

净息差收缩，代理和托管手续费高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-29

收盘价（元）	5.85
近 12 个月最高/最低（元）	7.23/5.64
总股本（百万股）	250,011
流通股本（百万股）	9,594
流通股比例（%）	3.84
总市值（亿元）	11,854
流通市值（亿元）	561

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

 邮箱：liuchao@hazq.com
研究助理：戚星

执业证书号：S0010121030010

电话：18616375520

 邮箱：qixing@hazq.com

相关报告

《建设银行 (601939.SH) 首次覆盖：负债优势稳固，零售和 Fintech 持续推进》，2021-04-14。

主要观点：

● 整体：上半年净利润同比增长 10.92%

2021 年上半年，建行实现营收/归母净利润分别为 4163.32 亿/1541.06 亿，同比分别增长 7.00%/10.92%。营收中，净利息收入/非息收入分别为 2960.85 亿/1202.47 亿，同比分别增长 5.18%/11.75%。EPS 为 0.61 元，同比增加 10.91%。年化 ROE 为 13.10%，年化 ROA 为 1.06%，同比分别增加 0.45 和 0.01 个百分点。净息差 2.13%，较上年同期下降 0.07 个百分点。

● 资产负债的匹配：净息差承压

报告期内，建行净利差和净息差分别为 1.95%/2.13%，同比分别下降 0.09 和 0.07 个百分点。主要因为贷款收益率下降的同时，负债成本率仍旧上升。第一，报告期内，贷款收益率为 4.27%，同比下降 0.9 个百分点。其中，公司类贷款收益率为 3.99%，同比下降 0.23 个百分点；个人贷款收益率 4.84%，同比下降 0.1 个百分点。票据贴现收益率 2.55%，同比下降 0.08 个百分点。第二，存款成本率主要 1.67%，同比上升 0.09 个百分点。公司存款收益率 1.51%，同比上升 0.09 个百分点，个人存款 1.85%，同比上升 0.12 个百分点。

报告期末，贷款总额/企业贷款/零售贷款余额分别为 181090.43 亿元/92671.53 亿元/75290.11 亿元，同比分别增长 9.92%/14.84%/9.64%。其中，零售贷款中，住房贷款/信用卡贷款/消费贷款/经营性贷款余额分别为 61058.39 亿元/8394.12 亿元/2278.38 亿元/1933.55 亿元，同比分别为 9.21%/8.37%/-10.95%/234.31%。

报告期末，存款总额/公司存款/个人存款余额分别为 223179.69 亿元/104077.02 亿元/111737.83 亿元，同比分别增长 9.39%/5.48%/14.46%。公司活期/公司定期/个人活期/个人定期存款余额分别为 66881.40 亿元/37195.62 亿元/48648.65 亿元/63089.18 亿元，同比增速分别为 3.95%/8.34%/14.46%/6.74%。

● 手续费及佣金：净手续费及佣金收入高速增长

报告期内，手续费及佣金收入净收入 694.38 亿元，同比增长 6.82%。手续费及佣金总收入 775.7 亿元，同比增长 6.69%，主要是代理业务手续费（118.42 亿元，yoy+17.8%）和托管业务手续费（109.8 亿元，yoy+15.69%）高速增长。

● 质量：不良率稳定

整体不良率 1.53%，较去年末降低 0.03 个百分点。拨备覆盖率 222.39%，较上年末上升 8.8 个百分点。

● 投资建议

2021 年一季度，贷款规模增速和净息差的表现略低于预期，但资产质量保持稳定。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2870.19/3113.62/3380.88 亿元，同比增长 5.89%/8.48%/8.58%，对应 EPS 分别为 1.12/1.22/1.32 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济超预期下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	755858	794192	858239	928060
收入同比 (%)	7.12	5.07	8.06	8.14
归母净利润	271050	287019	311362	338088
归母净利润同比 (%)	1.62	5.89	8.48	8.58
ROA (%)	1.02	0.99	1.01	1.02
ROE (%)	12.12	12.14	12.15	12.17
每股收益 (元)	1.06	1.12	1.22	1.32
P/B	0.69	0.65	0.60	0.55

注释: 2020 年 P/B 估值为不可回测估值

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 生息资产和计息负债的匹配

百万%	2021H			2020			2020H			2019年			2018年		
	平均余额	余额占比 (%)	利率 (%)												
生息资产															
发放贷款和垫款总额	17,619,866	62.75	4.27	16,191,067	61.63	4.39	15,368,551	60.80	4.4	14,046,564	61.65	4.49	13,071,979	61.53	4.34
金融投资	6,436,562	22.92	3.39	5,946,763	22.64	3.53	5,583,067	22.09	3.52	5,234,318	22.98	3.62	4,595,289	21.63	3.75
存放中央银行款项	2,576,139	9.17	1.45	2,454,164	9.34	1.45	2,497,015	9.88	1.42	2,356,099	10.34	1.48	2,543,067	11.97	1.53
存放同业款项及拆出资金	885,559	3.15	2.21	1,075,685	4.09	2.01	1,234,119	4.88	2.14	793,187	3.48	2.53	717,699	3.38	3.34
买入返售金融资产	560,586	2.00	2.24	604,669	2.30	1.98	592,549	2.34	1.81	352,397	1.55	2.46	316,993	1.49	2.85
总生息资产	28,078,712	100.00	3.71	26,272,348	100.00	3.77	25,275,301	100.00	3.74	22,782,565	100.00	3.88	21,245,027	100.00	3.82
计息负债															
吸收存款	21,240,816	84.39	1.67	19,718,339	82.62	1.59	19,200,756	81.96	1.58	17,860,809	84.53	1.57	16,711,441	84.53	1.39
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	2,203,696	8.76	1.74	2,478,450	10.38	1.96	2,615,364	11.16	2.1	1,927,842	9.12	2.42	1,840,607	9.31	2.72
已发行债务证券	935,792	3.72	3.09	982,516	4.12	3.14	974,021	4.16	3.32	857,224	4.06	3.46	682,886	3.45	3.62
向中央银行借款	752,366	2.99	2.87	638,280	2.67	3.04	584,285	2.49	3.14	438,312	2.07	3.27	488,340	2.47	3.21
卖出回购金融资产款	36,198	0.14	1.82	49,312	0.21	1.9	53,746	0.23	2.1	44,876	0.21	2.89	46,654	0.24	2.87
总计息负债	25,168,868	100.00	1.76	23,866,897	100.00	1.73	23,428,172	100.00	1.75	21,129,063	100.00	1.76	19,769,928	100.00	1.64
净利息			1.95			2.04			1.99			2.12			2.18
净利息收益率			2.13			2.19			2.14			2.26			2.31

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 贷款结构

百万/%	2021-06-30	2020-06-30	2019-06-30	2018-06-30
企业贷款	9,267,153	8,069,329	6,846,169	6,643,148
YoY (%)	14.84	17.87	3.06	4.65
贷款总额占比 (%)	51.17	48.98	47.09	49.38
票据贴现	241,305	413,419	454,457	109,582
YoY (%)	(41.63)	(9.03)	314.72	(34.78)
贷款总额占比 (%)	1.33	2.51	3.13	0.81
零售贷款	7,529,011	6,866,895	6,132,851	5,551,275
YoY (%)	9.64	11.97	10.48	15.50
贷款总额占比 (%)	41.58	41.68	42.18	41.27
——住房贷款	6,105,839	5,591,157	5,055,429	4,501,216
YoY (%)	9.21	10.60	12.31	14.65
贷款总额占比 (%)	33.72	33.94	34.77	33.46
——信用卡	839,412	774,595	672,148	631,305
YoY (%)	8.37	15.24	6.47	28.02
贷款总额占比 (%)	4.64	4.70	4.62	4.69
——消费贷款	227,838	255,845	168,270	194,678
YoY (%)	(10.95)	52.04	(13.56)	23.15
贷款总额占比 (%)	1.26	1.55	1.16	1.45
——经营性贷款	193,355	57,837	40,112	36,802
YoY (%)	234.31	44.19	8.99	(6.59)
贷款总额占比 (%)	1.07	0.35	0.28	0.27
——其他	162,567	187,461	196,892	187,274
YoY (%)	(13.28)	(4.79)	5.14	(1.08)
贷款总额占比 (%)	0.90	1.14	1.35	1.39
境外和子公司	1,027,270	1,080,817	1,068,458	1,148,383
YoY (%)	(4.95)	1.16	(6.96)	(3.06)
贷款总额占比 (%)	5.67	6.56	7.35	8.54
应计利息	44,304	43,686	37,904	
YoY (%)	1.41	15.25		
贷款总额占比 (%)	0.24	0.27	0.26	
贷款总额	18,109,043	16,474,146	14,539,839	13,452,388
YoY	9.92	13.30	8.08	7.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 存款结构

