

# 建设银行(601939.SH/00939.HK)

## 规模高增支持实体，不良认定更加趋严

### 核心观点：

\*除非特别注明，本篇报告货币均为人民币。

- **PPOP 增速平稳，加提拨备业绩下行。**公司披露 2020 年中报，20H1 营收、PPOP、归母净利润同比增速分别为 7.65%（20Q1/19H1: 11.94%/6.08%）、5.46%（20Q1/19H1: 5.81%/6.99%）、-10.74%（20Q1/19H1: 5.12%/4.87%），营收增速回落，拨备前利润增速平稳，归母净利润增速下行较多主要由于拨备计提较多导致。从 20H1 累计业绩拆分来看，规模增长、成本收入比和税率是正贡献因素，主要负贡献因素为拨备计提和净息差。从 20Q2 单季度业绩拆分来看，拨备计提仍是主要负贡献因素，规模增长形成正贡献。整体来看，业绩增速回落跟随行业趋势，符合市场预期。
- **规模增速明显提升，支持实体力度加大，息差继续下行。**2020H1 生息资产同比增速 13.0%，其中贷款同比增速 13.3%，规模增速属于近年高点，高规模增速一定程度上也在分母端对净息差形成压力，整体而言，在逆周期政策环境下，公司支持实体力度较大。20H1 生息资产收益率为 3.74%，计息负债成本率为 1.75%，较 19A 分别下降 14bps、1bps，而 20H1 净息差 2.14%，较 20Q1 下降 5bps。资产端，受 LRP 下调和规模增长影响，贷款、投资类资产、同业资产收益率均有一定下行。负债端，存款占计息负债比 83.9%，环比 20Q1 上升 1.15pct，缓解成本率上行压力；同业和债券负债成本率则跟随资金市场利率下行。往后看，随着信贷增速收敛，资产收益率下行压力放缓，息差下行压力有望缓和。
- **不良确认加快，资产质量风险出清进程有望加速。**2020H1 公司不良率 1.49%，环比 20Q1 上升 7bps。我们测算，2020H1 公司不良净新生成率 1.91%，较 19A 上升 46bps，不良确认加快。公司拨备计提加快，但由于确认生成较快，不良余额上升较快，导致拨备覆盖率下降。整体来看，公司不良确认加快，资产质量风险出清进程有望加速。
- **投资建议：受疫情冲击，公司业绩增速随行业趋势下行。**往后看，预计公司营收增速相对稳定，需要关注后续资产质量风险出清的速度和力度。预计公司 20/21 年归母净利润增速分别为-16.96%和 7.30%，EPS 分别为 0.87/0.93 元/股，当前 A 股股价对应 20/21 年 PE 分别为 7.09X/6.60X，PB 分别为 0.69X/0.64X。近两年公司估值 PB 中枢在 0.9X 左右，当前估值低位，随着悲观预期兑现和风险出清，后续估值有望修复。我们认为可以给予公司 A 股 2020 年 PB 估值 0.9X，测算出合理价值 8.06 元/股，按照当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 7.03 港币/股（采用的港币对人民币汇率为 0.8815），均给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济增长超预期下滑；资产质量超预期恶化。

### 公司评级

买入-A/买入-H

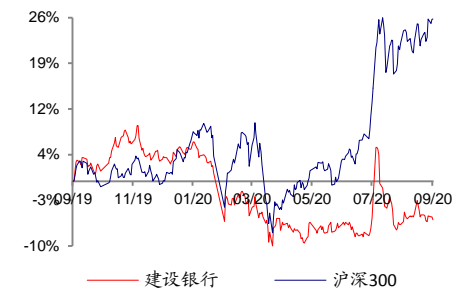
当前价格 6.17 元/5.38 港元

合理价值 8.06 元/7.03 港元

前次评级 增持/增持

报告日期 2020-09-03

### 相对市场表现



### 分析师：

倪军



SAC 执证号：S0260518020004



021-60750604



nijun@gf.com.cn

### 分析师：

屈俊



SAC 执证号：S0260515030005



SFC CE No. BLZ443



0755-88286915

qujun@gf.com.cn

### 分析师：

王先爽



SAC 执证号：S0260520040002



021-60750604



wangxianshuang@gf.com.cn

请注意，倪军、王先爽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

建设银行 2020-04-29

(601939.SH/00939.HK):净息

差环比下行，不良率保持稳

定

### 联系人：

伍嘉慧

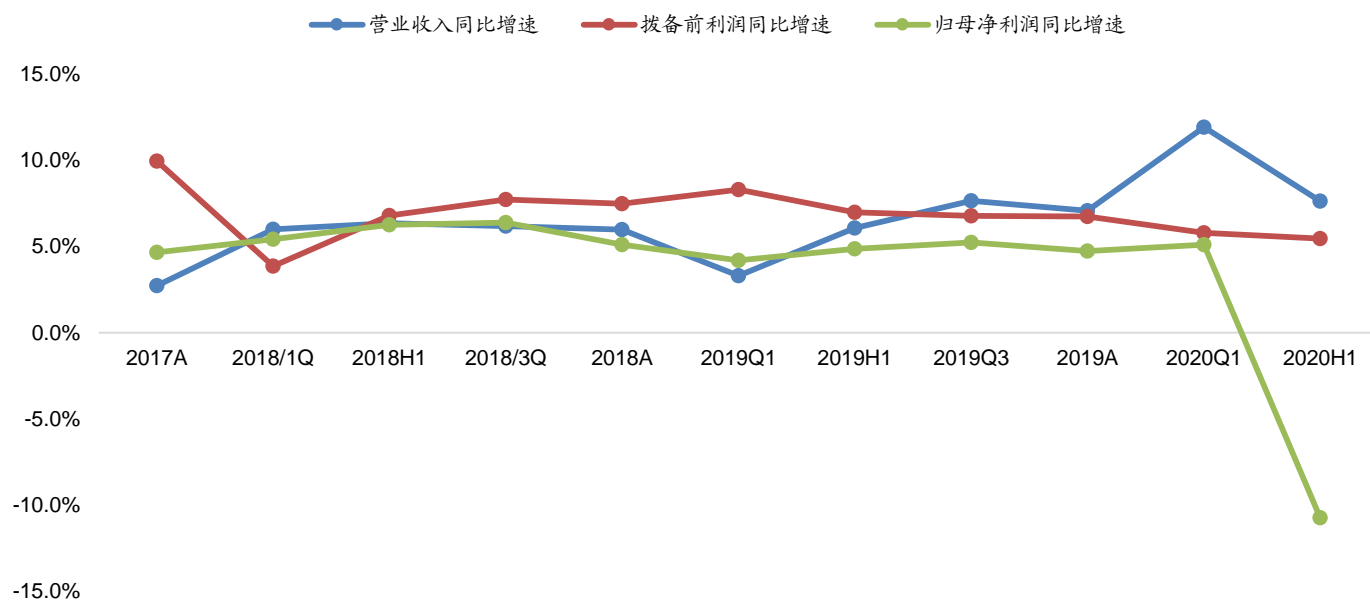
gzwujiashui@gf.com.cn

表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元, %)

业绩概览	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1
营业收入同比增速	6.36%	6.19%	5.99%	3.31%	6.08%	7.66%	7.09%	11.94%	7.65%
拨备前利润同比增速	6.81%	7.74%	7.49%	8.31%	6.99%	6.80%	6.75%	5.81%	5.46%
归母净利润同比增速	6.28%	6.39%	5.11%	4.20%	4.87%	5.25%	4.74%	5.12%	-10.74%
ROE (年化)	16.66%	16.08%	14.04%	15.90%	15.62%	15.13%	13.18%	15.09%	12.65%
ROA (年化)	1.31%	1.26%	1.13%	1.31%	1.31%	1.27%	1.11%	1.23%	1.05%
净息差	2.34%	2.34%	2.31%	2.29%	2.27%	2.27%	2.26%	2.19%	2.14%
净利差	2.20%	2.21%	2.18%	2.15%	2.12%	2.12%	2.12%	2.04%	1.99%
成本收入比	20.87%	22.04%	25.38%	20.15%	20.78%	21.88%	25.44%	17.83%	19.49%
生息资产同比增速	5.95%	6.42%	6.14%	6.71%	6.91%	5.69%	7.90%	10.69%	11.28%
贷款同比增速	7.56%	7.91%	6.53%	7.87%	7.80%	7.75%	9.03%	12.37%	13.30%
存款同比增速	4.25%	4.40%	3.47%	5.76%	6.23%	6.04%	7.25%	9.03%	11.89%
贷款/生息资产	59.61%	59.48%	59.42%	58.90%	59.72%	60.91%	59.17%	59.18%	59.90%
存款/计息负债	85.46%	84.74%	84.07%	85.12%	85.06%	85.86%	82.19%	82.79%	83.94%
不良贷款余额	198,754	201,821	200,881	207,463	208,069	211,399	212,473	226,010	245,516
不良贷款率	1.48%	1.47%	1.46%	1.46%	1.43%	1.43%	1.42%	1.42%	1.49%
拨备覆盖率	193.16%	195.16%	208.37%	214.23%	218.03%	218.28%	227.69%	230.27%	223.47%
逾期 90 天以上/不良	65.66%		60.07%		67.18%		58.51%		52.24%
不良新生成率	0.48%	0.61%	1.26%	0.71%	1.42%	0.76%	1.45%	0.70%	1.91%
逾期贷款余额	191,632	-	175,721	-	207,770	-	172,883	-	186,592
逾期贷款占比	1.42%		1.28%		1.43%		1.15%		1.14%
核心一级资本充足率	13.08%	13.34%	13.83%	13.83%	13.70%	13.96%	13.88%	13.75%	13.15%
资本充足率	15.64%	16.23%	17.19%	17.14%	17.06%	17.30%	17.52%	17.22%	16.62%

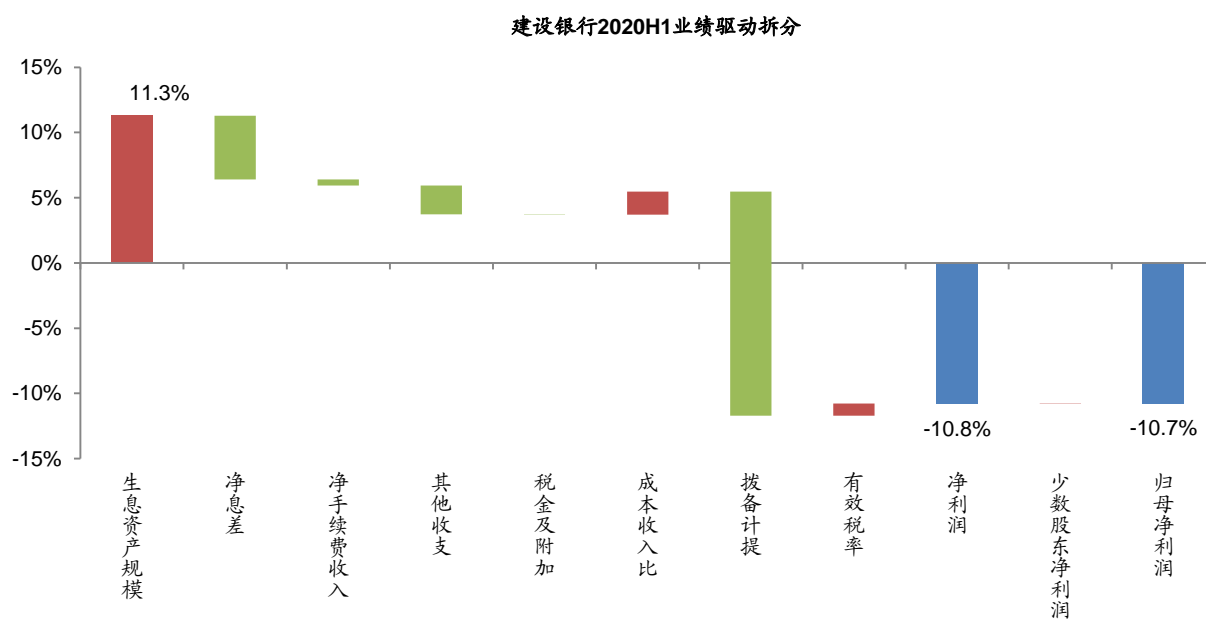
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 1：营收、PPOP、归母净利润同比增速



