

2021 年 03 月 28 日

普惠金融标杆，核心负债优势鲜明 买入(维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件: 建设银行 2020 年营业收入 7558.58 亿元, 同比增长 7.1%; 归属于本行股东净利润 2710.50 亿元, 同比增长 1.6%, 对应 EPS 为 1.06 元/股。期末总资产 28.13 万亿元, 较期初增长 10.6%; 归属于本行普通股股东净资产为 2.26 万亿, 较期初增长 8.02%, 对应 BVPS 为 9.06 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标, 因此建设银行盈利增速转正符合我们预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 建设银行作为普惠金融标杆, 2020 年普惠金融贷款余额及增量均为市场第一, 全年盈利增速转正增长 1.6%。股东回报方面, 分红比例维持 30.0% 高水准, 显著提振了高股息投资者的预期。不过, 大力投放公司贷款也令建设银行的核心一级资本充足率同比降低 26BP 至 13.62%, 但在大型银行中依然领先。展望 2021 年, 随着经济持续复苏, 贷款利率触底回升, 国有大行的净息差有望企稳, 资产质量趋势改善, 而当前估值仍接近历史底部, 我们坚定看好估值回升。预计建设银行 2021、2022 年盈利增速分别为 6.9%、5.7%, 目前 A 股/H 股估值对应 0.71x/0.55x2021PB、6.2x/4.8x2021PE, 当前静态股息率 4.60%/5.99%, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债: 普惠金融高速领跑, 公司贷款增长 20.1%, 存款强劲增长 12.0% 领先可比银行。**

① 资产端: 建设银行 2020 年总资产规模增长 10.6%, 作为国有大行, 贷款和债券投资是拉动规模增长的主要力量, 尤其建设银行在普惠金融领域持续发力。i) 贷款总额全年增长 11.7%, 其中公司贷款高增长 20.1%, 在全年新增贷款中的占比接近 80%, 下半年明显压降了票据贴现额度, 将信贷资源全面投放至对公及小微贷款, 个人贷款中的经营性贷款也同比增长近 1.9 倍至 1384.81 亿元。同时, 传统优势的零售信贷仍保持可观增长, 按揭贷款增速增长 9.9%, 信用卡和消费贷则分别增长 11.4%、39.6%, 整体信贷投放力度非常积极。ii) 投资资产增长 11.9%, 其中债券投资增长 14.0%。

② 负债端: 总负债增长 11.0%, 存款增长是核心亮点, 增速 12.0% 领先于可比大型银行, 其中主要是个人客户的存款大幅增长 17.0%, 个人客户占比上升至 50.1%, 近几年加大核心负债拓展力度取得了成效。需要注意的是, 活期存款的占比稳定于 53.8%, 较期初下行 1.43pct, 并没有像可比大型银行及头部零售银行那样明显提升, 主要源于建设银行的活期存款占比本身长期领先, 占比已经很高, 所以在“高息揽储”全面从严监管的环境下, 可以逆势凭借更有吸引力的存款收益率拉动一部分增量客户。

■ **净息差: 新口径下全年同比下行 13BP, 贷款预计仍受重定价影响, 负债成本回落, 存款成本微增。**

年报调整财务口径, 将信用卡分期收入一次性重分类至利息净收入(此前计入手续费收入), 虽然不影响经营实质, 但改变了净息差、生息资产、手续费等指标数据, 并追溯调整 2019 年。新口径下, 2020 年净息差 2.19%, 同口径下同比下滑 13BP, 下滑幅度与前三季度(未调整财务口径时)基本相当, 利息净收入同口径下同比增长 7.2%, 增速相对优异。具体来看:

① 资产端的公司贷款不受财务口径调整影响, 全年收益率 4.12%, 较 2019 年下行 29BP, 基本等同于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅, 同时全年收益率较上半年的 4.22% 进一步下行 10BP, 考虑 LPR 在 3 月以后并未调整, 我们判断这是存量贷款重定价造成的影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.09
一年最低/最高价	5.90/7.63
市净率(倍)	0.78
流通 A 股市值(百万元)	68019.03

基础数据

每股净资产(元)	9.06
资产负债率(%)	91.51
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 年三季报点评: 资产质量压力显化, 市场预期企稳》2020-10-30
- 2、《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

② 资产端的个人贷款受财务口径调整影响显著，主要是“信用卡分期”被计入生息资产，相应的分期收益也被计入利息收入，拉高净息差。分析 2019 年追溯调整的数据可以看出，生息资产平均余额在新口径下增加了 4059 亿元，来自于信用卡分期，同时利息收入在新口径下也新增了 263.9 亿元，可以估算出信用卡分期的平均收益率约 6.5%，高于建设银行个人贷款的平均收益率。因此，本次财务口径调整会拉高净息差指标，但同时对应减少手续费及佣金净收入，造成中间业务收入的占比降低。

③ 负债端的总成本率同比下行 3BP 至 1.73%，较上半年也下行 2BP，主要因为下半年同业负债和发行债券的成本率进一步下行。核心的存款成本率全年 1.59%，仍然保持领先可比大型银行的优势地位，较 2019 年上行 2BP，较 2020 年上半年上行 1BP，2018 年以来存款成本持续上行的趋势有所放缓。如前文所述，考虑建设银行本身在存款端活期占比及成本率有优势，因此把握严监管环境带来的机遇，可以用更有吸引力的存款收益率拉动增量客户和存款规模，因此存款成本下半年没有降低。

展望后市，我们判断国有大行的净息差有望企稳，下半年预计逐步扩张。尽管一季度净息差预计仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，新发放贷款利率预计开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

■ 非利息收入：全年同口径增长 6.8%，财富管理业务推动手续费增长。

① 财富管理业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，是 2020 年财富管理型银行的普遍增长点。建设银行代理业务手续费增长 2.8%，主要由代销基金等业务推动；理财产品业务增长 3.9%，主要由理财业务平稳转型推动。2020 年末，建设银行的合理财产品余额达到 2.22 万亿，同比增长 3.7%，其中表内的保本理财已基本清退，年末仅剩 568.54 亿元。此外，私人银行 AUM 也实现了 17.9% 高速增长，达到 1.78 万亿。

② 银行卡手续费及信贷承诺手续费收入，均受疫情冲击同比下滑。不过电子银行业务收入增长 13.0%，得益于稳步提升的线上经营优势，网络支付交易额逐步提升。

③ 手续费以外的非利息收入中，部分子公司保险业务规模增长较快，带动保险业务收入同比增长 37.1%。此外，投资收益同比下滑 5.4%，主要是结构性存款规模增加和委外投资规模缩减导致。公允价值损益在四季度大幅回升，得益于债市波动估值回升。

■ 支出端：成本收入比创近年来新低，资产减值四季度回落驱动盈利增速转正。

建设银行全年成本收入比为 25.12%，同比明显下降 1.41pct，公司本年加强费用的精细化管理，同时受益于疫情下阶段性社保减免的政策，员工成本支出同比下滑。此外，第四季度单季仅计提 321.8 亿元信用减值，单季同比下降 39.4%，是盈利增速转正的核心。2020 年四个季度的信用减值分别为 491.2、622.6、499.4、321.8 亿元，下半年减值计提收窄是优质银行的普遍趋势。

■ 不良率仍在上行，但不良认定严格、拨备覆盖率相对充足，资产质量理性乐观。

① 2020 年末不良贷款率 1.56%，环比三季度继续上行 3BP，连续三个季度不良“双升”，主要反映疫情影响。不过，建设银行的不良认定历来非常严格，2017 年起就已经把逾期贷款全面纳入不良口径，领先于同业。2020 年末，逾期贷款比例 1.09%，同比下行 6BP，但关注类贷款比例上行 2PB 至 2.95%，全年“双升”，预计受到大力投放信贷的影响，未来仍需持续关注资产质量状况。由于四季度信用减值收窄，因此拨备覆盖率较三季度小幅下滑 3.92pct 至 213.59%，与国有大行趋势一致，市场已有预期。

② 展望 2021 年，我们建议对大型银行的资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力从趋势上得到缓解，无需过度担忧。

■ 风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。

表 1: 2016-2020 年资产与负债主要品种的同比增速

资产&负债	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12
总资产	14.3%	5.5%	5.0%	9.5%	10.6%
贷款总额	9.4%	9.0%	8.3%	8.7%	11.7%
短期公司贷款	-1.4%	14.8%	-2.4%	10.2%	17.6%
中长期公司贷款	2.8%	7.7%	2.4%	5.7%	21.3%
票据贴现	14.3%	-75.3%	151.7%	59.8%	-47.4%
个人住房贷款	29.3%	17.5%	12.8%	11.6%	9.9%
信用卡贷款	13.3%	27.5%	15.6%	13.8%	11.4%
个人消费贷款	35.4%	156.7%	9.1%	-9.8%	39.6%
个人经营贷款	-	-	-	20.0%	188.2%
同业资产	-11.9%	-17.5%	46.6%	45.3%	-5.6%
投资资产	18.7%	2.2%	10.3%	8.7%	11.9%
总负债	14.6%	4.9%	4.4%	9.3%	11.0%
存款总额	12.7%	6.2%	3.5%	7.2%	12.0%
公司客户	16.2%	8.6%	-0.4%	3.2%	8.5%
个人客户	8.8%	2.6%	9.4%	12.0%	17.0%
同业负债	4.8%	-15.6%	4.7%	22.9%	1.8%
债券	8.7%	32.1%	30.1%	38.8%	-12.7%
活期存款/存款总额	52.8%	54.4%	53.9%	55.2%	53.8%

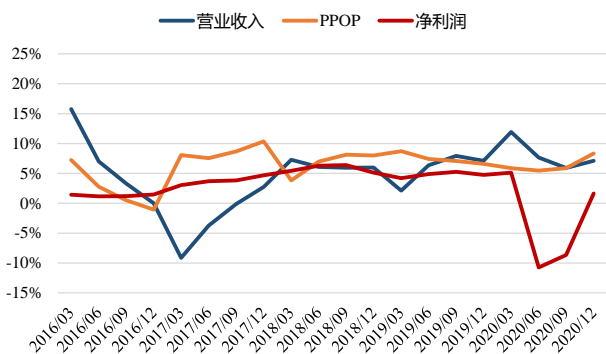
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

表 2: 2019-2020 年新、旧口径净息差对比

	2020/06 (旧口径)	2019/12 (旧口径)	2019/12 (新口径)	2020/12 (新口径)	2020 年同比变动 (新口径)
净息差	2.14%	2.26%	2.32%	2.19%	-0.13%
生息资产收益率	3.74%	3.88%	3.92%	3.77%	-0.15%
客户贷款与垫款	4.40%	4.49%	4.55%	4.39%	-0.16%
公司贷款	4.22%	4.41%		4.12%	-0.29%
个人贷款	4.83%	4.73%	4.85%	4.92%	+0.07%
投资	3.52%	3.62%		3.53%	-0.09%
存拆放同业	2.14%	2.53%		2.01%	-0.52%
买入返售	1.81%	2.46%		1.98%	-0.48%
计息负债成本率	1.75%	1.76%		1.73%	-0.03%
存款	1.58%	1.57%		1.59%	+0.02%
同业存拆放	2.10%	2.42%		1.96%	-0.46%
卖出回购	2.10%	2.89%		1.90%	-0.99%
发行债券	3.32%	3.46%		3.14%	-0.32%

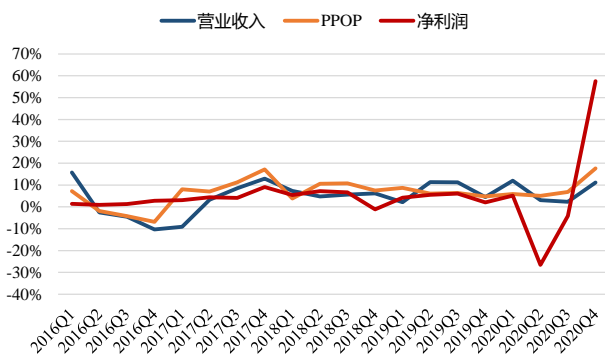
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 1: 2016/03~2020/12 建设银行累计同比盈利增速



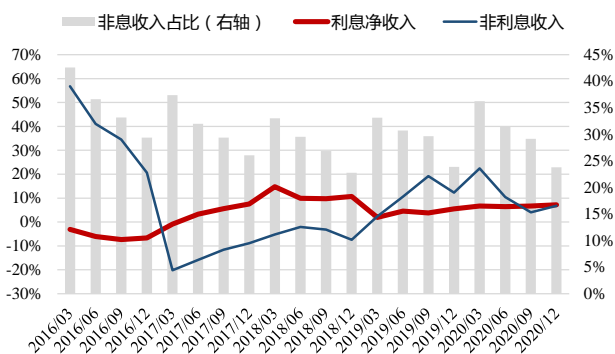
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2020Q4 建设银行单季度同比盈利增速



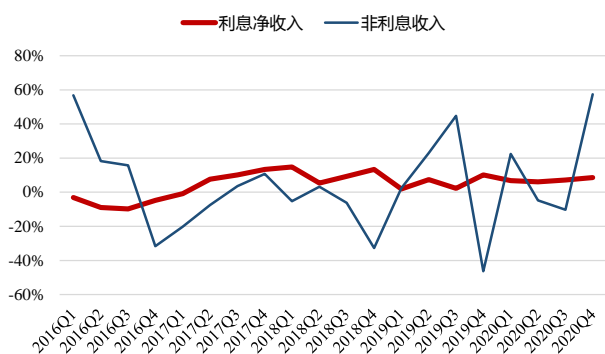
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3: 2016/03~2020/12 建设银行利息净收入、非利息净收入累计同比增速及结构



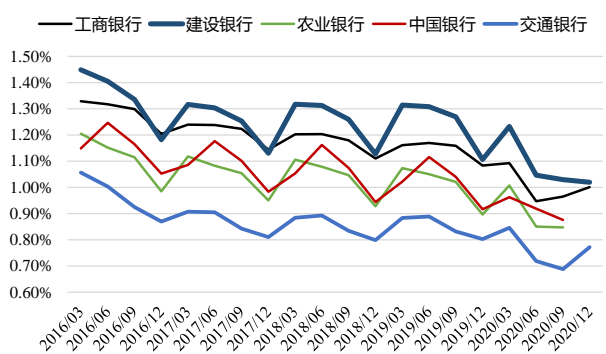
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2016Q1~2020Q4 建设银行利息净收入、非利息净收入单季度同比增速



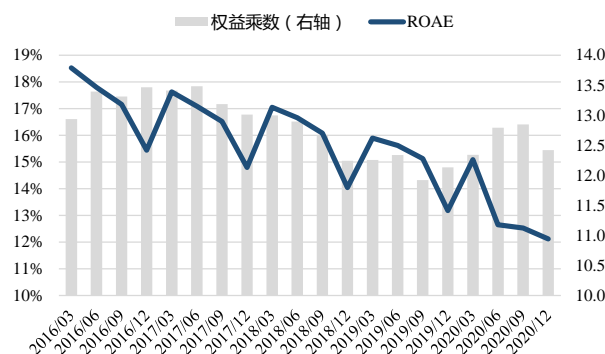
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2016/03~2020/12 建设银行及可比银行 ROAA



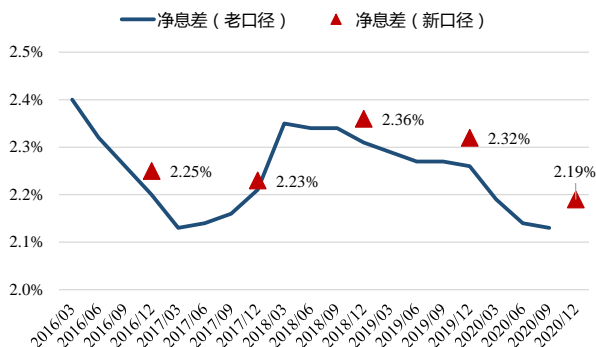
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 6: 2016/03~2020/12 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

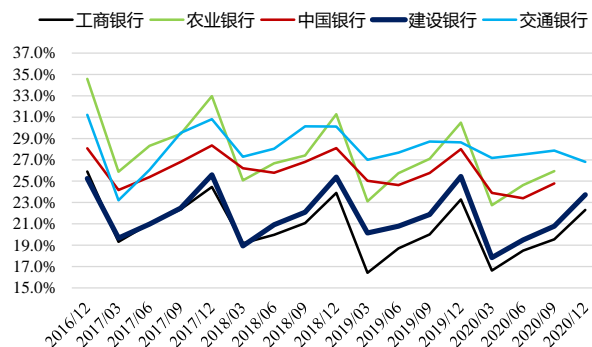
图 7：2016/03~2020/12 建设银行累计净息差



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

备注：2020 年净息差财务口径调整，同时对 2016 至 2019 年原数据追溯调整

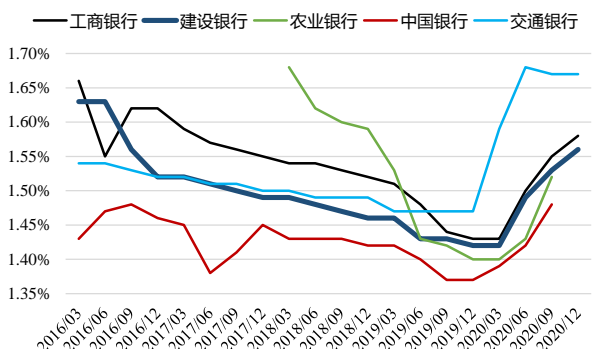
图 8：2016/12~2020/12 建设银行及可比银行成本收入比



数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

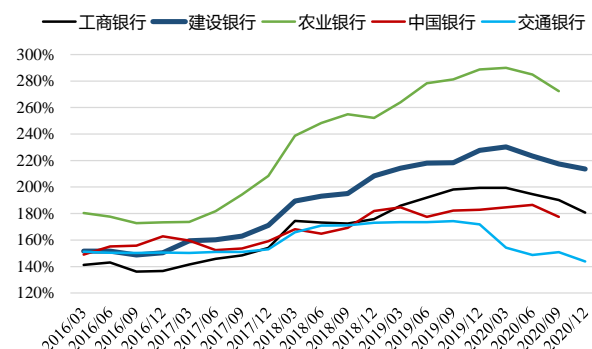
备注：为保持数据可比性，建设银行和交通银行的成本收入比统一采用业务管理费/营业收入计算

图 9：2016/03~2020/12 国有大型银行不良贷款率



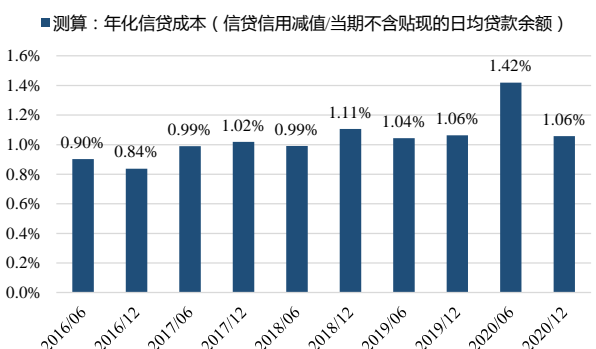
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016/03~2020/12 国有大型银行拨备覆盖率



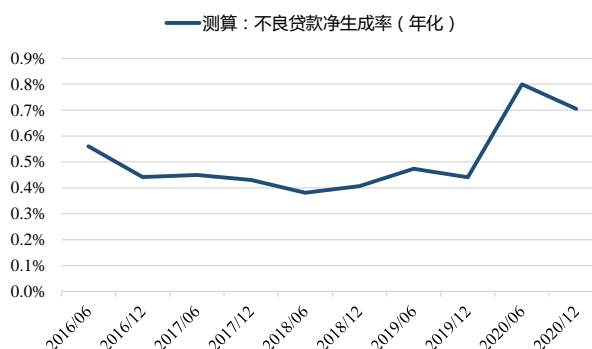
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 11：2016/06~2020/12 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

图 12：2016/06~2020/12 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

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						合并利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产合计	25,436,261	28,132,254	30,804,818	33,269,204	36,097,086	营业收入	705,629	755,858	822,080	888,699	951,509
现金及存放中央银行款项	2,621,010	2,816,164	3,080,482	3,326,920	3,609,709	利息净收入	537,066	575,909	631,988	690,132	742,376
客户贷款及垫款	14,542,001	16,231,369	17,866,795	19,395,946	21,116,795	手续费及佣金净收入	110,898	114,582	121,457	127,530	134,544
金融投资	6,213,241	6,950,653	7,577,985	8,184,224	8,591,106	投资收益等其他业务收入	57,665	65,367	68,635	71,038	74,589
FVTPL 金融投资	675,361	577,952	616,096	665,384	721,942	营业支出	378,675	418,612	462,695	508,952	547,348
以摊余成本计量的金融投资	3,740,296	4,505,243	5,021,185	5,422,880	5,956,019	业务及管理费	179,531	179,308	205,520	223,952	239,780
FVTOCI 金融投资	1,797,584	1,867,458	1,940,704	2,095,960	1,913,146	资产减值损失	163,000	193,491	210,905	234,105	252,833
存放同业及其他金融机构款项	419,661	453,233	400,463	432,500	433,165	营业利润	326,954	337,246	359,385	379,747	404,161
拆出资金	531,146	368,404	308,048	365,961	433,165	税前利润	326,597	336,616	361,182	381,646	406,182
买入返售金融资产	557,809	602,239	554,487	598,846	649,748	净利润	269,222	273,579	292,558	309,133	329,007
贵金属	46,169	101,671	61,610	66,538	72,194	归属于母公司股东净利润	266,733	271,050	289,853	306,275	325,980
其他资产合计	505,224	608,521	954,949	898,268	1,191,204						
负债合计	23,201,134	25,742,901	28,194,486	30,451,561	33,042,065	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
向中央银行借款	549,433	781,170	855,563	924,055	1,002,664	资产总计增速	9.5%	10.6%	9.5%	8.0%	8.5%
同业及其他金融机构存放款项	1,672,698	1,943,634	2,114,586	2,283,867	2,312,945	客户贷款及垫款增速	8.8%	11.6%	10.1%	8.6%	8.9%
拆入资金	521,553	349,638	338,334	334,967	330,421	负债总计增速	9.3%	11.0%	9.5%	8.0%	8.5%
交易性金融负债	281,597	254,079	281,945	304,516	330,421	客户存款增速	7.4%	12.2%	11.0%	10.0%	9.5%
衍生金融负债	33,782	81,956	56,389	60,903	66,084	营业收入增速	7.1%	7.1%	8.8%	8.1%	7.1%
卖出回购款项	114,658	56,725	56,389	60,903	59,476	利息净收入增速	5.5%	7.2%	9.7%	9.2%	7.6%
应交税费	86,635	84,161	98,681	106,580	99,126	手续费及佣金净收入增速	10.4%	3.3%	6.0%	5.0%	5.5%
客户存款	18,366,293	20,614,976	22,882,623	25,170,886	27,562,120	成本收入比	26.5%	25.1%	25.0%	25.2%	25.2%
已发行债务证券	1,076,575	940,197	1,127,779	1,218,062	1,156,472	所得税率	18%	19%	19%	19%	19%
其他负债合计	497,910	636,365	382,196	(13,179)	122,338	归属于母公司股东净利润增速	5.3%	1.6%	6.9%	5.7%	6.4%
股东权益	2,235,127	2,389,353	2,610,333	2,817,643	3,055,021	EPS	1.05	1.06	1.14	1.21	1.29
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	BVPS	8.39	9.06	9.94	10.76	11.70
其他权益工具	119,627	99,968	99,968	99,968	99,968	ROAE	13.18%	12.12%	12.04%	11.69%	11.47%
资本公积	134,537	134,263	134,263	134,263	134,263	ROAA	1.08%	1.02%	0.99%	0.96%	0.95%
其他综合收益	31,986	15,048	30,000	20,000	25,000	净利息收益率	2.32%	2.19%	2.21%	2.23%	2.22%
盈余公积	249,178	275,995	304,980	335,608	368,206	不良贷款率	1.42%	1.56%	1.50%	1.47%	1.45%
一般准备	314,389	350,228	387,909	427,725	470,102	拨备覆盖率	227.7%	213.59%	220.0%	230.0%	240.0%
未分配利润	1,116,529	1,239,295	1,377,098	1,521,892	1,676,920	分红比例	30.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
归属于母公司股东的权益	2,216,257	2,364,808	2,584,229	2,789,466	3,024,470						
少数股东权益	18,870	24,545	26,103	28,176	30,550	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/E (A 股)	6.8	6.7	6.2	5.9	5.5
生息资产平均余额	23,188,428	26,272,330	28,596,729	30,947,612	33,440,340	P/E (H 股)	5.2	5.1	4.8	4.5	4.2
计息负债平均余额	21,129,063	23,866,897	26,466,497	28,992,042	31,343,674	P/B (A 股)	0.85	0.78	0.71	0.66	0.61
归属于母公司普通股股东权益	2,096,630	2,264,840	2,484,261	2,689,498	2,924,502	P/B (H 股)	0.65	0.60	0.55	0.51	0.47
						股息率 (A 股)	4.51%	4.60%	4.92%	5.20%	5.54%
						股息率 (H 股)	5.88%	5.99%	6.40%	6.77%	7.21%

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>