百万/%	2021/6/30	2020/12/31	2020/6/30	2019/12/31	2019/6/30	2018/12/31	2018/6/30	2017/12/31
公司存款	10,407,702	9,699,733	9,867,425	8,941,848	8,941,848	8,667,322	8,989,688	8,700,872
YoY	5.48%	8.48%	10.35%	3.17%	-0.53%	-0.39%	3.32%	8.65%
%存款总额	46.63%	47.05%	48.36%	48.69%	48.69%	50.66%	52.99%	53.17%
——活期存款	6,688,140	6,274,658	6,434,189	5,927,636	5,927,636	5,854,542	5,888,151	5,723,939
YoY	3.95%	5.85%	8.55%	1.25%	0.67%	2.28%	2.87%	11.24%
%存款总额	29.97%	30.44%	31.54%	32.27%	32.27%	34.22%	34.71%	34.98%
——定期存款	3,719,562	3,425,075	3,433,236	3,014,212	3,014,212	2,812,780	3,101,537	2,976,933
YoY	8.34%	13.63%	13.90%	7.16%	-2.82%	-5.51%	4.19%	3.99%
%存款总额	16.67%	16.61%	16.83%	16.41%	16.41%	16.44%	18.28%	18.19%
个人存款	11,173,783	10,184,904	9,762,389	8,706,031	8,706,031	7,771,165	7,473,144	7,105,813
YoY	14.46%	16.99%	12.13%	12.03%	16.50%	9.36%	5.17%	2.58%
%存款总额	50.07%	49.41%	47.85%	47.40%	47.40%	45.42%	44.05%	43.42%
——活期存款	4,864,865	4,665,424	4,557,849	4,100,088	4,100,088	3,271,246	3,190,580	3,169,395
YoY	6.74%	13.79%	11.16%	25.34%	28.51%	3.21%	0.67%	6.14%
%存款总额	21.80%	22.63%	22.34%	22.32%	22.32%	19.12%	18.81%	19.37%
——定期存款	6,308,918	5,519,480	5,204,540	4,605,943	4,605,943	4,499,919	4,282,564	3,936,418
YoY	21.22%	19.83%	13.00%	2.36%	7.55%	14.32%	8.79%	-0.12%
%存款总额	28.27%	26.77%	25.51%	25.08%	25.08%	26.30%	25.24%	24.06%
海外和子公司	422,894	453,991	536,172	510,907	510,907	492,942	502,657	557,069
YoY	-21.13%	-11.14%	4.95%	3.64%	1.64%	-11.51%	-9.77%	19.22%
%存款总额	1.89%	2.20%	2.63%	2.78%	2.78%	2.88%	2.96%	3.40%
应计利息	313,590	276,348	236,176	207,507	207,507	177,249	NA	NA
YoY	32.78%	33.18%	13.82%	17.07%	NA	NA	NA	NA
%存款总额	1.41%	1.34%	1.16%	1.13%	1.13%	1.04%	NA	NA
吸收存款总额	22,317,969	20,614,976	20,402,162	18,366,293	18,366,293	17,108,678	16,965,489	16,363,754
YoY	9.39%	12.24%	11.08%	7.35%	8.26%	4.55%	3.68%	6.24%

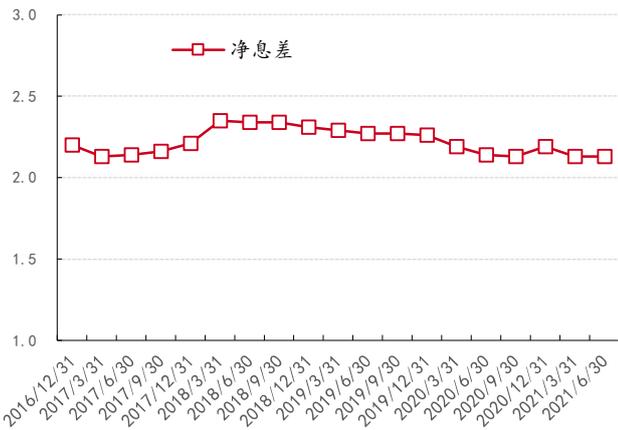
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 手续费及佣金收入

百万/%	2020年	2019年	变动(%)
电子银行业务收入	29,007	25,666	13.02
银行卡手续费	21,374	24,025	(11.03)
代理业务手续费	17,366	16,894	2.79
托管及其他受托业务佣金	15,593	14,194	9.86
理财产品业务收入	13,398	12,899	3.87
结算与清算手续费	12,542	12,267	2.24
顾问和咨询费	11,577	10,331	12.06
担保手续费	3,917	3,633	7.82
信用承诺手续费	1,309	1,449	(9.66)
其他	5,429	5,309	2.26
手续费及佣金收入	131,512	126,667	3.82
手续费及佣金支出	(16,930)	(15,769)	7.36
手续费及佣金净收入	114,582	110,898	3.32

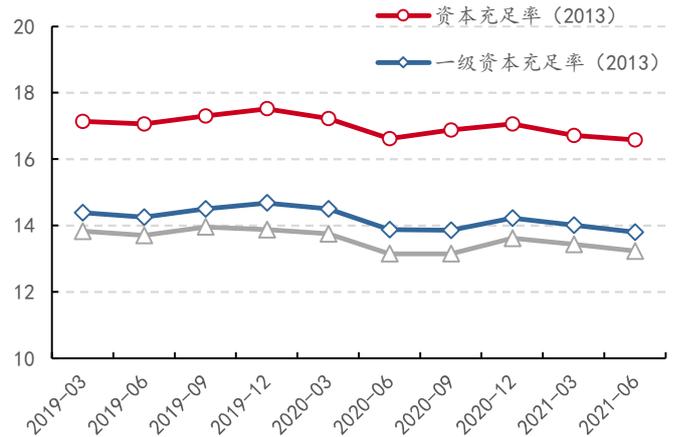
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 净息差下行



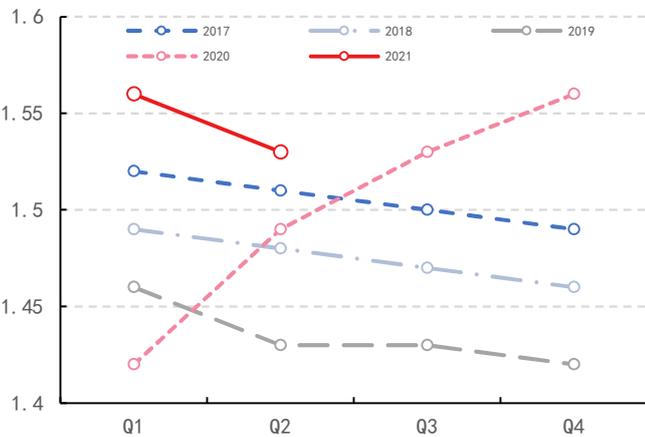
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 资本充足率下行



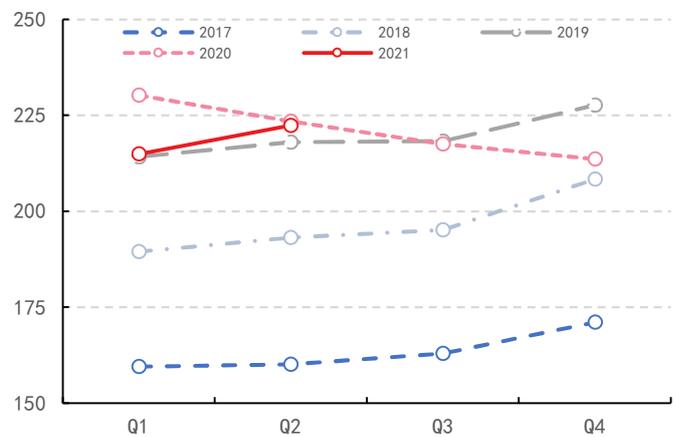
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 不良率下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 拨备覆盖率上行



