



股票代码	601939.CH	0939.HK
评级	持有	持有
原评级	持有	买入
收盘价	人民币 4.65	港币 6.50
目标价	人民币 4.96	港币 6.89
原目标价	人民币 4.96	港币 6.89
上/下浮比例	7%	6%
目标价格基础	13年市净率	13年市净率
板块评级	中立	中立

### 股价表现—A股



资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2013年4月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

孙鹏, CFA  
(8610) 6622 9072  
peng.sun@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

袁琳, CFA  
(8610) 6622 9070  
lin.yuan@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120005

# 建设银行

## 利润增速最高的大银行

2013年1季度建设银行实现归属母公司净利润595.8亿元，同比增长15.7%，比我们的预期略高1.1%。建行1季度的业绩增速是国有大行中最高的。手续费等非息收入的增长以及成本费用的控制是1季度业绩增长的重要因素。展望未来，由于贷款重定价的翘尾因素，预计该行2季度的息差仍然有一定的压力，但下半年息差会逐渐企稳。作为盈利能力最好的国有大行，我们认为建行会继续遵循稳健经营的思路，增强风险抵御能力。我们维持对该行A股的评级和目标价不变，H股的股价正在接近我们之前的目标价，因此我们下调该行H股的评级至持有。

### 支撑评级的要点

- 2013年1季度，由于大量贷款集中重定价的因素，导致建行净息差环比下降较多，根据我们的测算，1季度该行的净息差环比下降13个基点，是国有大行中最多的。从历年经验判断，2季度该行的息差还会面临一定的压力，但下半年息差表现会逐渐企稳。
- 1季度建行的新增贷款为3,476亿，其中1,496亿投放到海外及子公司，占新增贷款的45%。1季度对海外及子公司增加贷款可能是1季度的季节惯例，未来3个季度新增贷款仍以境内人民币贷款为主。
- 2013年1季度，建行的手续费收入和其他非息收入增长强劲，净手续费收入同比增长18.9%，是推动1季度业绩增长的重要因素。其中，造价咨询、房改金融、信用卡、新型财务顾问以及理财业务可能是推动手续费收入快速增长的主要增长点。
- 1季度建行的资产质量保持稳定，不良贷款率较年初没有提高，不良贷款余额较年初增长30亿达到777.76亿元。拨贷比维持在2.68%，依然高于工行和中行。
- 根据新的资本管理办法，1季度末的核心一级资本充足率和核心资本充足率为10.92%，分别高于中行和农行1.4个和1.55个百分点，受新资本管理办法的影响较小。

### 评级面临的主要风险

- 实体经济复苏缓慢，银行业的资产质量迅速恶化。

### 估值

- 今年以来建设银行股价在大行中表现最好，目前A股估值水平分别相当于5.7倍2013年预期市盈率和1.1倍2013年预期市净率。H股的估值水平分别相当于6.2倍2013年预期市盈率和1.2倍2013年预期市净率。H股的估值已经与工行持平，我们下调该行H股的评级至持有。

### 投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	397,090.0	460,746.0	490,806.4	536,438.7	583,036.8
净利润(人民币 百万)	169,258.0	193,179.0	205,148.4	214,200.6	218,943.6
全面摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.77	0.82	0.86	0.88
变动(%)	25.5	14.1	6.2	4.4	2.2
全面摊薄市盈率(倍)	6.9	6.0	5.7	5.4	5.3
每股账面价值(人民币)	3.24	3.77	4.31	4.88	5.48
价格/每股账面价值(倍)	1.43	1.23	1.08	0.95	0.85
每股股息(人民币)	0.24	0.27	0.28	0.28	0.28
股息率(%)	5.1	5.8	6.0	6.1	6.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—H股



(% 绝对 相对恒生中国企业指数)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
	3 8	0 1	(4) 5	- -

