

## 公司研究

## 业绩增长提速，资产质量持续改善

## ——建设银行（601939.SH）2021年三季度报点评

## 买入（维持）

当前价：5.93元

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

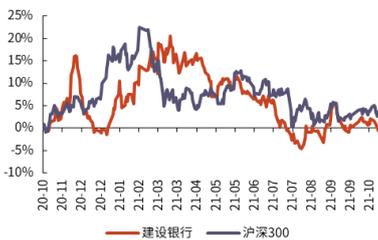
010-56518032

liujie9@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2,500.11
总市值(亿元)	14,825.65
一年最低/最高(元)	5.64/7.23
近3月换手率	89.15%

## 股价相对走势



资料来源：Wind

## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.71	0.92	-3.36
绝对	-1.17	2.95	-0.51

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

10月29日，建设银行发布2021年三季度报，前三季度实现营业收入6244.05亿元，YoY+9.3%，归母净利润2321.53亿元，YoY+12.8%。加权平均净资产收益率为13.15%（YoY+0.62pct）。

## 点评：

**业绩增长进一步提速，非息、拨备支撑明显。**建设银行前三季度营收、拨备前利润、归母净利润同比增速分别为9.3%、5.9%、12.8%，同比增速较1H21分别提升2.3、1.4、1.4pct，各项业绩指标增速进一步向上。拆分来看：（1）规模贡献维持稳定，净利息收入延续“以量补价”，净息差拖累程度收窄；（2）非息收入为三季度主要增长点，净其他非息收入贡献显著提升；（3）拨备计提压力释缓，对盈利贡献走扩。

**扩表速度放缓，净息差环比下降1bp。**建设银行前三季度净利息收入同比增长4.9%至4481.45亿元，增速环比下降0.3pct，从量价来看：

（1）**贷款投放维持一定强度，信贷资源向零售集中。**建设银行9月末总资产、生息资产、贷款同比增速分别为6.5%、6.6%、10.6%，增速较上季末分别变动-1.4、-1.3、0.6pct，资产端整体扩张速度放缓，但信贷投放仍维持一定强度，贷款占比季环比提升0.5pct至61.7%。贷款结构上看，3Q信贷资源主要向零售业务倾斜，公司贷款（不含贴现）、零售贷款、票据贴现单季分别新增1371.50、1623.59、553.81亿元，零售贷款新增占比为45.8%。

（2）**三季度净息差为2.12%，环比下降1bp，预计主要受资产负债结构影响。**从资产端来看，截至9月末，建设银行对公贷款、零售贷款、票据贴现占比分别为56.2%、42.2%、1.6%，较6月末分别变动-0.3、0.1、0.3pct，票据占比上升或对资产端收益率造成一定影响；从负债端来看，建设银行三季度末市场类负债占比有所提升，存款占比较上季末下降0.3pct至84.4%；从存款结构上看，活期存款、定期存款占比分别为52.4%、47.6%，较6月末分别变动-0.7、0.7pct，对公、零售存款占比基本与半年报持平。后续随着存款利率报价机制改革等利好效应逐渐显现，公司息差水平具备稳定上行基础。

**净其他非息收入对营收的贡献显著提升。**前三季度，建设银行非息收入同比增长22.3%至1762.60亿元。其中，手续费及佣金净收入同比增长6.2%至966.13亿元，增速季环比基本持平；净其他非息收入同比增长49.9%至796.47亿元，增速季环比提升30.59pct，主要受其他业务收入（YoY+43.9%）、公允价值变动损益（1-3Q21实现盈利38.65亿元，而去年同期净亏损25.84亿元）等科目拉动，预计得益于当期资本市场及利率环境。

**资产质量持续向好，资本充足率稳中有升。**资产质量方面，截至9月末，建设银行不良贷款率为1.51%，环比下降2bp，拨备覆盖率季环比提升6.16pct至228.6%，风险抵补能力进一步增强。资本充足率方面，建设银行8月份成功发行800亿元二级资本债，推动资本充足率稳中有升。截至9月末，建设银行核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为13.40%、13.96%、17.25%，季环比分别提升0.17、0.16、0.67pct。

