

中国银行 (601988.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

## 4 季度净息差环比显著提升

分析师: 叶云燕 ☎: (8610) 6656 8028 ✉: yeyunyan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130207091555  
联系人: 黄斌辉 ☎: (8610) 8357 4031 ✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

### 1. 事件

公司于3月25日发布年报,2010年实现营业收入2770亿元,同比增长19%,其中利息净收入增长22%至1940亿元。归属于母公司净利润增长29%至1044亿元,比我们的预估值略高出3%。基本每股收益0.39元,按年末股本计算的摊薄每股收益为0.37元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (1) 经营亮点

■ **4 季度净息差升幅扩大。**我们按照期初期末余额口径测算的4季度净息差2.13% (经年化后),环比3季度提升约9bp,而3季度环比提升仅3bp。升幅进一步扩大。我估计,这一方面得益于公司在资产负债结构方面的调整,尤其是存款活期化程度的提升。另一方面,得益于央行去年10月份的加息。年报披露的数据显示,按照日均余额计算的全年净息差为2.07%,比上半年的2.04%提升约3bp,其中贷款利率提升了10bp,同业收益率提升20bp,而存款成本率则保持稳定,显示加息对贷款收益率的提升开始产生贡献。

■ **成本收入比下降。**2010年公司成本控制到位,业务及管理费增长了17%,低于营业收入增幅,使得成本收入比下降0.76个百分点至34.2%。

■ **不良率及信贷成本持续下降。**年末不良余额约625亿元,不良率1.1%。不良率比2009年末及2010年中期均有所下降。2010计提资产减值损失129.93亿元,比上年减少19.94亿元,下降13.30%。其中集团贷款减值损失156亿元,比上年增加1.19亿元。全年信贷成本0.29%,下降0.09个百分点。从单季情况看,2010年各季度单季信贷成本渐次降低。

■ **资本充足率提升。**通过可转债发行和A+H配股,2010年公司的资本充足率上升1.45个百分点至12.58%,核心资本充足率则上升1.02个百分点至10.09%,占比降至19%

#### (2) 需要关注的问题

■ **手续费及佣金净收入占比略有下降。**公司全年实现约544亿元的手续费及佣金净收入,同比增长18%,增幅低于营业收入及利息净收入。

### 3. 投资建议

我们对公司的盈利预测做了一些调整,预计11/12/13年实现净利1258/1455/1646亿元,对应EPS为0.45/0.52/0.59元(具体参见表8)。按3.3元的股价计算,对应各年PE为7.3x/6.3x/5.6x, PB为1.26x/1.13x/1x。维持谨慎推荐评级。

**表 1: 规模仍是利润增长主因, 但净息差对业绩增长贡献提升**

业绩增长归因分析	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
规模增长	12.64%	16.09%	17.03%	24.67%	25.08%	24.71%	22.35%	21.98%	21.41%
净息差	-5.97%	-23.42%	-23.05%	-30.10%	-27.57%	-3.90%	0.59%	-0.19%	0.67%
非息收入	11.62%	1.62%	1.63%	0.27%	4.24%	6.89%	-2.88%	-0.78%	-1.07%
成本	16.78%	6.98%	-4.57%	-4.54%	-6.05%	5.11%	1.41%	1.81%	2.58%
拨备	-38.13%	-11.76%	8.97%	14.98%	32.63%	7.39%	4.11%	3.84%	5.00%
营业外净收入	0.11%	0.26%	0.35%	0.27%	0.48%	0.09%	-0.19%	0.06%	-0.64%
税收	18.17%	2.64%	-0.50%	-0.71%	-1.61%	1.13%	1.47%	0.97%	1.25%
净利润	15.23%	-7.59%	-0.13%	4.82%	27.20%	41.42%	26.87%	27.70%	29.20%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 2: 业绩同比增速趋势**

