

中国银行 601988.SH

息差低弹性，拨备力度进一步降低

事件：

公司公布年报：2010 年实现归属上市公司股东净利润 1044.18 亿元，同比增长 29.20%；实现完全摊薄每股收益 0.37 元。基本符合我们此前的预期。

研究结论：

业绩稳定，落于预期之内。此前我们预测公司 2010 年净利润为 1063.55 亿元，公司的实际利润基本符合预期。分因素来看，规模增长贡献最主要动力（21.14%），而净息差提升基本无作用（0.94%），此外拨备力度下降进一步贡献 4.05 个百分点。

净息差 4 季度终于有表现。由于海外资产的影响，中行 2009 年 2 季度以来净息差升幅基本为零，而同期中资银行净息差处于中期反弹通道之中。不过 4 季度该行净息差有向上的表现，全年累计净息差达到 2.07%，比前 3 季度的 2.04% 有所提升，由此测算 4 季度净息差升幅约在 9BP。下半年，公司存贷利差和同业往来利差都有所扩大，两个指标的全年累计水平分别比上半年水平扩大 10 和 7BP。不过同业资产和负债占比比年初略有扩大，这对公司的净息差产生一定的向下压力。不过总体来说，中行息差的弹性仍然很弱。

拨贷比压力小，拨备力度继续下降。公司 2010 年年底的拨贷比水平为 2.17%，达标压力并不大，因此能够继续有余裕一方面进行核销，另一方面降低信用成本率。公司下半年核销力度遇上半年大体相当，而信用成本率从 2009 年的 39BP 下降至 30BP，特别是下半年 3、4 季度的信用成本率已经降低至 16 和 14BP 之低。当然，这与公司风控表现非常之好有关，2010 年受益于良好的经济形势，中行的不良生成率仅有-13BP。显然这样的风控表现长期内不能持续。

稳定成长，长期价值投资的良好标的：

公司净息差的低弹性意味着在息差反弹周期，中行的业绩增速会在大部分时间内低于行业平均水平，从而制约公司股价的表现。不过目前中行的 2011PE 仅有 7.2 倍，而股息收益率达到 4.5%，可以作为长期价值投资的良好标的。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

王鸣飞

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持（维持）

股价（2011 年 3 月 24 日） 3.29 元

目标价格 5.40 元

总股本/A 股（亿股） 2791.47/1967.09

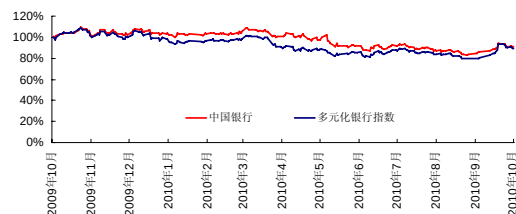
A 股市值（亿元） 6471.72

国家/地区 中国

行业 银行业

报告发布日期 2011 年 3 月 25 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入（百万元）	276817334	355392,091	455727		
营业收入增长率	19.22%	20.79%	17.27%	16.23%	
净利润（百万元）	104418129	825150,445	173312		
净利润增长率	29.20%	24.33%	15.88%	15.20%	
EPS（元）	0.37	0.49	0.57	0.66	
P/E（倍）	8.8	7.2	6.2	5.01	
P/B（倍）	1.43	1.32	1.16	1.01	
P/POP（倍）	5.92	4.67	4.02	3.69	

相关报告	时间
息差无弹性 债券准备回拨	2011-3-9
多元化特色降低业绩弹性	2010-8-26

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	261,424	313,533	389,145	458,528
利息支出	102,543	119,571	165,506	195,440
净利息收入	158,881	193,962	223,640	263,088
手续费和佣金净收入	46,013	54,483	79,662	100,344
营业收入	232,198	276,817	334,355	392,091
营业税金及附加	11,645	14,414	17,052	19,997
业务及管理费	81,076	94,555	114,804	137,764
资产减值损失	14,987	12,993	24,851	29,367
营业支出	121,640	134,654	167,707	199,228
营业利润	110,558	142,163	166,648	192,863
利润总额	111,097	142,145	167,330	193,613
所得税	25,748	32,454	37,504	43,168
净利润	85,349	104,418	129,825	150,445
EPS	0.32	0.37	0.49	0.57

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
总资产	8,751,943	10,344,567	12,219,218	14,429,120
现金及存放央行	1,086,037	1,377,570	1,617,301	1,922,416
存放同业	394,755	453,968	567,460	663,929
拆出资金	138,933	159,773	199,716	233,668
买入返售金融资产	149,422	171,835	197,611	231,204
发放贷款和垫款	4,797,408	5,677,865	6,713,474	7,933,403
交易性金融资产	387,782	445,949	517,301	605,242
证券投资-可供出售金融资产	622,307	703,207	815,720	954,392
证券投资-持有至到期投资	744,693	841,503	976,144	1,142,088
总负债	8,206,549	9,719,780	11,498,576	13,605,774
同业及其他金融机构存放	904,166	1,084,999	1,301,999	1,562,399
拆入资金	104,796	125,755	150,906	181,087
交易性金融负债	44,234	57,504	69,005	82,806
卖出回购	81,847	106,401	127,681	153,218
客户存款	6,685,049	7,888,358	9,308,262	10,983,749
股东权益	514,992	588,305	676,863	770,812
股本	253,839	253,839	253,839	253,839
资本公积	81,417	81,417	81,417	81,417
盈余公积	30,391	30,391	30,391	30,391
未分配利润	100,758	174,071	262,629	356,578
少数股东权益	30,402	36,482	43,779	52,535

其他指标

	2009	2010	2011E	2012E
信用成本率	0.39%	0.35%	0.40%	0.40%
股利收益率	3.82%	3.28%	4.12%	5.75%
P/S	3.85	3.24	2.67	2.28
P/POP	7.12	5.72	4.67	4.02
每股拨备前利润	0.49	0.62	0.75	0.88
不良贷款率	1.52%	1.23%	1.08%	1.00%
拨备覆盖率	151.17%	163.84%	167.42%	166.29%
拨备充足率	300.94%	326.17%	333.30%	331.04%

CAMEL 分析

	2009	2010	2011E	2012E
C:权益/贷款	10.73%	11.33%	10.08%	9.72%
C:权益/资产	5.88%	5.69%	5.54%	5.34%
A:不良贷款比率	1.52%	1.23%	1.08%	1.00%
A:拨备覆盖率	151.17%	163.84%	167.42%	166.29%
A:拨备充足率	300.94%	326.17%	333.30%	331.04%
A:贷款总额准备金率	2.30%	2.01%	1.81%	1.67%
A:不良资产/（权益+拨备）	11.90%	10.08%	9.23%	8.93%
E:ROA	0.98%	1.03%	1.06%	1.23%
E:ROE	15.69%	17.27%	18.34%	18.63%
E:ROAA	0.51%	0.53%	0.55%	0.54%
E:ROAE	8.22%	9.21%	9.81%	9.92%
E:成本收入比	34.92%	28.19%	34.34%	35.14%
E:手续费和佣金收入占比	19.82%	22.90%	23.83%	25.59%
E:股利分配比例	51.94%	35.00%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	63.82%	88.59%	88.77%	88.90%
L:外汇存贷比	104.34%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	71.76%	71.98%	72.12%	72.23%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	54.02%	57.68%	58.08%	58.15%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	96.34%	96.53%	96.39%	96.18%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn