

2020年10月30日

资产质量压力显化，市场预期企稳

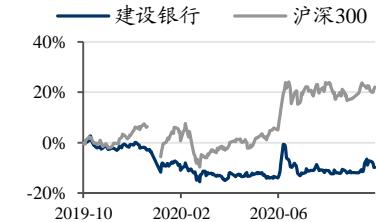
买入(维持)

事件：建设银行2020年前三季度营业收入5714.35亿元，同比增长5.89%；归属于本行股东净利润2058.32亿元，同比增长-8.66%，对应EPS为0.82元/股。期末总资产28.3万亿元，较期初增长11.25%；归属于本行普通股股东净资产为2.2万亿元，较期初增长5.06%，对应BVPS为8.81元/股。

投资要点

- 盈利预测与投资评级：**国有大行作为今年“让利实体”的主体，市场对于盈利增速、净息差及资产质量指标的压力已有充分预期，估值中也已充分反映。建设银行第三季度盈利降幅收窄，资产质量压力有所显化，总体业绩符合预期。随着宏观环境回暖，市场对国有大行的信心企稳，目前对于分红比例调整的担忧也有所弱化，我们判断市场预期的改善将领先于净息差、资产质量等财务指标的改善，预计三季报后国有大行进入估值修复阶段。预计建设银行2020、2021年盈利增速分别为-5.0%、6.7%，目前A股/H股估值对应0.64/0.58x2021PB、5.9/5.4x2021PE，2021年股息率5.16%/5.69%，考虑估值处于明显低位，仍然维持“买入”评级。
- 建设银行总体业绩符合预期，三季度盈利降幅收窄但收入增速走低。**公司前三季度盈利增速-8.66%，第三季度单季增速收窄至-4.1%，前三季度ROA为1.03%。分拆来看：①净息差环比下行1BP至2.13%，同比降低14BP，受贷款利率下行+存款竞争激烈影响，符合市场预期，预计未来两个季度受贷款重定价影响，净息差仍可能小幅下行。②前三季度净利息收入仍保持6.66%的可观增速，主要受益于贷款扩盘，但非利息收入单季度下滑10.3%，拖累收入增速走低，主要受债市利率波动影响（公允价值亏损）。③前三季度成本收入比同比降低0.93pct至22.18%，对ROA形成正向贡献，但信用减值仍然继续拖累ROA。第三季度单季计提减值501.97亿元，环比二季度减少19.55%，一定程度上有利于利润降幅收窄。不过，拨备覆盖率环比小幅下行5.96pct至217.51%。
- 信贷增速放缓符合预期，预计对公贷款降速、个人贷款平稳增长。**三季度末建设银行贷款总额（不含应计利息）环比小幅增长1.4%，增速放缓（上半年较期初增长9.62%，主要在一季度高速扩盘），预计下半年货币政策常态化后，国有大行的企业信贷投放趋缓。贷款结构中，个人贷款第三季度环比增长3.3%至7.17万亿，公司贷款环比增长1.7%，票据贴现环比大幅降低37%。从央行披露的本外币信贷收支表来看，第三季度全国居民贷款环比增速4.4%、企业贷款增速1.5%，考虑建设银行作为房贷及信用卡龙头，预计第三季度个人消费类贷款增长加速。存款端，公司三季度末存款总额（不含应计利息）环比增长2.59%，但活期存款占比较二季度降低1.27pct至53.96%，反映市场竞争激烈，尤其二季度结构性存款受监管限制加剧市场竞争，未来博弈环境缓和后预计存款压力逐步改善。
- 不良“双升”符合市场预期，国有大行的资产质量压力开始显化。**建设银行三季度末不良率环比继续上行4BP至1.53%，较期初上升11BP，但市场对此有所预期。在不良率上行、信用减值环比减少的情况下，三季度末拨备覆盖率环比降低5.96pct至217.51%，仍然位居国有大行第二位。考虑国有大行作为让利实体的信贷投放龙头，资产质量压力的不确定性是当前压制估值的核心因素。目前市场普遍预期国有大行的资产质量风险可能在明年上半年逐步出清，我们判断自本次三季报起信用风险压力将逐步显化，后续随着宏观环境改善，市场担忧将逐步弱化，预期开始企稳。
- 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)	6.29
一年最低/最高价	5.86/7.22
市净率(倍)	0.71
流通A股市值(百万元)	60344.11

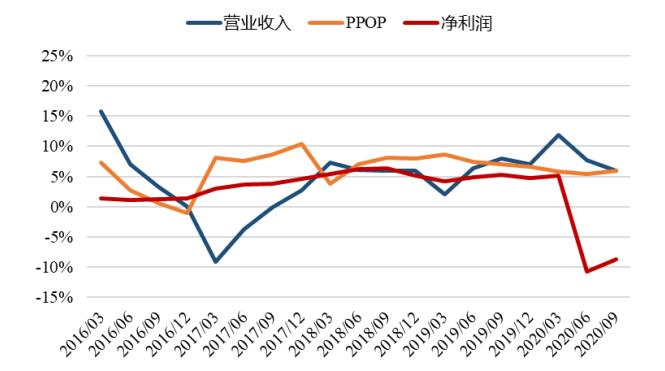
基础数据

每股净资产(元)	8.81
资产负债率(%)	91.68
总股本(百万股)	250010.98
流通A股(百万股)	9593.66

相关研究

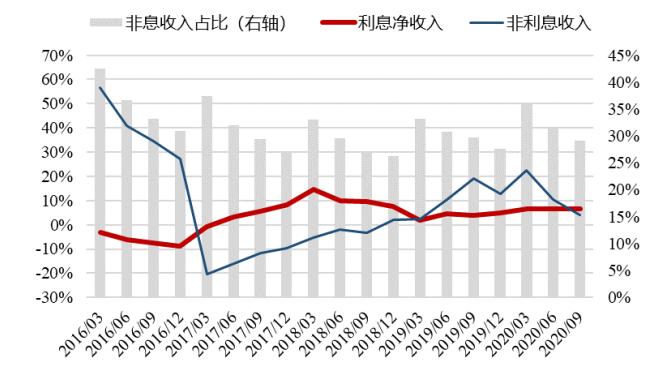
- 1、《建设银行(601939): 2020年一季报点评：资产质量好才是真的好！》2020-04-29

图 1：2016/03~2020/09 建设银行累计盈利增速



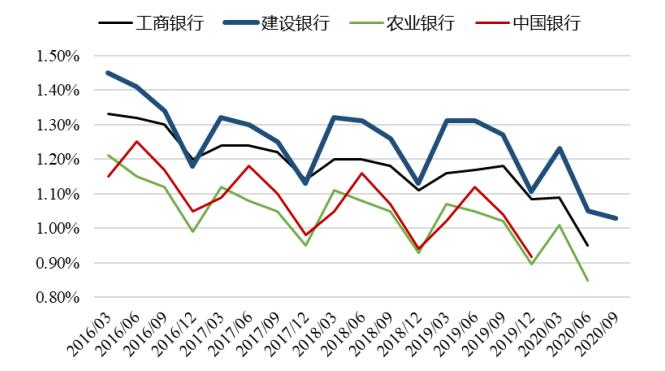
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/09 建设银行利息收入增速及结构



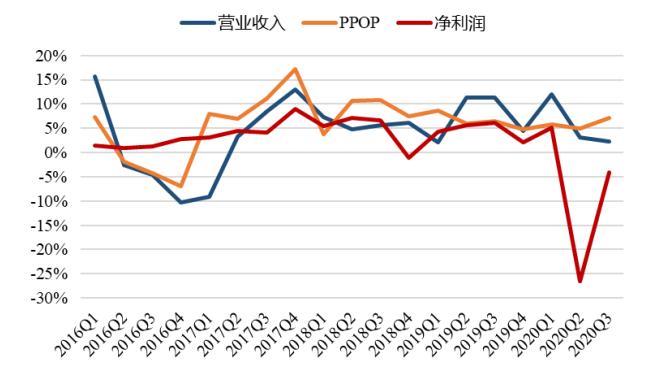
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/09 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 2：2016Q1~2020Q3 建设银行单季度盈利增速



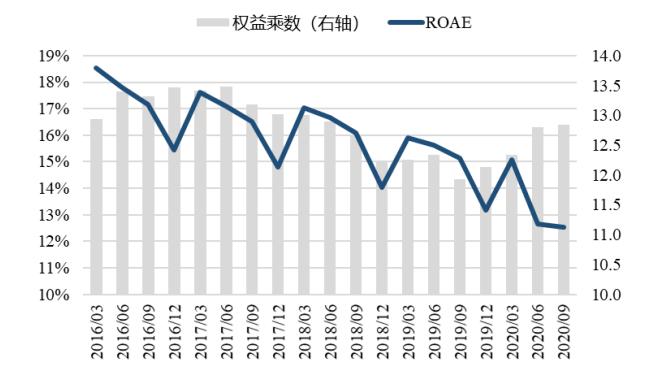
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q3 建设银行单季度利息收入增速



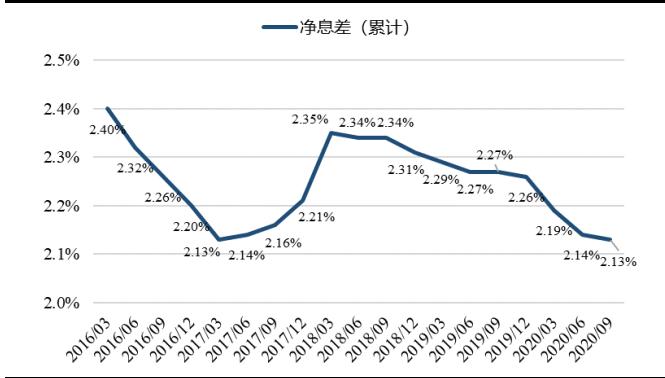
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2020/09 建设银行 ROAE 及权益乘数



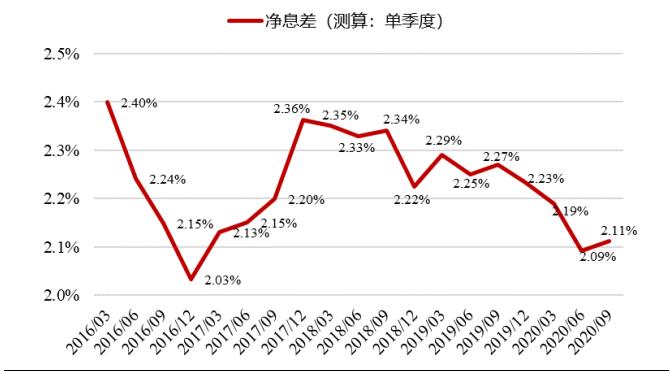
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 7: 2016/03~2020/09 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: 2016/03~2020/09 建设银行单季度净息差



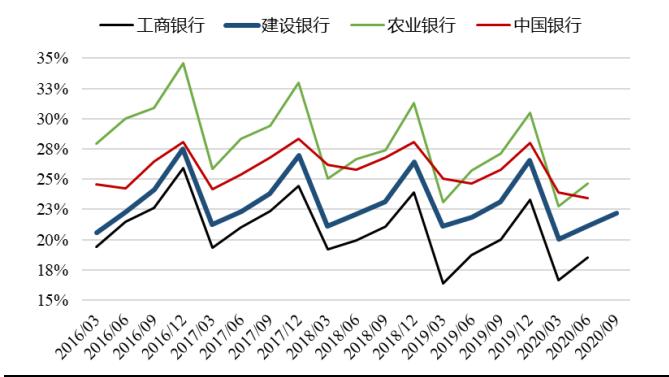
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 9: 2016/03~2020/09 建设银行单季生息资产收益率



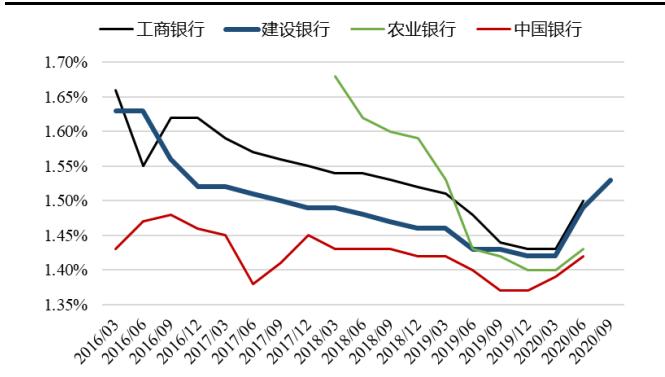
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 10: 2016/03~2020/09 建设银行成本收入比



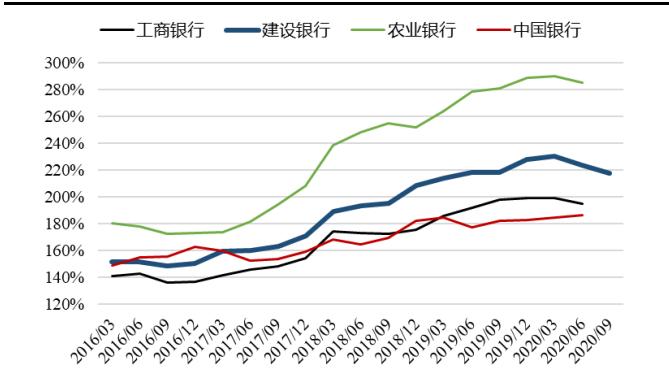
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11: 2016/03~2020/09 国有大型银行不良贷款率



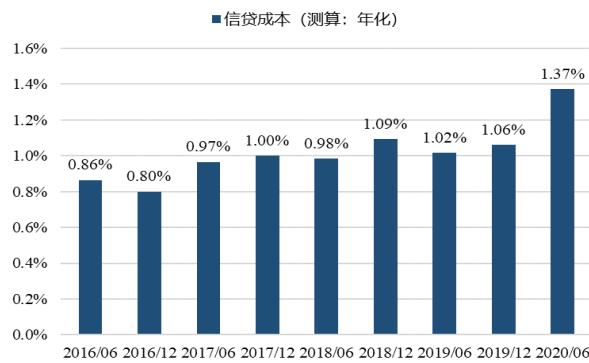
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12: 2016/03~2020/09 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: 2016/06~2020/06 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: 2016/06~2020/06 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
年化不良贷款净生成率= (不良贷款净增量+核销规模)
/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		2018	2019	2020E	2021E	2022E	合并利润表		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计		23,222,693	25,436,261	28,742,975	31,617,272	34,146,654	营业收入		658,891	705,629	743,877	808,037	866,018
现金及存放中央银行款项		2,632,863	2,621,010	2,874,297	3,161,727	3,414,665	利息净收入		486,278	510,680	546,429	595,348	642,102
客户贷款及垫款		13,365,430	14,540,667	16,958,355	18,654,191	20,146,526	手续费及佣金净收入		123,035	137,284	142,089	153,456	161,129
金融投资		5,714,909	6,213,241	7,128,258	7,841,084	8,468,370	投资收益等其他业务收入		49,578	57,665	55,358	59,233	62,787
FVTPL 金融投资		731,217	675,361	718,574	790,432	853,666	营业支出		350,377	378,675	439,073	476,730	514,928
以摊余成本计量的金融投资		3,272,514	3,740,296	4,685,105	5,153,615	5,565,905	业务及管理费		167,208	179,531	184,481	203,625	219,969
FVTOCI 金融投资		1,711,178	1,797,584	1,724,578	1,897,036	2,048,799	资产减值损失		151,109	163,000	210,684	225,432	243,466
存放同业及其他金融机构款项		486,949	419,661	373,659	411,025	443,907	营业利润		308,514	326,954	304,804	331,307	351,090
拆出资金		349,727	531,146	431,145	474,259	512,200	税前利润		308,160	326,597	306,328	332,963	352,846
买入返售金融资产		201,845	557,809	517,374	569,111	614,640	净利润		255,626	269,222	255,784	273,030	289,334
贵金属		33,928	46,169	57,486	63,235	68,293	归属于母公司股东净利润		254,655	266,733	253,419	270,506	286,659
其他资产合计		437,042	506,558	402,402	442,642	478,053	财务指标						
负债合计		21,231,099	23,201,134	26,350,108	29,032,336	31,358,531	资产总计增速		5.0%	9.5%	13.0%	10.0%	8.0%
向中央银行借款		554,392	549,433	624,005	687,523	689,888	客户贷款及垫款增速		6.3%	8.8%	16.6%	10.0%	8.0%
同业及其他金融机构存放款项		1,427,476	1,672,698	1,844,508	2,032,263	2,195,097	负债总计增速		4.4%	9.3%	13.6%	10.2%	8.0%
拆入资金		420,221	521,553	658,753	725,808	783,963	客户存款增速		4.6%	7.4%	15.0%	10.0%	9.0%
交易性金融负债		431,334	281,597	263,501	290,323	313,585	营业收入增速		6.0%	7.1%	5.4%	8.6%	7.2%
衍生金融负债		48,525	33,782	39,525	43,549	47,038	利息净收入增速		7.5%	5.0%	7.0%	9.0%	7.9%
卖出回购款项		30,765	114,658	131,751	145,162	156,793	手续费及佣金净收入增速		4.4%	11.6%	3.5%	8.0%	5.0%
存款证		341,354	341,355	316,201	348,388	376,302	成本收入比		25.4%	25.4%	24.8%	25.2%	25.4%
客户存款		17,108,678	18,366,293	21,121,237	23,233,361	25,324,363	所得税率		17%	18%	17%	18%	18%
已发行债务证券		775,785	1,076,575	1,054,004	1,190,326	1,160,266	归属于母公司股东净利润增速		4.9%	5.3%	-5.0%	6.7%	6.0%
其他负债合计		92,569	243,190	296,624	335,632	311,236	EPS		1.00	1.05	1.00	1.07	1.13
股东权益		1,991,594	2,235,127	2,392,867	2,584,937	2,788,123	BVPS		7.59	8.39	9.02	9.78	10.58
股本		250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	ROAE		14.04%	13.18%	11.47%	11.35%	11.11%
其他权益工具		79,636	119,627	119,627	119,627	119,627	ROAA		1.11%	1.08%	0.94%	0.90%	0.88%
资本公积		134,537	134,537	134,537	134,537	134,537	净利息收益率		2.31%	2.26%	2.10%	2.08%	2.10%
其他综合收益		18,451	31,986	20,000	20,000	20,000	不良贷款率		1.46%	1.42%	1.50%	1.45%	1.38%
盈余公积		223,231	249,178	273,760	299,999	327,805	拨备覆盖率		208.4%	227.7%	220.0%	215.0%	240.0%
一般准备		279,725	314,389	342,265	372,021	403,553	分红比例		30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
未分配利润		990,872	1,116,529	1,233,524	1,368,063	1,510,286	估值指标						
归属于母公司股东的权益		1,976,463	2,216,257	2,373,724	2,564,257	2,765,818	P/E (A股)		6.3	6.0	6.3	5.9	5.6
少数股东权益		15,131	18,870	19,143	20,679	22,305	P/E (H股)		5.7	5.4	5.7	5.4	5.0
资产负债指标							P/B (A股)		0.83	0.75	0.70	0.64	0.59
生息资产平均余额		21,245,027	22,782,565	26,020,440	28,622,484	30,576,280	P/B (H股)		0.75	0.68	0.63	0.58	0.54
计息负债平均余额		19,769,928	21,129,063	24,193,046	26,647,416	28,830,733	股息率 (A股)		4.86%	5.09%	4.83%	5.16%	5.47%
归属于母公司普通股股东权益		1,896,827	2,096,630	2,254,097	2,444,630	2,646,191	股息率 (H股)		5.36%	5.61%	5.33%	5.69%	6.03%

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>