**盈利预测、估值与评级。**建设银行管理优秀，创新能力强，各项经营指标疫情之后表现较好。同时，近年来建行持续加大科技投入，竞争力不断增强，能够维持相对较高的 ROE 水平。同时，公司拥有较好的零售存款基础，也将使其在广谱利率上行时期，能够维持相对稳定的计息负债成本率。我们维持 2021-2023 年 EPS 预测为 1.16/1.22/1.29 元，当前股价对应 PB 估值分别为 0.60/0.55/0.51 倍，维持“买入”评级。

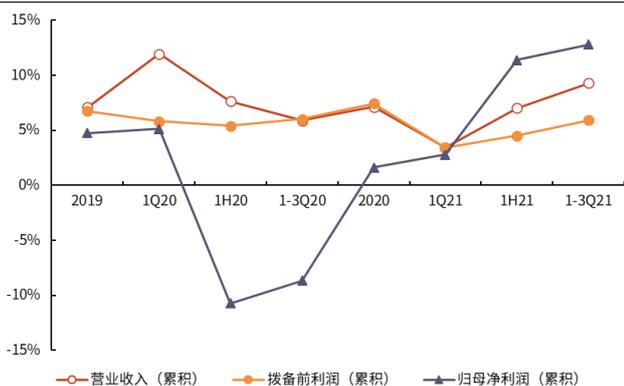
**风险提示：**如果经济修复不及预期，可能影响公司信贷投放的力度和质量。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	705,629	755,858	798,005	865,855	940,082
营业收入增长率	7.09%	7.12%	5.58%	8.50%	8.57%
净利润 (百万元)	266,733	271,050	289,342	305,919	322,998
净利润增长率	4.74%	1.62%	6.75%	5.73%	5.58%
EPS (元)	1.07	1.08	1.16	1.22	1.29
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.36%	12.43%	12.21%	11.83%	11.49%
P/E	5.56	5.47	5.12	4.85	4.59
P/B	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51

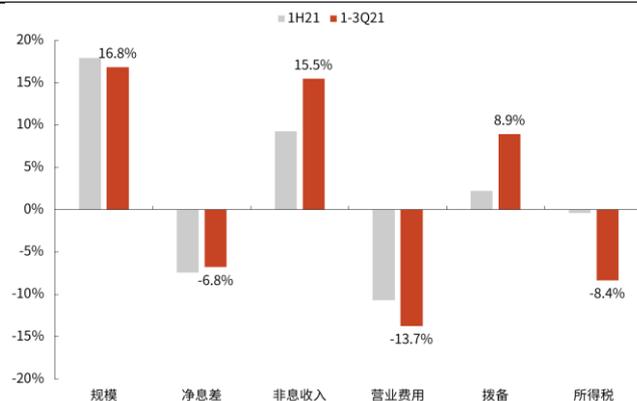
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-29

图 1：建设银行营收及盈利累积增速



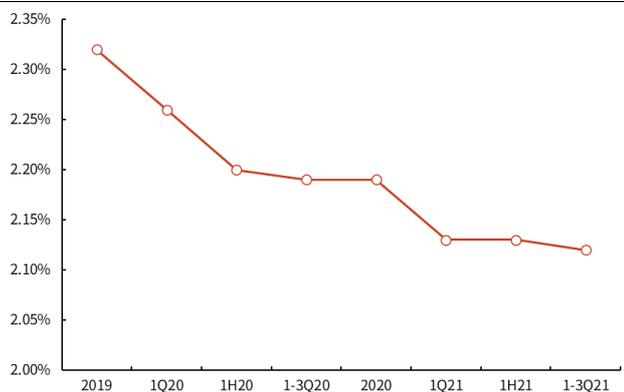
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：建设银行业绩同比增速拆分



