

银行III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

中国银行

601988

推荐

息差水平提升潜力较大, 再融资拓展业务增长空间

6-12个月目标价: 4.15元

当前股价: 3.65元

评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2971.16
总股本(百万)	253839
流通股本(百万)	253839
流通市值(亿)	9265
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	2.15
资产负债率	93.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国银行	10.61	5.80	-10.87
上证综合指数	12.01	22.56	-6.12



投资要点:

- 中国银行为国内规模第四大商业银行, 盈利能力居同业中游水平。2010年上半年中行净利润总额同业第三, ROAA、ROAE处于同业中游。业务多元化程度最高, 佣金收入及其他非利息收入占比30%以上, 抵抗利率波动风险能力较强。外币业务占比同业最高, 资产负债币种结构最为均衡, 但在人民币币值单边上升期间, 中国银行承受汇率损失的风险高于同业。
- 目前净利差水平偏低, 通过结构调整存在较大提升空间。2010年上半年公司净利息差水平1.95%, 偏低的原因主要有二: 1、占比较高的外币业务息差水平偏低; 2、存款期限结构偏长造成计息负债成本率偏高。若近期结构调整能够顺利降低外币业务净敞口, 以及降低存款总体期限, 息差水平有望明显提升。
- 资产质量改善明显, 拨备充足, 信用风险水平可控。中行不良贷款率08年前明显高于工行、建行, 通过对原有不良的内部消化及新增贷款的风险控制, 近两年贷款质量改善速度快于同业, 截至2010年上半年不良率已降至1.2%, 与工行、建行持平。公司目前拨备率达2.3%, 若传闻中2.5%的拨备率监管要求付诸实施, 对公司当期利润影响较小。近期宏观经济走势不确定性使公司贷款质量存在下降可能, 但预计风险可控。
- 现有资本可以满足Basel新协议资本充足率要求, A+H再融资可保障数年快速增长。公司目前资本充足率11.7%, 核心资本充足率9.33%, 已基本满足本次Basel新协议提高后的资本充足率监管要求。近期实施的可转债、A+H再融资规模总计1000亿元, 占原有核心资本20%左右。经建模测算, 本轮再融资后中国银行可按近5年平均速度继续增长至少5年而不遇到资本瓶颈。
- 给予推荐评级: 在A+H配股及可转债转股于2011年底前完成的假设下, 预计公司2010年及2011年EPS分别为0.34元和0.41元(对应PE 10.7x和8.9x), BVPS分别为2.22元和2.53元(对应PB 1.6x和1.4x)。公司目标价位4.15元, 对应2011年PE、PB分别为12.2x、1.87x。我们给予推荐评级。

主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	2,322	3,112	3,812	4,452
同比(%)	2%	34%	22%	17%
归属母公司净利润(亿元)	808	959	1,149	1,373
同比(%)	27%	19%	20%	20%
ROAA	1.09%	1.06%	1.07%	1.08%
ROAE	16.4%	16.8%	17.3%	18.1%
RORWA	1.65%	1.56%	1.49%	1.46%
EPS	0.32	0.34	0.41	0.49
PE(X)	11.0	10.3	8.6	7.2
PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源: 中投证券研究所

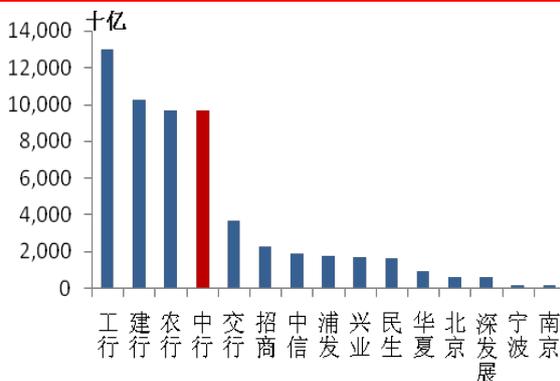
## 目 录

一、国内第四大商业银行，多元化程度同业最高 .....	3
二、净利息差水平改善空间较大，关键在于存、贷款内部结构的调整 .....	5
2.1 降低外币存、贷款占比有助于提高公司净利差水平 .....	5
2.2 降低存款期限结构有助于提升公司人民币业务净利差水平 .....	6
2.3 企业客户占比较低的结构决定中行生息资产收益率的周期性波幅小于企业客户占比高的银行 .....	8
三、资产质量改善速度较快，预计近期信用风险水平可控 .....	11
3.1 中国银行贷款质量改善速度较快，不良率逐年下降 .....	11
3.2 公司近期面临信用风险上升的风险，但风险水平基本可控 .....	12
四、资本相对充足，本轮再融资完成后 5 年内遇到资本瓶颈概率不大 .....	13
3.1 中国银行资本相对充足，满足Basel新资本要求难度不大 .....	13
3.2 本轮再融资后中行可保持快速发展 5 年以上，遇到内资本充足瓶颈的概率较小 .....	15
3.3 反周期超额资本要求近期实施的可能性较小 .....	18
五、盈利预测与估值 .....	19
5.1 盈利预测 .....	19
5.2 绝对估值 .....	20
5.3 相对估值 .....	20
5.4 投资建议 .....	21

## 一、国内第四大商业银行，多元化程度同业最高

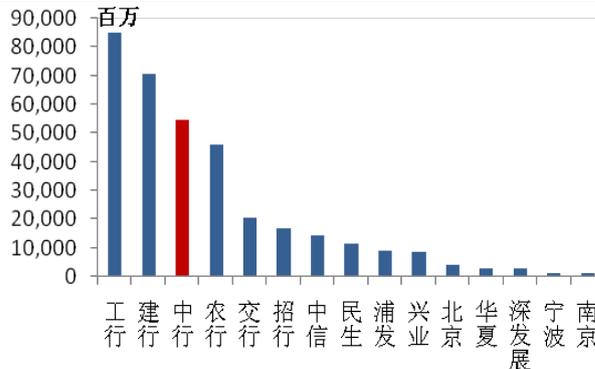
中国银行是国内四大国有控股商业银行之一，截至2010年6月30日资产总额达9.68万亿，略低于农行的9.69万亿，居同业第四。2010年上半年公司实现净利润543.8亿，居A股上市银行第三。