### 投资摘要—H股

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	397,090.0	460,746.0	490,806.4	536,438.7	583,036.8
净利润(人民币百万)	169,258.0	193,179.0	205,148.4	214,200.6	218,943.6
全面摊薄每股收益(人民币)	0.68	0.77	0.82	0.86	0.88
变动(%)	25.5	14.1	6.2	4.4	2.2
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	6.6	6.2	6.0	5.8
每股账面价值(人民币)	3.24	3.77	4.31	4.88	5.48
价格/每股账面价值(倍)	1.57	1.36	1.18	1.05	0.93
每股股息(人民币)	0.24	0.27	0.28	0.28	0.28
股息率(%)	4.6	5.3	5.5	5.5	5.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

发行股数(百万)	250,011
流通股(%)	96.16
流通股市值(港币 百万)	1,533,819
3个月日均交易额(港币 百万)	1,555
主要股东(%)	
中央汇金公司	57.09

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年4月30日收市价为标准

### 图表 1. 2013年1季度建设银行业绩摘要

(人民币, 百万)	2013年1季度	2012年1季度	1季度环比	
			1季度同比(%)	4季度(%)
净利息收入	92,311	82,101	12.4	0.1
手续费收入	28,894	24,302	18.9	22.5
其他非息收入	4,379	3,279	33.5	17.7
总经营收入	125,584	109,682	14.5	5.1
费用	(31,923)	(28,953)	10.3	(35.2)
拨备前利润	93,661	80,729	16.0	33.3
拨备	(8,543)	(6,686)	27.8	(49.5)
拨备后利润	85,118	74,043	15.0	59.6
营业税	(8,012)	(7,307)	9.6	3.4
非经营收入	254	73	247.9	(30.6)
税前利润	77,360	66,809	15.8	68.4
企业所得税	(17,647)	(15,200)	16.1	62.6
净利润	59,713	51,609	15.7	70.2
少数股东权益	(133)	(97)	37.1	40.0
归属于股东利润	59,580	51,512	15.7	70.3

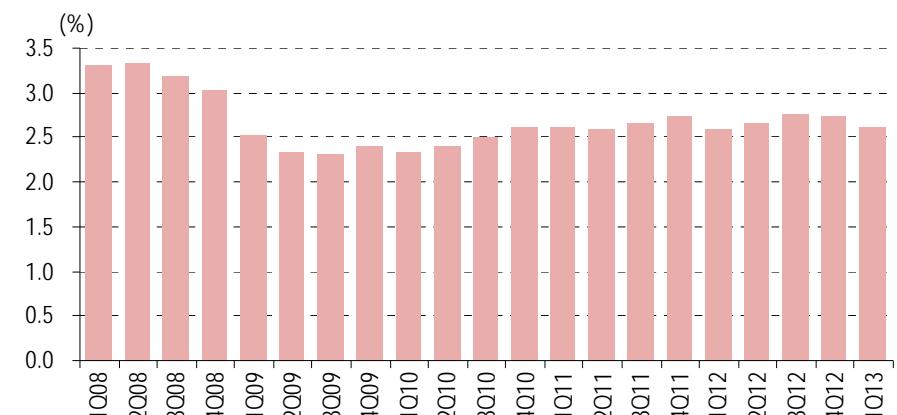
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 图表 2. 2013年1季度建设银行业绩预测值与实际值差异

(人民币, 百万)	2013年1季度实际值	2012年1季度预测值	差异(%)	
			差异(%)	差异(%)
净利息收入	92,311	93,616	(1.4)	(1.4)
手续费收入	28,894	28,919	(0.1)	(0.1)
其他非息收入	4,379	3,100	41.3	41.3
总经营收入	125,584	125,635	(0.0)	(0.0)
费用	(31,923)	(33,670)	(5.2)	(5.2)
拨备前利润	93,661	91,965	1.8	1.8
拨备	(8,543)	(7,397)	15.5	15.5
拨备后利润	85,118	84,568	0.7	0.7
营业税	(8,012)	(8,203)	(2.3)	(2.3)
非经营收入	254	73	247.9	247.9
税前利润	77,360	76,437	1.2	1.2
企业所得税	(17,647)	(17,391)	1.5	1.5
净利润	59,713	59,047	1.1	1.1
少数股东权益	(133)	(97)	37.1	37.1
归属于股东利润	59,580	58,950	1.1	1.1

