

分析师： 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490210060007

联系人： 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

中国银行中报点评：增加本币资产提升息差水平，但贷款质量有隐忧

事件描述

中国银行 2010 年上半年实现利息净收入 918.64 亿元，同比增长 22.94%；手续费净收入 283.06 亿，同比增长 23.31%；营业费用(扣除拨备) 529.32 亿，同比增长 26.23%，不良贷款余额 645.91 亿，比年初减少 101.27 亿元，不良率 1.2%，较年初下降 32 个 bp；净利润 520.22 亿元，同比增长 26.87%，每股收益 0.20 元。

公司上半年业绩平稳增长源于规模增长、息差回升和中间业务收入增长等因素。

公司贷款和存款稳定增长，但市场份额下滑；完成配股后，资本充足，使得业务可持续持续发展。

上半年境内人民币业务息差呈回升态势，但受累于外币业务息差缩小。随着资产结构调整，增加人民币业务比重，预计下半年息差将有所回升。

中间业务增长较快。信用承诺、代理和银行卡手续费收入等引领中间业务收入快速增长。但监管层推出银信理财业务新规会对下半年中间业务收入增长带来一定负面影响。

资产质量良好，拨备覆盖率提升幅度较大。不良贷款余额和不良率双降，资产质量状况进一步改善。当前总拨备覆盖率为 2.20%，拨备水平缓冲潜在资产质量风险能力较同行强。但是由于政府融资平台贷款无覆盖贷款比例较高，且资产质量改善相当一部分原因来自于贷款高速增长所致，未来贷款增速放缓，将使得存量贷款质量压力增大，未来拨备计提压力将增加。

二季度费用控制良好，成本收入比较一季度上升不足 2 个百分点。预计息差回升，下半年成本收入比反弹幅度将比较有限。

我们认为公司过去业绩改善主要来自于规模增长、拨备释放和中间业务收入增长等。未来规模增长和拨备释放因素将减弱，但息差回升和中间业务继续增长，中行业绩有望保持适度增长。我们预计 2010 年和 2011 年盈利分别为 1056.72 亿元和 1275.43 亿元，每股收益分别为 0.34 元和 0.41 元，对应 10 年动态市盈率为 9.89 倍，动态市净率为 1.46 倍，维持“推荐”评级，但警惕未来贷款增速放缓所引致的资产质量风险。

事件评论

公司主要财务数据比较（同比）

单位：百万	2Q09	2Q10	同比	
生息资产	7,863,879	9,292,458	18.17%	
贷款	4,205,797	5,270,161	25.31%	贷款增长较快，提升贷存比，不过消耗资本较快
证券投资	1,890,780	1,966,655	4.01%	
同业资产	762,105	783,643	2.83%	
存放央行	1,005,197	1,271,999	26.54%	受存款快速增长引致及一季度三次上调存款准备金率
负债	7,708,278	9,118,496	18.29%	
存款	6,301,658	7,262,064	15.24%	股份制银行吸储压力大，导致存款从大行流出
同业负债	937,982	1,336,444	42.48%	权益增长放缓、吸储压力较大，主动负债较多
利息净收入	74,722	91,864	22.94%	规模增长和息差回升驱动净利息收入增长
手续费净收入	22,955	28,306	23.31%	信用承诺、代理和银行卡手续费收入推动中间业务发展
其他收益	10,179	12,840	26.14%	保险业务及贵金属销售业务快速发展
营业收入	107,856	133,010	23.32%	
营业费用（扣除拨备）	41,933	52,932	26.23%	费用刚性增长
拨备前利润	65,923	80,078	21.47%	
拨备	10,081	9,951	-1.29%	资产质量提高释放拨备
税前利润	56,053	70,287	25.39%	
净利润	41,005	52,022	26.87%	盈利增长主要来源于息差回升、资产规模扩张和中间业务增长

公司主要财务数据比较（环比）

单位：百万	1Q10	2Q10	环比	
生息资产	9,328,360	9,292,458	-0.38%	
贷款	5,193,787	5,270,161	1.47%	
证券投资	1,967,515	1,966,655	-0.04%	
同业资产	867,425	783,643	-9.66%	
存放央行	1,299,633	1,271,999	-2.13%	存款增长及准备金率的提升所致
负债	9,148,183	9,118,496	-0.32%	
存款	7,341,168	7,262,064	-1.08%	
同业负债	1,350,083	1,336,444	-1.01%	
利息净收入	44,506	47,358	6.41%	二季度息差回升和规模增长驱动净利息收入增长
手续费净收入	15,656	12,650	-19.20%	二季度手续费收入增长乏力
其他收益	7,394	5,446	-26.35%	
营业收入	67,556	65,454	-3.11%	
营业费用（扣除拨备）	26,314	26,618	1.16%	费用刚性增长
拨备前利润	41,242	38,836	-5.83%	
拨备	5,897	4,054	-31.25%	资产质量改善，拨备计提压力减小
税前利润	35,474	34,813	-1.86%	
净利润	26,175	25,847	-1.25%	手续费收入和利息收入增长乏力拖垮二季度利润

第一，存贷市场份额双双下降

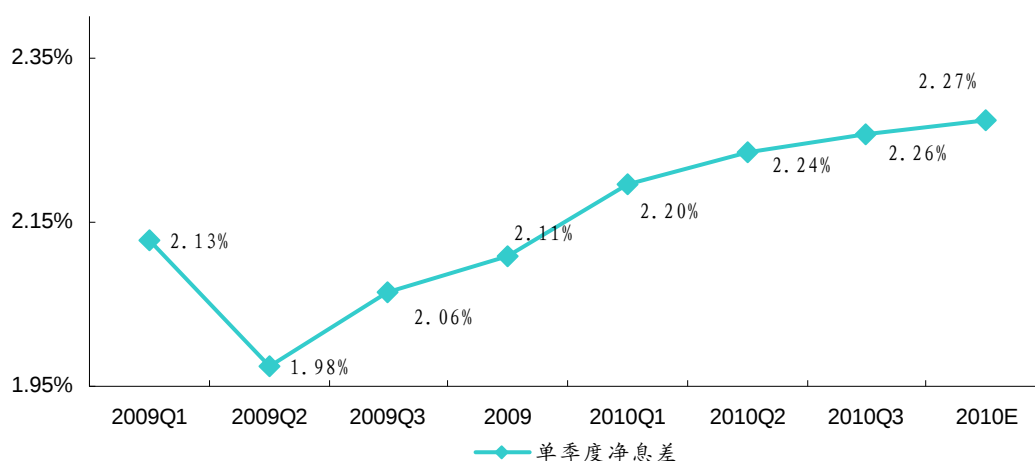
公司存款余额为 72620.64 亿元，较年初增长 8.63%，存款市场份额由年初 11.00% 下降到 10.77%。贷款毛额为 53918.79 亿元，较年初增长 9.81%，贷款市场份额由年初的 12.28% 下降到 12.09%。

10 年中期公司存贷比（含贴现）为 70.6%，较去年底上升了 0.3 个百分点，未来将略有提升。

第二，息差回升慢主要源于资产收益率不高

公司净息差有所回升，测算二季度单季度息差为 2.24%，较上季度上升 4 个基点。预计未来单季净息差逐步回升，至 10 年四季度将达到 2.27%。

图 1：公司息差略有回升



资料来源：长江证券研究部

第三，手续费净收入增长较快

公司手续费净收入为 305.05 亿元，同比增长 22.76%。其中，信用承诺及贷款相关的佣金收入、代理及委托手续费收入和银行卡手续费收入同比增长分别为 30.27%、13.34% 和 60.71%，占比分别为 19.50%、17.27% 和 27.55%。随着经济高速增长、居民财富积累及消费意愿增强、理财需求增加，公司中间业务将持续保持增长。短期内理财新规可能给中间业务带来负面影响。

表 2: 公司手续费及佣金收入表

项目	2010 年 1-6 月		2009 年 1-6 月		同比
	收入/支出	占比(%)	收入/支出	占比(%)	收入/支出(%)
信用承诺及贷款相关的佣金收入	5947	19.50	4565	18.37	30.27
代理业务手续费收入	5,269	17.27	4,649	18.71	13.34
结算业务收入	4,685	15.36	3,673	14.78	27.55
银行卡手续费收入	4,455	14.60	2,772	11.15	60.71
外汇买卖价差收入	3,404	11.16	3,676	14.79	-7.40
顾问和咨询费	3,075	10.08	2,999	12.07	2.53
托管业务收入	869	2.85	612	2.46	41.99
其他	2,801	9.18	1,904	7.66	47.11
手续费及佣金收入	30,505	100.00	24,850	100.00	22.76
手续费及佣金支出	2,199		1,895		16.04
手续费及佣金净收入	28,306		22,955		23.31

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 成本收入比略有上升

公司二季度成本收入比为 40.67%, 较一季度上升 1.72 个百分点, 预计公司四季度成本收入比略有回升。(成本收入比=(营业税金及附加+业务及管理费+其他营业成本)/营业收入)

第五, 资产质量良好, 拨备大幅提高

资产质量较为稳健, 拨备覆盖率提升至 188.44%, 较年初增加 37.27 个百分点, 拨备覆盖率提升使得抵御潜在资产质量风险能力增强。不良贷款余额 645.91 亿, 比年初减少 101.27 亿元, 不良率 1.2%, 较年初下降 32 个 bp, 显示资产质量相当稳健; 总贷款准备率达到 2.20%, 处于较高的位置, 抵御风险的能力较强。

公司上半年资产减值损失为 99.51 亿元, 较去年同期减少 1.29%; 信用成本为 0.21%, 预计未来信用成本有所反弹, 10 年全年为 0.60%。

表 3: 贷款五级分类

	1H2010		1H2009	
	金额(百万)	占比 (%)	金额(百万)	占比 (%)
正常贷款	5,327,288	98.80	4,235,987	98.20
其中: 正常类贷款	5,181,057	96.09	4,080,567	94.60
关注类贷款	146,231	2.71	155,420	3.60
不良贷款	64,591	1.20	77,487	1.80
其中: 次级类贷款	27,930	0.52	33,760	0.79
可疑类贷款	23,957	0.44	32,070	0.74
损失类贷款	12,704	0.24	11,657	0.27
合计	5,391,879		4,313,474	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2010 年中期，公司类贷款和个人贷款占比分别为 72.79%和 24.13%，较年初上升 0.81%个百分点和 0.76%个百分点；票据压缩较多，由年初 4.23%下降至 3.07%，结构优化有利于控制资产质量风险，提高资产收益。

表 4：贷款分布情况

单位：百万	1H2010		2009	
	金额（百万）	占比（%）	金额（百万）	占比（%）
企业贷款和垫款				
一贷款	3,924,871	72.79%	3,534,685	71.98%
一贴现	165,756	3.07%	228,191	4.65%
小计	4,090,627	75.87%	3,762,876	76.63%
个人贷款				
一住房抵押	1,016,620	18.85%	907,912	18.49%
一信用卡	43,898	0.81%	31,336	0.64%
一其他	240,734	4.46%	208,234	4.24%
小计	1,301,252	24.13%	1,147,482	23.37%
贷款和垫款总额	5,391,879	100.00%	4,910,358	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

中国银行中期财务数据

科目	1H2008	2008	1H2009	2009	1H2010	2010E	2011E
盈利							
营业收入	119,077	227,744	108,826	232,057	138,148	297,721	363,040
营业费用	(44,773)	(97,104)	(42,210)	(106,584)	(57,174)	(129,435)	(152,284)
拨备	(17,144)	(45,031)	(10,826)	(15,060)	(10,170)	(32,155)	(46,336)
净利润	44,491	64,817	43,234	85,035	54,866	105,672	127,543
每股收益	0.17	0.25	0.15	0.32	0.20	0.34	0.41
资产							
总资产	6,487,313	7,049,480	8,211,259	8,743,226	9,665,448	10,448,760	12,271,772
贷款（毛额）	3,089,832	3,269,972	4,313,474	4,910,174	5,419,729	5,755,186	6,674,752
存款	4,927,841	5,131,302	6,301,658	6,649,708	7,430,126	7,949,700	9,328,442
权益	463,862	496,484	499,790	545,139	560,280	709,326	784,030
每股净资产	1.84	1.85	1.87	2.02	2.08	2.33	2.57
风险							
不良贷款余额	83,786	87,490	77,487	74,483	64,645	71,430	96,325
不良贷款率	2.58%	2.65%	1.80%	1.52%	1.19%	1.24%	1.44%
不良毛生成率	0.00%	0.14%	-0.14%	-0.10%	-0.11%	0.14%	0.60%
贷款拨备覆盖率	120.39%	121.45%	139.42%	151.42%	184.80%	190.49%	189.36%
拨备余额/贷款余额	3.11%	3.26%	2.47%	2.30%	2.20%	2.36%	2.73%
当年核销	(798)	(5,575)	(4,440)	(9,018)	(4,262)	(10,521)	(12,521)
信用成本	-0.43%	-0.55%	-0.37%	-0.33%	-0.21%	-0.60%	-0.90%
增长率							
贷款（毛额）	9.18%	15.54%	31.91%	50.16%	10.38%	17.21%	15.98%
存款	12.78%	17.44%	22.81%	29.59%	11.74%	19.55%	17.34%
平均生息资产	7.52%	10.68%	21.23%	29.90%	14.86%	20.75%	16.83%
净利润	43.86%	4.79%	-2.83%	31.19%	35.03%	24.27%	20.70%
资本							
核心资本充足率	10.85%	11.25%	9.83%	9.06%	9.16%	10.75%	10.13%
资本充足率	13.78%	12.37%	11.66%	11.39%	11.91%	12.72%	11.93%
盈利效率							
NIM	2.76%	2.72%	2.06%	2.04%	2.24%	2.23%	2.33%
成本收入比	-37.60%	-42.64%	-38.79%	-45.93%	-34.02%	-43.48%	-41.95%
实际有效税率	-22.16%	-24.02%	-22.73%	-23.20%	-23.04%	-22.90%	-22.86%
ROAA	1.43%	0.99%	1.14%	0.99%	1.19%	1.03%	1.05%
ROAE	19.55%	13.70%	17.35%	15.83%	19.85%	16.33%	16.68%

中国银行估值表

盈利与估值	2007	2008	2009	2010E	2011E
ROAA	1.09%	0.99%	0.99%	1.03%	1.05%
ROAE	14.24%	13.70%	15.83%	16.33%	16.68%
拨备前每股收益	0.43	0.51	0.49	0.58	0.73
每股收益	0.22	0.15	0.32	0.34	0.41
每股净资产	1.65	1.87	2.02	2.33	2.57
拨备前每股市盈率	7.93	6.61	6.88	5.85	4.67
市盈率	15.31	13.58	10.69	9.89	8.21
市净率	2.07	1.84	1.68	1.46	1.32
股息收益率	2.94%	3.82%	4.12%	4.55%	5.48%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	152,524	163,289	158,731	209,549	256,271
手续费净收入	25,420	29,376	44,496	58,165	72,355
其他非利息净收入	10,206	35,080	28,829	30,007	34,413
经营收入合计	188,151	227,744	232,057	297,721	363,040
营业费用	(79,375)	(97,104)	(106,584)	(129,435)	(152,284)
拨备前利润	108,776	130,640	125,473	168,286	210,756
当期提取各项准备金	(20,554)	(45,031)	(15,060)	(32,155)	(46,336)
税前利润	89,405	85,308	110,727	137,057	165,342
所得税	(27,552)	(20,491)	(25,692)	(31,385)	(37,799)
净利润	61,853	64,817	85,035	105,672	127,543

