

盈利增速平稳, 资产质量向好

买入(维持)

2021 年 04 月 29 日

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 2021 年一季度营业收入 2165.23 亿元, 同比增长 3.40%; 归属于本行股东净利润 831.15 亿元, 同比增长 2.80%, 对应 EPS 为 0.33 元/股。期末总资产 29.38 万亿元, 较期初增长 4.43%; 归属于本行普通股股东净资产为 2.34 万亿, 较期初增长 3.53%, 对应 BVPS 为 9.38 元/股。考虑到行业平均利润同比增速 1.5%, 我们认为建设银行盈利增速总体符合市场预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 建设银行一季度营收收入同比增速放缓至 3.4%, 主要受净利息收入增速放缓和其他非息收入负增长影响。但是一季度建设银行不良贷款率环比并未上行, 同时, 在减值计提力度有所回落的情况下, 拨备覆盖率等风险抵补能力指标仍然保持平稳, 我们判断当前公司面临的资产质量压力边际减弱, 而贷款重定价压力在一季度集中释放, 后续伴随贷款利率触底回升, 国有大行的净息差有望企稳, 而当前估值仍接近历史底部, 我们坚定看好估值回升。我们调整建设银行 2021、2022 年盈利增速至 5.1%(-1.8pct)、6.3%(+0.6pct), 目前 A 股/H 股估值对应 0.70x/0.54x2021PB、6.2x/4.8x2021PE, 当前静态股息率 4.91%/6.41%, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 资产负债扩张平稳, 公司贷款延续高增速, 负债端聚焦存款增长。

① 资产端: 建设银行一季度总资产环比增长 4.4%, 增速虽然较上年同期的 6.6%有所回落, 但整体增长仍然保持相对平稳。其中贷款和同业资产是主动拉动力量。i) 贷款总额一季度环比增长 5.3%, 其中对公贷款环比大幅增加 9.1% (由于季报不披露海外与公司贷款, 为保持可比性, 2020 年数据采用财报附注口径), 一季度本身属于行业对公信贷投放的旺季, 同时 2020 年以来建设银行显著加大对公贷款投放力度以支持实体经济, 同口径下公司贷款占贷款总额的比重较上年末提升 2.0pct 至 56.8%; 零售贷款仅环比增长 2.0%, 我们预计其中存量规模较高的房贷受监管影响增长趋缓, 个人经营性贷款仍然保持较高增速。票据贴现额度进一步下滑, 我们预计源自实体经济需求旺盛而表内信贷额度紧张; ii) 金融投资环比增长 1.7%, 同业资产环比大幅增长 10.2%, 主要由于存放同业款项同比大幅增加 70.0%。

② 负债端: 总负债增长 4.5%, 其中存款增长仍然是负债端增长的重要驱动。i) 存款总额一季度环比增长 7.4%, 其中对公存款和零售存款分别环比增长 5.0%和 9.7% (财务报表附注口径, 同上), 同口径下活期存款占比环比提升小幅下行 1.2pct 至 53.3%。建设银行本身活期存款占比优势比较明显, 我们预计一季度公司仍然凭借更具吸引力的存款收益率拉动增量客户; ii) 其他负债品种余额环比均有所回落, 其中同业负债环比下滑 13.2%, 应付债券环比下滑 2.1%, 向央行借款环比下滑 1.9%。我们判断在本年市场利率上行的环境中, 公司在战略布局上优化负债结构, 适度降低利率敏感型负债占比抵御负债成本上行。

■ **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, 负债端成本保持平稳。

一季度净息差财务口径延续 2020 年年报中的调整, 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), 在新口径下, 2021 年一季度净息差 2.13%。同口径同比下滑 13BP; 较 2020 年全年仍然下行 6BP。我们预计源自生息资产收益率下降幅度快于计息负债成本率下降幅度, 一季度净利息收入同口径下增长 4.3%, 增速较 2020 年有所放缓, 我们判断主要受生息资产增速放缓且息差继续下行的影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.94
一年最低/最高价	5.97/7.63
市净率(倍)	0.74
流通 A 股市值(百万元)	66579.98

基础数据

每股净资产(元)	9.38
资产负债率(%)	91.59
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 年年报点评: 普惠金融标杆, 核心负债优势鲜明》2021-03-28
- 2、《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
- 3、《建设银行(601939): 2020 年一季度报点评: 资产质量好才是真的好!》2020-04-29

① 资产端根据公司已披露数据，测算一季度生息资产收益率为 3.69%，同口径同比下滑 17BP，较 2020 年全年继续下行 8BP。我们预计主要源自贷款收益率下行导致：一方面，部分贷款在本年一季度集中重定价导致收益率继续走低；另一方面，2020 年以来，建设银行显著加大对于公司贷款的投放力度，而公司贷款定价总体低于零售贷款。

② 负债端测算一季度计息负债成本率为 1.73%，同比下滑 3BP，较 2020 年全年负债率持平。一季度末存款总额/负债总额的比例环比上行 2.2pct，但是其中活期存款总额占比走低，我们预计与 2020 年全年相比，一季度负债端存款平均余额占比提升，但是存款成本率有所上行，整体存款成本率相较 2020 年全年基本保持一致。

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。存量贷款重定价的压力在一季度集中释放，考虑到在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，新发放贷款利率预计 3 月起逐步开始回升，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，我们建议对国有大行净息差的趋势保持理性乐观。

■ 非利息收入：一季度中收同口径增长 8.8%，预计财富管理业务实现高增长。

① 一季度手续费及佣金净收入同比增长 8.8%，增速较 2020 年全年的 3.3% 显著回升。我们预计由居民财富管理的代理业务、托管及其他受托业务收入推动，同时，上年受疫情冲击的银行卡手续费收入或在本年有所回暖。

② 手续费以外的非利息收入一季度同比下滑 7.3%，拖累营收增速。其中公允价值变动损益同比由盈转亏，主要是受债券市场利率波动影响，公司持有的债券估值收益减少；其他业务收入同比下滑 11.3%，我们预计主要是保险业务收入有所回落。

■ 支出端：成本收入比上行；信用减值损失计提力度有所回落。

建设银行一季度成本收入比为 21.02%，同比上行 0.96pct，2020 年受疫情影响行业普遍加大对于费用管控的精细化程度，一季度成本收入比虽有所上行，但是仍处于历史同期合理区间内。此外，一季度单季计提信用减值损失 522.8 亿元，同比增加 6.4%（2020 年全年同比增长 18.7%），本年信用减值损失计提力度趋缓，PPOP 和归母净利润增速也基本趋于一致。

■ 不良率和拨备覆盖率保持平稳，预计全年资产质量压力逐步改善。

2021 年一季度末不良贷款率 1.56%，环比 2020 年持平，不良率并未继续上行；同时拨备覆盖率维持在 214.94%，环比 2020 年末上行 1.35pct。2020 年下半年以来，国有大行资产质量风险有所显化，不良率逐步走高，同时拨备覆盖率渐趋下行，但是一季度信用减值损失计提力度回落，不良率、拨备覆盖率、拨贷比等指标保持平稳，我们预计公司一季度新生成不良情况逐步好转，这也反映出国有大行本年面临的资产质量压力边际改善，有助于改善市场预期。

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，一季度各项资产质量指标企稳向好，同时建设银行在国有大行中不良认定严格、拨备计提也较为雄厚，不良新生成压力从趋势上得到缓解，因此我们仍然保持理性乐观。

■ 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。

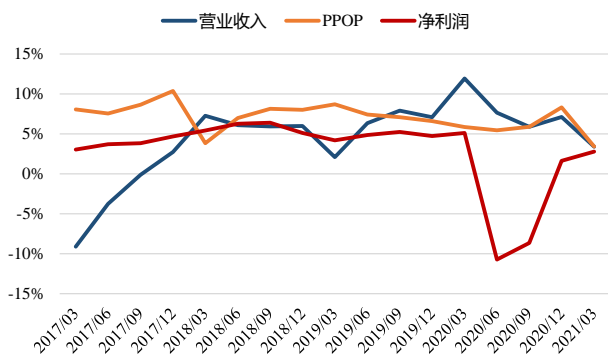
表 1: 2017/03~2021/03 资产与负债主要品种的环比增速

资产&负债	2017/03	2018/03	2019/03	2020/03	2021/03
总资产	3.5%	3.3%	4.2%	6.6%	4.4%
贷款总额	3.5%	1.9%	3.2%	6.4%	5.3%
公司贷款	5.8%	1.9%	4.8%	9.9%	9.1%
零售贷款	5.4%	2.7%	2.2%	2.4%	2.0%
票据贴现	-44.3%	-27.1%	5.5%	1.3%	-38.3%
同业资产	12.7%	87.8%	46.6%	33.8%	10.2%
投资资产	1.8%	0.4%	4.6%	2.4%	1.7%
零售贷款/贷款总额	37.6%	40.6%	42.1%	42.1%	42.3%
总负债	3.5%	3.3%	4.2%	6.8%	4.5%
存款总额	5.4%	3.3%	5.6%	7.3%	7.4%
公司客户			2.9%	5.0%	5.0%
个人客户			9.0%	9.7%	9.7%
同业负债	-10.7%	-4.8%	1.3%	8.8%	-13.2%
债券	3.2%	2.4%	0.5%	-12.0%	-2.1%
活期存款/存款总额	51.9%	52.8%	52.1%	55.3%	53.3%