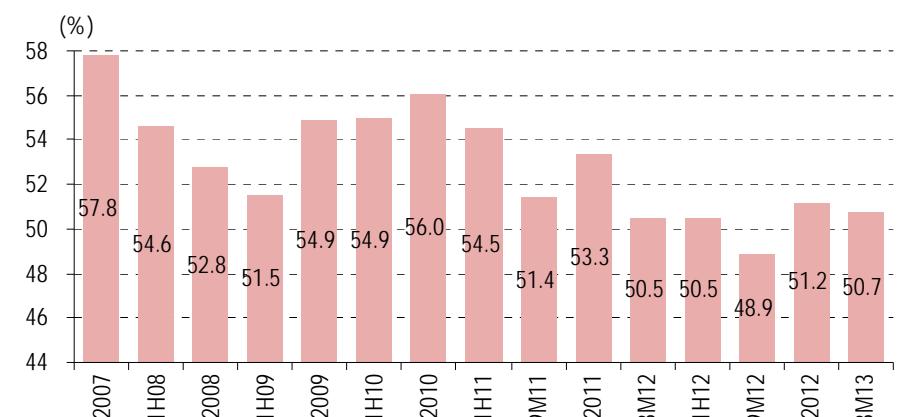
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 2008 年以来建设银行季度息差变化情况



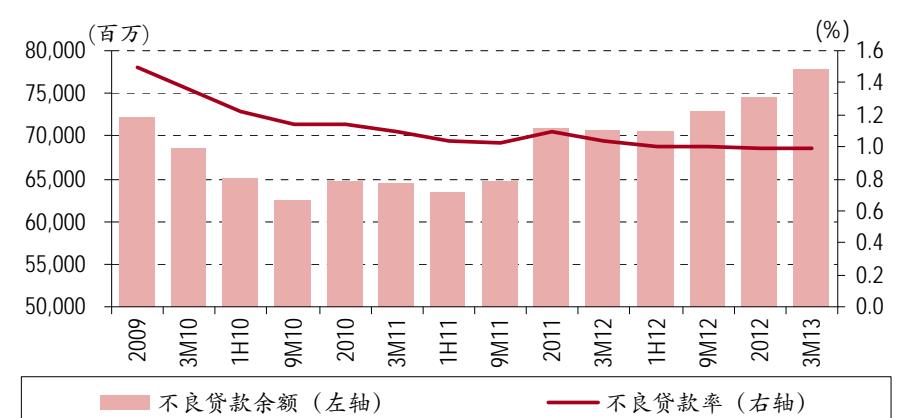
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 建设银行活期存款占比变化情况



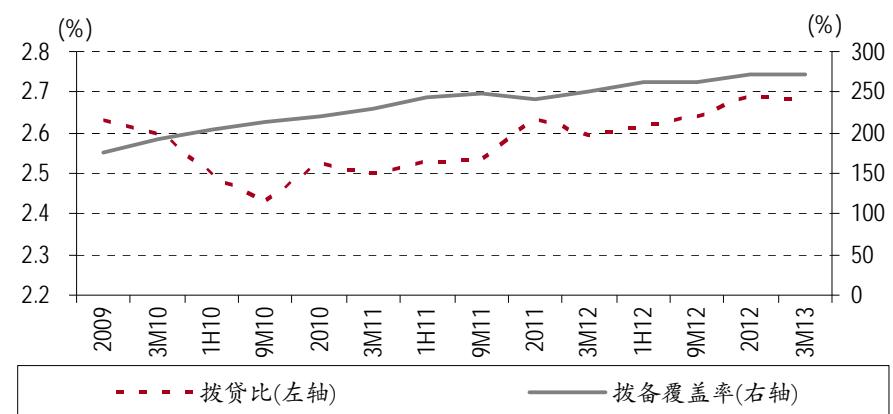
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 建设银行不良贷款变化情况



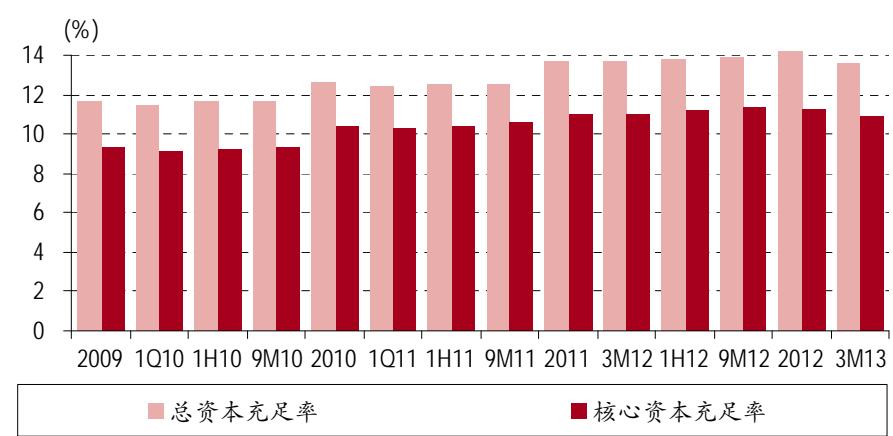
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.建设银行拨贷比和拨备覆盖率变化情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.建设银行资本充足率变化情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润收入	304,572	353,202	367,155	397,411	426,394
净手续费及佣金	86,994	93,507	106,713	120,902	137,153
其他非息收入	5,524	14,037	16,938	18,125	19,489
经营收入	397,090	460,746	490,806	536,439	583,037
经营费用	(119,406)	(140,186)	(149,432)	(168,878)	(192,244)
拨备前经营利润	277,684	320,560	341,374	367,561	390,793
贷款损失拨备	(35,783)	(40,041)	(40,799)	(51,865)	(65,330)
经营利润	241,901	280,519	300,575	315,696	325,463
非经常性项目	1,435	1,153	1,411	1,411	1,411
营业税	(24,229)	(30,233)	(28,276)	(30,826)	(33,596)
所得税	(49,668)	(57,837)	(68,518)	(72,037)	(74,291)
<b>税后利润</b>	<b>169,439</b>	<b>193,602</b>	<b>205,191</b>	<b>214,244</b>	<b>218,987</b>
少数股东权益	(181)	(423)	(43)	(43)	(43)
<b>净利润</b>	<b>169,258</b>	<b>193,179</b>	<b>205,148</b>	<b>214,201</b>	<b>218,944</b>
变动(%)	26	14	6	4	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	169,439	193,602	273,709	286,280	293,278
非现金项目	49,397	54,843	63,758	75,131	92,700
其他项目变动	(367)	(4,249)	100	105	105
交易活动产生的现金	218,469	244,196	337,567	361,516	386,083
运营资本变动	(340,512)	(51,495)	119,135	3,778	(21,115)
经营产生的现金流	(122,043)	192,701	456,703	365,294	364,967
投资及融资回报	(3,200)	(5,562)	(77,439)	(81,716)	(85,132)
<b>总现金流</b>	<b>(125,243)</b>	<b>187,139</b>	<b>379,264</b>	<b>283,578</b>	<b>279,836</b>
投资	152,584	(155,855)	(333,793)	(240,232)	(240,556)
<b>自由现金流</b>	<b>27,341</b>	<b>31,284</b>	<b>45,471</b>	<b>43,346</b>	<b>39,279</b>
融资活动产生的净现金	(17,234)	(16,939)	(38,206)	(35,354)	(30,488)
<b>现金增/(减)</b>	<b>10,107</b>	<b>14,345</b>	<b>7,265</b>	<b>7,992</b>	<b>8,791</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	4.22	4.65	3.94	3.75	3.60
资金成本	1.68	2.09	1.58	1.50	1.46
利差	2.54	2.56	2.36	2.25	2.15
净息差	2.67	2.72	2.48	2.37	2.26
其他收入总收入	23.3	23.3	25.2	25.9	26.9
成本收入比	30.1	30.4	30.4	31.5	33.0
有效税率	30.4	31.3	32.1	32.4	33.0
<b>增长率</b>					
贷款增长率	14.6	15.6	14.5	12.9	11.5
存款增长率	10.1	13.6	14.2	12.5	11.1
资产增长率	13.6	13.8	14.4	13.1	11.9
<b>流动性</b>					
贷存比	65.0	66.2	66.4	66.6	66.8
贷款资金比	64.0	64.7	65.0	65.2	65.3
贷款资产比	52.9	53.8	53.9	53.8	53.5
核心负债/总负债	66.4	68.0	65.2	64.4	63.6
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	1.1	1.0	1.2	1.5	1.8
拨贷比	2.6	2.7	2.7	2.8	3.0
总拨备覆盖率	241.4	271.3	226.9	187.5	164.4
信用成本	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
需特别关注贷款比例	3.0	2.7	8.2	9.2	10.2
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.6	6.8	6.8	6.8	6.8
盈余资本	5.7	6.3	5.1	4.7	4.2
一级资本充足率	11.0	11.3	10.7	10.4	10.0
总资本充足率	13.7	14.3	14.5	13.9	13.3
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.47	1.47	1.37	1.26	1.14
净资产收益率	22.4	22.0	20.3	18.6	16.9
已运用资本收益率	22.4	22.0	20.3	18.6	16.9
结构性已运用资本收益率	33.1	33.5	29.3	24.9	21.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>资产</b>					
现金及等价物	2,379,809	2,458,069	2,735,552	3,076,232	3,417,711
银行间贷款	585,837	1,032,236	1,314,587	1,708,751	2,172,955
衍生产品交易投资	14,127	12,671	13,305	13,970	14,668
总客户贷款	6,496,411	7,512,312	8,605,310	9,712,506	10,826,193
减: 拨备	(171,217)	(202,433)	(230,237)	(269,102)	(321,432)
长期投资	2,741,750	2,866,648	3,185,141	3,410,037	3,635,224
固定资产	151,152	179,402	194,073	208,744	223,415
累计折旧	(56,930)	(65,456)	(89,066)	(114,148)	(142,172)
其他资产	140,895	179,379	249,424	321,415	393,436
<b>总资产</b>	<b>12,281,834</b>	<b>13,972,828</b>	<b>15,978,089</b>	<b>18,068,405</b>	<b>20,219,999</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	9,987,450	11,343,079	12,954,312	14,577,180	16,200,048
银行存款及结余	1,057,635	1,106,384	1,314,379	1,562,770	1,859,178
其他借款	168,312	262,991	294,550	329,896	369,483
总借款	11,213,397	12,712,454	14,563,241	16,469,846	18,428,709
其他负债	251,776	310,765	329,770	369,894	413,671
总负债	11,465,173	13,023,219	14,893,011	16,839,740	18,842,380
普通股股本(面值)	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
准备金(包括股本溢价)	271,864	300,687	341,725	384,574	428,371
留存收益	289,266	391,034	485,422	586,117	691,230
总股东权益	811,141	941,732	1,077,158	1,220,701	1,369,612
少数股东权益	5,520	7,877	7,920	7,963	8,006
已运用资本	816,661	949,609	1,085,078	1,228,664	1,377,618
<b>总负债及权益</b>	<b>12,281,834</b>	<b>13,972,828</b>	<b>15,978,089</b>	<b>18,068,405</b>	<b>20,219,999</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### **公司投资评级：**

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

#### **行业投资评级：**

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371