

601939.CH

买入

原评级:买入

市场价格:人民币 7.45

板块评级:强于大市

本报告要点

- 单季息差表现亮眼，拨备前利润重回双位数增长

股价表现

	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
		(3.0)	(15.3)	(0.7)
绝对				31.6
相对沪深300指数		(0.1)	(11.5)	1.3
发行股数(百万)	9,000			
流通股(%)	100			
流通股市值(人民币 百万)	71,473			
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,538			
资本充足率(%)	15.50			
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, 聚源及中银证券

以2018年3月27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

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

2017 年年报点评: 单季息差表现亮眼, 拨备前利润重回双位数增长

建行年报整体表现优异, 息差与资产质量改善的幅度优于同业。在 18 年金融去杠杆持续推进的背景下, 建行多年来积累大型客户和政府资源优势将在 18 年企业融资需求相对旺盛的背景下进一步释放。公司资产负债结构以传统业务为主, 受监管影响小, 资产质量表现优于同业。公司 ROE 领跑大行, 股息率(3.8%)处于行业前列。

支撑评级的要点

- **单季息差表现亮眼, 净利息收入回升推动业绩改善。**建行 17 年净利润同比增 4.7%, 符合预期。按期初期末余额测算, 建行 4 季度单季净息差为 2.22%, 环比 3 季度提升 5BP。我们认为公司下半年息差的持续改善主要得益于稳定的负债结构以及资产端收益率的上行。预计随着资产端定价上行在 18 年进一步体现, 建行的息差有望进一步回升。受益息差带动, 公司 4 季度单季净利息收入同比增速达到 16.8%, 为近几年来的最高水平。
- **资产负债扩张 4 季度放缓, 存款规模环比小幅收缩。**建行 4 季度同比增速较 3 季度末放缓 2.1 个百分点至 5.5%, 主要受同业及证券投资类资产的收缩影响。负债端, 4 季度存款表现乏力, 环比减少 0.8%, 从存款结构来看, 活期存款占比提升至 54.8%, 预计存款增长的放缓与对高成本负债的压降有关。18 年行业存款竞争更为激烈, 预计未来存款成本将呈上升趋势, 但相比中小银行优势依然存在。
- **资产质量稳健向好, 拨备明显回升。**建行全年不良率为 1.49%, 环比 3 季度下降 1BP。我们测算公司 4 季度单季年化不良生成率为 0.74%, 同比下降 19BP。建行不良确认严格, 未来整体压力较小。公司 Q4 拨备覆盖率和拨贷比提升 8pct/11BP 至 171%/2.55%。在拨备新规下, 我们预计建行未来信贷成本的调节空间将进一步加大, 从而提升利润弹性。

评级面临的主要风险

- 监管超预期, 资产质量下滑超预期

估值

- 我们维持公司 18/19 年 EPS1.06/1.16 元/股的预测, 对应增速 9.0%/9.4%, 对应 PB0.99x/0.89x, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币 百万)	555,886	590,433	632,822	673,109	716,711
变动(%)	(4.70)	6.20	7.20	6.40	6.50
净利润(人民币 百万)	231,460	242,264	264,178	288,889	314,192
变动(%)	1.50	4.70	9.00	9.40	8.80
净资产收益率(%)	15.60	14.90	14.70	14.50	14.30
每股收益(人民币)	0.93	0.97	1.06	1.16	1.26
市盈率(倍)	8.05	7.69	7.05	6.45	5.93
市净率(倍)	1.20	1.10	0.99	0.89	0.81

