

## 银行

2025 年 05 月 06 日

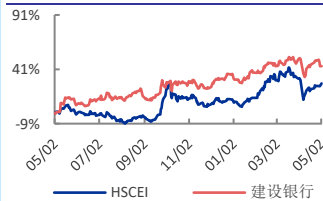
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 05 月 02 日

|               |            |
|---------------|------------|
| 收盘价（港币）       | 6.38       |
| 恒生中国企业指数      | 8231.04    |
| 52 周最高/最低（港币） | 7.02/5.14  |
| H 股市值（亿港元）    | 15,950.70  |
| 流通 H 股（百万股）   | 240,417.32 |
| 汇率（人民币/港币）    | 1.0774     |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

## 证券分析师

郑庆明 A0230519090001  
zhengqm@swsresearch.com  
林颖颖 A0230522070004  
linyy@swsresearch.com  
冯思远 A0230522090005  
fengsy@swsresearch.com

## 研究支持

李禹昊 A0230123070008  
liyh2@swsresearch.com

## 联系人

李禹昊  
(8621)23297818x  
liyh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 建设银行 (00939)

—— ROE 稳居大行第一，夯实资本为做大做强更进一步

## 投资要点：

- **大行 ROE 佼佼者，定增摊薄影响也最为有限，防御思维下高股息优势尤为突出。**依托相对平稳的业绩表现（2019-2024 年业绩增速中枢 4.7%，高于四大行平均 0.2pct），建行 ROE 始终领先同业，2019-2024 年均 ROE 约 12.1%，高于四大行平均 0.7pct；尽管过去 5 年在行业整体经营承压的背景下建行盈利能力也趋同回落，但 2024 年 ROE 依旧高达 10.7%，位居国有行第一。虽然一季报业绩表现阶段性低于预期，但相对真实反映经营压力的考量下或也预示后续负面边际有限。**更不应忽视的，市场普遍担心定增对国有行 ROE 及股息率产生摊薄，建行受扰动最有限**（以 2024 年净资产为基数估算，本次注资对建行 ROE 摊薄 0.3pct，国有行平均为 0.6pct；对建行-H 股息率摊薄 0.3pct，国有行平均约 0.5pct），后续股息优势有望进一步突出（目前 25 年对应股息率 6.8%，国有行最高），有望吸引以险资为代表的长期稳定资金持续流入（2024 年 12 月，中国平安已举牌建行-H）。
- **头雁作用下信贷增速整体平稳，涉政基建基本盘牢固，按揭、小微支撑零售规模领跑同业。**2019-2024 年建行贷款 CAGR 约 11.5%，基本持平四大行平均。细拆行业，涉政基建类仍是信贷的主要支撑（租赁及商务服务业、基建类贷款合计贡献 2019-2024 年信贷增量 36%），而 2017 年后建行发力零售转型，带动零售贷款在总贷款中占比由 2016 年末 37.6%提升至 2020 年末最高 43.7%，过去 3 年由于零售需求客观偏弱，占比有所回落，但截至 2024 年末零售贷款规模仍约 9 万亿，为国有行次高，按揭、小微是零售加速上量的主要支撑（按揭、小微贷款分别贡献 2019-2024 年间零售贷款增量的 46%/84%，现阶段存量规模均为国有行第一）。
- **息差领先大行，核心源自扎实活期存款优势；但在资产定价快速回落背景下，稳息差必要性尤为凸显。**1Q25 建行息差为 1.41%，相较四大行优势明显（四大行平均为 1.34%）。拆分来看，受益零售转型带来的扎实活期存款沉淀（2024 年末建行活期存款占比约 43.6%、稳居国有行第一，高于大行平均 4.4pct），2024 年建行存款成本率仅约 1.65%，低于四大行平均 10bps；但应该看到，由于零售、小微资产价格快速回落，2022 年以来建行资产端定价压力显著高于同业（2022-2024 年贷款收益率下降 75bps，高于四大行平均 14bps）。展望后续，建行较低的存款成本短期内大幅改善的空间相对有限，稳息差亟需政策层面呵护。
- **审慎风控下资产质量稳中向好，房地产风险稳步化解。**得益于更严格的不良认定标准，建行资产质量整体平稳向好，1Q25 不良率季度环比下降 1bp 至 1.33%，较 2020 年累计下行 23bps，拨备覆盖率稳定约 237%相对高位。从重点领域看，大力处置下，2024 年末对公房地产贷款不良率已较 2023 年高点累计下降 85bps 至 4.79%，预计压力最大时点已过；而短期零售风险虽有波动（2024 年末不良率 0.98%，较 2023 年累计提升 32bps），但考虑到建行自身风险态度一贯审慎、零售风险也凸显“快进快出”，积极前瞻处置下预计资产质量仍将保持平稳。
- **投资分析意见：建行盈利能力稳居大行第一，注资靴子也已落地，在摊薄最为有限的背景下，股息率优势进一步突出（H 股对应 25 年股息率 6.8%，国有行最高）。考虑到外部关税仍有扰动，不确定性环境下稳健大行或将更受青睐；若经济修复积极，也能伴随复苏迎来基本面改善，获取β行情重估，首次覆盖给予“买入”评级。**预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.4%、3.1%、4.7%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.44 倍，综合考虑建行更优的 ROE 表现和突出的股息优势，给予 0.55x25 年目标 PB（结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 0.67xPB），对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：经济复苏低于预期，息差持续承压；零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化；上海证券交易所下发《关于中国建设银行股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函》，关注相关风险。**

## 财务数据及盈利预测

|            | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入（百万元）  | 769,736.00 | 750,151.00 | 730,754.18 | 749,510.00 | 791,408.14 |
| 同比增长率（%）   | (1.79)     | (2.54)     | (2.59)     | 2.57       | 5.59       |
| 归母净利润（百万元） | 332,653.00 | 335,577.00 | 330,771.38 | 340,971.40 | 356,999.37 |
| 同比增长率（%）   | 2.44       | 0.88       | (1.43)     | 3.08       | 4.70       |
| 每股收益（元/股）  | 1.31       | 1.31       | 1.29       | 1.34       | 1.40       |
| 净资产收益率（%）  | 11.56      | 10.75      | 9.89       | 9.53       | 9.34       |
| 市盈率        | 4.52       | 4.51       | 4.57       | 4.43       | 4.23       |
| 市净率        | 0.50       | 0.47       | 0.44       | 0.41       | 0.38       |

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 投资案件

### 投资评级与估值

建行盈利能力稳居大行第一，注资靴子也已落地，在摊薄最有限的背景下，股息率优势进一步突出（H 股对应 25 年股息率 6.8%，国有行最高）。考虑到外部关税仍有扰动，不确定性环境下稳健大行或将更受青睐；若经济修复积极，也能伴随复苏迎来基本面改善，获取β行情重估，首次覆盖给予“买入”评级。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.4%、3.1%、4.7%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.44 倍，综合考虑建行更优的 ROE 表现和突出的股息优势，给予 0.55x25 年目标 PB(结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 0.67xPB)，对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设点

预计建设银行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为-1.4%、3.1%、4.7%。1) 规模：预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 7.0%、7.0%、7.0%。2) 息差：预计 2025-2027 年息差分别同比-13、-5、0bps。3) 资产质量：预计 2025-2027 年不良率分别为 1.32%、1.30%、1.28%，拨备覆盖率分别为 228.9%、225.2%、223.9%。

### 有别于大众的认识

**1) 市场对建行领先同业且平稳的 ROE 和股息优势认知尚不充分。**建行 ROE 始终领先同业，2019-2024 年均 ROE 约 12.1%，高于四大行平均 0.7pct，叠加高位稳定的分红率加持，现阶段建设银行 H 股股息率约 6.8%，在短期市场不确定性高企的背景下，稳健大行高股息安全垫更为突出，有望收获险资等中长期资金青睐。

**2) 更进一步，前期市场担心定增对国有行盈利能力及股息率摊薄，但建行扰动均最为有限，靴子落地后估值压制已然解除。**以 2024 年净资产为基数估算，本次注资对建行 ROE 摊薄 0.3pct，国有行平均为 0.6pct；对建行-H 股息率摊薄 0.3pct，国有行平均约 0.5pct)，即便摊薄后股息率回落至 6.5%，仍领跑国有行。

### 股价表现的催化剂

1) 政策持续落地见效，宏观经济复苏好于预期；2) 地产销售回暖趋势延续；3) PMI 持续位于枯荣线上，实体需求修复节奏好于预期带动量价修复。

### 核心假设风险

1) 经济复苏低于预期，息差持续承压；2) 零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化；3) 上海证券交易所下发《关于中国建设银行股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函》，关注相关风险。

表 1：建行前十大股东合计持股占比 60%（剔除香港中央结算公司），第一大股东中央汇金持股比例 57.1%（截至 1Q25）

| 排名 | 股东                     | 持股比例  |
|----|------------------------|-------|
| 1  | 中央汇金投资有限责任公司           | 57.1% |
| 2  | 中国证券金融股份有限公司           | 0.9%  |
| 3  | 国家电网                   | 0.6%  |
| 4  | 益嘉投资有限责任公司             | 0.3%  |
| 5  | 中国长江电力股份有限公司           | 0.3%  |
| 6  | 中央汇金资产管理有限责任公司         | 0.2%  |
| 7  | 中国宝武钢铁集团有限公司           | 0.1%  |
| 8  | 新华人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品 | 0.1%  |
| 合计 |                        | 59.7% |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 2：一季度营收利润下滑客观反映息差压力和非息收入阶段性扰动

| 建设银行          | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 1Q24   | 1H24   | 9M24   | 2024  | 1Q25  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入同比增长      | 7.1%  | 9.0%  | -4.9% | -1.8%  | -3.0%  | -3.6%  | -3.3%  | -2.5% | -5.4% |
| 利息净收入贡献       | 5.5%  | 3.9%  | 4.6%  | -3.4%  | -1.6%  | -4.0%  | -4.7%  | -3.6% | -3.9% |
| 其中：平均生息资产规模贡献 | 9.6%  | 6.2%  | 8.4%  | 9.3%   | 8.9%   | 6.6%   | 5.8%   | 5.7%  | 3.7%  |
| 其中：息差变动贡献     | -4.1% | -2.3% | -3.7% | -12.7% | -10.5% | -10.6% | -10.5% | -9.2% | -7.6% |
| 手续费净收入贡献      | 0.5%  | 0.9%  | -0.7% | 0.0%   | -1.8%  | -2.0%  | -1.7%  | -1.4% | -0.9% |
| 其他净收益贡献       | 1.1%  | 4.2%  | -8.9% | 1.6%   | 0.5%   | 2.4%   | 3.1%   | 2.4%  | -0.6% |
| 营业支出贡献（成本收入比） | 0.4%  | -5.2% | 3.3%  | -0.5%  | -0.8%  | -0.5%  | -0.9%  | -1.5% | -0.4% |
| 拨备贡献利润        | -4.4% | 8.5%  | 2.9%  | 3.7%   | 1.4%   | 1.9%   | 3.2%   | 2.7%  | -2.7% |
| 营业外收支贡献       | -0.1% | 0.1%  | 0.1%  | 0.0%   | 0.1%   | -0.1%  | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  |
| 实际税率等变化贡献     | -1.4% | -1.3% | 5.5%  | 0.9%   | -0.2%  | 0.8%   | 1.7%   | 2.4%  | 4.9%  |
| 少数股东权益贡献      | 0.0%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.1%   | 0.3%   | -0.5%  | -0.5%  | -0.3% | -0.4% |
| 归母净利润同比增长     | 1.6%  | 11.6% | 7.3%  | 2.4%   | -2.2%  | -1.8%  | 0.1%   | 0.9%  | -4.0% |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：建行 ROE 水平显著领先同业，息差、成本收入比明显占优

| ROE拆分（2024） | 建设银行  | 工商银行  | 农业银行  | 中国银行  | 邮储银行  | 国有行平均 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利息收入(+)    | 1.50% | 1.36% | 1.40% | 1.33% | 1.74% | 1.39% |
| 净息差(+)      | 1.51% | 1.42% | 1.42% | 1.40% | 1.87% | 1.45% |
| 有效资产占比(+)   | 99%   | 96%   | 98%   | 95%   | 93%   | 96%   |
| 非息收入(+)     | 0.41% | 0.39% | 0.31% | 0.54% | 0.38% | 0.42% |
| 非息收入占比(+)   | 21%   | 22%   | 18%   | 29%   | 18%   | 23%   |
| 周转率(+)      | 1.90% | 1.76% | 1.71% | 1.87% | 2.13% | 1.81% |
| 营业支出(-)     | 0.62% | 0.59% | 0.62% | 0.70% | 1.38% | 0.72% |
| 成本收入比(-)    | 32%   | 32%   | 35%   | 36%   | 64%   | 39%   |
| 信用成本(-)     | 0.31% | 0.27% | 0.32% | 0.30% | 0.17% | 0.29% |
| 其他(-)       | 0.14% | 0.15% | 0.14% | 0.21% | 0.08% | 0.15% |
| ROAA        | 0.83% | 0.75% | 0.63% | 0.66% | 0.49% | 0.65% |
| 杠杆倍数        | 12.9  | 13.3  | 16.6  | 14.6  | 20.3  | 15.2  |
| ROAE        | 10.7% | 10.0% | 10.5% | 9.6%  | 9.9%  | 9.9%  |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：涉政基建底盘稳固，零售端 2017 年来依托按揭、小微明显上量

| 增量-亿元    | 2017    | 2018  | 2019   | 2020    | 2021   | 2022   | 2023   | 2024    | 存量-占比    | 2022   | 2023   | 2024   |
|----------|---------|-------|--------|---------|--------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|--------|
| 制造业      | (44)    | (586) | 61     | 1,589   | 1,287  | 2,326  | 3,809  | 972     | 制造业      | 8.5%   | 9.1%   | 8.8%   |
| 批零       | (149)   | (505) | 947    | 2,518   | 1,879  | 1,712  | 2,640  | 448     | 批零       | 5.4%   | 5.9%   | 5.6%   |
| 房地产      | 737     | 1,080 | 288    | 1,296   | 492    | 507    | 824    | 440     | 房地产      | 4.2%   | 4.1%   | 4.0%   |
| 租赁及商业服务业 | 1,553   | 665   | 892    | 3,446   | 3,029  | 2,873  | 4,339  | 1,760   | 租赁及商业服务业 | 9.8%   | 10.6%  | 10.4%  |
| 基建类      | 3,754   | 229   | 1,510  | 3,595   | 4,771  | 4,257  | 7,427  | 4,795   | 基建类      | 20.9%  | 21.7%  | 21.9%  |
| 其他对公     | 789     | (977) | 946    | (116)   | 858    | 1,977  | 2,615  | 4,055   | 其他对公     | 7.0%   | 7.4%   | 8.4%   |
| 对公贷款     | 6,639   | (94)  | 4,643  | 12,328  | 12,315 | 13,651 | 21,654 | 12,471  | 对公贷款     | 55.9%  | 58.8%  | 59.1%  |
| 按揭       | 6,271   | 5,917 | 5,113  | 5,293   | 5,646  | 300    | (931)  | (1,987) | 按揭       | 30.8%  | 26.9%  | 24.1%  |
| 消费贷      | 1,159   | 116   | (158)  | 756     | (345)  | 553    | 1,262  | 1,063   | 消费贷      | 1.4%   | 1.8%   | 2.1%   |
| 经营贷      | (98)    | (41)  | 76     | 936     | 880    | 1,889  | 3,621  | 2,442   | 经营贷      | 2.0%   | 3.3%   | 4.0%   |
| 信用卡      | 1,204   | 875   | 899    | 838     | 702    | 257    | 723    | 688     | 信用卡      | 4.4%   | 4.2%   | 4.1%   |
| 零售贷款     | 8,590   | 6,777 | 5,949  | 7,587   | 6,665  | 2,591  | 4,393  | 1,965   | 零售贷款     | 39.1%  | 36.6%  | 34.5%  |
| 票贴       | (3,764) | 1,745 | 1,824  | (2,336) | 1,204  | 6,692  | 561    | 5,270   | 票贴       | 5.0%   | 4.7%   | 6.4%   |
| 总贷款      | 11,464  | 8,428 | 12,417 | 17,579  | 20,184 | 22,934 | 26,608 | 19,706  | 总贷款      | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

