

银行III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026750

zhanglei@cjis.cn

参与人: 林帆

S0960110120015

0755-82026821

linfan@cjis.cn

6-12个月目标价: 4.15元

当前股价: 3.35元

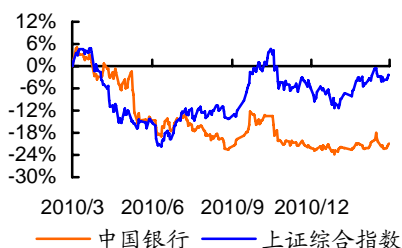
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2946.71
总股本(百万)	279147
流通股本(百万)	279147
流通市值(亿)	9351
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.42
资产负债率	93.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国银行	3.40	3.40	0.00
上证综合指数	2.37	3.93	0.00



相关报告

《中国银行-欧美加息周期临近, 利好外币业务息差》2011-3-20

《中国银行-业绩保持稳健增长, 资产质量继续改善》2010-10-27

《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

中国银行

601988

推荐

年报点评: 外币息差开始回升, 不良贷款保持双降

中国银行 2010 年实现归属于母公司所有者的净利润 1044 亿元, 每股收益 0.37 元, 同比增长 29%。公司净利润略高于预期, 主要由于贷款减值损失低于预期以及证券投资减值准备的回拨。

- **净息差水平继续回升。**中行 2010 年净息差 2.07%, 较 2009 年回升 3 个 BP。受益于国内 2010 年 4 季度的两次加息, 境内人民币净息差 2.27%, 较 2009 年提高 6 个 BP, 延续了 2009 年下半年以来的回升势头; 由于美欧实体经济的复苏, 带动中行境内外币净息差触底反弹, 较 2010 年上半年回升 6 个 BP 达到 1.21%。
- **贷款占比生息资产比重下降, 贷存比有所上升。**由于偏紧的信贷控制, 中行贷款占生息资产比重由 2009 年的 54.8% 下降至 2010 年的 52.5%; 同时, 随着人民币存款准备金率的不断上调, 生息资产中存放央行款项占比有所上升; 生息资产结构的上述变化对公司净息差构成一定负面压力。中行境内机构贷存比 70.2%, 但包括境外机构后集团口径贷存比则达到 74.45%, 公司面临较大揽存压力。
- **不良贷款继续双降, 信用成本维持低位。**中行 2010 年末不良贷款余额 624.7 亿, 较年初减少 117 亿; 不良率 1.1%, 较年初下降 0.42%。公司 2010 年核销及转出的不良贷款拨备仅占年初余额的 4.9%, 核销力度的减弱一方面是由于贷款不良率的持续下降, 另一方面也是由于 2.5% 拨贷比监管指标引导银行积累拨备的结果。另外, 公司证券投资资产减值准备发生了约 25 亿元的回拨, 显著的降低了年内的资产减值损失水平, 转回的减值准备主要来自美国住房抵押贷款相关债券资产。
- **中间业务收入保持快速增长。**2010 年手续费佣金净收入同比增长 18.4%, 较 2009 年提高 3.2 个百分点。增长最快的中间业务有银行卡业务 (57.5%)、结算与清算业务 (22.2%) 以及信用承诺 (21.7%)。
- **资本充足率提高, 分红比率下降。**由于年内实施 400 亿可转债融资和 600 亿 A+H 股再融资, 公司资本充足水平明显提高。但由于监管当局资本充足标准的提高和外源融资的难度日益加大, 公司分红比例由 2009 年的 41.6% 降至 2010 年的 37.2%, 提高了公司内源融资的贡献。
- **维持“推荐”评级。**2011 年内海外宽松货币政策退出的概率较大, 外币息差将回升。作为国内外币业务占比最高银行, 中行受益海外息差回升的程度最大, 有望走出独立于国内同业息差上升趋势。
- **风险提示:** 融资平台不良超预期、利率市场化进程快于预期。

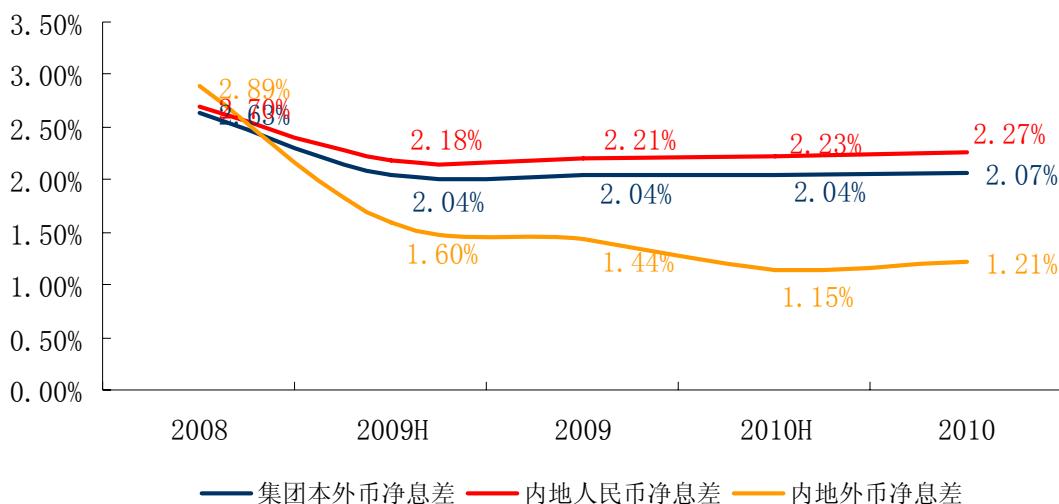
主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	232198	276817	351881	415897
归属母公司净利润(百万元)	80819	104418	122868	148227
同比(%)	27.20%	29.20%	17.67%	20.64%
ROAA	1.09%	1.14%	1.14%	1.19%
ROAE(%)	16.42%	18.44%	18.61%	19.43%
每股收益(元)	0.32	0.37	0.44	0.53
P/E (目标价)	13.16	11.2	9.54	7.92
P/B (目标价)	2.07	1.91	1.64	1.42

一、净息差水平继续回升

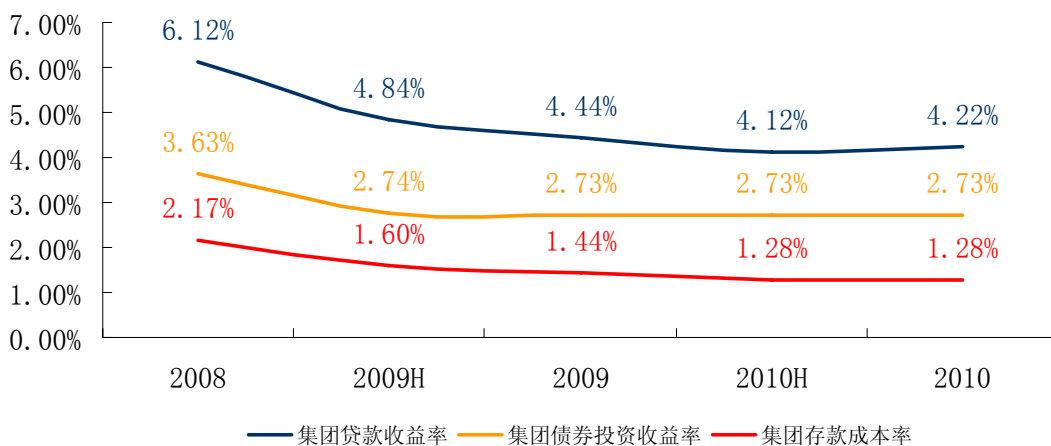
公司 2010 年净息差 2.07%，较 2009 年回升 3 个 BP。其中，境内人民币净息差 2.27%，较 2009 年提高 6 个 BP，延续了 2009 年下半年以来的回升势头；境内外币净息差 1.21%，较 2010 年上半年回升 6 个 BP，显示外币息差已经见底。

图 1 人民币净息差继续上升，外币净息差触底反弹



资料来源：公司年报、中投证券研究所

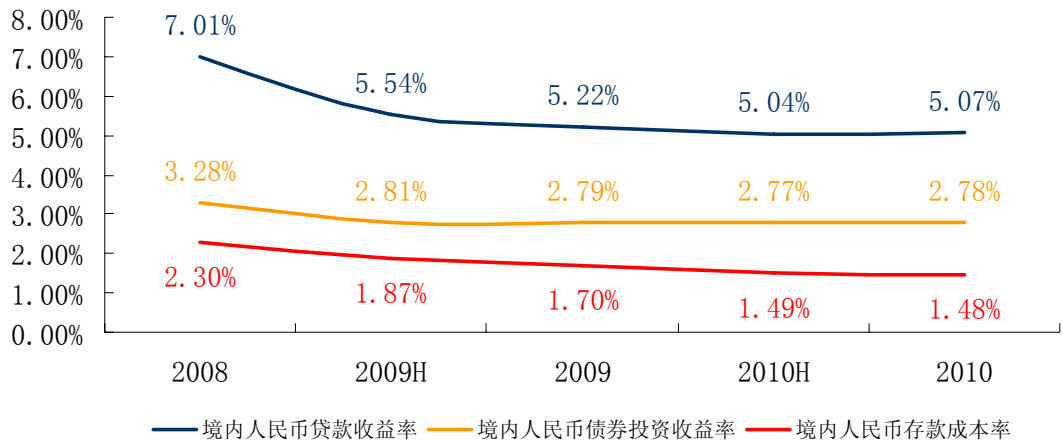
图 2 贷款、投资收益率与存款成本率（集团）



资料来源：公司年报、中投证券研究所

国内 2010 年 4 季度的两次加息效果开始显现。中行人民币贷款收益率由上半年的 5.04% 上升至年底的 5.07%；而由于存款活期化的原因，中行 2010 年人民币存款成本率较年中略微下降，为 1.48%。

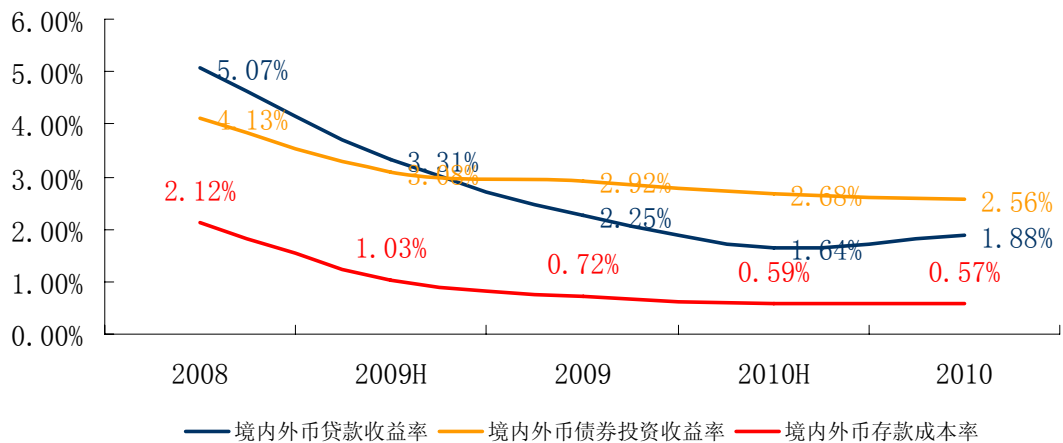
图 3 贷款、投资收益率与存款成本率（境内人民币）



资料来源：公司年报、中投证券研究所

虽然美联储与欧央行在 2010 年内均未进行加息，但由于美欧实体经济的复苏，带动中行外币贷款收益率开始回升，而外币存款成本率则基本维持不变，使得中行外币存贷息差开始扩大。预计这一趋势在未来仍将持续。

图 4 贷款、投资收益率与存款成本率（境内外币）

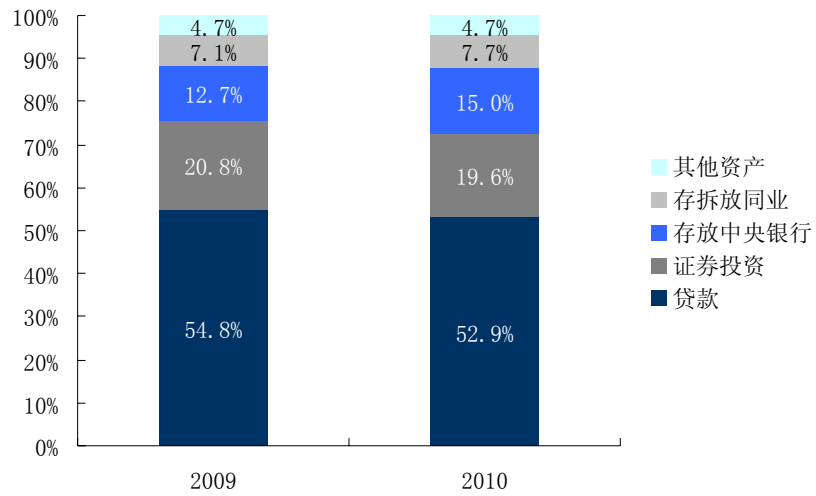


资料来源：公司年报、中投证券研究所

二、贷款占比生息资产比重下降，贷存比有所上升

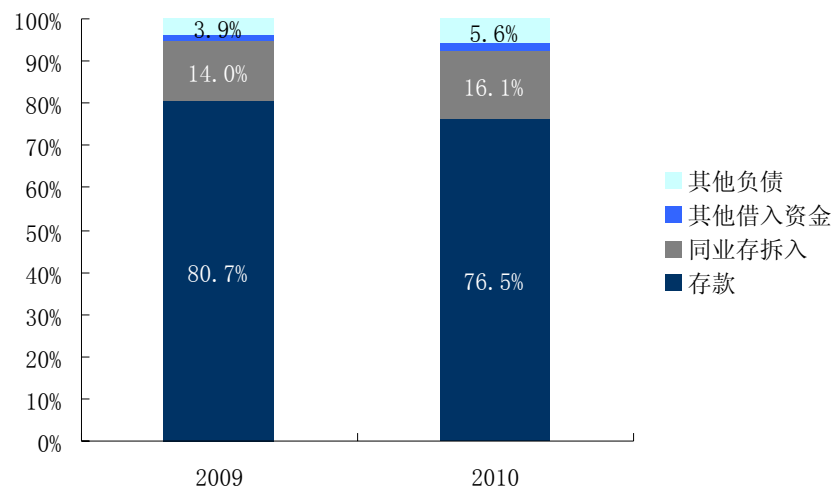
由于 2010 年偏紧的信贷控制，中行贷款占生息资产比重由 2009 年的 54.8% 下降至 2010 年的 52.5%；同时，随着人民币存款准备金率的不断上调，中行生息资产中存放央行的比重有所上升。

图 5 生息资产结构变动



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 6 计息负债结构变动



资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 1 存款活期占比与贷存比

	2008	2009	2010
活期存款	2,276,439	3,142,569	3,588,241
定期存款	2,825,672	3,477,983	3,849,796
存款合计	5,102,111	6,620,552	7,438,037
贷款	3189652	4797408	5537765
存款活期占比	44.62%	47.47%	48.24%
贷存比（集团）	62.52%	72.46%	74.45%
贷存比（境内机构）	61.30%	70.30%	70.20%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 2 考察 2010 年新增存款，企业存款中来自境外机构的外币存款占比明显提高，而新增储蓄存款中的外币部分占比则明显减少。可能的原因是：国际贸易的回暖增加了企业客户的外币收入或外币支付需求，从而相应增加企业外币存款；而美元升值预期的存在使个人持有外币的动机减弱，造成个人存款中的外币占比下降。

表 2 存款币种结构

	2009		2010		当年新增	
	余额	占比	余额	占比	金额	占比
企业存款						
中国内地：人民币	2,903,326	84.4%	3,301,778	82.9%	398,452	73.1%
各外币折人民币	171,947	5.0%	177,517	4.5%	5,570	1.0%
境外机构：各货币折人民币	364,454	10.6%	505,436	12.7%	140,982	25.9%
小计	3,439,727	100.0%	3,984,731	100.0%	545,004	100.0%
储蓄存款						
中国内地：人民币	2,408,075	75.7%	2,675,301	77.5%	267,226	98.1%
各外币折人民币	198,325	6.2%	181,818	5.3%	-16,507	-6.1%
境外机构：各货币折人民币	574,425	18.1%	596,187	17.3%	21,762	8.0%
小计	3,180,825	100.0%	3,453,306	100.0%	272,481	100.0%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 3 考察 2010 年新增贷款，企业贷款中的人民币贷款占比有所提高，而个人贷款中的外币贷款占比有所提高。

表 3 贷款币种结构

	2009		2010		当年新增	
	余额	占比	余额	占比	金额	占比
企业贷款						
中国内地：人民币	2,531,164	67.3%	2,910,239	68.6%	379,075	78.7%
各外币折人民币	655,084	17.4%	630,446	14.9%	-24,638	-5.1%
境外机构：各货币折人民币	576,628	15.3%	703,698	16.6%	127,070	26.4%
小计	3,762,876	100.0%	4,244,383	100.0%	481,507	100.0%
个人贷款						
中国内地：人民币	979,072	85.3%	1,217,171	85.9%	238,099	82.8%
各外币折人民币	393	0.0%	729	0.1%	336	0.1%
境外机构：各货币折人民币	149,199	13.0%	198,338	14.0%	49,139	17.1%
小计	1,147,482	100.0%	1,416,238	100.0%	287,574	100.0%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

三、不良贷款继续双降，信用成本维持低位

表 4 不良贷款余额

	2008	2009H	2009	2010H	2010
正常	3,048,668	4,080,567	4,696,573	5,181,057	5,450,106
关注	159,988	155,420	139,067	146,231	148,045
次级	39,411	33,760	35,858	27,930	28,603
可疑	35,212	32,070	26,148	23,957	20,784
损失	12,867	11,657	12,712	12,704	13,083
不良贷款总额	87,490	77,487	74,718	64,591	62,470

资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 5 资产质量主要指标

	2006	2007	2008	2009	2010
不良率	4.04%	3.12%	2.65%	1.52%	1.10%
拨贷比	3.88%	3.38%	3.23%	2.30%	2.16%
拨备覆盖率	96.0%	108.2%	121.7%	151.2%	196.7%
信用成本	0.53%	0.31%	0.55%	0.38%	0.29%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

中行 2010 年证券投资资产减值准备发生了约 25 亿元的回拨, 显著的降低了年内的资产减值损失水平。转回的 25 亿元资产减值损失准备主要来自美国住房抵押贷款相关债券资产。

表 6 资产减值损失构成

	2009	2010
客户贷款	15,445	15,564
可供出售债券	-271	-2,416
持有至到期债券	-583	-69
应收款项	-	-1
其他	396	-85
合计	14,987	12,993

资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 7 证券投资减值损失明细

	2009	2010
美国次级住房贷款抵押债券	651	-1,526
美国 Alt-A 住房贷款抵押债券	-105	-411
美国 Non-Agency 住房贷款抵押债券	-911	-647
其他证券	-489	98
损失净转回	-854	-2,486

