

建设银行：盈利能力强，大行风范显

——建设银行首次覆盖报告

核心观点

- **建行综合经营，盈利能力领先国有行。**公司 ROE、净息差长期高于国有行均值，在成本控制方面也取得了积极成效，其业务及管理费占营业支出的比例持续下降，成本收入比长期低于国有行均值。建行全球化、综合化布局不断完善，海外机构覆盖 30 个国家和地区，子公司涉及银行、保险、信托、基金、投资等多个领域。
- **公司净息差仍有支撑、仍具优势，“以量补价”将带动利息业务收入有序增长。**建行扩表速度仍将较快，贷款是主要支撑，其中高收益率贷款占比的提升、经济下行期风险补偿增加将带动贷款收益率提升；强揽储能力仍将护航低负债成本；因此，公司资产端和负债端均有净息差的支撑点。此外，信用卡发力，电子银行、代理业务及托管业务将共同支撑建行非息收入稳健增长。公司中间业务收入占比高于国有行平均，占比及增速均稳步提升。
- **公司资产结构不断优化，带动资产质量向好，面临经济下行有较强的抵御风险能力。**对公贷款以不良率较低的基础设施行业为主，个人贷款以不良率较低的住房抵押贷款为主，按揭贷款市场占有率较高。且公司资本充足情况在国有行的位居前列，再融资压力小，股权稀释风险小。

财务预测与投资建议

- 建设银行多元布局，扩表无忧，贷款占比及收益率提升将支撑资产端收益率，较强的揽储护航低负债成本，利息业务及中收均在国有行中具有比较优势。公司资产投向结构不断优化，低不良率资产占比较高，资产质量稳健，风险抵补能力较强。因此，我们根据 DDM 估值得到公司目标价为 7.62 元，对应估值水平为 2019 年的 7.11 倍 PE，0.93 倍 PB。2019-2021 年 EPS 预测值为 1.07、1.16、1.22 元，BVPS 预测值为 8.23、8.94、9.68 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 经济下行压力加大致使建行贷款质量风险增加；
- 降息幅度超预期致使建行贷款收益率显著下行，影响净息差。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	621,659	658,891	706,340	738,021	786,074
同比增长(%)	2.7%	6.0%	7.2%	4.5%	6.5%
营业利润(百万元)	298,186	308,514	326,474	352,974	371,131
同比增长(%)	2.0%	3.5%	5.8%	8.1%	5.1%
归属母公司净利润(百万元)	242,264	254,655	267,887	289,655	304,569
同比增长(%)	4.7%	5.1%	5.2%	8.1%	5.1%
每股收益(元)	0.97	1.02	1.07	1.16	1.22
总资产收益率(%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
净资产收益率(%)	14.8%	14.0%	13.0%	13.1%	12.7%
市盈率	7.46	7.10	6.75	6.24	5.93
市净率	1.06	0.95	0.88	0.81	0.75
P/POP	4.25	3.93	3.68	3.54	3.34

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

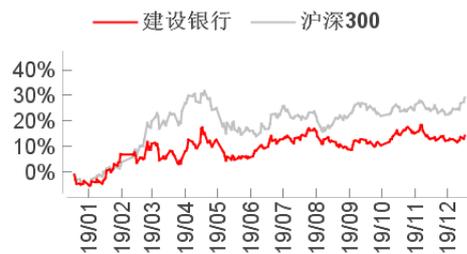


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2019年12月17日)	7.23元
目标价格	7.62元
52周最高价/最低价	7.76/6.25元
总股本/流通A股(万股)	25,001,098/959,366
A股市值(百万元)	1,807,579
国家/地区	中国
行业	银行
报告发布日期	2019年12月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.26	1.12	2.70	8.56
相对表现	-1.37	-3.13	-1.17	-19.30
沪深300	3.63	4.25	3.87	27.86



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐子佩
021-63325888*6083
tangzipei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514060001

联系人 张静娴
021-63325888-4311
zhangjingxian@orientsec.com.cn

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，据此开展发布证券研究报告业务。

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声明。

目 录

1. 多元布局，优质国有行	5
1.1. 公司概况：优质大行，综合经营	5
1.2. 股权治理：国有控股，股东背景雄厚	7
2. 扩表无忧，贷款收益率提升，低成本护航	8
2.1. 以量补价，发挥低成本优势，利息业务稳健	8
2.1.1. 资产投放倾斜贷款，收益率不断提升	8
2.1.2. 揽储能力护航负债，打造低成本优势	9
2.1.3. 净息差仍具有相对优势	10
2.2. 中间业务：信用卡发力，核心业务优势显著	11
3. 资产结构不断优化，质量稳健，再融资压力小	13
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1. 盈利预测	15
4.2. 投资建议	17
4.2.1. 绝对估值	17
4.2.2. 辅以相对估值参考	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 2019 年三季度末建设银行总资产规模占六大国有行的 20.02%	5
图 2: 建行 ROE 长期高于国有行平均	6
图 3: 建行净息差长期高于国有行平均	6
图 4: 建行业务及管理费用占营业支出比例逐年下降	6
图 5: 建行成本收入比长期低于国有行平均	6
图 6: 建行贷款及垫款占生息资产比例高于国有行平均	9
图 7: 建行贷款增速平稳	9
图 8: 建行各项生息资产收益率中贷款和垫款收益率最高	9
图 9: 建行贷款及垫款收益率逐步赶超国有行平均水平	9
图 10: 建行负债以存款为主（各项负债占计息负债比重）	10
图 11: 建行活期存款占比显著高于同业	10
图 12: 建行计息负债付息率优势明显	10
图 13: 建行存款付息率低于同业	10
图 14: 2019 年下半年 Shibor（%）仍在较高水平	11
图 15: MLF 投放值未见冲量，MLF 利率（%，右）11 月下调	11
图 16: 2019 年逆回购数量及利率（%，右）	11
图 17: 2019 年 LPR（%）下调幅度不大	11
图 18: 建设银行手续费及佣金净收入占营业收入比例高于国有行平均	12
图 19: 建行手续费及佣金净收入同比增速回升	12
图 20: 建设银行贷款不良率稳中有降	14
图 21: 建行住房按揭贷款占比高于同业平均	14
图 22: 建设银行 PB 近两年高于可比国有行平均 PB	20
表 1: 建设银行参控股子公司（2019 中报，金额单位：亿元）	7
表 2: 前十大股东明细（2019Q3）	8
表 3: 建行手续费及佣金收入构成（人民币百万元，百分比除外）	13
表 4: 建设银行拨贷比和拨备覆盖率较高（%）	14
表 5: 建设银行资本充足率在国有行居首，风险加权资产/总资产较低	15
表 6: 业务分类及资产质量核心假设	16
表 7: 收入分类预测表（金额：百万元）	16
表 8: DDM 估值结果	17
表 9: DDM 估值参数假设	18
表 10: 公司经营假设	18

表 11：DDM 估值公司价值分布	19
表 12：目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试	19
表 13：同业一致预测情况	20

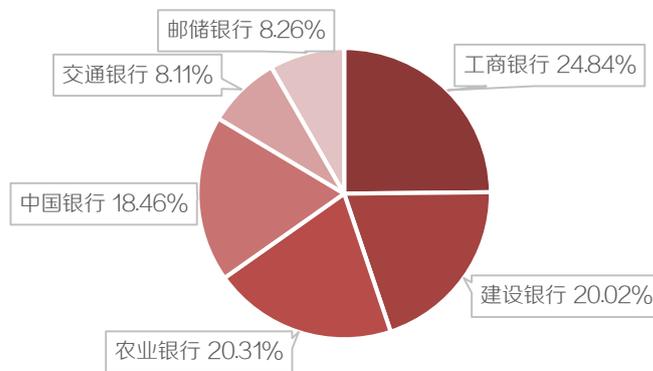
1. 多元布局，优质国有行

1.1. 公司概况：优质大行，综合经营

公司基本信息：（1）中国建设银行总部位于北京，1954 年成立，2005 年在香港联合交易所上市，2007 年在上海证券交易所上市。（2）规模情况：截至 2019 年三季度，建设银行总资产达到 24.52 万亿元，贷款和垫款总额 14.87 万亿元，客户存款总额 18.46 万亿元，净资产规模 2.15 万亿元。（3）资产质量：建设银行 2019 年三季度末不良贷款率 1.43%，较上年末下降 0.03%；不良贷款拨备覆盖率 218.28%，较上年末上升 9.91%，资产质量和风险抵补能力均呈现改善态势（4）资本情况：截至 2019 年三季度末，建设银行核心一级资本充足率 13.96%，一级资本充足率 14.50%，资本充足率 17.30%，显著高于监管要求的 8.5%、9.5%和 11.5%，资本较为充足，支持信贷扩张能力较强，补充资本压力较小。（5）利润情况：2019 年前三季度建设银行营业收入 5396.35 亿元，同比增长 7.66%，归母净利 2253.44 亿元，同比增长 5.25%，盈利状况较好。

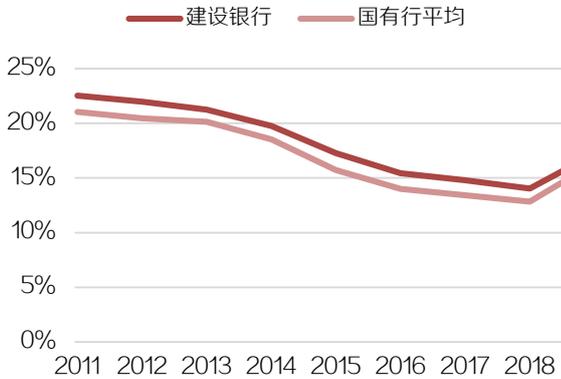
建设银行是我国六大国有行之一，发展历史悠久，资产规模、净利润规模分别位居全国第三和第二。建设银行荣获英国《银行家》杂志评选的 2018 年中国最佳银行，在 2018 年全球银行 1000 强排名中位居第二。建设银行同时获得中国银行业协会 2018 年“陀螺”评价体系全国性商业银行综合排名第一名等多项国内外奖项。

图 1：2019 年三季度末建设银行总资产规模占六大国有行的 20.02%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

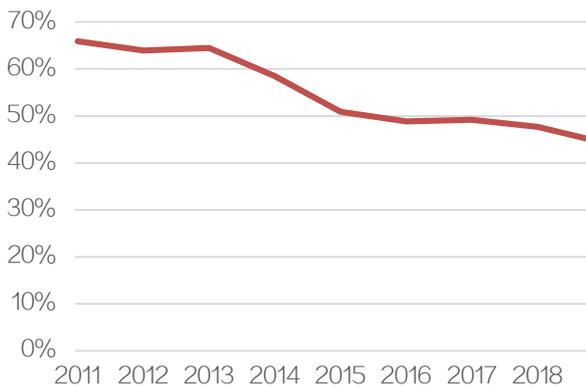
建设银行经营良好，资产回报率领先国有行。建设银行 ROE 长期高于国有行均值，其资产回报率显著领先国有行，由于其个人业务在国有大行中具备优势，导致其净息差也高于国有行平均，奠定了其较高的 ROE。此外，建设银行在成本控制方面也取得了积极成效，其业务及管理费占营业支出的比例持续下降，成本收入比长期低于国有行均值。

图 2：建行 ROE 长期高于国有行平均


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：建行净息差长期高于国有行平均


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：建行业务及管理费用占营业支出比例逐年下降


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：建行成本收入比长期低于国有行平均


数据来源：公司公告，东方证券研究所

建设银行全球化布局不断完善。2019 年 3 月，建行阿斯塔纳分行获颁牌照；6 月，建行纳闽分行获颁牌照。截至 6 月末，建设银行海外机构覆盖香港、新加坡、德国、南非、日本、韩国、美国、英国、越南等 30 个国家和地区；集团全资拥有建行亚洲、建行伦敦、建行俄罗斯、建行欧洲、建行新西兰、建行巴西、建行马来西亚等经营性子公司，并拥有建行印尼 60% 的股权。上半年，本集团商业银行类海外分支机构实现净利润 43.37 亿元。

建设银行综合化经营良好。在境内外拥有建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿、中德住房储蓄银行、建信期货、建信养老、建信财险、建信投资、建信理财、建银国际等多家子公司。2019 年上半年，综合化经营子公司总体发展良好，业务规模稳步增长。综合化经营子公司资产总额 5,167.12 亿元，实现净利润 31.80 亿元。