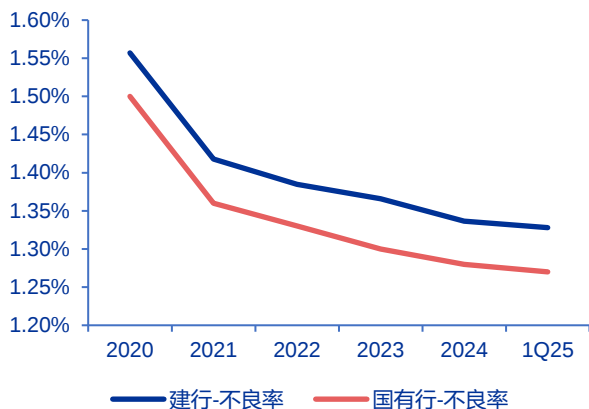
资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：建行负债成本明显好于同业，但过去 3 年资产端定价下行压力大于同业

| 贷款收益率    | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 生息资产收益率  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 建行       | 4.39% | 4.25% | 4.17% | 3.82%  | 3.43%  | 建行       | 3.77% | 3.71% | 3.67% | 3.45%  | 3.18%  |
| 工行       | 4.26% | 4.16% | 4.05% | 3.81%  | 3.40%  | 工行       | 3.64% | 3.56% | 3.55% | 3.45%  | 3.17%  |
| 农行       | 4.38% | 4.23% | 4.09% | 3.79%  | 3.41%  | 农行       | 3.75% | 3.70% | 3.57% | 3.41%  | 3.12%  |
| 中行       | 3.96% | 3.83% | 3.90% | 3.97%  | 3.56%  | 中行       | 3.38% | 3.25% | 3.36% | 3.58%  | 3.34%  |
| 邮储       | 4.75% | 4.68% | 4.48% | 4.13%  | 3.78%  | 邮储       | 3.97% | 3.95% | 3.81% | 3.56%  | 3.32%  |
| 四大行平均    | 4.25% | 4.12% | 4.05% | 3.84%  | 3.45%  | 四大行平均    | 3.63% | 3.56% | 3.54% | 3.47%  | 3.20%  |
| 建行-四大行平均 | 0.14% | 0.14% | 0.12% | -0.03% | -0.02% | 建行-四大行平均 | 0.12% | 0.14% | 0.04% | -0.06% | -0.08% |
| 存款成本率    | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 付息负债成本率  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   |
| 建行       | 1.59% | 1.67% | 1.73% | 1.77%  | 1.65%  | 建行       | 1.73% | 1.77% | 1.85% | 1.95%  | 1.85%  |
| 工行       | 1.61% | 1.62% | 1.75% | 1.89%  | 1.72%  | 工行       | 1.67% | 1.64% | 1.82% | 2.04%  | 1.94%  |
| 农行       | 1.53% | 1.61% | 1.70% | 1.78%  | 1.63%  | 农行       | 1.71% | 1.74% | 1.84% | 1.96%  | 1.85%  |
| 中行       | 1.58% | 1.52% | 1.65% | 2.09%  | 1.99%  | 中行       | 1.66% | 1.63% | 1.75% | 2.18%  | 2.12%  |
| 邮储       | 1.59% | 1.63% | 1.61% | 1.53%  | 1.44%  | 邮储       | 1.61% | 1.65% | 1.63% | 1.57%  | 1.47%  |
| 四大行平均    | 1.58% | 1.61% | 1.71% | 1.88%  | 1.75%  | 四大行平均    | 1.69% | 1.69% | 1.81% | 2.03%  | 1.94%  |
| 建行-四大行平均 | 0.01% | 0.07% | 0.02% | -0.11% | -0.10% | 建行-四大行平均 | 0.04% | 0.08% | 0.04% | -0.09% | -0.09% |

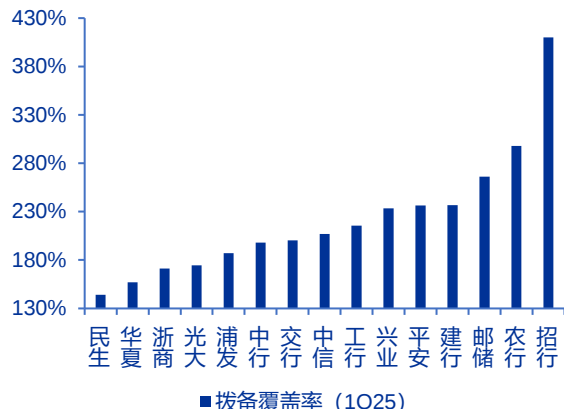
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 1: 1Q25 建行不良率 1.33%，较 2020 年累计回落 23bps



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2: 1Q25 建行拨备覆盖率约 237%，稳居全国性银行中上水平



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6: 本轮定增注资，建行为各大行中受扰动最小标的

| 银行     | 注资规模<br>亿元 | 对核心一级资本充足率增厚       |               |         |                           | 对ROE影响   |                              |        |
|--------|------------|--------------------|---------------|---------|---------------------------|----------|------------------------------|--------|
|        |            | 核心一级资本<br>充足率-4Q24 | 核心一级资本-<br>亿元 | RWA-亿元  | 增厚幅度-以<br>2024年末<br>RWA计算 | ROE-2024 | 注资后ROE-以<br>2024净资产为<br>基数估算 | 对ROE摊薄 |
| 建设银行   | 1,050      | 14.48%             | 31,655        | 218,546 | 0.48%                     | 10.7%    | 10.4%                        | -0.3%  |
| 中国银行   | 1,650      | 12.20%             | 23,443        | 192,176 | 0.86%                     | 9.6%     | 8.9%                         | -0.6%  |
| 邮储银行   | 1,300      | 9.56%              | 8,242         | 86,177  | 1.51%                     | 9.9%     | 8.6%                         | -1.3%  |
| 国有大行合计 | 5,200      | 12.35%             | 72,986        | 591,068 | 0.88%                     | 9.8%     | 9.2%                         | -0.6%  |

| 对股息率摊薄<br>测算 | H股-收盘价-<br>港元 | 注资规模<br>(亿元) | 对股本增厚幅<br>度 (以2024年<br>末为基数) | H股动态股息率影响 |       |        |
|--------------|---------------|--------------|------------------------------|-----------|-------|--------|
|              | 2025/5/2      |              |                              | 25E股息率    | 股本增厚后 | 股息率变化  |
| 建设银行         | 6.38          | 1,050        | 4.6%                         | 6.81%     | 6.50% | -0.30% |
| 中国银行         | 4.34          | 1,650        | 9.5%                         | 6.02%     | 5.50% | -0.52% |
| 邮储银行         | 4.77          | 1,300        | 21.1%                        | 5.91%     | 4.88% | -1.03% |
| 国有大行合计       | 5.57          | 5,200        | 10.4%                        | 6.42%     | 5.96% | -0.47% |

资料来源：公司财报，申万宏源研究

## 投资分析意见：稳健大行 ROE、股息率领先，首次覆盖给予“买入”评级

2023 年以来，受益弱复苏下寻找安全边际的考量及高股息催化，建行已收获一轮估值修复。2023 年初以来至 2025 年 4 月 30 日，建行 H 累计上涨 71.2%，绝对收益突出。而 2024 下半年来，伴随监管引导中长期资金入市，大行稳健股息优势和基于特殊地位的安全保证也吸引险资等中长期资金密集增持，2024 年 12 月中国平安已先行举牌。

建行盈利能力稳居大行第一，注资靴子也已然落地，在摊薄最为有限的背景下，股息率优势进一步突出（H 股对应 25 年股息率 6.8%，国有行最高）。考虑到外部关税仍有扰动，不确定性环境下稳健大行或将更受青睐；若经济修复积极，也能伴随复苏迎来基本面改善，获取β行情重估，首次覆盖给予“买入”评级。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为-1.4%、3.1%、4.7%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.44 倍，综合考虑建行更优的 ROE 表现和突出的股息优势，给予 0.55x25 年目标 PB（结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 0.67xPB），对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**经济复苏低于预期，息差持续承压；零售小微等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化；上海证券交易所下发《关于中国建设银行股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函》，关注相关风险。

