

2009 年 08 月 28 日

中国银行 (601988.SH)

——中报点评

市场数据(人民币)

市价(元)	3.97
已上市流通A股(百万股)	177,818.90
流通港股(百万股)	76,020.25
总市值(百万元)	1,007,741.47
年内股价最高最低(元)	4.72/2.89
沪深 300 指数	3156.30
上证指数	2946.40
2007 年股息率	2.30%


相关报告

- 1 《基本面压力减轻》，2009.5.6
- 2 《1季报点评》，2009.4.29
- 3 《增持中银香港彰显对自身的信心》，2009.4.1
- 4 《年报点评》，2009.3.25
- 5 《三季报点评》，2008.10.30

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjing@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

基本结论

- 中国银行 09 年实现净利润季度实现净利润 410.05 亿 (EPS0.16)，同比下降 2.5%，好于我们预期。超预期的原因主要在于：1) 拨备计提压力的进一步减轻，2 季度基本没有计提外币债券资产减值损失；2) 境外业务盈利情况好于预期，上半年公司港澳台地区实现利润约 86 亿 (08 年全年仅为 31 亿)，占集团利润的 20%，高于资产规模 15% 的占比；3) 境内贷款业务快速增长，公司境内人民币生息资产的日均额增长达到 31%，人民币贷款日均额增速达到 36%。特殊的资产业务结构特点与公司制定的快速扩张战略，将导致公司对金融市场稳定与经济复苏的弹性较大。

业绩简评：

- ◆ 人民币贷款快速增长，内地业务占比大幅提升。2 季度在工行建行贷款余额环比增速放缓至 4%-5% 的背景下，公司贷款环比仍然达到了 14% 的增速。08 年底内地人民币贷款占比 80.8%，09 年中期占比已经提高到了 85.3%。在增加人民币资产的同时，公司持续压缩外币债券投资：中期公司外币证券投资余额折合 780.01 亿美元，较上年初减少 120.23 亿美元，降幅 13.36%，目前外币债券占公司债券资产的 27%，占到公司总资产的 6%。上半年公司新增加权风险资产约 1.01 万亿，与贷款新增 1.00 万亿基本相同，压缩外币债券也有助于减少对风险资本的消耗。中期核心资本充足率与资本充足率分别是 9.87% 和 11.53%。
- ◆ 息差下降幅度低于同业。我们测算公司上半年息差 2.1%，1 季度息差公司公告上半年集团净息差 2.04%，同比下降 68BP。公司息差绝对水平低、息差的弹性也低，主要源于港澳台业务的息差较低较稳定。公司的净息差的构成部分的利率传导机制与利率基准不同：境内人民币业务净息差 2.18%，同比下降 57BP；境内外币业务净息差 1.6%，同比下降 158BP；境外业务息差 1 季度净息差 1.71%，比 08 年 4 季度下降 38BP。这似乎比较奇怪，有一部分原因是公司存在着外币负债支撑人民币资产，或则人民币负债支撑资产带来息差的波动性。
- ◆ 资产质量稳定，上半年核销力度较大。不良余额比 1 季度末下降 76.43 亿，比年初下降 100.03 亿；不良率 1.80%，比 1 季度末下降 86BP，比年初下降 44BP。不良下降幅度好于工行、建行。拨备计提 100 亿 (约 30 亿为非不良贷款计提)，拨备覆盖率迅速提升至 139%，比年初提高 17.4%。从减值贷款准备变动表看，新计提拨备与回拨分别达到 293、223 亿，核销 57 亿，上半年的数据就与 08 年全年接近了。
- ◆ 外币债券减值压力在 2 季度基本消除。上半年次债、两房债、雷曼债等次债资产的拨备新增了 29.2 亿，基本在 1 季度计提，截至 6 月底，这三类外币资产账面余额为 383.9 亿人民币，累计计提减值准备 319.2 亿人民币。1 季度公司又减持了约 160 亿人民币的两房债券，截至 6 月底，两房债账面价值 297 亿人民币。随着美国经济的好转，后续资产减值压力较小，出于谨慎我们假设全年资产减值准备仍然达到 45 亿。

■ 盈利预测与投资建议：

- ◆ 我们上调公司 09/10 年盈利预测至 EPS 0.293/0.362 元，同比增长 17.2%/23.8%（上调幅度 6.7%和 7.1%），对应 1.9x09PB/13.5x09PE 的估值水平，估值已回落至上市银行底端，同时我们已经将覆盖率上调到 150%以上。以往公司外币资产与境外业务的不确定性是公司估值折价的原因，但目前看这些方面趋势较好，是公司超额收益的来源。但是公司今年放贷过猛，可能伴随着标准较松等隐患，我们暂时仍然公司的“持有”评级。

图表1：中国银行利润表

YE 31 Dec (RMB 百万)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
利息收入	116,967	132,353	167,948	214,670	261,871	286,927	265,069	319,639	376,661
利息支出	(40,370)	(43,918)	(66,940)	(93,963)	(109,126)	(123,991)	(106,004)	(121,425)	(142,316)
净利息收入	76,597	88,435	101,008	120,707	152,745	162,936	159,065	198,214	234,345
手续费及佣金净收	7,353	8,557	9,247	14,323	27,488	39,947	45,807	52,244	58,918
其他收入	17,577	18,962	15,026	2,598	2,184	11,625	6,855	3,755	0
非利息净收入	24,930	27,519	24,273	17,965	29,672	51,572	52,662	55,999	58,918
营业收入	101,527	115,954	125,281	138,672	182,417	214,508	211,726	254,213	293,264
营业税金及附加	(3,972)	(4,981)	(5,680)	(6,462)	(8,726)	(11,367)	(10,881)	(13,016)	(15,245)
营业费用	(42,108)	(49,898)	(54,304)	(53,614)	(75,484)	(71,957)	(65,635)	(78,806)	(90,912)
营业支出	(46,080)	(54,879)	(59,984)	(60,076)	(84,210)	(83,324)	(76,516)	(91,822)	(106,157)
拨备前利润	55,447	61,075	65,297	78,596	98,207	131,184	135,210	162,391	187,107
拨备	(18,100)	(23,812)	(11,486)	(11,587)	(8,252)	(45,031)	(25,684)	(26,160)	(29,521)
税前利润	37,347	37,263	53,811	67,009	89,955	86,153	109,527	136,231	157,586
所得税	(3,162)	(10,198)	(22,253)	(19,857)	(27,938)	(21,178)	(26,967)	(34,006)	(39,442)
税率	8.47%	27.37%	41.35%	29.63%	31.06%	24.58%	24.62%	24.96%	25.03%
少数股东权益	3,170	4,760	5,637	5,260	5,788	1,534	8,256	10,222	11,814
税后利润	31,015	22,305	25,921	41,892	56,229	63,441	74,304	92,002	106,329
净利润增长率	15.76%	11.11%	11.45%	10.79%	13.24%	13.55%	17.12%	23.82%	15.57%
Per share data	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
股本，期末(mn)	186,390	186,390	209,427	253,839	253,839	253,839	253,839	253,839	253,839
每股拨备前利润	0.30	0.33	0.31	0.31	0.39	0.52	0.53	0.64	0.74
EPS(basic)	0.166	0.120	0.124	0.165	0.222	0.250	0.293	0.362	0.419
BVPS	1.056	1.077	1.081	1.530	1.673	1.845	2.100	2.354	2.647

