



股票代码	601939.CH	0939.HK
评级	谨慎买入	买入
收盘价	人民币 5.48	港币 5.68
目标价	人民币 6.10	港币 6.36
原目标价	人民币 8.08	港币 8.50
上/下浮比例	11%	12%
目标价格基础	2015年市净率	2015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2015年10月29日收市价为标准

建设银行

3季度业绩基本符合预期

建设银行15年前3季度归属净利润同比增长0.9%至1920亿人民币。由于拨备下降，3季度同比增长0.9%，比我们预期高0.5%。由于预期不良资产持续上升，我们将15-17年盈利预测分别下调5%、5%和3%。我们同时将H股和A股目标价分别下调25%和24%，但仍维持对H股的买入评级和对A股的谨慎买入评级，主要是考虑到该行较高的拨备覆盖率和净息差下滑相对较慢。

支撑评级的要点

- 建设银行15年3季度净息差稳定在2.58%，与15年2季度持平。相对平稳的资产收益率有助于稳定净息差。我们预测该行2016年净息差将有所下滑，但由于资产久期相对较长，下滑幅度应小于板块平均水平。
- 15年3季度该行不良资产余额环比增长3.9%。由于该行按揭贷款和基建投资贷款比重较大而制造业贷款比重较低，其贷款组合提供了一定的安全保护，因为本季度制造和零售/批发行业的不良贷款率仍然最高。展望未来，我们预测该行的资产质量风险在四大行中相对较低。但由于中国经济不及预期，我们仍上调了不良贷款预测。
- 手续费收入同比保持6%的相对快速增长，但环比下降了15.7%，主要是受到理财收入和代理收入下滑的拖累。展望未来，我们预测由于资本市场相关业务发展收缩，手续费收入可能有所下降。

评级面临的主要风险

- 1) 中国经济增长快速回落；2) 房地产价格暴跌。

估值

- 建设银行H股和A股当前价格分别相当于0.84倍和0.98倍2015年预期市净率。我们将H股和A股目标价下调，因为我们对板块资产质量和净息差的看法变得更为谨慎。但我们认为与同业相比，该行贷款投向组合和较高的拨备也意味着相对较低的风险。因此，我们维持对H股的买入评级和对A股的谨慎买入评级。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	508,608	570,470	625,912	650,246	668,799
变动(%)	10.4	12.2	9.7	3.9	2.9
普通股股东可分配利润(人民币 百万)	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
全面摊薄每股收益(人民币)	0.86	0.91	0.90	0.83	0.67
变动(%)	11.1	6.1	(1.3)	(7.5)	(20.0)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.927	0.964	0.998
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.95	0.87	0.69
调整幅度(%)	-	-	(5)	(5)	(3)
全面摊薄市盈率(倍)	6.4	6.0	6.1	6.6	8.2
每股账面价值(人民币)	4.26	4.97	5.57	6.10	6.49
股价/每股账面价值(倍)	1.29	1.10	0.98	0.90	0.84
净资产收益率(%)	21.4	19.7	17.1	14.3	10.6
每股股息(人民币)	0.27	0.30	0.30	0.30	0.27
股息率(%)	4.9	5.5	5.5	5.4	5.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股



(% (%)	今年 至今 1 3 12 个月 个月 个月				
	绝对 相对恒生中国企业指数	(10.8) 2.1	11.4 (1.7)	(10.6) (3.2)	(1.2) 1.4
发行股数(百万)	250,011				
流通股(%)	40				
流通股市值(港币百万)	1,165,235				
3个月日均交易额(港币百万)	1,628				

