

存款面临压力 息差微幅下降

事件：

公司公布 3 季报，前三季度实现归属上市公司股东净利润 963.01 亿元，同比增长 21.52%，完全符合我们此前的预期。

研究结论：

规模增长为主要增长驱动因素。归因来看，中行 21.52% 的增速有 16.82% 来自于规模成长，2.09% 来自于成本收入比的被动下降，而息差的上升仅贡献 2.00%。与同业相比，中行今年净利润增长在上市银行中垫底，主要原因就在于净息差的缺乏弹性。

3 季度存款环比负增长。与农行类似，3 季度中行存款也出现负增长，但规模比前者大了非常多，较季度初的降幅达到 1255.85 亿。

3 季度净息差微幅下降。前 3 季度中行的净息差为 2.10%，比上半年的 2.11% 微幅下降 1BP。根据我们的测算，单季度净息差从 2 季度的 2.07% 下降至 2.05%。

拨备力度略降，拨贷比小幅上升。3 季度中行小幅度降低了拨备力度，3 季度单季的信用成本率下降至 26BP，而上半年平均为 44BP。不过拨贷比仍然保持提高，从 2.17% 升至 2.21%。同时不良贷款继续微幅双降，不良余额从 619.42 下降至 618.80，不良率降低 0.99%。风控表现也比较良好。

便宜的 PB 提供防御性。目前中行的 PB 水平在上市银行中属于最低的集团。虽然基本面难有超越平均的表现，但明显偏低的估值仍然提供了良好的防御价值，这是中行目前最大的投资逻辑所在，维持公司中性评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

金麟

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2011 年 10 月 26 日) 3.01 元

目标价格 3.50 元

总股本/A 股 (亿股) 2791.47/1955.25

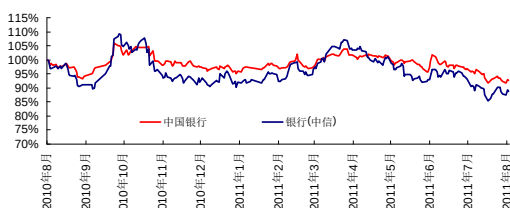
A 股市值 (亿元) 5885.30

国家/地区 中国

行业 银行业

报告发布日期 2011 年 10 月 27 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)	276,817	328,179	382,251	441,941
营业收入增长率	19.22%	18.55%	16.48%	15.62%
净利润 (百万元)	109,691	127,784	147,278	171,378
净利润增长率	28.52%	16.49%	15.26%	16.36%
EPS (元)	0.37	0.42	0.49	0.57
P/E (倍)	8.0	7.1	6.2	5.3
P/B (倍)	1.30	1.14	1.02	0.91
P/POP	4.92	4.66	3.98	3.42

相关报告

时间

息差低弹性，拨备力度进一步降低	2011-3-24
息差无弹性 债券准备回拨	2011-3-9

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申明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	313,533	377,945	425,688	480,819
利息支出	119,571	147,320	166,625	188,735
净利息收入	193,962	230,625	259,062	292,085
手续费和佣金净收入	54,483	74,498	97,827	126,194
营业收入	276,817	328,179	382,251	441,941
营业税金及附加	14,414	17,088	19,904	23,012
业务及管理费	94,555	110,629	128,330	147,580
资产减值损失	12,993	19,938	27,031	30,547
营业支出	134,654	161,617	190,623	218,031
营业利润	142,163	166,562	191,628	223,909
利润总额	142,145	166,542	191,605	223,884
所得税	32,454	38,757	44,327	52,506
净利润	109,691	127,784	147,278	171,378
EPS	0.37	0.42	0.49	0.57

其他指标

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.30%	0.35%	0.40%	0.40%
股利收益率	4.75%	5.58%	5.74%	6.60%
P/S	3.04	2.65	2.28	1.97
P/PPOP	4.92	4.66	3.98	3.42
每股拨备前利润	0.56	0.65	0.76	0.88
不良贷款率	1.10%	0.90%	0.91%	0.93%
拨备覆盖率	196.66%	224.87%	216.84%	209.80%
拨备充足率	365.79%	418.26%	403.31%	390.22%

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	10,459,865	11,963,331	13,553,816	15,362,305
现金及存放央行	1,623,144	2,184,789	2,416,403	2,673,696
存放同业	586,904	604,511	689,143	778,731
拆出资金	136,984	141,094	160,847	181,757
买入返售金融资产	76,732	79,034	90,099	102,713
发放贷款和垫款	5,537,765	6,322,148	7,147,357	8,079,477
交易性金融资产	277,963	283,522	326,051	374,958
证券投资-可供出售金融资产	656,738	676,440	771,142	879,102
证券投资-持有至到期投资	1,039,386	1,060,174	1,219,200	1,402,080
总负债	9,783,715	11,164,478	12,655,551	14,347,676
同业及其他金融机构存放	1,275,814	1,467,186	1,687,264	1,940,354
拆入资金	155,557	178,891	205,724	236,583
交易性金融负债	215,874	248,255	285,493	328,317
卖出回购	75,244	86,531	99,510	114,437
客户存款	7,539,153	8,594,634	9,711,937	10,974,489
股东权益	644,165	760,472	852,207	959,359
股本	279,147	288,927	288,927	288,927
资本公积	118,865	149,085	149,085	149,085
盈余公积	40,227	40,227	40,227	40,227
未分配利润	148,355	224,662	316,397	423,549
少数股东权益	31,985	38,382	46,058	55,270

CAMEL 分析

	2010	2011E	2012E	2013E
C:核心资本充足率	10.09%	10.57%	10.55%	10.58%
C:资本充足率	12.58%	13.74%	13.63%	13.56%
C:权益/贷款	11.63%	13.20%	11.92%	11.87%
C:权益/资产	6.16%	6.36%	6.29%	6.24%
A:不良贷款比率	1.10%	0.90%	0.91%	0.93%
A:拨备覆盖率	196.66%	224.87%	216.84%	209.80%
A:拨备充足率	365.79%	418.26%	403.31%	390.22%
A:贷款总额准备金率	2.17%	2.03%	1.98%	1.95%
A:不良资产/（权益+拨备）	8.14%	6.53%	6.69%	6.83%
E:ROA	1.05%	1.07%	1.09%	1.26%
E:ROE	16.21%	16.08%	16.50%	17.03%
E:ROAA	1.09%	1.09%	1.10%	1.13%
E:ROAE	18.02%	17.41%	17.44%	18.04%
E:成本收入比	34.16%	26.85%	33.57%	33.39%
E:手续费和佣金收入占比	19.68%	22.70%	25.59%	28.55%
E:股利分配比例	43.97%	44.00%	40.00%	40.00%
L:人民币存贷比	65.81%	66.18%	67.36%	68.48%
L:外汇存贷比	107.13%	107.55%	102.32%	97.29%
L:平均存贷比	73.45%	73.56%	73.59%	73.62%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	57.46%	56.06%	56.03%	56.07%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	96.54%	96.38%	96.13%	95.79%

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