单位：亿人民币

来源：公司数据，国金证券研究所

图表2：中国银行盈利预测假设

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2010E
存款增长率	10.06%	10.81%	10.70%	9.40%	15.46%	25.00%	24.00%	18.00%
生息资产增长率	3.52%	9.16%	14.79%	10.88%	15.73%	22.18%	21.01%	16.39%
贷款增长率	-0.61%	4.08%	8.79%	17.22%	15.63%	35.00%	21.00%	20.00%
净息差	2.17%	2.33%	2.48%	2.79%	2.62%	2.15%	2.20%	2.20%
手续费及佣金净收入增长率	16.37%	8.06%	54.89%	91.92%	45.33%	14.67%	14.05%	12.78%
不良贷款率	5.13%	4.62%	4.04%	3.12%	2.65%	1.70%	1.58%	1.52%
信贷成本	1.11%	0.52%	0.50%	0.31%	0.55%	0.56%	0.59%	0.60%
不良贷款覆盖率	43.86%	55.94%	67.79%	108.18%	121.49%	152.31%	157.69%	158.81%
营业税金/收入	3.12%	2.95%	2.79%	2.99%	3.36%	3.50%	3.50%	3.50%
营业费用/营业收入	43.03%	43.35%	38.66%	41.38%	33.55%	31.00%	31.00%	31.00%
成本收入比	47.33%	47.88%	43.32%	46.16%	38.84%	36.14%	36.12%	36.20%
所得税率	27.37%	41.35%	29.63%	31.50%	24.58%	24.62%	24.96%	25.03%

来源：公司数据，国金证券研究所

图表3：中国银行估值水平

国内银行估值水平															
	评级	股价	货币	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)		ROA(%)	
		27-Aug-09		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E
浦发银行	买入	20.170	CNY	1.68	2.14	12.00	9.44	6.77	8.48	2.98	2.38	24.82	25.20	0.75%	0.79%
南京银行	买入	16.460	CNY	0.90	1.19	18.32	13.85	6.75	7.64	2.44	2.16	13.31	15.57	1.32%	1.30%
兴业银行	买入	32.850	CNY	2.32	2.95	14.15	11.13	11.67	14.16	2.81	2.32	19.88	20.85	0.88%	0.94%
交通银行	买入	8.530	CNY	0.60	0.76	14.23	11.25	3.41	3.94	2.50	2.17	17.60	19.26	0.85%	0.91%
民生银行	买入	6.780	CNY	0.50	0.58	13.61	11.75	3.89	4.36	1.74	1.56	12.80	13.25	0.77%	0.73%
北京银行	买入	16.050	CNY	0.96	1.29	16.69	12.46	6.15	7.11	2.61	2.26	15.65	18.10	1.06%	1.16%
建设银行	买入	5.570	CNY	0.42	0.50	13.30	11.03	2.17	2.46	2.57	2.26	19.34	20.52	1.07%	1.13%
招商银行	买入	15.040	CNY	0.93	1.15	16.25	13.08	5.01	6.38	3.00	2.36	18.47	18.01	0.88%	1.00%
工商银行	买入	4.700	CNY	0.35	0.42	13.24	11.23	2.04	2.27	2.31	2.07	17.43	18.47	1.00%	1.05%
华夏银行	持有	9.920	CNY	0.63	0.83	15.86	11.92	5.96	6.59	1.66	1.51	10.49	12.63	0.36%	0.43%
中国银行	持有	3.960	CNY	0.29	0.36	13.53	10.93	2.10	2.35	1.89	1.68	13.94	15.40	0.78%	0.79%
中信银行	持有	5.200	CNY	0.33	0.46	15.84	11.40	2.69	3.03	1.93	1.72	12.20	15.05	0.83%	0.94%
深发展	持有	20.130	CNY	1.49	1.84	13.54	10.92	6.47	8.18	3.11	2.46	22.98	22.55	0.79%	0.81%
宁波银行	持有	11.980	CNY	0.59	0.84	20.16	14.25	3.92	4.58	3.06	2.62	15.17	18.36	1.07%	1.19%
Average						15.89	12.43			2.61	2.22	16.66	18.03	0.89%	0.94%
H股估值水平															
	评级	股价	AH溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)			
		27-Aug-09		09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E	09E	10E		
招商银行(H)		17.70	97%	0.93	1.15	16.83	13.55	5.01	6.38	3.11	2.44	18.47	18.01		
交通银行(H)		9.10	107%	0.60	0.76	13.36	10.57	3.41	3.94	2.35	2.03	17.60	19.26		
建设银行(H)		5.93	107%	0.42	0.50	12.46	10.34	2.17	2.46	2.41	2.12	19.34	20.52		
中信银行(H)		4.95	119%	0.33	0.46	13.27	9.55	2.69	3.03	1.62	1.44	12.20	15.05		
工商银行(H)		5.29	101%	0.35	0.42	13.12	11.12	2.04	2.27	2.29	2.05	17.43	18.47		
中国银行(H)		3.80	118%	0.29	0.36	11.42	9.23	2.10	2.35	1.59	1.42	13.94	15.40		
Average			110%			13.41	10.72			2.23	1.92	16.28	17.49		
		汇率:	0.88												
		H股估值已考虑了汇率因素													
浦发尚未考虑增发：融资额150约亿，发行股数在8-12亿之间，摊薄10%-15%															
深发展未考虑增发：融资不超过106.83亿，发行股数3.7-5.85，摊薄12%-19%															
民生考虑09年完成增发：融资额约264亿，发行股数约33亿股，摊薄约17%															
招行考虑10年完成增发：融资额约180亿，10配1，摊薄约10%															
单位：亿人民币															

来源：公司数据，国金证券研究所

- ◆ 境外业务盈利情况好于预期，上半年公司港澳台地区实现利润约 86 亿（08 年全年仅为 31 亿），占集团利润的 20%，高于资产规模 15% 的占比；

图表 4：中国银行业绩增长及分拆

	中国内地					港澳地区				
	2005 年	2006 年	2007 年	2008	1H09	2005 年	2006 年	2007 年	2008	1H09
资产	3,803,989	4,291,241	4,783,191	5,570,992	6,893,817	966,225	1,078,863	1,151,934	1,242,933	1,233,978
负债	3,584,086	3,915,907	4,451,257	5,198,840	6,520,525	871,046	978,465	1,047,913	1,144,774	1,125,459
净利息收入	82,687	100,910	130,533	139,412	63,880	16,027	17,980	19,998	19,429	8,671
资产减值(损失)/回拨	(15,404)	(14,923)	(8,831)	(30,357)	(8,930)	3,869	3,106	692	(12,645)	(1,038)
净利润	13,338	26,310	35,802	60,779	32,970	12,536	14,740	18,863	3,101	8,592
资产规模占比	80.21%	80.58%	79.87%	80.22%	84.03%	20.37%	20.26%	19.23%	17.90%	15.04%
利润贡献占比	48.52%	62.80%	63.67%	94.44%	76.26%	45.60%	35.19%	33.55%	4.82%	19.87%
净利息收入占比	82.35%	83.60%	85.46%	85.56%	85.49%	15.96%	14.90%	13.09%	11.92%	11.60%
ROA	0.35%	0.61%	0.75%	2.18%	0.96%	1.83%	1.85%	2.14%	0.75%	1.39%
ROE	6.07%	7.01%	10.79%	32.66%	17.66%	18.53%	19.91%	23.69%	9.44%	15.84%

来源：公司数据，国金证券研究所

图表 5：中国银行业绩增长及分拆

同比业绩增长	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
利息收入	22.78%	21.39%	21.99%	17.47%	15.43%	12.75%	9.57%	-9.69%	-9.95%
利息支出	13.63%	14.73%	16.14%	15.74%	16.33%	15.78%	13.62%	-9.61%	-12.14%
净利息收入	30.38%	26.69%	26.54%	18.74%	14.78%	10.56%	6.67%	-9.74%	-8.34%
非利息净收入	58.15%	37.65%	65.17%	50.45%	96.88%	65.70%	73.81%	0.91%	-1.85%
营业收入	34.73%	28.72%	31.55%	25.11%	29.88%	21.48%	17.59%	-7.17%	-6.53%
营业支出	-81.58%	-14.15%	-40.03%	-65.84%	1414.71%	59.90%	432.28%	56.82%	-12.79%
拨备前利润	46.75%	32.28%	24.95%	32.92%	30.21%	29.00%	33.58%	-11.08%	-11.01%
拨备	31.44%	-5.62%	-28.78%	160.73%	167.50%	267.04%	445.70%	16.72%	-41.20%
税前利润	48.95%	37.52%	34.24%	22.87%	12.85%	6.39%	-4.23%	-15.72%	-1.95%
所得税	45.09%	36.57%	40.70%	-36.30%	-29.37%	-27.37%	-24.20%	-14.38%	1.18%
税后利润	38.04%	38.01%	34.22%	78.00%	40.65%	23.62%	12.83%	-14.40%	-2.45%
环比业绩增长	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
单季环比增长									
利息收入	5.31%	7.97%	5.42%	-2.00%	1.74%	2.66%	-1.22%	-12.47%	1.16%
利息支出	3.50%	8.09%	3.72%	-0.26%	4.54%	6.13%	-2.63%	-16.33%	-1.19%
净利息收入	6.64%	7.89%	6.64%	-3.22%	-0.26%	0.05%	-0.10%	-9.46%	2.84%
非利息净收入	-14.78%	53.27%	-79.06%	450.02%	42.38%	-25.93%	-53.89%	107.53%	35.77%
营业收入	2.33%	15.49%	-12.40%	20.85%	10.04%	-8.08%	-13.65%	6.28%	11.49%
营业支出	-20.35%	90.06%	14.77%	-35.09%	5.89%	11.09%	1.45%	-16.12%	9.91%
拨备前利润	16.70%	-16.76%	-39.21%	125.10%	12.28%	-17.79%	-24.00%	26.76%	12.44%
拨备	133.80%	-83.07%	42.50%	362.23%	142.47%	-24.46%	104.14%	-68.78%	-27.47%
税前利润	7.49%	-5.41%	-41.71%	107.35%	-9.45%	-14.82%	-74.77%	333.00%	21.67%
所得税	-36.99%	9.14%	-67.82%	187.84%	-19.25%	3.43%	-54.65%	126.03%	13.61%
税后利润	46.04%	13.28%	-68.92%	246.17%	-5.58%	-3.24%	-91.64%	1021.08%	21.54%

来源：公司数据，国金证券研究所

- ◆ 人民币贷款快速增长，内地业务占比大幅提升。2 季度在工行建行贷款余额环比增速放缓至 4%-5% 的背景下，公司贷款环比仍然达到了 14% 的增速。08 年底内地人民币贷款占比 80.8%，09 年中期占比已经提高到了 85.3%。在增加人民币资产的同时，公司持续压缩外币债券投资：中期公司外币证券投资余额折合 780.01 亿美元，较上年初减少 120.23 亿美元，降幅 13.36%，目前外币债券占公司债券资产的 27%，占到公司总资产的 6%。上半年公司新增加权风险资产约 1.01 万亿，与贷款新

增 1.00 万亿基本相同，压缩外币债券也有助于减少对风险资本的消耗。中期核心资本充足率与资本充足率分别是 9.87%和 11.53%。

图表 6：中国银行生息资产/计息负债增长结构

规模增长	2006	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09
生息资产规模增长										
同比										
生息资产	14.17%	8.70%	14.23%	11.05%	12.09%	13.42%	8.72%	15.81%	26.31%	28.75%
贷款	7.35%	10.99%	16.63%	17.84%	19.66%	22.15%	16.24%	15.80%	24.13%	34.08%
投资	23.18%	-2.18%	-0.62%	-12.41%	-14.09%	-14.63%	-20.38%	-6.26%	5.96%	15.49%
同业	14.98%	33.11%	48.12%	47.81%	50.23%	49.46%	43.99%	47.21%	57.91%	32.73%
环比										
生息资产	n.a.	n.a.	5.96%	-1.16%	5.79%	2.36%	1.57%	5.28%	15.39%	4.34%
贷款	n.a.	n.a.	6.59%	0.47%	8.20%	5.42%	1.43%	0.09%	15.99%	13.87%
投资	n.a.	n.a.	0.62%	-12.71%	-0.10%	-2.71%	-6.15%	2.77%	12.93%	6.04%
同业	n.a.	n.a.	15.79%	16.46%	8.65%	2.01%	11.56%	19.07%	16.54%	-14.26%
计息负债规模增长										
同比										
计息负债	7.20%	3.93%	3.73%	17.11%	13.25%	17.79%	19.10%	13.90%	30.24%	26.18%
存款	10.70%	7.35%	7.39%	9.40%	8.23%	13.26%	15.14%	15.46%	27.18%	27.88%
债券	-37.26%	-37.25%	-34.81%	7.01%	6.80%	7.50%	5.26%	1.56%	0.16%	-0.50%
同业	-11.34%	-16.25%	-18.19%	94.60%	61.24%	67.38%	63.01%	6.25%	52.14%	16.48%
环比										
计息负债	n.a.	0.05%	0.08%	10.91%	1.97%	4.06%	1.20%	6.07%	16.59%	0.82%
存款	n.a.	1.16%	-0.04%	3.02%	3.90%	5.85%	1.62%	3.31%	14.45%	6.43%
债券	n.a.	-0.30%	5.15%	1.31%	0.55%	0.36%	2.95%	-2.25%	-0.83%	-0.30%
同业	n.a.	-10.33%	0.66%	95.49%	-8.62%	-6.92%	-1.97%	27.42%	30.85%	-28.74%

来源：公司数据，国金证券研究所

- ◆ 息差下降幅度低于同业。我们测算公司上半年息差 2.1%，1 季度息差公司公告上半年集团净息差 2.04%，同比下降 68BP。公司息差绝对水平低、息差的弹性也低，主要源于港澳台业务的息差较低较稳定。公司的净息差的构成部分的利率传导机制与利率基准不同：境内人民币业务净息差 2.18%，同比下降 57BP；境内外币业务净息差 1.6%，同比下降 158BP；境外业务息差 1 季度净息差 1.71%，比 08 年 4 季度下降 38BP。这似乎比较奇怪，有一部分原因是公司存在着外币负债支撑人民币资产，或则人民币负债支撑资产带来息差的波动性。

图表7：中国银行息差水平

集团							
平均结余	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
贷款	2,194,078	2,352,262	2,553,248	2,665,549	3,089,832	3,185,227	3,728,565
生息资产	4,335,077	4,946,345	5,342,814	5,526,875	6,027,481	6,191,254	7,378,251
客户存款	3,560,014	4,070,308	4,315,620	4,374,893	4,723,555	4,830,665	5,744,340
贷款	5.03%	5.45%	5.73%	5.94%	6.13%	6.12%	4.84%
生息资产	3.87%	4.34%	4.59%	4.74%	4.72%	4.63%	3.48%
客户存款	1.57%	1.96%	1.98%	2.04%	2.15%	2.16%	1.60%
净利差	2.21%	2.28%	2.49%	2.59%	2.17%	2.45%	1.93%
净边际利率	2.33%	2.45%	2.66%	2.76%	2.72%	2.63%	2.04%
存贷差	3.46%	3.49%	3.75%	3.90%	3.98%	3.96%	3.24%
境内人民币业务							
平均结余	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
贷款	1,443,512	1,604,617	1,805,237	1,872,598	2,082,491	2,148,649	2,786,409
生息资产	2,414,086	2,862,134	3,161,070	3,355,428	3,929,048	4,044,832	5,173,556
客户存款	2,332,869	2,792,952	3,016,781	3,079,357	3,529,226	3,657,761	4,476,498
贷款	5.40%	5.43%	5.77%	6.06%	6.99%	7.01%	5.54%
生息资产	4.10%	4.01%	4.32%	4.51%	5.03%	5.04%	4.01%
客户存款	1.52%	1.57%	1.58%	1.68%	2.23%	2.30%	1.87%
净利差	2.45%	2.34%	2.66%	2.76%	2.79%	2.72%	2.14%
净边际利率	2.41%	2.24%	2.59%	2.70%	2.75%	2.70%	2.18%
存贷差	3.88%	3.86%	4.19%	4.38%	4.76%	4.76%	3.67%
境内外币业务（按期末汇率折人民币）							
平均结余	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
贷款	337,084	317,398	287,852	304,965	377,744	377,154	48,483
生息资产	1,036,874	1,134,736	1,173,901	1,112,462	1,028,071	1,045,847	145,194
客户存款	475,347	462,446	500,282	415,428	345,320	327,095	58,556
贷款	4.01%	5.20%	5.50%	5.57%	5.08%	5.07%	3.31%
生息资产	3.31%	4.51%		4.95%	4.36%	4.09%	2.28%
客户存款	1.16%	1.98%	2.52%	2.30%	2.15%	1.97%	1.03%
净利差	2.00%	2.29%	2.23%	2.39%	2.23%	2.02%	1.30%
净边际利率	2.43%	3.21%	3.35%	3.44%	3.18%	2.89%	1.60%
存贷差	2.85%	3.22%	2.98%	3.27%	2.93%	3.10%	2.28%
境外业务折人民币							
平均结余	2005	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09
贷款	413,482	430,247	460,159	487,986	629,597	659,424	893,673
生息资产	884,117	949,475	1,007,843	1,058,985	1,070,362	1,100,575	2,059,501
客户存款	751,798	814,910	798,557	880,108	849,009	845,810	1,209,286
净边际利率	2.00%	2.08%	n.a.	2.10%	2.10%	2.14%	1.71%

