

息差逆市上升，资产质量表现稳定

建设银行 (601939.SH)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布三季报，2012年前三季度实现营业收入3413亿元，同比增长15.2%，其中利息净收入增长17%至2610亿元。归属于母公司净利润约1582亿元，同比增长13.8%。每股EPS0.63元。

2. 我们的分析与判断

■ **2012年三季度拨备前利润环比减少5.1%**，主要原因是：1) 利息净收入环比增加4.3%，其中三季度日均生息资产余额环比增3.2%；2) 非息净收入环比减少22.8%，手续费净收入环比减少17.1%；3) 营业收入环比减少2.6%；4) 成本费用支出环比增加2.6%，成本收入比26.3%较去年同期下降0.9个百分点；5) 单季信用成本0.47%，资产减值损失环比增加4.1%。

■ **存贷款平稳增长，同业规模大幅收缩。**三季度贷款环比增加1826亿，环比增长2.6%。存款环比增加1177亿，环比增长1.1%。同业负债环比减少3276亿元（降幅26.7%），集中在同业存放款项；同业资产环比减少2917亿元（降幅28.5%），集中在拆出资金和买入返售资产。

■ **净息差逆市上升。**日均口径，三季度净息差2.80%，较二季度上升3BP（升幅1%）。三季度净利差2.65%，较二季度提升7BP（升幅2.6%）。我们判断三季度公司通过同业业务抵消贷款收益率下降，有效控制负债成本。随着降息的重定价效应继续发酵、存款压力不减，预计四季度净息差将呈下降之势。

■ **不良一升一平，资产质量表现稳定。**三季末不良率与二季度持平于1%，不良余额729亿元，环比增加25亿元（增幅3.6%，处于行业增幅较低水平）。公司三季度保持较高拨备水平，单季度信用成本0.47%，拨贷比达到2.64%。

3. 投资建议

三季度公司通过同业业务、控制负债成本部分冲抵手续费收入环比下降；往前看，息差面临下行压力，公司较高的拨贷比以及较为稳定的资产质量，使得全年盈利具备较强的可预测性。维持公司“谨慎推荐”评级。

预计公司12/13/14年实现净利1924/1897/2118亿元，对应EPS为0.77/0.76/0.85元。以4.13元的股价计算，对应各年PE为5.4x/5.4x/4.9x，PB为1.09x/0.97x/0.85x。

分析师

郭怡娴

☎: (8610) 6656 8229

✉: guoyixian@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030001

特此鸣谢

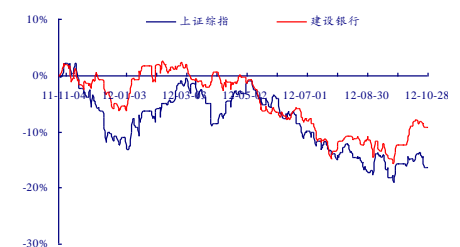
黄斌辉 (8610) 8357 4031

(huangbinhui@chinastock.com.cn)

对本报告编制提供的信息

| 市场数据 | 时间 2012.10.26 |
|-------------|---------------|
| A股收盘价(元) | 4.13 |
| A股一年内最高价(元) | 4.95 |
| A股一年内最低价(元) | 3.82 |
| 上证指数 | 2,066.21 |
| 市净率 | 1.27 |
| 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) | 396.22 |

