

沪港通股票

建设银行 A

维持“买入”评级，具备防御性与上行空间

防御性股票具备上行空间，资本实力较强

建设银行在上市银行中 beta 值最低，因此我们认为其最具防御性。其较低的 beta 值或主要由于公司贷款期限相对较长，使得资产质量压力上升相对缓慢。我们认为公司具备较高的资本及拨备水平，14 年三季度其拨备覆盖率处于上市银行最高水平。公司在固定资产投资行业及西部地区的贷款占比在同业内最高，这将支撑公司盈利增长跑赢同业，我们看好公司的上升空间。

主要风险：存款利率管制放松

相比其他银行，公司更依赖于存款作为资金来源，随着存款利率管制放松，存款成本面临上浮压力，净息差相应面临缩窄压力。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 8bps；考虑降息对于资产负债表的修复支撑，我们下调 15 年信贷成本假设 24bps。我们相应调整公司 14/15/16 年 EPS 预测至 0.92/0.98/1.05 元（原 0.92/0.92/1.00 元）。

估值：上调目标价至 6.19 元，维持“买入”评级

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 11.4%，高于可比同业平均。我们在 2015 年行业平均 PB0.94X 的基础上给予 17% 的溢价得到目标 PB1.1X，得到目标价 6.19 元，对应 15 年 PE 为 6.3X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 1.01X/5.75X 倍。维持公司“买入”评级。

Equities

中国
银行业（除信贷业务）

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb6.19**
之前: Rmb5.33

股价 **Rmb5.64**

路透代码: 601939.SS 彭博代码 601939 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb6.11-3.78
市值	Rmb1,202 十亿/US\$194 十亿
已发行股本	9,594 百万 (ORDA)
流通股比例	4%
日均成交量(千股)	184,066
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb922.8
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1,238 十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
一级资本充足率	11%

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.92	0.92	0.71
12/15E	0.92	0.98	6.38
12/16E	1.00	1.05	4.95

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	399,403	462,533	511,140	560,979	612,057	670,527	763,601	886,004
税前利润	219,107	251,439	279,806	300,629	319,063	340,939	389,115	457,919
净利润 (本地 GAAP)	169,258	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904	298,938	351,848
净利润 (UBS)	169,258	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904	298,938	351,848
一级资本充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.68	0.77	0.86	0.92	0.98	1.05	1.20	1.41
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	22.4	22.0	21.4	20.0	18.6	17.6	17.8	18.4
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.8	3.5	4.0	3.6	3.3	2.9	2.5
市净率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.1	5.7	5.2	6.1	5.8	5.4	4.7	4.0
净股息收益率(%)	4.9	6.1	6.7	5.7	6.1	6.5	7.4	8.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 57 分的股价(Rmb5.64)得出。

投资主题

建设银行 A

投资理由

建设银行经营稳健，在资本及存款等方面拥有较强实力。业务特色包括：1) 相比同业拥有较强资本内生积累能力，资本实力较强或为公司业务拓展提供支撑；2) 客户基础扎实，支撑存款成本保持上市银行较低水平。同时，我们认为公司历史上基建、房地产贷款占比较高使得贷款久期较长，近年来贷款结构调整逐步推进，期待贷款定价逐步提升。我们对公司 15 年盈利预测与市场一致预期基本一致。目标价基于 PB/ROE 估值。目前估值略高于可比同业，但仍处历史较低水平。我们认为公司在存款端、资本及拨备实力等方面拥有优势，支撑业绩稳健增长，评级“买入”

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 6.96 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 4.94 元。

近期催化剂

正面：公司在固定资产投资行业及西部地区的贷款占比在同业内最高，支撑公司盈利增长超出预期；

正面：公司贷款期限相对较长，支撑资产质量压力上升好于预期。

负面：利率市场化推进导致存款成本上升及息差缩窄超出预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb6.19

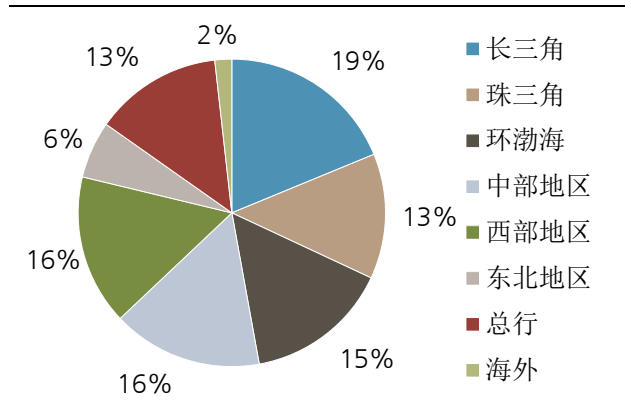
公司简介

中国建设银行股份有限公司是中国四大国有银行之一，历史上曾经是提供基础建设融资的专业银行。建设银行总部位于北京，提供广泛的商业银行产品和服务，网点覆盖全国主要地区。2005 年 10 月在香港联合交易所上市，2007 年 9 月在上海证券交易所上市。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于建设银行，我们关注其较强资金来源优势及资本实力为业绩增长提供的支撑。

收入按地区分布，2013 (%)



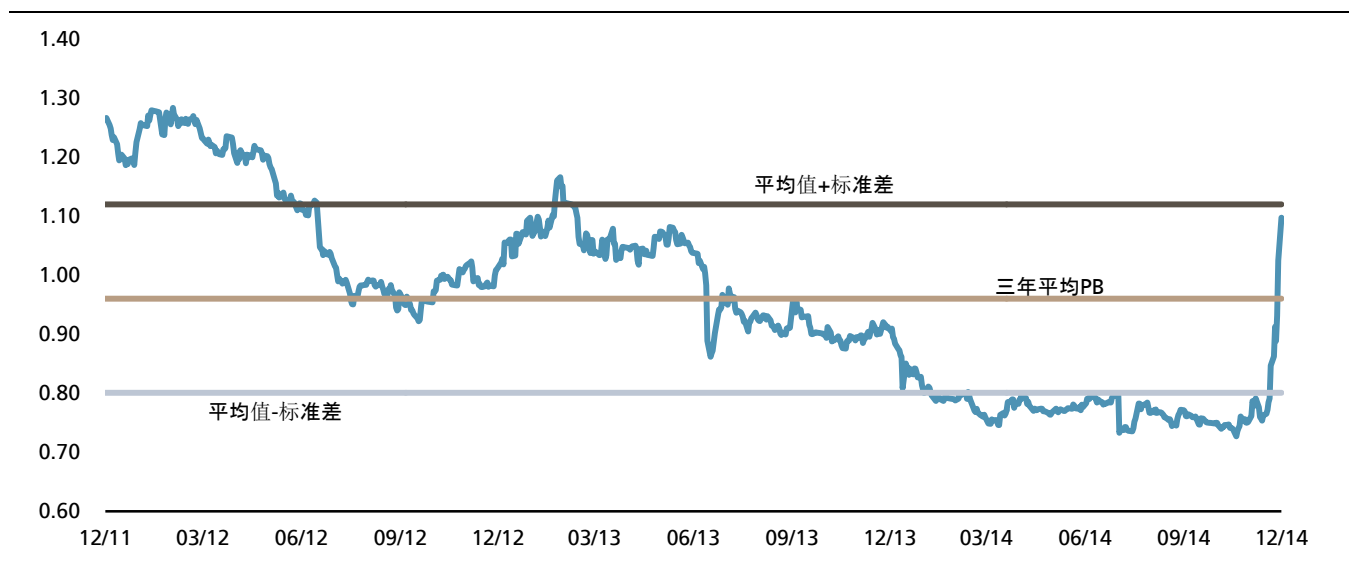
来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	462,533	511,140	560,979	612,057	670,527
净利息收入	353,202	389,544	432,580	459,666	486,112
非利息收入	109,331	121,596	128,399	152,392	184,415
营业费用	171,081	188,185	204,757	222,789	243,401
拨备前利润	291,452	322,955	356,221	389,269	427,126
税前利润	251,439	279,806	300,629	319,063	340,939
净利润	193,179	214,658	230,973	245,116	261,904
每股盈利 (元)	0.77	0.86	0.92	0.98	1.05
每股净资产 (元)	3.77	4.26	4.95	5.61	6.31
每股股利 (元)	0.27	0.30	0.32	0.34	0.37

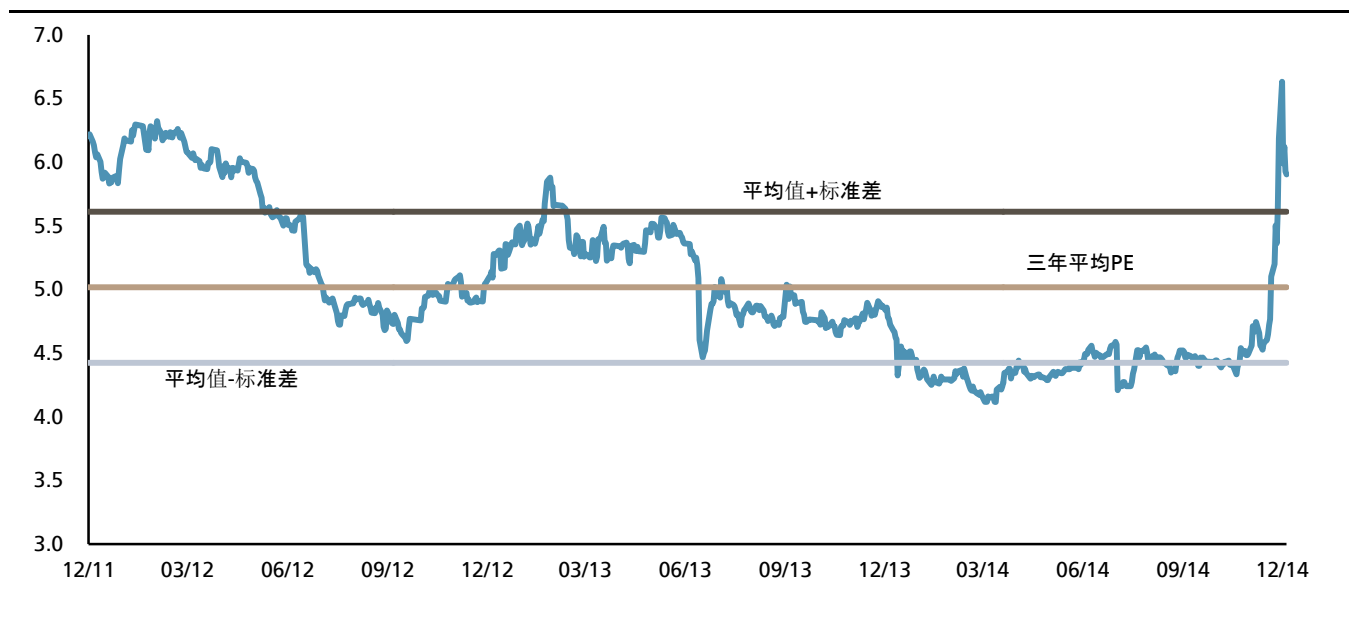
数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 34: 建设银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 35: 建设银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

