



中國銀行 (601988.SH/3988.HK)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	601988.SH
	持有
	目標價：3.68RMB
H 股	3988.HK
	持有
	目標價：4.59HKD

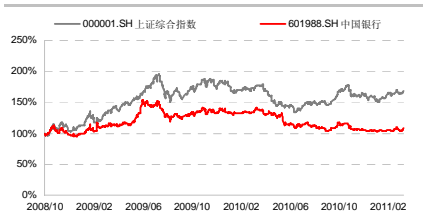
基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價	7.23	3.35
股票代碼	3988	601988
日成交量	745,860,000	79,356,100
52周最高價/最低價	5.02/3.56	3.78/3.15
發行股數(百萬股)	279,147	279,147
其中：流通股(百萬)	83,622	195,525
第一大股東	中央匯金投資有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
601988.SH	3.7%	3.4%	3.4%	-19.1%
000001.SH	2.4%	3.4%	5.0%	-1.5%

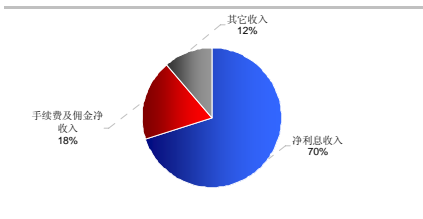
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

主營業務收入



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：袁曉雨 Rainy Yuan
電郵：rainy.sh@masterlink-cn.com

存款成本及撥備計提影響 2011 年利潤增長

- 公司2010年業績符合預期。2010年公司實現歸屬於母公司所有者淨利潤1044.18億元，同比增長29.20%，合每股收益0.39元。其中4Q10實現淨利潤251.74億元，同比增長34.17%，環比下降7.52%，合每股收益0.09元，與我們預期完全一致。
- 公司2010年淨息差提升3bps。公司2010年實現淨息差2.07%，略高於我們預期的2.06%。息差提升的主要原因是人民幣業務占比提升及付息負債成本率下降幅度大於生息資產收益率。但由於公司將在2011年大力發展存款業務，貸款議價能力提升帶來的利好將被存款成本上升吞噬，預計2011年公司淨息差維持2.07%。
- 資產質量繼續向好，公司有望在2011年加大貸款減值損失計提。2010年末公司不良貸款余額及比例均較2009年下降，撥備覆蓋率也有較大程度提升。但4Q10公司並沒有大幅計提撥備支出，預計公司將在2011年加大貸款減值準備計提力度，對淨利潤增長影響負面。
- 評價及投資建議：2011年影響公司淨利潤增長的主要原因在於存款成本的大幅上升及資產減值損失計提力度的加大。預計2011年公司實現淨利潤1294.02億元，同比增長23.93%，合每股收益0.46元，對應2011年7.2倍PE和1.34倍PB，我們給予公司A股目標PE為8倍，對應目標價為3.68元；給予H股目標PE為8.5倍，對應目標價為4.59港元，均維持“持有”評級。

主要財務分析

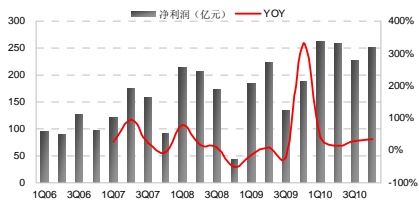
	2007	2008	2009	2010	2011(F)
淨利息收入	152,745	162,936	158,881	193,962	221,748
年增率(%)		6.67%	-2.49%	22.08%	14.33%
手續費及佣金淨收入	27,488	39,947	46,013	54,483	64,482
年增率(%)		45.33%	15.19%	18.41%	18.35%
淨利潤	60,269	65,073	85,349	109,691	134,602
年增率(%)		16.63%	27.20%	29.20%	23.93%
每股收益	0.21	0.25	0.32	0.40	0.46
市盈率(倍)	71.00	18.56	29.37	8.35	7.23
市淨率(倍)	8.71	2.38	4.35	1.38	1.34
股價/經營現金	440.89	3.00	(6.91)	4.92	1.11
ROA(%)	1.03%	0.94%	0.98%	1.06%	1.14%
ROE(%)	13.63%	13.18%	15.65%	16.22%	19.23%
現金股利率	0.35%	2.74%	1.57%	4.52%	4.97%

