

李珊珊
 010-88087417
 liss@cmschina.com.cn

2009年3月25日

中国银行(601988.SH)/3.44元

外币投资减值将逐步让位于信贷成本

金融·银行

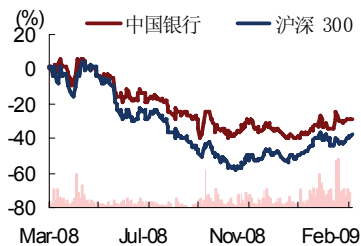
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2338
总股本(万股)	2538391
已上市流通股(万股)	649351
总市值(亿元)	8732
流通市值(亿元)	223
每股净资产(MRQ)	1.8
ROE(TTM)	15.3
资产负债率	92.7%
主要股东	中央汇金投资有限责
主要股东持股比例	67.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-7	-30
相对表现	3	-22	10



相关报告

- **盈利低于预期是由于4季度公允价值变动损失超预期。**截至2008年末,中行集团资产总额6.95万亿元,同比增长16.03%。贷款总额3.30万亿元,同比增长15.6%;存款余额为5.10万亿元,同比增长15.95%。全年实现股东应享税后利润643.6亿元,同比增长14.42%;每股收益为0.25元,低于预期4分钱,主要是由于4季度公允价值变动损失134.9亿元超预期所致。
- **资产质量整体稳定,但拨备仍偏低。**截至08年末,集团不良贷款总额为874.9亿元人民币,较上年末减少13.12亿元人民币;不良贷款率2.65%,较上年末下降0.47个百分点。关注类贷款占比4.85%,较年初下降0.23个百分点。分行业看,相对07年底,除了住房按揭贷款减值比率略有上升,其他行业贷款减值比率均下降。08年不良贷款生成率1.05%。信贷成本为0.55%,较上年提高0.24个百分点,主要是第4季度拨备计提力度加大。期末拨备覆盖率121.7%,同比提高13.5个百分点,但在同业中仍属较低,给09-10年信贷成本带来潜在压力。
- **外币业务拖累息差下降。**尽管高收益资产比重上升,但08年集团净息差为2.63%,同比仍下降0.13个百分点,主要是因为内地机构外币净息差较上年下降55个BP。事实上,中国内地机构人民币净息差2.70%,与上年持平。由于中行目前利差已较低,预计09年利差继续的下降空间在同业中不会很大。
- **减持外币和高风险债券。**2008年,集团继续压缩外币债券规模,外币证券投资较上年末下降17.42%。低风险的政府及政府担保债券占证券投资的比也明显上升。08年下半年美国次级、Alt-A的减值准备增幅已放缓,但Non-Agency的减值准备则主要是下半年增加的。但整体看,下半年次贷相关债券的拨备压力是在下降的。
- **外币投资减值压力将逐步让位于信贷成本,维持审慎推荐评级。**调整09-10年EPS预期为0.28/0.32元(原为0.31/0.35元),主要是调高了信贷成本的预期。目前09年PE和PB为10.7和1.6倍。08年计划派发股息每股0.13元人民币(税前),分红率51.9%,较高。中行在外币债券上的减值风险在逐步释放,预计09年外币投资的减值压力会大大减小,但信贷成本面临上升压力较大。鉴于在同业中估值不高,维持审慎推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	1467	1819	2283	2216	2512
同比增长	26.4%	24.0%	25.5%	-2.9%	13.3%
营业利润(百万元)	666	895	999	1094	1132
同比增长	26.4%	24.0%	25.5%	-2.9%	13.3%
净利润(百万元)	426	562	635	710	820
同比增长	55.0%	31.9%	13.0%	11.8%	15.5%
每股收益(元)	0.17	0.22	0.25	0.28	0.32
PE	20.7	15.7	13.9	12.4	10.7
PB	2.1	1.9	1.9	1.8	1.6

资料来源:招商证券

一、盈利低于预期是由于 4 季度公允价值变动损失超预期

截至 2008 年末，中行集团资产总额 6.95 万亿元，同比增长 16.03%；贷款总额 3.30 万亿元，同比增长 15.6%；存款余额为 5.10 万亿元，同比增长 15.95%。其中人民币存款 3.96 万亿元，同比增长 22.27%。

全年实现税后利润 658.94 亿元，同比增长 6.22%；实现股东应享税后利润 643.6 亿元，同比增长 14.42%；每股收益为 0.25 元，低于预期 4 分钱。主要是 4 季度公允价值变动损失 134.9 亿元，大幅超预期，剔除该因素，盈利基本符合预期。公允价值变动损失主要是交易性金融资产价格下跌导致。

第 4 季度汇兑收益（为外币货币性资产和负债折算产生的损益）由负转正。全年实现汇兑损失-257 亿元，其中第 4 季度实现汇兑收益 66.7 亿元，扭转了前 3 季度一直损失的情况。

2008 年集团平均总资产回报率为 1.02%，较上年下降 0.08 个百分点；平均股东资金回报率为 14.55%，较上年提高 0.55 个百分点。

09 年以来新增贷款已超过 3000 亿元，增速高于行业平均水平，其中票据投放比例较低。全年信贷增长目标定位 17%。

二、资产质量整体稳定，但拨备仍偏低

08 年核销不良贷款 55.75 亿元，现金清收 213 亿元。2008 年不良贷款生成率 1.05%。截至 2008 年末，集团不良贷款总额为 874.90 亿元人民币，较上年末减少 13.12 亿元人民币，较 3 季度末增加 24.8 亿元；不良贷款率 2.65%，较上年末下降 0.47 个百分点。其中中国内地机构不良贷款总额为 833.05 亿元人民币，较上年末减少 37.06 亿元人民币，不良贷款率 3.13%，较上年末下降 0.63 个百分点。

减值贷款比率 2.76%，同比下降 0.41 个百分点。关注类贷款占比下降，期末关注类贷款占比 4.85%，较年初下降 0.23 个百分点。

分行业看，相对 07 年底，除了住房按揭贷款减值比率由 0.89% 升至 0.99%，其他行业贷款减值比率均出现下降。

2008 年集团信贷成本为 0.55%，较上年提高 0.24 个百分点，主要是第 4 季度信贷成本上升较多。期末拨备覆盖率 121.7%，同比提高 13.5 个百分点。在同业中仍属较低。这给 09-10 年信贷成本带来潜在压力。

表 1: 2006-2010E 中国银行资产质量分析

	2006	2007	1H2008	2008	2009E	2010E
五级分类不良贷款(亿元)	982	888	838	875	1098	1421
五级分类不良贷款较年初增长	-4.8%	-9.6%	-5.6%	-1.5%	25.5%	29.4%
五级分类不良贷款率	4.04%	3.12%	2.58%	2.65%	2.84%	3.22%
贷款损失准备(亿元)	943	961	1009	1065	1099	1261
信贷成本	0.53%	0.31%	0.43%	0.55%	0.70%	0.88%
拨备覆盖率	96.0%	108.2%	120.4%	121.7%	100.1%	88.7%
拨备充足率	186.4%	213.8%	233.7%	244.7%	184.5%	170.2%
贷款准备金率	3.88%	3.37%	3.11%	3.23%	2.84%	2.86%
逾期贷款余额(亿元)	1,186	966	1,004			
逾期贷款较年初增长	-6.3%	-18.5%	3.9%			
逾期贷款比率	4.88%	3.39%	3.10%			

资料来源: 公司报表 招商证券研发中心

三、贷款结构优化

优质客户比例进一步上升, 主动退出低质量、高风险客户, 中国内地机构 A 类客户授信余额占比 51.3%, 较年初上升 0.7 个百分点。BB 级以上客户授信余额占比 91.37%, 同比提高 3.74 个百分点。

行业结构看, 制造业、房地产业贷款占比分别由 24.1%, 8.7% 下降到 23.6%, 8.2%, 电力、燃气及水的生产和供应业贷款占比则上升明显。

个人贷款占比 24.4%, 同比下降 1.3 个百分点, 不过中国内地人民币个人贷款新增 686.77 亿元, 市场份额提升至 16.06%。人民币公司存贷款业务在国内的市场份额也进一步上升, 分别由 8.13% 和 6.15% 升至 8.40% 和 6.54%。

四、外币业务拖累息差下降

尽管贷款等高收益资产比重上升(2008 年, 贷款在生息资产平均余额中的占比为 51.45%, 较上年上升 3.22 个百分点), 但 2008 年集团净息差为 2.63%, 同比仍下降 0.13 个百分点, 净利差 2.45%, 同比下降 14 个基点。这主要是因为外币业务利差下降导致。事实上, 中国内地机构人民币净息差 2.70%, 与上年持平; 但内地机构外币净息差 2.89%, 较上年下降 0.55 个百分点。

由于目前利差已较低, 中行 09 年利差继续的下降空间在同业中不会很大。

表2: 2006-2008中国银行净利差净息差构成

	2006	2007	1H2008	2008
生息资产				
贷款	5.45%	5.94%	6.13%	6.12%
债券投资	3.57%	3.87%	3.67%	3.63%
存放中央银行		1.67%	1.70%	1.61%
存放拆放同业		4.40%	3.74%	3.48%
存放及拆放同业和存放中央银行	2.70%			
合计	4.34%	4.74%	4.72%	4.63%
付息负债				
客户存款	1.96%	2.04%	2.15%	2.17%
同业存入及拆入和对中央银行负债	2.51%	2.53%	2.06%	1.96%
借入专项资金和发行债券	4.21%	4.35%	4.90%	4.61%
合计	2.06%	2.15%	2.17%	2.18%
净利差	2.28%	2.59%	2.55%	2.45%
净息差	2.44%	2.76%	2.72%	2.63%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

五、通过严格控制非主营业务费用稳定整体费用率

08 年成本收入比 33.55%，较上年下降 2.04 个百分点。09 年新员工照常招聘可能会使人工费用保持正常增长，而且公司过去两年一直全力推进的网点转型 09 年仍将进行，总体费用上有压力，不过公司表示将在非主营业务费用上严格控制，这块费用 08 年同比下降了 7%，希望 09 年能够继续下降。

六、手续费佣金收入增长放缓

全年实现非利息收入 659.60 亿元，较上年增长 56.19%，其中手续费及佣金收支净额 399.47 亿元，增长 12.42%，国际结算、出口保理业务量居全球银行业之首。非利息收入占营业收入的比重为 28.82%，较上年提高 7.16 个百分点，

信用卡发行速度保持较快增长。截至 2008 年末，中行在中国内地累计发行信用卡 1578.61 万张，较上年末增长 38.60%。其中，贷记卡 972.26 万张，较上年末增长 88.42%。累计发行借记卡 12,757.40 万张，较上年末增长 14.69%。

七、减持外币和高风险债券

2008 年，集团继续压缩外币债券规模。期末证券投资 1.65 万亿元人民币，较上年末下降 3.9%；其中，人民币证券投资 1.03 万亿元，较上年末增长 6.51%；外币证券投资较上年末下降 17.42%。此外，从发行实体看，政府及政府担保债券占证券投资的比重由年初的 48.7% 上升到 59.3%，其他各个实体发行的债券占比均有下降，

2008 年，集团分别为美国次级、Alt-A 及 Non-Agency 住房贷款抵押债券计提的减值损失人民币 75.00 亿元、48.10 亿元和 100.94 亿元。08 年下半年美国次级、Alt-A 的减值准备增加幅度已经放缓，Non-Agency 的减值准备则主要是下半年增加的。不过整体看，下半年次贷相关债券的拨备压力是在下降的。08 年下半年公司继续减持部分次贷相关的债券投资，各类账面价值均呈稳步下降趋势。

截至 2008 年末，集团持有美国次级住房贷款抵押债券的账面价值为 25.90 亿美元，占集团证券投资总额的 1.08%。持有美国 Alt-A 住房贷款抵押债券的账面价值为 11.48 亿美元，占集团证券投资总额的 0.48%。持有美国 Non-Agency 住房贷款抵押债券的账面价值为 35.12 亿美元，占集团证券投资总额的 1.46%。持有美国两房发行债券的账面价值为 50.45 亿美元；两房担保住房贷款抵押债券的账面价值为 37.11 亿美元。目前以上两类债券还本付息正常。各类债券的减值准备情况如下表所示。

表 3：2007-2008 中国银行持有美国次贷相关债券情况

单位：亿美元	2007	1H2008	2008 年
美国 Non-Agency 住房贷款抵押债券账面	61.77	50.77	35.12
减值准备		5.99	15.06
AAA	99.95%	99.03%	60.65%
AA		0.05%	
A		0.92%	
美国 Alt-A 住房贷款抵押债券账面	24.7	18.28	11.48
减值准备	2.85	5.22	7.09
AAA	98.21%	98.35%	47.34%
AA		0.95%	
A		-	
美国次级住房贷款抵押债券账面	49.9	36.42	25.9
减值准备	12.95	19.03	22.45
公允价值变动储备	2.82	0.49	2.61
AAA	71.23%	53.84%	38.83%
AA	25.93%	31.67%	26.38%
A	1.10%	6.30%	10.62%
两房相关债券	218.29	106.37	87.56
其中：两房发行债券		39.88	50.45
其中：两房担保债券		66.49	37.11
账面价值合计	354.66	211.84	160.06

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

表 4：2007-2008 中国银行持有债券按发行实体分类构成

	2007	1H2008	2008 年
政府及政府担保债券	48.7%	52.5%	59.3%
公共实体及准政府债券	13.2%	11.2%	7.3%
金融机构债券	29.1%	28.8%	27.0%
公司债券	7.7%	6.5%	5.5%
权益性债券	1.3%	1.1%	0.8%
其他	0.0%	0.0%	0.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

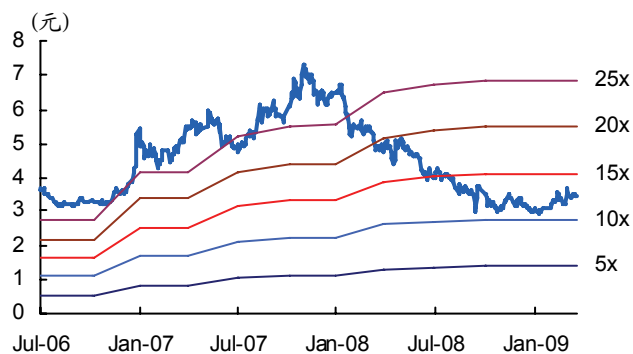
八、外币投资减值压力逐步让位于信贷成本，维持审慎推荐评级

调整 09-10 年 EPS 预期为 0.28/0.32 元（原为 0.31/0.35 元），主要是调高了信贷成本的预期。目前 09 年动态 PE 和 PB 分别为 10.7 和 1.6 倍。

董事会建议 08 年派发股息每股 0.13 元人民币（税前），分红率 51.9%，超过 06-07 年分红率。以此计算当前 A 股股价对应的股息率为 3.75%。

我们可以看到，中行在外币债券投资减值损失，外币利差上的风险在逐步释放，08 年是该类风险较为集中的一年，预计 09 年外币投资的减值压力会大大减小，但由于贷款拨备覆盖率不高，信贷成本面临上升压力较大。鉴于 08 年分红率较高，且在同业中估值不高，维持审慎推荐评级。

图 1：中国银行历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：中国银行历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 5：2006-2010E 中国银行盈利驱动因素和主要财务指标分析

	2006	2007	1H2008	2008	2009E	2010E
贷款较年初增长	8.8%	12.4%	13.8%	15.6%	17.3%	14.2%
存款较年初增长	10.6%	7.4%	10.5%	17.6%	16.1%	13.7%
资产较年初增长	12.4%	12.4%	8.2%	16.0%	15.5%	12.9%
生息资产较年初增长	14.6%	12.1%	7.5%	15.7%	15.1%	12.8%
计息负债较年初增长	9.6%	8.5%	6.9%	13.9%	14.9%	12.7%
净利息收入同比增长	20.9%	25.8%	14.8%	6.7%	7.3%	9.2%
手续费佣金净收入同比增长	54.9%	91.9%	45.1%	12.4%	12.6%	12.8%
拨备前利润同比增长	20.9%	22.8%	32.9%	33.7%	-5.2%	20.5%
税前利润同比增长	22.7%	33.0%	12.8%	-4.1%	15.3%	14.1%
净利润同比增长	55.0%	31.9%	40.7%	13.0%	11.8%	15.5%
净利息收入占比	82.7%	84.0%	68.5%	71.4%	78.9%	76.0%
手续费及佣金净收入占比	9.8%	15.1%	18.8%	17.5%	20.3%	20.2%
成本收入比	38.6%	35.6%	30.1%	33.6%	35.8%	36.3%
净利差	2.37%	2.62%	2.57%	2.47%	2.29%	2.20%

净息差	2.49%	2.76%	2.71%	2.62%	2.43%	2.34%
净利差（公司公布）	2.28%	2.59%	2.55%	2.45%		
净息差	2.44%	2.76%	2.72%	2.63%		
ROAA	0.94%	1.03%	1.35%	0.98%	0.95%	0.96%
ROAE	13.5%	12.9%	18.3%	13.4%	13.8%	14.6%
核心资本充足率	11.4%	10.7%	10.9%	10.8%	9.9%	9.8%
资本充足率	13.6%	13.3%	13.8%	13.4%	12.4%	12.1%
贷款/总资产	45.6%	47.5%	50.0%	47.4%	48.1%	48.7%
债券投资/总资产	35.5%	28.6%	25.6%	23.7%	23.4%	23.8%
存贷比	59.0%	64.0%	62%	63.71%	64.37%	64.66%
活期存款占比	42.7%	44.3%	41.7%	44.6%	44.6%	44.6%
个人贷款占比	18.8%	20.3%	19.1%	20.3%		
储蓄存款占比	59.1%	52.6%	50.6%	53.4%		

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

表6：2006-2010E中国银行资产负债简表和盈利预测

单位:亿元	2006	2007	2008	2009E	2010E	单位:亿元	2006	2007	2008	2009E	2010E
贷款总额	24318	28506	32961	38664	44154	利息收入	2153	2619	2869	2979	3205
贷款净额	23375	27545	31897	37564	42893	利息支出	-940	-1091	-1240	-1232	-1295
债券投资	18925	17129	16462	18767	21582	净利息收入	1214	1527	1629	1748	1909
存放央行款项	3796	7513	10620	8409	8195	手续费及佣金收入	171	396	437	490	553
其他生息资产	4445	4564	6711	10995	12739	手续费及佣金支出	-28	-41	-38	-40	-46
生息资产	51484	57712	66755	76835	86670	手续费及佣金收支净	143	355	399	450	507
非生息资产	2779	3204	3867	4603	5293	其他营业收入	110	17	254	18	95
总资产	53320	59956	69557	80338	90702	一、净营业收入	1467	1900	2283	2216	2512
存款	40911	44001	51734	60063	68291	营业费用	-678	-842	-833	-872	-1014
应付债券	602	644	654	654	654	资产减值损失	-123	-83	-450	-250	-365
其他计息负债	5813	9487	9242	10096	10860	二、营业利润	666	975	999	1094	1132
计息负债	47326	54132	61629	70812	79805	营业外收支净额	10	5	1	2	3
非计息负债	1821	1274	2989	4161	4998	三、利润总额	676	900	863	994	1135
总负债	49147	55406	64618	74973	84804	所得税	-196	-279	-212	-243	-267
股本	2538	2538	2538	2538	2538	四、税后利润	481	620	651	752	868
股东权益	4173	4550	4939	5365	5898	少数股东应享本年利	54	58	15	42	48
负债和股东权益	53320	59956	69557	80338	90702	五、股东应享净利润	426	562	635	710	820
每股净资产（元）	1.64	1.79	1.95	2.11	2.32	EPS（元）	0.17	0.22	0.25	0.28	0.32

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

表 7：估值对比表

公司	EPS				盈利复合 增长率	PE				PB		市值	投资评级
	07	08E	09E	10E	08-09	08E	09E	10E	08E	09E	亿元		
民生银行	0.44	0.49	0.51	0.58	23.0%	10.0	9.7	8.4	1.7	1.5	875	强烈推荐-A	
北京银行	0.54	0.90	0.96	1.11	33.7%	12.9	12.1	10.5	2.3	2.0	667	审慎推荐-A	
招商银行	1.04	1.38	1.43	1.66	17.5%	11.0	10.6	9.2	2.7	2.3	2018	强烈推荐-A	
交通银行	0.42	0.58	0.62	0.68	22.0%	10.2	9.5	8.7	2.0	1.7	2421	审慎推荐-A	
工商银行	0.24	0.34	0.36	0.39	20.8%	11.2	10.8	9.9	2.1	1.8	11684	审慎推荐-A	
建设银行	0.30	0.45	0.46	0.49	24.3%	9.5	9.4	8.7	2.0	1.7	8434	审慎推荐-A	
华夏银行	0.50	0.62	0.73	0.88	31.4%	16.1	13.7	11.3	1.8	1.7	385	审慎推荐-B	
浦发银行	1.26	2.21	1.87	2.08	48.3%	9.3	10.9	9.9	2.8	2.2	1030	审慎推荐-A	
兴业银行	1.72	2.27	2.35	2.59	16.9%	9.6	9.3	8.4	2.2	1.9	989	审慎推荐-A	
深发展	1.16	0.20	1.29	1.39	22.8%	79.2	12.2	11.3	3.0	2.5	354	审慎推荐-A	
中国银行	0.22	0.25	0.28	0.32	12.4%	13.9	12.4	10.7	1.8	1.6	7529	审慎推荐-A	
南京银行	0.50	0.86	0.92	1.07	36.5%	14.8	13.8	11.9	2.1	1.9	213	中性-A	
中信银行	0.21	0.35	0.33	0.35	24.5%	13.8	14.5	13.6	1.9	1.8	1528	中性-A	
宁波银行	0.38	0.60	0.65	0.73	30.3%	16.3	15.1	13.3	2.7	2.4	219	中性-A	
算术平均					20.9%	17.0	11.7	10.4	2.2	1.9	2739		

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。