

建设银行(601939)/银行
**建设银行3季报详细解读：
息差上行，业绩平稳高增**
评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

分析师：邓美君
执业证书编号：S0740519050002

电话：

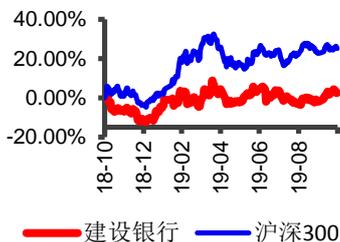
Email: dengmj@r.qlzq.com.cn

研究助理：贾靖

基本状况

总股本(百万股)	250,011
流通股本(百万股)	9,594
市价(元)	7.32
市值(百万元)	1,418,770
流通市值(百万元)	70,226

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 详细解读建设银行2019年中报：

稳健经营、高ROE持续

2 建设银行1季报详细解读：负债

端优势巩固，中收增长靓丽

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(百万元)	555886	590433	632842	684650	739223
增长率 yoy%	-4.72	6.21	7.18	8.19	7.97
净利润	231460	242264	254655	267187	280640
增长率 yoy%	1.45	4.67	5.11	4.92	5.04
每股收益(元)	0.92	0.96	1.01	1.05	1.10
净资产收益率	15.38	14.44	13.56	12.95	12.47
P/E	7.94	7.59	7.22	6.95	6.68
PEG					
P/B	1.18	1.08	0.96	0.88	0.81

备注：

投资要点

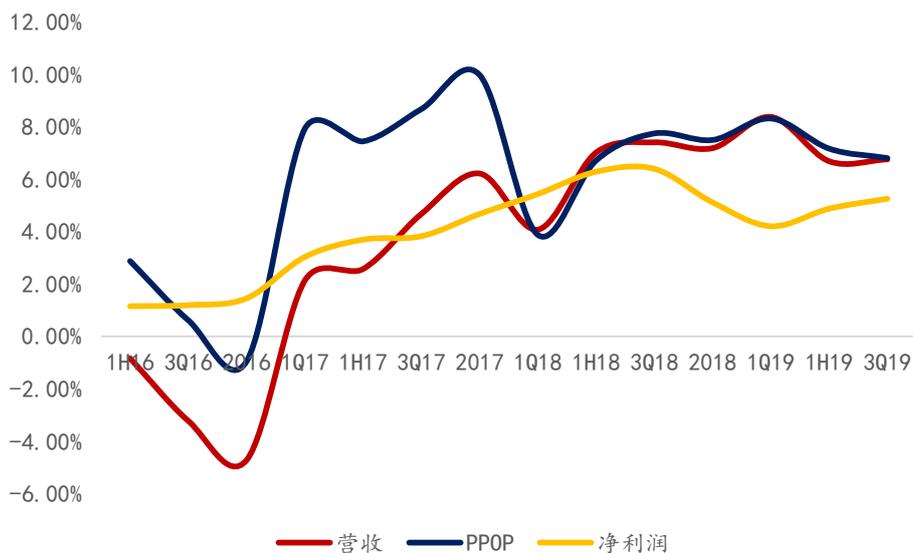
- **季报亮点：1、息差和规模共同带动净利息收入环比增3%**。其中单季年化息差环比上行5bp，主要来自资产端贡献。**2、非息收入表现良好**，净手续费增速较2季度回升、实现同比12.9%的较快增速，净非息收入同比增16.4%。**3、资产质量总体平稳**，3季度公司不良率为1.43%，环比2季度持平。单季年化不良净生成比例为0.82%，环比2季度小幅上行15bp，但总体仍处于较低水平。
- **季报不足：成本收入比同比上行0.6个百分点**。费用同比增速小幅提升。
- **3季度营收同比增速较2季度保持相对稳定；拨备前利润增速略有放缓0.4个百分点至6.8%**；归母净利润增速则是继续走阔，实现2018年来的最高增速。1-3Q19营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为8.4%/6.7%/6.8%、8.3%/7.2%/6.8%、4.2%/4.9%/5.3%。
- **投资建议：公司2019、2020E PB 0.88X/0.81X；PE 6.95X/6.68X**（国有行PB 0.75X/0.68X；PE 6.37X/6.09X），建设银行管理优秀，创新能力强，各项指标优秀，近几年加大科技投入，打造一流的银行集团，我们看好其持续的竞争力，是我们持续推荐的银行。
- **关注港股中资银行的中长期的投资机会，尤其是工行H股和建行H股，逻辑是：1、港股中资银行的估值在历史底部**（工商银行H股PB在0.67X，建设银行H股PB在0.70X），股息率在历史较高位置（当期工商银行H股股息率在5.12%，建设银行H股股息率在5.55%），未来的国内大类资金面临“资产荒”；2、市场担心银行让利实体经济，我们判断让利幅度有限；3、市场担心大行承担救助问题银行的政策任务，我们判断是市场化和法治化的救助。
- **风险提示：经济下滑超预期、公司经营不及预期。**

- **季报亮点:** 1、息差和规模共同带动净利息收入环比增 3%。其中单季年化息差环比上行 5bp，主要来自资产端贡献。2、非息收入表现良好，净手续费增速较 2 季度回升、实现同比 12.9% 的较快增速，净非息收入同比增 16.4%。3、资产质量总体平稳，3 季度公司不良率为 1.43%，环比 2 季度持平。单季年化不良净生成比例为 0.82%，环比 2 季度小幅上行 15bp，但总体仍处于较低水平。
- **季报不足:** 成本收入比同比上行 0.6 个百分点。费用同比增速小幅提升。

业绩实现平稳高增

- 3 季度营收同比增速较 2 季度保持相对稳定；拨备前利润增速略有放缓 0.4 个百分点至 6.8%；归母净利润增速则是继续走阔，实现 2018 年来的最高增速。1-3Q19 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 8.4%/6.7%/6.8%、8.3%/7.2%/6.8%、4.2%/4.9%/5.3%。

图表：建设银行业绩同比增速



资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **1-3Q19 业绩同比增长拆分:** 正向贡献业绩因子为规模、非息、成本、税收。负向贡献因子为息差、拨备。细看各因子贡献变化情况，**边际对业绩贡献改善的是:** 1、息差上行，负向贡献有减少。2、非息、税收对业绩的正向贡献增强。3、拨备对利润的负向贡献减弱。**边际贡献减弱的是:** 1、规模增速小幅放缓。2、成本节约较 2 季度减弱。

图表：建设银行业绩增长拆分（累积同比）

图表：建设银行业绩增长拆分（单季环比）

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19
规模增长	6.4%	6.2%	6.8%	7.0%	5.8%
净息差扩大	3.3%	1.3%	-2.3%	-2.4%	-2.0%
非息收入	-2.3%	-0.3%	3.9%	2.1%	3.0%
成本	0.3%	0.3%	-0.1%	0.5%	0.1%
拨备	-2.4%	-4.7%	-2.4%	-1.8%	-1.4%
税收	0.9%	2.1%	-0.7%	0.2%	0.4%

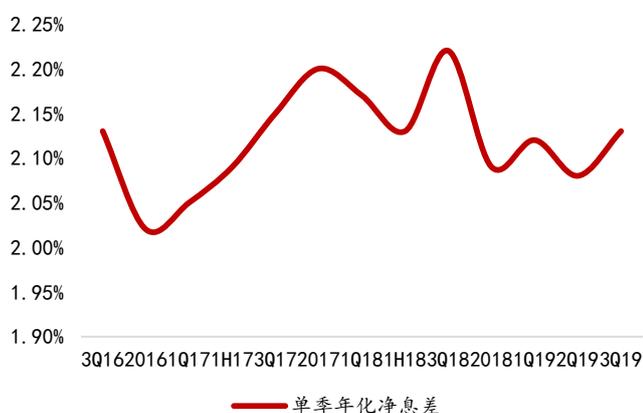
来源：公司财报，中泰证券研究所

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
规模增长	1.5%	1.3%	2.1%	2.5%	0.6%
净息差扩大	3.9%	-5.8%	1.7%	-2.3%	2.4%
非息收入	-6.4%	3.3%	12.0%	-7.6%	-2.0%
成本	-2.5%	-16.0%	30.2%	-1.9%	-4.2%
拨备	-6.0%	-29.0%	70.3%	8.7%	-5.5%
税收	1.2%	6.7%	-25.1%	0.3%	1.0%

