间业务收入增长的主要因素。

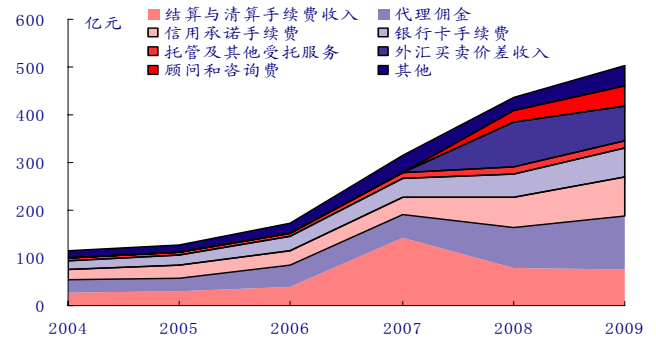
在其他非息收入中，受益于人民币汇率稳定，汇兑损失大幅减少。有效抵消了公司为资产负债管理和融资需要叙做的外汇衍生金融工具产生的已实现收益的减少和未实现损失的增加。

图 6: 非息净收入稳定增长



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 7: 手续费及佣金收入构成



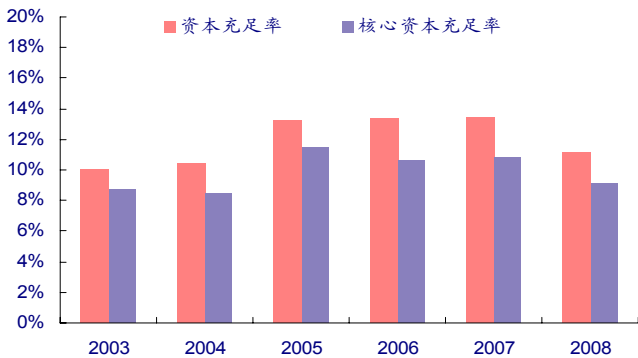
资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

五、贷款扩张导致资本消耗加快

为了对冲净息差下降的影响, 公司 09 年大幅扩张信贷资产, 导致资本消耗加快。2009 年末, 公司的资本充足率比上一年末降低 2.3 个百分点至 11.14%, 核心资本充足率下降 1.8 个百分点至 9.07%。2010-2012 年公司有意将资本充足率与核心资本保持在 11.5% 和 8% 以上。为此公司将通过在 A 股发行 400 亿元可转债和在 H 股市场增发来补充资本。后者方案有待进一步确定。

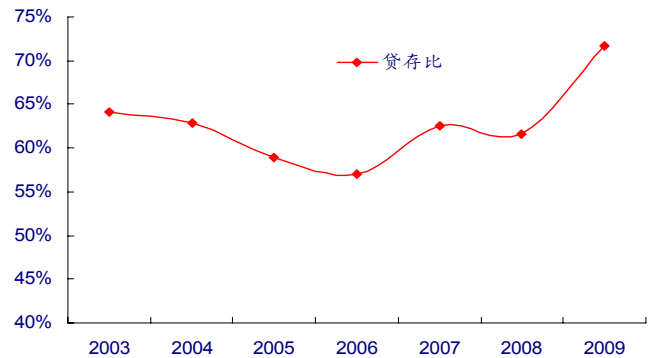
同时, 公司的贷款扩张也导致贷存比大幅提高, 由 08 年的 61.3% 增加至 70%, 达到历史高位。过高的贷存比对未来进一步放贷及吸储都提出更高的挑战。

图 8: 公司资本与核心资本充足率显著下降



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

图 9: 贷存比大幅增加



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

六、不良贷款与不良率“双降”

年末公司不良贷款余额 747 亿元, 同比减少 127.7 亿元, 不良贷款率 1.52%, 同比下降 1.13 个百分点。不良贷款余额与不良率“双降”, 我们认为这显示公司在贷款的分类和不良的确认方面执行了较为宽松政策。09 年不良拨备余额 1129.5 亿元, 拨备覆盖率 151%, 同比增加 29.45 个百分点, 比三季末提升约 7 个百分点。

七、境外地区利润大幅回升

分地区来看, 09 年公司境外地区的利润大幅回升。其中, 港澳地区净利润大幅增长 286%, 达到 179 亿元, 其他境外地区净利润增长 380% 至 30.7 亿元。境外地区盈利的同比回升主要源自资产减值损失大幅地下降 (表 3)。

表 3: 地区分部利润表

项目 (百万元)	中国内地		港澳地区		其他境外地区	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
利息净收入	137,107	139,412	17,636	19,429	4,138	4,095
同比%	-1.65%		-9.23%		1.05%	
非利息收入	45,372	46,217	26,071	18,773	2,305	752
同比%	-1.8%		38.9%		206.5%	
营业支出	-96,279	-105,904	-23,270	-32,595	-2,522	-3,865
其中: 资产减值损失	-15,545	-30,357	1,014	-12,645	-456	-2,029
同比%	-48.8%		-108.0%		-77.5%	
利润总额	86,095	79,353	20,936	6,007	4,066	1,052
所得税费用	-21,713	-19,395	-3,041	-1,372	-994	-411
净利润	64,382	59,958	17,895	4,635	3,072	641
同比%	7.4%		286.1%		379.3%	

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究所

八、盈利预测及投资建议

预计公司 10/11/12 年分别实现利息净收入 2111/2539/2843 亿元, 年均复合增长 21%; 实现净利润 993/1156/1285 亿元, 按当前股本计算的 EPS 为 0.39/0.46/0.51 元。

按当前 4.22 元的股价计算, 10/11/12 年动态 PE 为 10.8x/9.3x/8.3x, PB 分别为 1.9x/1.7x/1.5x, 给予谨慎推荐评级。

公司财务报表预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	每股指标及估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利息净收入	162936	158881	211141	253860	284285	EPS	0.25	0.32	0.39	0.46	0.51
非息净收入	51572	59385	72040	80933	94108	每股拨备前利润	0.52	0.49	0.66	0.78	0.88
营业收入	214508	218266	283181	334794	378393	DVPS	0.13	0.14	0.18	0.20	0.23
营业支出	83324	92721	114668	136418	154321	BVPS	1.84	2.03	2.27	2.56	2.88
拨备前利润	131184	125545	168513	198375	224072	P/E	16.86	13.25	10.78	9.26	8.34
拨备	45031	14987	28586	35523	43155	P/PPOP	8.17	8.53	6.36	5.40	4.78
税前利润	86251	111097	139927	162852	180916	P/B	2.29	2.08	1.86	1.65	1.47
净利润	63539	80819	99348	115625	128451	股息收益率	3.1%	3.3%	4.2%	4.9%	5.4%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	6955694	8751943	10374019	11843403	13304772	净利息收入	2.34%	1.82%	2.04%	2.14%	2.14%
贷款	3189652	4797408	5604583	6431827	7050362	非净利息收入	0.74%	0.68%	0.69%	0.68%	0.71%
其他生息资产	3414819	3585826	4342763	4935049	5727982	营业收入	3.08%	2.49%	2.73%	2.83%	2.84%
其他资产	351223	368709	426672	476526	526429	营业支出	1.20%	1.06%	1.11%	1.15%	1.16%
负债总额	6461793	8206549	9766398	11162575	12543735	拨备前利润	2.03%	1.53%	1.73%	1.78%	1.79%
存款	5173352	6685049	7888358	9071611	10250921	拨备	0.65%	0.17%	0.28%	0.30%	0.32%
其他计息负债	923438	1229222	1487384	1644460	1791065	税前利润	1.24%	1.27%	1.35%	1.38%	1.36%
其他负债	365003	292278	390656	446503	501749	税收	0.30%	0.29%	0.34%	0.34%	0.34%
股东权益	468272	514992	577219	650426	730635	ROA	0.91%	0.92%	0.96%	0.98%	0.97%
盈利能力						权益倍数	14.9	17.0	18.0	18.2	18.2
生息资产收益率	4.60%	3.44%	3.88%	4.19%	4.19%	ROE	13.57%	15.69%	17.21%	17.78%	17.58%
计息负债成本率	2.26%	1.46%	1.72%	1.99%	2.02%	资产负债比例					
净利差	2.34%	1.98%	2.15%	2.21%	2.17%	生息资产/总资产	96.5%	97.0%	97.2%	97.5%	97.7%
净息差	2.61%	2.09%	2.27%	2.35%	2.32%	贷款/生息资产	47.5%	56.5%	55.6%	55.7%	54.3%
贷款收益率	6.56%	4.68%	5.06%	5.41%	5.43%	债券/生息资产	24.5%	21.4%	22.7%	22.4%	23.7%
存款成本率	2.04%	1.32%	1.63%	1.89%	1.93%	同业资产/生息资产	10.0%	8.0%	8.2%	8.2%	8.2%
存贷利差	4.52%	3.37%	3.43%	3.51%	3.50%	计息负债/总负债	94.4%	96.4%	96.0%	96.0%	96.0%
成本收入比	38.84%	42.48%	40.49%	40.75%	40.78%	存款/计息负债	84.9%	84.5%	84.1%	84.7%	85.1%
增长率						同业融资/带息负债	13.2%	13.8%	14.0%	13.7%	13.4%
生息资产	16.3%	26.5%	18.8%	14.4%	12.6%	应付债券/带息负债	1.1%	1.0%	1.2%	1.1%	1.0%
贷款	15.8%	50.4%	16.8%	14.8%	9.6%	贷存比	61.7%	71.8%	71.0%	70.9%	68.8%
债券	-3.9%	10.4%	26.1%	12.7%	19.1%	资本充足率					
总资产	16.0%	25.8%	18.5%	14.2%	12.3%	核心资本充足率	13.43%	11.14%	11.53%	11.06%	10.79%
计息负债	24.9%	29.8%	18.5%	14.3%	12.4%	资本充足率	10.81%	9.07%	9.60%	9.37%	9.29%
存款	17.6%	29.2%	18.0%	15.0%	13.0%	加权风险资产系数	0.57	0.58	0.56	0.56	0.56
利息净收入	6.7%	-2.5%	32.9%	20.2%	12.0%	资产质量					
非息净收入	80.4%	15.1%	21.3%	12.3%	16.3%	不良贷款余额	87490	74718	91953	115077	140514
营业收入	18.3%	1.8%	29.7%	18.2%	13.0%	不良贷款/贷款	2.65%	1.52%	1.60%	1.74%	1.93%
营业支出	-10.3%	11.3%	23.7%	19.0%	13.1%	拨备余额/不良贷款	121.7%	151.2%	152.8%	152.1%	154.6%
拨备前利润	48.4%	-4.3%	34.2%	17.7%	13.0%	当年拨备/不良贷款	19.2%	20.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	36.9%	27.2%	22.9%	16.4%	11.1%	信用风险成本	0.53%	0.38%	0.52%	0.56%	0.61%

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银行业分析师覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908