

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

利息净收入恢复正增长, 资产质量改善

——建设银行(601939)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-09-01)

发布日期: 2017年09月04日

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 6.85 |
| 一年内最高/最低(元) | 7.25/5.12 |
| 沪深300指数 | 3830.54 |
| 市净率(倍) | 1.09 |
| 总市值(亿元) | 17,125.75 |
| 流通市值(亿元) | 657.17 |

基础数据(2017-6-30)

| | |
|-----------|------------|
| 每股净资产(元) | 6.50 |
| 总资产(亿元) | 216,920.67 |
| 所有者权益(亿元) | 16,284.45 |
| 净资产收益率(%) | 8.55 |
| 总股本(亿股) | 2,500.11 |
| H股(亿股) | 2,404.17 |

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 建设银行于2017年8月30日公布2017年半年度报告。

- **净利润增速延续17年一季度以来的回升态势。**17年上半年, 公司营业收入与净利润分别为3203.88与1390.09亿元, 分别同比下降3.74与增长3.81%。营业收入与净利润均延续17年一季度以来的回升态势。其中, 净利润增速较16年与17年一季度分别回升2.29与0.39个百分点, 为15年一季度以来最高值。影响公司净利润增速的主要因素包括: 央行连续降息影响基本释放完毕, 生息资产规模增长带动利息净收入恢复正增长; 手续费及佣金净收入较去年同期正增长; 加强成本管理, 成本收入比同比上升; 足额计提贷款减值准备, 资产减值支出同比增长29.82%。
- **利息净收入恢复正增长, 手续费及佣金净收入平稳增长。**17年上半年, 公司净利息收入同比增长3.25%, 分别较16年与17年一季度提升11.98与4.14个百分点, 占营业收入比重为68.00%。收入端, 在平均收益率同比下降的情况下, 贷款与存放央行款项利息收入主要受规模扩张驱动而分别增长3.70%与9.32%; 在平均收益率同比持平的情况下, 债券投资利息收入因规模扩张而增长10.92%; 存放与拆放同业利息收入因平均收益率及规模均下降而同比下降22.06%; 买入返售金融资产利息收入因平均收益率及规模双升而同比增长16.85%。支出端, 规模扩张与平均付息率上升的正负影响相当, 存款利息支出仅微增0.84%; 同业存放与拆入利息支出因规模增长及市场利率上行环境中平均付息率上升而增长21.90%; 在平均付息率下降情况下, 发行债券利息支出因发行规模扩大而增长16.49%。营业收入中, 公司手续费及佣金净收入与其他非息收益分别增长1.32%与下降1.37%, 占营业收入的比重分别为21.25%与10.75%。在代销、顾问及咨询等业务收入受市场影响较大幅度下降的情况下, 手续费及佣金净收入的增长主要是因为信用卡、理财、结算、托管及电子银行等业务手续费较快增长。其他非息收益下降的主要原因是: 建信人寿保费收入下降与可供出售金融资产规模下降。
- **拨备计提力度较大, 风险抵补水平进一步提高。**17年6月上半年, 公司基于审慎原则, 足额计提贷款减值准备, 资产减值支出605.10亿元, 同比增长29.82%。其中, 贷款减值损失597.29亿元, 同比增长27.63%。受益于此, 公司拨备覆盖率与贷款拨备率分别较16年末提高9.79与0.13个百分点至160.15%与2.42%, 风险抵补水平

进一步提高。

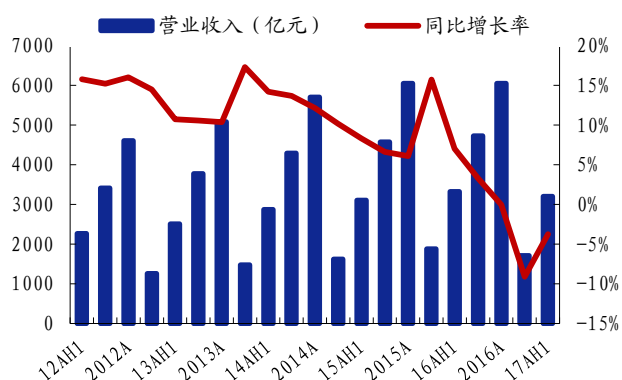
- **资产质量整体向好。**17年6月末，公司不良贷款率为1.51%，较16年末下降0.01个百分点。从行业看，房地产、租赁及商业服务业、批发零售业等行业不良率明显下降。从地域看，长三角地区及珠三角地区不良率明显下降。先行指标关注类贷款占比为2.84%，较16年末下降0.03个百分点。17年上半年，贷款迁徙率全面下降，正常类、关注类、次级类与可疑类贷款迁徙率分别为1.13%、14.31%、49.03%与5.74%，分别16年末分别下降1.44、6.29、27.94与20.46个百分点。公司贷款不良率、关注类贷款占比及贷款迁徙率下降意味着资产质量整体向好。
- **净息差有回升趋势。**17年上半年，公司净息差为2.14%，与16年持平，较17年一季度回升4bps。下半年，随着营改增价税分离影响的淡出，净息差有望继续延续稳中向好的态势。
- **个人业务对盈利的贡献度进一步提高。**17年上半年，公司个人业务利润总额为760.43亿元，占利润总额比重为44.19%，较16年同期提高8.9个百分点，较16年全年提高0.4个百分点。个人业务中，消费贷、信用卡及私人银行业务增长较快。其中，消费贷款增长尤为突出，消费贷款余额较16年末增加830.37亿元，增幅高达110.66%。
- **首次给予“增持”评级。**预计公司17-18年的BVPS为6.85与7.66元，按9月1日6.85元的收盘价计算，对应PB分别为1.00与0.89倍。目前公司1.09倍PB(LF)处于行业整体水平，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险提示：经济增长不及预期、系统性风险、金融监管超预期。

| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 605,197 | 605,090 | 617,344 | 649,205 | 668,980 |
| 增长比率 | 6.09% | -0.02% | 2.03% | 5.16% | 3.05% |
| 净利润(百万元) | 228,886 | 232,389 | 243,872 | 256,473 | 269,886 |
| 增长比率 | 0.28% | 1.53% | 4.94% | 5.17% | 5.23% |
| BVPS(元) | 5.74 | 6.31 | 6.85 | 7.66 | 8.51 |
| 市净率(倍) | 1.19 | 1.09 | 1.00 | 0.89 | 0.81 |

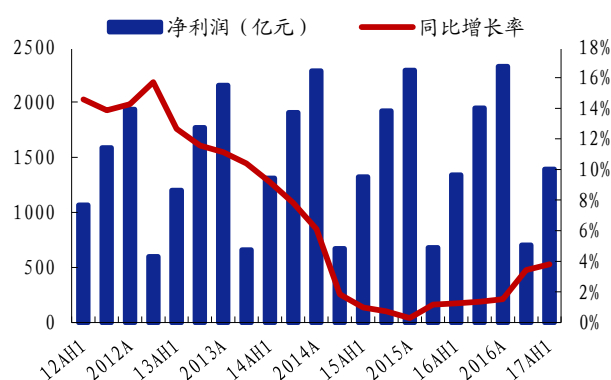
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增长率



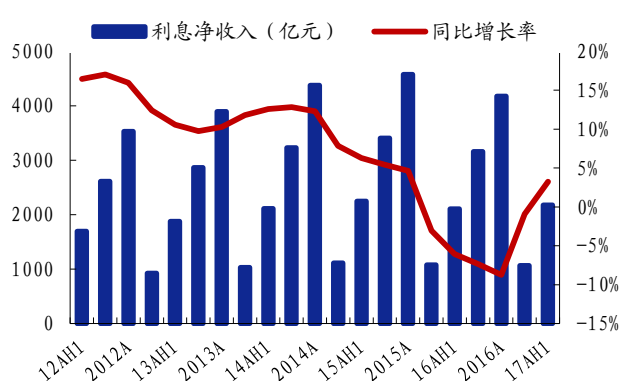
资料来源: WIND, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增长率