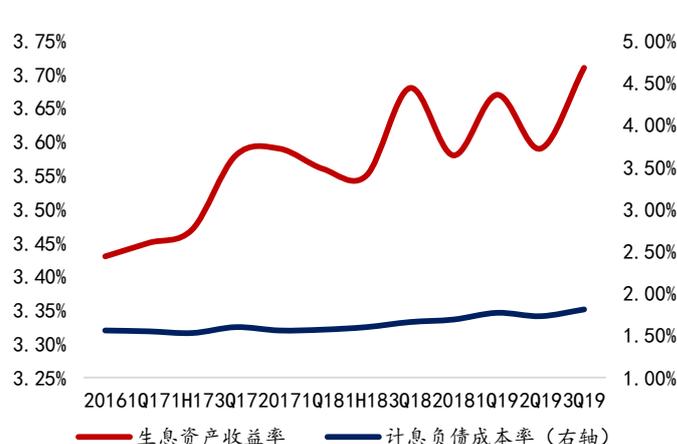
来源：公司财报，中泰证券研究所

净利息收入环比增 3%：量价驱动

- 3 季度净利息收入环比上升 3%，其中生息资产规模环比增 0.3%，贷款环比增 2.3%；3 季度单季年化净息差 2.13%，环比上行 5bp。息差上行主要是资产端收益率上行速度超过了负债端成本抬升，3 季度资产端收益率环比上行 12bp、负债端付息率则环比抬升 8bp。资产端收益率提升预计主要是公司结构优化持续推进，贷款占比特别是高收益个贷占比有提升。由于建行季度海外与子公司贷款单独提出，季度和半年度、年度的贷款结构不可比，比较今年 1 季度和 3 季度情况来看：境内个贷增速仍是高于对公贷款增速的（5.8% V.S. 1.4%，贷款总额增速 4.5%）。负债端预计是存款付息率上行拉升付息率，从结构看公司负债端的存款优势是持续巩固的。**

图表：建设银行单季年化净息差


来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：建设银行收益付息率（单季年化）


来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：负债端结构优势继续夯实，资产端稳步优化

- 从资产端看，生息资产总规模保持相对稳定，环比增 0.3%，主要是贷款和债券投资规模支撑，同业资产继续保持压降。1、贷款环比增速保持相对平稳，小幅上行 7bp 至 2.28%，占比生息资产继续提升至 61.6%。2、债券投资环比增速有一定走阔，对生息资产起到一定支撑。3 季度债**

券投资环比增 2.5%，占比生息资产上升至 25.5%。3、同业融出资产在 2 季度环比压降基础上继续保持压降，环比-3.6%，占比下降至 3.9%。

- 负债端则是大行优势继续巩固，存款增速走阔带动核心负债占比提升。
 - 1、存款环比增 1.37%，占比计息负债比例环比上行 0.8 个百分点至 85.9%。
 - 2、主动负债端向发债倾斜，发债、同业负债分别环比增 13.6%、-11.1%。

图表：建设银行资产负债增速和结构占比

	环比增速							占比			
	1Q18	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
资产											
贷款	1.93%	2.28%	2.33%	-0.14%	3.21%	2.21%	2.28%	59.59%	59.06%	59.87%	61.06%
债券投资	0.40%	0.84%	6.23%	2.55%	4.63%	1.19%	2.49%	24.80%	24.90%	25.00%	25.50%
存放央行	-7.05%	-4.05%	-0.94%	-0.28%	-9.16%	3.16%	-3.63%	11.13%	9.71%	9.93%	9.55%
同业资产	87.76%	-10.20%	-3.24%	-10.16%	46.61%	-17.00%	-25.68%	4.50%	6.34%	5.22%	3.87%
生息资产合计	3.16%	0.44%	2.57%	-0.01%	4.14%	0.83%	0.29%				
负债											
	1Q18	1H18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
存款	3.27%	0.39%	1.55%	-1.72%	5.56%	0.83%	1.37%	84.07%	85.12%	85.06%	85.86%
发债	2.37%	11.92%	13.85%	-0.30%	0.54%	1.20%	13.62%	3.85%	3.71%	3.73%	4.22%
同业负债	-3.43%	-2.59%	5.51%	4.65%	-3.66%	1.39%	-11.10%	12.08%	11.16%	11.22%	9.93%
计息负债合计	2.43%	0.40%	2.41%	-0.94%	4.26%	0.91%	0.43%				