注意：境外业务净边际利率为自己测算

来源：公司数据，国金证券研究所

- ◆ 资产质量稳定，上半年核销力度较大。不良余额比1季度末下降76.43亿，比年初下降100.03亿；不良率1.80%，比1季度末下降86BP，比年初下降44BP。不良下降幅度好于工行、建行。拨备计提100亿（约30亿为非不良贷款计提），拨备覆盖率迅速提升至139%，比年初提高17.4%。从减值贷款准备变动表看，新计提拨备与回拨分别达到293、223亿，核销57亿，上半年的数据就与08年全年接近了。

图表8：中国银行资产质量

	2003	2004	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09
正常类	1,494,275	1,612,936	1,847,991	2,042,960	2,135,441	2,403,230	2,616,768	3,012,841		3,048,668		4,080,567
关注类	314,968	424,606	284,048	261,788	198,145	172,704	144,991	146,213		159,988		155,420
次级类	63,314	61,515	45,573	42,082	39,390	38,224	35,105	31,350		39,411		33,760
可疑类	116,032	32,931	44,550	43,479	44,100	42,259	40,897	40,088		35,212		32,070
损失类	172,311	15,700	13,103	15,227	14,730	14,713	12,800	12,348		12,867		11,657
不良贷款总额	351,657	110,146	103,226	100,788	98,220	95,196	88,802	83,786	85,007	87,490	85,127	77,487
增加额	n.a	(241,511)	(6,920)	(2,438)	(2,568)	(3,024)	(6,394)	(5,016)	1,221	2,483	(2,363)	(7,640)
贷款总额	2,160,900	2,147,688	2,235,265	2,405,536	2,431,806	2,671,130	2,850,561	3,242,840	3,290,150	3,296,146	3,800,313	4,313,474
关注类贷款占比	14.58%	19.77%	12.71%	10.88%	8.15%	6.47%	5.09%	4.51%		4.85%		3.60%
次级类贷款占比	18.00%	55.85%	44.15%	41.75%	40.10%	40.15%	39.53%	37.42%		45.05%		43.57%
可疑类贷款占比	33.00%	29.90%	43.16%	43.14%	44.90%	44.39%	46.05%	47.85%		40.25%		41.39%
损失类贷款占比	49.00%	14.25%	12.69%	15.11%	15.00%	15.46%	14.41%	14.74%		14.71%		15.04%
不良贷款率	16.27%	5.13%	4.62%	4.19%	4.04%	3.56%	3.12%	2.58%	2.58%	2.65%	2.24%	1.80%
不良贷款准备	(217,558)	(48,313)	(57,747)	(88,128)	(66,581)	(68,476)	(96,068)	(100,868)	(103,275)	(106,494)	(107,660)	(107,677)
不良贷款覆盖率	61.87%	43.86%	55.94%	87.44%	67.79%	71.93%	108.18%	120.39%	121.49%	121.49%	126.47%	138.96%
不良贷款拨备率	25.23%	34.53%	49.54%	85.20%	62.10%	66.80%	109.56%	123.91%	159.77%	125.47%	0.00%	145.86%
不良贷款拨备	(18,100)	(23,812)	(11,486)	(5,062)	(11,587)	(6,409)	(8,252)	(6,493)	(9,432)	(16,792)	(2,830)	(7,027)
当期拨备/不良贷	5.15%	21.62%	11.13%	5.02%	11.80%	6.73%	9.29%	7.75%	0.00%	19.19%	3.32%	9.07%
当期拨备/贷款总	0.84%	1.11%	0.52%	0.44%	0.50%	0.50%	0.31%	0.44%	0.41%	0.55%	0.32%	0.37%

来源：公司数据，国金证券研究所

- ✦ 外币债券减值压力在 2 季度基本消除。上半年次债、两房债、雷曼债等次债资产的拨备新增了 29.2 亿，基本在 1 季度计提，截至 6 月底，这三类外币资产账面余额为 383.9 亿人民币，累计计提减值准备 319.2 亿人民币。1 季度公司又减持了约 160 亿人民币的两房债券，截至 6 月底，两房债账面价值 297 亿人民币。随着美国经济的好转，后续资产减值压力较小，出于谨慎我们假设全年资产减值准备仍然达到 45 亿。

图表9：中国银行次债相关资产

	2008				1Q09				1H09			
次债相关债券绝对值	覆盖率	账面价值	减值准备	覆盖率	账面价值	减值准备	覆盖率	账面价值	减值准备	覆盖率	账面价值	减值准备
次级按揭贷款抵押债券	37.87%	177.02	153.44	46.43%	151.62	164.13	51.98%	132.44	162.76	55.14%	132.44	162.76
Alt-A	28.95%	78.45	48.44	38.17%	71.69	52.06	42.07%	63.70	51.13	44.53%	63.70	51.13
Non-Agency	18.86%	240.00	102.93	30.01%	218.86	114.46	34.34%	187.84	105.23	35.91%	187.84	105.23
两房发行		344.84	无		233.97	无		115.58	无		115.58	无
两房担保		253.60	无		222.42	无		181.59	无		181.59	无
雷曼债券	85.53%	0.00	5.18	100.00%	0.00	5.18	100.00%	0.00	5.18	100.00%	0.00	5.18
向雷曼贷款	84.91%	0.00	3.61	100.00%	0.00	3.61	100.00%	0.00	3.61	100.00%	0.00	3.61
合计		1093.91	313.59		898.56	339.43		681.15	327.90		681.15	327.90

来源：公司数据，国金证券研究所

■ 盈利预测与投资建议：

- ✦ 我们上调公司 09/10 年盈利预测至 EPS 0.293/0.362 元，同比增长 17.2%/23.8%（上调幅度 6.7%和 7.1%），对应 1.9x09PB/13.5x09PE 的估值水平，估值已回落至上市银行底端。以往公司外币资产与境外业务的不确定性是公司估值折价的原因，但目前看这些方面趋势较好，是公司超额收益的来源。但是公司今年放贷过猛，可能伴随着标准较松等隐患，我们暂时仍然公司的“持有”评级。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	4	4	6
买入	0	1	5	5	8
持有	0	6	16	17	25
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	1	1	1
评分	0	2.44	2.54	2.56	2.56

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。