同比业绩变动	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
利息收入	9.57%	-9.69%	-9.95%	-9.76%	-8.89%	12.56%	16.25%	17.84%	19.93%
利息支出	13.62%	-9.61%	-12.14%	-15.49%	-17.30%	1.07%	6.75%	12.00%	16.61%
利息净收入	6.67%	-9.74%	-8.34%	-5.43%	-2.49%	20.82%	22.94%	21.79%	22.08%
手续费净收入	45.33%	19.13%	2.64%	8.39%	15.19%	39.00%	23.31%	19.79%	18.41%
非利息净收入	80.41%	-3.23%	-2.48%	-4.45%	15.15%	47.14%	13.06%	18.94%	18.15%
营业收入	18.30%	-8.13%	-6.71%	-5.17%	1.75%	27.70%	20.06%	21.01%	21.01%
营业支出	-1.05%	-17.71%	2.06%	2.79%	11.28%	19.28%	17.71%	18.23%	17.52%
拨备前利润	35.07%	-1.15%	-11.28%	-9.71%	-4.30%	32.81%	21.47%	22.83%	23.59%
拨备	445.70%	136.85%	-41.20%	-55.42%	-66.72%	0.92%	-1.29%	-4.84%	-13.30%
营业利润	-3.06%	-12.91%	-2.31%	5.27%	28.33%	40.20%	25.58%	26.66%	28.59%
税前利润	-2.95%	-12.64%	-1.95%	5.54%	28.81%	40.29%	25.39%	26.73%	27.95%
所得税	-24.20%	-14.38%	1.18%	6.25%	21.58%	35.44%	24.13%	24.26%	26.04%
净利润	15.23%	-10.01%	-2.45%	4.82%	27.20%	41.42%	26.87%	27.70%	29.20%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 3: 生息资产同比增速略有回落**

资产负债同比增长	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
资产	16.01%	24.95%	26.57%	26.46%	25.82%	22.63%	17.96%	21.10%	19.51%
生息资产	16.50%	26.05%	27.80%	27.66%	26.60%	23.06%	18.10%	20.95%	19.34%
贷款	15.80%	24.13%	33.86%	44.10%	50.41%	40.39%	25.31%	18.32%	15.43%
同业往来资产	46.58%	103.07%	49.31%	13.14%	1.78%	1.05%	2.83%	36.65%	17.20%
债券投资	-3.90%	5.96%	13.68%	13.76%	10.36%	8.80%	4.01%	15.57%	13.14%
负债	16.63%	26.32%	27.97%	27.82%	27.00%	23.36%	18.29%	21.57%	19.22%
计息负债	26.32%	36.97%	29.10%	29.40%	29.11%	24.37%	19.28%	21.76%	18.03%
存款	17.57%	27.18%	27.88%	28.84%	29.22%	23.99%	15.24%	15.97%	12.78%
同业往来负债	167.82%	144.49%	39.58%	33.44%	30.47%	26.35%	41.42%	59.91%	51.76%
应付债券	na	0.16%	-0.50%	32.82%	17.44%	34.84%	101.72%	49.92%	71.73%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 4: 生息资产占比有所回落**

资产负债结构	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
生息资产/总资产	96.48%	96.84%	97.08%	97.00%	97.08%	97.18%	97.20%	96.89%	96.94%
贷款/生息资产	47.53%	48.19%	52.76%	56.75%	56.47%	54.98%	55.98%	55.51%	54.61%
同业资产/生息资产	10.00%	11.18%	9.56%	7.33%	8.04%	9.18%	8.32%	8.28%	7.90%
债券投资/生息资产	24.53%	23.56%	23.72%	21.97%	21.38%	20.83%	20.89%	21.00%	20.27%
计息负债/总负债	95.40%	96.32%	96.27%	96.74%	96.98%	97.12%	97.07%	96.89%	96.01%
存款/计息负债	83.92%	82.89%	84.92%	85.31%	84.00%	82.63%	82.05%	81.25%	80.26%
同业负债/计息负债	14.11%	15.36%	13.23%	12.60%	14.26%	15.60%	15.69%	16.55%	18.34%
应付债券/计息负债	1.06%	0.91%	0.87%	1.17%	0.96%	0.98%	1.47%	1.45%	1.40%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 5: 4 季度业绩同比增速上升, 但环比下降**

单季同比	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
利息收入	1.10%	-9.69%	-10.21%	-9.39%	-6.30%	12.56%	19.90%	20.90%	25.90%
利息支出	7.75%	-9.61%	-14.57%	-21.65%	-22.58%	1.07%	12.49%	22.85%	31.29%
利息净收入	-3.52%	-9.74%	-6.94%	0.40%	6.35%	20.82%	25.01%	19.69%	22.85%
非利息净收入	3308%	-3.23%	-1.93%	-8.96%	154.99%	47.14%	-12.09%	33.40%	16.05%
营业收入	11.02%	-8.13%	-5.40%	-1.96%	26.39%	27.70%	13.20%	22.90%	21.00%
营业支出	-22.54%	-17.71%	30.59%	4.08%	34.28%	19.28%	16.27%	19.12%	16.06%
拨备前利润	83.74%	-1.15%	-18.70%	-6.10%	19.18%	32.81%	11.38%	25.77%	26.09%
拨备	1628.35%	136.85%	-71.12%	-82.02%	-82.60%	0.92%	-4.34%	-26.56%	-43.78%
税前利润	-51.68%	-12.64%	9.01%	24.04%	343.53%	40.29%	13.15%	29.34%	31.86%
所得税	9.03%	-14.38%	20.46%	17.22%	128.51%	35.44%	14.17%	24.51%	31.83%
净利润	-47.76%	-10.01%	4.78%	22.65%	332.43%	41.42%	14.90%	29.31%	34.17%

单季环比	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
利息收入	-1.22%	-12.47%	1.16%	3.60%	2.14%	5.16%	7.75%	4.47%	6.36%
利息支出	-2.63%	-16.33%	-1.19%	-2.68%	-3.78%	9.23%	9.98%	6.28%	2.83%
利息净收入	-0.10%	-9.46%	2.84%	7.93%	5.83%	2.85%	6.41%	3.34%	8.62%
非利息净收入	-53.78%	105.87%	35.52%	-29.41%	29.47%	18.79%	-19.03%	7.12%	12.63%
营业收入	-13.62%	6.09%	11.39%	-3.95%	11.36%	7.19%	-1.26%	4.27%	9.64%
营业支出	1.45%	-16.12%	9.91%	11.27%	30.89%	-25.49%	7.14%	14.00%	27.53%
拨备前利润	-23.94%	26.38%	12.29%	-12.99%	-3.47%	40.83%	-5.83%	-1.75%	-3.23%
拨备	104.14%	-68.78%	-27.47%	-61.09%	97.51%	81.06%	-31.25%	-70.13%	51.20%
税前利润	-74.34%	325.85%	21.67%	-6.69%	-8.26%	34.69%	-1.86%	6.65%	-6.46%
所得税	-54.65%	126.03%	13.61%	0.65%	-11.59%	33.97%	-4.23%	9.76%	-6.39%
净利润	-74.72%	326.57%	21.54%	-6.42%	-10.87%	39.50%	-1.25%	5.32%	-7.52%

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 6: 生息资产收益率及净息差逐步上升**

季度息率（期末余额口径）	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
生息资产收益率	4.61%	3.52%	3.42%	3.39%	3.36%	3.18%	3.25%	3.28%	3.32%
计息负债成本率	2.23%	1.59%	1.52%	1.47%	1.41%	1.27%	1.31%	1.34%	1.35%
NIS	2.38%	1.93%	1.89%	1.92%	1.94%	1.91%	1.93%	1.94%	1.97%
NIM	2.62%	2.05%	2.01%	2.02%	2.04%	1.98%	2.01%	2.02%	2.05%

  

季度息率（日均余额）	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1	10Q3	10Q4
生息资产收益率	4.63%		3.48%		3.36%		3.28%		3.34%
计息负债成本率	2.18%		1.55%		1.14%		1.33%		1.35%
NIS	2.45%		1.93%		2.22%		1.95%		1.99%
NIM	2.63%		2.04%	2.03%	2.04%		2.04%	2.04%	2.07%

资料来源：中国银河证券研究部

**表 7: 4 季度单季净息差环比显著上升**

单季度息率（期末余额口径）	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
生息资产收益率	4.43%	3.52%	3.27%	3.30%	3.27%	3.18%	3.26%	3.34%	3.42%
计息负债成本率	2.11%	1.59%	1.44%	1.36%	1.26%	1.27%	1.33%	1.38%	1.38%
NIS	2.33%	1.93%	1.84%	1.94%	2.01%	1.91%	1.93%	1.96%	2.04%
NIM	2.49%	2.05%	1.94%	2.04%	2.09%	1.98%	2.01%	2.04%	2.13%