資料來源：元富上海



中國銀行2010年淨利潤同比增長29.2%，符合預期

淨利潤



資料來源：元富上海

中國銀行2010年年報顯示，實現營業收入2768.17億元，同比增長19.22%；歸屬於母公司所有者淨利潤1044.18億元，同比增長29.20%；其中利息淨收入1939.62億元，同比增長22.08%；手續費及佣金淨收入544.83億元，同比增長18.41%；合每股收益0.39元。公司4Q10實現營業收入743.97億元，同比增長17.5%，環比增長7.18%；利息淨收入531.58億元，同比增長22.85%，環比增長8.6%；手續費及佣金淨收入131.39億元，同比增長14.25%，環比增長0.8%；實現歸屬於母公司所有者淨利潤251.74億元，同比增長34.17%，環比下降7.52%；合每股收益0.09元，與我們預期完全一致。

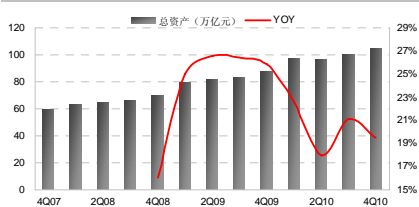
中國銀行 2010 年業績

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10A	QoQ	4Q10F	差異
營業收入	63,708	62,906	65,595	74,397	13.4%	73,165	1.7%
利息淨收入	44,506	47,358	48,940	53,158	8.6%	52,967	0.4%
手續費及佣金淨收入	15,656	12,650	13,038	13,139	0.8%	13,398	-1.9%
管理費用	19,044	20,584	23,807	31,120	30.7%	30,729	1.3%
資產減值損失	5,897	4,054	1,211	1,831	51.2%	4,390	-58.3%
淨利潤	26,175	25,847	27,222	25,174	-7.5%	24,984	0.8%
EPS	0.10	0.10	0.11	0.09	-16.1%	0.09	-2.2%

資料來源：元富上海

公司規模擴張保持穩健，貸款增速連續兩年高於存款

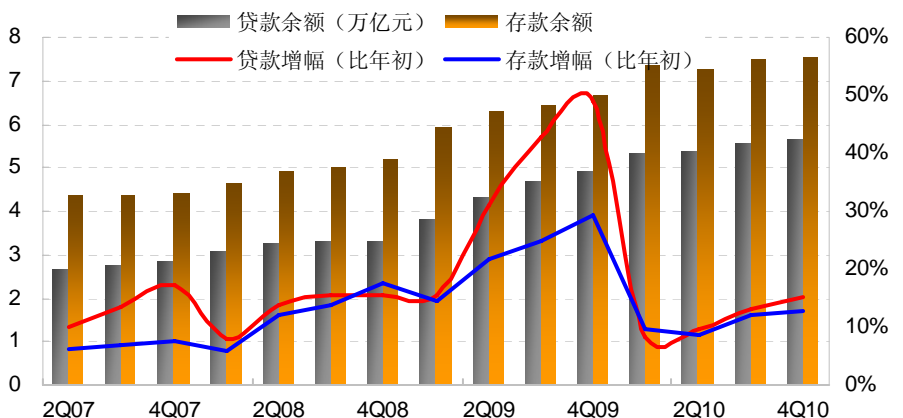
總資產



資料來源：元富上海

2010年末，公司總資產為10.46萬億元，較2009年增長19.51%；其中貸款余額為5.66萬億元，同比增長15.28%；存款余額為7.54萬億元，同比增長12.78%，貸款增速連續兩年超過存款；年末貸存比為70.2%，較上年末下降0.1個百分點，在四大行中為最高。從貸款結構上看，企業貸款尤其是票據貼現占比大幅下降，占比僅為1.78%，票據業務壓縮已到極限；零售貸款業務占比則提升1.2個百分點至73.2%。預計公司2011年貸款增速為13%，存款增速為18%。

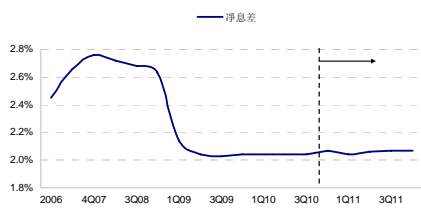
存款貸款



資料來源：元富上海

公司2010年淨息差提升3bps至2.07%，預計2011年公司息差維持2.07%

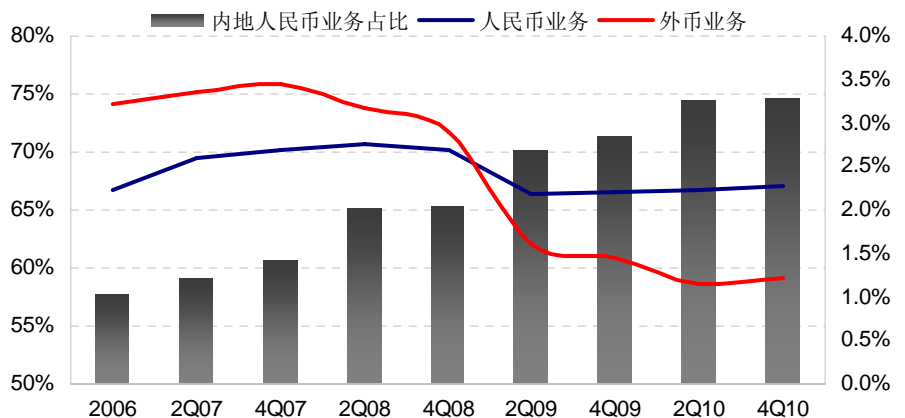
中國銀行淨息差



資料來源：元富上海

2010年公司淨息差提升3bps至2.07%，略高於我們預期的2.06%。公司淨息差彈性較低，2010年前三季度一直維持在2.04%，息差提升主要發生在4Q10。淨息差提升一方面是內地人民幣業務占比提升，2010年末公司內地人民幣業務占比74.6%，較2009年提升3.1個百分點，人民幣業務淨息差較公司淨息差高出20bps，人民幣業務占比提升直接拉升公司總體淨息差水平。另一方面，由於公司貸款收益率跟隨行業在2010年下半年尤其是四季度有較大提升，生息資產收益率同時獲得提升。2010年末公司生息資產收益率為3.34%，較1H10高9bps，但較2009年末低2bps；同時由於公司在下半年並沒有參與到行業的攬存大戰之中，使其存款成本較2009年下降較多，2010年末公司計息負債收益率為1.36%，較1H10高4bps，但較2009年低5bps。與2009年相比，公司生息資產收益率與付息負債成本率均有下降，但付息負債成本下降更多是息差提升的重要原因。我們認為，由於公司連續兩年貸款增速顯著高於存款，使其貸存比達到70.2%，顯著高於其他大行水平，2011年公司必須將更多的努力放在存款增長上，否則將嚴重影響其貸款業務。而由於連續加息及負利率狀況將使2011年公司存款成本大幅提升，影響淨息差增長，預計2011年公司淨息差仍為2.07%。

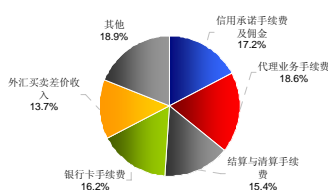
中國銀行人民幣業務&外幣業務



資料來源：元富上海

手續費及佣金淨收入同比增長18.03%，增長平穩

中間業務結構

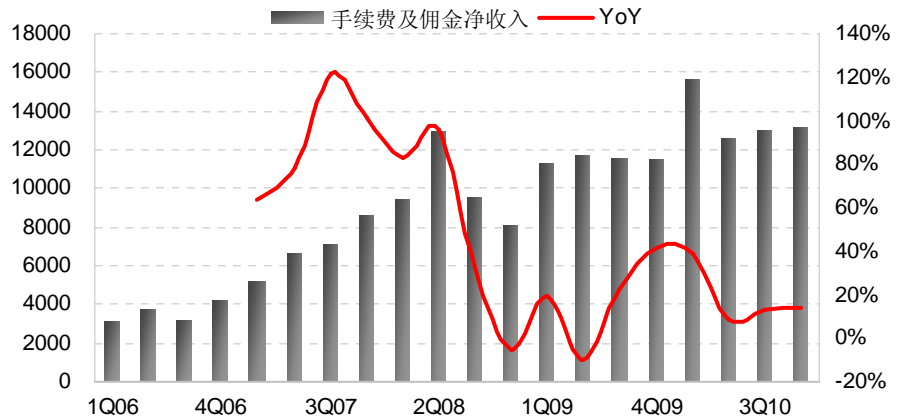


資料來源：元富上海

2010年公司實現非利息收入828.55億元，同比增長13.01%，其中實現手續費及佣金淨收入544.83億元，同比增長18.41%；在營業收入中占比為18.41%，較2009年上升3.22個百分點；手續費及佣金收入中增長比較快的為銀行卡業務同比增長57.2%、結算與清算業務同比增長22.2%、承諾與擔保業務同比增長21.7%。預計2011年公司手續費及佣金收入增速為18%，與2010年保持一致。



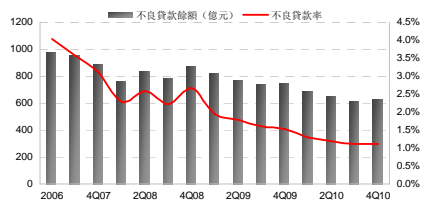
手續費及佣金收入



資料來源：元富上海

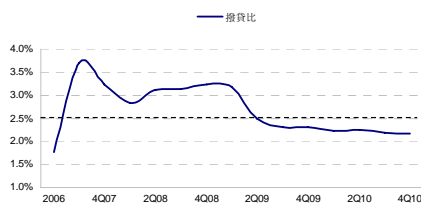
公司不良貸款餘額及比率均較2009年下降，貸款質量保持穩定

不良貸款



資料來源：元富上海

撥貸比

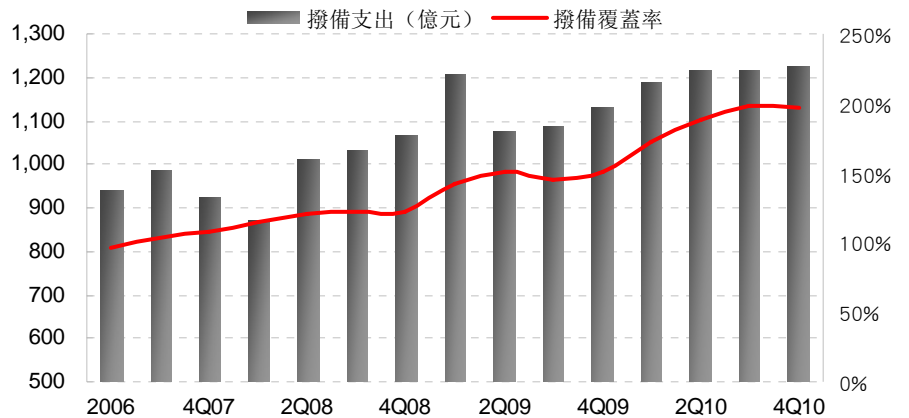


資料來源：元富上海

2010年末公司不良貸款餘額為624.7億元，較上年末下降122.48億元；不良貸款率為1.10%，較上年末下降0.42個百分點；貸款減值損失餘額為1228.60億元，較上年末增加99.1億元；撥備覆蓋率達到196.67%，較上年末提升45.5個百分點；撥貸比為2.17%，較上年下降0.13個百分點；從年度數據上看，貸款質量繼續向好。但從季度數據上看，4Q10的表現較3Q10差，儘管不良貸款率仍與3Q10持平為1.10%，但不良貸款餘額上升13.3億元，升幅為2.2%，預計上升部份來自房地產行業和基礎建設行業；貸款減值準備僅較3Q10末增長1.01%，撥備覆蓋率也下降2.3個百分點。公司貸款減值損失低於預期是我們高估資產減值損失的重要原因。我們原本預計，在房地產調控及融資平臺清理帶來公司不良貸款餘額增加的背景下，公司將在4Q10加大撥備計提力度，使資產減值損失率至少達到6%，但實際上4Q10公司資產減值損失率僅為2.46%，這也是在我們的預估值中與實際數據差距最大的一塊。但我們認為，由於公司目前撥貸比僅為2.17%，在大行中墊底，與2.5%要求的差距也愈來愈遠，再加上2010年公司4.69%的資產減值損失率預計在上市銀行中最低，公司將在2011年加大貸款減值損失及資產減值損失的計提，預計2011年資產減值損失率至少達到8%，對淨利潤增長影響負面。

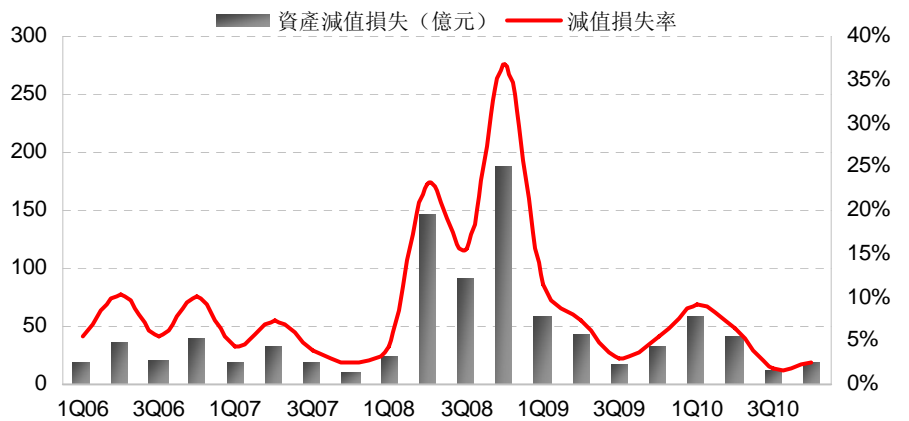


撥備覆蓋率



資料來源：元富上海

資產減值損失



資料來源：元富上海

存款成本上升及資產減值損失提高
將成為公司淨利潤增長阻力，維持
公司A股、H股“持有”評級

我們認為，2011年影響公司淨利潤增長的主要原因在於存款成本的大幅上升及資產減值損失計提力度的加大。預計2011年公司實現淨利潤1294.02億元，同比增長23.93%，合每股收益0.46元，對應2011年7.2倍PE和1.34倍PB，我們給予公司A股目標PE為8倍，對應目標價為3.68元；給予H股目標PE為8.5倍，對應目標價為4.59港元，均維持“持有”評級。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2009	2010	2011(F)
淨利息收入	44,506	47,358	48,940	53,158	50,416	54,302	57,962	59,068	158,881	193,962	221,748
手續費及佣金淨收入	15,656	12,650	13,038	13,139	20,375	14,601	15,053	14,453	46,013	54,483	64,482
營業收入合計	67,556	65,454	69,410	74,397	78,092	76,203	80,315	80,820	204,894	248,445	286,230
營業費用	22,466	24,070	27,440	34,993	27,723	27,052	28,512	32,732	92,721	108,969	116,019
營業費用/營業收入	33.26%	36.77%	39.53%	47.04%	35.50%	35.50%	35.50%	40.50%	45.25%	43.86%	40.53%
撥備前利潤	45,090	41,384	41,970	39,404	50,369	49,151	51,803	48,088	112,173	139,476	170,212
資產減值損失	5,897	4,054	1,211	1,831	8,590	5,334	5,622	5,657	14,987	12,993	25,204
稅前利潤	39,193	37,330	40,759	37,573	41,779	43,817	46,181	42,431	97,186	126,483	145,008
淨利潤	27,346	27,029	28,585	26,731	32,285	33,854	35,675	32,787	85,349	109,691	134,602
歸屬於母公司淨利潤	26,175	25,847	27,222	25,174	30,985	32,554	34,375	31,487	80,819	104,418	129,402
EPS	0.10	0.10	0.11	0.09	0.11	0.12	0.12	0.11	0.32	0.40	0.46
YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010	2011(F)
淨利息收入	20.82	25.01	19.69	22.85	13.28	14.66	18.44	11.12	(2.49)	22.08	14.33
手續費及佣金淨收入	39.00	8.19	12.80	14.25	30.14	15.43	15.45	10.00	15.19	18.41	18.35
營業收入	33.69	14.18	13.74	17.50	15.60	16.42	15.71	8.63	0.02	13.74	17.50
淨利潤	41.42	14.90	29.31	34.17	18.38	25.95	26.28	25.08	27.20	29.20	23.93
主要驅動因素	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010	2011(F)
平均生息資產收益率	0.00%	3.25%	0.00%	3.34%	3.43%	3.49%	3.50%	3.51%	3.24%	3.19%	3.36%
淨息差	2.04%	2.04%	2.04%	2.07%	2.04%	2.06%	2.07%	2.07%	2.04%	2.07%	2.07%
非利息收入/營業收入	34.12%	27.65%	29.49%	28.55%	35.44%	28.74%	27.83%	26.92%	22.46%	21.93%	22.53%
營業費用/營業收入	33.26%	36.77%	39.53%	47.04%	35.50%	35.50%	35.50%	40.50%	45.25%	43.86%	40.53%

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貸款餘額	3,189,652	4,797,408	5,537,765	6,368,430	客戶存款和同業存放款項淨增加額	971,312	1,691,635	1,225,752	1,397,637
其他生息資產	3,135,534	3,271,616	4,295,755	4,823,509	收取利息和手續費淨增加額	272,511	266,675	313,527	375,558
非生息資產	630,508	621,335	538,276	590,353	客戶貸款及墊款淨增加額	451,951	1,623,045	755,998	830,665
總資產	6,955,694	8,690,359	10,371,796	11,782,292	存放央行和同業款項淨增加額	123,094	427,385	539,664	371,581
存款餘額	5,173,352	6,685,049	7,539,153	8,745,417	經營活動產生的淨現金流量	424,767	(120,093)	308,997	671,460
其他付息負債	1,146,689	1,385,041	2,069,143	2,234,449	收回投資收到的現金	1,274,336	1,563,880	1,210,766	2,200,000
總負債	6,461,793	8,144,965	9,695,646	11,082,249	投資支付的現金	1,287,405	1,770,894	1,434,877	2,000,000
普通股股本	253,839	253,839	279,147	279,147	投資活動產生的淨現金流量	25,040	(196,916)	(194,943)	215,000
資本公積金	83,409	81,460	119,003	100,000	發行債券收到的現金	3,160	40,000	85,711	25,000
累計留存收益	102,778	131,149	188,582	225,494	分配股利、利潤或償付利息支付的現金	32,290	37,294	42,226	46,449
少數股權	25,629	30,402	31,985	30,402	籌資活動產生的淨現金流量	(31,161)	(26,452)	76,029	(40,452)
股東權益	493,901	545,394	676,150	700,043	本期共產生的現金流量	418,646	(343,461)	190,083	846,008
資產負債配置結構	2008	2009	2010(F)	2011(F)	每股盈利及估值指標	2008	2009(F)	2010(F)	2011(F)
核心資本充足率	11.19%	9.74%	10.20%	9.30%	每股淨利潤	0.25	0.32	0.40	0.46
資本充足率	13.43%	11.14%	12.50%	11.50%	每股撥備前利潤	0.43	0.40	0.47	0.57
風險加權資產平均係數	57.03%	59.00%	55.00%	55.30%	每股稅前利潤	0.34	0.44	0.55	0.63
股東權益/總資產	7.10%	6.28%	6.52%	5.94%	每股淨資產	1.95	2.15	2.42	2.51
生息資產/總資產	90.94%	92.85%	94.81%	94.99%	P/B	2.38	4.35	1.38	1.34
貸款/總資產	45.86%	55.20%	53.39%	54.05%	P/PPOP	10.70	23.65	7.10	5.85
貸款/存款	61.66%	71.76%	73.45%	72.82%	P/E	18.56	29.37	8.35	7.23
貸款餘額年增長率	15.80%	50.41%	15.43%	15.00%	股息派發率	50.88%	46.15%	37.69%	35.89%
存款餘額年增長率	17.57%	29.22%	12.78%	16.00%	股息收益率	2.74%	1.57%	4.52%	4.97%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			