



601939.CH

买入

原评级: 买入

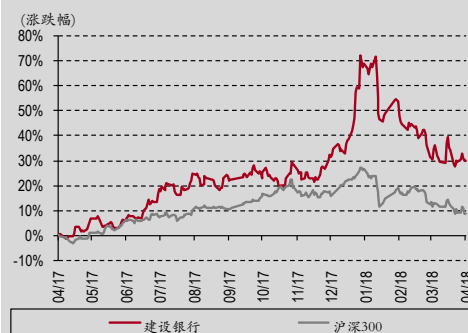
市场价格: 人民币 7.41

板块评级: 强于大市

#### 本报告要点

- 息差表现亮眼, 汇兑扰动拖累营收表现

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.5)	(0.5)	(23.1)	29.5
相对沪深300指数	3.3	3.5	(8.8)	20.5

发行股数(百万)	250,011
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	71,089
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,391
资本充足率(%)	15.63
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4月26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

### 2018年1季报点评: 息差表现亮眼, 汇兑扰动拖累营收表现

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(3.9%)处于行业前列, 维持买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 净利息收入增长强劲, 汇兑扰动拖累营收表现。建行18年1季度净利润同比增5.4%, 营收(剔除其他业务成本)同比增3.7%, 增速较17年(6.2%)放缓。公司1季度净利息收入同比增速达14.7%, 较17年(8.3%)改善; 而受监管因素影响, 公司手续费收入继续负增, 1季度手续费收入同比下降2.2%。在公司净利息收入增长强劲背景下, 拖累营收增速的主要因素在于汇兑收益, 1季度汇兑收益同比下降73%。公司17年汇兑收益为145亿元, 仅17年1季度汇兑收益达100亿, 我们认为随着后续季度对17年基数影响的减退, 净利息收入的较好表现将带动公司营收增速的提升。
- 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。
- 不良生成继续放缓, 资产质量稳健向好。建行1季度资产质量延续改善趋势, 1季末不良率为1.49%, 环比持平。我们测算公司1季度单季年化不良生成率为0.48% (假设18年1季度不良贷款核销率与17年同期持平), 较17年下降17BP。建行整体不良确认严格, 未来不良压力较小。公司1季末拨备覆盖率和拨贷比提升18pct/27BP至189%和2.82%。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EPS 1.05/1.15元/股的预测, 对应增速8.2%/9.4%, 对应PB0.98x/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	629,288	669,469	712,962
变动(%)	(4.7)	6.2	6.6	6.4	6.5
净利润(人民币 百万)	231,460	242,264	262,120	286,756	311,979
变动(%)	1.5	4.7	8.2	9.4	8.8
净资产收益率(%)	15.6	14.9	14.6	14.5	14.2
每股收益(人民币)	0.93	0.97	1.05	1.15	1.25
市盈率(倍)	8.00	7.65	7.07	6.46	5.94
市净率(倍)	1.19	1.09	0.98	0.89	0.80

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 2018 年 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	1Q17	1Q18	同比 (%)
利息收入	179,561	199,141	10.90
利息支出	(72,638)	(76,459)	5.26
净利息收入	106,923	122,682	14.74
手续费及佣金收入	41,542	40,872	(1.61)
手续费及佣金支出	(2,775)	(2,941)	5.98
净手续费及佣金收入	38,767	37,931	(2.16)
主营业务净收入	145,690	160,613	10.24
其他营业净收入	12,651	3,618	(71.40)
营业收入	158,341	164,231	3.72
业务及管理费用	(33,602)	(34,688)	3.23
营业税金及附加	(1,322)	(1,400)	5.90
营业利润	123,417	128,143	3.83
营业外收支净额	518	590	13.90
拨备前利润	123,935	128,733	3.87
计提拨备	(36,162)	(38,240)	5.75
其他资产减值准备			NA
税前利润	87,773	90,493	3.10
所得税	(17,542)	(16,417)	(6.41)
税后利润	70,231	74,076	5.47
少数股东权益	219	261	19.18
净利润	70,012	73,815	5.43

资料来源：公司数据、中银证券

## 事项

建设银行公布 18 年一季报，建设银行 2018 年一季度净利润同比增+5.43%；总资产 22.85 万亿元（+5.32%，YoY/+3.27%，QoQ），其中贷款+7.60%YoY/+1.63%，QoQ；存款+4.11%YoY/+3.27%，QoQ；营业收入同比+7.27%，手续费净收入同比-2.16%，净息差 2.35%（+22bps，YoY；+14bps，QoQ）；成本收入比 21.12%（-0.10pct，YoY）；不良贷款率 1.49%（-0bps，QoQ）；拨备覆盖率 189.48%（+18.40pct，QoQ）；年化 ROE 17.05%（-0.58pct，YoY），年化 ROA 1.32%（-0pct，YoY），公司核心一级资本充足率 13.12%，资本充足率 15.63%。

## 净利息收入增长强劲，汇兑扰动拖累营收表现

建行 18 年 1 季度净利润同比增 5.4%，营收（剔除其他业务成本）同比增 3.7%，增速较 17 年（6.2%）放缓。公司 1 季度净利息收入同比增速达 14.7%，较 17 年（8.3%）改善；而受监管因素影响，公司手续费收入继续负增，1 季度手续费收入同比下降 2.2%。在公司净利息收入增长强劲背景下，拖累营收增速的主要因素在于汇兑收益，1 季度汇兑收益同比下降 73%。公司 17 年汇兑收益为 145 亿元，仅 17 年 1 季度汇兑收益达 100 亿，我们认为随着后续季度对 17 年基数影响的减退，净利息收入的较好表现将带动公司营收增速的提升。

