



建設銀行 (601939.SH/0939.HK)

A/H 股投資評等及目標價



601939.SH
買進
目標價：5.96RMB



0939.HK
買進
目標價：8.64HKD

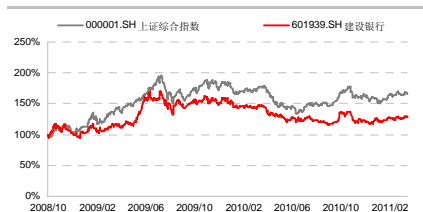
基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價	7.29	4.97
股票代碼	0939	601939
日成交量	297,730,000	40,034,800
52周最高價/最低價	8.47/6.10	5.77/4.49
發行股數(百萬股)	234,282	234,282
其中：流通股(百萬股)	75,440	75,440
第一大股東	中央匯金投資有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
601939.SH	-0.6%	3.9%	9.2%	-11.6%
000001.SH	-0.6%	0.8%	4.3%	5.8%

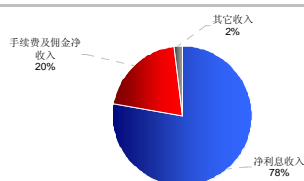
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

主營業務收入



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：袁曉雨 Rainy Yuan
電郵：rainy.sh@masterlink-cn.com

資產減值大幅計提減輕未來撥備壓力

- 公司2010年淨利潤低於預期，減值增加是主因。公司2010年實現淨利潤1351.80億元，同比增長26.56%，合每股收益0.56元。其中4Q10淨利潤244.67億元，同比增長18.24%，環比大幅下降16.04%，合每股收益0.10元，較我們預期高28.2%。淨利潤環比大幅下降的主要原因是公司在4Q10大幅增加資產減值損失的計提。
- 公司淨息差逐季提升，預計2011年提升3-5bps。2010年公司淨利差和淨息差分別提升10bps和8bps，主要是公司升息資產結構優化，貸款占比提升及活期存款占比上升所致。我們認為儘管2011年行業貸款議價能力大幅提升，但公司貸款增速將下降，預計公司2011年淨息差提升3-5bps。
- 4Q10資產減值損失大幅增加，未來撥備壓力低。2010年公司資產質量繼續改善，不良貸款餘額及比例均下降，撥備覆蓋率大幅提升。公司4Q10資產減值損失環比增長493.06%，損失率升至18.78%，撥貸比超過2.5%的要求達到2.52%，公司未來撥備壓力減輕，為利潤增長保留空間。
- 評價及投資建議：儘管信貸業務淨收入增速可能下降，但公司中間業務收入仍將延續高增長；資產減值損失大幅計提使未來撥備壓力減輕，從而為淨利潤增長保留空間。預計公司2011年實現淨利潤1654.98億元，同比增長22.43%，合每股收益0.66元，對應2011年7.51倍PE和1.66倍PB，我們維持公司A股和H股“買進”評級，對應目標價分別為5.96元和8.64港元。

主要財務分析

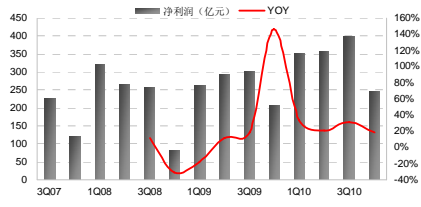
	2007	2008	2009	2010	2011(F)
淨利息收入	103,562	224,920	211,885	251,500	288,151
年增率(%)		117.18%	-5.80%	18.70%	14.57%
手續費及佣金淨收入	18,653	38,446	48,059	66,132	88,035
年增率(%)		106.11%	25.00%	37.61%	33.12%
淨利潤	34,887	92,642	106,892	135,367	165,699
年增率(%)		165.84%	15.35%	26.56%	22.43%
每股收益	0.15	0.40	0.46	0.54	0.66
市盈率(倍)	52.07	11.60	20.46	9.19	7.51
市淨率(倍)	8.64	2.32	3.91	1.77	1.66
股價/經營現金	280.38	6.19	89.48	(16.02)	18.50
ROA(%)	1.05%	1.23%	1.11%	1.26%	1.35%
ROE(%)	16.37%	19.81%	19.12%	19.31%	22.15%
現金股利率	1.48%	3.96%	0.99%	4.07%	4.47%

資料來源：元富上海



建設銀行2010年淨利潤低於預期， 4Q10大幅計提資產減值損失是主因

建設銀行淨利潤



資料來源：元富上海

建設銀行年報顯示，公司2010年實現營業收入3234.89億元，同比增長21.07%；其中淨利息收入2515.00億元，同比增長18.7%，在營收中占比77.75%，較上年下降1.55個百分點；手續費及傭金淨收入661.32億元，同比增長37.61%，營收中占比20.44%，較2009年提升2.45個百分點；實現歸屬於母公司所有者淨利潤1351.80億元，同比增長26.56%；合每股收益0.56元。4Q10公司實現營業收入886.91億元，同比增長27.05%，環比增長8.84%；其中利息淨收入693.19億元，同比增長23.11%，環比增長7.67%；手續費及傭金淨收入174.51億元，同比增長41.92%，環比增長16.04%；實現淨利潤244.67億元，同比增長18.24%，環比大幅下降38.54%；合每股收益0.10元，較我們預期低28.2%。公司淨利潤環比大幅下降且低於我們預期的主要原因是公司在4Q10大幅增加資產減值損失的計提。

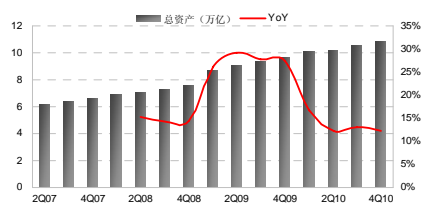
建設銀行業績預測

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10A	QoQ	4Q10F	差異
營業收入	75,189	77,956	81,439	88,569	8.76%	79,858	10.9%
利息淨收入	57,180	60,619	64,382	69,319	7.67%	63,255	9.6%
手續費及傭金淨收入	16,865	16,777	15,039	17,451	16.04%	15,354	13.7%
管理費用	20,393	22,163	23,151	36,086	55.87%	27,950	29.1%
資產減值損失	4,968	4,856	2,809	16,659	493.06%	6,389	160.8%
淨利潤	35,164	35,577	39,758	24,345	-38.77%	31,776	-23.4%
EPS	0.15	0.15	0.17	0.10	-42.76%	0.14	-28.2%

資料來源：元富上海

規模增長放緩，房地產相關貸款及 活期存款占比上升

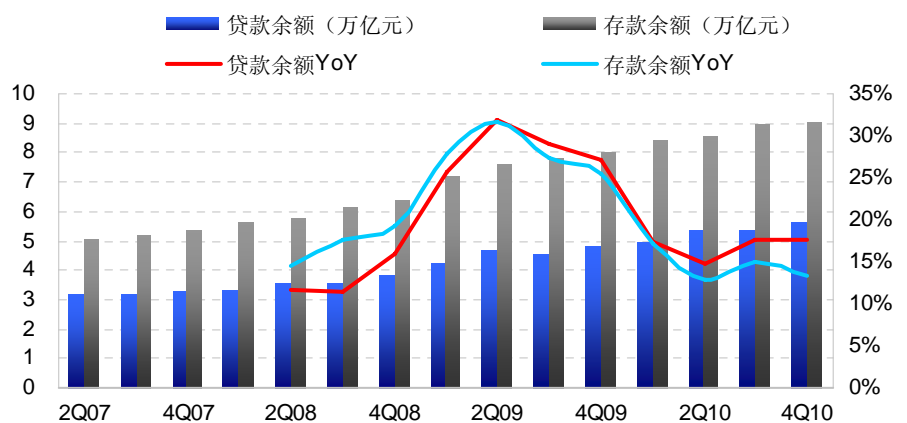
建設銀行總資產



資料來源：元富上海

2010年末公司總資產達10.81萬億元，同比增長12.33%，增速較上年末大幅回落15個百分點，公司規模增長步伐放緩。其中貸款餘額56,691.28億元，同比增長17.62%；存款餘額90,753.69億元，同比增長13.42%；貸存比為62.47%，較2009年末上升2.23個百分點。