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010E	2011E
贷款增长(毛额)	16.51%	15.54%	50.16%	17.21%	15.98%
存款增长	7.29%	17.44%	29.59%	19.55%	17.34%
平均生息资产增长	11.83%	10.68%	29.90%	20.75%	16.83%
贷存比(含贴现)	64.77%	63.73%	73.84%	72.40%	71.55%
NIM	2.81%	2.72%	2.04%	2.23%	2.33%
非利息收入占比	18.94%	28.30%	31.60%	29.62%	29.41%
信用成本	0.40%	0.55%	0.33%	0.60%	0.90%
成本收入比(含营业税)	42.19%	42.64%	45.93%	43.48%	41.95%
有效税率	30.82%	24.02%	23.20%	22.90%	22.86%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入增长	26.72%	7.06%	-2.79%	32.01%	22.30%
手续费收入增长	87.28%	15.56%	51.47%	30.72%	24.40%
营业收入增长	27.44%	21.04%	1.89%	28.30%	21.94%
拨备前利润增长率	31.63%	20.10%	-3.96%	34.12%	25.24%
净利润增长率	19.09%	4.79%	31.19%	24.27%	20.70%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
总资产	5,990,472	7,049,480	8,743,226	10,448,760	12,271,772
贷款余额(毛额)	2,830,052	3,269,972	4,910,174	5,755,186	6,674,752
存放央行款	4,369,434	5,131,302	6,649,708	7,949,700	9,328,442
同业资产	355,694	743,127	658,445	870,249	1,022,214
债券投资	1,868,247	1,625,630	1,829,170	2,199,044	2,693,611
存款余额	4,369,434	5,131,302	6,649,708	7,949,700	9,328,442
同业负债	621,108	925,925	994,619	1,159,094	1,455,944
发行债券	65,140	18,559	78,559	89,487	89,433
拨备余额	96,068	106,494	112,779	136,066	182,397
股东权益	450,005	496,484	545,139	709,326	784,030
平均股东权益	434,330	473,244	537,050	647,122	764,573
平均生息资产	5,419,767	5,998,437	7,791,679	9,408,397	10,991,725
平均总资产	5,691,661	6,311,818	7,965,321	9,737,022	11,375,568

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010E	2011E
不良贷款余额	88,802	87,490	74,483	71,430	96,325
不良贷款率	3.12%	2.65%	1.52%	1.24%	1.44%
不良毛生成率	-0.10%	0.14%	-0.10%	0.14%	0.60%
贷款拨备覆盖率	107.70%	121.45%	151.42%	190.49%	189.36%
贷款总额准备率	3.39%	3.26%	2.30%	2.36%	2.73%
当年核销	(6,798)	(5,575)	(9,018)	(10,521)	(12,521)
资本充足率	12.34%	12.37%	11.39%	12.72%	11.93%
核心资本充足率	10.74%	11.25%	9.06%	10.75%	10.13%
风险加权资产系数	62.41%	56.36%	59.10%	60.21%	60.23%
个人贷款占比	26.57%	24.36%	23.36%	23.00%	23.00%
企业贷款占比	73.43%	75.64%	76.64%	73.00%	73.00%
其中票据贴现	3.15%	4.18%	4.64%	4.00%	4.00%
活期存款占比	44.32%	43.99%	46.96%	50.80%	51.60%
其中对公活期	26.22%	26.58%	29.10%	32.40%	33.20%
其中居民储蓄活期	18.10%	17.41%	17.86%	18.40%	18.40%

其他数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
网点数	10,834	10,789	10,961		
员工数	237,379	249,278	262,566		
贷款余额市场份额	10.50%	10.79%	12.28%	12.21%	
其中个人贷款	1.46%	1.38%	1.41%		
存款余额市场份额	11.28%	10.94%	11.00%	10.80%	
总股本	177,818	177,818	253,839	269,039	
其中流通股	5,207	6,493	253,839	269,039	

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。