表 1：建设银行控股子公司（2019 中报，金额单位：亿元）

序号	被参控公司	主营业务	表决权比例 (%)	被参控公司 注册资本	净利润	总资产	成立时间
1	中国建设银行(欧洲)有限公司	商业银行	100.00	15.63	-0.33	109.39	
2	中国建设银行(新西兰)有限公司	商业银行	100.00	9.17	0.16	71.04	
3	中国建设银行伦敦分行	商业银行	100.00	15.00	0.06	44.06	
4	中国建设银行(马来西亚)有限公司	商业银行	100.00	13.66	0.17	69.28	
5	中国建设银行(印度尼西亚)股份有限公司	商业银行	60.00	8.08	0.10	78.60	
6	中国建设银行(巴西)股份有限公司	商业银行	100.00	53.23	-2.04	327.44	
7	中国建设银行(亚洲)股份有限公司	商业银行	100.00	176.00	15.65	3,987.28	
8	中国建设银行(俄罗斯)有限责任公司	商业银行	100.00	4.58	0.11	30.86	
9	建信人寿保险股份有限公司	保险	51.00	44.96	3.82	1,595.18	1998-10-12
10	建信基金管理有限责任公司	基金管理	65.00	2.00	6.85	64.52	2005-09-19
11	建信养老金管理有限责任公司	养老金管理	85.00	23.00	0.86	29.62	2015-11-09
12	建信理财有限责任公司	理财	100.00	150.00			2019-05-20
13	中德住房储蓄银行有限责任公司	住房储蓄	75.10	20.00	0.26	223.01	2004-02-06
14	建信金融租赁有限公司	金融租赁	100.00	80.00	8.87	1,416.82	2007-12-26
15	建信信托有限责任公司	信托	67.00	15.27	10.35	175.99	2003-12-31
16	GoldenFountainFinanceLimited	投资	100.00	0.00			
17	建银国际(控股)有限公司	投资	100.00	41.32	0.04	754.53	
18	CCBBrazilFinancialHolding- InvestimentoSociedadeParticipacoesLtda	投资	100.00	77.06			
19	建信金融资产投资有限公司	投资	100.00	120.00	1.67	484.14	2017-07-26
20	建行国际集团控股有限公司	投资	100.00	0.00			

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2. 股权治理：国有控股，股东背景雄厚

建设银行股权集中度较高，前十大股东 A+H 合计持股占比 97.33%，且大多为国有持股。股东涉及汇金、证金、宝钢、国家电网、长江电力等资本雄厚的国资股东。整体而言，建设银行股东实力强劲，风险兜底能力强。

建设银行 A 股占比较小，前十大股东中 H 股占比 95.94%，A 股占比 1.39%；全部股份中 A 股占比仅为 3.8%。建设银行 A 股流通股为 95.94 亿股，在 A 股上市国有行中仅高于邮储银行，远低于其他国有大行。

表 2：前十大股东明细（2019Q3）

股东名称	持股比例(%)	股东性质
中央汇金投资有限责任公司	57.03 (H 股) 0.08 (A 股)	国家
香港中央结算（代理人）有限公司	36.78 (H 股)	境外法人
中国证券金融股份有限公司	0.88 (A 股)	国有法人
中国宝武钢铁集团有限公司	0.80 (H 股)	国有法人
国家电网有限公司	0.64 (H 股)	国有法人
中国长江电力股份有限公司	0.35 (H 股)	国有法人
益嘉投资有限责任公司	0.34 (H 股)	境外法人
中央汇金资产管理有限责任公司	0.20 (A 股)	国有法人
香港中央结算有限公司	0.17 (A 股)	境外法人
全国社保基金一零六组合	0.06 (A 股)	国家
合计	97.33	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

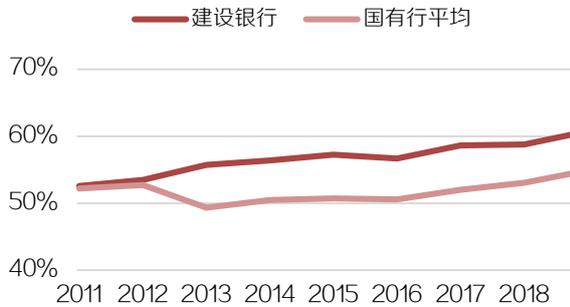
2. 扩表无忧，贷款收益率提升，低成本护航

2.1. 以量补价，发挥低成本优势，利息业务稳健

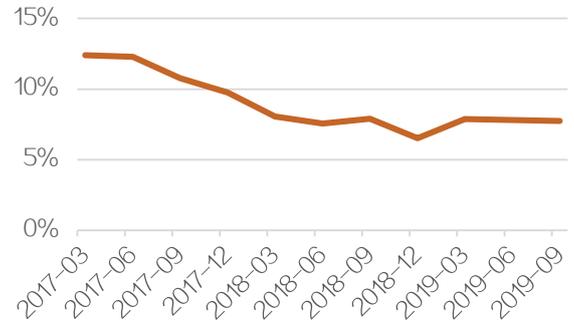
2.1.1. 资产投放倾斜贷款，收益率不断提升

建设银行资产投放明显向贷款倾斜。公司资产投放中贷款和垫款占比最高，且逐年上升。2019 年三季度，建设银行贷款及垫款占生息资产的比重已经达到 60.2%，其比例在国有行中位列第一。相应的，建设银行债券投资及同业资产投资均低于国有行均值。

预计建行贷款增速仍将保持较高水平，并支撑生息资产收益率。当前贷款仍是支撑社融的主要力量，面临货币市场利息降低的预期，贷款资产由于其收益率高于其他生息资产，将成为支撑生息资产收益率的重要力量。建行可充分利用其对公贷款资源优势，增配优质企业贷款，利用其广泛的零售渠道增配个人贷款，提升资产端收益率。

图 6：建行贷款及垫款占生息资产比例高于国有行平均


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7：建行贷款增速平稳


资料来源：wind，东方证券研究所

同时，建行贷款资产投放的投资收益率已经不断提升，资产配置能力不断增强。建设银行贷款及垫款收益率 2017 年以来显著改善，2018 年以来已逐步赶超国有行平均水平，贷款及垫款投资收益水平得到显著提高。

图 8：建行各项生息资产收益率中贷款和垫款收益率最高


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：建行贷款及垫款收益率逐步赶超国有行平均水平


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.1.2. 揽储能力护航负债，打造低成本优势

建设银行负债结构中以存款为主，存款占比超过 85%，负债结构长期较为稳定。与同业相比，建设银行存款占比也明显较高，2019 年上半年，上市银行平均存款占比为 72%左右，远低于建设银行 85%的占比。根据行业普遍情况，存款的付息率低于同业负债和应付债券。建设银行负债端不仅存款占比高，且活期存款占比也显著高于同业。2019 上半年建设银行活期存款占比 52.5%，高于国有行平均 47.3%和上市银行平均 42.8%。

由此，建设银行在计息负债付息率上低于同业，这主要是由于存款，尤其是活期存款付息率较低所致。建设银行揽储能力强，在上市银行乃至国有行中吸收存款的能力都具有明显优势。负债端

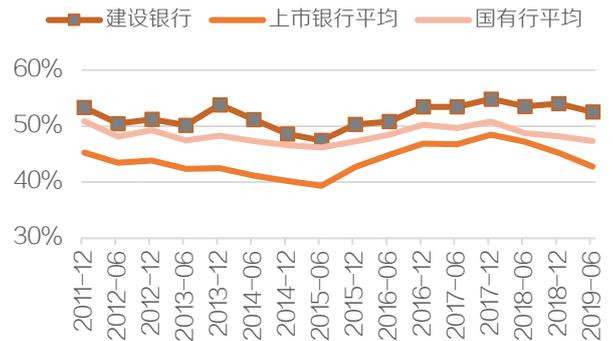
的低成本，为其利息净收入打下了较好基础，尤其是当前资产端收益率压力较大的大环境下，负债端优势预计将进一步凸显。

图 10：建行负债以存款为主（各项负债占计息负债比重）



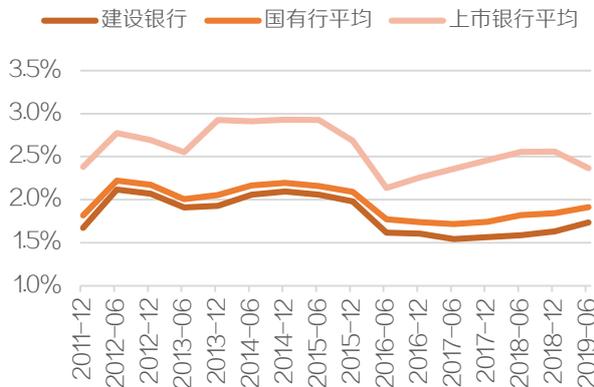
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：建行活期存款占比显著高于同业



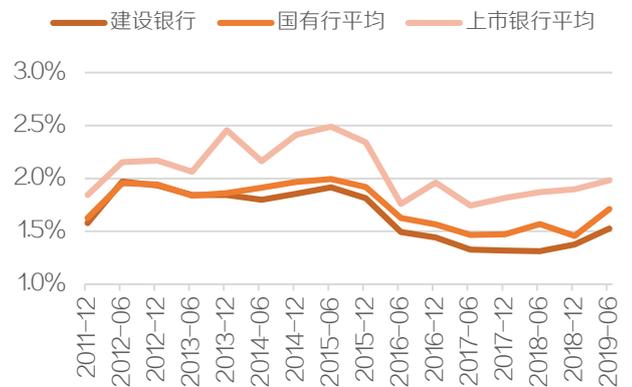
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：建行计息负债付息率优势明显



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：建行存款付息率低于同业



资料来源：公司公告，东方证券研究所

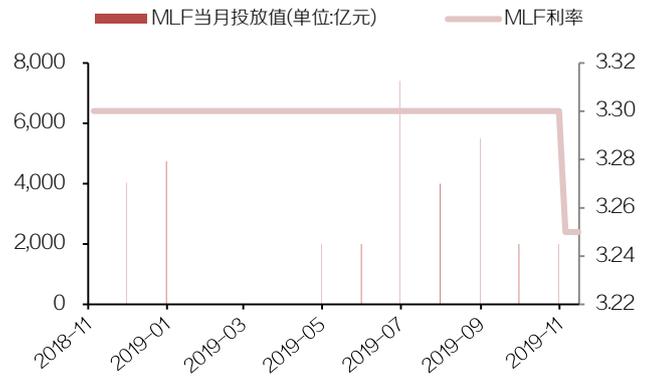
2.1.3. 净息差仍具有相对优势

2019 年央行降息程度并不很大，9 月一年期 LPR 下调 5bps，11 月一年期和五年期 LPR 均下调 5bps，银行短期及中长期负债成本 11 月才有调降，2019 年下半年以来 Shibor 也保持高位。预计银行板块 2019 年业绩上，净息差压力并不大。

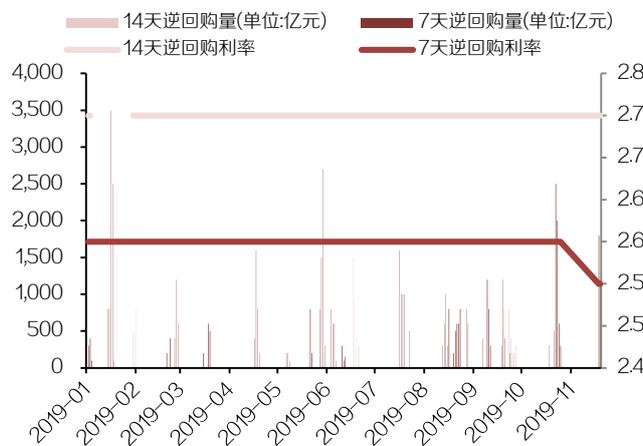
建设银行净息差长期高于国有行平均水平，受益于强大的揽存能力，面临可能到来的降息，其净息差仍具有相对优势。2020 年，负债端 MLF、逆回购，资产端 LPR 利率仍有较大下调可能，非对称性降息将给银行，尤其是建行这样贷款占比较高的银行带来一定压力。但是相比其他大行，建行负债端成本较低，揽存能力短时间难以被对手超越，受益于低成本战略，建行净息差仍具有比较优势。

图 14：2019 年下半年 Shibor (%) 仍在较高水平

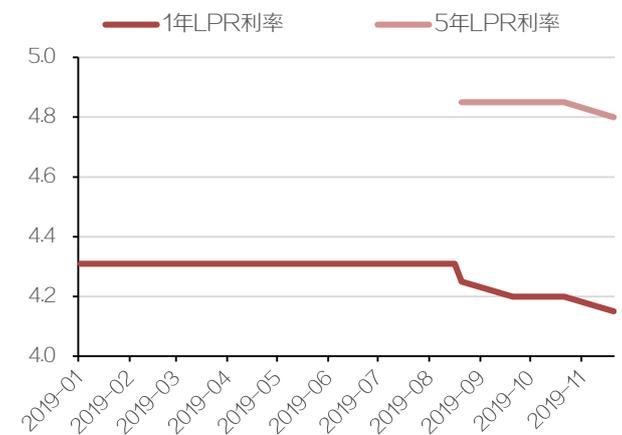

资料来源：wind，东方证券研究所

图 15：MLF 投放值未见冲量，MLF 利率 (%)，右) 11 月下调


资料来源：wind，东方证券研究所

图 16：2019 年逆回购数量及利率 (%)，右)


资料来源：wind，东方证券研究所

图 17：2019 年 LPR (%) 下调幅度不大


资料来源：wind，东方证券研究所

2.2. 中间业务：信用卡发力，核心业务优势显著

建设银行得益于业务布局完善，中间业务收入占比高于国有行平均，占比及增速均稳步提升。2019 年上半年，建行持续夯实服务能力、提升客户体验，加强业务拓展营销，实现手续费及佣金净收入 766.95 亿元，较上年同期上升 11.15%。手续费及佣金净收入对营业收入比率较上年同期上升 0.97 个百分点至 21.22%。

图 18：建设银行手续费及佣金净收入占营业收入比例高于国有行平均


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：建行手续费及佣金净收入同比增速回升


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2019 上半年，建行手续费及佣金收入中银行卡、电子银行和代理业务、托管业务收入占比较高，四者合计占比 68.82%，是建行手续费及佣金净收入的主要来源。

建行在银行卡，尤其是信用卡业务上已经形成了种类丰富、权益特色明显、全客群覆盖的信用卡产品体系，创新推出 QQ 音乐卡、变形金刚卡大黄蜂版、飞驰畅行龙卡等产品。消费信贷业务也随着精准营销和创新支付的推进得到显著发展，其不断提升“龙卡星期六”与“玩转世界，热购全球”促销品牌影响力，信用卡消费信贷成效显著。2019 年上半年，信用卡收入的快速增长助力建行银行卡手续费收入的高增长，银行卡手续费收入已达到 261.84 亿元，增幅 15.13%。信用卡累计发卡量 1.28 亿张，累计客户 9,460 万户；上半年实现消费交易额 1.50 万亿元；贷款余额达 6,721.48 亿元，不良率 1.21%。客户总量、贷款余额、资产质量等核心指标继续领先同业。

2019 年上半年，建行电子银行业务收入 122.63 亿元，增幅 18.32%，主要是建行从服务全量客户全方位的金融需求出发，加大网络金融的服务和应用推广力度，用户规模和交易规模稳步提升，带动相关收入增长。代理业务手续费收入 108.63 亿元，增幅 17.90%，主要是代理保险业务收入较快增长带动。

建行在托管业务上也卓有成效，2019 上半年托管及其他受托业务佣金收入 86.17 亿元，增幅 17.33%，全行托管规模达到 12.36 万亿元，较上年末增加 1,455.86 亿元；实现托管费收入 25.73 亿元，同比增长 1.28 亿元，增速 5.24%。银团贷款收入是资产托管业务收入稳健增长的主要推手。建行首批、第二批科创板基金托管只数居市场第一位，中标多单国企改革 ETF 基金托管，且成功获批存托人资质，成为首批中日 ETF 互通基金托管银行和市场首家沪伦通跨境转换机构唯一指定托管银行，积极打造全球一体化的新型托管服务体系。同时，建行助力民企纾困，成为市场首批证券行业支持民企发展资管计划托管行。

表 3：建行手续费及佣金收入构成（人民币百万元，百分比除外）

	2019/6/30	2018/6/30	同比(%)	占比(%)
手续费及佣金收入	84,167	75,371	11.67	100.00%
银行卡手续费	26,184	22,743	15.13	31.11%
电子银行业务收入	12,263	10,364	18.32	14.57%
代理业务手续费	10,863	9,214	17.9	12.91%
托管及其他受托业务佣金	8,617	7,344	17.33	10.24%
理财产品业务收入	7,450	6,552	13.71	8.85%
结算与清算手续费	6,998	7,176	-2.48	8.31%
顾问和咨询费	6,584	6,552	0.49	7.82%
担保手续费	1,818	1,765	3	2.16%
信用承诺手续费	883	836	5.62	1.05%
其他	2,507	2,825	-11.26	2.98%
手续费及佣金支出	-7,472	-6,367	17.36	
手续费及佣金净收入	76,695	69,004	11.15	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3. 资产结构不断优化，质量稳健，再融资压力小

建设银行贷款结构不断优化，资产投放更多偏向优质项目，不良贷款风险控制在较低水平，2019 年三季度不良率仍显著改善。对公贷款以不良率较低的基础设施行业为主。个人贷款以不良率较低的住房按揭贷款为主，住房贷款占比显著高于同业，可以有效控制不良资产水平。2019 年上半年，基础设施行业领域贷款余额 36,088.67 亿元，较上年末增加 1,492.49 亿元，增幅 4.31%，余额在公司类贷款和垫款中的占比为 52.71%；不良率保持在较低的 1.02%。截至 6 月末，建行累计向 4.65 万家企业发放 6,794.21 亿元网络供应链融资，网络供应链合作平台达 1,939 家。通过供应链上下游的数据平台构建、数据分享，可以更加及时、深入地了解企业经营状况，有效甄别贷款质量。公司房地产开发类贷款余额 3,910.93 亿元，较上年末增加 254.39 亿元，重点支持优质房地产客户和普通商品住房项目。同时，公司严格实施名单制管理，产能严重过剩行业贷款余额 1,167.31 亿元，较上年末减少 33.78 亿元。建行住房按揭贷款占比显著高于国有行平均。由于住房按揭贷款不良率普遍低于其他类贷款，这将成为建行个人贷款资产质量中的压舱石，有助于建行维持较低的总体不良水平。

图 20：建设银行贷款不良率稳中有降


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：建行住房按揭贷款占比高于同业平均


资料来源：公司公告，东方证券研究所

建设银行拨备水平稳健，风险抵补能力尚好。建设银行拨贷比高于国有行平均水平；拨备覆盖率在六大国有行中位列第三，不良率比邮储、中行、农行稍高，但低于工行、交行，其拨备覆盖率和不良率在国有行中属于居中位次，整体较稳健，风险抵补能力尚好。