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量总体平稳

- 多维度看：
 - 1、不良维度——不良率持平、单季年化不良净生成小幅上升。3 季度公司不良率为 1.43%，环比 2 季度持平。单季年化不良净生成比例为 0.82%，环比 2 季度小幅上行 15bp，但总体仍处于较低水平。
 - 2、拨备维度——风险抵补能力总体稳定。拨备覆盖率 218.3%，环比提升 0.8 个百分点；拨贷比 3.11%，环比下行 1bp。

图表：建设银行资产质量指标

	3Q18	2018	1Q19	1H19	3Q19	较年初变动	环比变动
不良维度							
不良率	1.47%	1.46%	1.46%	1.43%	1.43%	-0.03%	0.00%
不良净生成率（单季年化）	0.78%	0.77%	0.68%	0.67%	0.82%	0.05%	0.15%
不良净生成率（累计年化）	0.52%	1.26%	0.68%	1.42%	0.60%	-0.66%	-0.82%
不良核销转出率	28.52%	80.40%	33.39%	89.87%	34.42%	-45.98%	-55.45%
关注类占比	N.A.	2.82%	N.A.	2.80%	N.A.		
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	4.28%	N.A.	4.23%	N.A.		
逾期维度							

逾期率		1.28%		1.43%			
逾期/不良		87.48%		99.86%			
逾期 90 天以上/贷款总额	N.A.	0.88%	N.A.	0.96%	N.A.		
逾期 90 天以上/不良贷款余额	N.A.	60.07%	N.A.	67.18%	N.A.		
拨备维度							
信用成本 (累积)	N.A.	1.07%	N.A.	0.99%	N.A.		
拨备覆盖率	195.16%	207.90%	214.23%	217.50%	218.28%	10.38%	0.78%
拨备/贷款总额	2.86%	3.04%	3.13%	3.12%	3.11%	0.07%	-0.01%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净非息收入同比增 16.4%：手续费、其他非息均有回暖

- **净手续费增速较 2 季度回升、实现同比 12.9% 的亮眼增速，同时净其他非息收入同比也有走阔，带动净非息收入同比增 16.4%。** 预计主要是银行卡、电子银行、代理业务收入实现较快增长。净其他非息收入同比增 37.2%，公允价值、投资收益均实现较高增长。

其他

- **成本收入比同比上行 0.6 个百分点。** 单季年化成本收入比 25.8%，较去年上行 0.56%，其中管理费同比增长 6.9%，费用同比增速较 1 季度的 5.6% 有小幅提升。
- **核心一级资本充足率提升。** 3Q19 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 13.96%、14.50%、17.30%，环比提升 26、25、24bp。风险加权资产环比增 2.2%。
- **前十大股东变动：1、增持——**全国社保基金一零六组合增持 1121 万股，持股比例不变为 0.06%。**2、减持——**香港中央结算(代理人)减持 0.01% 至 36.78%、陆股通减持 0.03% 至 0.17%。
- **投资建议：**公司 2019、2020E PB 0.88X/0.81X；PE 6.95X/6.68X（国有行 PB 0.75X/0.68X；PE 6.37X/6.09X），建设银行管理优秀，创新能力强，各项指标优秀，近几年加大科技投入，打造一流的银行集团，我们看好其持续的竞争力，是我们持续推荐的银行。
- **关注港股中资银行的中长期的投资机会，尤其是工行 H 股和建行 H 股，逻辑是：**1、港股中资银行的估值在历史底部(工商银行 H 股 PB 在 0.67X，建设银行 H 股 PB 在 0.70X)，股息率在历史较高位置（当期工商银行 H 股股息率在 5.12%，建设银行 H 股股息率在 5.55%），未来的国内大类资金面临“资产荒”；2、市场担心银行让利实体经济，我们判断让利幅度有限；3、市场担心大行承担救助问题银行的政策任务，我们判断是市场化和法治化的救助。

图表：港股中资银行股息率在历史较高位置（2006 年至今）

	工商银行	建设银行
9 月平均	5.52%	5.75%
历史均值	4.72%	5.10%
历史中位数	4.88%	5.30%

来源：Wind，中泰证券研究所

- **风险提示：**经济下滑超预期、公司经营不及预期。

图表：建设银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	7.59	7.22	6.95	6.68	净利息收入	452,456	486,278	531,625	578,426
PB	1.08	0.96	0.88	0.81	手续费净收入	117,798	123,035	125,496	130,516
EPS	0.96	1.01	1.05	1.10	营业收入	590,433	632,842	684,650	739,223
BVPS	6.80	7.59	8.28	9.09	业务及管理费	(159,118)	(167,208)	(181,432)	(195,894)
每股股利	0.29	0.31	0.32	0.34	拨备前利润	427,149	459,148	495,599	535,216
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	拨备	(127,362)	(150,988)	(160,159)	(182,667)
净息差	2.15%	2.17%	2.20%	2.20%	税前利润	299,787	308,160	335,440	352,548
贷款收益率	4.18%	4.25%	4.20%	4.20%	税后利润	243,615	255,626	268,352	282,039
生息资产收益率	3.56%	3.62%	3.61%	3.59%	归属母公司净利润	242,264	254,655	267,187	280,640
存款付息率	1.34%	1.39%	1.39%	1.39%	资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
计息负债成本率	1.57%	1.63%	1.62%	1.64%	贷款总额	12,903,441	13,783,053	14,816,782	15,883,590
ROAA	1.12%	1.12%	1.11%	1.09%	债券投资	5,181,648	5,714,909	6,343,549	6,977,904
ROAE	14.44%	13.56%	12.95%	12.47%	同业资产	708,598	1,038,521	1,246,225	1,370,848
成本收入比	26.95%	26.42%	26.50%	26.50%	生息资产	21,708,067	23,104,131	25,280,814	27,408,397
业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	资产总额	22,124,383	23,222,693	24,891,433	26,446,431
净利息收入	8.30%	7.48%	9.33%	8.80%	存款	16,363,754	17,108,678	17,964,112	18,682,676
营业收入	6.21%	7.18%	8.19%	7.97%	同业负债	2,651,560	2,432,854	2,919,425	3,357,339
拨备前利润	9.97%	7.49%	7.94%	7.99%	发行债券	596,526	775,785	930,942	1,070,583
归属母公司净利润	4.67%	5.11%	4.92%	5.04%	计息负债	19,611,840	20,317,317	21,814,479	23,110,598
净手续费收入	-0.60%	4.45%	2.00%	4.00%	负债总额	20,328,556	21,231,099	22,723,415	24,073,540
贷款余额	9.75%	6.82%	7.50%	7.20%	股本	250,011	250,011	250,011	250,011
生息资产	6.10%	6.43%	9.42%	8.42%	归属母公司股东权益	1,779,760	1,976,463	2,149,861	2,352,918
存款余额	6.24%	4.55%	5.00%	4.00%	所有者权益总额	1,795,827	1,991,594	2,168,018	2,372,891
计息负债	6.47%	3.60%	7.37%	5.94%	资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	资本充足率	15.50%	17.19%	17.11%	17.13%
不良率	1.49%	1.46%	1.45%	1.45%	核心资本充足率	13.09%	13.83%	14.00%	14.25%
拨备覆盖率	171.38%	209.07%	213.15%	241.56%	杠杆率	12.32	11.66	11.48	11.15
拨贷比	2.55%	3.04%	3.10%	3.50%	RORWA	1.96%	1.92%	1.89%	1.84%
不良净生成率	0.66%	1.26%	0.98%	0.68%	风险加权系数	58.40%	58.82%	59.26%	60.24%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。