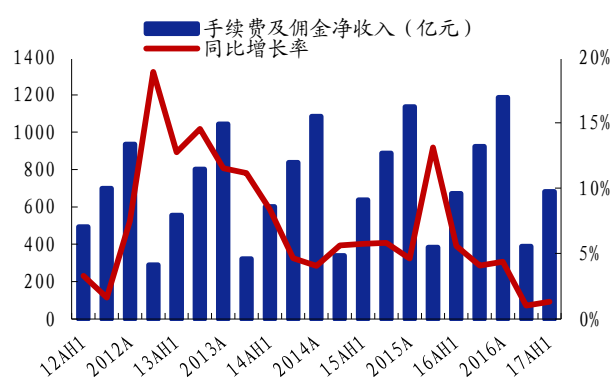
资料来源: WIND, 中原证券

图 3: 2012-17 年公司利息净收入及增长率



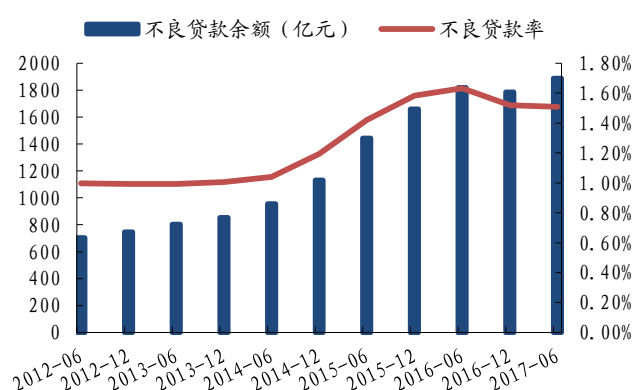
资料来源: WIND, 中原证券

图 4: 2012-17 年公司手续费及佣金净收入及增长率



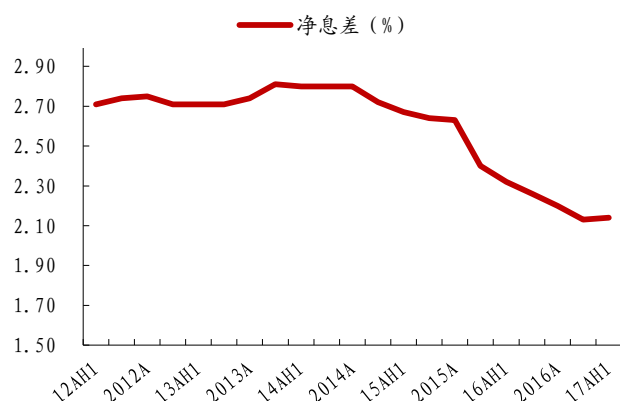
资料来源: WIND, 中原证券

图 5: 2012-17 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: WIND, 中原证券

图 6: 2012-17 年公司净息差



资料来源: WIND, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 每股指标与估值 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及存放央行 | 2,401,544 | 2,849,261 | 2,955,697 | 3,002,258 | 3,104,594 | EPS (摊薄) | 0.91 | 0.93 | 0.97 | 1.02 | 1.07 |
| 同业资产 | 974,472 | 858,462 | 834,544 | 847,691 | 876,586 | BVPS | 5.74 | 6.31 | 6.85 | 7.66 | 8.51 |
| 证券投资 | 4,271,406 | 5,068,584 | 3,972,424 | 2,039,533 | -249,035 | P/E | 7.51 | 7.40 | 7.06 | 6.72 | 6.40 |
| 贷款总额 | 10,485,140 | 11,757,032 | 12,874,836 | 13,643,234 | 14,755,876 | P/B | 1.19 | 1.09 | 1.00 | 0.89 | 0.81 |
| 贷款损失准备 | 250,617 | 268,677 | 351,968 | 451,440 | 551,080 | | | | | | |
| 贷款净额 | 10,234,523 | 11,488,355 | 12,522,868 | 13,191,794 | 14,204,796 | 盈利能力 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 生息资产总额 | 18,132,562 | 20,533,339 | 20,637,501 | 19,532,716 | 18,488,020 | ROAA | 1.30% | 1.18% | 1.16% | 1.26% | 1.41% |
| 总资产 | 18,349,489 | 20,963,705 | 20,969,571 | 19,760,153 | 18,614,868 | ROAE | 17.05% | 15.33% | 14.76% | 14.06% | 13.26% |
| 同业负债 | 2,029,119 | 2,126,121 | 1,327,868 | -437,985 | -2,467,431 | 净利差 (SPREAD) | 2.41% | 1.98% | 1.96% | 2.26% | 2.40% |
| 存款 | 13,668,533 | 15,402,915 | 16,353,135 | 16,610,743 | 17,176,943 | 净息差 (NIM) | 2.61% | 2.16% | 2.15% | 2.46% | 2.64% |
| 应付债券 | 415,544 | 451,554 | 535,093 | 535,093 | 535,093 | 信贷成本 | 0.94% | 0.84% | 1.03% | 1.25% | 1.17% |
| 付息负债 | 16,113,196 | 17,980,590 | 18,216,096 | 16,707,850 | 15,244,605 | 成本收入比 | 26.00% | 25.26% | 25.29% | 24.52% | 24.25% |
| 总负债 | 16,904,406 | 19,374,051 | 19,241,532 | 17,828,222 | 16,468,701 | 所得税有效税率 | 23.32% | 21.28% | 19.31% | 19.27% | 19.27% |