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 年三季度业绩分析

| 单位: 百万元 | 累计 | | 单季 | | | |
|-------------|-----------|--------|----------|----------|----------|-------|
| | 2012Q1-Q3 | YoY % | 12Q2 | 12Q3 | YoY % | QoQ % |
| 资产简表 | | | | | | |
| 资产总计 | 13296482 | 12.9 | 13505745 | 13296482 | 12.9 | -1.5 |
| 贷款总额 | 7265975 | 14.6 | 7083374 | 7265975 | 14.6 | 2.6 |
| 逾期贷款 | - | - | 81750 | - | - | - |
| 关注类 | - | - | 197055 | - | - | - |
| 不良贷款总额 | 72945 | 12.8 | 70417 | 72945 | 12.8 | 3.6 |
| 债券投资 | 2847858 | -4.0 | 2829185 | 2847858 | -4.0 | 0.7 |
| 同业往来资产 | 733215 | 245.4 | 1024902 | 733215 | 245.4 | -28.5 |
| 生息资产 | 13194755 | 13.0 | 13675037 | 13194755 | 13.0 | -3.5 |
| 负债合计 | 12378798 | 12.6 | 12636340 | 12378798 | 12.6 | -2.0 |
| 存款 | 11058503 | 13.6 | 10940837 | 11058503 | 13.6 | 1.1 |
| 同业往来负债 | 812000 | -11.2 | 1139579 | 812000 | -11.2 | -28.7 |
| 计息负债 | 11870503 | 10.2 | 12559342 | 11870503 | 10.2 | -5.5 |
| 所有者权益合计 | 917684 | 17.8 | 869405 | 917684 | 17.8 | 5.6 |
| 损益简表 | | | | | | |
| 利息收入 | 448166 | 28.7 | 150167 | 152733 | 22.3 | 1.7 |
| 利息支出 | 187142 | 49.3 | 62576 | 61401 | 29.0 | -1.9 |
| 利息净收入 | 261024 | 17.0 | 87591 | 91332 | 18.1 | 4.3 |
| 手续费及佣金收入 | 71923 | 1.6 | 25591 | 21398 | -2.4 | -16.4 |
| 手续费及佣金支出 | 2002 | -0.7 | 650 | 720 | -9.5 | 10.8 |
| 手续费净收入 | 69921 | 1.6 | 24941 | 20678 | -2.1 | -17.1 |
| 其他非息收入合计 | 10331 | 137.6 | 4791 | 2261 | 33.6 | -52.8 |
| 非息净收入 | 80252 | 9.7 | 29732 | 22939 | 0.6 | -22.8 |
| 营业收入 | 341276 | 15.2 | 117323 | 114271 | 14.1 | -2.6 |
| 营业支出 | 113421 | 18.0 | 38089 | 39072 | 15.6 | 2.6 |
| 拨备前利润 | 227855 | 13.9 | 79234 | 75199 | 13.4 | -5.1 |
| 资产减值损失 | 23120 | 11.0 | 8052 | 8382 | 21.4 | 4.1 |
| 营业利润 | 204735 | 14.3 | 71182 | 66817 | 12.4 | -6.1 |
| 税前利润 | 205506 | 13.9 | 71703 | 66994 | 12.4 | -6.6 |
| 所得税 | 46987 | 14.0 | 16818 | 14969 | 11.9 | -11.0 |
| 实际税率 | 22.9% | 0.1 | 23.5% | 22.3% | -0.4 | -4.7 |
| 归属于母公司净利润 | 158191 | 13.8 | 54771 | 51908 | 12.4 | -5.2 |
| 财务比率 | | YoY BP | QoQ BP | | | |
| 贷存比 | 65.70% | 0.6 | 67.42% | 65.70% | 56.61% | -1.7 |
| 关注类 | - | - | 2.79% | - | - | - |
| 不良贷款率 | 1.00% | - | 1.00% | 1.00% | -1.54% | 0.0 |
| 不良贷款覆盖率 | 262.92% | 14.3 | 262.38% | 262.92% | 1426.93% | 0.5 |
| 拨贷比 | 2.64% | 0.1 | 2.62% | 2.64% | 10.50% | 0.0 |
| 信用风险成本 | 0.45% | 0.0 | 0.46% | 0.47% | 2.95% | 0.0 |
| 风险加权系数 | - | 0.0 | 53.58% | - | - | -53.6 |
| 资本充足率 | 13.87% | 1.3 | 13.82% | 13.87% | 129.00% | 0.1 |
| 核心资本充足率 | 11.35% | 0.8 | 11.19% | 11.35% | 78.00% | 0.2 |
| 营业费用/营业收入 | 25.42% | -0.9 | 24.80% | 26.31% | -87.03% | 1.5 |
| 生息资产收益率 | 4.71% | 0.6 | 4.47% | 4.55% | 26.61% | 0.1 |
| 计息负债成本率 | 2.16% | 0.5 | 2.03% | 2.01% | 24.37% | 0.0 |
| NIS | 2.54% | 0.0 | 2.44% | 2.54% | 2.24% | 0.1 |
| NIM | 2.74% | 0.1 | 2.61% | 2.72% | 6.93% | 0.1 |
| NIM(日均) | 2.74% | 0.1 | 2.77% | 2.80% | 7.90% | 0.0 |

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

表 2: 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 | 346865 | 339897 | 383428 | EPS | 0.54 | 0.68 | 0.77 | 0.76 | 0.85 |
| 非息净收入 | 71989 | 92518 | 99370 | 105298 | 110730 | 每股拨备前利润 | 0.81 | 1.01 | 1.14 | 1.14 | 1.27 |
| 营业收入 | 323489 | 397090 | 446235 | 445195 | 494158 | DVPS | 0.21 | 0.24 | 0.27 | 0.27 | 0.30 |
| 营业支出 | 120493 | 143635 | 161091 | 159380 | 176414 | BVPS | 2.79 | 3.24 | 3.78 | 4.27 | 4.85 |
| 拨备前利润 | 202996 | 253455 | 285144 | 285815 | 317744 | P/E | 7.66 | 6.10 | 5.37 | 5.44 | 4.87 |
| 拨备 | 29292 | 35783 | 37577 | 41733 | 44927 | P/PPOP | 5.09 | 4.07 | 3.62 | 3.61 | 3.25 |
| 税前利润 | 175156 | 219107 | 249167 | 245682 | 274416 | P/B | 1.48 | 1.27 | 1.09 | 0.97 | 0.85 |
| 净利润 | 134844 | 169258 | 192357 | 189666 | 211848 | 股息收益率 | 5.14% | 5.73% | 6.52% | 6.43% | 7.18% |
| 资产负债表 | | | | | | 杜邦分析 | | | | | |
| 资产总额 | 10810317 | 12281834 | 13765547 | 15264099 | 16924666 | 净利息收入 | 2.33% | 2.48% | 2.52% | 2.23% | 2.27% |
| 贷款 | 5526026 | 6325194 | 7186122 | 8040932 | 8942776 | 非净利息收入 | 0.67% | 0.75% | 0.72% | 0.69% | 0.65% |
| 其他生息资产 | 5076381 | 5707396 | 6282122 | 6894424 | 7601471 | 营业收入 | 2.99% | 3.23% | 3.24% | 2.92% | 2.92% |
| 其他资产 | 207910 | 249244 | 297304 | 328742 | 380420 | 营业支出 | 1.11% | 1.17% | 1.17% | 1.04% | 1.04% |
| 负债总额 | 10109412 | 11465173 | 12815658 | 14191867 | 15706969 | 拨备前利润 | 1.88% | 2.06% | 2.07% | 1.87% | 1.88% |
| 存款 | 9075369 | 9987450 | 10966220 | 12029943 | 13172788 | 拨备 | 0.27% | 0.29% | 0.27% | 0.27% | 0.27% |
| 其他计息负债 | 849827 | 1225947 | 1593124 | 1878086 | 2220042 | 税前利润 | 1.62% | 1.78% | 1.81% | 1.61% | 1.62% |
| 其他负债 | 184216 | 251776 | 256313 | 283837 | 314139 | 税收 | 0.37% | 0.40% | 0.41% | 0.37% | 0.37% |
| 股东权益 | 696792 | 811141 | 944370 | 1066712 | 1212176 | ROA | 1.25% | 1.38% | 1.40% | 1.24% | 1.25% |
| 盈利能力 | | | | | | 权益倍数 | 15.5 | 15.1 | 14.6 | 14.3 | 14.0 |
| 生息资产收益率 | 3.77% | 4.26% | 4.32% | 4.05% | 4.12% | ROE | 19.35% | 20.87% | 20.37% | 17.78% | 17.48% |
