

不良环比小幅上升

增持维持

目标价格：5.30 元

投资要点:

- 规模、手续费、净息差共同推动业绩
- 不良余额小幅上升
- 三季度手续费环比下降

事件: 公司发布三季报, 前三季度实现归属于母公司股东的净利润 1390.12 亿元, 同比增长 25.82%, EPS0.56 元, 年化加权平均净资产收益率 24.82%。三季度实现净利润 462.54 亿元, 同比增长 16.04%, 环比增长 1.17%。

点评:

- **规模、手续费和净息差共同驱动业绩增长 25.8%。** 截止 2011 年 9 月 30 日, 建行资产总额 11.77 万亿元, 较上年末增长 8.90%。客户贷款和垫款总额 63416.37 亿元, 比上年末增长 11.86%。客户存款 97355.80 亿元, 增长 7.27%, 比 6 月底下降 1.58%。
- **手续费增长 41.31%推动业绩增长 9.27 个百分点, 三季度手续费环比下降 13.85%。**
- **前三季度净息差年化同比反弹 24 个 BP 至 2.70%, 拉动净利润增长 9.13 个百分点。** 第三季度年化 NIM 为 2.71%, 环比反弹 6 个 BP。
- **不良余额环比上升。** 不良贷款余额为 646.42 亿元, 较上年末减少 0.70 亿元, 但比 6 月底上升 12.25 亿元。不良贷款率 1.02%, 较上年末下降 0.12 个百分点。覆盖率 248.65%, 较上年末增加 27.51 个百分点。
- **投资建议。** 我们小幅上调建行盈利预测, 2011-2012 年净利润增长为 23.7%和 19%, 达到 16709 亿和 19870 亿, 每股收益为 0.66 元/股和 0.79 元/股, 我们在 9 月 4 日中报总结中已经上调评级中增持, 维持增持评级。

(百万元, 元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	267184	323153	386612	458744	551157
净利润	106836	135031	167009	198785	238364
摊薄 EPS	0.46	0.54	0.67	0.79	0.95
BVPS	2.38	2.79	3.21	3.69	4.26
PE(X)	10.51	8.90	7.20	6.05	5.04
PB(X)	2.02	1.72	1.50	1.30	1.13

银行行业研究组

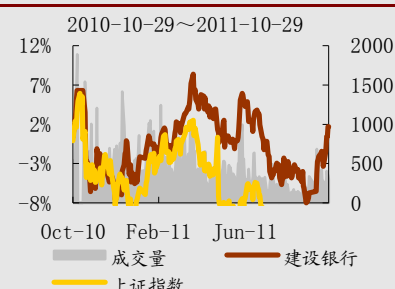
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

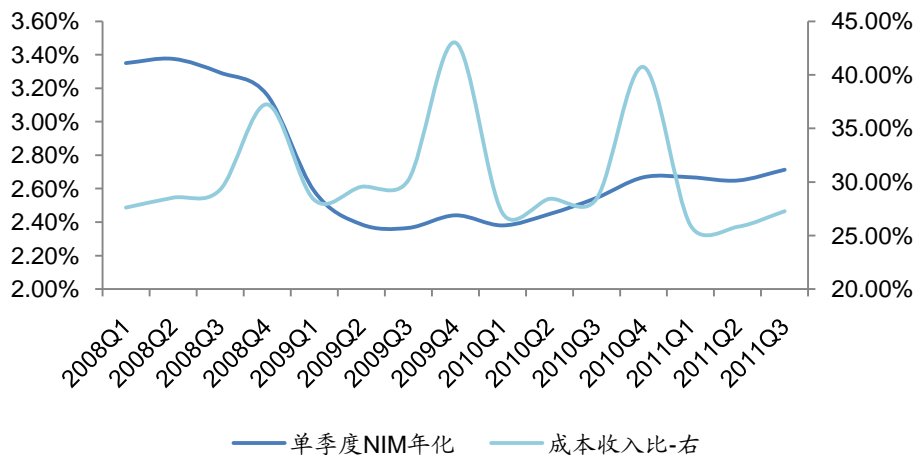
总股本 (亿股)	2500
总市值 (亿元)	12000
控股股东	汇金公司
持股比例 (%)	57.09

数据来源: wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*建设银行: 同业负债拖累净息差上行——中报点评*601939*银行*张继袖》, 2011.8
- 2 《宏源证券*公司研究*建设银行: 净息差弹性略显不足——年报点评*银行*601939*张继袖》, 2011.3
- 3 《宏源证券*公司研究*建设银行: 业务均衡发展, NIM 反弹-三季报点评*601939*银行*张继袖》, 2010.10
- 4 《宏源证券*公司研究*建设银行: 净息差环比反弹, 利润稳步增长*601939*银行*张继袖》, 2010.8