建设银行 A (601939.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	304,572	353,202	389,544	432,580	11.0	459,666	6.3	486,112	540,865	617,423
非利息收入总额	94,831	109,331	121,596	128,399	5.6	152,392	18.7	184,415	222,736	268,581
总盈利	399,403	462,533	511,140	560,979	9.8	612,057	9.1	670,527	763,601	886,004
现金支出总额	(132,040)	(157,192)	(172,769)	(202,249)	-17.1	(220,155)	-8.9	(240,636)	(273,520)	(316,798)
折旧前营业利润	267,363	305,341	338,371	358,730	6.0	391,902	9.2	429,891	490,081	569,205
折旧和摊销(除商誉)	(12,497)	(13,889)	(15,416)	(2,508)	83.7	(2,634)	-5.0	(2,766)	(2,904)	(3,049)
拨备前营业利润	254,866	291,452	322,955	356,221	10.3	389,269	9.3	427,126	487,177	566,156
总拨备	(35,783)	(40,041)	(43,209)	(55,676)	-28.9	(70,318)	-26.3	(86,334)	(98,246)	(108,459)
拨备后营业利润	219,083	251,411	279,746	300,545	7.4	318,950	6.1	340,791	388,931	457,697
来自联营及合资公司的利润(税前)	24	28	60	84	40.0	113	35.0	147	184	221
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	219,107	251,439	279,806	300,629	7.4	319,063	6.1	340,939	389,115	457,919
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	219,107	251,439	279,806	300,629	7.4	319,063	6.1	340,939	389,115	457,919
税项	(49,668)	(57,837)	(64,683)	(69,145)	-6.9	(73,385)	-6.1	(78,416)	(89,496)	(105,321)
税后利润	169,439	193,602	215,123	231,485	7.6	245,679	6.1	261,523	299,619	352,597
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(181)	(423)	(465)	(511)	-10.0	(563)	-10.0	(619)	(681)	(749)
净利润 (本地 GAAP)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
净利润(不计优先股股息)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
净利润 (UBS)	169,258	193,179	214,658	230,973	7.6	245,116	6.1	261,904	298,938	351,848
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.68	0.77	0.86	0.92	7.6	0.98	6.1	1.05	1.20	1.41
每股收益(UBS 稀释后)	0.68	0.77	0.86	0.92	7.6	0.98	6.1	1.05	1.20	1.41
拨备前营业利润(稀释后)	1.02	1.17	1.29	1.42	10.3	1.56	9.3	1.71	1.95	2.26
每股股息净值	0.24	0.27	0.30	0.32	7.8	0.34	6.1	0.37	0.42	0.49
每股账面价值	3.24	3.77	4.26	4.95	16.2	5.61	13.3	6.31	7.14	8.13
每股账面价值(UBS)	3.23	3.75	4.25	4.94	16.2	5.60	13.3	6.30	7.13	8.12
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	12,281,834	13,972,828	15,363,210	16,917,066	10.1	18,441,315	9.0	20,229,495	22,568,778	25,504,812
银行资产(平均)	11,546,076	13,127,331	14,668,019	16,140,138	10.0	17,679,191	9.5	19,335,405	21,399,137	24,036,795
总资产(年底)	12,281,834	13,972,828	15,363,210	16,917,066	10.1	18,441,315	9.0	20,229,495	22,568,778	25,504,812
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,760,117	7,637,705	9,872,790	10,901,484	10.4	11,877,476	9.0	13,029,092	14,574,192	16,584,844
风险加权资产 (RWA) (平均)	6,387,723	7,198,911	8,755,248	10,387,137	18.6	11,389,480	9.6	12,453,284	13,801,642	15,579,518
客户贷款	6,325,194	7,309,879	8,361,361	9,280,810	11.0	10,147,279	9.3	11,152,314	12,568,039	14,405,725
客户贷款(平均)	5,925,610	6,817,537	7,835,620	8,821,085	12.6	9,714,044	10.1	10,649,797	11,860,176	13,486,882
生息资产(平均)	11,292,800	12,845,124	14,220,279	15,501,822	9.0	16,947,325	9.3	18,483,850	20,456,435	23,000,346
客户存款	9,987,450	11,343,079	12,223,037	13,200,880	8.0	14,388,959	9.0	15,827,855	17,648,058	19,942,306
普通股权益(年底)	811,141	941,668	1,065,951	1,238,224	16.2	1,402,500	13.3	1,578,613	1,785,884	2,033,105
普通股权益(平均)	753,966	876,404	1,003,809	1,152,088	14.8	1,320,362	14.6	1,490,556	1,682,249	1,909,494
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	816,661	949,545	1,074,329	1,247,114	16.1	1,411,952	13.2	1,588,684	1,796,636	2,044,605
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	758,783	883,103	1,011,937	1,160,721	14.7	1,329,533	14.5	1,500,318	1,692,660	1,920,621
有形资产净值	813,339	945,833	1,070,666	1,243,451	16.1	1,408,289	13.3	1,585,021	1,792,973	2,040,942
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	51.5	52.3	54.4	54.9	0.8	55.0	0.3	55.1	55.7	56.5
存款/银行资产(年底)	81.3	81.2	79.6	78.0	-1.9	78.0	0.0	78.2	78.2	78.2
存贷比	63.3	64.4	68.4	70.3	2.8	70.5	0.3	70.5	71.2	72.2
股东资金总额/银行资产(年底)	6.6	6.8	7.0	7.4	5.4	7.7	3.9	7.9	8.0	8.0

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

建设银行 A (601939.SS)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
一级资本	741,585	864,588	1,061,700	1,220,283	1,384,558	1,560,672	1,767,943	2,015,163
总资本	924,506	1,093,429	1,316,724	1,536,151	1,706,477	1,917,253	2,147,653	2,374,623
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,760,117	7,637,705	9,872,790	10,901,484	11,877,476	13,029,092	14,574,192	16,584,844
核心资本(一级资本)充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
一级资本充足率%	11.0	11.3	10.8	11.2	11.7	12.0	12.1	12.2
总资本充足率%	13.7	14.3	13.3	14.1	14.4	14.7	14.7	14.3
有形权益	807,819	937,956	1,062,288	1,234,561	1,398,837	1,574,950	1,782,221	2,029,442
权益对资产比率%	6.6	6.7	6.9	7.3	7.6	7.8	7.9	8.0
有形权益对有形资产比率%	6.6	6.7	6.9	7.3	7.6	7.8	7.9	8.0
资产质量 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
不良资产	70,915	74,618	85,264	106,112	138,069	175,310	207,024	231,977
风险准备金总额	171,217	202,433	228,696	257,180	287,553	319,122	356,378	395,523
不良贷款率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6
拨备覆盖率	241.4	271.3	268.2	242.4	208.3	182.0	172.1	170.5
拨备：平均贷款余额	0.5	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
不良资产净值与股东资金比率	(12.3)	(13.5)	(13.4)	(12.1)	(10.6)	(9.1)	(8.3)	(8.0)
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净息差(平均资产)	2.64	2.69	2.66	2.68	2.60	2.51	2.53	2.57
拨备与营业利润比率	14.0	13.7	13.4	15.6	18.1	20.2	20.2	19.2
股东权益回报率(UBS 盈利)	22.4	22.0	21.4	20.0	18.6	17.6	17.8	18.4
经调整的资产收益率	22.5	22.1	21.5	20.1	18.6	17.6	17.8	18.5
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	2.65	2.69	2.46	2.23	2.16	2.11	2.17	2.26
资产收益率	1.47	1.47	1.47	1.43	1.39	1.36	1.40	1.47
生产率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
成本收入比	36.2	37.0	36.8	36.5	36.4	36.3	36.2	36.1
成本与平均资产比率	1.25	1.30	1.28	1.27	1.26	1.26	1.29	1.33
薪酬费用比	21.9	21.5	21.2	21.0	20.9	20.8	20.7	20.7
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	22.6	15.8	10.5	9.8	9.1	9.6	13.9	16.0
拨备前营业利润	24.7	14.4	10.8	10.3	9.3	9.7	14.1	16.2
净利润 (UBS)	25.5	14.1	11.1	7.6	6.1	6.8	14.1	17.7
每股股息净值	11.5	13.3	11.9	7.8	6.1	6.8	14.1	17.7
总资产(年底)	13.6	13.8	10.0	10.1	9.0	9.7	11.6	13.0
客户贷款	14.5	15.6	14.4	11.0	9.3	9.9	12.7	14.6
客户存款	10.1	13.6	7.8	8.0	9.0	10.0	11.5	13.0
Value (x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值/收入	3.3	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.8	3.5	4.0	3.6	3.3	2.9	2.5
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.1	5.7	5.2	6.1	5.8	5.4	4.7	4.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.1	5.7	5.2	6.1	5.8	5.4	4.7	4.0
净股息收益率(%)	4.9	6.1	6.7	5.7	6.1	6.5	7.4	8.7
市净率	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.5	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。