| 计息负债成本率 | 1.34% | 1.68% | 1.71% | 1.77% | 1.80% | 资产负债比例 | | | | | |
| 净利差 | 2.43% | 2.58% | 2.60% | 2.27% | 2.31% | 生息资产/总资产 | 98.1% | 98.0% | 97.8% | 97.8% | 97.8% |
| 净息差 | 2.51% | 2.69% | 2.72% | 2.39% | 2.44% | 贷款/生息资产 | 52.1% | 52.6% | 53.4% | 53.8% | 54.1% |
| 贷款收益率 | 5.23% | 5.86% | 5.78% | 5.40% | 5.47% | 债券/生息资产 | 27.4% | 22.8% | 23.7% | 23.4% | 23.3% |
| 存款成本率 | 1.19% | 1.52% | 1.55% | 1.61% | 1.65% | 同业资产/生息资产 | 3.0% | 4.9% | 5.0% | 5.0% | 5.1% |
| 存贷利差 | 4.03% | 4.34% | 4.23% | 3.79% | 3.82% | 计息负债/总负债 | 98.2% | 97.8% | 98.0% | 98.0% | 98.0% |
| 成本收入比 | 31.47% | 29.79% | 29.50% | 29.30% | 29.20% | 存款/计息负债 | 91.4% | 89.1% | 87.3% | 86.5% | 85.6% |
| 增长率 | | | | | | 同业融资/带息负债 | 7.6% | 9.4% | 11.3% | 12.3% | 13.3% |
| 生息资产 | 12.3% | 13.5% | 11.9% | 10.9% | 10.8% | 应付债券/带息负债 | 0.9% | 1.5% | 1.3% | 1.2% | 1.1% |
| 贷款 | 17.8% | 14.5% | 13.6% | 11.9% | 11.2% | 贷存比 | 60.9% | 63.3% | 65.5% | 66.8% | 67.9% |
| 债券 | 12.6% | -5.6% | 16.5% | 9.5% | 10.2% | 资本充足率 | | | | | |
| 总资产 | 12.3% | 13.6% | 12.1% | 10.9% | 10.9% | 核心资本充足率 | 12.68% | 13.68% | 12.58% | 12.69% | 12.91% |
| 计息负债 | 11.4% | 13.0% | 12.0% | 10.7% | 10.7% | 资本充足率 | 10.40% | 10.87% | 10.48% | 10.80% | 11.19% |
| 存款 | 13.4% | 10.1% | 9.8% | 9.7% | 9.5% | 加权风险资产系数 | 0.56 | 0.55 | 0.60 | 0.60 | 0.60 |
| 利息净收入 | 18.7% | 21.1% | 13.9% | -2.0% | 12.8% | 资产质量 | | | | | |
| 非息净收入 | 30.2% | 28.5% | 7.4% | 6.0% | 5.2% | 不良贷款余额 | 64712 | 70915 | 77341 | 99332 | 122647 |
| 营业收入 | 21.1% | 22.8% | 12.4% | -0.2% | 11.0% | 不良贷款/贷款 | 1.14% | 1.09% | 1.05% | 1.20% | 1.33% |
| 营业支出 | 15.7% | 19.2% | 12.2% | -1.1% | 10.7% | 拨备余额/不良贷款 | 221.1% | 241.4% | 267.4% | 248.2% | 236.0% |
| 拨备前利润 | 24.5% | 24.9% | 12.5% | 0.2% | 11.2% | 当年拨备/不良贷款 | 39.62% | 40.00% | 46.00% | 40.00% | 35.00% |
| 净利润 | 26.3% | 25.5% | 13.6% | -1.4% | 11.7% | 信用风险成本 | 0.49% | 0.53% | 0.51% | 0.51% | 0.49% |

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 |