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010Q1-3	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3
生息资产规模	21.61	12.57	11.06	13.54	17.76	17.84	10.00	11.16	11.42	9.69	10.44
NIM	-9.45	2.50	7.34	11.06	-2.37	-0.40	11.26	7.85	8.70	9.13	6.08
手续费净收入	9.68	8.68	4.40	9.74	7.47	7.96	9.25	10.93	10.11	9.27	7.77
其他收支	-3.02	-2.70	1.74	1.22	-1.22	-0.65	0.48	0.69	0.59	0.06	-0.86
费用收入比	2.71	2.28	3.61	7.45	2.83	3.33	2.49	5.59	4.05	3.41	2.22
营业税率	1.04	0.60	0.78	0.22	0.80	0.70	-0.10	-0.42	-0.26	-0.63	-1.28
拨备支出	11.85	-2.68	1.69	-27.61	3.28	-2.76	0.38	-9.19	-4.45	-5.70	-7.93
营业外收支	-0.01	-0.38	1.33	-0.14	0.33	0.24	0.33	1.38	0.86	0.20	-0.97
所得税率	-0.50	-0.48	-0.49	2.48	-0.47	0.13	0.12	0.48	0.31	0.39	0.57
净利润增长率	33.92	20.38	31.47	17.97	28.41	26.39	34.23	28.46	31.33	25.82	16.04

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
生息资产规模	9.62	3.34	2.40	4.37	-5.50	1.90	2.25	3.96	3.33	1.61
NIM	-8.21	-0.81	2.81	-2.72	-0.49	3.41	4.06	0.00	-0.60	2.08
手续费净收入	-0.51	1.27	-0.07	8.64	-6.66	-2.46	3.08	9.76	1.52	-3.89
其他收支	-1.03	-2.05	0.33	-0.02	-0.28	2.06	-0.28	-0.56	-0.48	0.34
费用收入比	-2.32	-1.05	-22.92	44.09	-4.42	0.00	-21.12	45.49	0.19	-2.44
营业税率	-0.01	0.34	0.42	0.11	-0.40	0.49	-0.12	-0.23	-0.54	-0.31
拨备支出	15.22	0.92	-14.57	15.50	3.28	4.40	-26.82	37.88	-7.08	3.74
营业外收支	0.52	-0.29	0.90	-1.57	0.16	1.19	-0.39	-0.75	0.86	-0.98
所得税率	-0.76	0.88	-1.12	1.80	0.48	1.00	0.53	-1.89	-0.41	1.02
净利润增长率	12.52	2.56	-31.82	70.21	-13.83	12.00	-38.81	93.66	-3.20	1.17

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	1848029	1663255	1482182	1724071	净利息收入	251500	281556	323396	383415
存放同业和其它	78318	70487	62814	73065	手续费及佣金净收入	66132	99927	130551	163259
拆出资金	63962	57567	51300	59672	其他净收入	5521	5130	4797	4483
证券投资	2904997	3654861	4466301	4931426	营业收入合计	323153	386612	458744	551157
买入返售金融资产	181075	162970	145228	168929	营业税金及附加	18364	21970	26069	31321
衍生金融资产	11224	12571	14079	15769	业务及管理费	101793	117917	139917	168103
发放贷款及垫款	5526026	6265556	7091835	7938456	资产减值损失	29292	31540	36353	43988
固定资产	83434	68725	68420	68952	营业支出合计	149449	171427	202340	243412
递延所得税资产	17825	19964	22360	25043	营业利润	173704	215185	256404	307746
无形资产	18232	15564	14470	13374	营业外收支净额	1452	1451	1450	1449
其他资产合计	77195	116036	141474	168961	拨备前利润	202996	246725	292758	351733
资产合计	10810317	12107555	13560462	15187717	利润总额	175156	216636	257854	309195
同业和其它金融机构存放	683537	717260	725531	601805	减: 所得税	40125	49627	59070	70831
拆入资金	66272	69542	60461	50150	净利润	135031	167009	198785	238364
卖出回购金融资产款	4922	55605	172099	134654	归属于母公司的净利润	134844	166777	198509	238034
吸收存款	9075369	10255167	11588339	13094823	少数股东损益	187	231	275	330
应付债券	93315	36009	36009	36009	基本每股收益	0.54	0.67	0.79	0.95
其他负债合计	185997	167019	51438	200862	稀释每股收益	0.54	0.67	0.79	0.95
负债合计	10109412	11300601	12633876	14118302	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	250011	250011	250011	250011	成长性				
资本公积金	135136	136935	138881	139997	营收增长率	20.9%	19.6%	18.7%	20.1%
盈余公积金	50681	67359	87210	111013	EBIT 增长率	25.6%	23.4%	18.8%	19.7%
未分配利润	195950	289998	387556	505136	净利润增长率	26.3%	23.7%	19.0%	19.9%
一般风险准备	61347	61347	61347	61347	盈利性				
少数股东权益	4113	4344	4620	4950	ROA	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%
股东权益合计	696792	802610	921966	1064465	ROE	19.2%	20.7%	21.4%	22.3%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	54.9%	56.6%	56.7%	56.5%
净利润	134844	166777	198509	238034	净息差	2.49%	2.63%	2.67%	2.82%
EBIT	177533	219013	260231	311408	成本收入比	31.5%	30.5%	30.5%	30.5%
NOPLAT	136864	168841	200617	240070	估值倍数				
资产准备	29292	31540	36353	43988	PE	8.90	7.20	6.05	5.04
折旧与摊销	6878	8642	9583	9392	P/S	3.71	3.10	2.62	2.18
来源	1045077	1191189	1333276	1484426	P/B	1.72	1.50	1.30	1.13
运用	1186962	1297238	1452907	1627255	股息收益率	3.93%	4.42%	6.51%	7.80%
自由现金流	1857	71434	90570	106633	EV/EBITDA	7.03	5.44	4.59	3.86

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8 年资本市场研究经验, 今日投资 2009 年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。