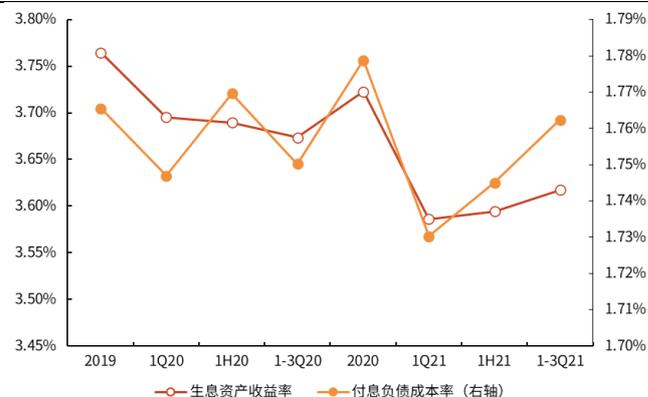
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 3：建设银行净息差走势 (公布值)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：建设银行生息资产收益率、付息负债成本率走势 (测算值)



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5: 建设银行资产负债结构

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21
<b>资产结构 (占比)</b>									
发放贷款和垫款/生息资产	61.1%	59.3%	59.3%	60.0%	59.5%	60.0%	60.7%	61.2%	61.7%
较上季变动	1.2%	(1.7%)	0.0%	0.7%	(0.6%)	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
公司贷款/贷款	N/A	53.0%	54.8%	55.2%	55.4%	54.8%	56.8%	56.5%	56.2%
较上季变动	N/A	N/A	1.8%	0.4%	0.2%	(0.6%)	2.0%	(0.3%)	(0.3%)
零售贷款/贷款	N/A	43.7%	42.1%	42.3%	43.0%	43.7%	42.3%	42.1%	42.2%
较上季变动	N/A	N/A	(1.6%)	0.2%	0.8%	0.6%	(1.4%)	(0.2%)	0.1%
票据/贷款	3.6%	3.3%	3.1%	2.5%	1.6%	1.5%	0.9%	1.3%	1.6%
较上季变动	0.4%	(0.3%)	(0.2%)	(0.6%)	(1.0%)	(0.0%)	(0.6%)	0.4%	0.3%
金融投资/生息资产	25.5%	24.6%	23.7%	24.6%	25.2%	24.9%	24.3%	24.5%	24.7%
较上季变动	0.5%	(0.9%)	(0.9%)	1.0%	0.6%	(0.3%)	(0.6%)	0.1%	0.2%
金融同业资产/生息资产	13.4%	16.1%	17.0%	15.3%	15.4%	15.0%	15.0%	14.4%	13.6%
较上季变动	(1.7%)	2.7%	0.9%	(1.7%)	0.0%	(0.3%)	(0.0%)	(0.6%)	(0.8%)
<b>负债结构 (占比)</b>									
客户存款/付息负债	85.9%	82.2%	82.6%	83.9%	83.9%	83.3%	85.4%	84.7%	84.4%
较上季变动	0.8%	(3.7%)	0.4%	1.3%	0.0%	(0.6%)	2.1%	(0.8%)	(0.3%)
活期存款/存款	N/A	55.8%	55.3%	55.2%	54.0%	54.4%	53.3%	53.1%	52.4%
较上季变动	N/A	N/A	(0.5%)	(0.0%)	(1.3%)	0.5%	(1.2%)	(0.1%)	(0.7%)
定期存款/存款	N/A	44.2%	44.7%	44.8%	46.0%	45.6%	46.7%	46.9%	47.6%
较上季变动	N/A	N/A	0.5%	0.0%	1.3%	(0.5%)	1.2%	0.1%	0.7%
个人存款/存款	N/A	49.1%	50.2%	49.5%	50.2%	51.1%	52.2%	51.7%	51.8%
较上季变动	N/A	N/A	1.1%	(0.7%)	0.7%	0.9%	1.1%	(0.5%)	0.1%
公司存款/存款	N/A	50.9%	49.8%	50.5%	49.8%	48.9%	47.8%	48.3%	48.2%
较上季变动	N/A	N/A	(1.1%)	0.7%	(0.7%)	(0.9%)	(1.1%)	0.5%	(0.1%)
应付债券/付息负债	4.2%	4.9%	4.0%	3.8%	4.2%	3.9%	3.6%	3.7%	4.3%
较上季变动	0.5%	0.7%	(0.9%)	(0.2%)	0.4%	(0.3%)	(0.3%)	0.1%	0.6%
金融同业负债/付息负债	9.9%	12.9%	13.4%	12.3%	11.9%	12.8%	11.0%	11.6%	11.3%
较上季变动	(1.3%)	3.0%	0.4%	(1.1%)	(0.4%)	0.9%	(1.9%)	0.7%	(0.4%)