表 4：建设银行拨贷比和拨备覆盖率较高 (%)

	拨贷比			拨备覆盖率			不良率		
	2017	2018	3Q2019	2017	2018	3Q2019	2017	2018	3Q2019
工商银行	2.39	2.68	2.85	154.07	175.76	198.09	1.55	1.52	1.44
建设银行	2.55	3.04	3.12	171.08	208.37	218.28	1.49	1.46	1.43
农业银行	3.77	4.02	3.99	208.37	252.18	281.26	1.81	1.59	1.42
中国银行	2.77	3.07	2.5	159.18	181.97	182.24	1.45	1.42	1.37
交通银行	2.3	2.59	2.57	153.08	173.13	174.22	1.50	1.49	1.47
邮储银行	2.44	2.99	--	324.77	346.8	391.1	0.75	0.86	0.83
国有行平均	2.70	3.07	3.01	195.09	223.04	240.87	1.43	1.39	1.33

数据来源：wind，东方证券研究所

建设银行资本实力雄厚，资本充足状况良好，信贷供给能力充足，在融资压力小。公司 2019 年三季度资本充足率 17.30%，核心一级资本充足率 13.96%，均在在五大行中居首，风险加权资产占总资产比重最低。

表 5：建设银行资本充足率在国有行居首，风险加权资产/总资产较低

	资本充足率			核心一级资本充足率			风险加权资产/总资产		
	2017	2018	3Q2019	2017	2018	3Q2019	2017	2018	1H2019
工商银行	15.14%	15.39%	16.65%	12.77%	12.98%	12.93%	61.0%	62.1%	60.6%
建设银行	15.50%	17.19%	17.30%	13.09%	13.83%	13.96%	58.4%	58.8%	58.8%
农业银行	13.74%	15.12%	16.10%	10.63%	11.55%	11.19%	59.9%	60.7%	61.6%
中国银行	14.19%	14.97%	15.51%	11.15%	11.41%	11.24%	62.5%	60.4%	61.2%
交通银行	14.00%	14.37%	14.87%	10.79%	11.16%	11.07%	62.5%	59.7%	60.8%
邮储银行	12.51%	13.76%	13.27%	8.60%	9.77%	9.55%	49.3%	45.4%	47.3%

数据来源：wind，东方证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) **贷款增速**：由于当前人民币贷款仍为社融的主要支撑，国有大行是人民币贷款投放的主力。建设银行顺应政策导向，贷款投放仍将保持较快速度，2019-2021 年分别给予其贷款总额以 8.0%、7.8%和 7.6%的增速假设。
- 2) **存款增速**：由于当前存款付息率仍低于其他项负债，且建设银行存款占比相对同业较高，且活期存款占比高，因此，建设银行仍有较大动力揽存。2019 年前三季度建设银行存款增速已经明显高于去年，预计 2019-2021 年建设银行存款增速仍将较高。由于建行对公和对私资源丰富、渠道优势明显，可用揽存手段较多，预计客户存款将可能进一步向头部银行集中，2019-2021 年分别给予存款 7.0%、7.2%和 7.2%的增速。
- 3) **净息差**：2019 年央行已通过 LPR、MLF 和逆回购等方式对银行资产端和负债端的利率进行了小幅调降。当前经济下行压力仍较大，预计央行实行较为宽松的货币政策的概率较大。在未来利息调降过程中，**同业资产收益率、证券投资收益率**将有小幅降低。同业资产及证券投资收益率在 2019 年至 2021 年分别给予 2.5%、2.4%、2.3%和 3.2%、2.8%、2.6%的假设。**贷款收益率方面**，经济下行压力的未来将进一步显现，导致贷款资产整体所要求的风险补偿增加，同时民营中小微企业贷款占比提升，意味着高收益率的贷款占比提升，以上两个方面将导致贷款收益率有上行趋势；但是，出于政策导向的考虑，LPR 下降将一定程度抑制贷款收益率的走高，导致贷款收益率不会大幅走高。整体而言，我们认为建设银行贷款收益率在 2019-2021 年间将小幅上行，分别给予 4.50%、4.55%和 4.60%的假设。**负债付息率方面**，未来三年预计同业负债付息率 2.45%、2.30%和 2.20%；新发债券在货币政策较为宽松的环境下，利率也将有所下行，导致**应付债券付息率**未来三年较前期有所下降，但由于增量相对较小，预计降幅有限，2019-2021 年预计其付息率为 3.40%、3.35%和 3.30%；行业整体定期存款占比呈增加趋势，存款增速不断提升极有可能带来增量存款付息率提升，后续揽存难度会增加，预计建设银行客户存款付息率将有所提升，未来三年分别为 1.56%、1.58%、1.60%。

- 4) **手续费及佣金收入**：在国家支持实体、加快信贷投放的政策导向指引下，公司的重点业务仍为利息业务，预计手续费及佣金收入增速将较为平稳。2019-2021 年统一给予中收 5% 的增速假设。
- 5) **不良贷款**：宏观经济下行压力仍较大，且随着民营中小微贷款占比的提升，公司整体贷款质量风险将比前期有所增加。预计未来三年不良贷款生成率将会小幅上行，不良生成率分别为 1.44%、1.46% 和 1.47%。未来三年不良贷款率则为 1.44%、1.45% 和 1.46%。由于资产质量风险将总体增加，拨备覆盖率仍将维持在较高水平，2019-2021 年统计给予 225% 的拨备假设。

表 6：业务分类及资产质量核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息业务					
贷款总额增速	9.75%	6.53%	8.00%	7.80%	7.60%
存款增速	6.24%	4.55%	7.00%	7.20%	7.20%
计息负债增速	4.79%	5.26%	6.00%	6.00%	6.00%
生息资产增速	5.86%	6.05%	6.50%	6.50%	6.50%
净息差	2.21%	2.31%	2.24%	2.20%	2.22%
净利差	2.10%	2.18%	2.05%	2.00%	2.02%
非息业务					
手续费及佣金收入增速	2.71%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%
非息收入增速	-9.66%	2.02%	4.14%	4.16%	4.17%
资产质量					
不良贷款率	1.49%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%
不良贷款生成率	0.64%	1.25%	1.44%	1.46%	1.47%
信用成本率（贷款）	0.99%	1.65%	1.69%	1.50%	1.51%
信用成本率（生息资产）	0.58%	0.97%	1.00%	0.90%	0.91%
其他					
费用增速	4.12%	5.08%	6.53%	4.05%	5.97%

