

银行III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

中国银行

601988

推荐

业绩保持稳健增长, 资产质量继续改善

6-12个月目标价: 4.15元

当前股价: 3.52元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2997.05
总股本(百万)	253839
流通股本(百万)	253839
流通市值(亿)	8935
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	7.65	-0.85	-9.57
上证综合指数	14.04	16.37	3.06



相关报告

《中国银行-息差水平提升潜力较大, 再融资拓展业务增长空间》2010-10-19

投资要点:

- **业绩稳健增长。**公司第三季度实现营业收入 694.18 亿元, 同比增长 14%, 环比增长 6.06%; 净利息收入 489.4 亿元, 同比增长 20%, 环比增长 3.34%; 手续费及佣金净收入 130.38 亿元, 同比增长 13%, 环比增长 3.07%; 归属母公司所有者净利润 272.22 亿元, 同比增长 29%, 环比增长 5.32%; EPS 0.11 元, 较上季度增加 0.1 元。2010 年前三季度, 公司 ROAA 为 1.17%, 较去年同期提高 0.04%; ROAE 为 19.5%, 较去年同期提高 2.3%。
- **息差收入提高来自规模增长, 未来净息差水平有望上升。**公司三季度实现净利息收入 489.4 亿元, 同比增长 20%。由于 09 年 2 季度之后公司净息差 NIM 稳定在 2.04%, 因此净利息收入增长主要由规模增长贡献。由于央行的加息行动以及近期中小企业贷款占比的上升趋势, 预计未来净息差水平有上升倾向。
- **资产质量继续提高, 拨备率距传闻中新监管标准尚有差距。**截至 9 月末, 公司不良贷款率为 1.10%, 较 6 月末下降 0.1%; 拨备覆盖率上升至 199%; 拨备率略下降至 2.19%。根据传闻中的银监会监管新规, 商业银行的拨备率需达到 2.5%, 按照公司现有贷款余额计算, 若要把拨备率提高至 2.5%, 需增加约 170 亿元的拨备计提, 相当于降低 EPS 约 0.067 元。
- **非利息收入较快增长、占比增加。**2010 年前三季度, 公司实现非利息收入 614.93 亿, 同比增加 15.73%; 第三季度当季手续费及佣金净收入 130.38 亿, 同比增长 12.8%, 环比增长 3.1%。第三季度, 公司非利息收入总比重为 29.5%, 较上季末有所上升。
- **资本充足性良好, A+H 再融资即将进入实施阶段。**截至 9 月底, 公司资本充足率 11.73%, 核心资本充足率 9.35%。600 亿 A+H 配股融资方案已获银监会及证监会批准, 即将进入实施阶段。若加上前期 400 亿可转债完全转股, 共可增加股本 1000 亿, 粗略计算可使公司资本充足率达到 12.5% 以上, 核心资本充足率达到 10% 以上。
- **盈利预测。**预测公司未来三年 EPS 为 0.35、0.41、0.46 元, 未来 6-12 月的目标价格为 4.15 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: 公司资产负债表美元敞口高于国内同业, 若美国第二轮量化宽松导致美元继续快速贬值, 将侵蚀公司盈利。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	232198	280270	332458	381417
同比(%)	1.7%	20.7%	18.6%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	80819	97891	114341	128652
同比(%)	27.2%	21.1%	16.8%	12.5%
ROAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
ROAE(%)	16.4%	17.2%	17.2%	17.1%
每股收益(元)	0.32	0.35	0.41	0.46
P/E	11.1	10.1	8.7	7.7

一、业绩保持稳健增长

中国银行 2010 年第三季度实现营业收入 694.18 亿元，同比增长 14%，环比增长 6.06%；实现净利息收入 489.4 亿元，同比增长 20%，环比增长 3.34%；实现手续费及佣金净收入 130.38 亿元，同比增长 13%，环比增长 3.07%；实现归属母公司所有者净利润 272.22 亿元，同比增长 29%，环比增长 5.32%；实现基本 EPS 0.11 元，较上季度增加 0.1 元。2010 年前三季度，公司 ROAA 为 1.17%，较去年同期提高 0.04%；ROAE 为 19.5%，较去年同期提高 2.3%。

