

2021年10月30日

## 收入加速增长, 资产质量向好

买入(维持)

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2021年前三季度营业收入6244.05亿元, 同比增长9.3%; 归属于本行股东净利润2321.53亿元, 同比增长12.8%。期末总资产30.14万亿元, 较期初增长7.1%; 归属于本行普通股股东净资产为2.42万亿元, 较期初增长7.0%, 对应BVPS为9.69元/股。

### 投资要点

#### ■ 业绩综述: 投资收益大幅增长拉动总收入加速, 净利润高增长。

前三季度收入同比增速9.3%, 呈现逐季度加速增长势头, 我们认为强于市场预期。结构方面, 投资收益是核心驱动: ①利息净收入同比增速4.9%, 较上半年的5.2%走低, 仍然受到净息差下行影响; ②手续费净收入同比增速6.2%, 较上半年小幅降速, 得益于财富管理相关业务(理财、代销、托管等)较快增长; ③投资收益(含公允价值)前三季度同比大幅增长70.4%(上半年同比仅增长7.1%), 成为拉动非利息收入和总收入增长的核心, 预计得益于三季度国债收益率快速下行。

前三季度归母净利润同比增速12.8%, 较中报11.4%进一步加速, 我们认为强于市场预期, 因为去年第三季度的基数实际上环比走高。盈利高增长主要受益于信用减值收敛, 前三季度计提减值同比下降11.9%, 在目前资产质量稳中向好的情况下, 无需再高额计提减值。

#### ■ 资产负债: 净息差依然小幅下行, 四季度信贷投放有望加速。

总资产环比增长1.0%, 其中贷款总额环比增长1.96%, 较期初增长10.0%。不过, 三季度经济下行环境下, 信贷需求疲弱, 对公贷款环比仅小幅增长1.3%, 个人贷款环比增长2.1%, 主要依靠票据贴现环比大幅增长23.0%冲量, 票据贴现较年初累计高增长14.5%。我们预计四季度国有大行的信贷投放将加速, 得益于专项债发行提速, 同时建设银行作为住房贷款龙头, 随着后续对房贷的政策约束边际放松, 预计积压的按揭贷款也将加速投放。

前三季度净息差为2.12%, 较上半年小幅下行1BP, 我们测算前三季度生息资产收益率为3.71%, 较上半年持平, 而计息负债成本率为1.77%, 较上半年小幅上行1BP。我们预计四季度净息差将基本企稳走平。

#### ■ 资产质量: 不良率保持下行趋势, 房地产对公风险总体可控。

三季度末不良率为1.51%, 较二季度末环比下行2BP, 不良贷款金额基本保持平稳, 总体资产质量强于市场预期。三季度以来市场最担心房地产对公贷款风险上行, 不过建设银行的对公房地产占比和资产质量指标都优于可比同业。6月末其对公房地产贷款在总贷款中的占比为4.1%, 这部分信贷的不良率为1.56%, 我们认为风险总体可控。三季度末拨备覆盖率回升至228.55%, 今年前三个季度持续回升, 可以印证新生成不良率走低。

■ 盈利预测与投资评级: 建设银行三季度收入加速增长, 投资收益亮眼, 尽管净息差仍在收窄, 但市场预期充分。资产质量和净利润增速强于市场预期, 对公房地产贷款风险可控。三季度以来市场对宏观经济预期持续悲观, 造成国有大行估值持续下行。但随着四季度信贷增速回升, 稳增长预期渐强, 国有大行当前超低估值对于绝对收益投资者而言具备吸引力。我们上调盈利预测, 预计2021~2023年归母净利润同比增速分别为+9.4%、+6.6%、+7.4%(此前预测值为+5.1%、+6.3%、+6.9%), 基于10月29日收盘价, A股、H股估值分别为0.60x、0.44x2021PB, 维持“买入”评级。

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

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	5.93
一年最低/最高价	5.64/7.63
市净率(倍)	0.61
流通A股市值(百万元)	56890.39

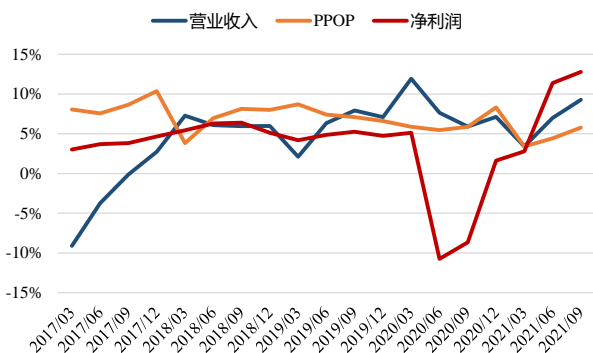
### 基础数据

每股净资产(元)	9.69
资产负债率(%)	91.75
总股本(百万股)	250010.98
流通A股(百万股)	9593.66

### 相关研究

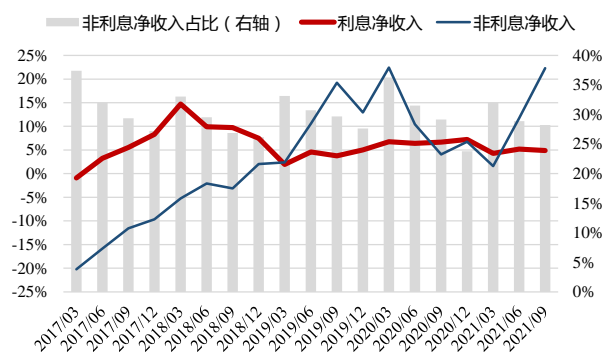
- 1、《建设银行(601939): 2021年一季报点评: 盈利增速平稳, 资产质量向好》2021-04-29
- 2、《建设银行(601939): 2020年年报点评: 普惠金融标杆, 核心负债优势鲜明》2021-03-28
- 3、《建设银行(601939): 2020年三季报点评: 资产质量压力显化, 市场预期企稳》2020-10-30

图 1: 2017/03~2021/09 建设银行累计业绩同比增速



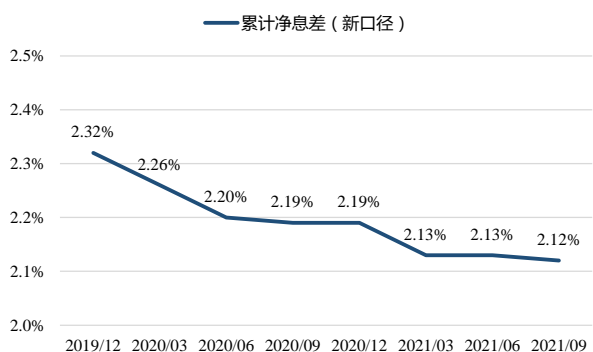
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 2: 2017/03~2021/09 建设银行累计收入同比增速结构



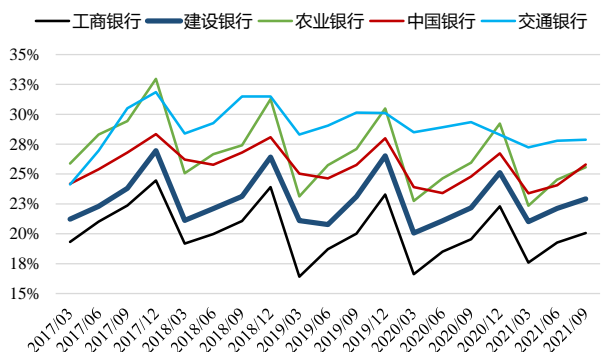
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 3: 2019/12~2021/09 建设银行累计净息差走势



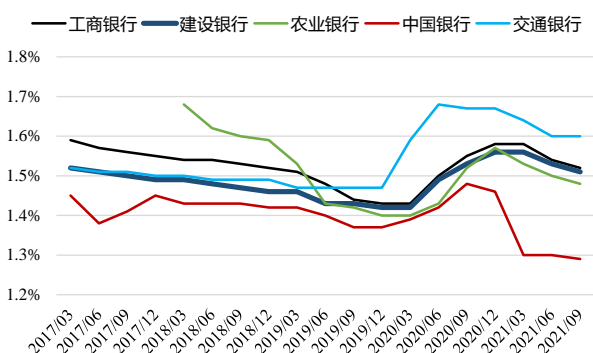
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 4: 2017/03~2021/09 建设银行及可比银行成本收入比



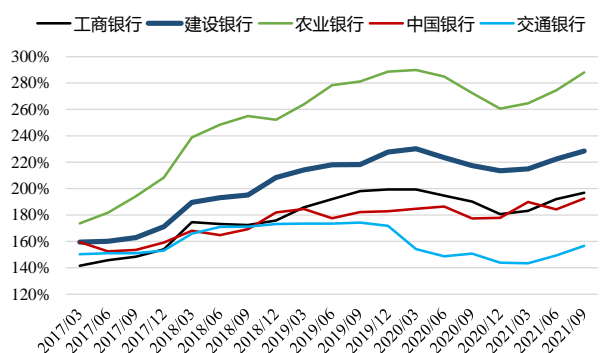
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 5: 2017/03~2021/09 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 6: 2017/03~2021/09 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