### 存款扩张稳健，息差表现亮眼

建行1季度规模环比增长3.3%，其中，1季度贷款总额环比增1.9%，增速有所放缓；证券投资类资产环比下降1.2%（我们认为主要受19新规减值影响，还原后预计证券投资类资产小幅增长）。同业资产快速扩张，环比增87.8%。负债端，存款规模环比增3.3%，扩张增速稳健，在18年存款竞争加剧的背景下，大行的吸储优势有望保持，带动存款平稳增长。

建行1季度息差表现亮眼，1季度息差较17年（2.21%）进一步提升至2.35%，根据我们期初期末余额口径测算，1季度单季净息差为2.27%，环比17年4季度提升5BP，息差表现预计优于同业。我们认为息差的走阔主要原因在于贷款定价能力的提升带来的资产端收益的上行。根据我们测算，公司1季度生息资产收益率环比上行3BP至3.65%，上行幅度高于付息负债成本（环比上行1BP至1.57%）。

### 不良生成继续放缓，资产质量稳健向好

建行1季度资产质量延续改善趋势，1季末不良率为1.49%，环比持平。我们测算公司1季度单季年化不良生成率为0.48%（假设18年1季度不良贷款核销率与17年同期持平），较17年下降17BP。建行整体不良确认严格，未来不良压力较小。公司1季末拨备覆盖率和拨贷比提升18pct/27BP至189%和2.82%。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：

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(3.9%)处于行业前列。我们维持公司18/19年EPS 1.05/1.15元/股的预测，对应增速8.2%/9.4%，对应PB0.98x/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
<b>每股指标(RMB)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.93	0.97	1.05	1.15	1.25
BVPS (摊薄/元)	6.23	6.80	7.53	8.34	9.21
每股股利	0.28	0.29	0.31	0.34	0.37
分红率(%)	30.03	30.03	30.03	30.03	30.03
<b>资产负债表(Rmb bn)</b>					
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	21,779	23,350	25,063
股本	250	250	250	250	250
股东权益合计	1,577	1,780	1,963	2,164	2,382
<b>利润表(Rmb bn)</b>					
净利息收入	417.80	452.46	493.33	529.98	569.83
净手续费及佣金收入	118.51	117.80	117.80	121.33	124.97
营业收入	555.89	590.43	629.29	669.47	712.96
营业税金及附加	(17.47)	(5.77)	(6.15)	(6.54)	(6.96)
拨备前利润	388.41	427.15	455.15	487.12	522.23
计提拨备	(93.20)	(127.36)	(130.80)	(132.28)	(136.17)
税前利润	295.21	299.79	324.36	354.84	386.06
净利润	231.46	242.26	262.12	286.76	311.98
<b>资产质量</b>					
NPL ratio(%)	1.52	1.49	1.45	1.45	1.40
NPLs	178.69	192.29	203.94	222.29	233.94
拨备覆盖率(%)	150	171	188	197	205
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)

**主要比率(人民币 十亿元)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营管理(%)</b>					
贷款增长率	12.13	9.75	9.00	9.00	9.00
生息资产增长率	13.63	5.80	7.39	7.46	7.57
总资产增长率	14.25	5.54	7.39	7.46	7.57
存款增长率	12.69	6.24	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	14.02	4.79	7.87	7.89	7.91
净利息收入增长率	(8.73)	8.30	9.03	7.43	7.52
手续费及佣金净收入增长	4.39	(0.60)	0.00	3.00	3.00
营业收入增长率	(4.72)	6.21	6.58	6.39	6.50
拨备前利润增长率	(0.95)	9.97	6.56	7.02	7.21
税前利润增长率	(1.10)	1.55	8.20	9.40	8.80
净利润增长率	1.45	4.67	8.20	9.40	8.80
非息收入占比	21.32	19.95	18.72	18.12	17.53
成本收入比	27.49	26.95	26.95	26.50	26.00
信贷成本	0.84	1.03	0.97	0.90	0.85
所得税率	21.28	18.74	18.74	18.74	18.74
<b>盈利能力(%)</b>					
NIM	2.20	2.21	2.26	2.26	2.26
拨备前 ROAA	1.98	1.98	1.98	1.98	1.97
拨备前 ROAE	25.80	25.45	24.32	23.61	22.98
ROAA	1.18	1.12	1.14	1.16	1.18
ROAE	15.58	14.88	14.63	14.45	14.22
<b>流动性(%)</b>					
分红率	30.03	30.03	30.03	30.03	30.03
贷存比	76.33	78.85	79.58	80.32	81.06
贷款/总资产	56.08	58.32	59.19	60.04	60.84
债券投资/总资产	24.61	23.80	23.04	22.30	21.56
银行同业/总资产	4.09	3.20	3.13	3.06	2.99
<b>资本状况</b>					
核心一级资本充足率 <sup>2</sup>	12.98	13.09	13.51	13.92	14.30
资本充足率	14.94	15.50	15.76	16.01	16.24
加权风险资产-一般法	11,940	12,920	13,875	14,910	16,040
% RWA/总资产(%)	56.96	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得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。所有本报告期内使用的商标、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