主要股东(%)
中央汇金公司 57

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年10月29日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币百万)	508,608	570,470	625,912	650,246	668,799
变动(%)	10.4	12.2	9.7	3.9	2.9
普通股股东可分配利润(人民币 百万)	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
全面摊薄每股收益(人民币)	0.86	0.91	0.90	0.83	0.67
变动(%)	11.1	6.1	(1.3)	(7.5)	(20.0)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.925	0.961	1.025
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.95	0.87	0.69
调整幅度(%)	-	-	(5)	(5)	(3)
全面摊薄市盈率(倍)	5.4	5.1	5.2	5.6	7.0
每股账面价值(人民币)	4.26	4.97	5.57	6.10	6.49
股价/每股账面价值(倍)	1.09	0.94	0.84	0.76	0.72
净资产收益率(%)	21.4	19.7	17.1	14.3	10.6
每股股息(人民币)	0.27	0.30	0.30	0.30	0.27
股息率(%)	5.8	6.4	6.5	6.4	5.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表1. 2015年3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	15年3季度	14年3季度	同比(%)	环比(%)
净利息收入	116,189	111,945	3.8	2.5
净手续费收入	25,041	23,621	6.0	(15.7)
其他非息收入	5,931	6,380	(7.0)	(70.9)
经营性收入	147,161	141,946	3.7	(10.0)
经营性开支	(39,972)	(41,627)	(4.0)	(21.6)
拨备前利润	107,189	100,319	6.8	(4.7)
拨备费用	(22,874)	(16,302)	40.3	7.7
经营利润	84,315	84,017	0.4	(7.6)
营业税	(8,940)	(8,752)	2.1	(2.9)
非经营性收入	2	452	(99.6)	(94.4)
税前利润	75,377	75,717	(0.4)	(8.1)
所得税	(15,545)	(16,002)	(2.9)	(8.2)
净利润	59,832	59,715	0.2	(8.1)
少数股东权益	349	(79)	(541.8)	(255.1)
可分配净利润	60,181	59,636	0.9	(7.3)

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表2. 15年3季度业绩与中银国际预测之比较

(人民币, 百万)	实际	预测	差异(%)
净利息收入	116,189	118,634	(2.1)
净手续费收入	25,041	25,259	(0.9)
其他非息收入	5,931	16,311	(63.6)
经营性收入	147,161	160,205	(8.1)
经营性开支	(39,972)	(52,067)	(23.2)
拨备前利润	107,189	108,138	(0.9)
拨备费用	(22,874)	(23,368)	(2.1)
经营利润	84,315	84,770	(0.5)
营业税	(8,940)	(9,027)	(1.0)
非经营性收入	2	36	(94.4)
税前利润	75,377	75,779	(0.5)
所得税	(15,545)	(15,644)	(0.6)
净利润	59,832	60,135	(0.5)
少数股东权益	349	(225)	(255.1)
可分配净利润	60,181	59,910	0.5

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

损益表- (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润收入	389,544	437,398	464,825	469,868	466,490
净手续费及佣金	104,283	108,517	117,647	131,746	147,689
其他非息收入	14,781	24,555	43,440	48,632	54,621
经营收入	508,608	570,470	625,912	650,246	668,799
经营费用	(187,427)	(211,312)	(229,747)	(246,675)	(266,600)
拨备前经营利润	321,181	359,158	396,165	403,571	402,199
贷款损失拨备	(43,209)	(61,911)	(99,103)	(129,122)	(183,363)
经营利润	277,972	297,247	297,061	274,449	218,836
非经常性项目	1,834	1,839	1,411	1,411	1,411
税前利润	279,806	299,086	298,472	275,860	220,247
所得税	(64,684)	(70,839)	(73,612)	(67,938)	(53,873)
税后利润	215,122	228,247	224,860	207,922	166,374
少数股东权益	(465)	(417)	(43)	(43)	(43)
净利润	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
优先股股息	0	0	0	0	0
普通股股东应占利润	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
变动 (%)	11	6	(1)	(8)	(20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表- (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	279,806	299,086	298,472	275,860	220,247
非现金项目	(8,011)	6,088	17,634	56,639	126,415
其他项目变动	6,394	5,731	16,114	20,091	24,785
运营资本变动	71,637	96,729	(136,904)	(16,954)	(8,606)
经营产生的净现金流	349,826	407,634	195,316	335,636	362,841
投资活动产生的净现金流	(278,182)	(343,887)	(148,581)	(291,401)	(325,669)
融资活动产生的净现金流	(72,541)	(62,850)	(39,469)	(36,244)	(28,381)
现金增/(减)	(897)	897	7,265	7,992	8,791

