

后期业绩两大影响因素：存款增长和拨备政策

— 中国银行（601988）2010 年年报点评

要点：

- **业绩同比增长 29%，略微好于市场预期。**中行 2010 年实现归属母公司股东净利润 1044.18 亿元，同比增长 29.2%，所实现拨备及税前利润同比增长达 23%。实现每股收益 0.39 元，每股净资产 2.31 元。**业绩略超预期**是由于四季度拨备计提力度小于预期，且净利息收入在息差因素支撑下环比上升幅度加大。
- **四季度业绩分析：正面：**（1）四季度息差环比提升幅度加大（9BP），源自平均生息资产收益率环比持续稳步提升但平均付息负债成本率改变 2010 年以来环比上升势头首次出现下降，造就了息差成为四季度的主要业绩贡献因素。**负面：**（1）四季度非息收入环比增长放缓（仅 3.8%），受累于手续费业务表现欠佳，及公允价值变动带来了账面亏损。（2）四季度存款新增额环比减少 74%，致使该季度生息资产新增额亦环比下降 9%，四季度生息资产增加主要来源于同业和金融负债（合计占比达 77%），存款及存贷比要求是四季度业务扩张放缓的主要瓶颈。（3）不良贷款余额小幅（2%）上升至 624.7 亿元。
- **全年来看，正面：**（1）成本收入比（仅管理费）和实际所得税率同比小幅下降。**负面：**（1）净息差同比仅仅持平，主要由于外币业务的拖累和存贷比已接近警戒线对资产结构调整的制约。（2）未来拨备计提存在压力，集团拨贷比较三季度下降 0.02 个 PC 至 2.17%，距 2.5% 的监管要求仍有一定差距，且不良贷款拨备覆盖率亦环比下降了 2.26 个 PC。
- **资本充足，2013 年前无股权再融资计划。**在去年 1000 亿元（400 亿 A 股可转债发行及 600 亿 A+H 供股计划）的资本补充后，中行 2010 年末的核心资本和资本充足率较三季末提升至 10.09% 和 12.58%。另中行拟调低 2010 年派息比率以补充资本，预计 2013 年前无股权再融资计划。
- **投资评级：**昨日收盘价计算，2011 年 PE 为 7.61 倍。公司后期扩张将明显受制于存款增长，息差上升幅度由于其资产结构特点将低于其他同业，相对估值不具优势，但考虑银行板块目前普遍处于低估值区间且人民币国际化进程或推动公司中间业务的提升，给予谨慎推荐评级。
- **风险提示：**近年来信贷投放迅猛，需密切跟踪未来质量变化。

报告日期：2011 年 03 月 25 日

分析师

吴小玲

☎0755-83516255 ✉ wuxl@cgws.com

执业证书编号：S1070210090003

程宾宾，CFA

☎0755-83511215 ✉ cbb@cgws.com

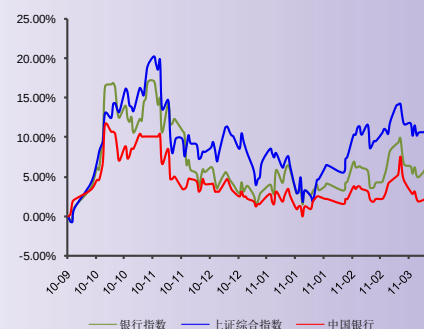
执业证书编号：S1070210070008

投资评级：谨慎推荐（维持）

公司主要财务指标预测

	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	194,896	239,851	279,522	321,450
营业收入	279,762	345,016	416,002	499,202
拨备前利润	154,429	195,821	243,560	302,014
税前利润	142,292	174,395	210,511	252,613
净利润	109,834	134,581	162,383	194,860
EPS	0.39	0.44	0.53	0.64

行业表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、业绩同比增长 29%，略微好于市场预期。

中行 2010 年实现归属母公司股东净利润 1044.18 亿元，同比增长 29.2%，所实现的拨备及税前利润同比增长达 23%。实现每股收益 0.39 元，每股净资产 2.31 元。业绩略超预期的原因是四季度拨备计提力度小于预期，且净利息收入在息差因素支撑下环比上升幅度有所加大。

表 1：当年累计业绩

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
当年累计同比								
利息收入	-9.69%	-9.95%	-9.76%	-8.89%	12.56%	16.25%	17.84%	19.93%
利息支出	-9.61%	-12.14%	-15.49%	-17.30%	1.07%	6.75%	12.00%	16.61%
净利息收入	-9.74%	-8.34%	-5.43%	-2.49%	20.82%	22.94%	21.79%	22.08%
非利息净收入	-79.04%	141.94%	60.77%	37.63%	-68.56%	78.51%	49.75%	34.47%
营业收入	-8.18%	-9.42%	-4.80%	1.71%	33.69%	23.32%	19.86%	19.22%
营业支出	-0.12%	-15.99%	-13.12%	-14.42%	27.21%	20.90%	13.04%	10.70%
拨备及税前利润	-4.12%	-11.01%	-9.51%	-3.96%	32.90%	21.33%	22.89%	23.04%
税前利润	-15.72%	-1.95%	5.54%	28.81%	40.29%	25.39%	26.73%	27.95%
所得税	-14.38%	1.18%	6.25%	21.58%	35.44%	24.13%	24.26%	26.04%
净利润	-16.12%	-2.85%	5.32%	31.16%	41.79%	25.77%	27.48%	28.52%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

表 2：单季度业绩

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
单季度环比								
利息收入	-12.47%	1.16%	3.60%	2.14%	5.16%	7.75%	4.47%	6.36%
利息支出	-16.33%	-1.19%	-2.68%	-3.78%	9.23%	9.98%	6.28%	2.83%
净利息收入	-9.46%	2.84%	7.93%	5.83%	2.85%	6.41%	3.34%	8.62%
非利息净收入	34.13%	41.94%	3.59%	-0.45%	14.99%	-21.49%	13.12%	3.76%
营业收入	-0.71%	13.44%	6.46%	3.76%	6.69%	-3.11%	6.04%	7.18%
营业支出	-43.78%	5.41%	21.14%	15.32%	-13.62%	-4.78%	5.85%	21.07%
拨备及税前利润	26.26%	12.44%	-13.28%	-2.51%	39.80%	-6.05%	-1.36%	-4.64%
税前利润	325.85%	21.67%	-6.69%	-8.26%	34.69%	-1.86%	6.65%	-6.46%
所得税	126.03%	13.61%	0.65%	-11.59%	33.97%	-4.23%	9.76%	-6.39%
净利润	487.45%	24.17%	-8.78%	-7.21%	34.91%	-1.16%	5.76%	-6.49%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

二、2010 年四季度业绩分析

● 正面：

四季度息差环比提升幅度加大（9BP），源自平均生息资产收益率环比持续稳步提升但平均付息负债成本率改变 2010 年以来环比上升势头首次出现下降，造就了息差成为四季度的主要业绩贡献因素。

● 负面：

（1）四季度非息收入环比增长放缓（仅 3.8%），受累于手续费业务表现欠佳，及公



允价值变动带来了账面亏损。(2) 四季度存款新增额环比减少 74%，致使该季度生息资产新增额亦环比下降 9%，四季度生息资产增加主要来源于同业和金融负债（合计占比达 77%），存款及存贷比要求是四季度业务扩张放缓的主要瓶颈。(3) 不良贷款余额小幅（2%）上升至 624.7 亿元。

表 3：单季度业绩表现分析

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
单季度价格类（期初期末平均求得）								
净息差	2.04%	1.94%	2.04%	2.09%	1.99%	2.01%	2.04%	2.14%
净利差	1.93%	1.84%	1.96%	2.02%	1.92%	1.94%	1.97%	2.06%
资产收益率	3.51%	3.27%	3.31%	3.28%	3.18%	3.26%	3.35%	3.43%
负债成本率	1.58%	1.43%	1.35%	1.26%	1.27%	1.32%	1.38%	1.37%
单季度规模类（单季度增长额）								
生息资产合计	959,979	260,329	115,718	404,486	949,843	(28,622)	383,014	348,251
贷款类资产-净额	509,963	506,182	386,524	205,087	396,379	76,374	163,372	104,232
现金及央行存放款项	105,249	(197,523)	14,601	66,239	213,596	(27,634)	95,357	255,788
存放同业及其他金融机构资产	187,309	(96,344)	(169,225)	90,230	184,315	(83,782)	26,520	(9,543)
投资类资产	156,434	49,920	(120,764)	40,563	150,911	6,228	95,828	(899)
其他生息资产	1,024	(1,906)	4,582	2,367	4,642	192	1,937	(1,327)
付息负债合计	964,533	256,781	144,639	391,954	927,041	(27,607)	361,707	259,786
客户存款	747,488	380,818	150,270	233,121	656,119	(79,104)	220,442	56,647
央行借款	4,760	12,132	(2,880)	(7,993)	7,902	558	(758)	4,098
同业及其他金融机构拆放款项	259,985	(124,452)	(39,950)	192,777	259,274	(13,639)	102,637	67,534
金融负债	(47,158)	(11,521)	12,998	(13,893)	(6,898)	21,600	36,590	132,836
应付债券	(542)	(196)	24,201	(12,058)	10,644	42,978	2,796	(1,329)
其他类付息负债	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：公司公告 长城证券研究所

三、2010 年全年业绩分析

● **正面：**成本收入比（仅管理费）同比小幅下降（0.8 个 PC）。(2) 实际所得税率同比小幅下降（34 个 PC）。

● **负面：**(1) 净息差同比仅微幅上升，主要由于外币业务的拖累和存贷比已接近警戒线对资产结构调整的制约。(2) 未来拨备计提存在压力，集团拨贷比较三季度下降 0.02 个 PC 至 2.17%，距 2.5% 的监管要求仍有一定差距，且不良贷款拨备覆盖率亦环比下降了 2.26 个 PC。

表 4：全年业绩拆分

当年业绩增长拆分								
规模增长	26.88%	26.99%	26.76%	25.81%	22.49%	18.14%	21.15%	19.50%
净息差	-36.62%	-35.33%	-32.20%	-28.30%	-1.67%	4.80%	0.65%	2.58%
非息收入	1.56%	-1.08%	0.63%	4.20%	12.87%	0.38%	-1.93%	-2.86%
管理成本	4.06%	-1.58%	-4.71%	-5.67%	-0.79%	-2.00%	3.03%	3.83%
拨备	-11.59%	9.05%	15.04%	32.77%	7.39%	4.07%	3.84%	4.90%
税收	-0.41%	-0.89%	-0.21%	2.35%	1.51%	0.38%	0.75%	0.57%
净利	-16.12%	-2.85%	5.32%	31.16%	41.79%	25.77%	27.48%	28.52%

数据来源：公司公告 长城证券研究所



四、资本充足，2013 年前无股权再融资计划。

■ 在去年 1000 亿元（400 亿 A 股可转债发行及 600 亿 A+H 供股计划）的资本补充后，中行 2010 年末的核心资本和资本充足率较三季末提升至 10.09%和 12.58%。另中行拟调低 2010 年派息比率以补充资本，预计 2013 年前无股权再融资计划。■

五、投资建议

昨日收盘价计算,2011 年 PE 为 7.61 倍。公司后期扩张将明显受制于存款增长，息差上升幅度由于其资产结构特点将低于其他同业，相对估值不具优势，但考虑银行板块目前普遍处于低估值区间且人民币国际化进程或推动公司中间业务的提升，给予谨慎推荐评级。

研究员介绍:

程 宾 宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加盟长城证券, 从事银行业研究。

吴 小 玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师; 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>