| 少数股东权益 | 11,063 | 13,154 | 16,610 | 17,897 | 19,569 | | | | | | |
| 母公司所有者权益 | 1,434,020 | 1,576,500 | 1,711,428 | 1,914,034 | 2,126,598 | 资产质量 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| | | | | | | 不良贷款率 | 1.58% | 1.52% | 1.53% | 1.45% | 1.40% |
| 利润表 (百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 不良贷款净生成率 | 0.53% | 0.12% | 0.15% | 0.01% | 0.06% |
| 利息收入 | 770,559 | 696,637 | 749,964 | 748,055 | 733,398 | 拨备覆盖率 | 150.99% | 150.36% | 178.38% | 227.91% | 266.87% |
| 利息支出 | 312,807 | 278,838 | 304,703 | 267,912 | 240,988 | 拨备/贷款总额 | 2.39% | 2.29% | 2.73% | 3.31% | 3.73% |
| 利息净收入 | 457,752 | 417,799 | 445,261 | 480,142 | 492,410 | | | | | | |
| 手续费净收入 | 113,530 | 118,509 | 119,785 | 123,244 | 126,580 | 资本 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 其他非息收入 | 33,915 | 68,782 | 33,217 | 45,818 | 49,990 | 资本充足率 | 15.39% | 14.94% | 15.74% | 18.54% | 21.77% |
| 营业收入 | 605,197 | 605,090 | 617,344 | 649,205 | 668,980 | 核心资本充足率 | 13.13% | 12.98% | 13.98% | 16.61% | 19.62% |
| 营业费用与税金 | 193,683 | 170,293 | 162,207 | 166,045 | 169,034 | 杠杆倍数 | 12.69 | 13.18 | 12.12 | 10.21 | 8.66 |
| 资产减值损失 | 93,639 | 93,204 | 127,187 | 165,472 | 165,640 | | | | | | |
| 营业利润 | 296,090 | 292,389 | 300,839 | 317,688 | 334,306 | 业绩增长率 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业外收支净额 | 2,407 | 2,821 | 1,387 | 0 | 0 | 利息净收入 | 4.65% | -8.73% | 6.57% | 7.83% | 2.56% |
| 利润总额 | 298,497 | 295,210 | 302,226 | 317,688 | 334,306 | 营业收入 | 6.09% | -0.02% | 2.03% | 5.16% | 3.05% |
| 所得税 | 69,611 | 62,821 | 58,355 | 61,215 | 64,420 | 拨备前利润 | 8.51% | -1.06% | 11.00% | 12.88% | 3.47% |
| 净利润 | 228,886 | 232,389 | 243,872 | 256,473 | 269,886 | 净利润 | 0.28% | 1.53% | 4.94% | 5.17% | 5.23% |
| 母公司所有者利润 | 228,145 | 231,460 | 242,635 | 254,865 | 267,796 | | | | | | |

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的低风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。