



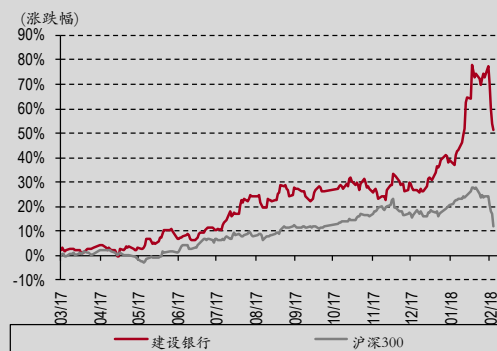
601939.CH

买入

市场价格: 人民币 8.42

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-----------|------|------|------|------|
| 绝对 | 7.9 | 5.1 | 21.2 | 51.5 |
| 相对沪深300指数 | 11.4 | 13.0 | 26.3 | 37.6 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 9,000 |
| 流通股(%) | 100 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 79,531 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 1,285 |
| 资本充足率(%) | 14.67 |
| 主要股东(%) | |
| 中央汇金投资有限责任公司 | 57.11 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2018年2月13日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

袁喆奇

(8621)20328590

zheqi.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517110001

建设银行

对公优势凸显, 资产质量优于同业

建设银行是综合性国有大行, 公司整体经营稳健, 多年来积累大型客户和政府资源, 在 18 年企业融资需求旺盛背景下对公优势有望进一步释放。公司资产负债结构以传统业务为主, 受强监管影响小, 资产质量表现优于同业。公司 ROE 领跑大行, 股息率处于行业前列。预计 2018 年/2019 年净利润同比增 8.7%/9.4%, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 建行多年来积累大型客户和政府资源, 在理财、托管和零售等业务上发展较快, 预计建行的对公优势在 2018 年将继续释放。目前建行在金融领域的布局已形成涵盖信托、证券、保险、基金、租赁等多个金融子领域的金融控股集团, 协同效应逐渐凸显。
- 资产负债结构稳健, 受监管影响小。建行资产结构稳健, 传统存贷业务占比高, 贷款占比 (58%) 居大行首位, 同业及非标占比低; 负债端存款占比达到 75%, 对同业负债依赖程度低, 结构优势使公司受 MPA 考核影响较小。同时, 低成本资金来源的稳定有助于公司适应市场利率上行环境。
- 资产质量持续改善。公司资产质量表现优于同业, 3 季末不良贷款率为 1.50%, 同时根据我们测算公司 3 季度单季年化不良生成率 0.64%, 不良率与不良生成率环比均下行。在 18 年经济企稳向好背景下, 公司的资产质量有望延续改善趋势。

评级面临的主要风险

- 资产质量下滑超预期。

估值

- 我们预计建设银行 2018-2019 年每股收益分别为 1.06 元、1.16 元, 同比增速 8.7% 和 9.4%, 每股净资产分别为 7.66 元、8.47 元, 目前股价对应 2018/19 年市盈率为 7.9 倍/7.2 倍, 市净率为 1.09 倍/0.99 倍, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(人民币 百万) | 583,412 | 555,886 | 594,496 | 643,086 | 683,795 |
| 变动(%) | 5.3 | (4.7) | 6.9 | 8.2 | 6.3 |
| 净利润(人民币 百万) | 228,145 | 231,460 | 244,476 | 265,780 | 290,663 |
| 变动(%) | 0.1 | 1.5 | 5.6 | 8.7 | 9.4 |
| 净资产收益率(%) | 17.0 | 15.6 | 14.9 | 14.6 | 14.4 |
| 每股收益(人民币) | 0.91 | 0.93 | 0.98 | 1.06 | 1.16 |
| 市盈率(倍) | 9.16 | 9.03 | 8.55 | 7.86 | 7.19 |
| 市净率(倍) | 1.48 | 1.34 | 1.21 | 1.09 | 0.99 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 十亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 (RMB) | | | | | |
| EPS (摊薄/元) | 0.91 | 0.93 | 0.98 | 1.06 | 1.16 |
| BVPS (摊薄/元) | 5.66 | 6.23 | 6.91 | 7.66 | 8.47 |
| 每股股利 | 0.27 | 0.28 | 0.29 | 0.32 | 0.35 |
| 分红率(%) | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 |
| 资产负债表 (Rmb bn) | | | | | |
| 贷款总额 | 10,485 | 11,757 | 13,050 | 14,225 | 15,505 |
| 证券投资 | 4,303 | 5,158 | 5,365 | 5,579 | 5,802 |
| 应收金融机构的款项 | 974 | 858 | 901 | 946 | 994 |
| 生息资产总额 | 17,913 | 20,354 | 22,058 | 23,675 | 25,431 |
| 资产合计 | 18,349 | 20,964 | 22,718 | 24,383 | 26,192 |
| 客户存款 | 13,669 | 15,403 | 16,635 | 17,966 | 19,403 |
| 计息负债总额 | 16,155 | 18,420 | 20,019 | 21,601 | 23,313 |
| 负债合计 | 16,904 | 19,374 | 20,956 | 22,434 | 24,038 |
| 股本 | 250 | 250 | 250 | 250 | 250 |
| 股东权益合计 | 1,434 | 1,577 | 1,748 | 1,934 | 2,137 |
| 利润表 (Rmb bn) | | | | | |
| 净利息收入 | 458 | 418 | 455 | 502 | 539 |
| 净手续费及佣金收入 | 114 | 119 | 120 | 124 | 128 |
| 营业收入 | 583 | 556 | 594 | 643 | 684 |
| 营业税金及附加 | (36) | (17) | (6) | (6) | (7) |
| 拨备前利润 | 392 | 388 | 431 | 466 | 499 |
| 计提拨备 | (94) | (93) | (124) | (132) | (134) |
| 税前利润 | 298 | 295 | 307 | 334 | 365 |
| 净利润 | 228 | 231 | 244 | 266 | 291 |
| 资产质量 | | | | | |
| NPL ratio(%) | 1.58 | 1.52 | 1.50 | 1.47 | 1.45 |
| NPLs | 166 | 179 | 196 | 209 | 225 |
| 拨备覆盖率(%) | 151 | 150 | 171 | 191 | 204 |
| 拨贷比(%) | 2.39 | 2.29 | 2.57 | 2.81 | 2.96 |
| 一般准备/风险加权资(%) | 2.34 | 2.25 | 2.59 | 2.87 | 3.08 |
| 不良贷款生成率(%) | 1.48 | 0.79 | 0.60 | 0.60 | 0.60 |
| 不良贷款核销率(%) | (0.95) | (0.68) | (0.46) | (0.50) | (0.49) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营管理 (%) | | | | | |
| 贷款增长率 | 10.7 | 12.1 | 11.0 | 9.0 | 9.0 |
| 生息资产增长率 | 9.5 | 13.6 | 8.4 | 7.3 | 7.4 |
| 总资产增长率 | 9.6 | 14.2 | 8.4 | 7.3 | 7.4 |
| 存款增长率 | 6.0 | 12.7 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 付息负债增长率 | 9.1 | 14.0 | 8.7 | 7.9 | 7.9 |
| 净利息收入增长率 | 4.7 | (8.7) | 8.8 | 10.3 | 7.4 |
| 手续费及佣金净收入增长 | 4.6 | 4.4 | 1.5 | 3.0 | 3.0 |
| 营业收入增长率 | 5.3 | (4.7) | 6.9 | 8.2 | 6.3 |
| 拨备前利润增长率 | 8.6 | (0.9) | 10.9 | 8.1 | 7.0 |
| 税前利润增长率 | (0.2) | (1.1) | 3.9 | 8.7 | 9.4 |
| 净利润增长率 | 0.1 | 1.5 | 5.6 | 8.7 | 9.4 |
| 非息收入占比 | 19.5 | 21.3 | 20.2 | 19.3 | 18.7 |
| 成本收入比 | 27.0 | 27.5 | 27.0 | 27.0 | 26.5 |
| 信贷成本 | 0.94 | 0.84 | 1.00 | 0.97 | 0.90 |
| 所得税率 | 23.3 | 21.3 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| NIM | 2.63 | 2.20 | 2.16 | 2.21 | 2.21 |
| 拨备前 ROAA | 2.23 | 1.98 | 1.97 | 1.98 | 1.97 |
| 拨备前 ROAE | 29.3 | 25.8 | 25.9 | 25.3 | 24.5 |
| ROAA | 1.30 | 1.18 | 1.12 | 1.13 | 1.15 |
| ROAE | 17.0 | 15.6 | 14.9 | 14.6 | 14.4 |
| 流动性 (%) | | | | | |
| 分红率 | 30.0 | 30.03 | 30.03 | 30.03 | 30.03 |
| 贷存比 | 76.7 | 76.33 | 78.45 | 79.18 | 79.91 |
| 贷款/总资产 | 57.1 | 56.08 | 57.44 | 58.34 | 59.20 |
| 债券投资/总资产 | 23.4 | 24.61 | 23.61 | 22.88 | 22.15 |
| 银行同业/总资产 | 5.3 | 4.09 | 3.97 | 3.88 | 3.79 |
| 资本状况 | | | | | |
| 核心一级资本充足率 2 | 13.13 | 12.98 | 13.30 | 13.73 | 14.15 |
| 资本充足率 | 15.39 | 14.94 | 15.11 | 15.42 | 15.71 |
| 加权风险资产-一般法 | 10,722 | 11,940 | 12,940 | 13,888 | 14,918 |
| % RWA/总资产(%) | 58.4 | 57.0 | 57.0 | 57.0 | 57.0 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测