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
<b>资产合计</b>	<b>25,436,261</b>	<b>28,132,254</b>	<b>30,551,628</b>	<b>33,301,274</b>	<b>36,131,883</b>	营业收入	705,629	755,858	807,330	870,683	940,214
现金及存放中央银行款项	2,621,010	2,816,164	3,055,163	3,330,127	3,613,188	利息净收入	537,066	575,909	603,728	659,414	717,775
客户贷款及垫款	14,542,001	16,231,369	17,933,806	19,581,149	21,317,811	手续费及佣金净收入	110,898	114,582	122,603	133,024	141,937
金融投资	6,213,241	6,950,653	7,515,700	8,192,113	8,599,388	投资收益等其他业务收入	57,665	65,367	81,000	78,245	80,503
FVTPL 金融投资	675,361	577,952	611,033	666,025	722,638	营业支出	378,675	418,612	439,619	478,560	519,079
以摊余成本计量的金融投资	3,740,296	4,505,243	4,979,915	5,428,108	5,961,761	业务及管理费	179,531	179,308	209,906	226,378	244,456
FVTOCI 金融投资	1,797,584	1,867,458	1,924,753	2,097,980	1,914,990	资产减值损失	163,000	193,491	185,751	204,326	222,716
存放同业及其他金融机构款项	419,661	453,233	397,171	432,917	433,583	营业利润	326,954	337,246	367,711	392,123	421,135
拆出资金	531,146	368,404	305,516	366,314	433,583	税前利润	326,597	336,616	369,550	394,084	423,240
买入返售金融资产	557,809	602,239	549,929	599,423	650,374	净利润	269,222	273,579	299,335	319,208	342,825
贵金属	46,169	101,671	61,103	66,603	72,264	<b>归属于母公司股东净利润</b>	<b>266,733</b>	<b>271,050</b>	<b>296,568</b>	<b>316,257</b>	<b>339,671</b>
其他资产合计	505,224	608,521	733,239	732,628	1,011,693						
<b>负债合计</b>	<b>23,201,134</b>	<b>25,742,901</b>	<b>27,944,613</b>	<b>30,465,775</b>	<b>33,051,239</b>	<b>财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
向中央银行借款	549,433	781,170	847,981	924,486	1,002,942	资产总计增速	9.5%	10.6%	8.6%	9.0%	8.5%
同业及其他金融机构存放款项	1,672,698	1,943,634	1,956,123	2,071,673	2,148,331	客户贷款及垫款增速	8.8%	11.6%	10.5%	9.2%	8.9%
拆入资金	521,553	349,638	335,335	335,124	330,512	负债总计增速	9.3%	11.0%	8.6%	9.0%	8.5%
交易性金融负债	281,597	254,079	279,446	304,658	330,512	客户存款增速	7.4%	12.2%	10.5%	9.8%	9.5%
衍生金融负债	33,782	81,956	55,889	60,932	66,102	营业收入增速	7.1%	7.1%	6.8%	7.8%	8.0%
卖出回购款项	114,658	56,725	55,889	60,932	59,492	利息净收入增速	5.5%	7.2%	4.8%	9.2%	8.9%
应交税费	86,635	84,161	97,806	106,630	99,154	手续费及佣金净收入增速	10.4%	3.3%	7.0%	8.5%	6.7%
客户存款	18,366,293	20,614,976	22,779,548	25,011,944	27,388,079	成本收入比	26.5%	25.1%	26.0%	26.0%	26.0%
已发行债务证券	1,076,575	940,197	978,061	1,066,302	1,156,793	所得税率	18%	19%	19%	19%	19%
其他负债合计	497,910	636,365	558,533	523,096	469,321	<b>归属于母公司股东净利润增速</b>	<b>5.3%</b>	<b>1.6%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.4%</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,235,127</b>	<b>2,389,353</b>	<b>2,607,015</b>	<b>2,835,499</b>	<b>3,080,644</b>	EPS	1.05	1.06	1.17	1.25	1.34
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011	BVPS	8.39	9.06	9.92	10.83	11.80
其他权益工具	119,627	99,968	99,968	99,968	99,968	ROAE	13.18%	12.12%	12.33%	12.04%	11.87%
资本公积	134,537	134,263	134,263	134,263	134,263	ROAA	1.08%	1.02%	1.02%	1.00%	0.99%
其他综合收益	31,986	15,048	20,000	23,000	25,000	<b>净利息收益率</b>	<b>2.32%</b>	<b>2.19%</b>	<b>2.12%</b>	<b>2.12%</b>	<b>2.14%</b>
盈余公积	249,178	275,995	305,652	337,278	371,245	<b>不良贷款率</b>	<b>1.42%</b>	<b>1.56%</b>	<b>1.51%</b>	<b>1.48%</b>	<b>1.45%</b>
一般准备	314,389	350,228	388,782	429,895	474,052	拨备覆盖率	227.7%	213.59%	230.0%	240.0%	235.0%
未分配利润	1,116,529	1,239,295	1,382,269	1,532,729	1,695,298	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	2,580,944	2,807,144	3,049,837						
少数股东权益	18,870	24,545	26,070	28,355	30,806	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>资产负债指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	P/E (A 股)	5.6	5.6	5.1	4.7	4.4
生息资产平均余额	23,188,428	26,272,330	28,477,722	31,104,456	33,540,865	P/E (H 股)	4.1	4.1	3.7	3.5	3.2
计息负债平均余额	21,129,063	23,866,897	26,060,302	28,493,427	31,021,040	P/B (A 股)	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50
<b>归属于母公司普通股股东权益</b>	<b>2,096,630</b>	<b>2,264,840</b>	<b>2,480,976</b>	<b>2,707,176</b>	<b>2,949,869</b>	P/B (H 股)	0.52	0.48	0.44	0.40	0.37
						<b>股息率 (A 股)</b>	<b>5.40%</b>	<b>5.50%</b>	<b>6.02%</b>	<b>6.41%</b>	<b>6.90%</b>
						<b>股息率 (H 股)</b>	<b>7.35%</b>	<b>7.48%</b>	<b>8.19%</b>	<b>8.73%</b>	<b>9.39%</b>

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测 (估值对应 2021 年 10 月 29 日收盘价)

## 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>