图1 A股上市银行资产规模比较



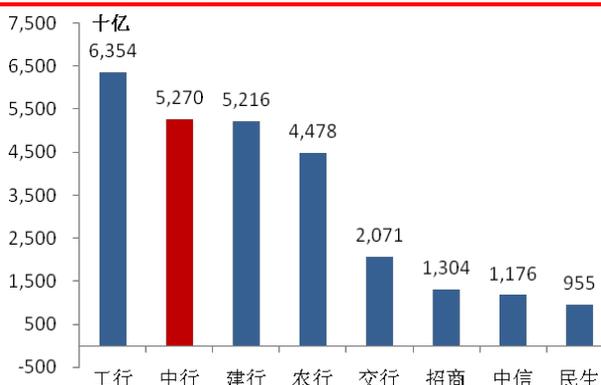
资料来源：公司公告

图2 A股上市银行净利润比较



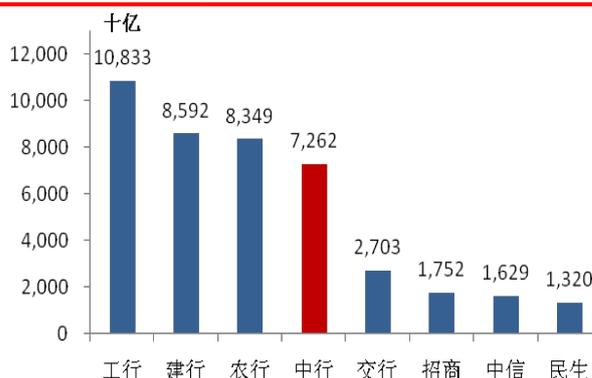
资料来源：公司公告

图3 部分上市银行贷款余额比较



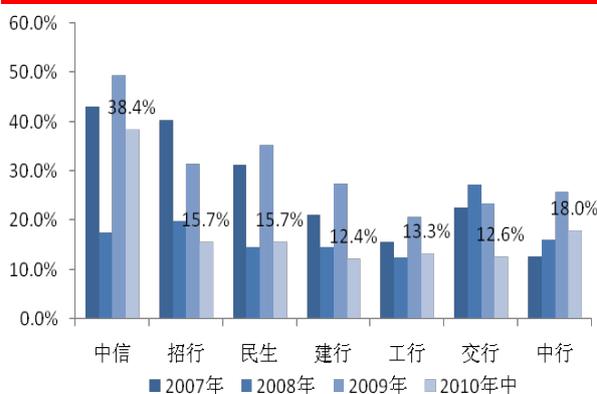
资料来源：公司公告

图4 部分上市银行存款余额比较



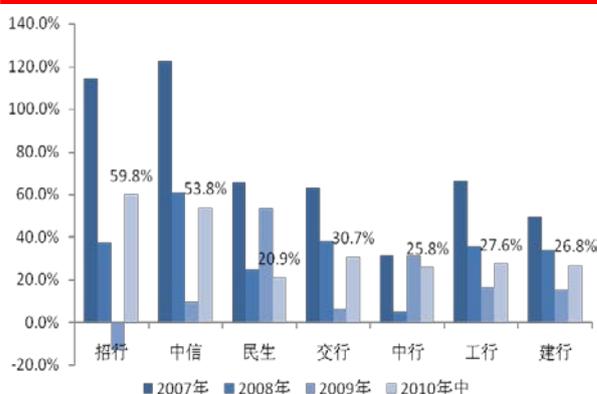
资料来源：公司公告

图5 部分上市银行总资产同比增长率



资料来源：公司公告

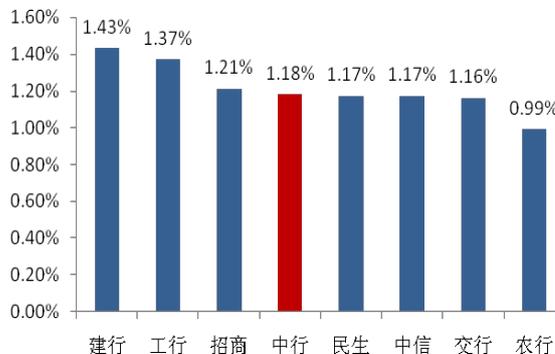
图6 部分上市银行净利润同比增长率



资料来源：公司公告

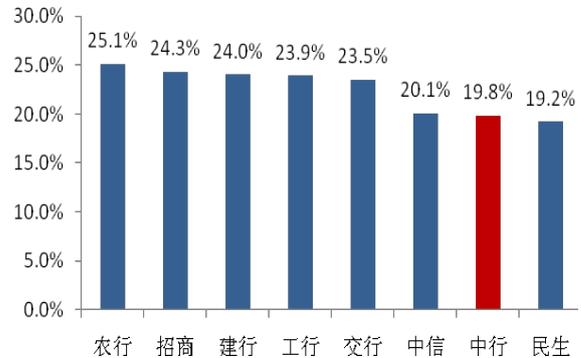
中国银行的盈利能力在 A 股上市银行中居中游水平。2010 年上半年，公司 ROAA（年化）为 1.18%，低于建行和工行，但高于农行以及民生、中信等股份制银行；同期内公司 ROAE（年化）19.8%，低于工行、建行，与中信、民生等水平接近。

图 7 部分上市银行 ROAA 比较



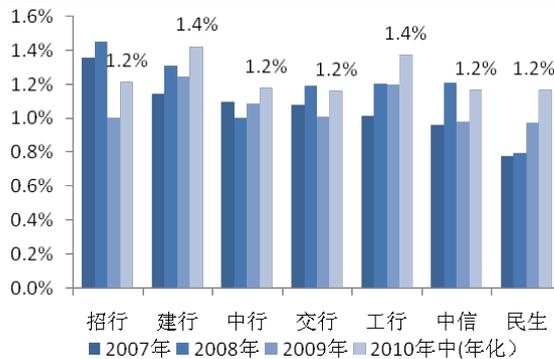
资料来源：公司公告

图 8 部分上市银行 ROAE 比较



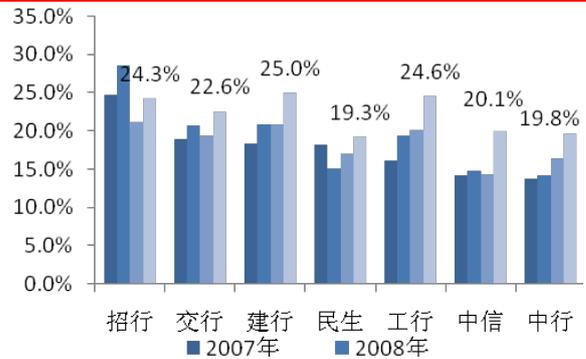
资料来源：公司公告

图 9 部分上市银行 ROAA 变动趋势



资料来源：公司公告

图 10 部分上市银行 ROAE 变动趋势

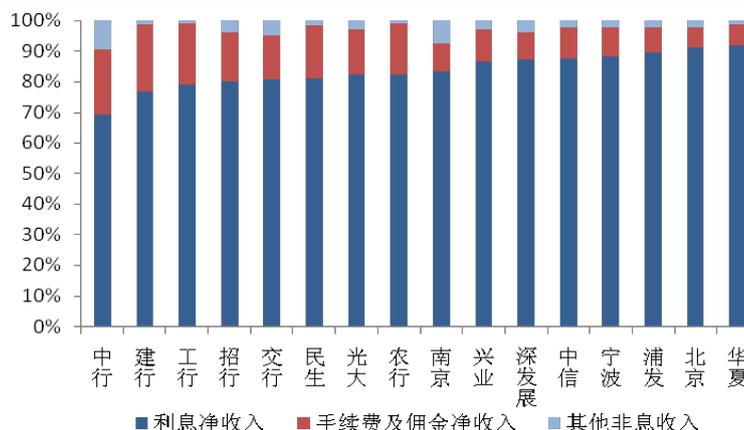


资料来源：公司公告

中国银行在业务结构及币种结构上具有相对较高的均衡性。公司通过控股中银国际、中银集团投资、中银集团保险、中银航空租赁等子公司，涉足证券、投资、财险、寿险、租赁等多种业务，形成以商业银行业务为主体，多元业务共同发展的金融集团。2010 年上半年，公司手续费及佣金收入 283.06 亿元，占公司收入比 21.3%，比重仅次于建设银行的 21.9%，远高于同业平均水平 13.3%；而由投资收益、汇兑收益、保险业务收入、贵金属销售收入以及飞行设备租赁收入等构成的“其他非利息收入”达 128.4 亿元，占公司收入比 10%，明显高于同业水平，见图 11。

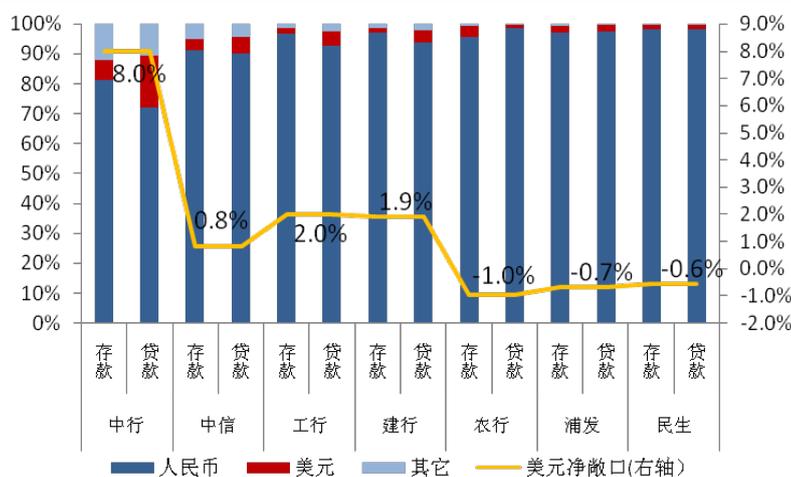
同时中国银行还拥有国内同业中分布最广泛的海外机构网络，截至 2009 年 12 月 31 日，公司在香港、澳门和海外 29 个国家拥有 973 家分支机构，在香港、澳门地区行使发钞行职能。与之相应，中国银行外币业务占比为国内同业最高。如图 12，截至 2010 年 6 月 30 日，中国银行美元贷款余额折合人民币 9014 亿，占贷款总额的 17%；美元存款折合人民币 4807 亿，占存款总额的 6.6%；美元贷款与存款之间敞口折合人民币 4206 亿，占贷款总额的 8%，三者占比均为同业最高。同时，中行除美元外其他币种的存、贷款占比也居同业高位。

图 11 A 股上市银行 2010 年上半年收入结构对比



资料来源：公司公告

图 12 部分上市银行存、贷款币种结构比较



资料来源：公司公告

中国银行相比同业更为多元化的业务结构、更均衡的收入结构、以及更均衡的币种结构在长期中具有较好的分散风险作用，有助于降低公司利润受利率水平及汇率周期波动的影响。然而，在目前人民币相对美元单边升值的一段时期，中国银行高于同业的美元敞口也使得其承担汇兑损失的可能性高于同业。

## 二、净利息差水平改善空间较大，关键在于存、贷款

### 内部结构的调整

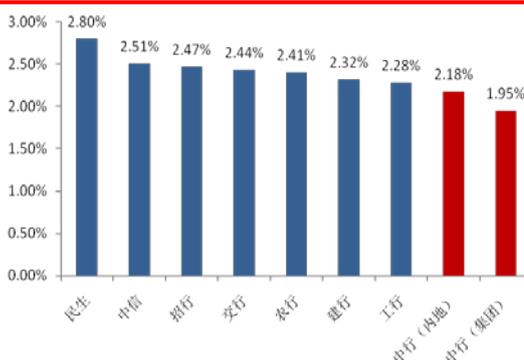
#### 2.1 降低外币存、贷款占比有助于提高公司净利差水平

如图 13，2010 年上半年中国银行集团总体净利差为 1.95%，处于同业较低水平。部分原因是中行外币业务占比较高。自 2008 年国际金融危机以来，西方主要货币发行国一直实行的数量化宽松政策使得主要外币品种存贷利差

均明显低于人民币。在外币利差尚未显示出回升势头的情况下，中行必须通过主动调节自身存贷款币种结构来降低外币因素对公司总体利差水平的拖累。

截至目前，中行在降低外币存贷款占比方面已经取得一定成效，但也面临一定的阻力。如图 14，自 2008 年以来，中行已成功地将外币存款占比逐步由 26% 降至 20%，但外币贷款的降低则遇到了阻力。自 2008 年中至 2009 年中期间，中行外币贷款从 34% 大幅缩减至 25%，效果显著；然而 2009 年下半年以来，人民币升值预期愈发强烈，美元贷款对客户的吸引力也逐渐增强，导致中行外币贷款占比又出现一定的反弹。我们预计中行近期继续降低外币存贷款占比的方向不会改变，一旦能够战胜外部阻力成功降低外币，尤其是美元存、贷款占比，则公司净利差水平将可随之上升。

图 13 部分上市银行净利差对比



资料来源：公司公告

图 14 中行外币存、贷款占比变动趋势

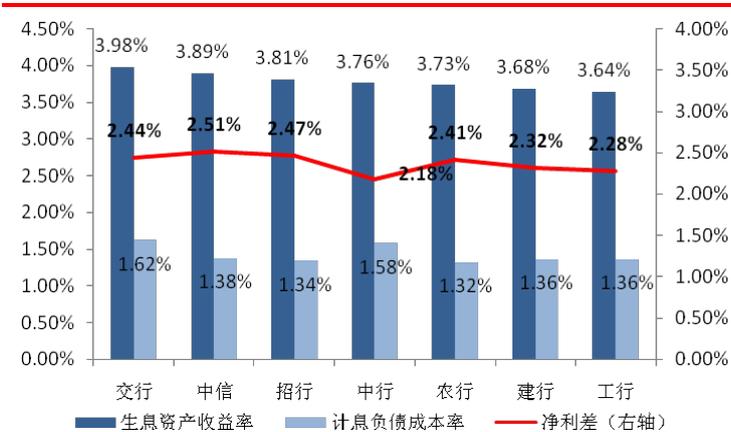


资料来源：公司公告

## 2.2 降低存款期限结构有助于提升公司人民币业务净利差水平

高于同业的计息负债成本是中行人民币业务净利差偏低的主要原因。前面图 13 已经显示，剔除外币业务影响后，中行人民币业务的净利差水平为 2.18%，与同业差距有所缩小，但仍处较低水平。根据定义，净利差 = 生息资产平均收益率 - 计息负债平均付息率。图 15 分解了中行人民币业务的净利差结构，并与同业进行对比。中行生息资产收益率为 3.76%，基本处于同业平均水平；而计息负债成本率为 1.58%，居同业较高水平，仅次于交行。

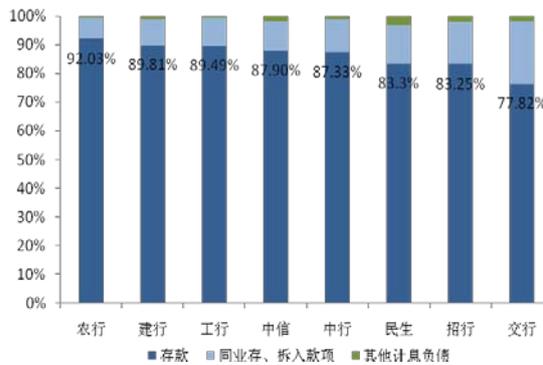
图 15 生息资产收益率、计息负债成本率



资料来源：公司公告

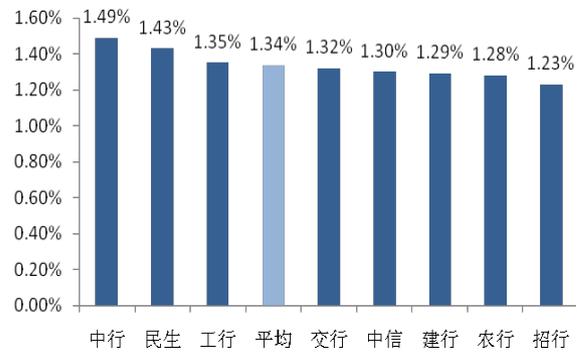
中行存款成本率高于同业是其计息负债成本率偏高的最重要原因。如图 16, 在各银行的计息负债中, 存款都占到了绝大部分, 除了交通银行存款占比 77%略低, 其余各行存款占比均在 80%以上, 其中中行人人民币业务存款占比为 87.33%。可见, 存款平均成本率对计息负债成本率影响显著。图 17 显示, 中国银行人民币业务 2010 年上半年存款平均利率为 1.49%, 处于同业最高水平, 高出平均水平 17 个 bp。

图 16 部分上市银行计息负债结构比较



资料来源：公司公告

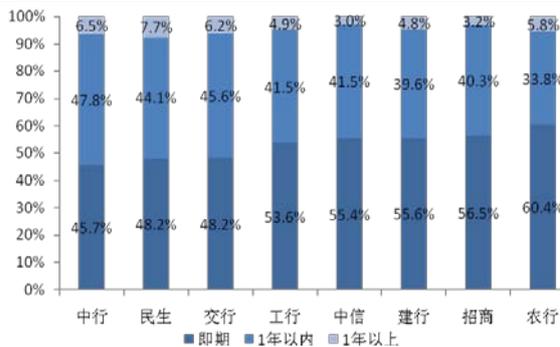
图 17 部分上市银行存款平均付息率比较



资料来源：公司公告

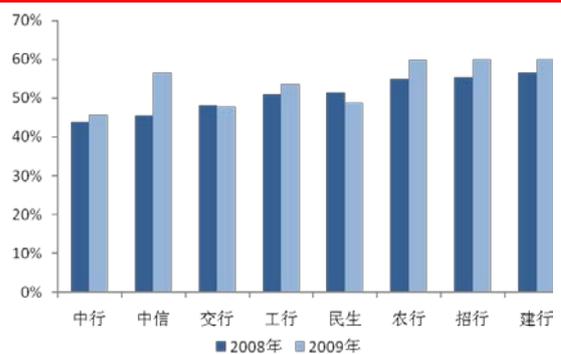
中行人民币存款成本率高的原因在于其存款期限偏长。图 18 列示了各行 2010 年中报披露的存款剩余期限结构, 可见中行内地人民币存款中, “即期”类 (主要构成为活期存款, 还包括部分已到期定期存款) 占比为 45.7%, 居同业最低水平, 而各期限定期存款则居同业最高水平。根据中国人民银行 2008 年 12 月 23 日调整后适用至今的存款利率结构: 活期 0.36%, 3 个月 1.71%, 6 个月 1.98%, 1 年 2.25%, 2 年 2.79%, 3 年 3.33%, 5 年 3.60%。可见, 活期存款利率仅是 3 个月期定期存款利率的五分之一, 是 5 年以上定期存款利率的十分之一。因此, 中国银行存款中活期占比较低、定期占比较高的格局是造成其存款平均成本率高于同业的最主要原因。

图 18 部分上市银行存款剩余期限比较



资料来源：公司公告

图 19 “即期”类存款占比历史情况



资料来源：公司公告

图 19 显示了 2008 年与 2009 年各行“即期”类存款占存款总额比重的情况, 可见中行的“即期”类存款 (活期存款) 占比虽有升高的趋势, 但相对同业一直都处于低位, 从而定期存款比例也一直高于同业。

存款期限结构的差异既可由客户造成, 亦可由银行造成。从客户来讲, 不同的客户对定、活期存款有着不同的偏好, 并进而有可能造成银行存款期限结构的差异。但中国银行作为全国性的大型商业银行, 其内地人民币业务的客户结构与工商银行、建设银行差异并不显著。

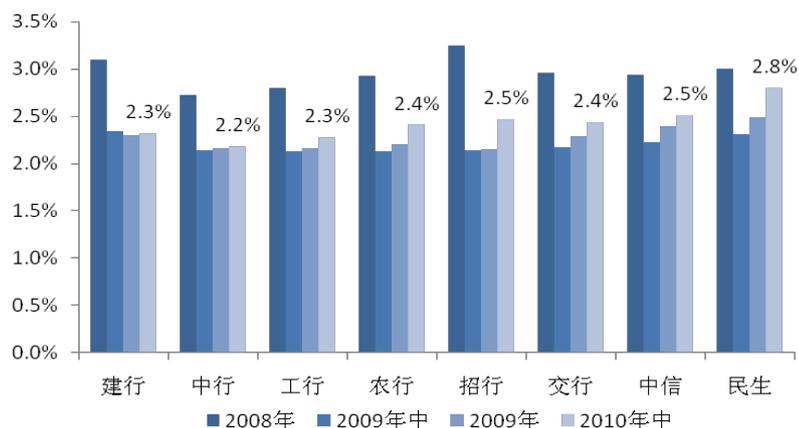
因此，我们推测中行存款期限偏长的状况应当是银行方面主动造成的。在当前国内人民币存款利率由央行指定的情况下，存款期限结构的调整成为银行揽存策略的一部分。由于当前活期存款利率仅为 0.36%，是 3 个月定期利率 1.71% 的五分之一，因此银行可以通过鼓励或直接协助客户进行精细化的现金管理使客户将尽量多的活期存款转为短期定期存款，以便提高客户的利息收入。提高客户活期存款收入的另一种途径是发放“类活期存款”理财产品，如“7 天定存”等。此类理财工具既基本保持了资金的高流动性，又能提供明显高于活期存款的收益水平。上述两种提高客户存款期限结构的方式本质上都是银行放弃部分存款收益、提升自身客户忠诚度、追求综合收益的手段。

在流动性偏紧张的时期，银行通常面临较大的揽存压力，从而经常会利用上述方法变相提高存款利率吸引客户。然而在当前阶段，国内货币政策基调是适度宽松，而国外泛滥的流动性也在想方设法进入中国，因此国内流动性状况应当不算紧张。在这种时期继续采取上述让利揽存的方式虽然有助于提高客户忠诚度、形成长期稳定的核心存款，但若运用过多也会损害银行当前的利润。因此，如果中国银行调整目前的揽存策略，提高活期存款占比，则有望显著提高公司净利差水平。

### 2.3 企业客户占比相对较低的结构决定中行生息资产收益率的周期性波幅小于企业客户占比高的同业银行

图 20 显示部分上市银行 2008 年后的净利差走势。经过央行在 2008 年一系列降息之后，各家银行净利差水平在 2009 年上半年均明显下降，然而之后却走出不同走势。建行、中行以及工行从 2009 年上半年至 2010 年上半年，净利差基本稳定并略微回升；而交行、中信、民生等行的净利差水平则出现较快回升，其中民生银行 2010 年中报 2.8% 的净利差水平与 2008 年 3% 的水平已相差无几。

图 20 部分上市银行净利差水平变动趋势

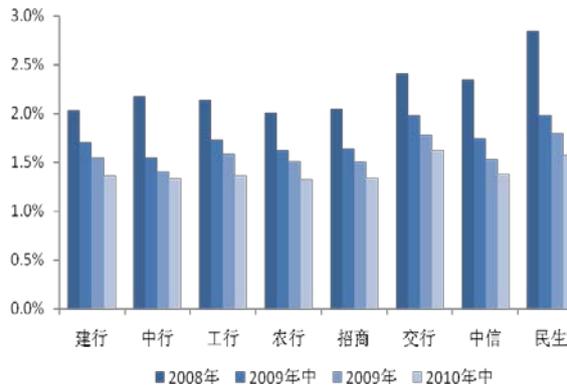


资料来源：公司公告

生息资产收益率的不同走势主导了 09 年以来各行净利差的差异化走势。从图 21 可见，自 2008 年央行的系列降息之后，随着各行在较低的利率上吸收的存款对原有存款的逐步替代，所有银行的计息负债平均成本率均出现了类似步调的下降。而从图 22 可见，在 2009 年终至 2010 年中期，各行生息资产的收益率走势出现了差异。其中，中行、工行以及建行的生息资产平均收益率逐步下降，而民生、中信、招行、交行等的生息资产收益率则下降相对缓慢，

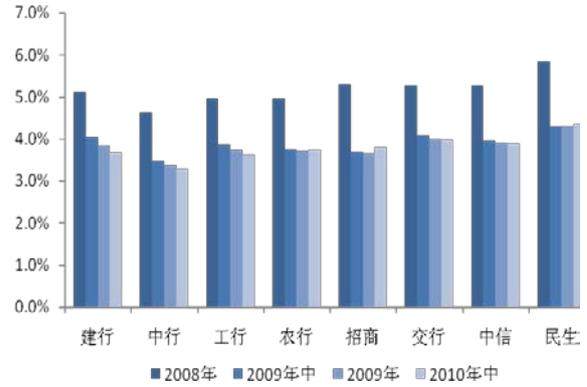
甚至在 2010 年出现了回升。于是在计息负债成本率普遍下降的情况下，生息资产收益率也逐步下降的中行、工行、建行的净息差基本保持不变；而生息资产收益率下降速度较慢甚至反弹的民生、中信、招商等行的净利差则出现回升。

图 21 部分上市银行计息负债成本率变动



资料来源：公司公告

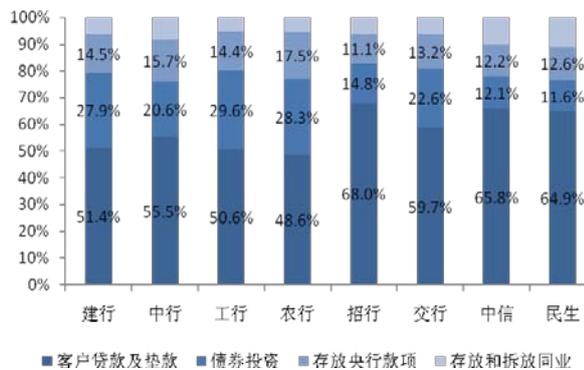
图 22 部分上市银行生息资产收益率变动



资料来源：公司公告

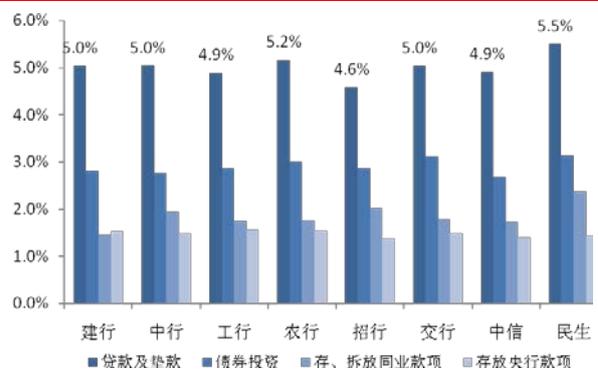
生息资产收益率的主导因素是贷款收益率。如图 23、图 24，各行的贷款金额均占生息资产 50%以上，而贷款平均收益率则明显高于债券及同业存放的收益率水平。由于生息资产平均收益率 = 生息资产类别 1 占比 x 生息资产类别 1 收益率 + 生息资产类别 2 占比 x 生息资产类别 2 收益率 + ……，因此金额占比与收益率均高的贷款资产对生息资产总体的收益率水平具有最大的影响力。

图 23 部分上市银行生息资产占比构成



资料来源：公司公告

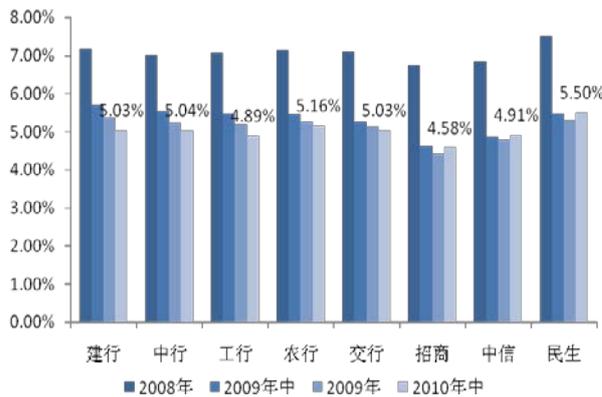
图 24 银行各类生息资产收益率比较



资料来源：公司公告

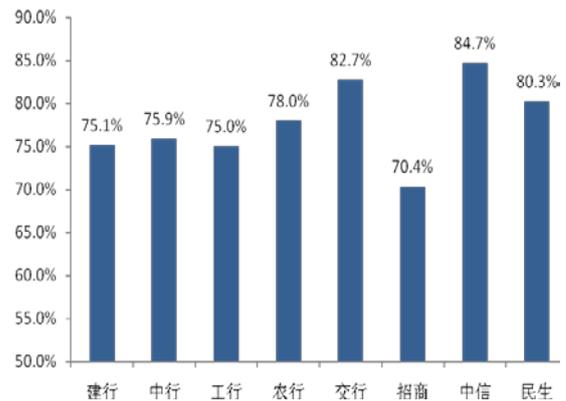
那么又是什么造成了各家银行贷款收益率表现的差异？一个主要原因在于各银行客户结构的分布中。结合图 25、图 26 可见，从 2009 年下半年以来贷款收益率发生持续下降的中行、工行、建行共同的特点是企业贷款占总贷款比重相对较低，均在 75%左右，而贷款收益率在同期呈现回稳甚至反弹的中信、交行、民生等行的企业贷款占比则较高，均在 80%以上。

图 25 部分上市银行贷款收益率水平变化趋势



资料来源：公司公告

图 26 部分上市银行企业客户贷款占比



资料来源：公司公告

2009 年以来，之所以公司业务占比高的银行贷款收益率能够较早止跌甚至回升，原因在于公司客户与个人客户贷款定价方面的规律不同。商业银行个人贷款中大部分为住房抵押贷款，自 2009 年初至 2010 年中这一段时期内，满足“首套”条件的可以适用下浮利率，即使不满足条件通常也以基准利率发放，适用上浮利率的情况较少。而发放给企业客户的贷款则不同，在 2009 年下半年之后信贷逐步趋紧的过程中，企业、尤其是中小企业相对于银行的议价能力有所下降，经常不得不接受上浮的贷款利率水平。例如，民生银行在 2010 年中报内披露了如下信息：上半年中小企业新投放贷款加权平均利率达到 6.19%，相当于基准利率上浮 19.16%……

从表 1 金融机构信贷利率浮动区间占比情况可见，从 2009 年下半年以来，以基准利率或下浮基准利率发放的贷款占比呈下降趋势，从 30%以上逐步降低到 26%；而以上浮利率发放的贷款占比则持续上升，从 2009 年 6 月的 35.06% 上升到 2010 年 6 月的 41.39%。这些以上浮利率发放的贷款大部分为企业贷款，从而造成企业贷款占比高的银行贷款收益率回升速度快于企业贷款占比较低的银行。

表 1 金融机构信贷利率浮动区间占比情况

	下浮	基准	上浮					
	[0.9,1)	1	小计	(1,1.1]	(1.1,1.3]	(1.3,1.5]	(1.5,2.0]	2 以上
Jul-09	32.76	32.18	35.06	11.89	9.16	4.52	6.55	2.94
Aug-09	30.91	30.79	38.31	13.34	10.68	5.03	6.45	2.81
Sep-09	31.82	30.61	37.57	12.55	10.81	5.07	6.41	2.73
Oct-09	30.27	30.90	38.83	12.40	10.85	5.25	7.16	3.17
Nov-09	30.19	30.53	39.28	11.96	11.14	5.37	7.44	3.38
Dec-09	33.19	30.26	36.55	11.37	10.01	5.13	6.64	3.40
Jan-10	35.38	31.18	33.44	11.92	8.74	4.42	5.71	2.65
Feb-10	32.64	31.95	35.41	12.77	9.21	4.31	6.09	3.03
Mar-10	30.05	28.91	41.04	13.12	10.91	5.45	7.11	4.45
Apr-10	26.22	31.18	42.6	13.83	11.66	5.89	7.47	3.75
May-10	26.56	29.55	43.89	14.92	11.88	5.77	7.62	3.7
Jun-10	27.72	30.89	41.39	14.44	11.63	5.34	6.8	3.18

资料来源：人民银行货币政策执行报告

但以上逻辑不能完全解释招商银行的情况。虽然招行较低的企业贷款占比可以解释该行较低的贷款平均收益率水平，但无法解释该行贷款收益率水平变动趋势为何呈现出与民生、中信等高企业客户比例银行类似的触底反弹走势。我们推测，部分原因可能是招行明显高于同业的贷款占总生息资产比例（见图 23），使得招行的“企业贷款/总生息资产”比例与同业的差距不像该行“企业贷款/总贷款”比例与同业的差距那么大。