建設銀行貸存款

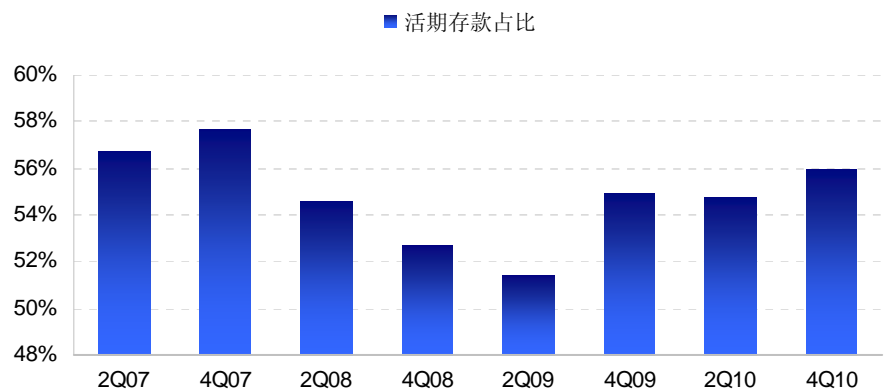


資料來源：元富上海



從貸款結構上看，企業貸款餘額同比增長18.67%，個人貸款餘額同比增長25.76%，兩者在總貸款中占比均有提升，企業貸款占比為70.15%，較上年末高0.62個百分點；個人貸款占比為24.15%，較上年末高1.57個百分點；票據貼現占比則較上年末的4.74%下降至2.52%。儘管2010年公司房地產開發貸款增速遠低於企業貸款增速，在總貸款中占比也由上年末的7.44%下降至7.11%，但個人住房貸款增長較快，占比也有大幅提升，導致公司房地產相關貸款在總貸款中占比達到26.36%，較上年末提升1.23個百分點，公司對房地產市場調控效果相對敏感，目前來看風險不大，我們將隨時關注其不良貸款變化情況。從存款結構上看，2010年公司活期存款占比為56.01%，較上年末提升1.08個百分點。

活期存款占比提高

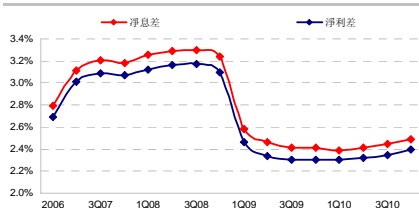


資料來源：元富上海

我們認為，儘管年末公司貸存比有所上升，但整體上仍與75%的要求有較大差距，使公司在緊縮貨幣政策及行業存款成本上升的狀況下負面影響較小。公司預計2011年發放貸款7000-7500億元，同比增長13%，較2010年下降4個百分點，預計公司2010年存款餘額同比增長15%，存貸比將繼續下降。