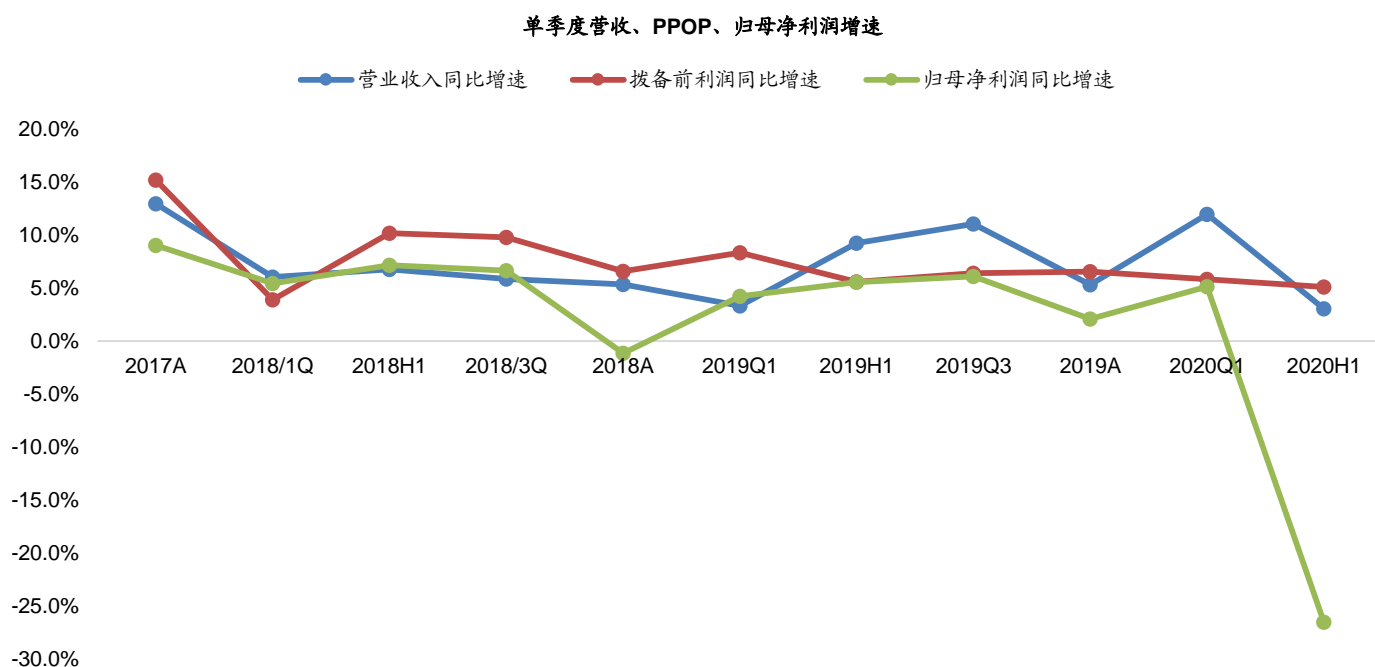
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：累计同比业绩拆分（2020H1）



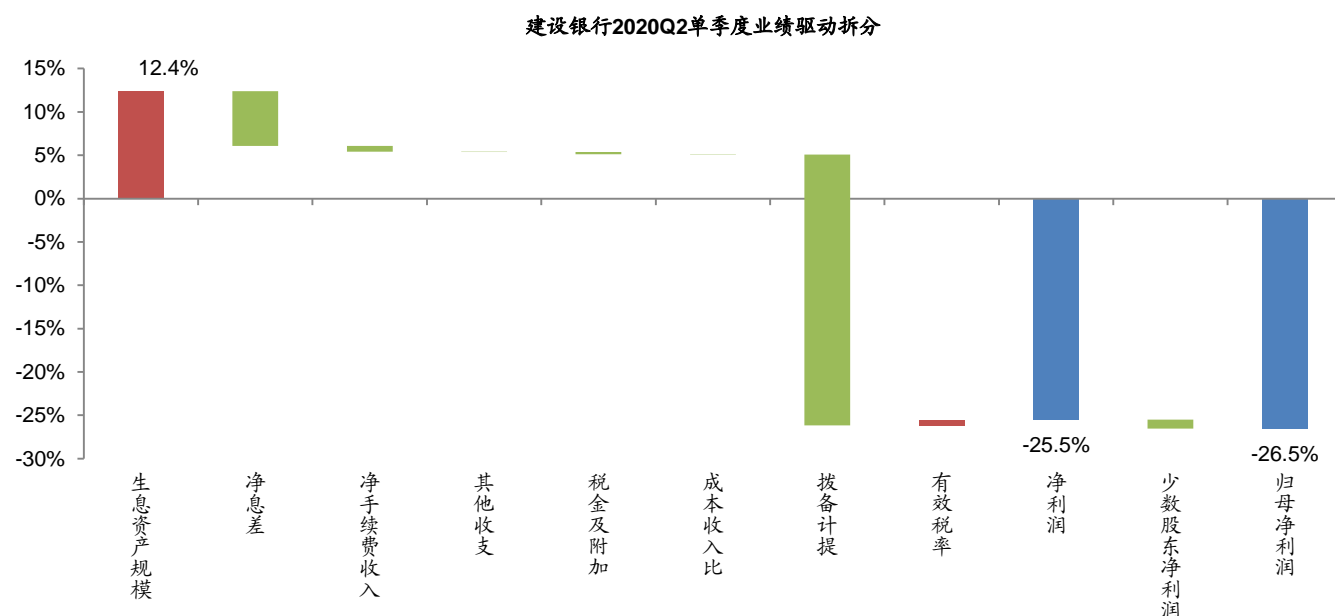
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速



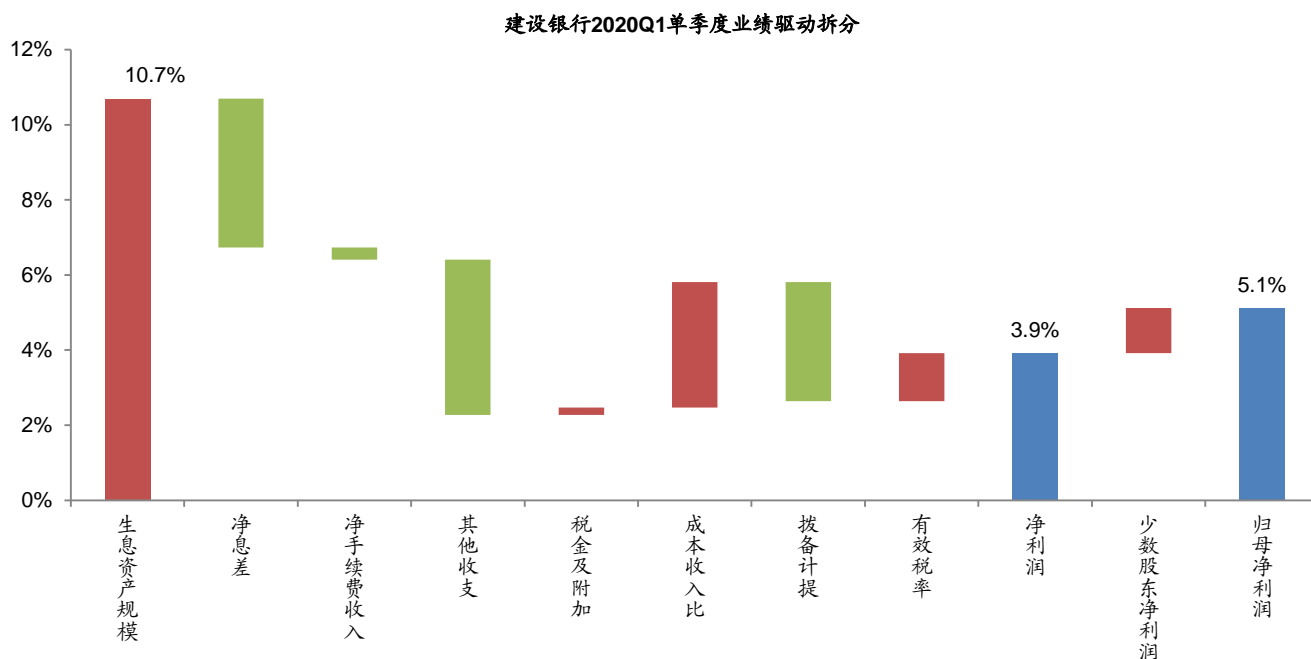
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：单季度同比业绩拆分（2020Q2）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5: 单季度同比业绩拆分 (2020Q1)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 累计业绩绝对额 (单位: 百万元)

累计业绩概览	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	环比变化
利息收入	395,320	604,759	811,026	215,918	432,446	657,416	883,499	233,245	470,522	237,277
利息支出	155,834	239,034	324,748	90,843	182,010	277,894	372,819	99,746	204,029	104,283
净利息收入	239,486	365,725	486,278	125,075	250,436	379,522	510,680	133,499	266,493	132,994
净手续费收入	69,004	96,528	123,035	43,029	76,695	108,968	137,284	45,376	80,021	34,645
其他非息收入	32,274	38,979	49,578	18,962	34,340	51,145	57,665	30,520	42,595	12,075
非息收入	101,278	135,507	172,613	61,991	111,035	160,113	194,949	75,896	122,616	46,720
营业收入	340,764	501,232	658,891	187,066	361,471	539,635	705,629	209,395	389,109	179,714
业务及管理费	71,119	110,461	167,208	37,699	75,105	118,085	179,531	37,339	75,844	38,505
减值损失	67,029	99,771	150,988	43,595	74,638	110,196	163,521	49,167	111,566	62,399
营业支出	141,338	214,735	324,328	82,802	152,774	232,782	349,829	87,821	220,289	132,468
拨备前利润	248,449	363,605	459,148	139,436	265,818	388,320	490,118	147,537	280,339	132,802
利润总额	181,420	263,834	308,160	95,841	191,180	278,124	326,597	98,370	168,773	70,403
净利润	147,465	214,856	255,626	77,925	155,708	227,382	269,222	80,981	138,939	57,958
归母净利润	147,027	214,108	254,655	76,916	154,190	225,344	266,733	80,855	137,626	56,771

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 累计业绩结构 (单位: %, 营收为分母)

累计业绩概览	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	环比变化
利息收入	116.0%	120.7%	123.1%	115.4%	119.6%	121.8%	125.2%	111.4%	120.9%	9.53pct
利息支出	45.7%	47.7%	49.3%	48.6%	50.4%	51.5%	52.8%	47.6%	52.4%	4.80pct
净利息收入	70.3%	73.0%	73.8%	66.9%	69.3%	70.3%	72.4%	63.8%	68.5%	4.73pct
净手续费收入	20.2%	19.3%	18.7%	23.0%	21.2%	20.2%	19.5%	21.7%	20.6%	-1.10pct
其他非息收入	9.5%	7.8%	7.5%	10.1%	9.5%	9.5%	8.2%	14.6%	10.9%	-3.63pct
非息收入	29.7%	27.0%	26.2%	33.1%	30.7%	29.7%	27.6%	36.2%	31.5%	-4.73pct
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
业务及管理费	20.9%	22.0%	25.4%	20.2%	20.8%	21.9%	25.4%	17.8%	19.5%	1.66pct
减值损失	19.7%	19.9%	22.9%	23.3%	20.6%	20.4%	23.2%	23.5%	28.7%	5.19pct
营业支出	41.5%	42.8%	49.2%	44.3%	42.3%	43.1%	49.6%	41.9%	56.6%	14.67pct
拨备前利润	72.9%	72.5%	69.7%	74.5%	73.5%	72.0%	69.5%	70.5%	72.0%	1.59pct
利润总额	53.2%	52.6%	46.8%	51.2%	52.9%	51.5%	46.3%	47.0%	43.4%	-3.60pct
净利润	43.3%	42.9%	38.8%	41.7%	43.1%	42.1%	38.2%	38.7%	35.7%	-2.97pct
归母净利润	43.1%	42.7%	38.6%	41.1%	42.7%	41.8%	37.8%	38.6%	35.4%	-3.24pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 4: 单季度业绩绝对额 (单位: 百万元)

累计业绩概览	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	环比变化
利息收入	199,121	209,439	206,267	215,918	216,528	224,970	226,083	233,245	237,277	4,032
利息支出	79,375	83,200	85,714	90,843	91,167	95,884	94,925	99,746	104,283	4,537
净利息收入	119,746	126,239	120,553	125,075	125,361	129,086	131,158	133,499	132,994	-505
净手续费收入	31,073	27,524	26,507	43,029	33,666	32,273	28,316	45,376	34,645	-10,731
其他非息收入	8,872	6,705	10,599	18,962	15,378	16,805	6,520	30,520	12,075	-18,445
非息收入	39,945	34,229	37,106	61,991	49,044	49,078	34,836	75,896	46,720	-29,176
营业收入	159,691	160,468	157,659	187,066	174,405	178,164	165,994	209,395	179,714	-29,681
业务及管理费	36,431	39,342	56,747	37,699	37,406	42,980	61,446	37,339	38,505	1,166
减值损失	28,784	32,742	51,217	43,595	31,043	35,558	53,325	49,167	62,399	13,232
营业支出	67,005	73,397	109,593	82,802	69,972	80,008	117,047	87,821	132,468	44,647
拨备前利润	119,711	115,156	95,543	139,436	126,382	122,502	101,798	147,537	132,802	-14,735
利润总额	90,927	82,414	44,326	95,841	95,339	86,944	48,473	98,370	70,403	-27,967
净利润	73,389	67,391	40,770	77,925	77,783	71,674	41,840	80,981	57,958	-23,023
归母净利润	73,212	67,081	40,547	76,916	77,274	71,154	41,389	80,855	56,771	-24,084