数据来源：东方证券研究所

表 7：收入分类预测表（金额：百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	452456	486278	526583	550794	591034
利息收入	750154	811026	892024	935674	996841
利息支出	297698	324748	365441	384881	405807
手续费及佣金净收入	117798	123035	129187	135646	142428
手续费及佣金收入	131322	138017	144918	152164	159772
手续费及佣金支出	13524	14982	15731	16518	17344
其他非息收入	51405	49578	50570	51581	52613
营业收入	621659	658891	706340	738021	786074

同比

净利息收入	7.48%	8.29%	4.60%	7.31%
利息收入	8.11%	9.99%	4.89%	6.54%
利息支出	9.09%	12.53%	5.32%	5.44%
手续费及佣金净收入	4.45%	5.00%	5.00%	5.00%
手续费及佣金收入	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%
手续费及佣金支出	10.78%	5.00%	5.00%	5.00%
其他非息收入	-3.55%	2.00%	2.00%	2.00%
营业收入	5.99%	7.20%	4.49%	6.51%

占比

净利息收入	72.78%	73.80%	74.55%	74.63%	75.19%
手续费及佣金净收入	18.95%	18.67%	18.29%	18.38%	18.12%
其他非息收入	8.27%	7.52%	7.16%	6.99%	6.69%
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：东方证券研究所

4.2. 投资建议

4.2.1. 绝对估值

采用 DDM 方法对建设银行进行估值，得到目标价为 7.62 元。2019-2021 年 EPS 预测值为 1.07、1.16、1.22 元，BVPS 预测值为 8.23、8.94、9.68 元。目标价对应 2019 年 PB 为 0.93 倍，对应 2019 年 PE 为 7.11 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

表 8：DDM 估值结果

	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS	1.02	1.07	1.16	1.22
BVPS	7.59	8.23	8.94	9.68
前收盘价	7.15			
前收盘价对应 PE	7.02 倍	6.67 倍	6.17 倍	5.87 倍
前收盘价对应 PB	0.94 倍	0.87 倍	0.80 倍	0.74 倍
每股股利	0.31	0.32	0.35	0.37
股息率	4.28%	4.50%	4.87%	5.12%
目标价-绝对估值	7.62			
目标价对应 PE	7.5 倍	7.11 倍	6.6 倍	6.3 倍
目标价对应 PB	1.00 倍	0.93 倍	0.9 倍	0.8 倍

数据来源：东方证券研究所

DDM 折现率采用 CAPM 模型得到，其中无风险收益率采用十年期国债到期收益率 3.19%，市场组合收益率采用十年上证综指平均收益 7.24%，建设银行近 24 个月收益率 beta 为 0.9495，得到折现率为 7.04%。长期杠杆假设为 9，股利永续增长率假设为 2%。

表 9：DDM 估值参数假设

估值日	2019-12-16	
无风险收益率	3.19%	十年期国债收益率
市场组合收益率	7.24%	十年上证综指平均收益
β	0.9495	近 24 个月收益率，上证综指
Ke	7.04%	
股利永续增长率	2%	
长期杠杆	9	

数据来源：东方证券研究所

分三阶段对公司进行估值，主要经营假设结果呈现于“公司经营假设”表，三阶段公司价值分布呈现于“DDM 估值公司价值分布”表。由于股利永续增长率及永续期的分红比例对公司估值影响较大，故对这两项因素做了敏感性分析，结果呈现于“目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试”表。

表 10：公司经营假设

经营假设	第一阶段					第二阶段	永续期首年
	2018A	2019E	2020E	2021E	平均	(2022-2031)	2032
生息资产增长率	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	3.0%	2.0%
生息资产/总资产	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
贷款/生息资产	59%	59%	60%	61%	60%	60%	60%
净息差	2.31%	2.24%	2.20%	2.22%	2.22%	2.22%	2.22%
非息收入占比	26%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
营业成本/营业收入	30%	30%	31%	31%	31%	32%	35%
资产减值损失/贷款	1.13%	1.15%	1.02%	1.02%	1.06%	1.20%	1.00%
税率	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
股利支付率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%

数据来源：东方证券研究所

表 11：DDM 估值公司价值分布

估值结果	百万元	公司价值分布
第一阶段	240937	13%
第二阶段	612570	32%
永续期	1051175	55%
公司价值	1904682	
每股价值	7.62 元	

数据来源：东方证券研究所

表 12：目标价对股利增长率及永续期分红比例敏感性测试

目标价敏感性测试：		永续期分红比例						
		24%	26%	28%	30%	32%	34%	36%
元/股	7.62							
股利永续增长率	0.5%	6.04	6.26	6.48	6.70	6.92	7.14	7.36
	1.0%	6.25	6.48	6.72	6.96	7.19	7.43	7.66
	1.5%	6.49	6.74	7.00	7.26	7.51	7.77	8.03
	2.0%	6.78	7.06	7.34	7.62	7.90	8.18	8.46
	2.5%	7.13	7.44	7.75	8.06	8.37	8.68	8.99
	3.0%	7.57	7.92	8.26	8.61	8.96	9.30	9.65
	3.5%	8.14	8.53	8.92	9.32	9.71	10.10	10.50

数据来源：东方证券研究所

4.2.2. 辅以相对估值参考

作为 DDM 估值法的参考,我们也采用相对估值对建设银行进行估值。此处采用 PB 估值方法,选取工、农、中、交、邮储五家国有行作为可比公司,在一致预测 PB 的基础上给出溢价,溢价参照建设银行相对于其他国有行平均 PB 的普遍溢价。近两年建设银行 PB 相对可比国有行平均 PB 高出约 20%,故在可比公司 2019 年一致预测 PB 0.77 的基础上给予 20%的溢价。因此建设银行 2019 年相对估值 PB 为 0.92 倍,对应目标价 7.56 元。

图 22：建设银行 PB 近两年高于可比国有行平均 PB


数据来源：wind，东方证券研究所

表 13：同业一致预测情况

	一致预测净利润增速			一致预测 ROE			一致预测 PB		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
工商银行	4.1%	5.1%	5.5%	13.4%	13.0%	12.4%	0.92	0.83	0.76
农业银行	5.1%	5.7%	5.3%	13.1%	12.5%	12.0%	0.80	0.74	0.67
中国银行	4.5%	1.7%	3.7%	11.6%	11.2%	10.7%	0.71	0.66	0.62
交通银行	4.9%	2.8%	5.5%	10.8%	11.2%	11.0%	0.64	0.60	0.55
邮储银行	9.7%	15.4%	12.3%	11.6%	12.4%	12.6%	0.85	1.00	0.89
平均	5.6%	6.1%	6.5%	12.1%	12.0%	11.7%	0.78	0.77	0.70

数据来源：wind，东方证券研究所

5. 风险提示

经济下行压力增加，建设银行贷款质量风险有增加可能。

LPR 调降程度超预期，建设银行资产投放以贷款为主，息差收窄压力可能较大。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利息收入	750,154	811,026	892,024	935,674	996,841	核心假设					
利息支出	297,698	324,748	365,441	384,881	405,807	贷款总额增速	9.75%	6.53%	8.00%	7.80%	7.60%
净利息收入	452,456	486,278	526,583	550,794	591,034	存款增速	6.24%	4.55%	7.00%	7.20%	7.20%
手续费和佣金净收入	117,798	123,035	129,187	135,646	142,428	计息负债增速	4.79%	5.26%	6.00%	6.00%	6.00%
营业收入	621,659	658,891	706,340	738,021	786,074	生息资产增速	5.86%	6.05%	6.50%	6.50%	6.50%
营业税金及附加	5,767	6,132	6,856	7,428	8,037	净息差	2.21%	2.31%	2.24%	2.20%	2.22%
业务及管理费	159,118	167,208	178,127	185,347	196,415	净利差	2.10%	2.18%	2.05%	2.00%	2.02%
资产减值损失	127,362	151,109	164,938	157,689	170,553	手续费及佣金收入增速	2.71%	5.10%	5.00%	5.00%	5.00%
营业支出	323,473	350,377	379,865	385,047	414,944	非息收入增速	-9.66%	2.02%	4.14%	4.16%	4.17%
营业利润	298,186	308,514	326,474	352,974	371,131	费用增速	4.12%	5.08%	6.53%	4.05%	5.97%
利润总额	299,787	308,160	326,120	352,620	370,777	信用成本率（贷款）	0.99%	1.65%	1.69%	1.50%	1.51%
所得税	56,172	52,534	55,596	60,113	63,209	信用成本率（生息资产）	0.58%	0.97%	1.00%	0.90%	0.91%
归属母公司股东净利润	242,264	254,655	267,887	289,655	304,569	有效税率	18.74%	17.05%	17.05%	17.05%	17.05%
每股收益（元）	0.97	1.02	1.07	1.16	1.22	每股拨备前利润	1.70	1.84	1.97	2.04	2.17
						每股净利润	0.97	1.02	1.07	1.16	1.22

资产负债表						CAMEL 分析					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行	2,988,256	2,632,863	3,160,842	3,215,035	3,296,319	C:核心资本充足率	15.50%	17.19%	17.05%	17.29%	17.49%
存放同业	175,005	486,949	511,296	536,861	563,704	C:资本充足率	15.50%	17.19%	17.05%	17.29%	17.49%
拆出资金	325,233	349,727	367,213	385,574	404,853	C:权益/贷款	14.28%	14.90%	14.98%	15.05%	15.11%
买入返售金融资产	208,360	201,845	211,937	222,534	233,661	C:权益/资产	7.73%	8.26%	8.69%	8.77%	8.94%
发放贷款和垫款	12,574,473	13,365,430	14,364,946	15,481,811	16,654,554	A:不良贷款比率	12.94	12.11	11.50	11.40	11.19
交易性金融资产	578,436	731,217	718,351	763,057	809,897	A:不良贷款比率	1.49%	1.46%	1.44%	1.45%	1.46%
证券投资-可供出售金融资产	1,550,680	1,711,178	1,681,068	1,785,689	1,895,304	A:拨备覆盖率	171.08%	207.90%	225.00%	225.00%	225.00%
证券投资-持有至到期投资	2,586,722	3,272,514	3,214,931	3,415,011	3,624,643	A:拨备充足率	342.13%	413.81%	413.81%	413.81%	413.81%
资产合计	22,124,383	23,222,693	24,807,201	26,306,102	27,914,619	A:拨贷比	2.55%	3.04%	3.24%	3.26%	3.28%
同业及其他金融机构存放	1,336,995	1,427,476	1,470,300	1,543,815	1,621,006	A:不良资产/（权益+拨备）	9.05%	8.34%	8.12%	8.14%	8.16%
拆入资金	383,639	420,221	432,828	454,469	477,192	E:ROA	1.10%	1.10%	1.08%	1.10%	1.09%
交易性金融负债	414,148	431,334	431,334	431,334	431,334	E:ROAA	1.13%	1.13%	1.13%	1.14%	1.13%
卖出回购	74,279	30,765	31,688	33,272	34,936	E:ROE	13.61%	12.88%	12.54%	12.52%	12.19%
客户存款	16,363,754	17,108,678	18,306,285	19,624,338	21,037,290	E:ROAE	14.80%	14.04%	12.96%	13.05%	12.69%
负债合计	20,328,556	21,231,099	22,654,754	23,976,160	25,398,807	E:RoRWA	1.88%	1.86%	1.84%	1.87%	1.85%
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	E:成本收入比	25.60%	25.38%	25.22%	25.11%	24.99%
资本公积	134,537	134,537	134,537	134,537	134,537	E:手续费和佣金收入占比	18.95%	18.67%	18.29%	18.38%	18.12%
盈余公积	198,613	223,231	249,128	277,130	306,573	E:股利分配比例	30.03%	30.04%	30.04%	30.04%	30.04%
未分配利润	886,921	990,872	1,101,985	1,227,072	1,357,918	L:存贷比	76.84%	78.12%	78.47%	78.89%	79.17%
少数股东权益	16,067	15,131	16,282	16,282	16,282	L:贷款/生息资产	58.61%	58.74%	59.28%	59.99%	60.60%
股东权益合计	1,795,827	1,991,594	2,152,447	2,329,942	2,515,812	L:存款/计息负债	84.78%	84.21%	85.00%	85.96%	86.94%
负债合股东权益总计	22,124,383	23,222,693	24,807,201	26,306,102	27,914,619						

资料来源：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

本证券研究报告（以下简称“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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