淨息差逐季提升，預計2011年淨息差繼續提升3-5bps

建設銀行總資產

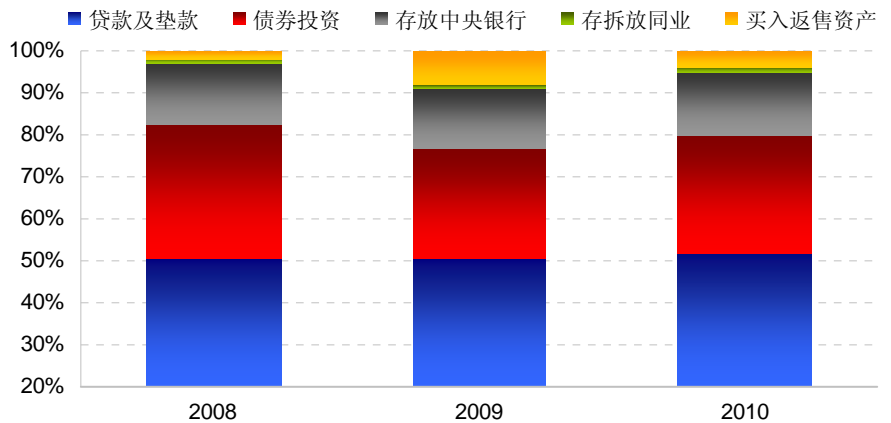


資料來源：元富上海

2010年公司淨利差和淨息差分別為2.40%和2.49%，分別較2009年提升10bps和8bps，息差呈逐季上升趨勢。升息資產收益率3.74%，較上年末下降11bps；其中貸款收益率為5.07%，較上年末下降30bps；計息負債成本率1.34%，較上年末下降21bps；其中存款成本率為1.28%，較上年末下降23bps。公司息差擴大的主要原因是，1、生息資產結構優化，貸款占比逐步提升，2010年末貸款在升息資產中占比52.14%，較上年提升1.44個百分點；2、受市場利率持續走高影響，票據貼現及買入返售金融資產收益率顯著上升；3、成本較低的存款在計息負債中占比略有提高，且活期存款在總存款中占比提高。2011年儘管行業貸款議價能力提升，但公司信貸增速下降，預計2011年公司淨息差提升3-5bps至2.54%。實現淨利息收入2881.50億元，同比增長14.57%。



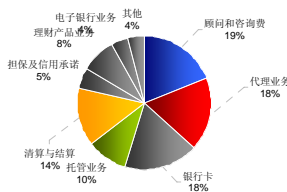
升息資產結構



資料來源：元富上海

手續費及傭金淨收入同比增長
37.61%，大行中增長最快

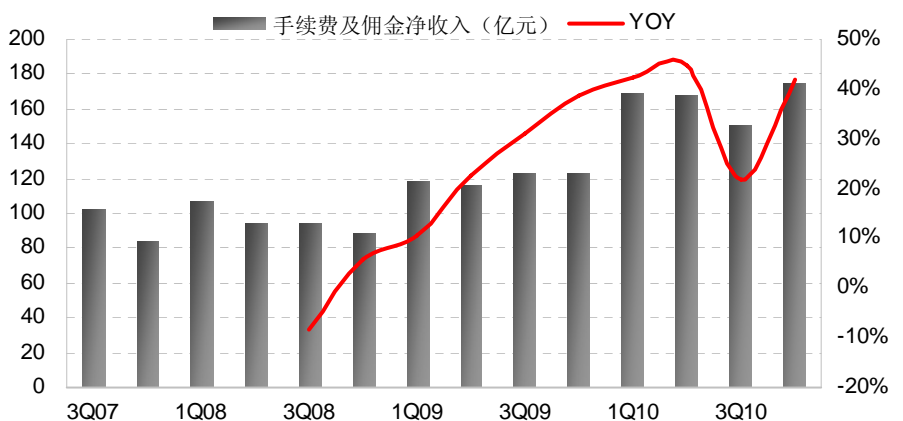
手續費業務結構



資料來源：元富上海

2010年公司實現手續費及傭金淨收入661.32億元，同比增長37.6%，增速較2009年大幅提升12.61個百分點，也高於工商銀行32.1%、中國銀行18.41%、農業銀行29.4%，在大行中增長最快。其中公司理財產品受市場青睞，理財產品收入同比增長170.02%；電子銀行業務同比增長52.41%；由於進出口貿易復蘇，公司推廣的“禹道”等新型對公結算產品使結算與清算手續費同比增長52.41%。我們認為，在信貸緊縮的背景下，2011年公司仍將繼續大力發展節約資本的中間業務，提高中間業務占比，預計2011年公司手續費及傭金收入同比增長32.76%。

手續費及傭金淨收入

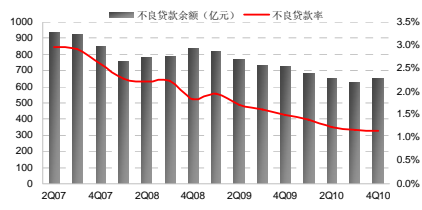


資料來源：元富上海

4Q10資產減值損失大幅增加，未來撥備壓力降低

公司2010年末不良貸款餘額及占比分別為647.12億元及1.14%，分別較上年末下降74.44億元和0.36個百分點；貸款減值準備1431.04億元，同比增長12.83%，環比大幅增長7.07%；年末撥備覆蓋率為221.14%，較上年末提升45.37個百分點，較3Q10末提升7.66個百分點；由於4Q10貸款減值準備的大幅增加，公司撥備比達到2.52%，超過2.5%，這將使作為系統性重要銀行的建設

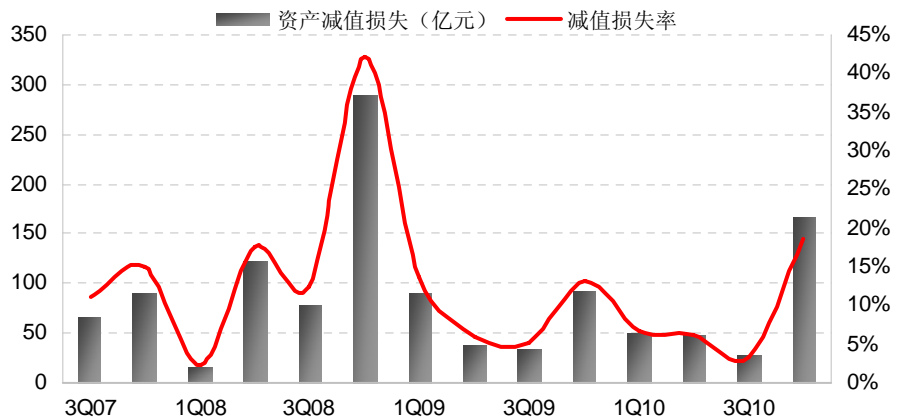
不良貸款



資料來源：元富上海

銀行未來兩年的撥備壓力大幅減輕。從資產減值損失上看，公司2010年計提資產減值損失292.92億元，減值損失率為9.06%，其中4Q10計提166.59億元，占全年56.87%，減值損失率高達18.78%，較我們的預估值高160.8%，是造成我們高估淨利潤的重要原因。儘管公司未來計提資產減值損失的壓力大幅減輕，但由於由於公司房地產貸款占比高，及融資平臺清理工作展開，預計2011年公司資產減值損失率為8.5%，僅較2010年下降0.5個百分點。

資產減值損失



資料來源：元富上海

中間業務收入漸成亮點，維持公司“買進”評級

儘管信貸業務淨收入增速可能下降，但公司中間業務收入仍將延續高增長；資產減值損失大幅計提使未來撥備壓力減輕，從而為淨利潤增長保留空間。預計公司2011年實現淨利潤1654.98億元，同比增長22.43%，合每股收益0.66元，對應2011年7.51倍PE和1.66倍PB，我們維持公司A股和H股“買進”評級，對應目標價分別為5.96元和8.64港元。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10F	1Q11F	2Q11F	3Q11F	4Q11F	2009	2010	2011(F)
淨利息收入	57,180	60,619	64,382	69,319	66,069	71,021	73,077	77,984	211,885	251,500	288,151
手續費及佣金淨收入	16,865	16,777	15,039	17,451	22,842	22,236	19,885	23,071	48,059	66,132	88,035
營業收入合計	75,276	78,031	81,491	88,691	90,061	94,407	94,112	102,205	259,944	317,632	376,186
營業費用	24,658	26,724	27,690	41,085	28,504	29,880	29,787	46,656	103,872	120,157	134,827
營業費用/營業收入	32.76%	34.25%	33.98%	46.32%	31.65%	31.65%	31.65%	45.65%	39.96%	37.83%	35.84%
撥備前利潤	50,618	51,307	53,801	47,606	61,557	64,527	64,326	55,548	156,072	197,475	241,358
資產減值損失	4,968	4,856	2,809	16,659	6,304	6,609	6,588	12,265	25,460	29,292	31,765
稅前利潤	45,650	46,451	50,992	30,947	55,253	57,919	57,738	43,284	130,612	168,183	209,593
淨利潤	35,276	35,665	39,914	24,512	42,699	44,752	44,612	33,636	106,892	135,367	165,699
歸屬於母公司淨利潤	35,251	35,652	39,810	24,467	42,649	44,702	44,562	33,586	106,812	135,180	165,499
EPS	0.15	0.15	0.17	0.10	0.17	0.18	0.18	0.13	0.46	0.54	0.66
YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2,009	2,010	2011(F)
淨利息收入	12.40	17.48	21.22	23.11	15.55	17.16	13.51	12.50	(5.80)	18.70	14.57
手續費及佣金淨收入	42.42	44.88	21.86	41.92	35.44	32.54	32.22	32.20	25.00	37.61	33.12
營業收入	15.00	19.31	22.52	27.05	19.64	20.99	15.49	15.24	0.00	22.52	27.05
淨利潤	34.26	20.65	31.33	18.24	20.99	25.38	11.94	37.27	15.35	26.56	22.43
主要驅動因素	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010	2011(F)
平均生息資產收益率	3.62%	3.65%	3.70%	3.74%	3.77%	3.79%	3.81%	3.81%	3.77%	3.65%	3.74%
淨息差	2.39%	2.41%	2.45%	2.49%	2.51%	2.52%	2.51%	2.52%	2.41%	2.49%	2.52%
非利息收入/營業收入	24.04%	22.31%	20.99%	21.84%	26.64%	24.77%	22.35%	23.70%	18.49%	20.82%	23.40%
營業費用/營業收入	32.76%	34.25%	33.98%	46.32%	31.65%	31.65%	31.65%	45.65%	39.96%	37.83%	35.84%

