



601939.SH

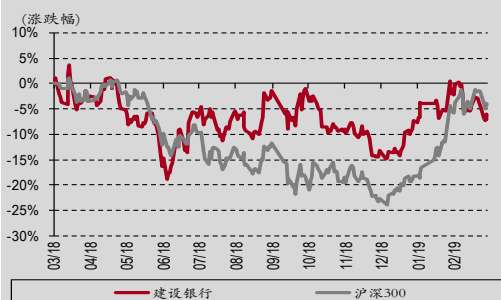
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.95

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	7.1	(5.1)	7.1	(4.1)
相对上证指数	(16.8)	(6.3)	(16.8)	(1.1)

发行股数(百万)	250,011
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	1,705,075
3个月日均交易额(人民币 百万)	762
资本充足率(2018)	17.2
主要股东(%)	
中央汇金投资有限责任公司	57.1%

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月29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

*林颖颖、熊颖为本报告重要贡献者

建设银行

存款成本抬升拖累息差环比下行, 资产质量保持稳健

建行综合化布局领先同业, 多年来积累大型客户和政府资源优势明显, 且公司持续发力金融科技服务业务发展, 科技赋能初显成效。2018年业绩依旧保持稳健, 资产质量表现优于同业, 对公存款虽表现偏弱, 但活期存款占比稳定, 维持建行买入评级。

支撑评级的要点

- **拨备前利润稳定增长, 存款成本抬升拖累息差小幅收窄**
建行2018年净利润同比增长5.1%, 增速较前三季度增速(6.4%, YoY)小幅回落1.3个百分点, 主要是由于拨备计提力度加大所致, 拨备前净利润同比增长7.5%, 增速仍保持稳定。公司营收同比增长5.99%, 其中手续费收入在信用卡和互联网金融业务的快速发展带动下增速提升, 较前三季度提高1.3个百分点至4.4%。但净利息收入方面同比增速较前三季度放缓2.2个百分点至7.5%。一方面是由于量的因素, 4季度公司规模增速放缓, 资产规模环比降0.6%; 另一方面息差小幅下降, 建行全年息差2.31%, 低于前三季度2.34%的水平。息差的收窄主要是由于存款增长压力增大, 存款成本较2018H提升5BP带动付息负债成本提升3BP, 而生息资产平均收益率较2018H仅上行1BP。
- **资产结构向零售倾斜, 对公存款增长承压**
截止4季度末建行总资产同环比分别增5%/-0.6%, 其中贷款同环比分别增6%/0%, 在总资产中的占比57.6%。拆分信贷结构来看, 公司信贷资源进一步向零售端倾斜, 新增贷款中有73%投向零售贷款, 零售贷款在总贷款中占比提升2.12个百分点至42.4%, 其中按揭贷款和信用卡业务均有良好表现, 分别同比增长12.8%/15.6%。负债端, 截止4季度末存款同环比分别增5%/-0.7%, 其中活期存款占比53.5%, 总体保持稳定。但结构上来看, 2018年总存款的增长主要依靠竞争激烈的零售存款拉动, 而对公存款增长面临压力, 规模较半年末减少3.6%, 预计第三方支付备付金存款集中交存央行的监管政策也是影响因素之一, 后续仍需关注零售转型对存款增长产生的影响。
- **资产质量保持稳健, 拨备覆盖进一步夯实**
建行4季度不良率环比降1BP至1.46%, 不良率连续4个季度呈下行改善趋势, 我们测算公司4季度单季不良生成率0.76%, 环比保持稳定。关注类贷款占比2.81%, 环比下降1BP。截止18年4季度末, 建行逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为60.1%, 不良认定标准严格。在2018年建行进一步加大了拨备计提力度(+26.8%, YoY), 拨备覆盖率同环比本别增37.3/8.2个百分点至208.4%, 拨备夯实无忧, 抵御风险的能力进一步增强。

估值:

- 考虑到公司19年息差上升空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大, 我们下调建行19/20年盈利增速至5.5%/6.5% (原预测为9.4%/8.8%)。目前股价对应2019/20年PE为6.47x/6.07x, PB为0.83x/0.76x, 维持建行买入评级。

评级面临的主要风险:

- 资产质量下滑超预期、金融监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入-扣除其他成本	590,433	632,842	660,609	698,379	737,269
变动(%)	6.2	7.2	4.4	5.7	5.6
净利润	242,264	254,655	268,707	286,208	302,930
变动(%)	4.7	5.1	5.5	6.5	5.8
净资产收益率(%)	14.9	14.2	13.5	13.1	12.7
每股收益	0.97	1.02	1.07	1.14	1.21
原先预测每股收益(人民币)			1.15	1.25	
变动(%)			(7.5)	(8.8)	
市盈率(倍)	7.17	6.82	6.47	6.07	5.74
市净率(倍)	1.02	0.92	0.83	0.76	0.70

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

图表 1. 2018 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2017	2018	同比 (%)
营业收入	621,659	658,891	5.99
利息净收入	452,456	486,278	7.48
利息收入	750,154	811,026	8.11
减: 利息支出	297,698	324,748	9.09
手续费及佣金净收入	117,798	123,035	4.45
手续费及佣金收入	131,322	138,017	5.10
减: 手续费及佣金支出	13,524	14,982	10.78
其他业务收入	30,571	28,695	(6.14)
税金及附加	5,767	6,132	6.33
管理费用	159,118	167,208	5.08
资产减值损失	127,362	150,988	18.55
其他业务成本	31,226	26,049	(16.58)
营业利润	298,186	308,514	3.46
利润总额	299,787	308,160	2.79
减: 所得税	56,172	52,534	(6.48)
归属于母公司所有者的净利润	242,264	254,655	5.11

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

事项: 建设银行公布 2018 年年报, 2018 年净利润同比+ 5.11%。总资产 23.22 万亿元 (+4.96%, YoY/-0.56%, QoQ)。其中贷款+6.29%YoY/-0.05%QoQ; 存款+4.55%YoY/-0.69%QoQ。营业收入同比+5.99%, 净息差 2.31% (+10bp, YoY), 利息净收入同比+7.48%, 手续费净收入同比+4.45%。成本收入比 26.42% (-53bp, YoY)。不良贷款率 1.46% (-1bp, QoQ)。拨备覆盖率 208.37% (+13.2pct, QoQ)。公司年化 ROA 1.13% (-0bp, YoY); 年化 ROE 14.04% (-0.76pct, YoY), 公司核心一级资本充足率 13.83%, 资本充足率 17.19%, 2018 年分红率 30.04%。

拨备前利润稳定增长, 存款成本抬升拖累息差小幅收窄

建行 2018 年净利润同比增 5.1%, 增速较前三季度增速 (+6.4%, YoY) 小幅回落 1.3 个百分点, 主要是由于拨备计提力度加大所致, 拨备前净利润同比增 7.5%, 增速仍保持稳定。公司营收同比增 5.99%, 其中手续费收入在信用卡和互联网金融业务的快速发展带动下增速提升, 较前三季度提高 1.3 个百分点至 4.4%。但净利息收入方面同比增速较前 3 季度放缓 2.2 个百分点至 7.5%, 一方面是由于量的因素, 4 季度公司规模增速放缓, 资产规模环比降 0.6%; 另一方面息差小幅下降, 建行全年息差 2.31%, 低于前 3 季度 2.34% 的水平, 我们根据期初期末余额测算, 建行 4 季度单季净息差 2.11%, 较 3 季度下降 13bps。息差的收窄主要是由于存款增长压力增大, 存款成本较 2018H 提升 5BP 带动付息负债成本提升 3BP, 而生息资产平均收益率较 2018H 仅上行 1BP。

资产结构向零售倾斜, 对公存款增长承压

截止 4 季度末建行总资产同环比分别增 5%/-0.6%, 其中贷款同环比分别增 6%/0%, 在总资产中的占比 57.6% (vs2017 年, 56.8%)。拆分信贷结构来看, 公司信贷资源进一步向零售端倾斜, 新增贷款中有 73% 投向零售贷款。2018 年对公贷款同比增幅仅为 0.84%, 而零售贷款同比增 12.4%, 在总贷款中占比提升 2.12 个百分点至 42.4%, 其中按揭贷款和信用卡业务均有良好表现, 分别同比增 12.8%/15.6%。负债端, 截止 4 季度末存款同环比分别增 5%/-0.7%, 其中活期存款占比 53.5%, 总体保持稳定。但结构上来看, 2018 年总存款的增长主要依靠竞争激烈的零售存款拉动, 而对公存款增长面临压力, 规模较半年末减少 3.6%, 一定程度上受到了第三方支付备付金存款集中交存央行的监管政策影响, 后续仍需关注零售转型对存款增长产生的影响。

资产质量保持稳健，拨备覆盖进一步夯实

建行4季度不良贷款率环比降1BP至1.46%，不良率连续4个季度呈下行改善趋势，我们测算公司4季度单季不良生成率0.76%，环比保持稳定。关注类贷款占比2.81%，环比下降1BP。建行资产质量总体保持稳定，但结构上对公贷款不良率较半年末提升8BP至2.60%，对公不良有所提升，值得关注未来变动趋势。截止18年4季度末，建行逾期90天以上贷款/不良贷款的比值为60.1%，不良认定标准严格。在2018年建行进一步加大了拨备计提力度(+26.8%, YoY)，拨备覆盖率同环比本别增37.3/8.2个百分点至208.4%，同时拨贷比环比增17BP至3.04%，拨备夯实无忧，抵御风险的能力进一步增强。

投资建议

建行综合化布局领先同业，多年来积累大型客户和政府资源优势明显，且公司持续发力金融科技服务业务发展，科技赋能初显成效。2018年业绩依旧保持稳健，资产质量表现优于同业，对公存款虽表现偏弱，但活期存款占比稳定，存款后续增长值得关注。考虑到公司19年息差上升空间受资产端整体定价下行的制约以及拨备计提力度的加大，我们下调建行19/20年盈利增速至5.5%/6.5%（原预测为9.4%/8.0%）。目前股价对应2019/20年PE为6.47x/6.07x，PB为0.83x/0.76x，维持建行买入评级。

风险提示

- 1、经济下行导致资产质量恶化超预期。**银行作为顺周期行业，行业发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行业的资产质量存在恶化风险，从而影响银行业的盈利能力。目前中美贸易摩擦持续，宏观经济存不确定性，后续仍需密切关注经济的动态变化。
- 2、中美贸易摩擦进一步升级。**中美贸易摩擦发展方向摇摆不定，进一步增加了投资者对国内经济前景的担忧。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(RMB)					
EPS (摊薄/元)	0.97	1.02	1.07	1.14	1.21
BVPS (摊薄/元)	6.80	7.59	8.34	9.14	9.99
每股股利	0.29	0.31	0.32	0.34	0.36
分红率(%)	30.03	30.04	30.04	30.04	30.04
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	12,903	13,784	14,749	15,781	16,886
证券投资	5,265	5,766	6,111	6,356	6,610
应收金融机构的款项	709	1,039	1,090	1,145	1,202
生息资产总额	21,536	22,802	24,323	25,827	27,433
资产合计	22,124	23,223	24,771	26,303	27,938
客户存款	16,364	17,109	18,477	19,956	21,552
计息负债总额	19,302	20,317	21,905	23,622	25,478
负债合计	20,329	21,231	22,590	23,921	25,342
股本	250	250	250	250	250
股东权益合计	1,780	1,976	2,164	2,365	2,577
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	452.46	486.28	507.89	540.50	574.01
净手续费及佣金收入	117.80	123.04	129.19	134.35	139.73
营业收入	590.43	632.84	660.61	698.38	737.27
营业税金及附加	(5.77)	(6.13)	(6.40)	(6.77)	(7.14)
拨备前利润	427.15	459.15	482.10	509.68	538.08
计提拨备	(127.36)	(150.99)	(156.93)	(163.34)	(171.50)
税前利润	299.79	308.16	325.16	346.34	366.58
净利润	242.26	254.66	268.71	286.21	302.93
资产质量					
NPL ratio(%)	1.49	1.46	1.43	1.42	1.42
NPLs	192.29	200.88	210.91	224.09	239.78
拨备覆盖率(%)	171	208	224	235	243
拨贷比(%)	2.55	3.04	3.20	3.33	3.45
一般准备/风险加权资(%)	2.55	3.06	3.24	3.40	3.54
不良贷款生成率(%)	0.65	0.52	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.54)	(0.46)	(0.73)	(0.71)	(0.70)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营管理(%)					
贷款增长率	9.75	6.82	7.00	7.00	7.00
生息资产增长率	5.80	5.88	6.67	6.19	6.22
总资产增长率	5.54	4.96	6.67	6.19	6.22
存款增长率	6.24	4.55	8.00	8.00	8.00
付息负债增长率	4.79	5.26	7.81	7.84	7.86
净利息收入增长率	8.30	7.48	4.45	6.42	6.20
手续费及佣金净收入增长率	(0.60)	4.45	5.00	4.00	4.00
营业收入增长率	6.21	7.18	4.39	5.72	5.57
拨备前利润增长率	9.97	7.49	5.00	5.72	5.57
税前利润增长率	1.55	2.79	5.52	6.51	5.84
净利润增长率	4.67	5.11	5.52	6.51	5.84
非息收入占比	19.95	19.44	19.56	19.24	18.95
成本收入比	26.95	26.42	26.00	26.00	26.00
信贷成本	1.03	1.13	1.10	1.07	1.05
所得税率	18.74	17.05	17.05	17.05	17.05
盈利能力(%)					
NIM	2.21	2.31	2.27	2.27	2.27
拨备前 ROAA	1.98	2.03	2.01	2.00	1.98
拨备前 ROAE	25.45	24.45	23.28	22.51	21.78
ROAA	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
ROAE	14.88	14.16	13.50	13.10	12.67
流动性(%)					
分红率	30.03	30.04	30.04	30.04	30.04
贷存比	78.85	80.57	79.82	79.08	78.35
贷款/总资产	58.32	59.36	59.54	60.00	60.44
债券投资/总资产	23.80	24.83	24.67	24.16	23.66
银行同业/总资产	3.20	4.47	4.40	4.35	4.30
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	13.09	13.83	14.26	14.72	15.15
资本充足率	15.50	17.19	17.41	17.69	17.94
加权风险资产-一般法	12,920	13,659	14,570	15,472	16,433
% RWA/总资产(%)	58.40	58.82	58.82	58.82	58.82

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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士，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