资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

宏观经济超预期下行。

财务报表与盈利预测

图表 5 财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长指标 (YoY, %)				
净利息收入	575,909	614,105	662,178	714,024	贷款总额 (不含应计利息)	11.73	8.46	8.74	8.55
利息收入	989,509	1,052,875	1,138,878	1,227,248	存款总额	12.24	7.09	7.51	7.23
利息支出	(413,600)	(438,770)	(476,699)	(513,225)	营业收入	7.12	5.07	8.06	8.14
手续费及佣金净收入	114,582	121,580	133,980	148,151	净利息收入	7.23	6.63	7.83	7.83
其他收入	65,367	58,508	62,080	65,885	手续费及佣金净收入	3.32	6.11	10.20	10.58
营业收入	755,858	794,192	858,239	928,060	拨备前利润	7.43	5.41	8.26	8.33
税金及附加	(7,325)	(7,942)	(8,582)	(9,281)	归母净利润	1.62	5.89	8.48	8.58
管理费用	(179,308)	(198,548)	(214,560)	(232,015)	结构指标 (%)				
其他业务成本	(42,050)	(32,012)	(33,501)	(35,054)	手续费及佣金净收入/营业收入	15.16	15.31	15.61	15.96
拨备前利润	527,175	555,690	601,596	651,710	个人贷款/国内贷款总额	45.63	46.10	46.14	46.08
资产质量拨备	(189,929)	(199,425)	(215,379)	(232,610)	个人存款/国内存款总额	49.81	51.64	53.13	55.12
营业外净利润	(630)	0	0	0	质量指标 (%)				
利润总额	336,616	356,264	386,216	419,100	不良率	1.56	1.49	1.42	1.38
所得税	(63,037)	(66,716)	(72,325)	(78,484)	拨备覆盖率	213.59	230.00	230.00	230.00
净利润	273,579	289,548	313,891	340,617	盈利能力指标 (%)				
少数股东损益	(2,529)	(2,529)	(2,529)	(2,529)	净息差	2.19	2.16	2.23	2.24
归母净利润	271,050	287,019	311,362	338,088	净利差	2.03	2.00	1.99	2.00
资产负债表					存贷差	2.80	2.69	2.66	2.67
生息资产	26,795,042	28,683,116	30,806,786	33,034,210	ROA	1.02	0.99	1.01	1.02
其中: 贷款及垫款 (净额)	16,231,369	17,134,718	18,632,323	20,225,012	ROE	12.12	12.14	12.15	12.17
同业资产 (含买入返售)	1,423,876	1,513,137	1,608,306	1,709,795	成本收入比	23.72	23.40	22.44	21.51
存放中央银行款项	2,767,096	2,963,276	3,185,883	3,416,069	监管指标 (%)				
债券投资	6,372,701	7,071,985	7,380,273	7,683,334	核心一级资本充足率	13.62	13.76	13.87	14.02
非生息资产	1,337,212	1,431,437	1,537,419	1,648,579	一级资本充足率	14.22	14.32	14.39	14.50
资产合计	28,132,254	30,114,553	32,344,205	34,682,788	资本充足率	17.06	15.59	15.57	15.60
计息负债	24,686,340	26,404,382	28,345,570	30,372,468	每股指标 (元)				
其中: 客户存款	20,614,976	22,076,525	23,734,956	25,449,849	EPS	1.06	1.12	1.22	1.32
其他计息负债	4,071,364	4,327,857	4,610,614	4,922,619	DPS	0.33	0.34	0.37	0.41
非计息负债	1,056,561	1,130,092	1,213,174	1,299,924	BPS	9.06	9.81	10.62	11.51
负债合计	25,742,901	27,534,474	29,558,744	31,672,392					
所有者权益合计	2,389,353	2,580,078	2,785,461	3,010,397					
负债及股东权益合计	28,132,254	30,114,553	32,344,205	34,682,788					

注释: 报表为重构之后的结果, 省去了不重要的项目。

资料来源: 华安证券研究所预测

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。