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010	2011(F)
貸款餘額	3,683,575	4,692,947	5,526,026	6,244,409	客戶存款和同業存放款項淨增加額	989,418	1,948,273	992,829	1,443,330
其他生息資產	3,213,636	4,300,659	4,824,945	5,404,051	收取利息和手續費淨增加額	324,191	378,169	430,687	435,973
非生息資產	658,241	600,017	424,618	629,280	客戶貸款及墊款淨增加額	551,987	1,030,197	869,732	718,383
總資產	7,555,452	9,593,623	10,775,589	12,277,741	存放央行和同業款項淨增加額	198,447	258,955	485,985	292,868
存款餘額	6,375,915	8,001,323	9,075,369	10,436,674	經營活動產生的淨現金流量	180,646	423,579	259,361	522,756
其他付息負債	677,161	1,024,981	912,426	1,017,705	收回投資收到的現金	968,424	1,168,724	1,371,120	1,100,000
總負債	7,087,890	9,034,603	10,074,684	11,529,737	投資支付的現金	912,363	1,568,911	1,696,728	1,500,000
普通股股本	233,689	233,689	250,011	250,011	投資活動產生的淨現金流量	38,759	(417,491)	(345,136)	(425,000)
資本公積金	90,241	90,266	135,136	135,135	發行債券收到的現金	2,852	79,880	0	25,000
累計留存收益	86,515	173,533	246,631	294,944	分配股利、利潤或償付利息支付的現	42,965	21,548	50,530	55,583
少數股權	1,596	3,545	4,113	4,500	籌資活動產生的淨現金流量	(40,113)	18,332	8,199	(30,584)
股東權益	467,562	559,020	700,905	748,004	本期共產生的現金流量	179,292	24,420	(77,576)	67,171
資產負債配置結構	2008	2009	2010	2011(F)	每股盈利及估值指標	2008	2009	2010	2011(F)
核心資本充足率	10.28%	9.46%	10.20%	9.30%	每股淨利潤	0.40	0.46	0.54	0.66
資本充足率	12.16%	11.70%	12.50%	11.50%	每股撥備前利潤	0.61	0.57	0.66	0.79
風險加權資產平均係數	55.54%	54.01%	55.00%	55.30%	每股稅前利潤	0.51	0.59	0.70	0.86
股東權益/總資產	6.19%	5.83%	6.50%	6.09%	每股淨資產	2.00	2.39	2.80	2.99
生息資產/總資產	91.29%	93.75%	96.06%	94.87%	P/B	2.32	3.91	1.77	1.66
貸款/總資產	48.75%	48.92%	51.28%	50.86%	P/POP	7.56	16.51	7.55	6.29
貸款/存款	57.77%	58.65%	60.89%	59.83%	P/E	11.60	20.46	9.19	7.51
貸款餘額年增長率	15.72%	27.40%	17.75%	13.00%	股息派發率	45.96%	20.17%	37.38%	33.59%
存款餘額年增長率	19.39%	25.49%	13.42%	15.00%	股息收益率	3.96%	0.99%	4.07%	4.47%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			