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 建设银行资产质量主要指标

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21
不良贷款率	1.43%	1.42%	1.42%	1.49%	1.53%	1.56%	1.56%	1.53%	1.51%
QoQ	0.00%	(0.01%)	0.00%	0.07%	0.04%	0.03%	0.00%	(0.03%)	(0.02%)
(关注+不良)/贷款总额	N/A	4.35%	N/A	4.49%	N/A	4.51%	N/A	4.33%	N/A
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/不良贷款	N/A	58.5%	N/A	52.2%	N/A	49.1%	N/A	28.61%	N/A
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
逾期90天以上贷款/贷款总额	N/A	0.83%	N/A	0.78%	N/A	0.76%	N/A	0.44%	N/A
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备覆盖率	218.3%	227.7%	230.3%	223.5%	217.5%	213.6%	214.9%	222.39%	228.55%
QoQ	0.25%	9.41%	2.58%	(6.80%)	(5.96%)	(3.92%)	1.35%	7.45%	6.16%
拨贷比	3.12%	3.23%	3.27%	3.34%	3.33%	3.33%	3.35%	3.41%	3.46%
QoQ	(0.01%)	0.11%	0.04%	0.07%	(0.01%)	0.00%	0.02%	0.06%	0.05%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 7: 建设银行资本充足率

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21
资本充足率	17.30%	17.52%	17.22%	16.62%	16.88%	17.06%	16.71%	16.58%	17.25%
QoQ	0.24%	0.22%	(0.30%)	(0.60%)	0.26%	0.18%	(0.35%)	(0.13%)	0.67%
一级资本充足率	14.50%	14.68%	14.50%	13.88%	13.86%	14.22%	14.01%	13.80%	13.96%
QoQ	0.25%	0.18%	(0.18%)	(0.62%)	(0.02%)	0.36%	(0.21%)	(0.21%)	0.16%
核心一级资本充足率	13.96%	13.88%	13.75%	13.15%	13.15%	13.62%	13.43%	13.23%	13.40%
QoQ	0.26%	(0.08%)	(0.13%)	(0.60%)	0.00%	0.47%	(0.19%)	(0.20%)	0.17%
风险加权资产同比增速	6.55%	10.20%	12.27%	14.19%	13.77%	10.31%	9.45%	7.71%	7.81%
QoQ	(0.08%)	3.65%	2.07%	1.92%	(0.42%)	(3.46%)	(0.86%)	(1.74%)	0.10%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	705,629	755,858	798,005	865,855	940,082
净利息收入	537,066	575,909	603,829	658,278	718,062
非息收入	168,563	179,949	194,176	207,578	222,019
净手续费及佣金收入	110,898	114,582	120,311	126,327	132,643
净其他非息收入	57,665	65,367	73,865	81,251	89,376
营业支出	378,675	418,612	444,477	492,109	545,504
拨备前利润	490,118	526,545	557,973	605,469	657,427
信用及其他减值损失	163,521	189,929	205,075	232,352	263,480
税前利润	326,597	336,616	352,898	373,117	393,947
所得税	57,375	63,037	60,857	64,343	67,935
净利润	269,222	273,579	292,041	308,773	326,012
归属母公司净利润	266,733	271,050	289,342	305,919	322,998

盈利能力	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产收益率	3.76%	3.72%	3.56%	3.52%	3.48%
贷款收益率	4.57%	4.48%	4.20%	4.15%	4.10%
付息负债成本率	1.77%	1.78%	1.71%	1.67%	1.62%
存款成本率	1.60%	1.63%	1.60%	1.57%	1.52%
净息差	2.22%	2.17%	2.07%	2.06%	2.05%
净利差	2.00%	1.94%	1.85%	1.85%	1.86%
RORWA	1.88%	1.73%	1.69%	1.64%	1.58%
ROAA	1.11%	1.02%	1.00%	0.97%	0.93%
ROAE	13.36%	12.43%	12.21%	11.83%	11.49%

资产质量	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.42%	1.56%	1.22%	1.32%	1.30%
拨备覆盖率	226.93%	213.27%	244.87%	234.44%	238.14%
拨贷比	3.22%	3.32%	3.00%	3.10%	3.11%

资本	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	17.52%	17.06%	17.04%	16.74%	16.40%
一级资本充足率	14.68%	14.22%	14.31%	14.16%	13.95%
核心一级资本充足率	13.88%	13.62%	13.75%	13.65%	13.49%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 股价时间为 2021-10-29

资产负债表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>总资产</b>	<b>25,436,261</b>	<b>28,132,254</b>	<b>30,388,081</b>	<b>33,314,161</b>	<b>36,587,308</b>
发放贷款和垫款	14,987,906	16,745,768	18,587,802	20,446,583	22,491,241
同业资产	4,068,835	4,190,972	4,320,095	4,705,601	5,129,028
金融投资	6,213,241	6,950,653	7,645,718	8,257,376	8,917,966
生息资产合计	25,269,982	27,887,393	30,553,615	33,409,559	36,538,234
<b>总负债</b>	<b>23,201,134</b>	<b>25,742,901</b>	<b>27,786,251</b>	<b>30,488,519</b>	<b>33,525,487</b>
吸收存款	18,158,786	20,338,628	22,169,105	24,607,706	27,314,554
市场类负债	3,934,917	4,071,364	4,528,411	4,687,244	4,900,094
付息负债合计	22,093,703	24,409,992	26,697,516	29,294,950	32,214,648
<b>股东权益</b>	<b>2,235,127</b>	<b>2,389,353</b>	<b>2,601,830</b>	<b>2,825,642</b>	<b>3,061,821</b>
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
归属母公司权益	2,216,257	2,364,808	2,574,585	2,795,543	3,028,708

业绩规模与增长	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总资产	9.53%	10.60%	8.02%	9.63%	9.83%
生息资产	9.55%	10.36%	9.56%	9.35%	9.36%
付息负债	9.70%	10.48%	9.37%	9.73%	9.97%
贷款余额	9.03%	11.73%	11.00%	10.00%	10.00%
存款余额	7.25%	12.00%	9.00%	11.00%	11.00%
净利息收入	10.44%	7.23%	4.85%	9.02%	9.08%
净手续费及佣金收入	-9.86%	3.32%	5.00%	5.00%	5.00%
营业收入	7.09%	7.12%	5.58%	8.50%	8.57%
拨备前利润	6.75%	7.43%	5.97%	8.51%	8.58%
归母净利润	4.74%	1.62%	6.75%	5.73%	5.58%

每股盈利及估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS (元)	1.07	1.08	1.16	1.22	1.29
PPOPPS (元)	1.96	2.11	2.23	2.42	2.63
BVPS (元)	8.39	9.06	9.90	10.78	11.71
DPS (元)	0.32	0.33	0.35	0.37	0.39
P/E	5.56	5.47	5.12	4.85	4.59
P/PPOP	3.02	2.82	2.66	2.45	2.26
P/B	0.71	0.65	0.60	0.55	0.51

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有 g 证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE