

2017年03月30日

建设银行 (601939)

——资产质量脱颖而出

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年03月29日

收盘价(元)	5.93
一年内最高/最低(元)	6.02/4.64
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	56890
上证指数/深证成指	/

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	6.31
资产负债率%	92.42
总股本/流通A股(百万)	250011/9594
流通B股/H股(百万)	-/240417

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《建设银行(601939)点评：稳中见优，风险可控》 2016/08/26
《海外研究部晨会纪要 - 2016年08月15日》 2016/08/15

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

毛可君 A0230115080010
maokj@swsresearch.com

联系人

毛可君
(8621)23297818x7255
maokj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

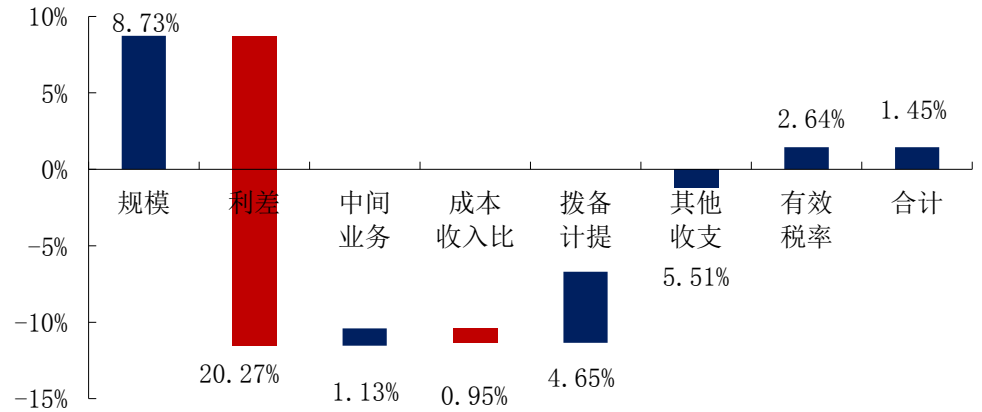
- **业绩略超预期。**公司发布2016年年报，公司实现营业收入6051亿元，同比降低0.02%；实现归母净利润2315亿元，同比增长1.45%，超出我们的预期（预期1.05%，主要由于公司拨备计提有所降低，信贷成本由15年的0.94%降低至16年的0.84%）。
- **资产规模新突破，贡献利润增长8.8%。**16年公司总资产突破20万亿元，达20.96万亿元，同比增长14.25%，规模扩张进一步提速（15年YoY9.59%）。从资产端来看，公司继续加大贷款投放和证券类投资力度：（1）全年贷款总额为11.76万亿元，同比增长12.1%，在总资产中占比由15年55.8%下降至54.8%（环比降低7BP）；而证券投资同比增长18.7%，在总资产中的占比由15年的23.2%提升至24.2%；同业资产规模有所压缩，尤其是买入返售金融资产降幅达到67%；（2）从贷款结构来看，公司贷款占比由15年的55.1%降低5个百分点至49.9%，零售贷款占比由15年的33.1%提升4个百分点至36.9%（环比提升1个百分点），而全年按揭贷款为3.59万亿元，同比增长29.3%。从负债端来看，同业负债占比低至13.2%，客户存款余额为15.4万亿元，同比增长12.69%（15年YoY5.96%），在负债中占比全年稳定在80%（1Q:83%，1H:80%，3Q:81%，1Y:80%）。我们认为，在当前加息周期下，公司将持续受益于负债端的存款稳定性和资产端的结构优化来实现稳健扩张。
- **净息差收窄但降幅趋稳。**受降息后贷款重定价以及营改增等影响，公司全年实现净利息收入4178亿元，同比下降8.7%。全年公司净息差同比收窄43BP至2.2%，环比下降6bps，降幅逐季收敛企稳。
- **非息收入占比稳步提升。**公司非息收入占比为31%，同比提升6.6个百分点。其中，公司手续费及佣金净收入同比增长4.4%，其他非息收入同比增长102.8%。具体来看，中收增幅最为显著的是理财产品业务收入（YoY42.06%）和投资收益（YoY187.31%），小幅驱动利润持续增长。
- **资产质量脱颖而出。**16年公司“制造业+批发零售业+采矿业”贷款占比降低2%至15%，而低风险的零售贷款占比提高4%至37%。受益于信贷结构的持续优化，公司不良生成率由15年的1.48%显著降低至0.79%（环比小幅上升5BP），多处“双降”增强公司资产质量企稳向好逻辑：（1）16年公司不良率1.52%，环比、同比分别降低4BP和6BP；（2）关注类贷款占比和逾期贷款占比分别由16年中的3.06%、1.99%下降至16年末的2.87%、1.51%。从已披露年报业绩的银行来看，三大国有行不良率逐季降低（农行：1H:2.40%，3Q:2.39%，1Y:2.37%；交行：1H:1.54%，3Q:1.53%，1Y:1.52%），其中农行不良生成率环比显著降低6BP至1.15%，交行不良生成率较二季度下降3BP至0.77%；而股份行资产质量略有分化，招商银行不良率增幅显著小于平安银行和中信银行。整体来看，银行资产质量已传递边际改善的良好信号，而建行以更显著的降幅和更低的不良率脱颖而出。16年公司拨备覆盖率为150.36%，接近监管红线，后期需关注拨备承压风险。
- **公司债转股项目的持续落地和专项机构建信资产的建立将进一步优化公司资产质量、提高资本管理能力。**预计公司17/18年净利润增速6.2%/9.8%（原预测5.8%/8.4%，未来公司信贷成本有望持续降低），对应17/18年6.0X/5.5PE，0.9X/0.8XPB，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	605,197	605,090	618,531	674,418	740,535
同比增长率(%)	6.09	-0.02	12.16	9.29	10.06
净利润(百万元)	228,145	231,460	245,911	269,947	299,488
同比增长率(%)	0.14	1.45	6.24	9.77	10.94
每股收益(元/股)	0.91	0.93	0.98	1.08	1.20
ROE(%)	15.9	14.7	14.8	14.7	14.7
市盈率	6.5	6.4	6.0	5.5	5.0
市净率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1：公司净利润增长因素分解，利差大幅拖累利润



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：中收增长主要由银行卡、结算与清算和代理等业务驱动（单位：百万元）

	2015	2016	同比增幅 (%)
银行卡手续费	34,960	37,649	7.69%
顾问和咨询费	13,656	11,368	-16.75%
结算与清算手续费	13,166	12,612	-4.21%
代理业务手续费	19,994	20,025	0.16%
托管及其他受托业务	9,942	11,174	12.39%
理财产品业务收入	14,457	20,537	42.06%
电子银行业务收入	6,684	7,584	13.46%
信用承诺手续费	3,138	1,830	-41.68%
担保手续费	2,490	2,938	17.99%
其他	2,917	2,146	-26.43%
手续费及佣金收入	121,404	127,863	5.32%
手续费及佣金支出	-7,874	-9,354	18.80%
手续费及佣金净收入	113,530	118,590	4.39%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并利润表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	770,559	696,637	807,249	891,405	975,641
利息支出	(312,807)	(278,838)	(330,028)	(363,960)	(387,686)
净利息收入	457,752	417,799	477,221	527,445	587,955
手续费及佣金收入	121,404	127,863	135,535	143,667	152,287
手续费及佣金支出	(7,874)	(9,354)	(11,225)	(13,694)	(16,707)
净手续费及佣金收入	113,530	118,509	124,310	129,973	135,580
主营业务净收入	571,282	536,308	601,531	657,418	723,535
其他营业净收入	12,130	19,578	17,000	17,000	17,000
营业收入	583,412	555,886	618,531	674,418	740,535
业务及营业费用	(157,380)	(152,820)	(173,189)	(188,837)	(207,350)
营业税金及附加	(36,303)	(17,473)	(32,997)	(36,228)	(39,477)
营业利润	389,729	385,593	412,345	449,353	493,708
营业外收支净额	2,407	2,821	2,300	2,300	2,300
拨备前利润	392,136	388,414	414,645	451,653	496,008
资产减值准备	(93,639)	(93,204)	(100,746)	(107,135)	(113,857)
税前净利润	298,497	295,210	313,899	344,519	382,150
所得税	(69,611)	(62,821)	(67,488)	(74,071)	(82,162)
税后利润	228,886	232,389	246,411	270,447	299,988
少数股东损益	(741)	(929)	(500)	(500)	(500)
归属母公司所有者净利润	228,145	231,460	245,911	269,947	299,488

资料来源：公司公告，申万宏源研究

银行财务指标汇总1

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
每股指标					
每股净利润	0.91	0.93	0.98	1.08	1.20
每股净利润 (扣除优先股)	0.91	0.91	0.97	1.07	1.18
每股净资产	5.74	6.31	6.98	7.72	8.55
每股净资产 (扣除优先股)	5.50	6.07	6.74	7.48	8.31
每股股利	0.30	0.27	0.30	0.32	0.36
股息派发率	30.03%	30.03%	30.00%	30.00%	30.00%
资产负债表 (人民币百万元)					
贷款余额 (净额)	10,234,523	11,488,355	12,515,742	13,646,972	14,875,282
其他生息资产	7,647,422	8,776,307	9,820,143	10,890,058	12,014,854
总资产	18,349,489	20,963,705	23,174,736	25,501,709	27,999,517
存款余额	13,668,533	15,402,915	16,943,207	18,637,527	20,501,280
其他付息负债	2,486,711	3,017,014	3,413,827	3,744,118	4,042,319
总负债	16,904,406	19,374,051	21,416,109	23,557,219	25,848,485
总股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
股东权益	1,434,020	1,576,500	1,744,973	1,930,336	2,136,378
利润表 (人民币百万元)					
净利息收入	457,752	417,799	477,221	527,445	587,955
手续费及佣金净收入	113,530	118,509	124,310	129,973	135,580
营业收入合计	583,412	555,886	618,531	674,418	740,535
营业费用	-157,380	-152,820	-173,189	-188,837	-207,350
拨备前利润	392,136	388,414	414,645	451,653	496,008
资产减值准备	-93,639	-93,204	-100,746	-107,135	-113,857
税前利润	298,497	295,210	313,899	344,519	382,150
净利润 (归属母公司)	228,145	231,460	245,911	269,947	299,488
资本状况 (%)					
核心一级资本充足率	13.13%	12.98%	12.33%	12.42%	12.54%
一级资本充足率	13.32%	13.15%	12.19%	12.29%	12.42%
资本充足率	15.39%	14.91%	12.21%	12.31%	12.44%
资产风险权重平均系数	58.43%	56.94%	60.00%	60.00%	60.00%
资产质量 (%)					
正常	-	-	-	-	-
关注	-	-	-	-	-
次级	-	-	-	-	-
可疑	-	-	-	-	-
损失	-	-	-	-	-
不良贷款比例	1.58%	1.52%	1.50%	1.44%	1.41%
不良贷款余额 (亿元)	1,660	1,787	1,922	2,010	2,152
逾期贷款比例	-	-	-	-	-
贷款减值准备覆盖率	151%	150%	156%	160%	163%
拨贷比	2.39%	2.29%	2.34%	2.30%	2.30%

银行财务指标汇总2

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
经营管理 (%)					
贷款增长率 (毛额)	10.67%	12.13%	9.00%	9.00%	9.00%
生息资产增长率	9.37%	13.32%	10.22%	9.85%	9.59%
总资产增长率	9.59%	14.25%	10.55%	10.04%	9.79%
存款增长率	5.96%	12.69%	10.00%	10.00%	10.00%
付息负债增长率	9.08%	14.02%	10.52%	9.95%	9.66%
净利息收入增长率	4.65%	-8.73%	14.22%	10.52%	11.47%
手续费及佣金净收入增长率	4.62%	4.39%	4.89%	4.56%	4.31%
营业收入增长率	4.65%	-6.12%	12.16%	9.29%	10.06%
拨备前利润增长率	8.63%	-0.95%	6.75%	8.93%	9.82%
税前利润增长率	-0.20%	-1.10%	6.33%	9.75%	10.92%
净利润增长率	0.14%	1.45%	6.24%	9.77%	10.94%
非息收入占比	19.46%	21.32%	20.10%	19.27%	18.31%
成本收入比	26.98%	27.49%	28.00%	28.00%	28.00%
信贷成本	0.94%	0.84%	0.82%	0.80%	0.78%
有效税率	23.69%	23.32%	21.50%	21.50%	21.50%
盈利能力 (%)					
平均贷款收益率	5.69%	4.49%	4.55%	4.60%	4.60%
平均生息资产收益率	4.50%	3.65%	3.79%	3.80%	3.79%
平均存款付息率	1.84%	1.45%	1.49%	1.48%	1.46%
平均付息负债付息率	2.02%	1.61%	1.70%	1.70%	1.65%
存贷利差	3.85%	3.04%	3.06%	3.11%	3.13%
净利差	2.48%	2.04%	2.09%	2.10%	2.14%
净息差	2.67%	2.19%	2.24%	2.25%	2.29%
拨备前ROA	2.14%	1.85%	1.79%	1.77%	1.77%
拨备前ROE	27.35%	24.64%	23.76%	23.40%	23.22%
拨备前ROAA	2.23%	1.98%	1.88%	1.86%	1.85%
拨备前ROAE	29.31%	25.80%	24.97%	24.58%	24.39%
ROAA	1.30%	1.18%	1.11%	1.11%	1.12%
ROAE	17.05%	15.38%	14.81%	14.69%	14.73%
ROAA (扣除优先股)	1.30%	1.16%	1.10%	1.09%	1.11%
ROAE (扣除优先股)	17.45%	15.77%	15.14%	14.98%	14.99%
流动性 (%)					
准备金率	17.57%	18.50%	17.50%	17.50%	17.50%
存贷比例 (含贴现)	76.71%	76.33%	75.64%	74.95%	74.27%
存贷比例 (不含贴现)	51.82%	49.80%	48.11%	47.67%	47.24%
贷款/总资产	55.78%	54.80%	54.01%	53.51%	53.13%
债券投资/总资产	23.28%	24.18%	24.06%	23.83%	23.66%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

附：估值比较表

		收盘价	EPS				每股净资产			
		2017/3/29	2015年A	2016年E	2017年E	2018年E	2015年A	2016年E	2017年E	2018年E
工商银行	601398	4.78	0.77	0.77	0.80	0.85	4.80	5.33	5.90	6.50
建设银行	601939	5.93	0.91	0.91	0.97	1.07	5.50	6.07	6.74	7.48
中国银行	601988	3.65	0.56	0.58	0.60	0.67	3.85	4.24	4.65	5.10
农业银行	601288	3.29	0.55	0.55	0.57	0.62	3.48	3.86	4.26	4.70
交通银行	601328	6.15	0.90	0.91	0.92	0.98	7.00	7.67	8.31	9.01
招商银行	600036	19.09	2.29	2.46	2.67	2.96	14.31	15.95	17.88	20.03
中信银行	601998	6.6	0.84	0.85	0.86	0.92	6.49	7.04	7.68	8.37
民生银行	600016	8.52	1.26	1.29	1.31	1.42	8.26	9.31	10.43	11.64
兴业银行	601166	16.06	2.59	2.50	2.81	3.24	15.10	17.04	19.26	21.84
浦发银行	600000	15.87	2.66	2.38	2.51	2.85	15.29	16.02	18.03	20.36
光大银行	601818	4.08	0.63	0.56	0.60	0.64	4.79	5.11	5.53	5.99
华夏银行	600015	11.17	1.77	1.70	1.88	2.11	11.01	12.33	13.85	15.56
平安银行	000001	9.11	1.53	1.32	1.34	1.46	11.29	10.61	11.82	13.13
北京银行	601169	9.53	1.33	1.16	1.28	1.53	8.81	8.46	9.50	11.03
南京银行	601009	11.7	2.08	1.34	1.62	2.01	15.46	9.71	11.06	12.65
宁波银行	002142	17.91	1.68	1.97	2.37	2.85	11.54	13.11	15.02	17.31
		投资评级								
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
工商银行	601398	增持	6.09	6.05	5.82	5.50	0.99	0.90	0.81	0.74
建设银行	601939	增持	6.24	6.15	6.00	5.50	1.04	0.98	0.88	0.79
中国银行	601988	增持	6.21	6.04	5.77	5.35	0.94	0.86	0.78	0.72
农业银行	601288	增持	5.90	5.85	5.63	5.20	0.94	0.85	0.77	0.70
交通银行	601328	增持	6.47	6.41	6.17	5.78	0.83	0.80	0.74	0.68
招商银行	600036	买入	8.32	7.73	7.13	6.44	1.33	1.20	1.07	0.95
中信银行	601998	增持	7.14	7.05	6.71	6.24	0.92	0.94	0.86	0.79
民生银行	600016	增持	6.59	6.46	6.21	5.73	1.01	0.92	0.82	0.73
兴业银行	601166	买入	6.09	5.73	5.12	4.45	1.06	0.86	0.76	0.67
浦发银行	600000	增持	6.78	6.47	6.17	5.44	1.20	1.00	0.88	0.78
光大银行	601818	增持	6.31	6.23	5.84	5.42	0.83	0.74	0.68	0.63
华夏银行	600015	增持	6.32	6.16	5.61	5.03	1.01	0.91	0.81	0.72
平安银行	000001	买入	7.15	6.92	6.55	6.05	0.97	0.86	0.77	0.69
北京银行	601169	增持	8.61	8.05	7.07	5.95	1.30	1.13	1.00	0.86
南京银行	601009	买入	10.13	8.40	7.00	5.69	1.36	1.21	1.06	0.92
宁波银行	002142	增持	10.67	8.83	7.38	6.15	1.55	1.37	1.19	1.03
A股平均			7.19	6.78	6.25	5.61	1.08	0.97	0.87	0.78
国有银行			6.18	6.10	5.84	5.42	0.95	0.88	0.80	0.73
股份制银行			6.84	6.59	6.17	5.60	1.04	0.93	0.83	0.75
城商行			9.80	8.43	7.15	5.93	1.40	1.23	1.08	0.94

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。