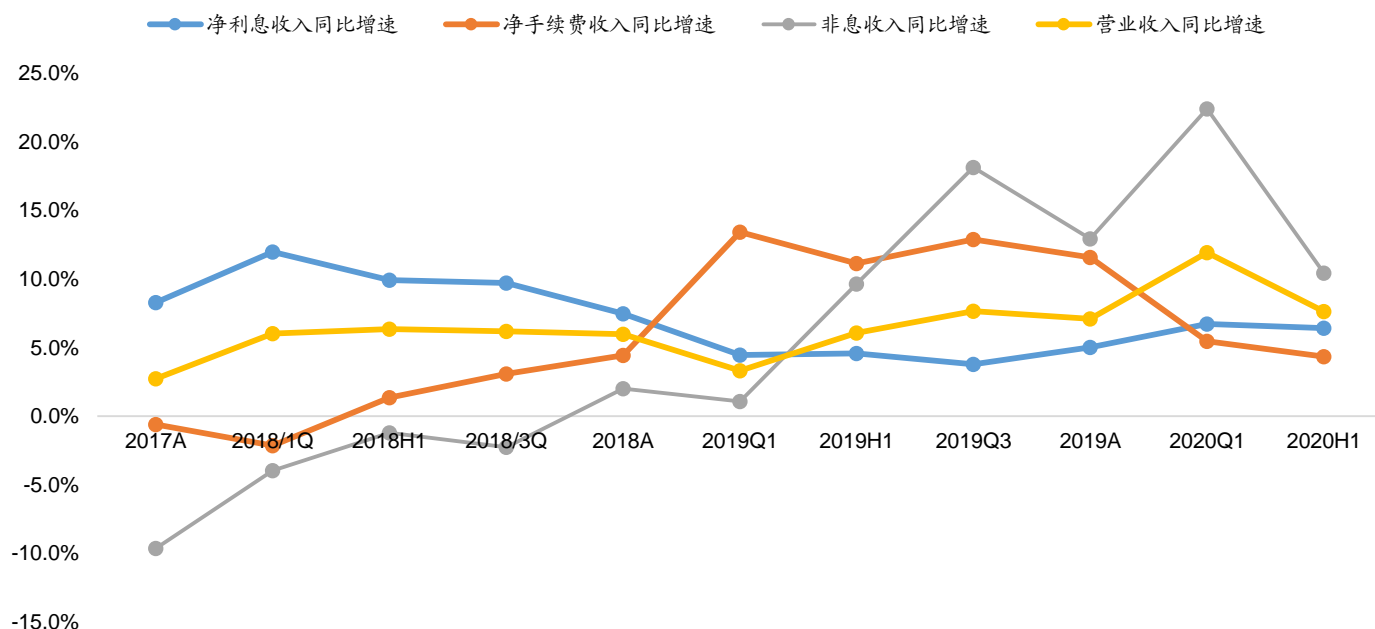
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 5: 单季度业绩结构 (单位: %, 营收为分母)

累计业绩概览	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	环比变化
利息收入	124.7%	130.5%	130.8%	115.4%	124.2%	126.3%	136.2%	111.4%	132.0%	20.64pct
利息支出	49.7%	51.8%	54.4%	48.6%	52.3%	53.8%	57.2%	47.6%	58.0%	10.39pct
净利息收入	75.0%	78.7%	76.5%	66.9%	71.9%	72.5%	79.0%	63.8%	74.0%	10.25pct
净手续费收入	19.5%	17.2%	16.8%	23.0%	19.3%	18.1%	17.1%	21.7%	19.3%	-2.39pct
其他非息收入	5.6%	4.2%	6.7%	10.1%	8.8%	9.4%	3.9%	14.6%	6.7%	-7.86pct
非息收入	25.0%	21.3%	23.5%	33.1%	28.1%	27.5%	21.0%	36.2%	26.0%	-10.25pct
营业收入	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.00pct
业务及管理费	22.8%	24.5%	36.0%	20.2%	21.4%	24.1%	37.0%	17.8%	21.4%	3.59pct
减值损失	18.0%	20.4%	32.5%	23.3%	17.8%	20.0%	32.1%	23.5%	34.7%	11.24pct
营业支出	42.0%	45.7%	69.5%	44.3%	40.1%	44.9%	70.5%	41.9%	73.7%	31.77pct
拨备前利润	75.0%	71.8%	60.6%	74.5%	72.5%	68.8%	61.3%	70.5%	73.9%	3.44pct
利润总额	56.9%	51.4%	28.1%	51.2%	54.7%	48.8%	29.2%	47.0%	39.2%	-7.80pct
净利润	46.0%	42.0%	25.9%	41.7%	44.6%	40.2%	25.2%	38.7%	32.3%	-6.42pct
归母净利润	45.8%	41.8%	25.7%	41.1%	44.3%	39.9%	24.9%	38.6%	31.6%	-7.02pct

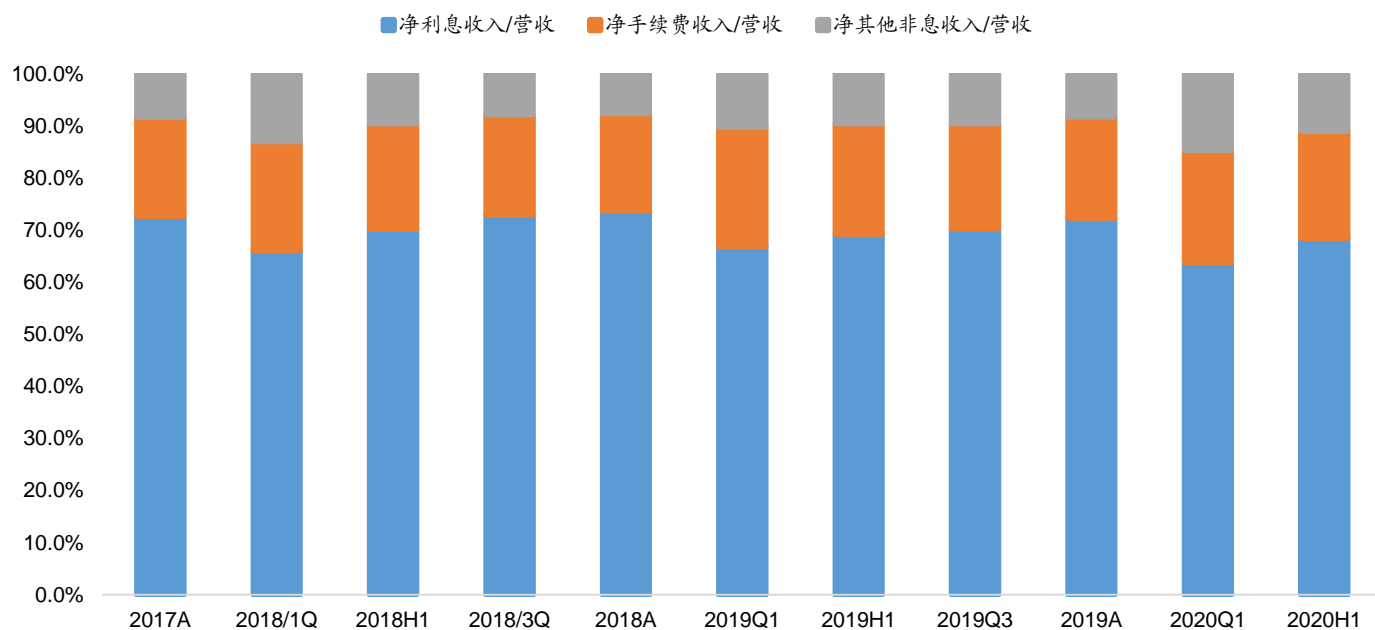
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 营收、利息、手续费、其他非息收入增速



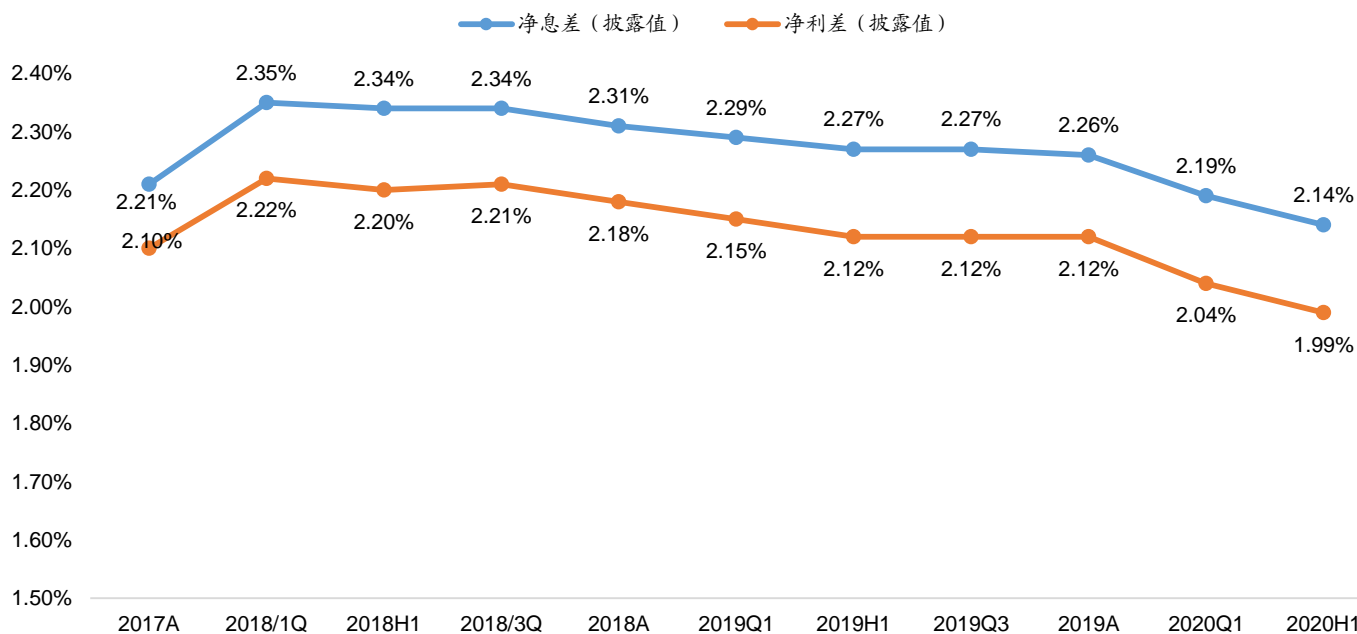
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：利息、手续费、其他非息收入营收占比



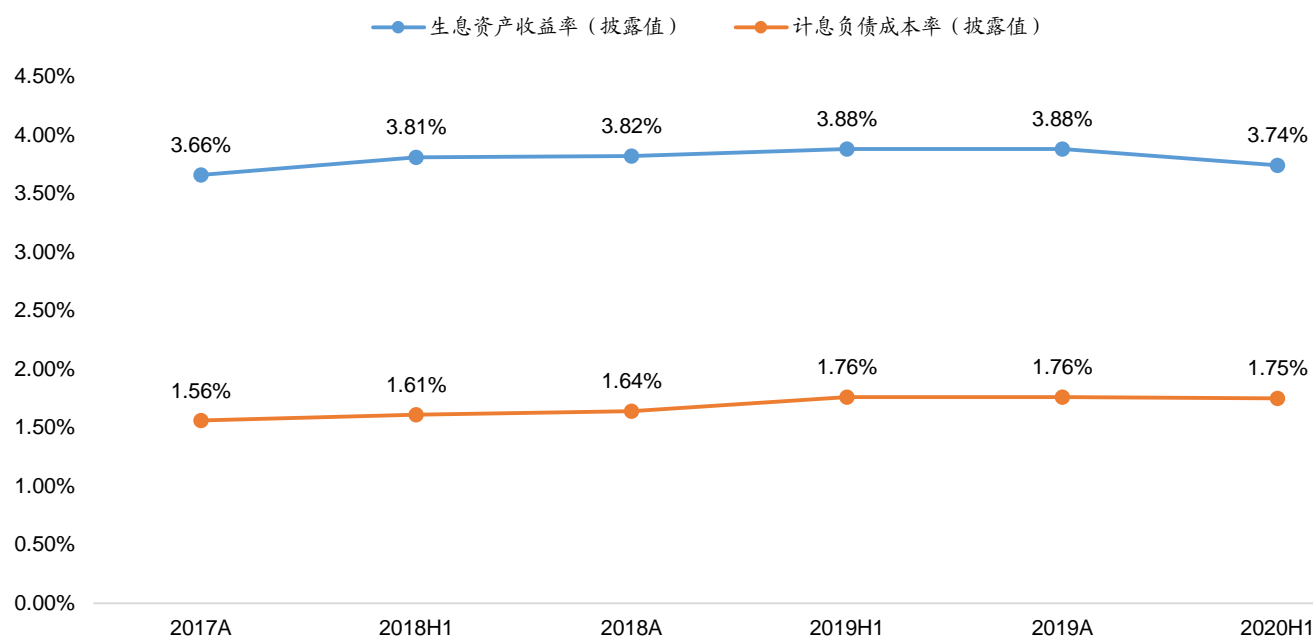
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：净息差和净利差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：生息资产收益率和计息负债成本率



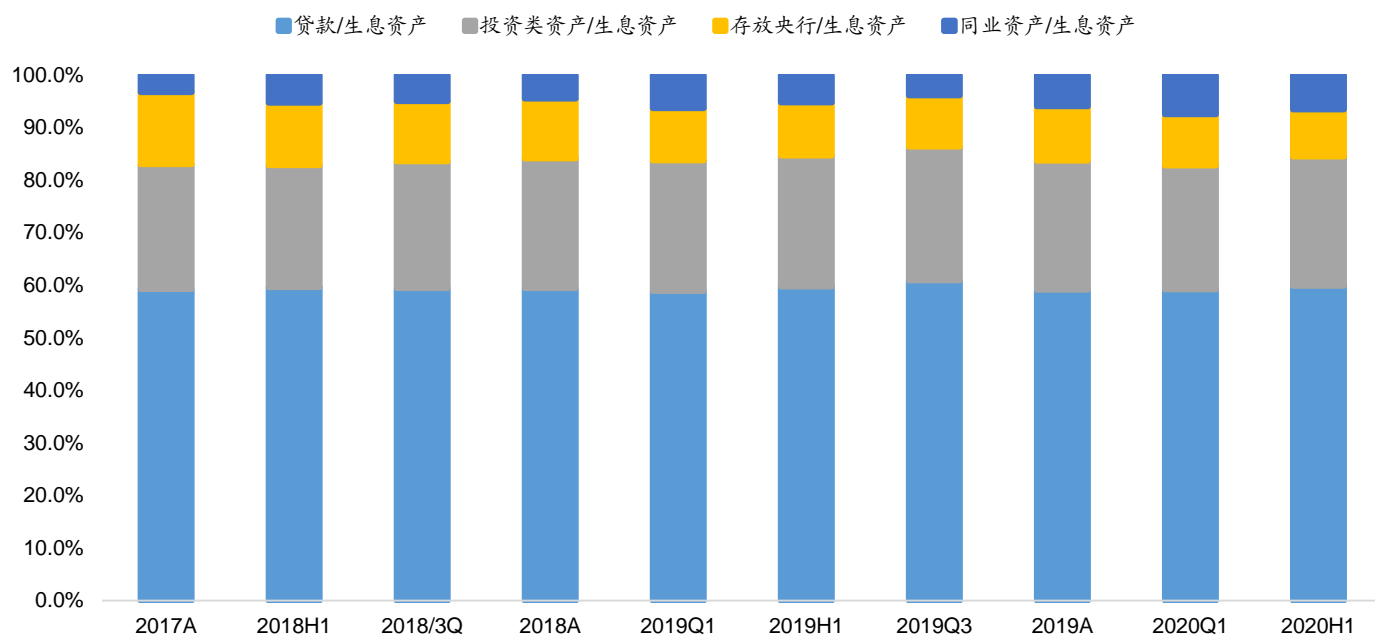
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 6：生息资产细项收益率和计息负债细项成本率

生息资产平均收益率	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1
发放贷款	4.18%	4.31%	4.34%	4.49%	4.49%	4.40%
投资类资产	3.74%	3.80%	3.75%	3.65%	3.62%	3.52%
存放央行	1.51%	1.53%	1.53%	1.50%	1.48%	1.42%
同业资产	2.73%	3.33%	3.19%	2.52%	2.51%	2.02%
总生息资产	3.66%	3.81%	3.82%	3.88%	3.88%	3.74%
计息负债平均付息率	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019A	2020H1
存款	1.33%	1.34%	1.39%	1.55%	1.57%	1.58%
向央行借款	2.99%	3.21%	3.21%	3.31%	3.27%	3.14%
同业负债	2.53%	2.77%	2.73%	2.51%	2.43%	2.09%
发行债券	3.69%	4.31%	3.62%	3.63%	3.46%	3.32%
总计息负债	1.56%	1.61%	1.64%	1.76%	1.76%	1.75%

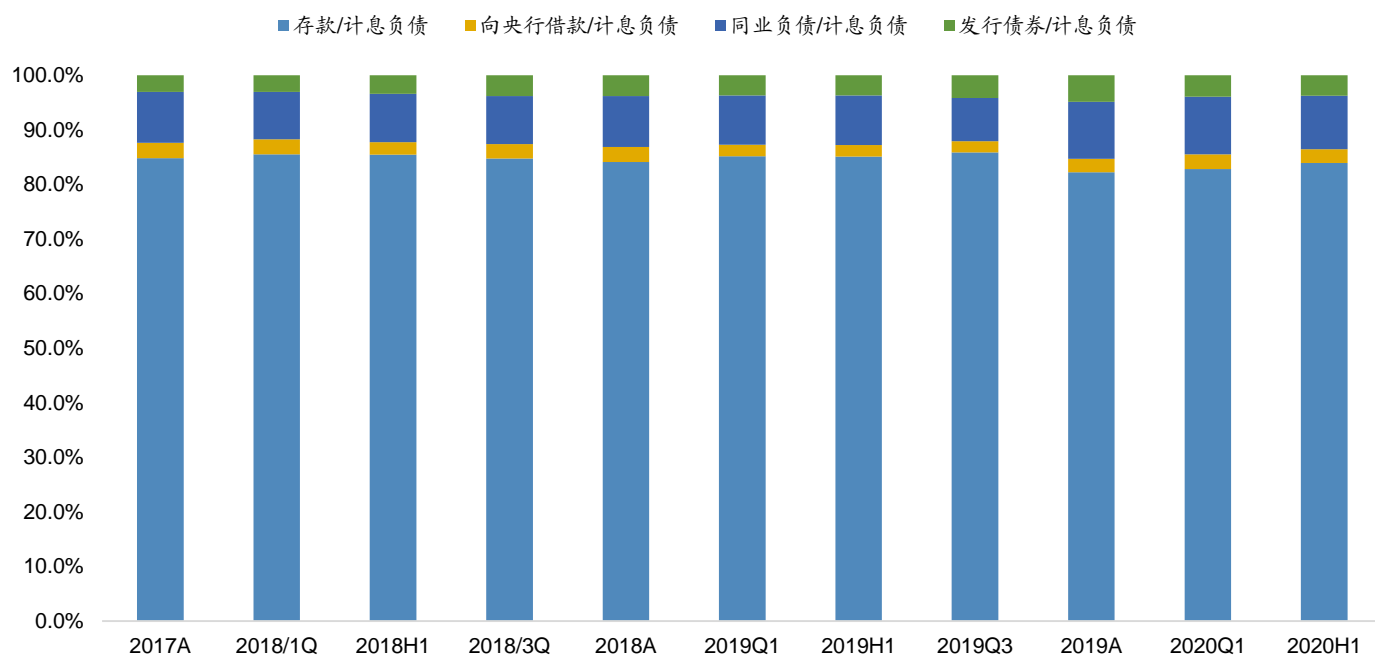
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 生息资产结构



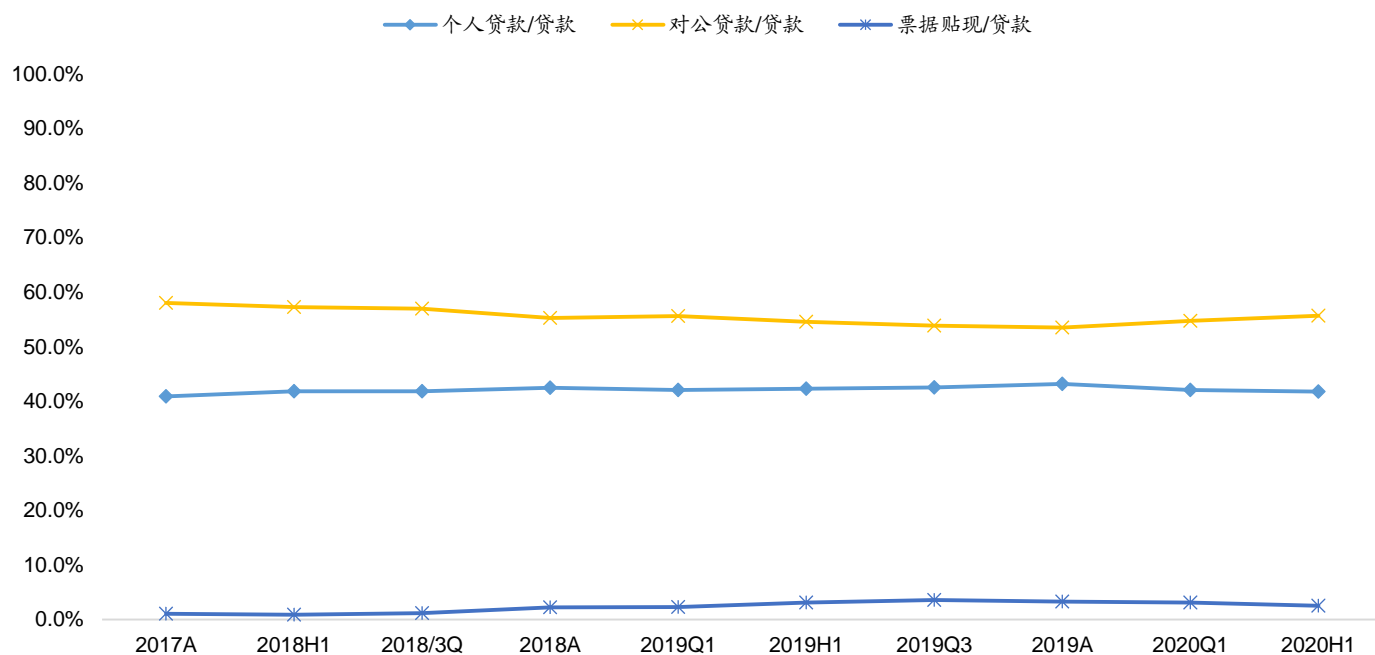
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 计息负债结构



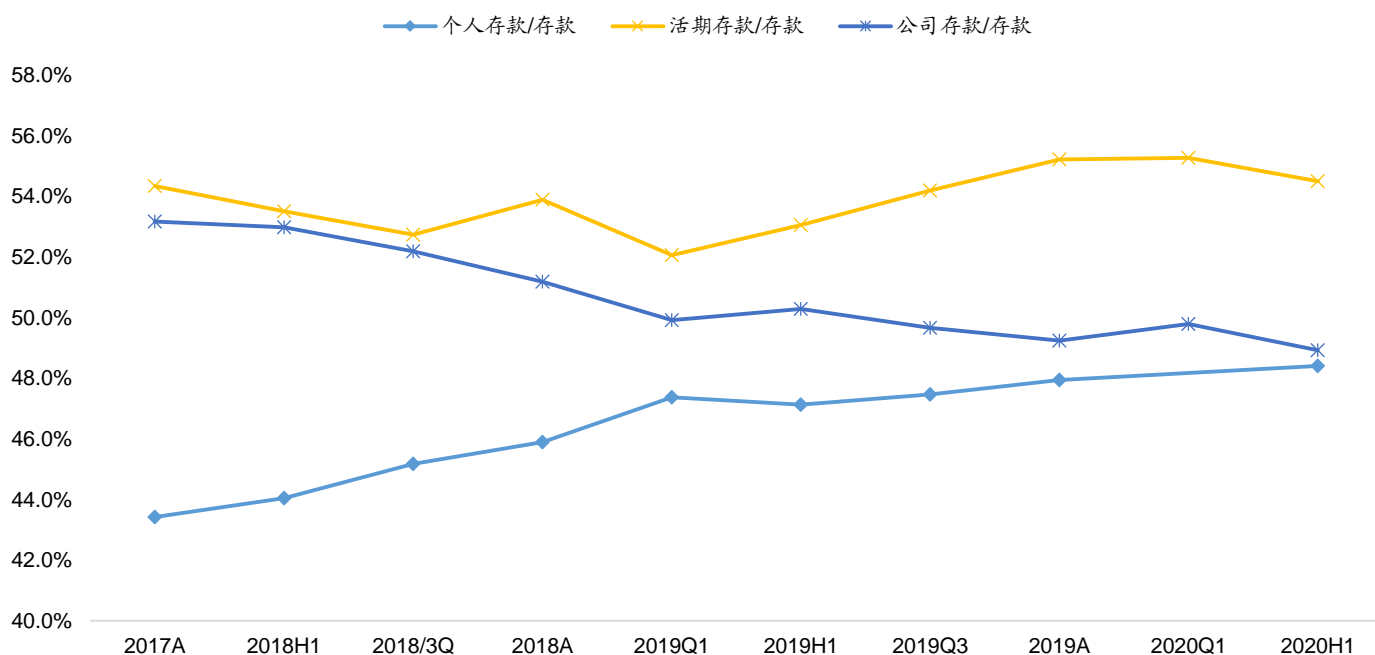
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 对公、零售、票据占比



