

息差表现出色，手续费净收入强劲增长

投资要点：

1. 事件

公司于 10 月 29 日发布三季报，营业收入同比增长 26.1% 至 2962 亿元，实现归属于母公司股东净利润 1390 亿元，同比增长约 25.8%，EPS 为 0.56 元，盈利增速略低于我们的预测，主要是资产减值损失预测偏低。

2. 我们的分析与判断

■ **累计净息差环比提升 2BP。**日均余额口径计，三季度净息差由上半年的 2.66% 提升至 2.68%。考虑到 7-9 月份公司利率定价净缺口为 -3.16 万亿元，累计息差上行显示公司存款基础以及资产负债结构调整能力。四季度至明年上半年利率定价净缺口超过 2 万亿元，料将继续推升公司净息差。

■ **手续费净收入强劲增长 41.3%。**营收占比提升至 23.2%。主要是单位结算、国际结算等重点发展业务增长较快。

■ **同业业务利息贡献或将进一步收紧。**同业资产占生息资产为 1.8%，较年初下降 1.2 个百分点；同业负债占生息负债 8.5%，较年初上升 0.9 个百分点。料存款保证金征缴范围扩大进一步收紧同业业务净利息收入。

■ **贷款投放均衡。**贷款较年初增长 11.9%，一至三季度按照 4.3%、4%、3.6% 的节奏投放贷款。存款较年初增长 7.3%，较二季度下降 1.7 个百分点。

■ **资产质量表现平稳。**不良贷款余额为 646.4 亿元，比二季度末增加 12.3 亿元；不良贷款率为 1.02%，比二季末下降 0.01 个百分点。三季度计提资产减值准备 208 亿元，单季度信贷成本约为 0.44%；拨备覆盖率为 249%，拨贷比为 2.53%。

3. 投资建议

预计四季度资产规模扩张保持平稳，资产重定价正面因素逐步体现带动净息差稳步上升。

我们预计 2011/2012/2013 净利润 1755 亿/2099 亿/2539 亿元，EPS 为 0.70/0.84/1.01 元。对应 PE 6.8x/5.7x/4.7x。对应 PB 为 1.5x/1.3x/1.1x。维持谨慎推荐评级。

建设银行 (601939.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

叶云燕，CFA

☎：(8610) 6656 8028

✉：yeyunyan@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511010006

特此鸣谢

黄斌辉 (8610) 8357 4031

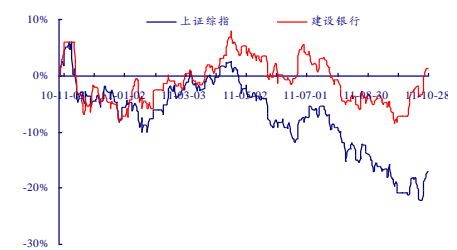
(huangbinhui@chinastock.com.cn)

对本报告编制提供的信息

市场数据 时间 2011.10.28

A 股收盘价(元)	4.80
A 股一年内最高价(元)	5.35
A 股一年内最低价(元)	4.32
上证指数	2,473.41
市净率	1.72
总股本 (万股)	25001098
实际流通 A 股 (万股)	959366
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	460.50

股价走势图



资料来源：中国银河证券研究部，Wind

表 1:前三季度净利润同比增 25.8%因营收增长与成本控制

同比业绩变动	10Q1	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	11H1	11Q3
利息收入	4.1%	6.7%	9.0%	11.3%	22.7%	24.4%	26.2%
利息支出	-8.5%	-6.2%	-4.0%	-1.0%	17.9%	25.7%	33.4%
利息净收入	12.4%	15.0%	17.1%	18.7%	25.3%	23.7%	22.4%
手续费净收入	42.4%	43.6%	36.1%	37.6%	37.3%	41.7%	41.3%
非利息净收入	24.0%	25.1%	25.9%	30.2%	36.5%	41.7%	39.0%
营业收入	15.0%	17.2%	19.0%	21.1%	28.0%	27.9%	26.1%
营业支出	9.5%	12.1%	13.2%	15.7%	23.5%	21.0%	21.3%
拨备前利润	17.9%	19.9%	22.2%	24.5%	30.2%	31.4%	28.6%
拨备	-44.8%	-23.4%	-22.4%	15.1%	-3.5%	41.7%	64.9%
营业利润	34.6%	27.6%	28.7%	26.2%	33.9%	30.2%	25.4%
税前利润	34.4%	27.2%	28.9%	26.3%	34.1%	31.0%	25.4%
所得税	36.1%	28.8%	30.5%	25.8%	33.7%	30.0%	24.1%
净利润	33.9%	26.8%	28.3%	26.3%	34.2%	31.2%	25.8%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2:Q3 净利润环比增加 1.2%因营业支出增加与计提拨备减少相抵

单季环比	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
利息收入	1.8%	5.1%	4.8%	5.4%	5.7%	7.9%	7.7%
利息支出	2.2%	3.4%	2.0%	0.8%	10.9%	16.8%	13.6%
利息净收入	1.6%	6.0%	6.2%	7.7%	3.3%	3.4%	4.4%
手续费净收入	37.2%	-0.5%	-10.4%	16.0%	32.7%	5.9%	-13.9%
非利息净收入	34.0%	-3.8%	-1.7%	13.2%	27.5%	3.7%	-11.0%
营业收入	7.8%	3.7%	4.4%	8.8%	8.6%	3.5%	0.4%
营业支出	-27.3%	8.3%	3.5%	48.5%	-25.9%	4.1%	6.2%
拨备前利润	41.3%	1.4%	4.9%	-11.7%	38.5%	3.2%	-2.3%
拨备	-45.8%	-2.3%	-42.2%	493.1%	-71.2%	90.5%	-24.4%
税前利润	68.4%	1.9%	11.0%	-39.3%	95.5%	-2.8%	0.1%
所得税	62.6%	4.3%	7.7%	-41.1%	102.2%	-1.4%	-3.2%
净利润	70.4%	1.2%	11.8%	-38.8%	93.8%	-3.3%	1.2%

资料来源：中国银河证券研究部

表 3: 三季度累计净息差环比提升 2BP

累计息率(日均余额)	10Q1	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	11H1	11Q3
生息资产收益率		3.68%		3.74%		4.08%	
计息负债成本率		1.36%		1.34%		1.53%	
NIS	2.30%	2.32%	2.35%	2.40%	2.58%	2.55%	2.56%
NIM	2.39%	2.41%	2.45%	2.49%	2.69%	2.66%	2.68%

资料来源：中国银河证券研究部

表 4: 贷款投放均衡, 同业资产压缩

资产负债较年初增长	10Q1	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	10H1	11Q3
资产	5.2%	6.4%	9.9%	12.3%	4.6%	8.7%	8.9%
生息资产	5.3%	6.3%	9.9%	12.3%	4.6%	8.5%	8.7%
贷款	5.1%	11.0%	14.1%	17.6%	4.3%	8.3%	11.9%
同业往来资产	-7.5%	-50.8%	-28.0%	-54.6%	90.3%	45.6%	-34.4%
债券投资	9.7%	11.6%	10.6%	12.6%	-6.8%	-2.5%	2.1%
负债	5.1%	6.5%	9.8%	11.5%	4.5%	9.0%	8.7%
计息负债	5.0%	6.0%	9.8%	11.3%	4.5%	8.6%	8.6%
存款	5.6%	7.4%	12.1%	13.4%	4.2%	9.0%	7.3%
同业往来负债	0.4%	-5.8%	-11.1%	-7.2%	7.4%	2.8%	21.2%
应付债券	16.1%	14.5%	15.2%	12.8%	4.2%	12.4%	32.2%

资产负债结构	10Q1	10H1	10Q3	10Q4	11Q1	10H1	11Q3
生息资产/总资产	99.5%	99.4%	99.4%	99.4%	99.3%	99.2%	99.2%
贷款/生息资产	49.0%	51.3%	51.0%	51.4%	51.3%	51.3%	52.9%
同业资产/生息资产	6.5%	3.4%	4.9%	3.0%	5.5%	4.0%	1.8%
债券投资/生息资产	28.1%	28.3%	27.1%	27.0%	24.1%	24.3%	25.4%
计息负债/总负债	98.2%	97.9%	98.3%	98.2%	98.1%	97.8%	98.0%
存款/计息负债	90.3%	90.9%	91.6%	91.5%	91.2%	91.8%	90.4%
同业负债/计息负债	8.7%	8.1%	7.4%	7.6%	7.8%	7.2%	8.5%
应付债券/计息负债	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.1%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 关键财务数据及预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	每股指标及估值	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
利息净收入	211885	251500	302675	347099	396636	EPS	0.46	0.54	0.70	0.84	1.01
非息净收入	55299	71989	99798	128378	165711	每股拨备前利润	0.70	0.81	1.03	1.23	1.48
营业收入	267184	323489	402474	475476	562347	DVPS	0.20	0.21	0.28	0.34	0.41
营业支出	104122	120493	144643	168045	192596	BVPS	2.38	2.79	3.28	3.84	4.51
拨备前利润	163062	202996	257830	307432	369751	P/E	10.51	8.90	6.84	5.72	4.73
拨备	25460	29292	31845	36872	42289	P/PPOP	6.88	5.91	4.65	3.90	3.25
税前利润	138725	175156	227985	272560	329462	P/B	2.02	1.72	1.46	1.25	1.06
净利润	106756	134844	175549	209871	253686	股息收益率	4.21%	4.42%	5.85%	7.00%	8.46%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	9623355	10810317	12045013	13554286	15204907	净利息收入	2.20%	2.33%	2.51%	2.56%	2.61%
贷款	4692947	5526026	6346550	7224408	8150308	非净利息收入	0.57%	0.67%	0.83%	0.95%	1.09%
其他生息资产	4750433	5076381	5418137	6021023	6714735	营业收入	2.78%	2.99%	3.34%	3.51%	3.70%
其他资产	179975	207910	280326	308855	339864	营业支出	1.08%	1.11%	1.20%	1.24%	1.27%
负债总额	9064335	10109412	11221612	12591233	14072117	拨备前利润	1.69%	1.88%	2.14%	2.27%	2.43%
存款	8001323	9075369	10073660	11332867	12692811	拨备	0.26%	0.27%	0.26%	0.27%	0.28%
其他计息负债	911555	849827	923520	1006542	1097864	税前利润	1.44%	1.62%	1.89%	2.01%	2.17%
其他负债	151457	184216	224432	251825	281442	税收	0.33%	0.37%	0.44%	0.46%	0.50%
股东权益	555475	696792	819288	958940	1128677	ROA	1.11%	1.25%	1.46%	1.55%	1.67%
盈利能力						权益倍数	17.3	15.5	14.7	14.1	13.5
生息资产收益率	4.03%	3.77%	4.26%	4.33%	4.38%	ROE	19.22%	19.35%	21.43%	21.89%	22.48%
计息负债成本率	1.61%	1.34%	1.66%	1.67%	1.67%	资产负债比例					
净利差	2.42%	2.43%	2.60%	2.66%	2.70%	生息资产/总资产	98.1%	98.1%	97.7%	97.7%	97.8%
净息差	2.52%	2.51%	2.71%	2.78%	2.82%	贷款/生息资产	49.7%	52.1%	53.9%	54.5%	54.8%
贷款收益率	5.73%	5.23%	5.71%	5.77%	5.79%	债券/生息资产	27.3%	27.4%	23.7%	24.4%	25.0%
存款成本率	1.39%	1.19%	1.42%	1.44%	1.45%	同业资产/生息资产	7.6%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
存贷利差	4.34%	4.03%	4.29%	4.33%	4.35%	计息负债/总负债	98.3%	98.2%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	32.90%	31.47%	29.50%	29.00%	28.00%	存款/计息负债	89.8%	91.4%	91.6%	91.8%	92.0%
增长率						同业融资/带息负债	9.1%	7.6%	7.5%	7.4%	7.3%
生息资产	27.9%	12.3%	11.0%	12.6%	12.2%	应付债券/带息负债	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
贷款	27.4%	17.8%	14.8%	13.8%	12.8%	贷存比	58.7%	60.9%	63.0%	63.7%	64.2%
债券	17.5%	12.6%	-4.0%	15.9%	15.0%	资本充足率					
总资产	27.4%	12.3%	11.4%	12.5%	12.2%	核心资本充足率	11.70%	12.68%	12.71%	12.96%	13.34%
计息负债	28.8%	11.4%	10.8%	12.2%	11.8%	资本充足率	9.31%	10.40%	10.82%	11.27%	11.84%
存款	25.5%	13.4%	11.0%	12.5%	12.0%	加权风险资产系数	0.54	0.56	0.56	0.56	0.56
利息净收入	-5.8%	18.7%	20.3%	14.7%	14.3%	资产质量					
非息净收入	29.8%	30.2%	38.6%	28.6%	29.1%	不良贷款余额	72156	64712	74612	87180	100722
营业收入	-0.1%	21.1%	24.4%	18.1%	18.3%	不良贷款/贷款	1.50%	1.14%	1.14%	1.17%	1.20%
营业支出	6.2%	15.7%	20.0%	16.2%	14.6%	拨备余额/不良贷款	175.8%	221.1%	231.8%	238.4%	246.3%
拨备前利润	-3.8%	24.5%	27.0%	19.2%	20.3%	当年拨备/不良贷款	33.62%	0.00%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润	15.3%	26.3%	30.2%	19.6%	20.9%	信用风险成本	0.56%	0.49%	0.49%	0.50%	0.51%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕，银行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼	021-20257811	yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn