

中国银行(601988)再融资方案点评

谨慎推荐

维持评级

金融/银行

2010 年 1 月 25 日

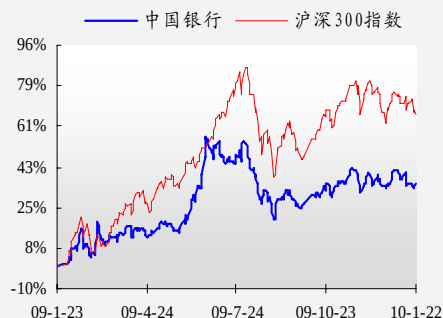
投资要点:

- 中国银行发布公告称, 董事会同意在 A 股市场发行不超过 400 亿元可转换债券, 并且获得未来发行不超过现有股本 20% 的 H 股的授权, 发行方案还需要通过 3 月 19 日的临时股东大会的批准。
- 中国银行同时通过三年的中长期资本规划, 在 2011 年前资本充足率大于 11.5%, 核心资本充足率大于 8%, 按照 20% 的加权风险资产增速和 12% 的资本充足率水平, 中国银行在 2012 年前的资本缺口为 930 亿元。
- 中国银行再融资在市场的预期之内, 只是再融资出台的时机可能早于市场的预期, 不过中国银行可转换债的融资方式, 将对市场的影响和对未来盈利能力的可能摊薄降到最低, 而且消除了银行 2010 年发展的资本瓶颈, 对于中国银行而言为中性偏利好的消息。
- 市场可能会担心中国银行再融资之后, 其他尚未公布再融资方案的银行尤其是大银行会纷纷跟随, 实际上所有的尚未公布融资方案的上市银行都具有融资要求, 这已经在市场的预期之内, 因此个人认为, 融资方案的趁早出台反而有助于将不确定性转化为确定性, 同时相信大银行在确定融资金额和选择融资方式的时候也会充分考虑市场的可接受程度, 整体银行再融资对于市场的不利影响正在逐步消除。
- 维持银行板块优于大市和中国银行谨慎推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2008	22,828,800	26.36	6,353,900	13.00	0.25	14.23	15.60	
2009E	22,600,000	-1.3	7,615,170	20	0.30	15	13.22	
2010E	25,990,000	15	7,869,014	33.33	0.40	18.18	9.9	
2011E								

走势图



市场数据

2010-1-22

收盘价:	4.16 元
52 周最高价:	4.95 元
52 周最低价:	3.05 元
平均持仓成本:	4.16 元

基本数据

2009Q3

总股本 (万股):	25,383,916
流通 A 股 (万股):	17,781,891
每股收益 (元):	0.24
每股净资产 (元):	1.95
每股经营现金流 (元):	(0.76)
市净率:	2.13

分析师: 唐亚韞

TEL: (8621)6337 7000-274

FAX: (8621)6337 3209

Email: wendyt77@126.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

中国银行今日发布公告称：1、董事会批准发行不过 400 亿元人民币可转换公司债券的议案，该项议案还需要经过 3 月 19 日股东大会的通过；2、通过发行新股一般性授权议案，给予董事会于有关期间（定义见下文）内无条件一般性授权以单独或同时配发、发行及/或处理 A 股及/或 H 股，以及就该等事项订立或授予发售建议、协议或购股权或转股权；未来实施时不会超过现有股本的 20%，而且也要得到股东大会的批准。

中国银行同日召开分析师电话会议，对此次融资事件进行进一步说明。李礼辉行长介绍融资的背景和融资的具体事宜。

- 1、经过 2009 年的快速发展，中国银行在 2009 年人民币存贷款增速都位居四大国有商业银行之首，人民币资产的比重、人民币贷款占比，人民币债券占比、重点客户和重点地区的占比和中长期贷款占比都有所提高；但是业务的快速发展消耗了大量的资本，截至 2009 年三季度末，中国银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.63%和 9.37%，2009 年年末的资本充足率进一步将降低。而银监会又在此时逐步加强银行的资本监管。
- 2、本次中国银行董事会通过了中国银行三年的中长期资本规划，按照此项规划，截至 2011 年中国银行的资本充足率应该持续大于 11.5%，核心资本充足率应该持续大于 8%；而且中国银行内部对于不同假设条件下的资本缺口进行了计算，按照中国银行的测算，如果在 2012 年以前需要保持 20%的加权风险资产增速，同时需要持续保持 12%的资本充足率，中国银行目前的资本缺口在 930 亿元左右。
- 3、中国银行未来将从两个方面进行资本管理：调整优化资产结构和进行资本补充；从 06 年中国银行成立以来，中国银行一直通过内部挖潜的方式进行资本补充：包括内部利润留存、发行次级债和提高资本使用效率，有了长远的成效，其中加权风险资产的收益率从 06 年的 1.3%提高到 1.84%，加权风险资产的占比从 06 年的 57.06%提高到 60.57%，总资产的收益率从 06 年 0.96%提高到 1.14%。但是整体依靠内部挖潜依旧存在较大的资本缺口。
- 4、此次中国银行率先选择在 A 股市场发行不超过 400 亿元的可转债，是充分考虑了市场的接受程度而做出的，首先由于中央汇金公司占中国银行的股权比例达到 96.4%，为了充分保护中小股东的利益，此次可转换债不向汇金优先配售可转债；其次可转债的转股价格不低于市场价格，摊薄效应最小，而且分期间转股具有平滑的作用；在此可转债在转股前补充附属资本，转股后补充核心资本；也复合中国银行目前的资本结构，最后，400 亿元可转债即使全部转股，也仅仅新增 A 股 93 亿股，占目前总股本的 3.54%；每股收益和 ROE 的影响是正面的和更加乐观的；因为届时净利润的自然增长可能已经抵消了摊薄的影响；因此对于股东价值具有长远的积极意义。

提问环节：

- 1、考虑到可转债全部转股之后，中国银行的资本充足率可以达到 12.3%，和其他国有控股银行相差不同；为何还要授权发行 H 股？

中国银行近期业务发展较快，所以资本充足率下降较快；资本补充还要考虑今后两三年长期发展需要，取得一般授权以后，我们后根据后续情况再决定何时进行 H 股的安排。

2、资本金的需求和风险资产的增长相联系，最近几年的风险资产的增速如何？再发行新的股票，如何在 A 和 H 股之间分配和选择？

2009 年风险资产的增长在 22% 左右，2010 年和 2011 年的增长不可能超过 2009 年，风险资产的增速会低，我们预计 10 年的风险资产的增速为 16% 左右；我们也会进一步调整资产负债结构，降低高风险资产的比重 A 股可转债不超过 400 亿，H 股还没有做出判断；一般不会超过现有股份的 20%，实际上是不能超过现有股份的 18%；因为有一些的股份的减持，目前没有在 A 股进一步发行股票的考虑。

3、中行的融资规模可能比市场预期的要大，管理层是不是提出了更高的资本要求，此外未来的股权融资的能否适当明确？

因为中国银行年底的资本充足率比三季度进一步下降，但是现在还无法披露，我们是根据最新的进行测算；中国银监会对于资本监管的要求也进一步提高，次级债要扣除，而我们 2009 年刚刚发行了 400 亿元的次级债，对我们的资本充足率会有一些的影响，此外；2011 年、2012 年新资本协议的规则会逐步实行，未来几年中国经济依旧保持较好的发展，GDP 保持在 8%-10% 之后，我们还需要补充资本。目前我们的计划安排在 A 股市场没有除了可转债之外的其他计划，在 H 股市场上仅仅是取得了授权，还没有更加明细的规划，同时还要提交股东大会的批准。

4、未来在 H 股融资如果配股的话，应该会包括全部的股东，那是不是说已经排除配股？

目前 A 股市场上确实没有除了可转债之外的进一步计划。在 H 股市场上仅仅是授权，也关注到市场的影响，把融资总量控制在适当的范围之内。

5、优先配股权不向控股股东实施，不只在 H 股上也有障碍？未来的分红比例会不会有所下降？

控股股东中央汇金股份比例很高；可转债是一个非常好的投资机会，希望把投资机会让给中小投资者，中央汇金公司放弃了优先配售；中国银行股东大会通过的分红比例是 45-60%，2009 年管理层希望能够在股东大会通过的比例范围内选择较低的分红比例，分红比例是否需要进一步调整，如果股东之间能够达成进一步认识，我们可能会调整我们的分红比例，但是这种分红比例的调整一定要得到股东大会的批准。

我们的观点：

- 1、中国银行的再融资早在市场的预期之内，中国银行自身测算的资本缺口与之前市场预测的融资规模也基本一致；不过中国银行选择在 A 股市场发行可转换债，而下一步在 H 股市场进行股权融资，对市场的影响相对于其他方式已经降到最低，而且正如中国银行管理层而言，如果不考虑未来 H 股市场的股权融资，中国银行 400 亿元的可转债对于其自身的摊薄，可能由此及彼推测其他大银行包括工、建、交等是否也会在短期内开启融资之门，随着银监会资本监管的逐渐严格和 2010 年、2011 年所有银行的业务发展需要，实际上 A 股所有的尚未公布再融资方案的上市银行都具有较强的融资冲动，具体融资方案的形式和出台事件还具有一定的不确定性；但是正如我们在之前有关的银行报告中一直提及的那样，既然所有上市银行都具有资本压力和融资需要已经是不可否认的事实，我们认为市场可能

更需要的是尽快将不确定性转化为确定性，因此其他银行尤其是国有控股大银行再融资方案的逐渐明确应该对于银行股投资视为某种程度上的利好，而且我们相信国有控股大银行在确定融资方式和融资金额的时候也会充分考虑到市场的接受程度，配股、可转债等对市场冲击较小的方式更有可能实施，再融资事件整体对银行板块的不利影响正在逐步消化之中。

- 2、因此整体上我们继续维持对银行板块优于大势和对中国银行谨慎推荐的评级，我们相信较低的估值水平、稳健的业绩增长是支持银行板块全年走势的两大基石，对于中国银行自身而言，我们目前暂时维持前期的盈利预测，预测 2009、2010 年实现每股收益 0.30 元和 0.40 元（2010 年可转债暂时不会摊薄每股收益），实现每股净资产 2.00 元和 2.20 元（2010 年可转债也暂时不会增厚每股净资产）。目前的动态 PE 和动态 PB 分别为 13.87 和 2.08 倍。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。