资料来源: 公司数据及中银证券预测

事项

建设银行公布 17 年年报，2017 年净利润同比增长 4.67%。总资产 22.12 万亿元 (+5.54%，YoY；+0.32%，QoQ)。其中贷款 +9.45% YoY；+1.03% QoQ；存款 +6.24% YoY/-0.84% QoQ。营业收入同比 +2.74%，净息差 2.21% (+1bp, YoY)，手续费净收入同比增长 -0.6%。成本收入比 26.95% (-0.54pct, YoY)。不良贷款率 1.49% (-1bps, QoQ)。拨贷比 2.55% (+11bps, QoQ)，拨备覆盖率 171.08% (+8.17pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.13% (-5bps, YoY)；年化 ROE 14.8% (-0.64pct, YoY)，公司核心一级资本充足率 13.09%，资本充足率 15.50%。公司分红率为 30.03%，2017 年拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.91 元（含税）。

单季息差表现亮眼，净利息收入回升推动业绩改善

建行 17 年净利润同比增 4.7%，基本符合我们预期 (+4%，YoY)。公司净息差表现亮眼，全年净息差 2.21%，同比改善 1BP，我们按期初期末余额测算，建行 4 季度单季净息差为 2.22%，环比 3 季度提升 5BP。我们认为公司下半年息差的持续改善主要得益于稳定的负债结构以及资产端收益率的上行，公司全年存贷利差为 4.18%，较半年末提升 14BP。预计随着资产端定价上行在 18 年进一步体现，建行的息差有望进一步回升。受益息差带动，公司 4 季度单季净利息收入同比增速达到 16.8%，为近几年来的最高水平。公司全年净利息收入同比增速 8.3%，带动拨备前利润同比增速提升至 10%，同样为近几年来最佳表现。

资产负债扩张 4 季度放缓，存款规模环比小幅收缩

建行 4 季度规模环比 3 季度小幅增长 0.3%，同比增速较 3 季度末放缓 2.1 个百分点至 5.5%，主要受同业及证券投资类资产的收缩影响，环比分别下降 9% 和 0.4%，贷款环比增长 1%，保持相对稳健。负债端，4 季度存款表现乏力，环比减少 0.8%，从存款结构来看，活期存款占比环比半年末提升 1.4 个百分点至 54.8%，因此我们判断存款增长的放缓与对高成本负债的压降有关。建行全年存款同比增速为 9%，表现好于行业，考虑到 18 年全行业存款端竞争更为激烈，预计未来存款成本将呈上升趋势，但相比大部分中小银行的优势依然存在。

资产质量稳健向好，拨备明显回升

建行 4 季度资产质量延续改善趋势，全年不良率为 1.49%，环比 3 季度下降 1BP。我们测算公司 4 季度单季年化不良生成率为 0.74%，环比提升 11BP，但同比下降 19BP，依然在改善通道之中。公司关注类贷款环比 6 月末下降 1BP 至 2.83%，逾期 90 天以上贷款比不良贷款环比半年末下降 10 个百分点至 59%。建行不良确认严格，未来整体压力较小。在资产质量改善背景下，公司拨备计提依然维持高位，4 季度信贷成本同比提升 25BP 至 1.26%，带动拨备覆盖率和拨贷比提升 8pct/11BP 至 171% 和 2.55%。在拨备新规下，我们预计建行未来信贷成本的调节空间将进一步加大，从而提升利润弹性。

投资建议：关注改善的确定性，维持“买入”评级

建行年报整体表现优异，息差与资产质量改善的幅度优于同业。在 18 年金融去杠杆持续推进的背景下，建行多年来积累大型客户和政府资源优势将在 18 年企业融资需求相对旺盛的背景下进一步释放。公司资产负债结构以传统业务为主，受监管影响小，资产质量表现优于同业。公司 ROE 领跑大行，股息率(3.8%)处于行业前列。我们维持公司 18/19 年 eps1.06/1.16 元/股的预测，对应增速 9.0%/9.4%，对应 PB0.99x/0.89x，维持买入评级。

风险提示

监管超预期，资产质量下滑超预期。

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.93	0.97	1.06	1.16	1.26
BVPS (摊薄/元)	6.23	6.80	7.54	8.35	9.23
每股股利	0.28	0.29	0.32	0.35	0.38
分红率(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	11,757	12,903	14,065	15,331	16,710
证券投资	5,158	5,265	5,475	5,694	5,922
应收金融机构的款项	858	709	744	781	820
生息资产总额	20,354	21,536	23,128	24,854	26,736
资产合计	20,964	22,124	23,760	25,533	27,467
客户存款	15,403	16,364	17,673	19,087	20,614
计息负债总额	18,420	19,302	20,822	22,466	24,243
负债合计	19,374	20,329	21,778	23,347	25,059
股本	250	250	250	250	250
股东权益合计	1,577	1,780	1,965	2,167	2,387
利润表(Rmb bn)					
净利润收入	418.00	452.00	493.00	530.00	570.00
净手续费及佣金收入	119.00	118.00	121.00	125.00	129.00
营业收入	556.00	590.00	633.00	673.00	717.00
营业税金及附加	(17.00)	(6.00)	(6.00)	(7.00)	(7.00)
拨备前利润	388.00	427.00	458.00	490.00	525.00
计提拨备	(93.00)	(127.00)	(131.00)	(132.00)	(136.00)
税前利润	295.00	300.00	327.00	357.00	389.00
净利润	231.00	242.00	264.00	289.00	314.00
资产质量					
NPL ratio(%)	1.52	1.49	1.45	1.45	1.40
NPLs	179.00	192.00	204.00	222.00	234.00
拨备覆盖率(%)	150.00	171.00	188.00	197.00	205.00
拨贷比(%)	2.29	2.55	2.72	2.85	2.88
一般准备/风险加权资(%)	2.25	2.55	2.76	2.94	3.00
不良贷款生成率(%)	0.79	0.65	0.65	0.65	0.65
不良贷款核销率(%)	(0.68)	(0.54)	(0.57)	(0.53)	(0.58)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营管理 (%)					
贷款增长率	12.10	9.80	9.00	9.00	9.00
生息资产增长率	13.60	5.80	7.40	7.50	7.60
总资产增长率	14.20	5.50	7.40	7.50	7.60
存款增长率	12.70	6.20	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	14.00	4.80	7.90	7.90	7.90
净利息收入增长率	(8.70)	8.30	9.00	7.40	7.50
手续费及佣金净收入增长	4.40	(0.60)	3.00	3.00	3.00
营业收入增长率	(4.70)	6.20	7.20	6.40	6.50
拨备前利润增长率	(0.90)	10.00	7.20	7.00	7.20
税前利润增长率	(1.10)	1.60	9.00	9.40	8.80
净利润增长率	1.50	4.70	9.00	9.40	8.80
非息收入占比	21.30	20.00	19.20	18.60	18.00
成本收入比	27.50	26.90	26.90	26.50	26.00
信贷成本	0.84	1.03	0.97	0.90	0.85
所得税率	21.30	18.70	18.70	18.70	18.70
盈利能力 (%)					
NIM	2.20	2.21	2.26	2.26	2.26
拨备前 ROAA	1.98	1.98	2.00	1.99	1.98
拨备前 ROAE	25.80	25.50	24.40	23.70	23.10
ROAA	1.18	1.12	1.15	1.17	1.19
ROAE	15.60	14.90	14.70	14.50	14.30
流动性 (%)					
分红率	30.03	30.03	30.03	30.03	30.03
贷存比	76.30	78.85	79.58	80.32	81.06
贷款/总资产	56.10	58.32	59.19	60.04	60.84
债券投资/总资产	24.60	23.80	23.04	22.30	21.56
银行同业/总资产	4.10	3.20	3.13	3.06	2.99
资本状况					
核心一级资本充足率 2	12.98	13.09	13.52	13.94	14.33
资本充足率	14.94	15.50	15.77	16.03	16.27
加权风险资产-一般法	11,940.00	12,920.00	13,875.	14,910.	16,040.
% RWA/总资产(%)	57.00	58.40	58.40	58.40	58.40

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371