数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

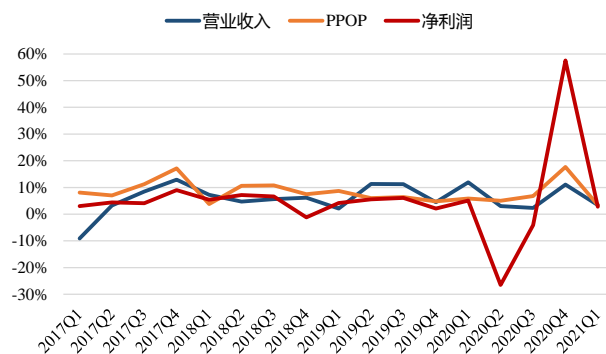
由于 2020 年和 2021 年一季报未披露“海外和子公司”口径数据，为保持数据口径一致，环比计算时均与财务报表附注中不含“海外和子公司”口径的存贷款数据进行比较。

图 1: 2017/03~2021/03 建设银行累计同比盈利增速



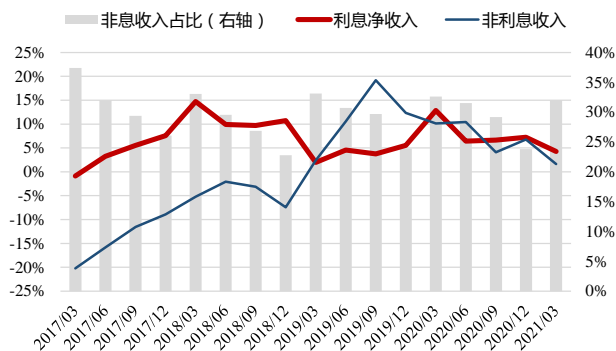
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2: 2017Q1~2021Q1 建设银行单季度同比盈利增速



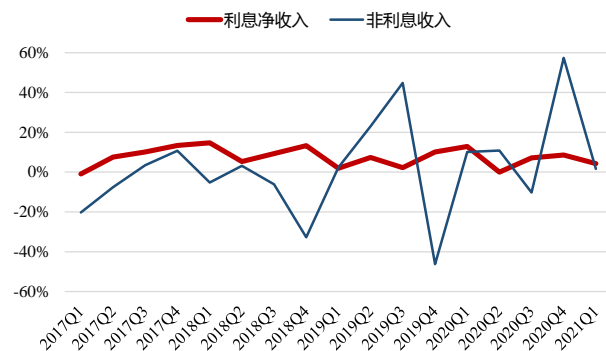
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3: 2017/03~2021/03 建设银行利息净收入、非利息净收入累计同比增速及结构



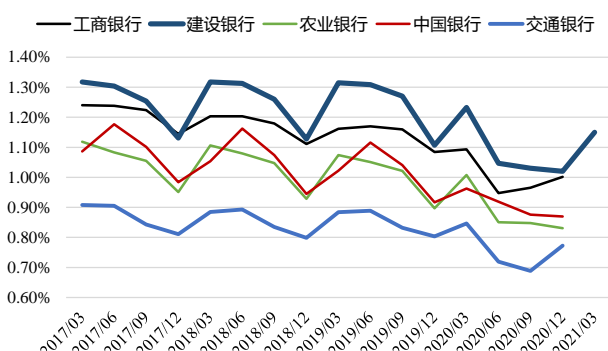
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4: 2017Q1~2021Q1 建设银行利息净收入、非利息净收入单季度同比增速



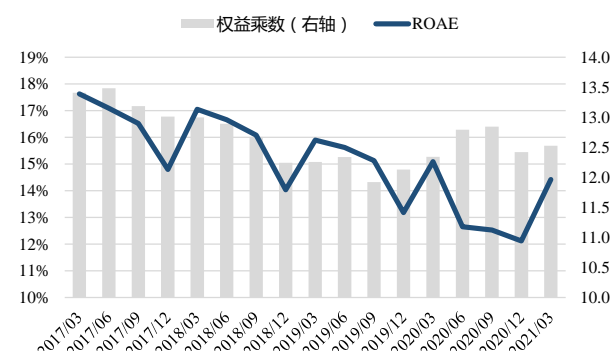
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5: 2017/03~2021/03 建设银行及可比银行 ROAA



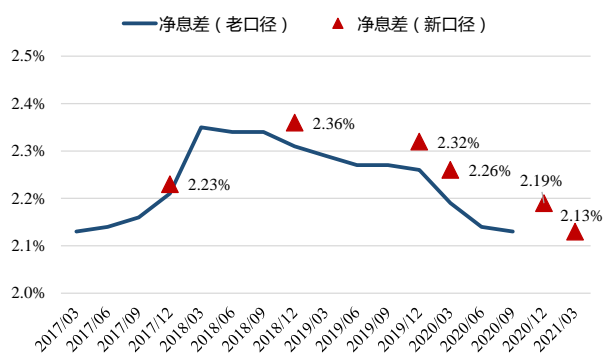
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6: 2017/03~2021/03 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

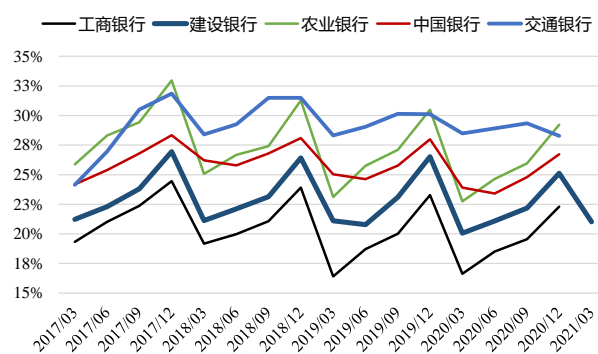
图 7: 2017/03~2021/03 建设银行累计净息差



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

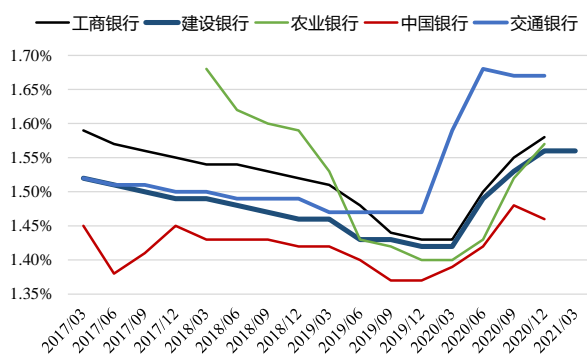
备注: 2020 年净息差财务口径调整, 同时对 2016 至 2019 年原数据追溯调整

图 8: 2017/03~2021/03 建设银行及可比银行成本收入比



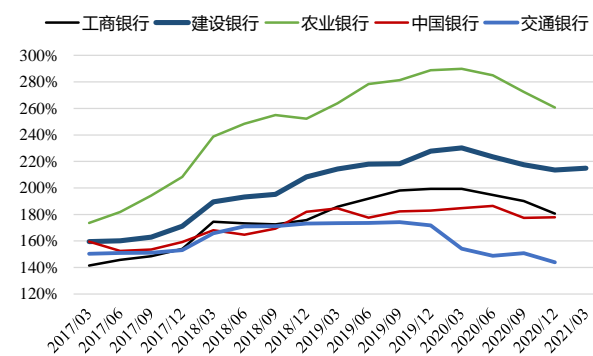
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 9: 2017/03~2021/03 国有大型银行不良贷款率



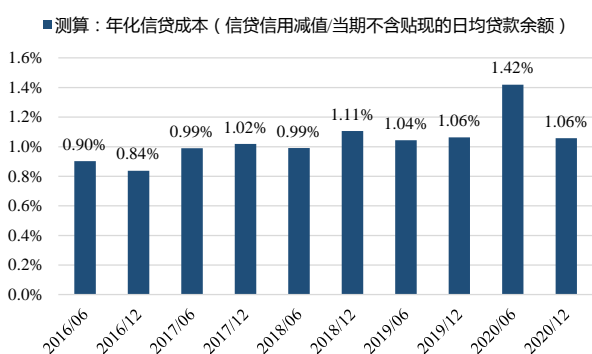
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 10: 2017/03~2021/03 国有大型银行拨备覆盖率



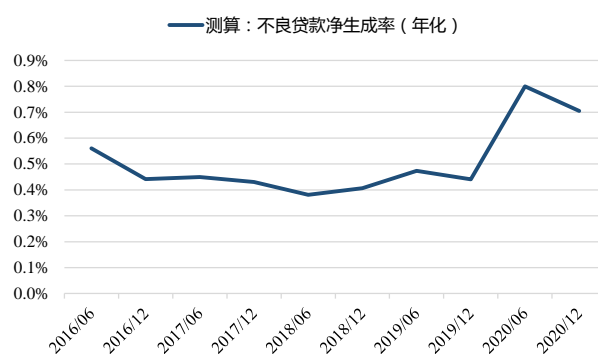
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 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

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

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					
	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	806,068	871,334	938,692
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	614,830	671,563	728,999
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	122,603	128,733	135,813
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	73,879
FVTPL 金融投资	675,361	577,952	616,096	665,384	721,942	营业支出	378,675	418,612	452,872	495,834	537,362
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	201,517	219,576	236,550
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	206,068	226,675	247,075
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	353,196	375,499	401,330
拆出资金	531,146	368,404	308,048	365,961	433,165	税前利润	326,597	336,616	354,962	377,377	403,336
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	287,519	305,675	326,702
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	284,861	302,850	323,697
其他资产合计	505,224	608,521	954,949	898,268	1,191,204	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	23,201,134	25,742,901	28,199,528	30,458,547	33,050,318	资产总计增速	9.5%	10.6%	9.5%	8.0%	8.5%
向中央银行借款	549,433	781,170	855,717	924,267	1,002,914	客户贷款及垫款增速	8.8%	11.6%	10.1%	8.6%	8.9%
同业及其他金融机构存放款项	1,672,698	1,943,634	2,114,965	2,284,391	2,313,522	负债总计增速	9.3%	11.0%	9.5%	8.0%	8.5%
拆入资金	521,553	349,638	338,394	335,044	330,503	客户存款增速	7.4%	12.2%	11.0%	10.0%	9.5%
交易性金融负债	281,597	254,079	281,995	304,585	330,503	营业收入增速	7.1%	7.1%	6.6%	8.1%	7.7%
衍生金融负债	33,782	81,956	56,399	60,917	66,101	利息净收入增速	5.5%	7.2%	6.8%	9.2%	8.6%
卖出回购款项	114,658	56,725	56,399	60,917	59,491	手续费及佣金净收入增速	10.4%	3.3%	7.0%	5.0%	5.5%
应交税费	86,635	84,161	98,698	106,605	99,151	成本收入比	26.5%	25.1%	25.0%	25.2%	25.2%
客户存款	18,366,293	20,614,976	22,882,623	25,170,886	27,562,120	所得税率	18%	19%	19%	19%	19%
已发行债务证券	1,076,575	940,197	1,127,981	1,066,049	1,156,761	归属于母公司股东净利润增速	5.3%	1.6%	5.1%	6.3%	6.9%
其他负债合计	497,910	636,365	386,356	144,886	129,252	EPS	1.05	1.06	1.12	1.20	1.28
股东权益	2,235,127	2,389,353	2,605,290	2,810,656	3,046,768	BVPS	8.39	9.06	9.92	10.73	11.66
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	ROAE	13.18%	12.12%	11.85%	11.58%	11.42%
其他权益工具	119,627	99,968	99,968	99,968	99,968	ROAA	1.08%	1.02%	0.98%	0.95%	0.94%
资本公积	134,537	134,263	134,263	134,263	134,263	净利息收益率	2.32%	2.19%	2.15%	2.17%	2.18%
其他综合收益	31,986	15,048	30,000	20,000	25,000	不良贷款率	1.42%	1.56%	1.51%	1.48%	1.45%
盈余公积	249,178	275,995	304,481	334,766	367,136	拨备覆盖率	227.7%	213.59%	220.0%	230.0%	240.0%
一般准备	314,389	350,228	387,260	426,630	468,711	分红比例	30.0%	30.1%	30.1%	30.1%	30.1%
未分配利润	1,116,529	1,239,295	1,373,254	1,516,911	1,671,212	估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属于母公司股东的权益	2,216,257	2,364,808	2,579,237	2,782,550	3,016,301	P/E (A 股)	6.6	6.6	6.2	5.8	5.5
少数股东权益	18,870	24,545	26,053	28,107	30,468	P/E (H 股)	5.1	5.0	4.8	4.5	4.2
资产负债指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	P/B (A 股)	0.83	0.77	0.70	0.65	0.60
生息资产平均余额	23,188,428	26,272,330	28,596,729	30,947,612	33,440,340	P/B (H 股)	0.64	0.59	0.54	0.50	0.46
计息负债平均余额	21,129,063	23,866,897	26,467,322	28,847,739	31,344,929	股息率 (A 股)	4.58%	4.67%	4.91%	5.22%	5.58%
归属于母公司普通股股东权益	2,096,630	2,264,840	2,479,269	2,682,582	2,916,333	股息率 (H 股)	5.99%	6.10%	6.41%	6.82%	7.29%

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>