资料来源：中国银河证券研究部

表 8: 关键财务数据及预测

<b>利润表</b>						<b>每股指标及估值</b>					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利息净收入	158881	193962	239560	279260	316612	EPS	0.32	0.37	0.45	0.52	0.59
非息净收入	73317	82855	94541	103699	113942	每股拨备前利润	0.49	0.56	0.68	0.78	0.88
营业收入	232198	276817	334100	382960	430555	DVPS	0.14	0.15	0.20	0.23	0.27
营业支出	106653	121661	143913	164165	183698	BVPS	2.03	2.31	2.61	2.93	3.29
拨备前利润	125545	155156	190187	218795	246857	P/E	10.36	8.82	7.32	6.33	5.60
拨备	14987	12993	18202	19979	21968	P/PPOP	6.67	5.94	4.84	4.21	3.73
税前利润	111097	142145	171985	198816	224889	P/B	1.63	1.43	1.26	1.13	1.00
净利润	80819	104418	125893	145533	164619	股息收益率	4.2%	4.4%	6.1%	7.1%	8.0%
<b>资产负债表</b>						<b>杜邦分析</b>					
资产总额	8751943	10459865	11823178	13351818	15084376	净利息收入	1.82%	1.85%	2.03%	2.09%	2.10%
贷款	4797408	5537765	6199837	6941647	7772763	非净利息收入	0.84%	0.79%	0.80%	0.78%	0.76%
其他生息资产	3585826	4479088	5138900	5873383	6716037	营业收入	2.65%	2.65%	2.83%	2.87%	2.85%
其他资产	368709	443012	484442	536788	595577	营业支出	1.22%	1.16%	1.22%	1.23%	1.22%
负债总额	8206549	9783715	11061753	12501511	14134941	拨备前利润	1.43%	1.48%	1.61%	1.64%	1.64%
存款	6685049	7539153	8519243	9711937	11071608	拨备	0.17%	0.12%	0.15%	0.15%	0.15%
其他计息负债	1273456	1927791	2100040	2289514	2497935	税前利润	1.27%	1.36%	1.45%	1.49%	1.49%
其他负债	248044	316771	442470	500060	565398	税收	0.29%	0.31%	0.33%	0.34%	0.34%
股东权益	514992	644165	729440	818322	917451	ROA	0.92%	1.00%	1.06%	1.09%	1.09%
<b>盈利能力</b>						权益倍数	17.0	16.2	16.2	16.3	16.4
生息资产收益率	3.44%	3.37%	3.62%	3.82%	3.85%	ROE	15.69%	16.21%	17.26%	17.78%	17.94%
计息负债成本率	1.45%	1.37%	1.51%	1.66%	1.69%	<b>资产负债比例</b>					
净利差	1.99%	1.99%	2.11%	2.16%	2.16%	生息资产/总资产	97.0%	96.9%	97.1%	97.2%	97.2%
净息差	2.09%	2.08%	2.22%	2.28%	2.29%	贷款/生息资产	56.5%	54.6%	54.0%	53.5%	53.0%
贷款收益率	4.68%	4.40%	4.79%	4.98%	5.06%	债券/生息资产	21.4%	20.3%	23.5%	24.3%	24.7%
存款成本率	1.32%	1.23%	1.39%	1.52%	1.56%	同业资产/生息资产	8.0%	7.9%	8.2%	8.2%	8.2%
存贷利差	3.37%	3.18%	3.40%	3.46%	3.50%	计息负债/总负债	97.0%	96.8%	96.0%	96.0%	96.0%
成本收入比	34.92%	34.16%	34.00%	34.00%	34.00%	存款/计息负债	84.0%	79.6%	80.2%	80.9%	81.6%
<b>增长率</b>						同业融资/带息负债	14.3%	18.2%	17.8%	17.4%	16.9%
生息资产	26.5%	19.4%	13.2%	13.0%	13.1%	应付债券/带息负债	1.0%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%
贷款	50.4%	15.4%	12.0%	12.0%	12.0%	贷存比	71.8%	73.5%	72.8%	71.5%	70.2%
债券	10.4%	13.1%	31.5%	16.7%	15.0%	<b>资本充足率</b>					
总资产	25.8%	19.5%	13.0%	12.9%	13.0%	资本充足率	11.14%	12.58%	12.47%	1.53%	0.00%
计息负债	29.1%	19.0%	12.2%	13.0%	13.1%	核心资本充足率	9.07%	10.09%	10.25%	0.00%	0.00%
存款	29.2%	12.8%	13.0%	14.0%	14.0%	加权风险资产系数	0.59	0.56	0.56	0.56	0.56
利息净收入	-2.5%	22.1%	23.5%	16.6%	13.4%	<b>资产质量</b>					
非息净收入	12.2%	13.0%	14.1%	9.7%	9.9%	不良贷款余额	74718	62470	68810	75911	83863
营业收入	1.7%	19.2%	20.7%	14.6%	12.4%	不良贷款/贷款	1.52%	1.10%	1.09%	1.07%	1.05%
营业支出	9.8%	14.1%	18.3%	14.1%	11.9%	拨备余额/不良贷款	151.2%	196.7%	203.5%	209.5%	214.6%
拨备前利润	-4.3%	23.6%	22.6%	15.0%	12.8%	当年拨备/不良贷款	20.7%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	27.2%	29.2%	20.6%	15.6%	13.1%	信用风险成本	0.38%	0.29%	0.29%	0.28%	0.28%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

**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。

**叶云燕、杨欢，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

### **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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

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