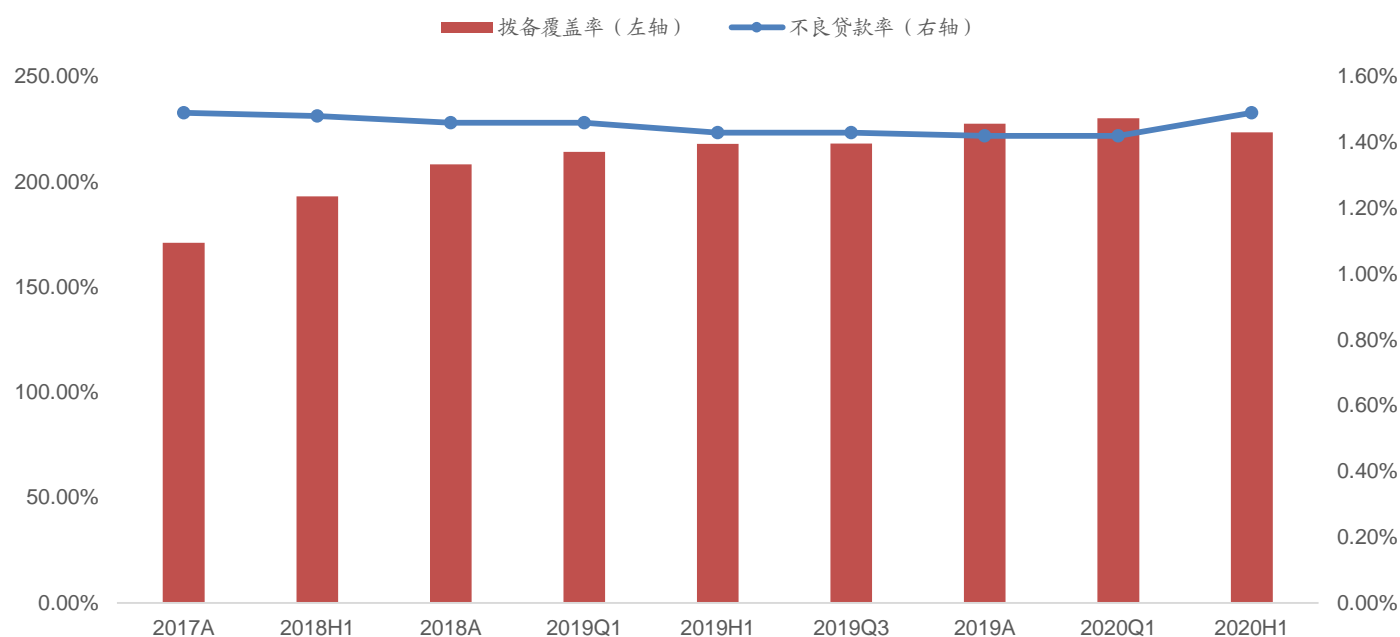
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 对公存款、个人存款、活期存款占比



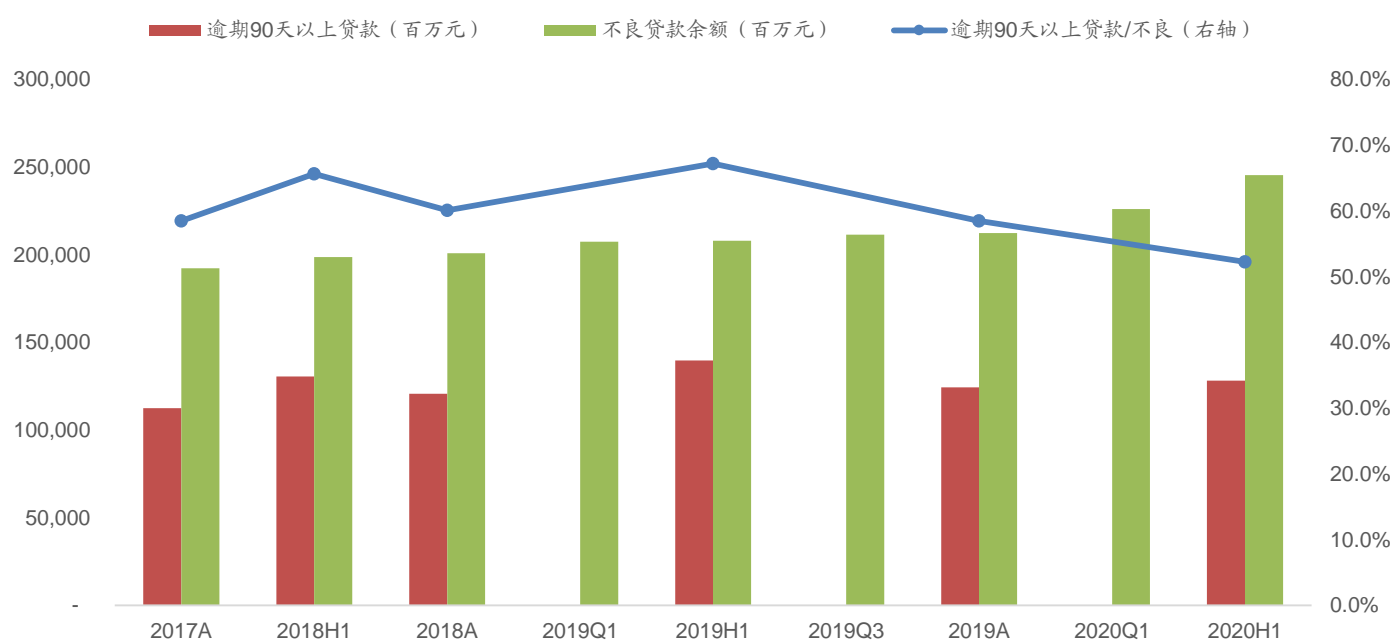
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 不良率和拨备覆盖率



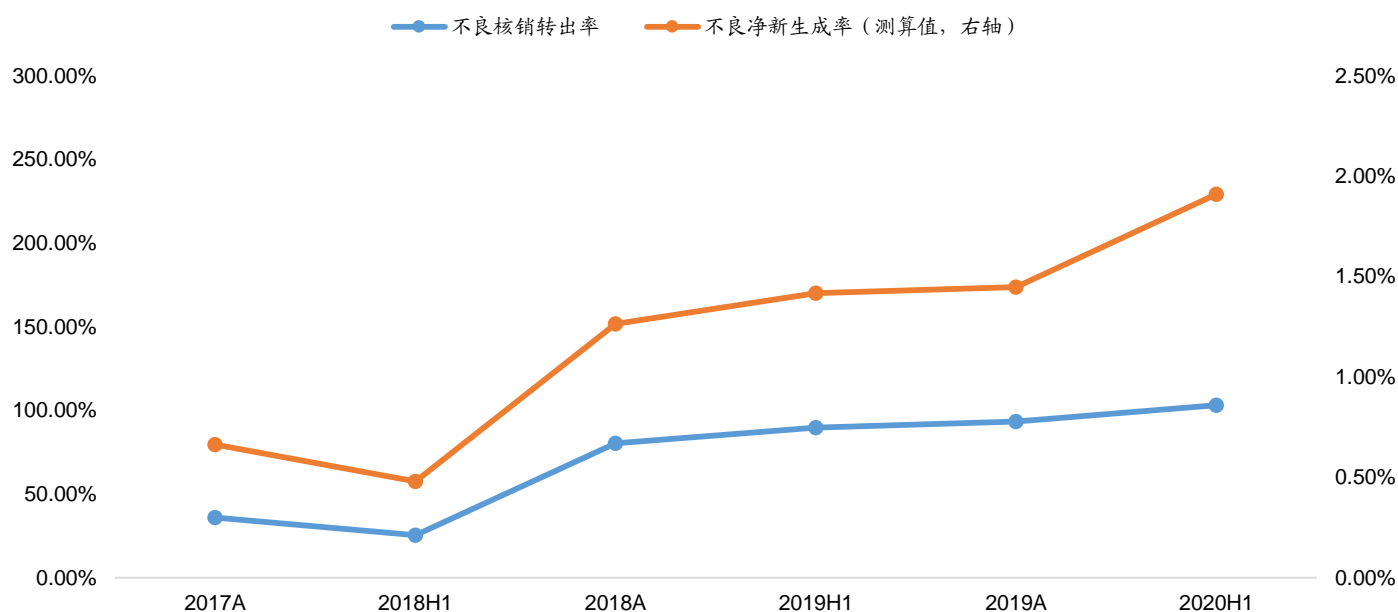
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 逾期90天以上贷款/不良



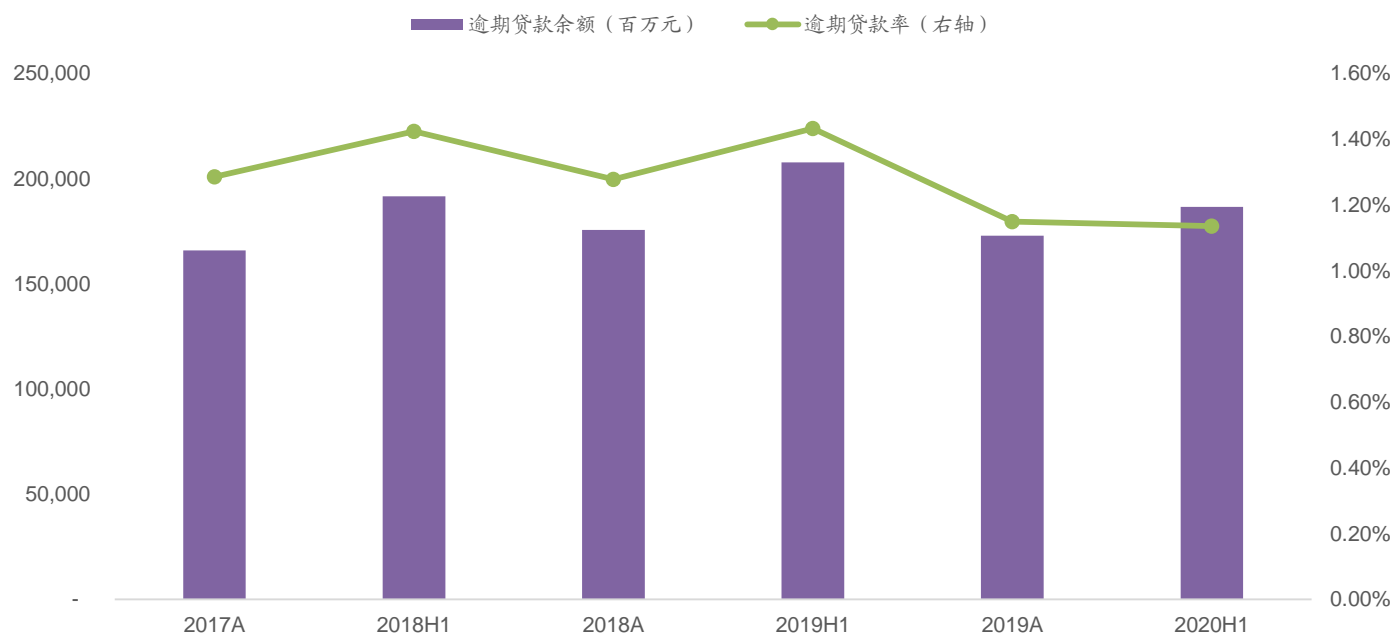
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16：不良生成率与核销转出率



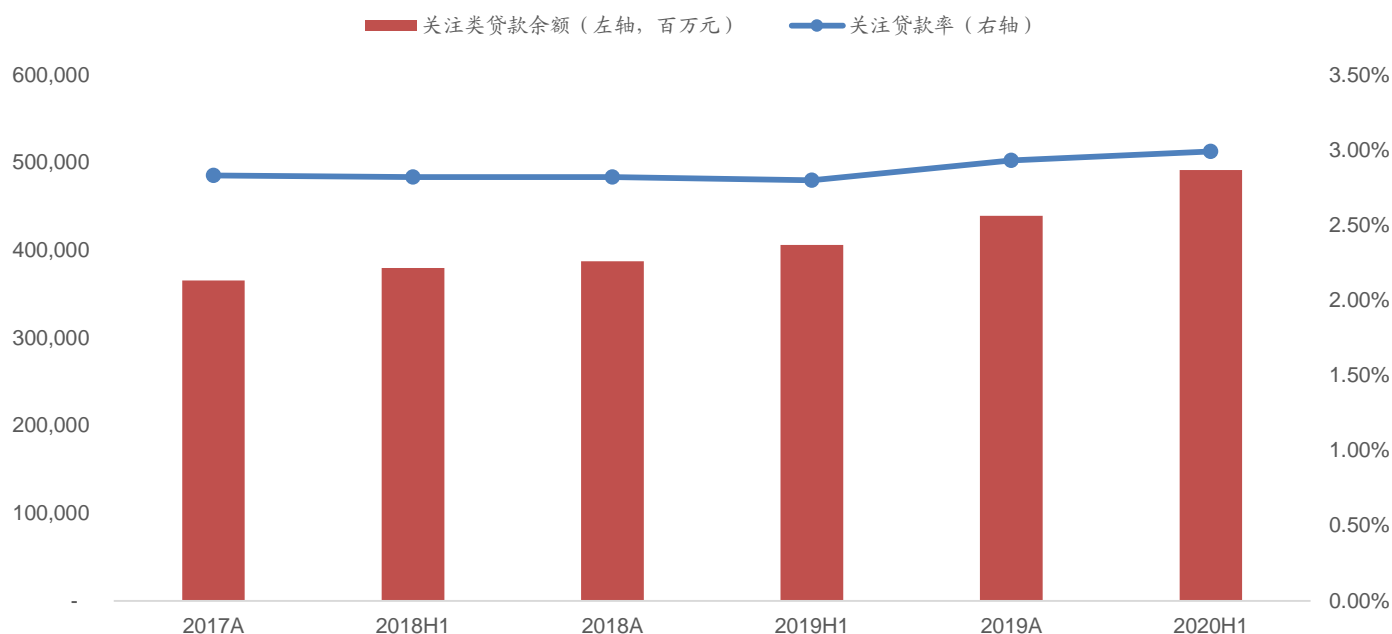
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：逾期贷款余额和比率



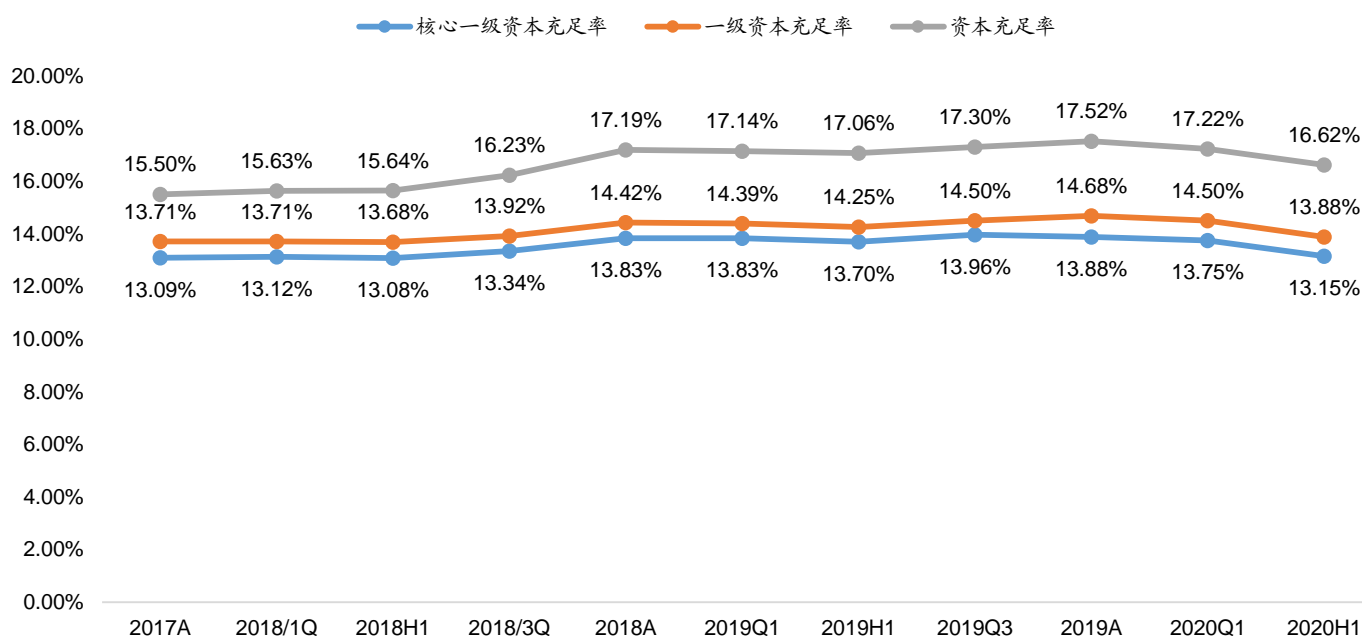
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 18: 关注类贷款余额及占比



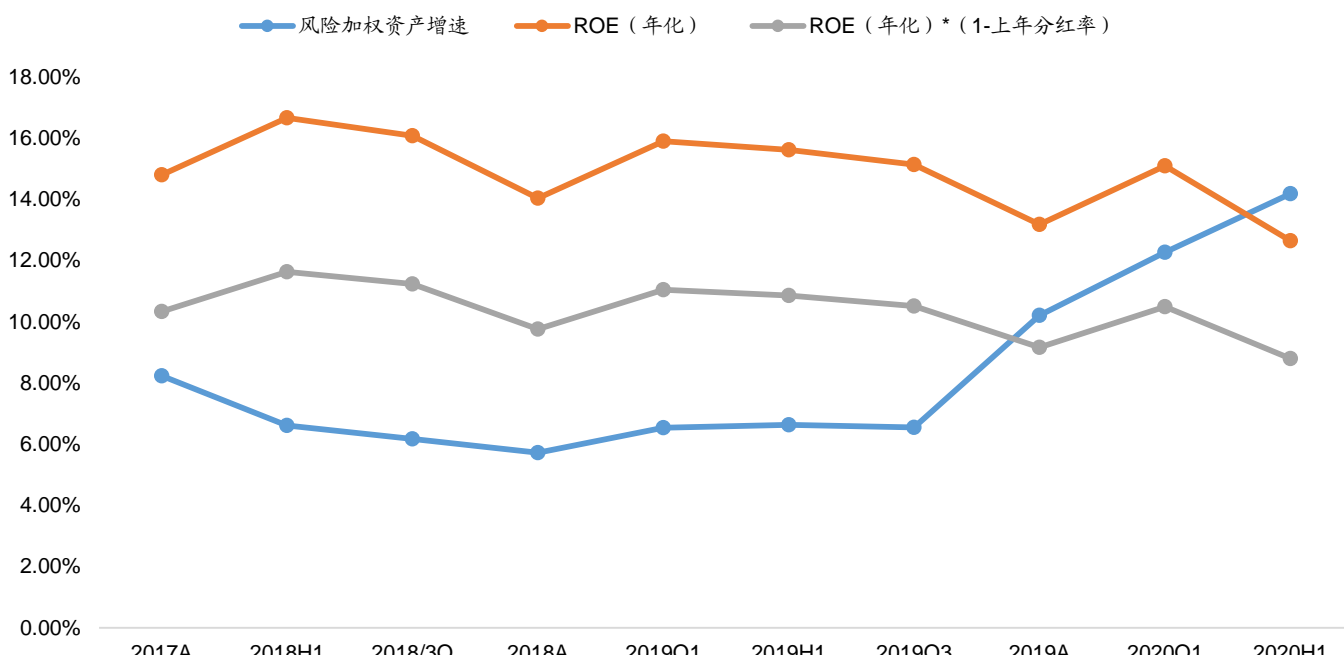
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 资本充足率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 风险加权资产增速与内生资本增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

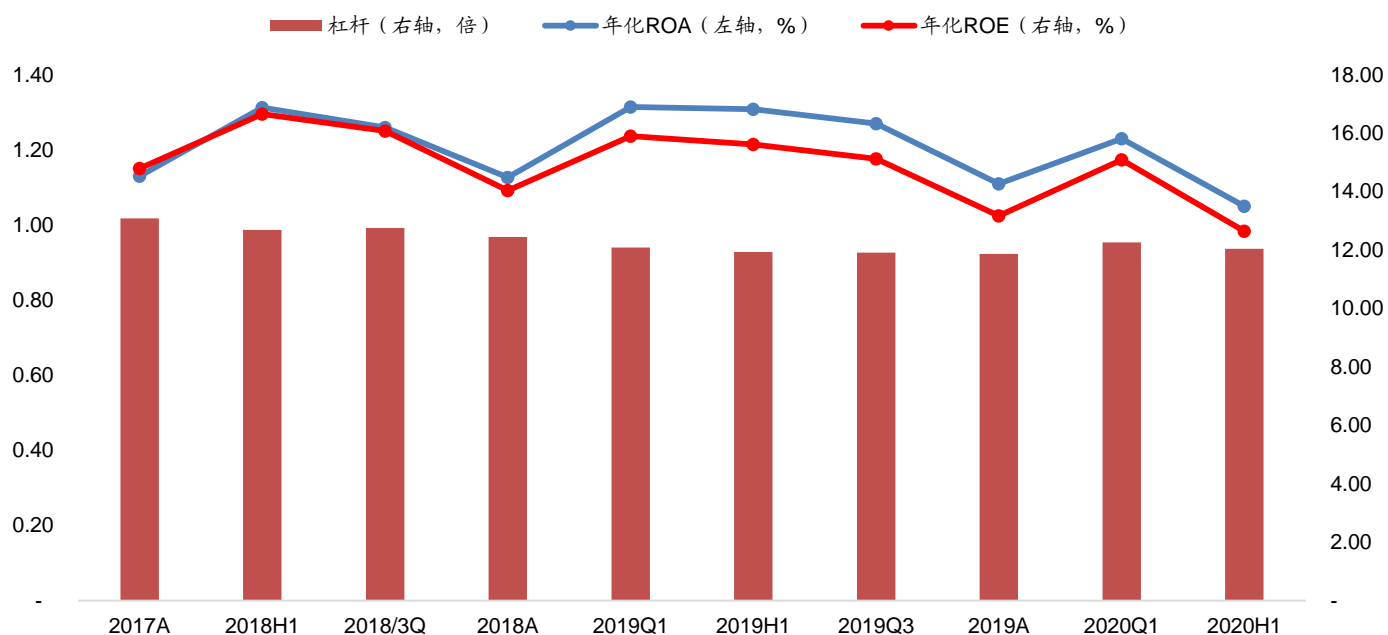
表 7: ROE和ROA拆解

ROE 拆分	2018H1	2018Q3	2018A	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	同比变化
营业收入	3.03%	2.94%	2.91%	3.16%	3.04%	3.01%	2.90%	3.19%	2.93%	-0.26pct
净利息收入	2.13%	2.14%	2.14%	2.11%	2.10%	2.12%	2.10%	2.03%	2.01%	-0.02pct
净手续费收入	0.61%	0.57%	0.54%	0.73%	0.64%	0.61%	0.56%	0.69%	0.60%	-0.09pct
其他非息收入	0.29%	0.23%	0.22%	0.32%	0.29%	0.29%	0.24%	0.46%	0.32%	-0.14pct
营业支出	-1.26%	-1.26%	-1.43%	-1.40%	-1.28%	-1.30%	-1.44%	-1.34%	-1.44%	-0.10pct
税金及附加	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.02%	-0.03%	-0.01pct
业务及管理费	-0.63%	-0.65%	-0.74%	-0.64%	-0.63%	-0.66%	-0.74%	-0.57%	-0.57%	0.00pct
减值损失	-0.60%	-0.59%	-0.67%	-0.74%	-0.63%	-0.62%	-0.67%	-0.75%	-0.84%	-0.09pct
营业利润	1.78%	1.68%	1.48%	1.76%	1.75%	1.71%	1.46%	1.85%	1.49%	-0.36pct
营业外净收入	-0.16%	-0.13%	-0.12%	-0.14%	-0.15%	-0.16%	-0.12%	-0.35%	-0.22%	0.13pct
利润总额	1.62%	1.55%	1.36%	1.62%	1.61%	1.55%	1.34%	1.50%	1.27%	-0.23pct
所得税	-0.30%	-0.29%	-0.23%	-0.30%	-0.30%	-0.28%	-0.24%	-0.26%	-0.22%	0.04pct
年化 ROA	1.31%	1.26%	1.13%	1.31%	1.31%	1.27%	1.11%	1.23%	1.05%	-0.19pct
杠杆率	12.69	12.76	12.45	12.09	11.94	11.91	11.87	12.27	12.05	0.11X
年化 ROE	16.66%	16.08%	14.04%	15.90%	15.62%	15.13%	13.14%	15.13%	12.61%	-2.51pct

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

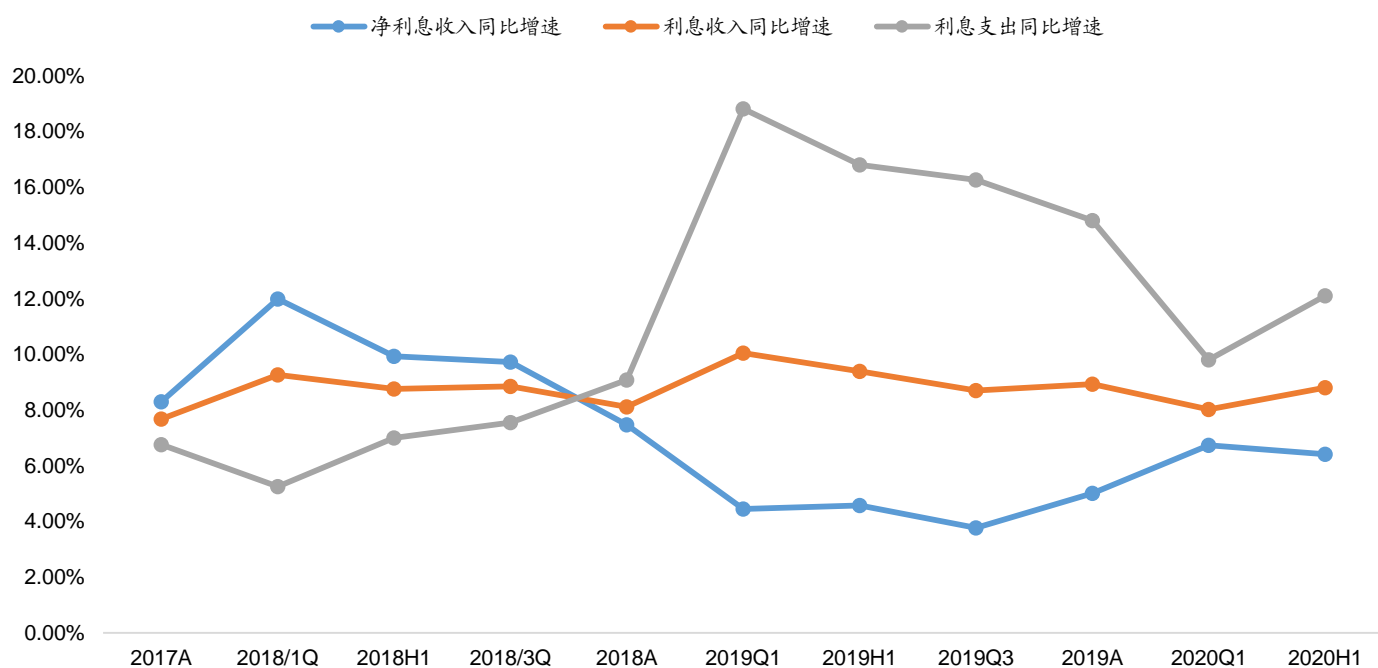
备注: 杠杆率同比变化的单位为“倍”。

图 21: ROE、ROA和杠杆率



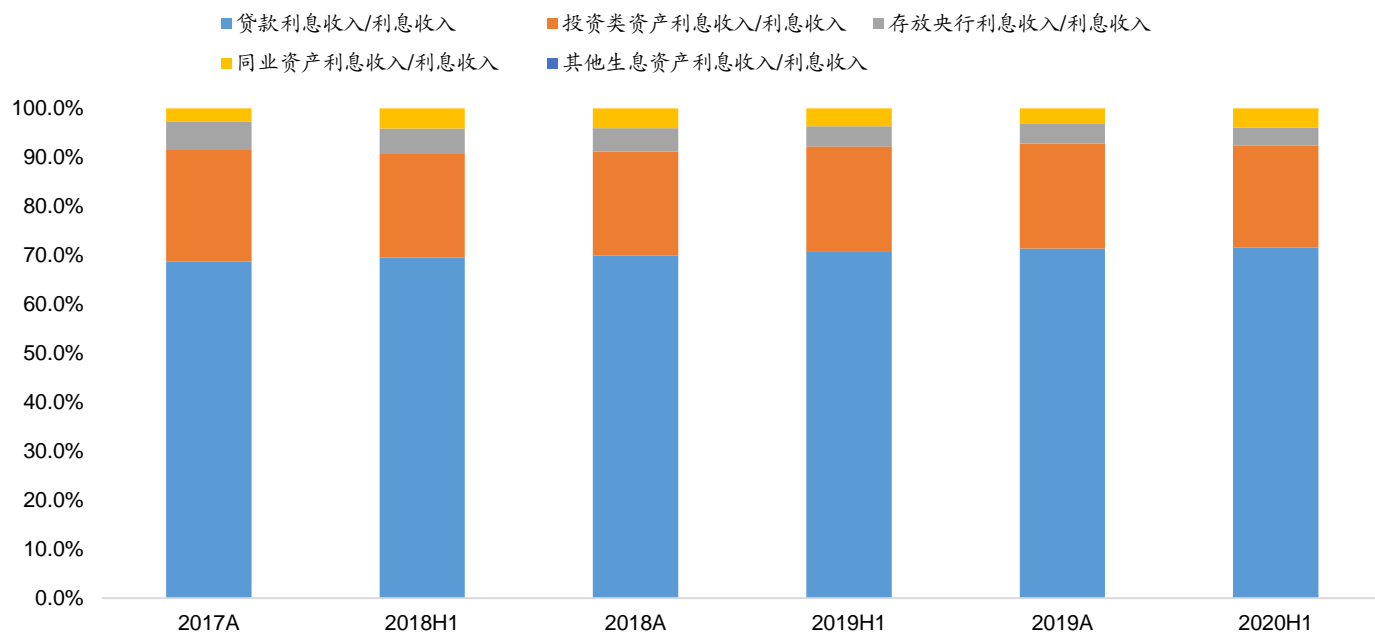
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 利息、手续费、其他非息收入增速



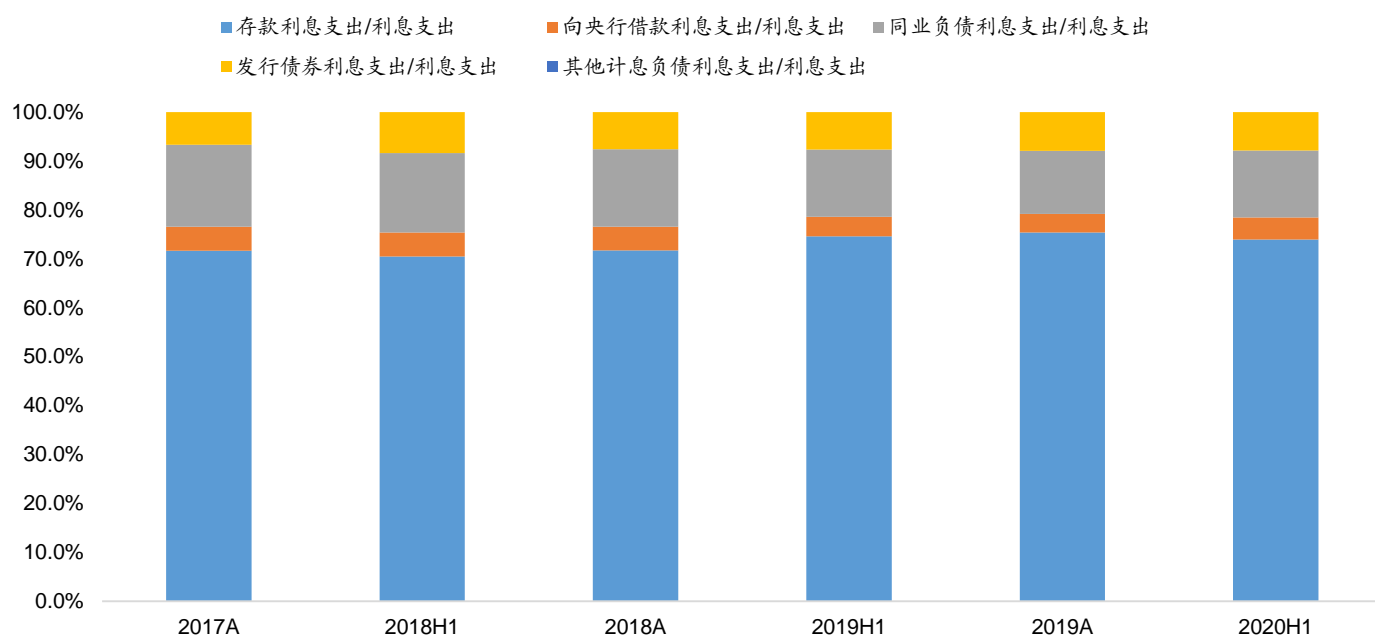
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 利息收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 利息支出结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 8: 手续费及佣金收入结构及增速 (单位: 百万元, %)

手续费及佣金净收入结构	本期金额	占比	上年同期金额	占比	同比增速
手续费及佣金收入	88,755	100.00%	84,167	100.00%	5.45%
银行卡手续费	26,532	29.89%	26,184	31.11%	1.33%
电子银行业务收入	14,308	16.12%	12,263	14.57%	16.68%
代理业务手续费	10,053	11.33%	10,863	12.91%	-7.46%
托管及其他受托业务佣金	9,491	10.69%	8,617	10.24%	10.14%
顾问和咨询费	7,989	9.00%	6,584	7.82%	21.34%
结算与清算手续费	7,574	8.53%	6,998	8.31%	8.23%
理财产品业务收入	7,376	8.31%	7,450	8.85%	-0.99%
担保手续费	1,952	2.20%	1,818	2.16%	7.37%
信用承诺手续费	755	0.85%	883	1.05%	-14.50%
其他	2,725	3.07%	2,507	2.98%	8.70%
手续费及佣金支出	8,734	9.84%	7,472	8.88%	16.89%
手续费及佣金净收入	80,021	90.16%	76,695	91.12%	4.34%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 按地区分布划分贷款 (单位: 百万元, %)

地区分布	期末余额	占比 (%)	期初余额	占比 (%)	较期初增速
中部地区	3,007,265	18.25%	2,684,077	17.87%	12.04%
长江三角洲	2,906,108	17.64%	2,584,684	17.21%	12.44%
环渤海地区	2,732,021	16.58%	2,527,254	16.82%	8.10%
西部地区	2,649,068	16.08%	2,480,840	16.51%	6.78%
珠江三角洲	2,659,558	16.14%	2,320,984	15.45%	14.59%
东北地区	764,858	4.64%	738,388	4.92%	3.58%
总行	779,939	4.73%	747,741	4.98%	4.31%
海外	931,643	5.66%	903,938	6.02%	3.06%
应计利息	43,686	0.27%	34,919	0.23%	25.11%
发放贷款和垫款总额	16,474,146	100.00%	15,022,825	100.00%	9.66%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 按行业分布划分贷款 (单位: 百万元, %)

行业分布	期末余额	占比 (%)	不良贷款率 (%)	期初余额	占比 (%)	不良贷款率 (%)	较期初增速
公司类贷款和垫款	8,069,329	49.11%	2.47%	6,959,844	46.44%	2.47%	15.94%
交通运输、仓储和邮政业	1,504,941	9.16%	1.81%	1,398,515	9.33%	1.67%	7.61%
制造业	1,291,730	7.86%	6.04%	1,080,296	7.21%	6.60%	19.57%
租赁和商务服务业	1,289,178	7.85%	1.32%	1,058,276	7.06%	0.84%	21.82%
其中: 商务服务业	1,267,200	7.71%	1.27%	1,038,417	6.93%	0.82%	22.03%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	825,383	5.02%	1.11%	794,734	5.30%	1.03%	3.86%
批发和零售业	663,876	4.04%	4.02%	494,876	3.30%	5.24%	34.15%
房地产业	654,417	3.98%	1.08%	560,580	3.74%	0.94%	16.74%
水利、环境和公共设施管理业	488,355	2.97%	0.96%	423,191	2.82%	0.92%	15.40%
建筑业	398,325	2.42%	1.75%	310,783	2.07%	1.72%	28.17%
采矿业	205,431	1.25%	4.31%	205,966	1.37%	4.22%	-0.26%
其中: 石油和天然气开采业	1,437	0.01%	21.57%	1,438	0.01%	6.19%	-0.07%
信息传输、软件和信息技术服务业	81,122	0.49%	1.75%	72,430	0.48%	1.21%	12.00%
其中: 电信、广播电视和卫星传输业	17,988	0.11%	0.02%	27,716	0.18%	0.12%	-35.10%
教育	70,625	0.43%	0.07%	64,791	0.43%	0.39%	9.00%
其他	595,946	3.63%	2.10%	495,406	3.31%	1.99%	20.29%
个人贷款和垫款	6,866,895	41.79%	0.43%	6,477,352	43.22%	0.41%	6.01%
票据贴现	413,419	2.52%	0.16%	492,693	3.29%	0.15%	-16.09%
海外和子公司	1,080,817	6.58%	1.48%	1,058,017	7.06%	1.24%	2.15%
不含息贷款和垫款总额	16,430,460	100.00%	1.49%	14,987,906	100.00%	1.42%	9.62%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 按产品类别分布划分个人贷款 (单位: 百万元, %)

产品类别分布	期末余额	占比 (%)	不良贷款率 (%)	期初余额	占比 (%)	不良贷款率 (%)	较期初增速
个人贷款和垫款	6,866,895	100.00%	0.43%	6,477,352	100.00%	0.41%	6.01%
个人住房贷款	5,591,157	81.42%	0.25%	5,305,095	81.90%	0.24%	5.39%
信用卡贷款	774,595	11.28%	1.17%	741,197	11.44%	1.03%	4.51%
个人消费贷款	255,845	3.73%	0.85%	189,588	2.93%	1.39%	34.95%
个人助业贷款	57,837	0.84%	1.96%	44,918	0.69%	2.64%	28.76%
其他贷款	187,461	2.73%	1.56%	196,554	3.03%	1.41%	-4.63%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 关键细分假设及盈利预测:

(1) 规模增速方面, 随着经济逐步复苏, 财政政策更加积极, 银行信贷投放依然较强。零售贷款规模恢复较快, 对公贷款中基建类行业信贷需求较大。考虑到上半年建设银行贷款增速较高, 预计全年贷款增速依然高位企稳, 进而带动生息资产规模

扩张。存款方面，财政相关投放将带来存款衍生竞争。考虑到上半年建设银行存款增长较快，存款在计息负债中占比提升，预计后续通过各种举措继续加大存款吸纳力度，存款增速有望显著回升。

**(2)净息差方面**，得益于负债结构的优化调整，计息负债向相对低成本的存款倾斜，成本压力改善明显。随着信贷增速收敛，资产收益率下行压力放缓，息差下行压力有望缓和。

**(3)非息收入方面**，随着市场利率后续开启上行通道，非息收入增速以及对ROA的贡献度将有所下降。

**(4)拨备支出方面**，金融让利实体经济的政策指引下，建设银行上半年拨备计提、不良处置力度加大，对利润造成侵蚀。短期来看，下半年依然面临较大的拨备和不良处置压力。中长期来看，随着存量风险出清和新增资产控质，后续拨备计提压力将有所缓解。

表 12: 建设银行关键指标假设

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款增速	6.53%	9.03%	12.00%	10.50%	9.50%
存款增速	3.47%	7.25%	12.50%	10.00%	8.00%
生息资产增速	6.20%	9.50%	9.67%	9.17%	7.71%
计息负债增速	4.34%	9.70%	9.79%	9.22%	7.73%
贷款收益率	4.25%	4.39%	4.27%	4.22%	4.22%
生息资产收益率	3.61%	3.65%	3.58%	3.59%	3.61%
存款付息率	1.40%	1.60%	1.59%	1.58%	1.57%
计息负债付息率	1.65%	1.77%	1.85%	1.83%	1.82%
净息差(NIM)	2.17%	2.11%	1.97%	1.99%	2.02%
净手续费收入增速	4.45%	11.58%	3.00%	6.00%	6.00%
拨备支出/平均贷款	26.20%	27.63%	28.45%	27.70%	26.79%

表 13: 建设银行可比同业估值（截至2020年9月2日）

代码	银行名称	货币	股价 (2020/9/2)	归母净利润（百万元）			PB（倍）		
				2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
601860.SH	建设银行	CNY	6.17	254,655	266,733	221,500	0.82	0.74	0.69
601398.SH	工商银行	CNY	4.92	297,676	312,224	256,476	0.79	0.72	0.67
601988.SH	中国银行	CNY	3.22	180,086	187,405	155,662	0.63	0.58	0.54
601288.SH	农业银行	CNY	3.19	202,783	212,098	178,155	0.71	0.64	0.60
601328.SH	交通银行	CNY	4.69	73,630	77,281	61,090	0.55	0.51	0.48
601658.SH	邮储银行	CNY	4.61	52,311	60,933	51,162	0.88	0.80	0.75

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：除建设银行外，其余可比银行预测值均来自广发银行组最近外发报告。

**投资建议：**受疫情冲击，公司业绩增速随行业趋势下行。往后看，预计公司营收增

速相对稳定，需要关注后续资产质量风险出清的速度和力度。预计公司20/21年归母净利润增速分别为-16.96%和7.30%，EPS分别为0.87/0.93元/股，当前A股股价对应20/21年PE分别为7.09X/6.60X，PB分别为0.69X/0.64X。近两年公司估值PB中枢在**0.9X左右**，当前估值低位，随着悲观预期兑现和风险出清，后续估值有望修复。我们认为可以给予公司A股2020年PB估值0.9X，测算出合理价值8.06元/股，按照当前AH 溢价比例，H 股合理价值为7.03港币/股(采用的港币对人民币汇率为0.8815)，均给予“买入”评级。

**风险提示：**经济增长超预期下滑；资产质量超预期恶化。

附表：建设银行盈利预测表（每股指标单位：元/股，其他指标单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>价值评估（倍）</b>						<b>利润表</b>					
P/E	6.17	5.88	7.09	6.60	5.99	净利息收入	486,278	510,680	522,518	578,040	635,810
P/B	0.81	0.74	0.69	0.64	0.59	利息收入	811,026	883,499	951,742	1,041,961	1,135,938
P/POP	3.36	3.15	2.99	2.75	2.52	利息支出	324,748	372,819	429,225	463,921	500,128
<b>每股指标</b>						净手续费收入	123,035	137,284	141,403	149,887	158,880
EPS	1.00	1.05	0.87	0.93	1.03	净其他非息收入	49,578	57,665	66,315	71,620	73,769
BVPS	7.59	8.39	8.95	9.64	10.41	营业收入	658,891	705,629	730,235	799,547	868,459
PPOPPS	1.84	1.96	2.06	2.25	2.45	营业支出	324,328	349,829	429,706	475,160	512,275
DPS	0.31	0.32	0.27	0.29	0.32	税金及附加	6,132	6,777	8,198	8,955	9,788
股息支付率	30.51%	30.45%	30.45%	30.45%	30.45%	业务及管理费	167,208	179,531	175,256	195,889	211,035
股息收益率	4.96%	5.19%	4.42%	4.74%	5.22%	营业利润	334,563	355,800	300,529	324,387	356,183
<b>驱动性因素</b>						营业外净收入	-26,403	-29,203	-30,663	-33,116	-35,765
贷款增长	6.53%	9.03%	12.00%	10.50%	9.50%	拨备前利润	459,148	490,118	516,118	561,587	611,869
存款增长	3.47%	7.25%	12.50%	10.00%	8.00%	资产减值损失	150,988	163,521	246,251	270,316	291,452
生息资产增长	6.20%	9.50%	9.67%	9.17%	7.71%	利润总额	308,160	326,597	269,866	291,271	320,418
计息负债增长	4.34%	9.70%	9.79%	9.22%	7.73%	所得税	52,534	57,375	45,877	50,972	56,073
平均贷款收益率	4.25%	4.39%	4.27%	4.22%	4.22%	归母净利润	255,626	269,222	223,989	240,298	264,345
平均生息资产收益率	3.61%	3.65%	3.58%	3.59%	3.61%	资产减值准备	254,655	266,733	221,500	237,660	261,548
平均存款付息率	1.40%	1.60%	1.59%	1.58%	1.57%	贷款总额	13,746,255	14,987,906	16,786,455	18,549,032	20,311,191
平均计息负债付息率	1.65%	1.77%	1.85%	1.83%	1.82%	贷款减值准备	418,576	483,780	475,064	436,664	401,198
净息差(NIM)-测算值	2.17%	2.11%	1.97%	1.99%	2.02%	贷款净额	13,365,430	14,540,667	16,311,391	18,112,368	19,909,993
净利差(NIS)-测算值	1.96%	1.88%	1.73%	1.76%	1.79%	投资类资产	5,714,909	6,213,241	6,958,830	7,515,536	7,891,313
净手续费收入增速	4.45%	11.58%	3.00%	6.00%	6.00%	存放央行	2,632,863	2,621,010	2,451,436	2,696,580	2,912,306
净非息收入/营收	26.20%	27.63%	28.45%	27.70%	26.79%	同业资产	1,038,521	1,508,616	1,584,047	1,568,206	1,552,524
成本收入比	25.38%	25.44%	24.00%	24.50%	24.30%	其他资产	470,970	552,727	637,649	618,124	710,887
拨备支出/平均贷款	1.13%	1.14%	1.55%	1.53%	1.50%	生息资产	23,132,548	25,330,773	27,780,768	30,329,355	32,667,334
实际所得税率	17.05%	17.57%	17.00%	17.50%	17.50%	资产合计	23,222,693	25,436,261	27,723,853	30,478,609	32,714,739
<b>业绩年增长率</b>						存款	16,931,429	18,158,786	20,428,634	22,471,498	24,269,217
净利息收入	7.48%	5.02%	2.32%	10.63%	9.99%	向央行借款	554,392	549,433	549,433	549,433	549,433
净手续费收入	4.45%	11.58%	3.00%	6.00%	6.00%	同业负债	1,878,462	2,308,909	2,308,909	2,424,354	2,569,816
营业收入	5.99%	7.09%	3.49%	9.49%	8.62%	发行债券	775,785	1,076,575	968,918	1,046,431	1,151,074
营业支出	10.98%	7.86%	22.83%	10.58%	7.81%	计息负债	20,140,068	22,093,703	24,255,894	26,491,716	28,539,540
拨备前利润	7.49%	6.75%	5.30%	8.81%	8.95%	负债合计	21,231,099	23,201,134	25,345,761	27,926,830	29,970,064
利润总额	2.79%	5.98%	-17.37%	7.93%	10.01%	股东权益合计	1,991,594	2,235,127	2,378,092	2,551,779	2,744,674
净利润	4.93%	5.32%	-16.80%	7.28%	10.01%	<b>资产质量</b>					
归母净利润	5.11%	4.74%	-16.96%	7.30%	10.05%	不良贷款余额	200,875	212,473	257,264	284,276	309,790
<b>盈利能力</b>						不良贷款率	1.46%	1.42%	1.53%	1.53%	1.53%
ROAA	1.13%	1.11%	0.84%	0.83%	0.84%	不良资产生成率	1.26%	1.45%	2.00%	2.00%	1.90%
ROAE	14.04%	13.18%	10.04%	10.05%	10.28%	拨备覆盖率	208%	228%	218%	218%	219%
RORWA	1.92%	1.88%	1.41%	1.38%	1.42%	拨贷比	3.05%	3.23%	3.34%	3.34%	3.34%
<b>资本状况</b>						<b>流动性</b>					
资本充足率	17.19%	17.52%	17.25%	17.63%	18.19%	存贷比	81.19%	82.54%	82.17%	82.54%	83.69%
一级资本充足率	14.42%	14.68%	14.40%	14.65%	15.06%	贷款/总资产	59.19%	58.92%	60.55%	60.86%	62.09%
核心一级资本充足率	13.83%	13.88%	13.36%	13.33%	13.46%	投资类资产/总资产	24.61%	24.43%	25.10%	24.66%	24.12%
加权风险资产	13,659,497	15,053,291	16,709,153	18,045,885	19,309,097	同业资产/总资产	4.47%	5.93%	5.71%	5.15%	4.75%
风险加权系数	58.82%	59.18%	60.27%	59.21%	59.02%						

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 广发银行业研究小组

- 倪 军：首席分析师，北京大学金融学硕士，2008 年开始从事银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 屈 俊：联席首席分析师，武汉大学金融学硕士，2012 年开始从事银行业研究，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 王 先 爽：高级分析师，复旦大学金融学硕士，2016 年进入银行业研究，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 万 思 华：资深分析师，厦门大学会计硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 佳 鸣：研究助理，南加州大学金融工程硕士，2019 年进入广发证券发展研究中心。
- 伍 嘉 慧：研究助理，上海交通大学金融硕士，2020 年 7 月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。