

银行 II

推荐 (维持)

分析师 张忆东
02138565945
wuwei@xyzq.com.cn
S0190210060002

联系人: 吴畏

证券研究报告

中国银行 (601988)

一再回首 股价复鸿蒙

推荐 (维持)

2011 年 3 月 24 日

投资要点

事件:

中国银行今日公布年报, 全年实现营业收入 2768 亿元, 同比增长 19.2%, 其中利息净收入 1939 亿元, 同比增长 22.1%, 归属母公司净利润 1044 亿元, 同比增长 28.52%, 每股收益 0.39 元。年末公司总资产 104598 亿元, 比年初增长 19.5%, 生息资产 100568 亿元, 比年初增长 19.5%, 总负债 97837 亿元, 比年初增长 19.2%, 付息负债 94292 亿元, 同比增长 19.1%, 净资产 6761 亿元, 比年初增长 25.1%, 每股净资产 2.31 元。(详见数据列表第一部分: 年报概述)

点评:

- 中国银行的业绩完全符合我们的预期, 公司在 2010 年实现了再融资使得核心资本充足率和总资本充足率分别达到了 10.1% 和 12.58% 的较高水平, 我们判断只要其每年的加权风险资产增长率不超过 14%, 则这一水平的资本充足率足以维持 3 年的正常发展。公司业绩增长的驱动因素主要是生息资产规模上升 19.5%, 净息差提升 3 个 bp 以及信用成本比上年下降 9 个 bp。
- 我们维持对公司 2011 年和 2012 年 EPS0.45 元和 0.55 元的判断, 预计 2011 年底每股净资产为 2.36 元(不考虑分红、增发等因素), 对应的 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 7.4 和 6.0 倍, 对应 2011 年底的 PB 为 1.40 倍。中国银行目前的复权后股价已经回到了 2006 年 7 月 5 日上市首日的收盘价, 也就是说跌宕 5 年重回起点, 我们认为目前市场对银行业的情绪又再次到了 2003 年“贱卖”银行的前夜, 虽然海外业务可能对中行的估值产生一定的压制, 但是其原始的股价足以为投资者提供足够的安全边际。

资产运用

- 公司全年的贷款余额 56606 亿元, 比年初增加 15.3%, 占生息资产比重为 55.1%, 比年初下降 2 个百分点, 主要是因为公司全年收到资本充足率的限制, 贷款业务扩张受到了限制; 同时, 公司第一个打响了提升按揭贷款定价的枪声也相对地制约了按揭贷款的发展。在中行的贷款结构中, 公司贷款余额 42444 亿元, 零售贷款余额 14162 亿元, 贷款收益 4.22%, 主要是因为海外贷款利率较低所致。
- 存放同业资产 8006 亿元, 占比 7.9%, 基本与年初持平, 说明了中国银行在资产负债运用上可能更多地会考虑相对均衡的发展。现金和准备金 16231 亿元, 占生息资产 16.3%, 比年初提高了 3 个百分点, 主要是因为 2010 年 6 次提高存款准备金使得存款准备金大幅升高所致; 公司债券投资 20953 亿元, 占生

息资产 20.8%。全年生息资产产生息率 3.34%，表现一般，主要是受贷款收益率下降影响，我们判断应该与 2007 年高收益的中短期贷款到期有关。

- 资金来源中，存款达到 75391 亿元，占付息负债比 80.0%，全年平均余额付息率 1.28%，比 2009 年下降了 16 个 bp。公司全年的存款增加形势良好，增加了 8541 亿元，其中，对公存款增加 5441 亿元，零售存款增加 2734 亿元，对公存款在负债结构中的占比有所增加。
- 同业负债 15066 亿元，占付息负债 16.0%，比年初明显上升，暗示了公司在贷款受限下对同业业务的关注。全年付息负债付息率 1.35%，比去年下降了 6 个 bp。2010 年实现净息差 2.07%，比 2009 年上升了 3 个 bp，四季度比三季度提高了 9 个 bp，说明 10 月份加息后公司的贷款收益能力得到了明显的加强。
- 公司期末贷存比为 70.2%，符合银监会的监管要求，考虑到公司近五分之一的贷款处于海外，大多没有收到存贷比的监管要求，所以公司的负债压力相对较小。核心资本净额为 6264 亿元，总资本净额为 7407 亿元，期末资本充足率和核心资本充足率分别为 10.09% 和 12.58%。（详见数据列表第二部分：资产运用）

资产质量

- 公司全年的不良贷款余额实现了“双降”。公司期末不良贷款余额为 624.7 亿元，比年初下降 122.5 亿元，剔除核销贷款的 55 亿元，公司的不良贷款余额持续处于下降之中。公司不良率为 1.10%，比年初的 1.52% 下降了 0.42 个百分点。公司重组和逾期贷款比年初有明显地下降，期末重组和逾期贷款合计 764 亿元，比年初减少 168 亿元，逾期贷款结构中有 256 亿是 3 个月以内的情况，风险相对可控。公司全年计提了 130 亿元的坏账准备，年化信用成本达到 0.29%，期末拨备覆盖率提升到了 196%，比年初上升了 45 个百分点。
- 我们认为公司的政府融资平台贷款余额与 2009 年年末相比应该没有明显的增长，随着银监会关于融资平台贷款和一般商业贷款逐步分离政策的实施，公司的融资平台贷款将会呈现出明显的下降趋势。中国银行 2010 年期末的房地产贷款 4389 亿元，比年初增加了 723 亿元，占比上升为 7.76%；按揭贷款 10890 亿元，比年初增加 1811 亿元。按揭和房地产贷款合计占总贷款和比重为 26.99%，率高于上市银行的平均水平。（详见数据列表第三部分：资产质量）

营收管理

- 从收入方面来看，净利息收入同比增长 22.1%，而手续费净收入则是实现了 18.3% 的增长。其中，2010 年利息收入 3135 亿元，同比上升 21.0%；利息支出 1195 亿元，同比上升 19.1%，净利息收入 1939 亿元，同比增长 22.1%，其中规模因素贡献了 19.5%，利率因素贡献了 2.2%。
- 从成本支出方面来看，2010 年管理费用支出 945 亿元，成本收入比 34.2%，比 2009 年同期下降 0.7 个百分点。其中员工薪酬为 534 亿元，同比出现了 17.6% 的上升，我们认为出现这种情况的主要原因是公司今年业务和机构的增长所致。公司净利润为 1096 亿元，同比增长 28.5%，略低于行业平均的增速水平，主要是因为资本充足率和海外业务利润相对较低所致。我们认为公司目前的股价已经基本反映了不良的预期，特别是在大型银行愈加重视市值管理的过程中，中国银行目前的股价将会得到有力的支撑。但是，海外业务的不确定性确实是公司估值持续压制的隐患。

数据列表

一、年报概述

表一、资产负债表概述（单位：百万元）

日期	20090630	20090930	20091231	20100331	20100630	20100930	20101231
总资产	8,211,259	8,342,336	8,751,943	9,721,673	9,685,812	10,102,435	10,459,865
生息资产	7,901,522	8,011,137	8,411,748	9,356,607	9,327,771	9,708,374	10,056,827
总生息资产产生息率	3.30%	3.34%	3.30%	3.21%	3.29%	3.37%	3.45%
总负债	7,708,278	7,818,002	8,206,549	9,148,183	9,118,496	9,504,490	9,783,715
付息负债	7,372,647	7,520,166	7,920,113	8,839,252	8,811,087	9,173,552	9,429,240
总付息负债付息率	1.44%	1.37%	1.27%	1.28%	1.33%	1.39%	1.38%
总权益	502,981	524,334	545,394	573,490	567,316	597,945	676,150

表二、利润表概述（单位：百万元）

日期	2009 3Q	2009 4Q	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q
营业总收入	53,373	59,435	67,556	65,454	67,541	69,970
净利息收入	40,888	43,271	44,506	47,358	48,940	53,158
手续费净收入	11,558	11,500	15,656	12,650	13,038	13,139
其他收入	927	4,664	7,394	5,446	5,563	3,673
营业总支出	24,684	33,408	28,358	28,129	28,651	36,824
营业税金	2,936	3,059	3,417	3,491	3,633	3,873
业务及管理费	20,099	27,092	19,044	20,584	23,807	31,120
资产减值损失	1,649	3,257	5,897	4,054	1,211	1,831
营业利润	28,689	26,027	39,198	37,325	38,890	33,146
营业外收支合计	18	310	129	31	185	-363
利润总额	28,707	26,337	35,474	34,813	37,129	34,729
所得税	6,862	6,067	8,128	7,784	8,544	7,998
净利润	21,845	20,270	27,346	27,029	28,585	26,731
归属母公司净利润	21,051	18,763	26,175	25,847	27,222	25,174

二、资产运用

表三、生息资产和付息负债构成（单位：百万元）

	20090930	20091231	20100331	20100630	20100930	20101231
生息资产	8,011,137	8,411,748	9,356,607	9,327,771	9,708,374	10,056,827
贷款	4,592,321	4,797,408	5,193,787	5,270,161	5,433,533	5,537,765
占比	57.32%	57.03%	55.51%	56.50%	55.97%	55.06%
现金和准备金	1,019,798	1,086,037	1,299,633	1,271,999	1,367,356	1,623,144
占比	12.73%	12.91%	13.89%	13.64%	14.08%	16.14%
存放同业	592,880	683,110	867,425	783,643	810,163	800,620
占比	7.40%	8.12%	9.27%	8.40%	8.34%	7.96%
债券投资	1,806,138	1,845,193	1,995,762	2,001,968	2,097,322	2,095,298
占比	22.55%	21.94%	21.33%	21.46%	21.60%	20.83%
付息负债	7,520,166	7,920,113	8,839,252	8,811,087	9,173,552	9,429,240
同业存放	898,032	1,090,809	1,350,083	1,336,444	1,439,081	1,506,615
占比	11.94%	13.77%	15.27%	15.17%	15.69%	15.98%
存款	6,451,928	6,685,049	7,341,168	7,262,064	7,482,506	7,539,153
占比	85.80%	84.41%	83.05%	82.42%	81.57%	79.96%
应付债券	170,206	144,255	148,001	212,579	251,965	383,472
占比	2.26%	1.82%	1.67%	2.41%	2.75%	4.07%

贷存比		70.30%	0.00%	70.60%	0.00%	70.20%
核心资本充足率		11.14%	11.09%	12.25%	11.73%	12.58%
资本充足率		9.07%	9.11%	9.60%	9.35%	10.09%

表四、存款结构和构成（单位：百万元）

日期	20081231	20090630	20091231	20100630	20101231
客户存款	5,173,352	6,301,658	6,685,049	7,262,064	7,539,153
同比增长	17.57%	27.88%	29.22%	15.24%	12.78%
公司存款	2,378,600	3,162,702	3,440,667	3,778,246	3,984,731
占比	45.98%	50.19%	51.47%	52.03%	52.85%
活期	1,375,251	1,726,615	1,948,036	2,055,842	2,244,807
占比	57.82%	54.59%	56.62%	54.41%	0.00%
定期	1,003,349	1,436,087	1,492,631	1,722,404	1,739,924
占比	42.18%	45.41%	43.38%	45.59%	0.00%
个人存款	2,723,511	3,090,112	3,179,885	3,420,585	3,453,306
占比	52.64%	49.04%	47.57%	47.10%	45.80%
活期	901,188	1,074,169	1,194,533	1,281,411	1,343,434
占比	33.09%	34.76%	37.57%	37.46%	0.00%
定期	1,822,323	2,015,943	1,985,352	2,139,174	2,109,872
占比	66.91%	65.24%	62.43%	62.54%	0.00%

注：企业定期存款包含了保证金

三、资产质量（单位：百万元）

表五、坏账及拨备（单位：百万元）

日期	20081231	20090630	20091231	20100630	20101231
贷款总额	3,296,146	4,313,474	4,910,358	5,391,879	5,660,621
正常类贷款	3,048,668	4,080,567	4,694,573	5,181,057	5,450,106
占比	92.49%	94.60%	95.61%	96.09%	96.28%
关注类贷款	159,988	155,420	139,067	146,231	148,045
占比	4.85%	3.60%	2.83%	2.71%	2.62%
次级类贷款	39,411	32,760	35,858	27,930	28,603
占比	1.20%	0.76%	0.73%	0.52%	0.51%
可疑类贷款	35,212	32,070	26,148	23,957	20,784
占比	1.07%	0.74%	0.53%	0.44%	0.37%
损失类贷款	12,867	11,657	12,712	12,704	13,083
占比	0.39%	0.27%	0.26%	0.24%	0.23%
坏账总额	87,490	76,487	74,718	64,591	62,470
坏账率	2.65%	1.77%	1.52%	1.20%	1.10%
拨备总额	106,494	107,677	112,950	121,718	122,860
拨备覆盖率	121.72%	140.78%	151.17%	188.44%	196.67%

四、盈利预测（单位：百万元）

表六 资产负债表

年份	2010	2011E	2012E
总资产	10,056,827	11,754,656	12,993,030
生息资产	3.45%	11,346,193	12,590,145
生息资产产生息率	5,537,765	3.54%	3.54%
贷款	55.06%	6,328,786	7,053,781
占比	1,623,144	55.78%	56.03%
现金和准备金	16.14%	1,562,147	1,732,605
占比	800,620	13.77%	13.76%
存放同业	7.96%	928,084	931,783
占比	2,095,298	8.18%	7.40%
债券投资	20.83%	2,527,177	2,871,975
占比	9,783,715	22.27%	22.81%
总负债	9,429,240	11,055,744	12,217,468
付息负债	1.38%	10,771,379	11,912,508
付息负债付息率	1,506,615	1.41%	1.41%
同业存放	15.98%	1,667,503	1,822,655
占比	7,539,153	15.48%	15.30%
存款	79.96%	8,825,687	9,788,732
占比	383,472	81.94%	82.17%
应付债券	4.07%	278,190	301,121
占比	676,150	2.58%	2.53%
总权益	644,165	698,885	775,663
归母公司权益	10,056,827	659,611	728,311

表七 利润表

年份	2010	2011E	2012E
营业总收入	69,970	309,773	351,183
净利息收入	53,158	234,616	264,465
手续费净收入	13,139	60,971	69,778
其他收入	3,673	14,186	16,939
营业总支出	36,824	139,912	141,365
营业税金	3,873	16,248	18,422
业务及管理费	31,120	90,204	100,462
资产减值损失	1,831	33,460	22,481
营业利润	33,146	169,861	209,818
营业外收支合计	-363	0	0
利润总额	34,729	169,861	209,818
所得税	7,998	39,068	48,258
净利润	26,731	130,793	161,560
归属母公司净利润	25,174	124,253	153,482
EPS	0.39	0.445	0.550
BVPS	2.31	2.36	2.61
ROAE	18.87%	19.55%	22.12%
ROAA	1.14%	1.18%	1.31%

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,具备证券投资咨询业务资格。本所报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。