资料来源：公司年报、中投证券研究所

中行 2010 年核销及转出的不良贷款拨备仅占年初额的 4.9%，明显低于 2009 年的 8.5%。核销力度的减弱一方面是由于贷款不良率的持续下降，另一方面也是由于 2.5% 拨贷比监管指标引导银行积累拨备的结果。

表 8 不良贷款核销力度减弱

	2009		2010	
	金额	占比	金额	占比
年初余额	106,494	100.0%	112,950	100.0%
本年计提	41,768	39.2%	45,580	40.4%
本年回拨	-26,323	-24.7%	-30,016	-26.6%
本年核销及转出	-9,038	-8.5%	-5,517	-4.9%
收回以前年度核销的贷款	649	0.6%	766	0.7%
本年释放的减值准备折现利息	-632	-0.6%	-395	-0.3%
外币折算差额	32	0.0%	-512	-0.5%
年末余额	112,950	106.1%	122,856	108.8%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

四、中间业务收入保持快速增长

2010 年中行手续费佣金净收入同比增长 18.4%，较 2009 年提高 3.2 个百分点。增长最快的中间业务有银行卡业务（57.5%）、结算与清算业务（22.2%）以及信用承诺（21.7%）。

表 9 中间业务收入

	2008	2009	2010
银行卡手续费	4,828	6,091	9,574
同比		26.2%	57.2%
结算与清算手续费	7,912	7,481	9,144
同比		-5.4%	22.2%
信用承诺手续费及佣金	6,411	8,364	10,178
同比		30.5%	21.7%
外汇买卖价差收入	9,360	7,264	8,114
同比		-22.4%	11.7%
代理业务手续费	8,440	11,211	11,021
同比		32.8%	-1.7%
其他	6,761	9,823	11,183
手续费及佣金收入	43,712	50,234	59,214
同比		14.9%	17.9%
手续费及佣金支出	3,765	4,221	4,731
同比		12.1%	12.1%
手续费及佣金支出净额	39,947	46,013	54,483
同比		15.2%	18.4%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

五、资本充足率提高，分红比率下降

中行于 2010 年实施 400 亿可转债融资和 600 亿 A+H 股再融资，成功提高公司资本充足水平。但由于监管当局资本充足标准的提高和外源融资的难度日益加大，中行 2010 年降低了分红比率，见表 11。根据公司披露的信息，公司内部文件《中国银行股息分配政策（2011 年版）》规定 2010 至 2013 年度股息占当年集团净利润的比例应在 35%-45% 之间。2010 年 37% 的分红比率已接近政策的下限。预计未来年份中，公司的分红比率都将维持在相对较低水平，已实现更多的内生资本补充。

表 10 资本充足指标

	2006	2007	2008	2009	2010
核心资本充足率	11.4%	10.7%	10.8%	9.1%	10.1%
资本充足率	13.6%	13.3%	13.4%	11.1%	12.6%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 11 分红比率下降

	2008	2009	2010
净利润	65073	85349	109691
分红	32999	35537	40755
分红比率	50.7%	41.6%	37.2%

资料来源：公司年报、中投证券研究所

附：财务预测表

利润表	2009	2010	2011E	2012E	盈利驱动	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	232,198	276,817	351,882	415,897	贷款增长率	50.4%	15.4%	15.0%	16.2%
净利息收入	158,881	193,962	253,589	302,030	贷款平均收益率	4.4%	4.2%	4.6%	4.7%
手续费及佣金净收入	46,013	54,483	68,205	81,895	存款增长率	29.2%	12.8%	14.0%	15.5%
投资收益	21,357	9,277	9,741	10,228	存款平均收益率	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%
营业支出	106,653	121,661	153,638	183,554	贷存比	71.8%	73.5%	74.1%	74.6%
业务及管理费	81,076	94,555	123,159	149,723	生息资产增长率	27.1%	14.8%	17.3%	16.1%
拨备前利润	126,084	155,138	198,224	232,321	生息资产平均收益率	3.4%	3.3%	3.9%	4.0%
资产减值损失	14,987	12,993	30,691	30,211	计息负债增长率	29.8%	16.9%	13.9%	15.2%
税前利润	111,097	142,145	167,533	202,111	计息负债平均收益率	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%
净利润	85,349	109,691	129,335	156,029	净息差 (NIM)	2.0%	2.1%	2.5%	2.5%
归母公司净利润	80,819	104,418	122,869	148,228	净利差 (NIS)	1.9%	2.0%	2.4%	2.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	成本收入比	34.9%	34.2%	35.0%	36.0%
资产	8,751,943	10,459,865	12,191,069	14,082,924	减值损失/生息资产	0.2%	0.1%	0.3%	0.2%
贷款及垫款	4,797,408	5,537,765	6,370,270	7,400,514	增长率	2009	2010	2011E	2012E
债券投资	1,816,679	2,055,324	2,471,623	2,905,940	净利息收入	-2.5%	22.1%	30.7%	19.1%
存放中央银行	929,649	1,066,311	1,338,755	1,543,244	手续费及佣金净收入	15.2%	18.4%	25.2%	20.1%
存拆放同业	683,110	800,620	939,372	1,082,610	拨备前利润	-4.0%	23.0%	27.8%	17.2%
负债	8,206,549	9,815,562	11,445,297	13,222,667	EPS	27.2%	17.5%	17.5%	20.5%
吸收存款	6,685,049	7,539,153	8,592,692	9,923,809	资产质量	2009	2010	2011E	2012E
同业及对央行负债	1,152,424	1,580,030	1,809,602	2,072,866	不良贷款率	1.5%	1.1%	1.7%	1.7%
应付债券	76,798	131,887	134,207	136,613	拨备率	2.3%	2.2%	2.5%	2.5%
所有者权益	545,394	644,303	745,771	860,258	拨备覆盖率	151%	196%	150%	150%
母公司所有者权益	514,992	612,318	712,867	824,425	资本管理	2009	2010	2011E	2012E
利润结构	2009	2010	2011E	2012E	资本充足率	11.1%	12.9%	11.4%	10.9%
净利息收入占比	68%	70%	72%	73%	核心资本充足率	9.1%	10.0%	8.9%	8.7%
非利息收入占比	32%	30%	28%	27%	RWA/生息资产	61.9%	61.5%	65.5%	66.4%
贷款利息收入占比	72%	73%	69%	68%	盈利与估值	2009	2010	2011E	2012E
债券利息收入占比	19%	17%	21%	22%	RORWA	1.65%	1.86%	1.76%	1.80%
同业往来占比	9%	10%	10%	10%	PPOP ROAA	1.61%	1.62%	1.75%	1.77%
资产负债结构	2009	2010	2011E	2012E	ROAA	1.09%	1.14%	1.14%	1.19%
生息资产比例	95.3%	91.5%	92.1%	92.6%	PPOP ROAE	24.26%	26.08%	28.52%	28.93%
贷款/生息资产	57.5%	57.9%	56.7%	56.7%	ROAE	16.42%	18.44%	18.61%	19.43%
债券/生息资产	21.8%	21.5%	22.0%	22.3%	EPS(basic)	0.32	0.37	0.44	0.53
同业资产/生息资产	8.2%	8.4%	8.4%	8.3%	BVPS	2.03	2.19	2.55	2.94
计息负债比例	96.4%	94.2%	92.1%	91.8%	PE(目标价)	13.2	11.2	9.5	7.9
存款/计息负债	84.5%	81.5%	81.6%	81.8%	PE(现价)	10.5	9.0	7.6	6.3
同业融资/计息负债	14.6%	17.1%	17.2%	17.1%	PB(目标价)	2.1	1.9	1.6	1.4
发行债券/计息负债	1.0%	1.4%	1.3%	1.1%	PB(现价)	1.7	1.5	1.3	1.1

资料来源：公司报告、中投证券研究所、单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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: 中投证券研究所银行业分析师, 曾任职于国有大型商业银行, 2010 年加入中投证券。

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