

盈利超预期，资产压力尚可承受

建设银行 (601939.SH)
谨慎推荐 维持评级
投资要点：
1. 事件

公司2012年上半年实现归属于母公司净利润约1063亿元，同比增长14.5%。每股收益0.43元。业绩增速较预期高4个百分点。

2. 我们的分析与判断

■ 二季度利息净收入环比增长 6.7% 高于预期，致上半年净利润增速略超预期：1) 上半年利息净收入同比增 16.5%，二季度利息净收入环比增长 6.7%，生息资产日均余额环比增长 2.1%，净息差环比上升 12BP 至 2.77%；2) 上半年非息净收入同比增长 13.9%，二季度手续费净收入环比增长 2.6%；3) 营业收入同比增长 17.7%；4) 成本收入比同比下降 0.9 个百分点至 25.0%；5) 信贷成本同比下降 4BP 至 0.43%。

■ 二季度净息差环比提升 12BP。二季度净息差 2.77%，已回升至 2011 年四季度水平 (2.76%)。二季度净利差回升略低于净息差回升幅度 (10BP)。二季度生息资产日均余额环比增长 2.1%，我们判断资产负债结构优化是息差提升的主因，贷款增速 (3.7%) 高于资产增速 (1.7%)；存款增速 (3.1%) 高于资产增速 (-13.7%)。降息效应因公司重定价周期较长影响较同业略小。三季度公司贷款 20082 亿元 / 29.2% 贷款将重定价，利率敏感度缺口达 3.49 万亿元。

■ 贷款结构优化。小微贷款增速均高于境内贷款增速 (7.3%)。二季末小微企业贷款余额 6,814 亿元，较年初增 7.8%；个人助业贷款余额 932 亿元，较年初增长 18.39%；信用卡贷款余额 1,225 亿元，较年初增长 25.62%。

■ 逾期贷款上升，资产压力尚可承受：1) 不良双降，二季末不良贷款余额环比降 2.7 亿元 (核销 11.7 亿元)，不良贷款比率环比降 4BP 至 1.0%，关注类贷款较年初降 6.7 亿元；2) 逾期及 90 天以上逾期贷款均有上升，逾期贷款较年初增加 247.6 亿元，90 天以上逾期贷款增加 117.7 亿元；3) 公司较高的拨备覆盖率与拨贷比具备较高抗风险能力。公司拨备覆盖率 262%，拨贷比 2.62%。

3. 投资建议

预计 12/13/14 年实现净利 1859/1881/2087 亿元，对应 EPS 为 0.74/0.75/0.83 元。按 3.98 元的股价计算，对应各年 PE 为 5.4x/5.3x/4.8x，PB 为 1.1x/0.9x/0.8x。维持公司“谨慎推荐”评级。

分析师

郭怡娴

电话：(8610) 6656 8229

邮箱：guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512030001

特此鸣谢

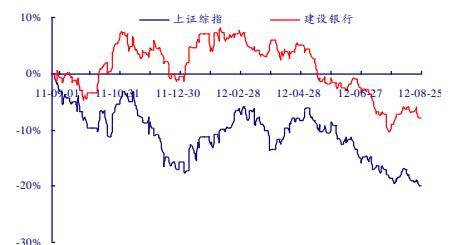
黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

对本报告编制提供的信息

市场数据
时间 2012.8.24

A股收盘价(元)	3.98
A股一年内最高价(元)	4.95
A股一年内最低价(元)	3.86
上证指数	2,092.10
市净率	1.23
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)	381.83

股价走势图


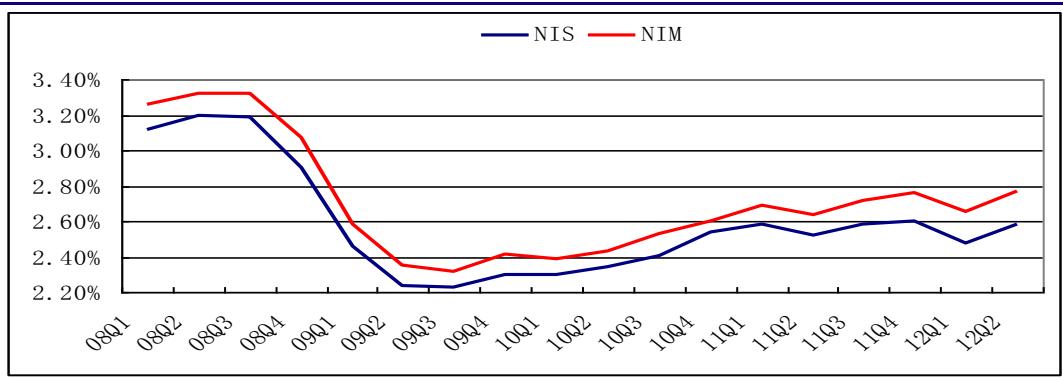
资料来源：中国银河证券研究部，Wind

表 1：建设银行 2012 年中报业绩分析

单位：百万元	累计			单季			
	2012H	YoY %	11Q4	12Q1	12Q2	YoY %	QoQ %
资产简表							
资产总计	13505745	14.9	12281834	13277382	13505745	14.9	1.7
贷款总额	7083169	15.4	6496411	6827842	7083169	15.4	3.7
逾期贷款	81750	32.0	56992	-	81750	32.0	-
关注类	197055	-8.1	197726	-	197055	-8.1	-
不良贷款总额	70417	11.0	70915	70691	70417	11.0	-0.4
债券投资	2829185	-0.1	2741750	2793109	2829185	-0.1	1.3
同业往来资产	1024902	117.7	585837	1093387	1024902	117.7	-6.3
生息资产	13668438	17.2	12203807	13186030	13668438	17.2	3.7
负债合计	12636340	14.7	11465173	12408221	12636340	14.7	1.8
存款	10940837	10.6	9987450	10611560	10940837	10.6	3.1
同业往来负债	1139579	46.8	1055415	1320568	1139579	46.8	-13.7
计息负债	12559342	16.6	11211177	12129369	12559342	16.6	3.5
所有者权益合计	869405	17.7	816661	869161	869405	17.7	0.0
损益简表							
利息收入	295433	32.2	133894	145266	150167	29.5	3.4
利息支出	125741	61.7	52332	63165	62576	49.4	-0.9
利息净收入	169692	16.5	81562	82101	87591	18.2	6.7
手续费及佣金收入	50525	3.3	18686	24934	25591	2.0	2.6
手续费及佣金支出	1282	5.1	484	632	650	15.0	2.8
手续费净收入	49243	3.3	18202	24302	24941	1.7	2.6
其他非息收入合计	8070	203.8	1176	3279	4791	332.8	46.1
非息净收入	57313	13.9	19378	27581	29732	16.0	7.8
营业收入	227005	15.8	100940	109682	117323	17.7	7.0
营业支出	74349	19.2	47482	36260	38089	19.7	5.0
拨备前利润	152656	14.2	53458	73422	79234	16.7	7.9
资产减值损失	14738	5.8	14953	6686	8052	-11.8	20.4
营业利润	137918	15.2	38505	66736	71182	21.2	6.7
税前利润	138512	14.7	38691	66809	71703	20.4	7.3
所得税	32018	15.0	8459	15200	16818	21.7	10.6
实际税率	23.1%	0.3	21.9%	22.8%	23.5%	1.1	3.1
归属于母公司净利润	106283	14.5	30246	51512	54771	20.0	6.3
财务比率							
贷存比	67.42%		65.05%	64.34%	67.42%		
关注类	2.79%		3.04%	-	2.79%		
不良贷款率	1.00%		1.09%	1.04%	1.00%		
不良贷款覆盖率	262.38%		241.44%	250.65%	262.38%		
拨贷比	2.62%		2.64%	2.60%	2.62%		
信用风险成本	0.43%		0.76%	0.40%	0.46%		
风险加权系数	53.58%		55.04%	-	53.58%		
资本充足率	13.82%		13.68%	13.66%	13.82%		
核心资本充足率	11.19%		10.87%	11.02%	11.19%		
营业费用/营业收入	24.97%		40.00%	25.16%	24.80%		
生息资产收益率	4.57%		4.49%	4.58%	4.47%		
计息负债成本率	2.12%		1.90%	2.16%	2.03%		
NIS	2.45%		2.58%	2.41%	2.45%		
NIM	2.62%		2.73%	2.59%	2.61%		
NIM(日均)	2.71%		2.76%	2.65%	2.77%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注：生息资产收益率、计息负债成本率、NIM、NIM未特别标注，采用期初期末余额口径计算

图 1：建设银行二季度净息差环比上升 12BP


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 2：建设银行半年息差环比下降 4BP

	2012H1		2011H2		2011H1	
	资产负债结构	收益率	资产负债结构	收益率	资产负债结构	收益率
生息资产（平均余额）						
客户贷款和垫款总额	53.88%	6.37%	54.45%	5.98%	53.73%	5.42%
债券投资	22.00%	3.55%	23.76%	3.45%	24.90%	3.11%
存放中央银行款项	18.33%	1.49%	18.50%	1.56%	17.44%	1.54%
存放同业款项及拆出资金	4.43%	3.84%	2.50%	3.04%	1.23%	2.17%
买入返售金融资产	1.36%	4.39%	0.80%	5.08%	2.71%	3.74%
总生息资产	100.00%	4.71%	100.00%	4.48%	100.00%	4.08%
计息负债（平均余额）						
客户存款	88.30%	2.03%	89.94%	1.76%	90.74%	1.46%
同业及其他金融机构存放款项	9.65%	3.20%	8.57%	2.72%	8.07%	1.96%
卖出回购金融资产	0.35%	4.61%	0.21%	6.09%	0.20%	5.27%
已发行债务证券	1.68%	3.50%	1.26%	3.33%	0.97%	3.55%
其他计息负债	0.02%	1.38%	0.02%	1.23%	0.02%	1.02%
总计计息负债	100.00%	2.18%	100.00%	1.87%	100.00%	1.53%
NIS		2.53%		2.61%		2.55%
NIM		2.71%		2.75%		2.64%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3：建设银行逾期贷款与不良贷款走势

亿元	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H
逾期	980.5	939.7	742.6	699.0	562.6	619.3	569.9	817.5
90 天以上逾期	590.4	638.8	557.0	489.9	376.5	357.7	351.8	469.5
逾期增加	-	-40.9	-197.0	-43.6	-136.5	56.8	-49.4	247.6
90 天以上逾期增加	-	48.4	-81.8	-67.1	-113.4	-18.8	-5.9	117.7
不良贷款	838.8	772.1	721.6	651.7	647.1	634.2	709.2	704.2
关注类贷款	2,171.0	2,016.7	2,007.7	2,095.9	1,987.2	2,145.3	1,977.3	1,970.6
逾期/不良	45.2%	46.6%	37.0%	33.4%	28.3%	28.9%	28.8%	41.5%
90 天以上逾期/不良	27.2%	31.7%	27.7%	23.4%	18.9%	16.7%	17.8%	23.8%
90 天以上逾期/(不良+关注)	19.6%	22.9%	20.4%	17.8%	14.3%	12.9%	13.1%	17.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4：建设银行贷款迁徙率比较稳定

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H	2011	2012H
正常	4.28	2.96	3.6	1.41	2.78	1.12	2.69	1.52	2.55	0.93
关注	12.84	9.43	8.4	3.89	5.74	3.16	11.32	4.32	5.09	2.1
次级	56.48	61.72	44.2	29.46	49.78	36.46	27.49	14.19	26.76	17.02
可疑	8.1	16.2	11.56	6.5	11.2	10.7	12.51	10.66	18.38	6.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 5：关键财务数据及预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标及估值	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利息净收入	251500	304572	333572	335699	382234	EPS	0.54	0.68	0.74	0.75	0.83
非息净收入	71989	92518	96103	102363	108230	每股拨备前利润	0.81	1.01	1.10	1.13	1.26
营业收入	323489	397090	429675	438062	490464	DVPS	0.21	0.24	0.26	0.26	0.29
营业支出	120493	143635	153537	156655	174788	BVPS	2.79	3.24	3.75	4.24	4.82
拨备前利润	202996	253455	276138	281406	315677	P/E	7.38	5.88	5.35	5.29	4.77
拨备	29292	35783	37372	39755	47287	P/POP	4.90	3.93	3.60	3.54	3.15
税前利润	175156	219107	240766	243651	270390	P/B	1.43	1.23	1.06	0.94	0.83
净利润	134844	169258	185871	188099	208740	股息收益率	5.33%	5.94%	6.54%	6.62%	7.34%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	10810317	12281834	13759062	15258315	16916323	净利润	2.33%	2.48%	2.42%	2.20%	2.26%
贷款	5526026	6325194	7186327	8043114	8975749	非净利息收入	0.67%	0.75%	0.70%	0.67%	0.64%
其他生息资产	5076381	5707396	6275522	6886539	7560279	营业收入	2.99%	3.23%	3.12%	2.87%	2.90%
其他资产	207910	249244	297213	328661	380294	营业支出	1.11%	1.17%	1.12%	1.03%	1.03%
负债总额	10109412	11465173	12815658	14191867	15706969	拨备前利润	1.88%	2.06%	2.01%	1.84%	1.87%
存款	9075369	9987450	10966220	12029943	13172788	拨备	0.27%	0.29%	0.27%	0.26%	0.28%
其他计息负债	849827	1225947	1593124	1878086	2220042	税前利润	1.62%	1.78%	1.75%	1.60%	1.60%
其他负债	184216	251776	256313	283837	314139	税收	0.37%	0.40%	0.40%	0.36%	0.36%
股东权益	696792	811141	937884	1060928	1203833	ROA	1.25%	1.38%	1.35%	1.23%	1.23%
盈利能力						权益倍数	15.5	15.1	14.7	14.4	14.1
生息资产收益率	3.77%	4.26%	4.25%	4.03%	4.09%	ROE	19.35%	20.87%	19.82%	17.73%	17.34%
计息负债成本率	1.34%	1.68%	1.75%	1.78%	1.78%						
净利差	2.43%	2.58%	2.50%	2.24%	2.31%						
净息差	2.51%	2.69%	2.62%	2.36%	2.43%						
贷款收益率	5.23%	5.86%	5.78%	5.37%	5.42%						
存款成本率	1.19%	1.52%	1.59%	1.62%	1.63%						
存贷利差	4.03%	4.34%	4.19%	3.74%	3.80%						
成本收入比	31.47%	29.79%	29.50%	29.30%	29.20%						
增长率											
生息资产	12.3%	13.5%	11.9%	10.9%	10.8%						
贷款	17.8%	14.5%	13.6%	11.9%	11.6%						
债券	12.6%	-5.6%	16.3%	9.5%	9.3%						
总资产	12.3%	13.6%	12.0%	10.9%	10.9%						
计息负债	11.4%	13.0%	12.0%	10.7%	10.7%						
存款	13.4%	10.1%	9.8%	9.7%	9.5%						
利息净收入	18.7%	21.1%	9.5%	0.6%	13.9%						
非息净收入	30.2%	28.5%	3.9%	6.5%	5.7%						
营业收入	21.1%	22.8%	8.2%	2.0%	12.0%						
营业支出	15.7%	19.2%	6.9%	2.0%	11.6%						
拨备前利润	24.5%	24.9%	8.9%	1.9%	12.2%						
净利润	26.3%	25.5%	9.8%	1.2%	11.0%						
资产质量											
不良贷款余额			64712	70915	88430	不良贷款余额	64712	70915	88430	107871	129388
不良贷款/贷款			1.14%	1.09%	1.20%	不良贷款/贷款	1.14%	1.09%	1.20%	1.30%	1.40%
拨备余额/不良贷款			221.1%	241.4%	233.6%	拨备余额/不良贷款	221.1%	241.4%	233.6%	226.5%	223.8%
当年拨备/不良贷款			0.00%	40.00%	40.00%	当年拨备/不良贷款	0.00%	40.00%	40.00%	35.00%	35.00%
信用风险成本			0.49%	0.53%	0.51%	信用风险成本	0.49%	0.53%	0.51%	0.48%	0.52%

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。

郭怡娴，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。

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: 何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn