

资产质量好才是真的好!

买入 (上调)

2020 年 04 月 29 日

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件: 建设银行 2020 年一季度营业收入 2093.95 亿元, 同比增长 11.94%; 归属于母公司股东净利润 808.55 亿元, 同比增长 5.12%, 对应 EPS 为 0.32 元/股。期末总资产 27.11 万亿元, 较期初增长 6.58%; 归属于母公司普通股股东净资产为 2.20 万亿元, 较期初增长 4.76%, 对应 BVPS 为 8.79 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 建设银行一季度信贷高速扩盘、盈利保持 5% 以上增速, 最重要的是资产质量非常稳健, 不良率持平、逾期贷款率 2019 年末在国有大行中最低。我们预计建设银行 2020、2021 年盈利增速分别为 5%、4.8%, 目前 A 股/H 股估值对应 0.68/0.62x2020PB、5.7/5.2x2020PE, 股息率 5.35%/5.89%, 考虑估值显著低估, 我们建议上调至“买入”评级。

■ **一季度增长由规模驱动, ROA 同比下行 8BP。** 建设银行一季度信贷高速扩盘, 环比增长 6.39%, 拉动总资产比期初增长 6.58%, 因而平均总资产相比去年同期大幅增长 10.83%, 是盈利增速超过 5% 的核心动能。ROA 在利差收窄等因素影响下同比下行 8BP 至 1.23%, 造成虽然权益乘数回升, 但 ROE 仍同比下行 81BP 至 15.09%。分拆 ROA:

1) 净息差同比下行 10BP 至 2.19%, 可能源于对公贷款加速投放, 虽然造成信贷放量, 但利息净收入仅同比增长 6.7%, 对 ROA 贡献度降低。

2) 非利息净收入中, 手续费净收入同比增长 5.45%, 主要是托管、结算清算、其他受托业务等驱动, 预计一定程度上受到疫情影响, 对 ROA 贡献度略有降低。但投资收益对 ROA 的贡献明显降低, 其中受股市波动影响, 基金及权益投资估值亏损, 公允价值变动损益由去年同期 25.5 亿大幅下降至 5.43 亿, 而投资收益也同比下滑 8.9%, 虽然一季度债市行情上行, 但公司没有充分兑现浮盈, 所以其他综合收益的余额较期初大幅增长 59.2%。

3) 管理费支出对 ROA 贡献有所提升, 即业务及管理费同比降低, 一季度成本收入比大幅降低 1.05pct 至 20.06%, 降至多年以来的最低水准。

4) 广义资产减值同比增长 12.8%, 减值对 ROA 的影响程度保持稳定。

■ **资产质量领先国有大行是建设银行核心优势。** 公司一季度末不良率持平于年初的 1.42%, 拨备覆盖率小幅提升至 230.27%, 虽然两项指标在国有大行中均不是最优秀的, 但实质上我们认为公司的资产质量是国有大行中最优质的, 源于: 1) 公司 2019 年末逾期贷款率仅为 1.15%, 大幅低于其他国有大行, 反映其不良贷款的认定标准最严格, 实质上信贷质量最优质; 2) 公司近年来信贷成本保持在 1% 上下, 2019 年加回核销的不良贷款净生成率仅为 0.44%, 资产质量高阶指标相当优异; 3) 我们从产业调研了解到, 公司信用卡等零售信贷客户资质是行业最优之一, 因此在现阶段零售金融风险压力升级的环境下, 公司资产质量更令人放心, 同时零售贷款中按揭占比也高于其他国有银行, 也有利于保持资产质量稳定。

■ **利差收窄节奏预计在未来三个季度有所放缓。** 一季度公司净息差收窄较明显, 同比降低 10BP 至 2.19%, 我们测算单季度净息差环比降低 4BP, 其中测算生息资产收益率同比降低 12BP、单季度环比降低 2BP, 预计负债成本也较为刚性。我们判断利差收窄主要源于一季度投放贷款有诸多优惠价格政策, 支持中小企业复工复产, 同时定期存款的环比高增速也压制了存款成本的下行幅度。后续, 随着零售贷款二季度起逐步恢复, 以及存款成本平缓改善, 我们判断净息差收窄步伐将趋缓, 全年收窄幅度可控。

■ **风险提示:** 1) 利差快速收窄; 2) 不良率上行; 3) 融资需求大幅下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.27
一年最低/最高价	6.13/7.55
市净率(倍)	0.71
流通 A 股市值(百万元)	60154.38

基础数据

每股净资产(元)	8.79
资产负债率(%)	91.39
总股本(百万股)	250010.98
流通 A 股(百万股)	9593.66

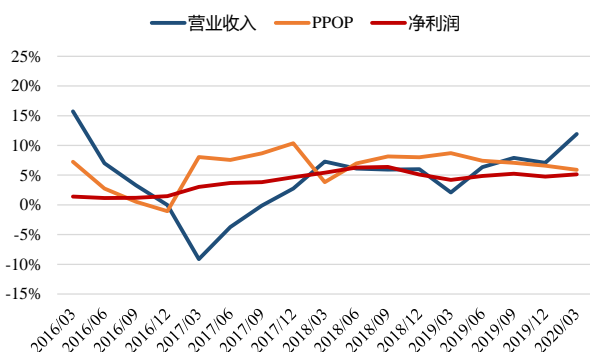
相关研究

表 1：建设银行 2018/12~2020/03 累计盈利指标拆分

单位：亿元	2020/03	2019/03	2019/06	2019/09	2019/12	2018/12
净利润=ROA*平均总资产	808.55	769.16	1541.90	2253.44	2667.33	2546.55
净利润同比增速	5.12%	4.20%	4.87%	5.25%	4.74%	5.11%
平均总资产（期初&期末）	262732	237068	238029	238702	243295	226735
平均总资产同比增速	10.83%	5.43%	5.96%	4.97%	7.30%	5.24%
ROA 贡献度拆分	1.23%	1.31%	1.31%	1.27%	1.11%	1.13%
净息差	2.19%	2.29%	2.27%	2.27%	2.26%	2.31%
乘：生息资产占比	92.81%	92.16%	92.70%	93.39%	92.88%	92.84%
加：手续费净收入	0.69%	0.73%	0.64%	0.61%	0.56%	0.54%
加：投资收益等	0.46%	0.32%	0.29%	0.29%	0.24%	0.22%
加：业务及管理费	-0.57%	-0.64%	-0.63%	-0.66%	-0.74%	-0.74%
加：广义资产减值	-0.75%	-0.74%	-0.63%	-0.62%	-0.67%	-0.67%
加：所得税	-0.26%	-0.30%	-0.30%	-0.28%	-0.24%	-0.23%
加：其他收支	-0.38%	-0.17%	-0.17%	-0.19%	-0.14%	-0.14%
ROE=ROA*权益乘数	15.09%	15.90%	15.62%	15.13%	13.18%	14.04%
权益乘数	12.26	12.14	11.92	11.91	11.87	12.42

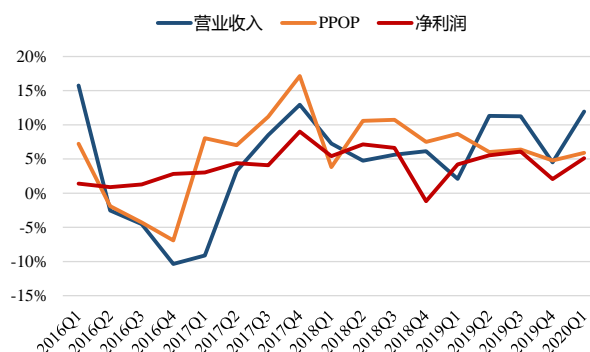
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 1：2016/03~2020/03 建设银行累计盈利增速



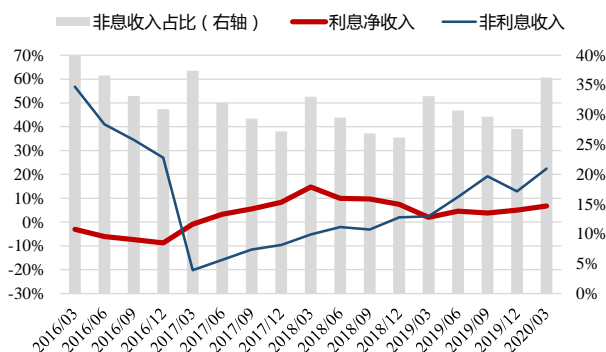
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2020Q1 建设银行单季度盈利增速



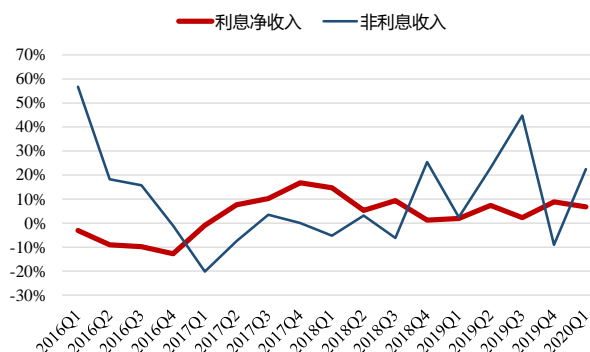
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/03 建设银行利息收入增速及结构



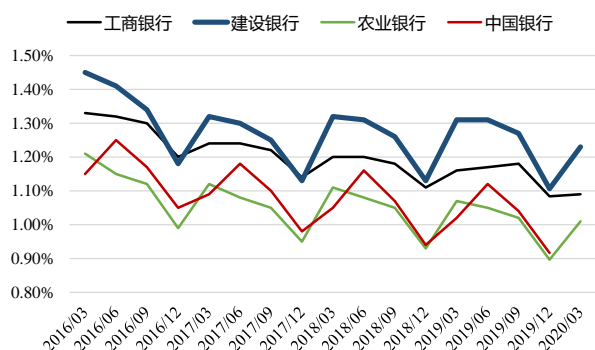
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q1 建设银行单季度利息收入增速



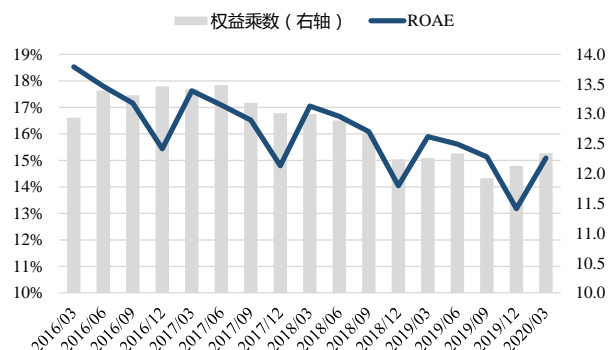
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/03 建设银行及可比银行 ROAA



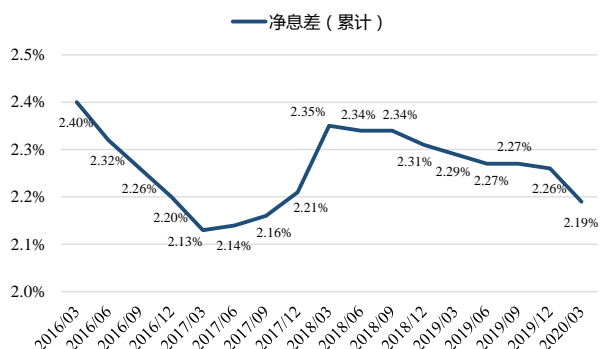
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2020/03 建设银行 ROAE 及权益乘数



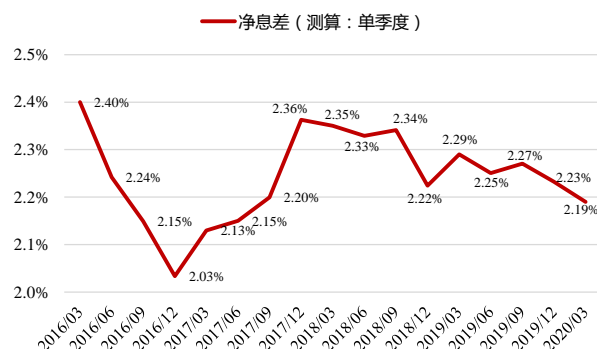
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 7：2016/03~2020/03 建设银行累计净息差



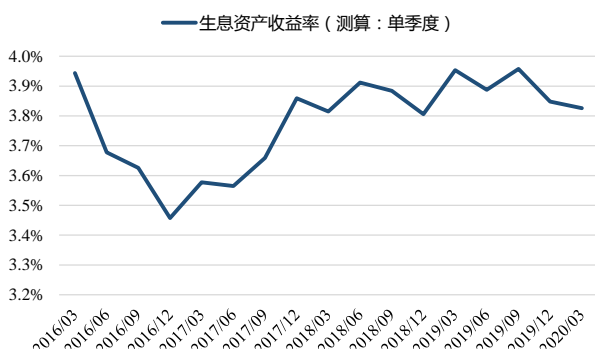
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2016/03~2020/03 建设银行单季度净息差



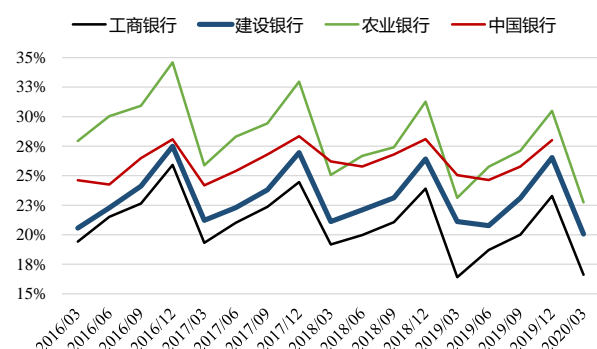
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 9：2016/03~2020/03 建设银行单季生息资产收益率



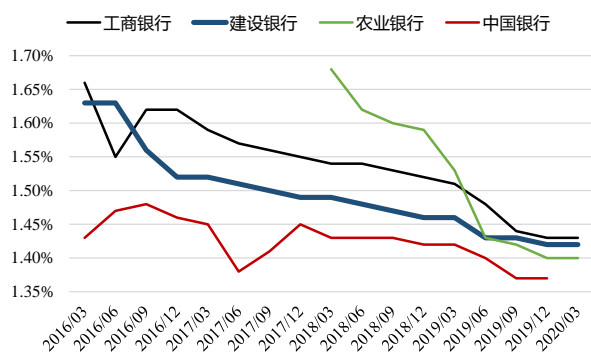
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 10：2016/03~2020/03 建设银行成本收入比



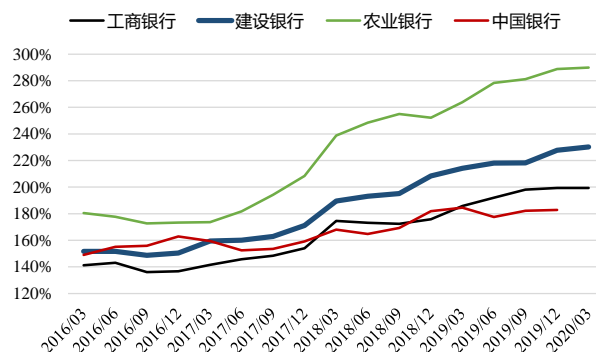
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11：2016/03~2020/03 国有大型银行不良贷款率



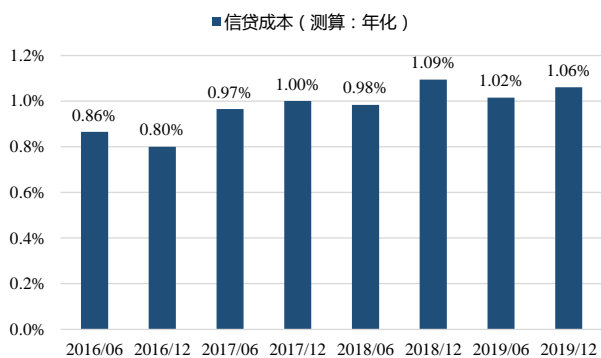
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12：2016/03~2020/03 国有大型银行拨备覆盖率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

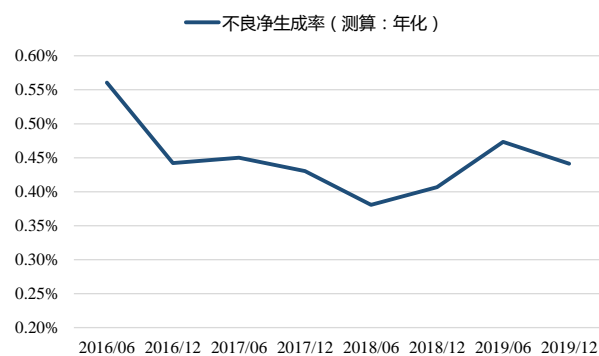
图 13：2016/06~2019/12 建设银行年化信贷成本



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

年化信贷成本=信贷资产减值/贷款及垫款日均余额

图 14：2016/06~2019/12 建设银行不良贷款净生成率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

$$\text{年化不良贷款净生成率} = (\text{不良贷款净增量} + \text{核销规模}) / \text{期初贷款总额}$$

建设银行财务报表指标及盈利预测（单位：百万元）

合并资产负债表						合并利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	23,222,693	25,436,261	27,979,887	30,777,876	33,240,106	营业收入	658,891	705,629	737,895	779,216	841,574
现金及存放中央银行款项	2,632,863	2,621,010	2,797,989	3,077,788	3,324,011	利息净收入	486,278	510,680	536,988	562,824	610,173
客户贷款及垫款	13,365,430	14,540,667	16,508,133	18,158,947	19,611,662	手续费及佣金净收入	123,035	137,284	142,089	153,456	163,431
金融投资	5,714,909	6,213,241	6,939,012	7,632,913	8,243,546	投资收益等其他业务收入	49,578	57,665	58,818	62,936	67,970
FVTPL 金融投资	731,217	675,361	699,497	769,447	831,003	营业支出	350,377	378,675	394,849	419,598	464,183
以摊余成本计量的金融投资	3,272,514	3,740,296	4,560,722	5,016,794	5,418,137	业务及管理费	167,208	179,531	184,474	196,362	212,077
FVTOCI 金融投资	1,711,178	1,797,584	1,678,793	1,846,673	1,994,406	资产减值损失	151,109	163,000	170,890	181,276	205,688
存放同业及其他金融机构款项	486,949	419,661	363,739	400,112	432,121	营业利润	308,514	326,954	343,047	359,618	377,391
拆出资金	349,727	531,146	419,698	461,668	498,602	税前利润	308,160	326,597	344,762	361,416	379,278
买入返售金融资产	201,845	557,809	503,638	554,002	598,322	净利润	255,626	269,222	282,705	296,361	311,008
贵金属	33,928	46,169	55,960	61,556	66,480	归属于母公司股东净利润	254,655	266,733	280,091	293,621	308,133
其他资产合计	437,042	506,558	391,718	430,890	465,361	财务指标					
负债合计	21,231,099	23,201,134	25,467,519	28,058,201	30,302,586	资产总计增速	5.0%	9.5%	10.0%	10.0%	8.0%
向中央银行借款	554,392	549,433	603,104	664,455	666,657	客户贷款及垫款增速	6.3%	8.8%	13.5%	10.0%	8.0%
同业及其他金融机构存放款项	1,427,476	1,672,698	1,910,064	2,104,365	2,272,694	负债总计增速	4.4%	9.3%	9.8%	10.2%	8.0%
拆入资金	420,221	521,553	636,688	701,455	757,565	客户存款增速	4.6%	7.4%	10.0%	10.0%	9.0%
交易性金融负债	431,334	281,597	305,610	336,698	363,631	营业收入增速	6.0%	7.1%	4.6%	5.6%	8.0%
衍生金融负债	48,525	33,782	38,201	42,087	45,454	利息净收入增速	7.5%	5.0%	5.2%	4.8%	8.4%
卖出回购款项	30,765	114,658	127,338	140,291	151,513	手续费及佣金净收入增速	4.4%	11.6%	3.5%	8.0%	6.5%
存款证	341,354	341,355	305,610	336,698	363,631	成本收入比	25.4%	25.4%	25.0%	25.2%	25.2%
客户存款	17,108,678	18,366,293	20,202,922	22,223,215	24,223,304	所得税率	17%	18%	18%	18%	18%
已发行债务证券	775,785	1,076,575	1,196,973	1,318,735	1,212,103	归属于母公司股东净利润增速	4.9%	5.3%	5.0%	4.8%	4.9%
其他负债合计	92,569	243,190	141,008	190,201	246,035	EPS	1.00	1.05	1.10	1.16	1.22
股东权益	1,991,594	2,235,127	2,512,368	2,719,675	2,937,519	BVPS	7.59	8.39	9.16	9.99	10.85
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	ROAE	14.04%	13.18%	12.59%	12.10%	11.68%
其他权益工具	79,636	119,627	201,500	201,500	201,500	ROAA	1.11%	1.08%	1.06%	1.01%	0.97%
资本公积	134,537	134,537	134,537	134,537	134,537	净利息收益率	2.31%	2.26%	2.12%	2.02%	2.05%
其他综合收益	18,451	31,986	30,000	30,000	30,000	不良贷款率	1.46%	1.42%	1.42%	1.38%	1.36%
盈余公积	223,231	249,178	276,347	304,828	334,717	拨备覆盖率	208.4%	227.7%	228.1%	244.6%	261.0%
一般准备	279,725	314,389	345,199	377,497	411,392	分红比例	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
未分配利润	990,872	1,116,529	1,254,675	1,399,544	1,551,862	估值指标					
归属于母公司股东的权益	1,976,463	2,216,257	2,492,269	2,697,918	2,914,019	P/E (A 股)	6.3	6.0	5.7	5.4	5.2
少数股东权益	15,131	18,870	20,099	21,757	23,500	P/E (H 股)	5.7	5.4	5.2	4.9	4.7
资产负债指标						P/B (A 股)	0.83	0.75	0.68	0.63	0.58
生息资产平均余额	21,245,027	22,782,565	25,329,632	27,862,595	29,764,520	P/B (H 股)	0.75	0.68	0.62	0.57	0.53
计息负债平均余额	19,769,928	21,129,063	23,519,647	25,879,423	27,911,345	股息率 (A 股)	4.88%	5.10%	5.36%	5.62%	5.90%
归属于母公司普通股股东权益	1,896,827	2,096,630	2,290,769	2,496,418	2,712,519	股息率 (H 股)	5.36%	5.61%	5.89%	6.17%	6.48%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>