表 1 中国银行 2010 年第三季度业绩解析

(单位: 百万)	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3
营业收入	61025	63317	67556	65454	69418
同比增速	5%	24%	34%	14%	14%
净利息收入	40888	43271	44506	47358	48940
同比增速	0%	6%	21%	25%	20%
手续费及佣金净收入	11558	11500	15656	12650	13038
同比增速	22%	42%	39%	8%	13%
拨备前利润	30356	29594	41371	38867	38340
同比增速	-6%	20%	33%	11%	26%
资产减值损失	1649	3257	5897	4054	1211
同比增速	-82%	-83%	1%	-4%	-27%
净利润	21051	18763	26175	25847	27222
同比增速	-64%	-70%	41%	15%	29%
EPS (basic)	0.08	0.08	0.10	0.10	0.11
同比增速	-65%	-68%	43%	11%	38%
ROA (年化)	1.13%	1.09%	1.18%	1.18%	1.17%
ROE (年化)	17.2%	16.4%	19.8%	19.8%	19.5%

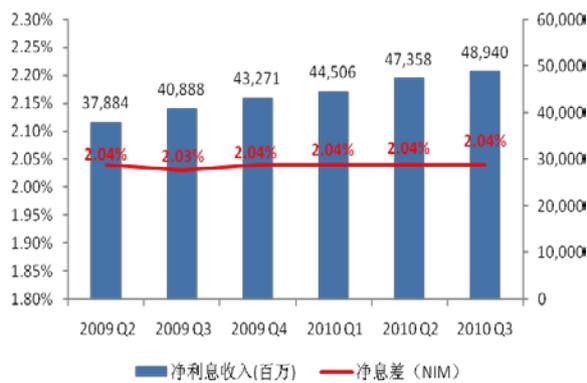
数据来源：公司报告

二、息差收入提高来自规模增长，未来净息差水平有

望上升

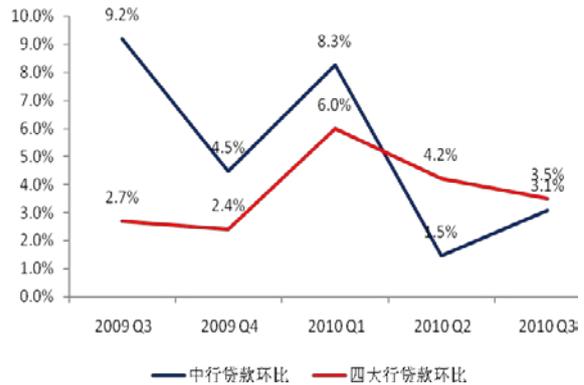
公司 3 季度实现净利息收入 489.4 亿元，同比增长 20%，环比增长 3.34%。见图 1，公司自 09 年 2 季度之后净息差基本稳定在 2.04% 水平，因此净利息收入的增长应当主要由于公司资产负债规模的增长所贡献。

图 1 中国银行净利息收入走势



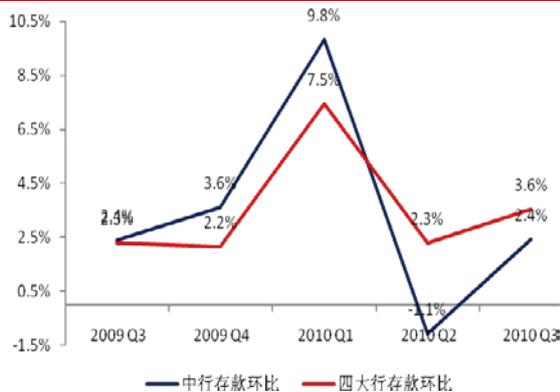
数据来源：公司报告

图 2 中国银行贷款环比增速



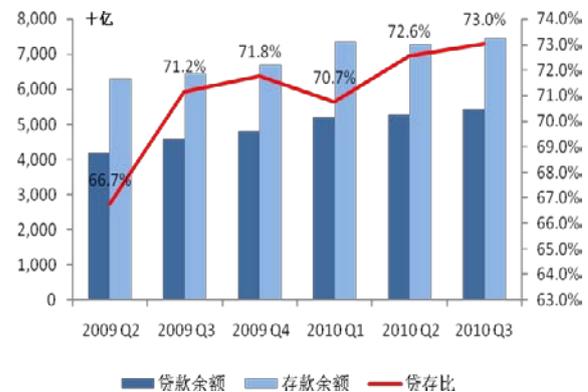
数据来源：中国人民银行、公司报告

图 3 中国银行存款环比增速



数据来源：中国人民银行、公司报告

图 4 中国银行贷存比



数据来源：公司报告

图 2、图 3 显示了中国银行近一年来贷款、存款环比增长率情况。两幅图中红色曲线显示人民银行公布的四大国有商业银行总贷款、总存款环比增长率。可见自 2009 年下半年至 2010 年 1 季度，中国银行的存、贷款增速均快于四大行总体水平，但进入 2010 年下半年，中行存、贷款增速则明显落后，虽然中行在第 3 季度进行了追赶，但仍低于总体水平。

另外值得注意的是，2010 年第 3 季度中行贷款环比增速 3.1% 大于存款环比增速 2.4%，造成了公司贷存比的进一步升高。目前中行的贷存比指标已达 73%，接近监管当局 75% 的上限。可见在接下来一段时期，公司若不能加大存款增速，则贷款规模的增长也将遇到瓶颈。

我们判断未来一段时间，公司净息差水平将略有上升，理由有二：

(1) 2010 年 10 月 20 日人民银行上调存、贷款利率。其中，各期限贷款利率涨幅分布在 0.2%~0.25% 之间，较为平均；存款利率涨幅则梯度明显，活期存款利率维持 0.36% 不变，五年定期利率则上调 0.6%，达到 4.20%。由于金额占比 40% 以上的活期存款利率没有上调，因此本次加息应当会带来公司未来息差水平的小幅上升。虽然本次远端存款利率涨幅大于短端存款利率涨幅，有可能造成存款定期化倾向，并进而提高存款成本，但由于市场对央行是否会进一步加息行动尚存观望心理，不愿立即将活期存款转为定期，因此估计存款定期化的强度短期内将很微弱，不会对银行息差水平上升造成太大的阻力。

(2) 根据中国人民银行 10 月 26 日《2010 年三季度金融机构贷款投向统计报告》披露的数据，截至今年 9 月末，各类金融机构大型企业人民币贷款余

额（含票据贴现）13.15 万亿元，同比增长 12.5%；中型企业人民币贷款余额 9.86 万亿元，同比增长 15.7%；小型企业人民币贷款余额 7.12 万亿元，同比增长 27.7%。可见，中、小型企业贷款增速明显高于大型企业。由于中小企业相对银行议价能力较弱，贷款利率的上浮水平一般高于大型企业，因此贷款企业的小型化也预示着未来一段时间存贷款利差有上升的趋势。

三、资产质量继续提高，拨备率距传闻中新监管标准

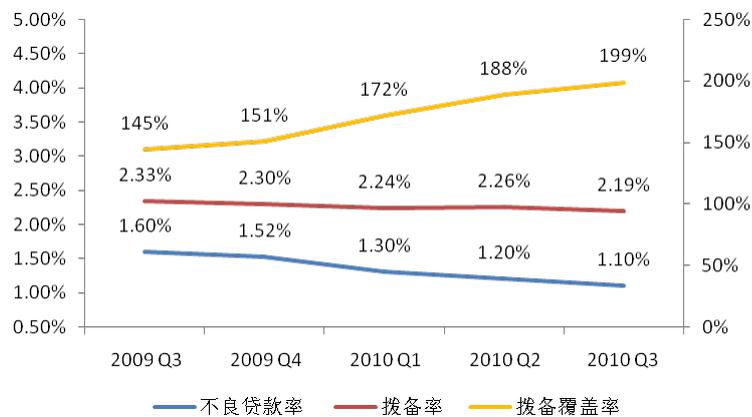
尚有差距

2010 年前三季度，公司贷款减值损失 135.79 亿元，信贷成本 0.35%，同期贷款减值准备回拨 24.08 亿元，总资产减值损失为 111.62 亿元。

截至 9 月末，中国银行不良贷款率为 1.10%，较去年同期下降 0.5%，较今年 6 月末下降 0.1%；公司拨备覆盖率继续上升，截至 9 月末达 199%，但拨备率较 6 月末略有下降，为 2.19%。

根据传闻中的银监会监管新规，商业银行的拨备覆盖率需达到 150%，拨备率需达到 2.5%，按照这一标准，中行的拨备率还有较明显差距。按照中行现有的贷款余额计算，若要把拨备率提高至 2.5%需增加约 170 亿元的拨备计提，相当于降低 EPS 约 0.067 元。

图 5 中国银行贷款质量

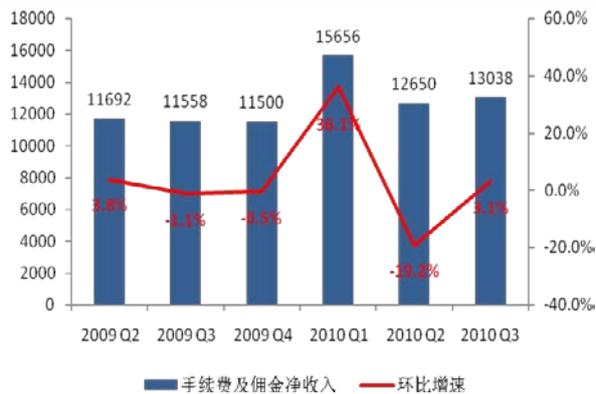


数据来源：公司报告

四、非利息收入较快增长、占比增加

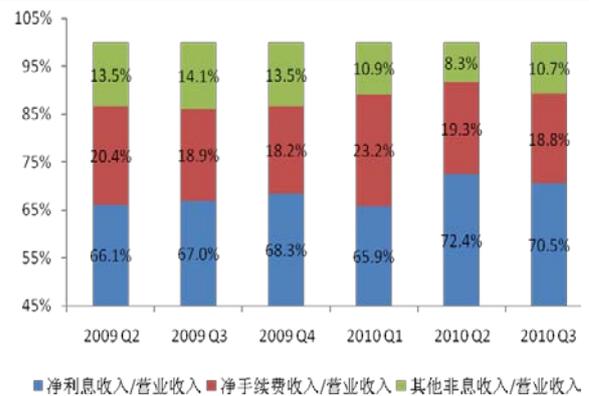
2010 年前三季度，公司实现非利息收入 614.93 亿元，同比增加 15.73%；前三季度，手续费及佣金净收入共 413.44 亿，同比增长 19.79%。2010 年第三季度，公司当季手续费及佣金净收入 130.38 亿，同比增长 12.8%，环比增长 3.1%。第三季度，公司手续费及佣金净收入占营业收入比重为 18.8%，其他非利息收入占营业收入比重 10.7%。非利息收入总比重为 29.5%，较上季末有所上升。

图 6 中国银行手续费及佣金净收入



数据来源：公司报告、中投证券研究所

图 7 中国银行营业收入结构



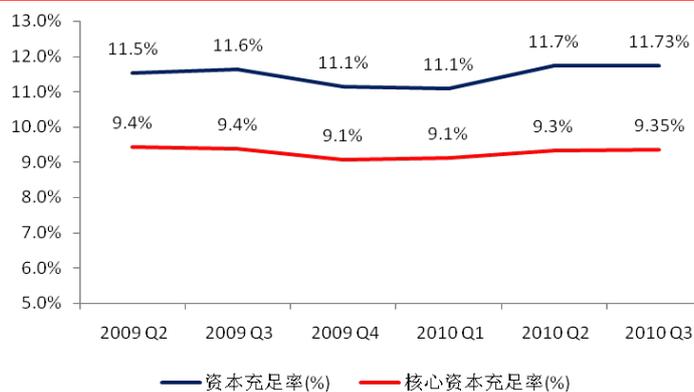
数据来源：公司报告

五、资本充足性良好，A+H 再融资即将进入实施阶段

截至 2010 年 9 月底，中国银行资本充足率 11.73%，核心资本充足率 9.35%，高于当前监管标准及新资本协议讨论稿中提高后的要求（资本充足率 10.5%、核心资本充足率 8.5%）。

截至目前，公司 600 亿 A+H 配股融资方案已先后获得银监会及证监会批准，即将进入实施阶段。本次配股融资的 600 亿加上前期 400 亿可转债若完全转股，共可增加公司股本 1000 亿元，粗略计算可使公司资本充足率达到 12.5% 以上，核心资本充足率达到 10% 以上，可保证公司在相当长时间内不遇到资本瓶颈。

图 8 中国银行资本充足率



数据来源：公司报告

六、投资建议：推荐

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.35、0.41、0.46 元，未来 6-12 月的目标价格为 4.15 元，维持“推荐”评级。

附：财务预测表

利润表					盈利驱动因素				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2322	2803	3325	3814	贷款增长率	50.4%	18.5%	18.4%	18.0%
净利息收入	1589	1852	2222	2550	贷款平均收益率	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
手续费及佣金净收入	460	561	688	825	存款增长率	29.2%	18.1%	18.9%	19.2%
投资收益	214	224	235	247	存款平均收益率	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%
营业支出	1067	1122	1340	1594	贷存比	71.8%	72.0%	71.7%	70.9%
业务及管理费	811	841	1031	1259	生息资产增长率	27.1%	17.0%	17.7%	17.4%
拨备前利润	1261	1686	1991	2227	生息资产平均收益率	3.4%	3.6%	3.8%	3.9%
资产减值损失	150	345	425	465	计息负债增长率	29.8%	18.6%	18.0%	18.3%
税前利润	1111	1341	1567	1763	计息负债平均收益率	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%
净利润	853	1030	1204	1354	净息差 (NIM)	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%
归母公司净利润	808	979	1143	1287	净利差 (NIS)	1.9%	2.0%	2.1%	2.0%
资产负债表					成本收入比				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
资产	87519	102001	119646	140013	减值损失/生息资产	0.2%	0.4%	0.4%	0.3%
贷款及垫款	47974	56836	67272	79353	增长率				
债券投资	18167	20912	24541	28754	净利息收入	-2.5%	16.6%	20.0%	14.8%
存放中央银行	9296	10741	12675	14998	手续费及佣金净收入	15.2%	21.9%	22.6%	20.0%
存拆放同业	6831	7962	9252	10592	拨备前利润	-4.0%	33.8%	18.1%	11.9%
负债	82065	95449	112237	131609	EPS	27.2%	9.1%	16.8%	12.5%
吸收存款	66850	78941	93826	111855	资产质量				
同业及央行负债	11524	13716	15693	17959	不良贷款率	1.5%	1.1%	1.2%	1.3%
应付债券	768	1236	1255	1276	拨备率	2.3%	2.2%	2.2%	2.3%
所有者权益	5454	6552	7410	8404	拨备覆盖率	151.2%	200.0%	180.0%	180.0%
母公司所有者权益	5150	6242	7095	8065	资本管理				
利润结构					资本充足率				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入/营业收入	68%	66%	67%	67%	核心资本充足率	11.1%	11.6%	10.3%	9.6%
非利息收入/营业收入	32%	34%	33%	33%	RWA/生息资产	9.1%	9.2%	8.4%	7.9%
贷款利息收入占比	72%	72%	72%	71%	盈利与估值				
债券利息收入占比	19%	18%	18%	19%	RORWA	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%
同业利息收入占比	9%	10%	10%	10%	PPOP ROAA	1.6%	1.8%	1.8%	1.7%
资产负债结构	2009	2010E	2011E	2012E	ROAA	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
生息资产比例	95.3%	95.6%	96.0%	96.3%	PPOP ROAE	24.3%	28.1%	28.5%	28.2%
贷款/生息资产	57.5%	58.3%	58.6%	58.9%	ROAE	16.4%	17.2%	17.2%	17.1%
债券/生息资产	21.8%	21.4%	21.4%	21.3%	EPS(basic)	0.32	0.35	0.41	0.46
同业资产/生息资产	8.2%	8.2%	8.1%	7.9%	BVPS	2.03	2.22	2.52	2.86
计息负债比例	96.4%	98.4%	98.7%	99.6%	PE(目标价)	13.0	12.0	10.2	9.1
存款/计息负债	84.5%	84.1%	84.7%	85.3%	PE(现价)	11.1	10.1	8.7	7.7
同业融资/计息负债	14.6%	14.6%	14.2%	13.7%	PB(目标价)	2.0	1.9	1.6	1.5
发行债券/计息负债	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	PB(现价)	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司报告、中投证券研究所、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。

林帆, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 从事银行业研究。

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