总之，在流动性偏紧的环境下，企业贷款占比高的银行贷款收益率表现优于个人业务占比高的银行，而具有同样公司业务水平的银行中，中小企业占比高的银行贷款收益率表现则更好。但是，截至目前，货币当局对去年天量信贷增长的“刹车”动作已基本结束，再加上国外流动性泛滥对我国国内市场的渗透，预计未来一段时间国内信贷供给将略为放松，至少不会进一步收紧。在这种大环境下，包括中行在内的企业贷款占比较低的银行贷款收益率回升慢于中小股份制银行的状况预计将会结束。

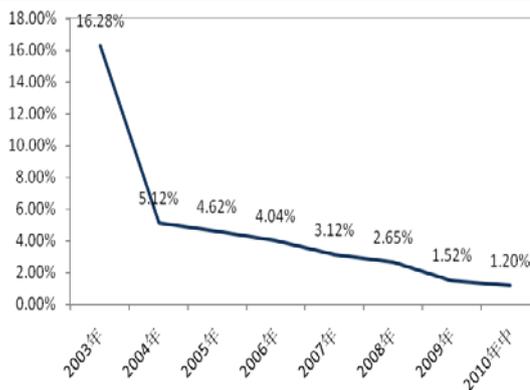
### 三、资产质量改善速度较快，预计近期信用风险水平

#### 可控

#### 3.1 中国银行贷款质量改善速度较快，不良率逐年下降

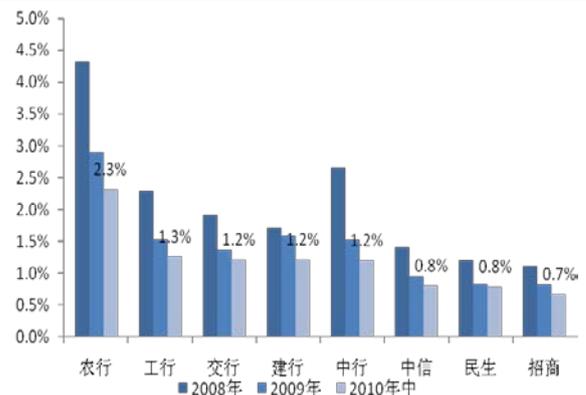
由于国有大行普遍存在的历史原因，中国银行贷款不良率曾经处于较高水平，但经过外部剥离、内部消化，不良率逐年下降，于 2008 年降至 3% 以下，见图 27。08 年以来，中行贷款不良率水平继续保持相对较高的下降速度，并于 2010 年中降至 1.2%，追平工行、建行水平，但仍高于中信、民生、招商等股份制银行，见图 28。

图 27 中国银行贷款不良率



资料来源：公司公告

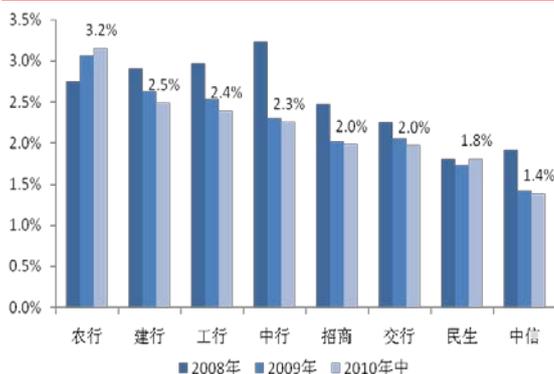
图 28 部分上市银行贷款不良率比较



资料来源：公司公告

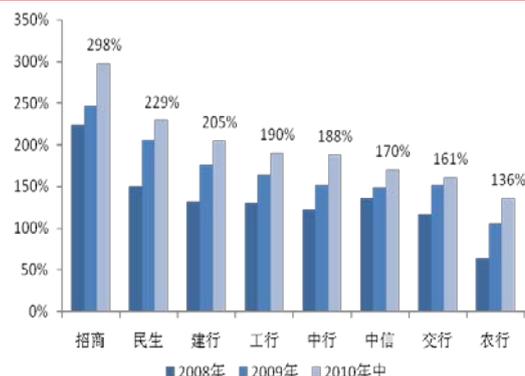
如图 29、图 30，2008 年以来，随着中行贷款不良率（不良贷款/贷款总额）的下降，贷款拨备率（贷款减值准备/贷款总额）也逐步下降至 2010 年中的 2.3%。同时，由于拨备率下降速度慢于不良率下降速度，中行不良贷款拨备覆盖率（贷款减值准备/不良贷款）有明显上升，截至 2010 年中达到了 188%。

图 29 部分上市银行拨备率比较



资料来源：公司公告

图 30 部分上市银行拨备覆盖率比较



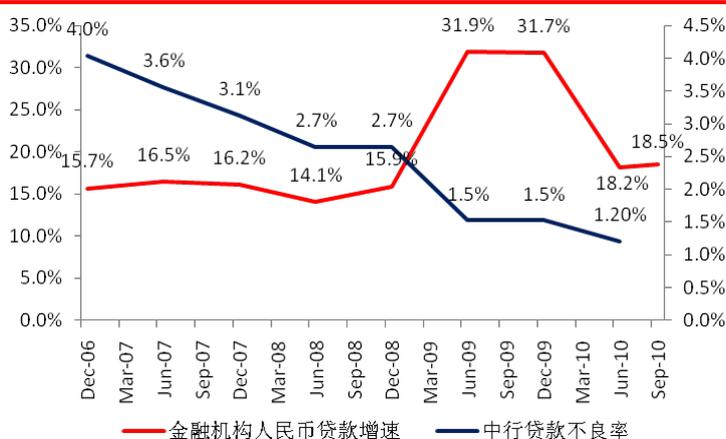
资料来源：公司公告

### 3.2 公司近期面临信用风险上升的风险，但风险水平基本可控

正常情况下，信贷增速与不良贷款率之间具有一定的负相关性：一方面，信贷增速高涨时新增的大量贷款增大了不良贷款率的分子，而新增贷款不会马上形成不良，从而不良贷款率的分子保持稳定，造成不良率下降。另一方面，在信贷供应充分时期，即使是财务状况较脆弱的企业也由于能够较容易获得融资而持续经营，发生违约的可能较小；反之，若信贷收紧、贷款增速下降，则不良率指标的分子增速有可能高于分母增速，造成不良率上升；更为重要的是，对于不少财务健康水平较弱的企业，在信贷收紧时资金链条将绷得更紧，且通常还要承受更高的融资成本，发生违约的概率大大提高。

观察图 31 可见，上述规律自 2005 年以来基本较好的维持：在考虑并排除中国银行不良贷款率本身不受经济周期影响的长期下降趋势之外，可以发现每当宏观信贷加速增长的时期都是中行不良贷款率下降相对较快的时期，尤其是 2009 年上半年宏观信贷增速增长非常迅速，同期中行不良贷款率也出现了明显快于以往的下降。然而，异常的情况出现在 2010 年上半年，一方面是信贷增速的较大下降，预示着贷款不良率将有所上升，另一方面贷款的实际不良率却不升反降，而且是较快下降。

图 31 中国银行贷款不良率与宏观信贷增速



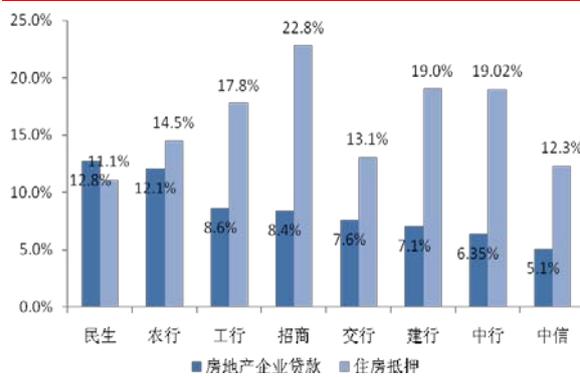
资料来源：中国人民银行、公司公告

我们认为，2010 年上半年贷款不良率与信贷增速同时快速下降这一反常现象可能的原因如下：（1）2010 年信贷增速下降很大程度上是由于 2009 年上半年天量信贷造成的过大基数，考虑到 2010 年上半年信贷增速虽然下降，但贷款绝对余额仍为正增长，即在天量信贷的基础上又实现了一定正增长，绝对数额仍然可观。（2）2009 年信贷增速大幅上升中的增量部分主要用于支持公共基础设施及大型基建项目的建设，2010 年上半年降低的信贷增速中的缩量部分恰恰也是由于减少了向这些大型公共建设项目的贷款，而中、小企业贷款由于具有较高的上浮利率，成为银行近期较为偏好的品种，这些企业获得的信贷增速实际并未出现急剧下降。因此，一方面大型公共建设项目由于贷款期限长，不会马上面临还款；另一方面，容易发生违约的中、小企业的信贷情况尚未收紧到造成大量违约的地步。在这种情况下形成了总体贷款不良率继续下降的状况。

如果上述逻辑成立，我们判断，今后一段时期国内银行业贷款的不良率存在上升的可能性，但可能的上升幅度有限。一方面，信贷增速较大幅度的下降、房地产市场的调控等因素仍然是可能造成贷款不良上升的动因。另一方面，人民银行数据显示 2010 年第三季度金融机构信贷同比增速为 18.5%（见图 31），已结束上半年的快速下降趋势并略有回升。该增速虽低于 09 年天量信贷投放时的水平，但高于 09 年之前各年增速，如果下半年能维持这一增速，则各类企业的信贷链条将得到一定程度放松，大规模违约的可能性不大。

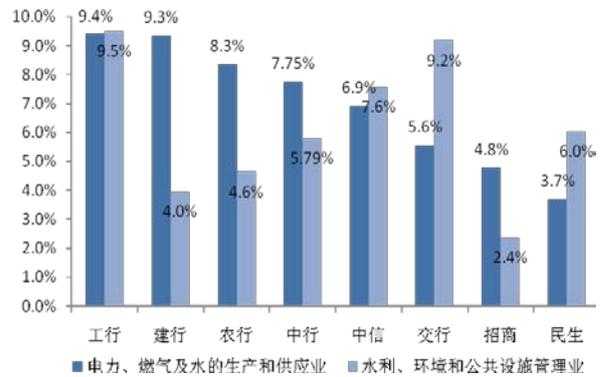
从中国银行个体来看，其贷款构成中较为敏感的房地产贷款及公共基础设施建设类贷款占比均处于同业中游水平，见图 32、图 33。如果这些行业贷款质量出现一定程度的恶化，中国银行受到的影响程度也将处于同业中游水平。

图 32 各行房地产相关贷款占比



资料来源：公司公告

图 33 各行公共基础建设类贷款占比



资料来源：公司公告

## 四、资本相对充足，本轮再融资完成后 5 年内遇到资

### 本瓶颈概率不大

#### 3.1 中国银行资本相对充足，满足 Basel 新资本要求难度不大

9 月 12 日，各国中央银行行长和监管当局负责人会议（GHOS meeting）就资本充足率新监管标准达成共识，重新确定了三个最低资本充足率要求，分别是普通股（含留存收益）最低要求为 4.5%，一级资本最低要求为 6%，总

资本最低要求为 8%。同时确的还有两个超额资本要求，一个是资本留存超额资本要求，水平为 2.5%，设立资本留存超额资本要求是为了确保银行具有充足的资本用于吸收经济压力时期的损失，并规定银行必须用普通股来满足资本留存超额资本要求；另一个是反周期超额资本要求，水平为 0-2.5%，只有当出现系统性贷款高速增长的情况下，商业银行才需计提反周期超额资本，大多数时期反周期超额资本为 0。按照上述要求，在正常经济条件下（反周期超额资本为 0%时）商业银行的普通股（含留存收益）充足率、一级资本充足率和总资本充足率最低应分别达到 7%、8.5% 和 10.5%，如表 2。

表 2 最新银行资本监管制度改革资本充足率要求

总资本 (10.5%)			
一级资本			
普通股 (含留存收益)	资本留存超额资本		
4.5%	2.5%	1.5%	2%
普通股、资本公积、盈余公积、未分配利润		优先股、公开储备	非公开储备、资产重估储备、普通准备金、(债权/股权)混合资本工具和次级长期债券

资料来源：银监会网站、中投证券研究所

中国银行目前的资本水平基本可以达到 Basel 新资本要求的水平。图 34、图 35 对比了 A 股 16 家上市银行截至 2010 年 6 月 30 日的资本充足率及核心资本充足率。其中中国银行资本充足率及核心资本充足率分别为 11.7% 和 9.33%，高于新协议下不计提“反周期超额资本”时 10.5% 和 8.5% 的监管要求。另据中行 2010 半年报披露的数据计算的中行普通股（含留存收益）占风险加权资产的比例为 8.7%，也高于新协议中 7% 的监管要求。待中国银行即将进行的 600 亿元 A+H 再融资完成，其资本水平相对于监管要求将有更大的安全空间。

图 34 部分上市银行资本充足率水平



资料来源：公司公告

图 35 部分上市银行核心资本充足率水平



资料来源：公司公告

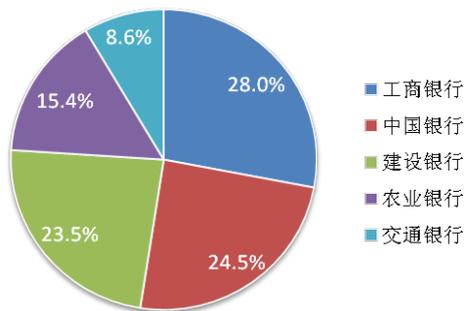
经过本轮再融资，中行在国内同业中的规模地位将基本保持稳定。根据中国银行 6 月 30 日通过的方案，公司将通过 A+H 融资 600 亿元；再加上今年 6 月份发行的 400 亿可转债如果全部转股，公司核心资本将增加 1000 亿左右，约占公司原有 5524 亿核心资本的 20%。

在监管当局设定了资本充足率要求的前提下，一家银行风险加权资产的最大上限取决于其拥有的资本数量、尤其是筹集难度最大的核心资本的数量。2010 年初至今，除中国银行外的多家银行也都通过了再融资计划以补充资本

金。图 36、图 37 比较了本轮再融资前后几大银行核心资本份额的变动，从中可大致考察再融资完成后各行风险加权资产市场份额的变动。

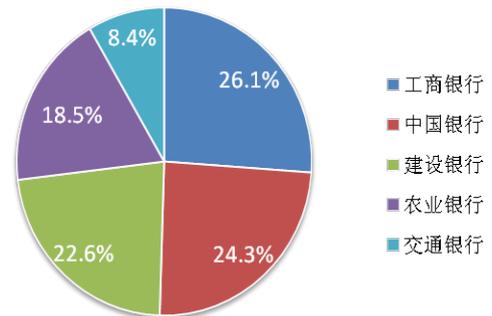
本轮再融资前，工商银行核心资本在五家大行核心资本总和中占比为 28%，而各行完成融资后工商银行的核心资本占比将降为 26.1%，意味着工行的市场份额上限将发生一定的下降。而通过 IPO 融资，农行的市场份额上限则由 15.4% 上升到 18.5%，成为唯一份额上升的大行。中行、建行、交行的份额基本保持不变。考虑到本轮银行业集中再融资给资本市场带来的压力，预计在 2-3 年的时间内各大行通过普通股再融资的可能性较小，因此本次形成的市场份额格局有望在未来相当一段时间内保持稳定。

图 36 本轮融资前各大行核心资本市场份额



资料来源：公司公告

图 37 本轮融资后各大行核心资本市场份额



资料来源：公司公告

### 3.2 本轮再融资后中行可保持快速发展 5 年以上，遇到内资本充足瓶颈的概率较小

按照本次 Basel 新协议的资本监管标准，我们通过建立模型测算了中国银行在本次 A+H 增发后，能够仅通过内生资本积累支持规模增长而不遇到资本瓶颈的年限。模型见表 3。

模型相关假设和说明：

1、加权风险资产及市场风险资本调整 (RWA)：假设从 2010 年后 RWA 增长率稳定在之前五年 RWA 增速的平均值 14.2% (2005 年到 2009 年间各年 RWA 增速分别为 16.2%、10.8%、8.2%、5.7%、30.2%)。

2、A+H 配股影响：2010 年 6 月 30 日中国银行董事会决议通过了公司 A 股和 H 股配股方案，该配股决议十二个月内有效，我们在模型中假设本次配股融资在 2010 年底前完成。

本次公司 A 股和 H 股配股每股面值人民币 1.00 元，可配股份数量约 27,922,307,820 股，配股融资总额不超过人民币 600 亿元。粗略计算，配股完成后，公司普通股本将增加 27,922,307,820 元，达到 2817.01 亿元；资本公积将增加约  $(60,000,000,000 - 27,922,307,820) = 32,077,692,180$  元，达到 1203.53 亿元。

**表 3 中国银行资本充足率测算模型**

	2009	2010年中	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
加权风险资产及市场 风险资本调整 (RWA)	5,163,848	5,606,587	5,897,114	6,734,505	7,690,804	8,782,899	10,030,070	11,454,340
RWA 增速	30.2%	-	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
资本构成								
核心资本:								
普通股	253,796	253,779	281,701	281,753	281,804	281,804	281,804	281,804
资本公积	81,460	88,275	120,353	120,501	120,650	120,650	120,650	120,650
盈余公积	30,391	30,518	38,833	48,329	59,173	71,557	85,699	101,850
未分配利润	100,758	116,166	154,415	199,994	254,214	318,610	394,979	483,808
普通股和留存盈余合 计	466,405	488,738	595,302	650,576	715,841	792,621	883,132	988,111
<b>普通股和留存盈余占 RWA 比例</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.8%</b>	<b>8.6%</b>
其他公开储备	6,204	32,734	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
少数股东权益	30,402	30,932	34,719	39,649	45,279	51,709	59,052	67,437
扣减前核心资本小计	503,011	552,404	650,021	710,226	781,120	864,330	962,184	1,075,548
扣减后核心资本基础	468,231	522,967	614,271	674,476	745,370	828,580	926,434	1,039,798
<b>核心资本充足率</b>	<b>9.07%</b>	<b>9.33%</b>	<b>10.42%</b>	<b>10.02%</b>	<b>9.69%</b>	<b>9.43%</b>	<b>9.24%</b>	<b>9.08%</b>
附属资本:								
一般准备金	60,128	53,919	58,971	67,345	76,908	87,829	100,301	114,543
已发行长期次级债券	73,930	73,930	73,930	73,930	73,930	73,930	73,930	73,930
已发行可转换公司债 券	-	39,776	20,000	0	0	0	0	0
其他	5,587	7,266	7,266	7,266	7,266	7,266	7,266	7,266
扣减前附属资本小计	139,645	174,891	160,167	148,541	158,104	169,025	181,497	195,739
扣减后资本基础	575,024	657,694	740,587	789,166	869,623	963,754	1,074,079	1,201,687
<b>资本充足率</b>	<b>11.14%</b>	<b>11.73%</b>	<b>12.56%</b>	<b>11.72%</b>	<b>11.31%</b>	<b>10.97%</b>	<b>10.71%</b>	<b>10.49%</b>
扣减项:								
商誉	-1,929	-1,899	-1,899	-1,899	-1,899	-1,899	-1,899	-1,899
对未并表银行及未并 表非银行金融机构的 资本投资	-9,260	-9,188	-9,188	-9,188	-9,188	-9,188	-9,188	-9,188
对非自用不动产和工 商企业的投资	-31,973	-32,833	-32,833	-32,833	-32,833	-32,833	-32,833	-32,833
其他扣减项	-24,470	-25,681	-25,681	-25,681	-25,681	-25,681	-25,681	-25,681
净利润	85,349		83,149	94,957	108,440	123,839	141,424	161,506
净利润增速	31.2%		-2.6%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
RORWA	1.7%	-	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
分红	37,554		36,586	39,882	43,376	47,059	50,913	56,527
分红比率	44.0%		44.0%	42.0%	40.0%	38.0%	36.0%	35%

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

3、可转债转股影响：公司于2010年6月2日发行了总额400亿元的可转债，转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（即2010年12月2日至2016年6月2日止），上市首日的转股价格为3.88元/股。基于上市首日转股价格计算，本次可转债若全部转股，将增加公司股本 $(40000000000 / 3.88) = 103.09$ 亿元，增加资本公积 $(400 - 103.09) = 296.91$ 亿元，届时将减计附属资本中的可转换债券400亿元。在本模型中我们假设全部可转债在两年内转换完毕，即在2011年和2012年各转换200亿元从而2011年末公司股本为2817.53亿元，资本公积为1205.01亿元；2012年末公司股本为2818.04亿元，资本公积为1206.50亿元。

#### 4、次级债：

表4列示了中国银行长期次级债务的发行与存续情况。在过去数年间，“次级债余额/风险加权资产”比例以及“次级债余额/资本（核心+附属）”比例均呈现逐渐上升趋势。考虑到银监会资本补充机制新规规定商业银行交叉持有的次级债需从附属资本中扣减，减少了次级债的潜在销售对象，预计将系统性的提高银行发债的成本，一定程度上降低次级债融资工具对银行的吸引力。

表4 中国银行次级债发行及存续情况

日期	发行/赎回	到期日	发行/赎回金额	次级债存续总额	次级债余额/RWA	次级债余额/资本
2005年2月18日	发行2005年人民币次级债券-10年期	2015年3月4日	24,930	24,930	0.7%	7.6%
2005年2月18日	发行2005年人民币次级债券-15年期	2020年3月4日	9,000	33,930	1.0%	10.4%
2009年7月6日	发行2009年人民币次级债券-10年期	2019年7月8日	16,000	49,930	1.0%	8.7%
2009年7月6日	发行2009年人民币次级债券-15年期	2024年7月8日	24,000	73,930	1.4%	12.9%
2010年2月11日	中银香港发行2010年美元后偿票据-10年期	2020年2月11日	17,898	91,828	1.6%	14.0%
2010年3月4日	赎回2005年人民币次级债券-10年期	2015年3月4日	24,930	66,898	1.2%	10.2%
2010年3月9日	发行2010年人民币次级债券-15年期	2025年3月11日	24,930	91,828	1.6%	14.0%

资料来源：公司公告

但是观察中国银行2010年3月期间次级债的发行与赎回，由于2005年发行的共计249.3亿元的次级债即将进入最后5年存续期（根据监管规定，银行次级债剩余期限在4年以下的，须按折扣比例充当银行附属资本，且比例逐年降低，剩余3-4年以80%计，2-3年以60%计，1-2年以40%计，1年以内以20%计）。公司于3月4日对这249.3亿元次级债行使了赎回权，而5天之后的3月9日，公司又发行了249.3亿元的15年期次级债以补充赎回造成的附属资本下降。

可见，次级债监管新规的出台使次级债工具的吸引力出现一定程度的下降，但当前银行面临的较高资本充足压力（中国银行2010年6月末资本充足率11.73%仅略高于11.5%的监管要求）又使得银行不会放弃使用这一工具。因此，在模型中我们假设未来数年内公司次级债存续余额保持稳定不变。

5、净利润：假设今后数年公司净利润占“加权风险资产及市场风险资本调整”的比率（即 RORWA）维持在前五年的平均值 1.41%（2005 年到 2009 年间各年 RORWA 分别为 0.9%、1.2%、1.7%、1.6%、1.7%）。

6、分红比例：在资本约束严格，而再融资面临的市场阻力日益增大的情况下，银行通过留存利润补充资本的内生增长途径越发重要。

观察表 5 列示的中国银行近 5 年现金分红情况，可见 2006 年 24.2% 的分红比率是 5 年内的最低位，自 2007 年之后，分红比例从未低于 40%。公司近几年保持高分红比例的重要原因之一是母公司汇金公司的刚性盈利需要。2007 年 9 月中投公司成立，其 2000 亿美元资本金通过财政部特别国债募资而来，中投公司也因而需每年偿还约 680 亿元人民币的利息。在中投公司本身投资收益有限的情况下，中投的净利润主要来自子公司汇金，而汇金的盈利则很大程度上来自于所持有的包括四大国有银行在内的金融机构的现金分红。据披露，2007 年，汇金从工、中、建三大行共计获得分红 653 亿，2008 年获得分红 677 亿，2009 年则预计获得分红 710 亿。从这组数据中可见，一方面为了满足汇金公司刚性的盈利需要，中国银行未来每年仍将进行较高比例的现金分红；但另一方面，由于近 4 年来各大商业银行自身利润均实现了较快增长，则为了满足汇金公司盈利需求而必要的分红比例则越来越低。鉴于今后中国银行面临的较大资本压力，我们假设其今后几年的分红绝对数额将保持不降，然而分红比例逐步下降。

表 5 中国银行近五年分红比率

	2005	2006	2007	2008	2009
EPS (元)	0.12	0.17	0.22	0.25	0.32
Div (元)	0.07	0.04	0.1	0.13	0.14
Div Ratio	54.40%	24.20%	45.10%	52.00%	44.00%

资料来源：公司公告

在上述各项假设下，通过模型计算显示，到 2015 年底为止，中国银行的“普通股和留存盈余占 RWA 比例”、核心资本充足率、资本充足率将分别为 8.6%、9.8%和 10.49%，高于新监管协议要求的 7%、8.5%以及 10.5%。说明在各项比率均满足巴塞尔新资本监管标准的前提下，中国银行可以不另行再融资且保持每年 14.1%RWA 增长率，快速发展至少 5 年时间而不遇到资本充足瓶颈。

### 3.3 反周期超额资本要求近期实施的可能性较小

上面模型中并未纳入本次监管新规中提出的 0-2.5% 的“反周期超额资本”要求。主要原因是我们认为该要求近期实施的可能性较小。理由有三：

(1) 反周期超额资本要求设立的目的是弥补资本充足率监管的顺周期性缺陷。即在经济过热、贷款增长过快时期，银行由于盈利状况良好且所持投资类资产公允价值不断升高而造成资本上升、资本充足率不断升高，进而又能提供更多信贷加剧经济过热；而当经济陷于衰退，需要银行增加信贷时，银行资本水平又恰恰处于不断降低的趋势中，从而限制了银行信贷的发放。

可见，反周期超额资本是用来在银行信贷过快增长的阶段限制其进一步增长，而不是在信贷发放已经过高时用来强迫银行收缩前期信贷的“最后稻草”。我国在 2009 年已经经历了天量信贷的投放，今年上半年以来信贷增速已明显回落，在周期阶段上不处于“反周期超额资本要求”应当发挥作用的时期。

(2) “反周期超额资本要求”的政策效果很强，预计当局在运用此工具方面会相当谨慎。与“存款准备金率”类似，“反周期超额资本要求”的作用具有乘数效应。当局每增加1%的“反周期超额资本要求”，就限制了“(1/r)%” (r为资本充足率)的风险加权资产，以现在11.5%的资本充足率要求水平为例，若增加计提1%的“反周期超额资本”，将限制约8.7%的潜在风险加权资产或潜在贷款。“反周期超额资本”强大的作用效果使得其成为又一种货币政策“猛药”，若使用稍有不慎很容易违背帮助经济软着陆的初衷，而成为“压垮骆驼的最后稻草”。因此，预计该工具运用的频率将很有限，而且即使应用，也较少可能用足2.5%的上限。

(3) 作为一种意在限制信贷总量的政策工具，“反周期超额资本要求”在运用中面临着与其它总量型货币政策工具相似的困难。首先，要想“逆周期”，首先要准确衡量周期，然而当经济较快上涨时，如何判定其是“健康”的增长还是“过热”的增长较为困难；其次，即使当局能够认定经济增长已经“过热”，而提高资本充足率这剂很可能“压垮骆驼”的猛药也将使得其使用者有面临较大的舆论压力和政治压力，增大了工具付诸实施的难度；最后，现代经济的市场结构丰富而复杂，时常会出现某几个市场出现过热，而其它市场运行健康的情况，正如当前我国所面临的房地产及相关市场局部过热，而其它部分市场仍处于金融危机后的恢复期的现状，“反周期超额资本要求”这剂作用于整个经济体的猛药将由于可能会对并未过热的子市场带来的副作用而面临用于不用的两难。

## 五、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

假设中国银行2010、2011年的贷款增速分别为22%、23%，存款增速分别为21.5%、21.6%，净利息差水平分别为2.4%、2.6%，非利息收入增速分别为26.4%、16.4%，成本收入比保持不变；同时假设公司A+H配股于2010年内完成，可转债在2011年底前完成转股。根据上述假设，公司未来三年盈利预测见表6。

表6 中国银行盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	232,198	311,187	381,164	445,163
拨备前利润	126,084	166,948	203,617	239,995
净利润	85,349	100,935	120,940	144,524
EPS	0.32	0.34	0.41	0.49
BVPS	2.03	2.22	2.53	2.91
PE(X)	11.41	10.73	8.90	7.45
PB(X)	1.80	1.64	1.44	1.25

资料来源：中投证券研究所

## 5.2 绝对估值

我们采用 3-Stage DDM Model 对公司进行绝对估值。模型假设三阶段分别为 5 年、10 年、永续，三个阶段的平均 ROAE 分别为 17%、10%、8%，平均分红比例分别为 40%、35%、32%。详细假设条件见表 7。经模型运算得出的中国银行目标股价为 4.10 元，对应的 2010 年 PE、PB 分别为 12.05x、1.85x。

表 7 绝对估值假设

	无风险利率	市场回报率	Beta	股权成本
基本假设	3.5%	10.0%	0.95	9.7%
	年数	平均 ROAE	平均分红比例	CAGR
显性期(2010-2014)	5	17%	40%	10%
半显性期(2015-2024)	10	10%	35%	7%
平稳发展期(2025-)	永续	8%	32%	5%

资料来源：中投证券研究所

表 8 绝对估值结果

目标股价	显性期股利现值	半显性期股利现值	永续期股利现值
<b>4.10</b>	0.72	1.13	2.25
EPS(2010E)	BVPS(2010E)	PE(x)	PB(x)
0.34	2.22	<b>12.05</b>	<b>1.85</b>

资料来源：中投证券研究所

## 5.3 相对估值

表 9 显示了 A 股上市银行的规模属性、增长速度属性与他们估值水平的对应关系。从资产规模上看，中国银行与建行、农行最为接近，三者目前的动态 PB 分别为 1.7x、2.1x、2.7x，动态 PE 分别为 8.9x、8.6x、10.5x。从净利润增速看，中国银行与工行、建行、交行最为接近，四者目前的动态 PB 分别为 1.7x、2.2x、2.1x、1.9x，动态 PE 分别为 8.9x、9.2x、8.6x、9.2x。可见，与规模和成长性接近的同业公司相比，中国银行 PE 基本处于可比公司的平均值附近，而 PB 指标则皆处于可比公司中的最低位。

表 9 A 股上市银行估值水平比较

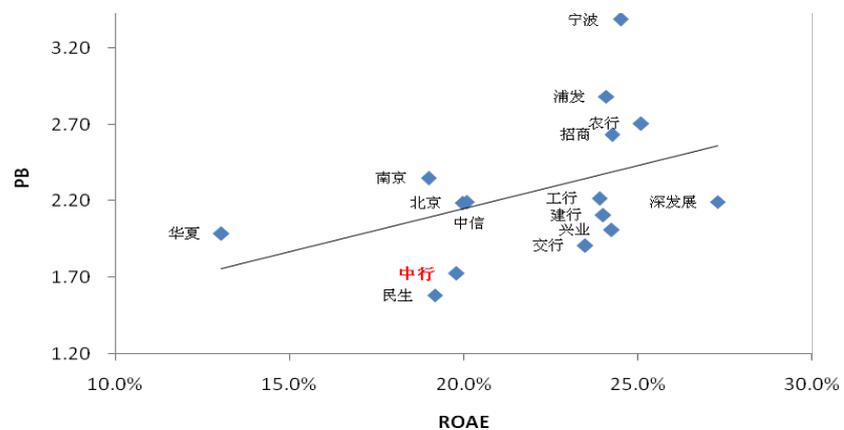
	总资产	净利润同比增速	PE (2010E)	PB (2010E)
宁波	210	79%	14.1	3.4
浦发	1781	34%	12.0	2.9
农行	<b>9696</b>	40%	<b>10.5</b>	<b>2.7</b>
招商	2282	60%	12.4	2.6
南京	196	50%	12.8	2.3
工行	12960	<b>28%</b>	<b>9.2</b>	<b>2.2</b>
深发展	624	31%	11.0	2.2
中信	1940	54%	11.3	2.2
北京	646	34%	11.4	2.2

建行	10236	27%	8.6	2.1
兴业	1715	41%	9.6	2.0
华夏	942	81%	10.8	2.0
交行	3709	31%	9.2	1.9
中行	9686	26%	8.9	1.7
民生	1631	21%	8.6	1.6

资料来源：公司公报、Wind 数据库

在上市银行盈利能力方面，一定程度上存在 ROAE 与估值水平的正相关关系，如图 38 所示。可见，从 ROAE 水平上看，中国银行与中信、民生、北京、南京等行处于可比位置，并且在这些可比公司中中国银行的 PB 水平偏低。

图 38 A 股上市银行 PB — ROAE 对应关系



资料来源：公司公告、中投证券研究所

综合上述几个方面的对比以及整篇报告对中国银行基本面的分析可以认为，由于中国银行业务中的币种结构、计息负债期限结构方面的原因，造成其目前盈利能力偏低，因此相对于规模及成长性相似的可比公司，中国银行的 PE 指标与可比公司持平、而 PB 指标有较明显低估。然而若专门考察中国银行与盈利能力相近的可比公司，可以发现即使是在这些公司中中国银行的 PB 指标仍然处于低位。

在充分考虑了中国银行目前的盈利水平以及通过结构调整实现盈利回升的潜力和可能性等诸多因素的基础上，我们认为中国银行目前的估值水平有一定低估，存在上调的动力，合理的 PB 指标应当在 1.9x 左右，结合 2010 年预计为 2.22 元的 BVPS，对应的目标价格为 4.22 元左右。

## 5.4 投资建议

综合考虑绝对估值给出的 4.10 元估价以及相对估值给出的 4.22 元估价，我们给出中国银行目标估值为 4.15 元，公司 A 股目前 3.65 元的市价尚存在 15% 左右的上调空间，因此给出“推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>				
存放中央银行	9,296	10,992	13,215	15,918
存放同业	6,831	5,935	6,529	7,182
存放同业	3,948	2,763	3,040	3,344
拆出资金	1,389	1,528	1,681	1,849
买入返售	1,494	1,644	1,808	1,989
贷款净额	47,974	58,685	72,178	88,179
对公贷款	35,347	42,416	50,899	61,079
个人贷款	11,475	14,153	17,919	22,019
贴现票据	2,282	3,651	5,477	7,667
贷款减值准备	1,130	1,536	2,117	2,587
债券投资	17,701	21,092	24,379	27,296
交易性	294	353	409	450
可供出售	6,082	7,299	8,466	9,482
应收款项	3,878	4,653	5,398	6,046
持有到期	7,447	8,787	10,105	11,318
其他生息资产	1,564	1,564	1,564	1,564
固定资产净额	1,100	1,155	1,247	1,372
其他资产	3,053	3,298	3,561	3,846
<b>资产总额</b>	<b>87,519</b>	<b>102,720</b>	<b>122,673</b>	<b>145,357</b>
<b>负债</b>				
存款	66,850	81,223	98,737	120,223
企业活期存款	19,480	23,766	29,232	35,956
企业定期存款	11,255	13,506	16,207	19,448
个人活期存款	11,945	14,334	17,488	21,510
个人定期存款	19,854	24,221	29,066	34,879
其他存款	4,316	5,396	6,744	8,430
同业拆入及对央行负	11,524	13,716	15,693	17,959
向中央银行借款	616	709	779	857
同业存拆入	10,090	12,108	13,924	16,012
卖出回购金融资产	818	900	990	1,089
应付债券	768	786	804	823
其他负债	2,923	433	(18)	(2,193)
<b>负债总额</b>	<b>82,065</b>	<b>96,158</b>	<b>115,217</b>	<b>136,813</b>
<b>所有者权益</b>				
股本	2,538	2,817	2,818	2,818
资本公积	815	1,204	1,205	1,206
盈余公积	304	405	526	670
一般风险准备	603	776	974	1,191
未分配利润	1,008	1,472	2,052	2,775
外币报表折算差额	(117)	(111)	(119)	(116)
归属母公司所有者权	5,150	6,252	7,141	8,206
少数股东权益	304	310	315	339
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,454</b>	<b>6,562</b>	<b>7,456</b>	<b>8,545</b>
<b>负债与权益总额</b>	<b>87,519</b>	<b>102,720</b>	<b>122,673</b>	<b>145,357</b>

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,322	3,112	3,812	4,452
利息收入	2,614	3,264	4,238	5,262
利息支出	1,025	1,079	1,505	2,045
净利息收入	1,589	2,185	2,732	3,217
手续费及佣金净收入	460	574	709	859
投资收益	214	214	214	214
公允价值变动收益	(92)	(18)	(6)	(3)
汇兑收益	(19)	(14)	(9)	(7)
其他营业收入	171	171	171	171
营业收入小计	273	353	370	375
营业支出	1,067	1,448	1,782	2,059
营业税金及附加	116	156	191	223
业务及管理费	811	1,151	1,448	1,692
其他业务成本	139	141	142	144
营业外净收入	5	6	7	7
拨备前利润	1,261	1,669	2,036	2,400
资产减值损失	150	356	462	519
税前利润	1,111	1,314	1,574	1,881
净利润	853	1,009	1,209	1,445
归属母公司所有者净利润	808	959	1,149	1,373
少数股东权益	45	50	60	72

每股指标与估值				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.32	0.34	0.41	0.49
BVPS	2.03	2.22	2.53	2.91
PE(X)	11.0	10.3	8.6	7.2
PB(X)	1.7	1.6	1.4	1.2

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>				
PPOP ROAA	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
ROAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
PPOP ROAE	24.3%	27.8%	29.0%	30.0%
ROAE	16.4%	16.8%	17.3%	18.1%
RORWA	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
成本收入比	34.9%	37.0%	38.0%	38.0%

资产质量				
不良率	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%
拨备率	2.3%	2.6%	2.9%	2.9%
拨备覆盖率	151%	150%	150%	150%
<b>资本</b>				
资本充足率	11.1%	11.3%	9.7%	9.0%
核心资本充足率	9.1%	8.9%	7.9%	7.3%
<b>其他比率</b>				
贷存比	71.8%	72.3%	73.1%	73.3%
RORWA/生息资产	61.9%	65.8%	68.9%	70.8%

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：亿元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434