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率- (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	4.7	4.6	4.5	4.4
资金成本	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
利差	2.5	2.5	2.5	2.3	2.1
净息差	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4
非息收入/总收入	23.4	23.3	25.7	27.7	30.2
成本收入比	36.9	37.0	36.7	37.9	39.9
有效税率	23.1	23.7	24.7	24.6	24.5
增长率					
贷款增长率	14.3	10.3	13.2	6.0	4.7
存款增长率	7.8	5.5	7.4	3.3	2.1
资产增长率	10.0	9.0	9.0	5.3	4.3
可持续增长率	40.2	31.2	29.7	22.5	15.0
流动性					
贷存比	70.3	73.5	77.4	79.4	81.4
贷款资金比	68.3	71.1	74.8	76.6	78.2
贷款资产比	55.9	56.6	58.8	59.2	59.4
核心负债/总负债	68.1	68.7	68.3	68.0	67.5
资产质量					
不良贷款率	1.0	1.2	1.5	2.1	2.7
总拨备覆盖率	268.2	222.3	195.3	173.2	177.0
贷款拨备率	2.7	2.7	3.0	3.7	4.8
新增不良贷款形成率	0.3	0.5	0.7	0.9	0.9
信用成本	0.5	0.7	1.0	1.1	1.5
资本充足率					
权益资产比率	7.0	7.5	7.7	8.0	8.1
核心一级资本充足率	10.8	12.1	11.8	11.7	12.6
一级资本充足率	10.8	12.1	12.2	12.5	13.3
总资本充足率	13.3	14.9	14.2	14.5	15.4
回报率					
资产收益率	1.5	1.4	1.3	1.1	0.8
净资产收益率	21.4	19.7	17.1	14.3	10.6
已运用资本收益率	17.9	16.1	14.2	11.8	8.6
风险加权资产收益率	2.5	2.3	2.1	1.7	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表- (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及等价物	2,475,001	2,610,781	2,711,640	2,664,463	2,581,975
银行间贷款	754,798	788,737	812,381	943,040	1,095,071
衍生金融投资	18,910	13,769	14,457	15,180	15,939
总客户预付款	8,590,057	9,474,523	10,728,208	11,373,114	11,907,890
减: 拨备	(228,696)	(251,613)	(321,827)	(422,137)	(571,023)
投资证券	3,414,617	3,727,869	3,859,153	4,133,217	4,441,512
合作投资	0	0	0	0	0
净固定资产	135,678	151,607	150,340	145,759	134,552
其他资产	202,845	228,457	298,899	369,456	439,545
总资产	15,363,210	16,744,130	18,253,251	19,222,093	20,045,461
负债及权益					
客户存款	12,223,037	12,898,675	13,851,167	14,314,184	14,619,256
银行存款及结余	989,042	1,479,264	1,802,823	2,063,508	2,362,336
其他借款	357,540	431,652	483,450	541,464	606,440
总借款	13,569,619	14,809,591	16,137,440	16,919,157	17,588,032
其他负债	719,262	682,176	713,797	767,230	823,984
总负债	14,288,881	15,491,767	16,851,237	17,686,387	18,412,016
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)	371,856	433,463	478,435	520,019	553,294
留存收益	444,084	558,705	663,340	755,405	819,827
总股东权益	1,065,951	1,242,179	1,391,786	1,525,436	1,623,132
优先股	0	0	0	0	0
少数股东权益	8,378	10,184	10,227	10,270	10,313
总权益	1,074,329	1,252,363	1,402,013	1,535,706	1,633,445
总负债及权益	15,363,210	16,744,130	18,253,251	19,222,093	20,045,461

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - (H 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润收入	389,544	437,398	464,825	469,868	466,490
净手续费及佣金	104,283	108,517	117,647	131,746	147,689
其他非息收入	14,781	24,555	43,440	48,632	54,621
经营收入	508,608	570,470	625,912	650,246	668,799
经营费用	(187,427)	(211,312)	(229,747)	(246,675)	(266,600)
拨备前经营利润	321,181	359,158	396,165	403,571	402,199
贷款损失拨备	(43,209)	(61,911)	(99,103)	(129,122)	(183,363)
经营利润	277,972	297,247	297,061	274,449	218,836
非经常性项目	1,834	1,839	1,411	1,411	1,411
税前利润	279,806	299,086	298,472	275,860	220,247
所得税	(64,684)	(70,839)	(73,612)	(67,938)	(53,873)
税后利润	215,122	228,247	224,860	207,922	166,374
少数股东权益	(465)	(417)	(43)	(43)	(43)
净利润	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
优先股股息	0	0	0	0	0
普通股股东应占利润	214,657	227,830	224,817	207,879	166,331
变动 (%)	11	6	(1)	(8)	(20)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - (H 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	279,806	299,086	298,472	275,860	220,247
非现金项目	(8,011)	6,088	17,634	56,639	126,415
其他项目变动	6,394	5,731	16,114	20,091	24,785
运营资本变动	71,637	96,729	(136,904)	(16,954)	(8,606)
经营产生的净现金流	349,826	407,634	195,316	335,636	362,841
投资活动产生的净现金流	(278,182)	(343,887)	(148,581)	(291,401)	(325,669)
融资活动产生的净现金流	(72,541)	(62,850)	(39,469)	(36,244)	(28,381)
现金增/(减)	(897)	897	7,265	7,992	8,791

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	4.7	4.6	4.5	4.4
资金成本	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3
利差	2.5	2.5	2.5	2.3	2.1
净息差	2.7	2.8	2.7	2.5	2.4
非息收入/总收入	23.4	23.3	25.7	27.7	30.2
成本收入比	36.9	37.0	36.7	37.9	39.9
有效税率	23.1	23.7	24.7	24.6	24.5
增长率					
贷款增长率	14.3	10.3	13.2	6.0	4.7
存款增长率	7.8	5.5	7.4	3.3	2.1
资产增长率	10.0	9.0	9.0	5.3	4.3
可持续增长率	40.2	31.2	29.7	22.5	15.0
流动性					
贷存比	70.3	73.5	77.4	79.4	81.4
贷款资金比	68.3	71.1	74.8	76.6	78.2
贷款资产比	55.9	56.6	58.8	59.2	59.4
核心负债/总负债	68.1	68.7	68.3	68.0	67.5
资产质量					
不良贷款率	1.0	1.2	1.5	2.1	2.7
总拨备覆盖率	268.2	222.3	195.3	173.2	177.0
贷款拨备率	2.7	2.7	3.0	3.7	4.8
新增不良贷款形成率	0.3	0.5	0.7	0.9	0.9
信用成本	0.5	0.7	1.0	1.1	1.5
资本充足率					
权益资产比率	7.0	7.5	7.7	8.0	8.1
核心一级资本充足率	10.8	12.1	11.8	11.7	12.6
一级资本充足率	10.8	12.1	12.2	12.5	13.3
总资本充足率	13.3	14.9	14.2	14.5	15.4
回报率					
资产收益率	1.5	1.4	1.3	1.1	0.8
净资产收益率	21.4	19.7	17.1	14.3	10.6
已运用资本收益率	17.9	16.1	14.2	11.8	8.6
风险加权资产收益率	2.5	2.3	2.1	1.7	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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
西单北大街 110 号 7 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