表 7：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 5 月 2 日）

| 银行   | 不良率   |       | 拨备覆盖率  |        | ROE    |        | PB-H股 |      | 股息率-H股 |      |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|------|--------|------|
|      | 4Q24  | 1Q25  | 4Q24   | 1Q25   | 2024   | 1Q25   | 25E   | 26E  | 25E    | 26E  |
| 工商银行 | 1.34% | 1.33% | 214.9% | 215.7% | 9.96%  | 8.91%  | 0.45  | 0.42 | 6.4%   | 6.7% |
| 农业银行 | 1.30% | 1.28% | 299.6% | 297.8% | 10.51% | 10.18% | 0.56  | 0.52 | 5.8%   | 6.1% |
| 中国银行 | 1.25% | 1.25% | 200.6% | 198.0% | 9.56%  | 8.75%  | 0.46  | 0.43 | 6.2%   | 6.6% |
| 邮储银行 | 0.90% | 0.91% | 286.1% | 266.1% | 9.93%  | 11.52% | 0.50  | 0.46 | 6.0%   | 6.2% |
| 平均   | 1.26% | 1.25% | 242.7% | 240.1% | 9.99%  | 9.84%  | 0.49  | 0.46 | 6.1%   | 6.4% |
| 建设银行 | 1.34% | 1.33% | 233.6% | 236.8% | 10.75% | 10.43% | 0.44  | 0.41 | 6.8%   | 6.9% |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 8：建设银行盈利预测表

| Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)             |            |            |            |            |            | 同比增速 (%) |        |        |        |        |
|------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|--------|--------|--------|--------|
|                                                | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| Net interest income 净利息收入                      | 617,233    | 589,882    | 565,677    | 579,481    | 616,278    | -4.1%    | -4.4%  | -4.1%  | 2.4%   | 6.4%   |
| Non-interest income 非利息收入                      | 152,503    | 160,269    | 165,077    | 170,029    | 175,130    | 8.9%     | 5.1%   | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   |
| Net fee income 净手续费收入                          | 115,746    | 104,928    | 110,174    | 115,683    | 121,467    | -0.3%    | -9.3%  | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| Operating income 营业收入                          | 769,736    | 750,151    | 730,754    | 749,510    | 791,408    | -1.8%    | -2.5%  | -2.6%  | 2.6%   | 5.6%   |
| Operating expenses 营业支出                        | (243,272)  | (244,881)  | (237,535)  | (232,784)  | (237,440)  | -0.8%    | 0.7%   | -3.0%  | -2.0%  | 2.0%   |
| Taxes and surcharges 营业税                       | (8,476)    | (8,263)    | (8,676)    | (9,110)    | (9,565)    | 3.9%     | -2.5%  | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| PPOP 拨备前营业利润                                   | 526,464    | 505,270    | 493,220    | 516,726    | 553,969    | -2.3%    | -4.0%  | -2.4%  | 4.8%   | 7.2%   |
| Impairment losses on assets 资产减值损失             | (137,237)  | (120,998)  | (120,829)  | (132,824)  | (152,005)  | -11.5%   | -11.8% | -0.1%  | 9.9%   | 14.4%  |
| Loan impairment charges 贷款减值损失                 | (168,995)  | (153,389)  | (154,840)  | (168,535)  | (189,502)  | 9.2%     | -9.2%  | 0.9%   | 8.8%   | 12.4%  |
| Operating profit 营业利润                          | 389,227    | 384,272    | 372,390    | 383,902    | 401,963    | 1.5%     | -1.3%  | -3.1%  | 3.1%   | 4.7%   |
| Other operating income/(expense), net 营业外收支净额  | 150        | 105        | 95         | 85         | 77         | 102.7%   | -30.0% | -10.0% | -10.0% | -10.0% |
| Profit before taxation 利润总额                    | 389,377    | 384,377    | 372,485    | 383,987    | 402,040    | 1.5%     | -1.3%  | -3.1%  | 3.1%   | 4.7%   |
| Income tax 所得税                                 | (56,917)   | (48,095)   | (40,973)   | (42,239)   | (44,224)   | -3.3%    | -15.5% | -14.8% | 3.1%   | 4.7%   |
| Net profit 净利润                                 | 332,460    | 336,282    | 331,512    | 341,749    | 357,815    | 2.3%     | 1.1%   | -1.4%  | 3.1%   | 4.7%   |
| Minority interest 少数股东权益                       | 193        | (705)      | (740)      | (777)      | (816)      | na       | na     | na     | na     | na     |
| NPAT 归属股东净利润                                   | 332,653    | 335,577    | 330,771    | 340,971    | 356,999    | 2.4%     | 0.9%   | -1.4%  | 3.1%   | 4.7%   |
| AT1 shareholders 优先股股息                         | 5,110      | 7,108      | 7,108      | 7,108      | 7,108      | 12.6%    | 39.1%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润            | 327,543    | 328,469    | 323,663    | 333,863    | 349,891    | 2.3%     | 0.3%   | -1.5%  | 3.2%   | 4.8%   |
|                                                |            |            |            |            |            |          |        |        |        |        |
| Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)              | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| Total loans 贷款总额                               | 23,810,982 | 25,793,717 | 27,599,277 | 29,531,227 | 31,598,412 | 12.6%    | 8.3%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.0%   |
| Total deposits 存款总额                            | 27,223,304 | 28,238,572 | 29,650,501 | 31,726,036 | 33,946,858 | 10.6%    | 3.7%   | 5.0%   | 7.0%   | 7.0%   |
| NPLs 不良贷款余额                                    | 325,256    | 344,691    | 363,379    | 383,374    | 404,770    | 11.1%    | 6.0%   | 5.4%   | 5.5%   | 5.6%   |
| Loan provisions 贷款损失准备                         | 780,127    | 805,198    | 831,895    | 863,316    | 906,107    | 10.3%    | 3.2%   | 3.3%   | 3.8%   | 5.0%   |
| Total assets 资产总额                              | 38,324,826 | 40,571,149 | 42,681,901 | 45,353,194 | 48,199,938 | 10.8%    | 5.9%   | 5.2%   | 6.3%   | 6.3%   |
| Total liabilities 负债总额                         | 35,152,752 | 37,227,184 | 39,113,280 | 41,548,102 | 44,143,670 | 10.8%    | 5.9%   | 5.1%   | 6.2%   | 6.2%   |
| Equity attributable to parent company 母公司所有者权益 | 3,150,145  | 3,322,127  | 3,545,036  | 3,779,620  | 4,028,758  | 10.3%    | 5.5%   | 6.7%   | 6.6%   | 6.6%   |
| Other equity instruments 优先股及其他                | 199,968    | 159,977    | 159,977    | 159,977    | 159,977    | 42.9%    | -20.0% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产  | 36,204,329 | 39,100,297 | 40,989,081 | 43,479,337 | 46,261,241 | 13.6%    | 8.0%   | 4.8%   | 6.1%   | 6.4%   |
|                                                |            |            |            |            |            |          |        |        |        |        |
| Per share data (Yuan) 每股数据 (元)                 | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| Shares 普通股股本 (百万股)                             | 250,011    | 250,011    | 250,011    | 250,011    | 250,011    | 0.0%     | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| EPS                                            | 1.31       | 1.31       | 1.29       | 1.34       | 1.40       | 2.3%     | 0.3%   | -1.5%  | 3.2%   | 4.8%   |
| BVPS                                           | 11.80      | 12.65      | 13.54      | 14.48      | 15.47      | 8.6%     | 7.2%   | 7.0%   | 6.9%   | 6.9%   |
| DPS                                            | 0.40       | 0.40       | 0.40       | 0.41       | 0.43       | 2.8%     | 0.7%   | -1.5%  | 3.2%   | 4.8%   |
| PPOP/sh                                        | 2.11       | 2.02       | 1.97       | 2.07       | 2.22       | -2.3%    | -4.0%  | -2.4%  | 4.8%   | 7.2%   |
|                                                |            |            |            |            |            |          |        |        |        |        |
| Main indicators 主要指标 (%)                       | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      | 2023     | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
| ROA                                            | 0.91%      | 0.85%      | 0.80%      | 0.78%      | 0.76%      | -0.09%   | -0.06% | -0.06% | -0.02% | -0.01% |
| ROE                                            | 11.6%      | 10.7%      | 9.9%       | 9.5%       | 9.3%       | -0.74%   | -0.81% | -0.86% | -0.35% | -0.19% |
| NIM 净息差                                        | 1.70%      | 1.51%      | 1.38%      | 1.33%      | 1.33%      | -0.31%   | -0.20% | -0.13% | -0.05% | 0.00%  |
| Cost-to-income ratio 成本收入比                     | 30.50%     | 31.54%     | 31.32%     | 29.84%     | 28.79%     | 0.27%    | 1.04%  | -0.22% | -1.48% | -1.05% |
| Effective tax rate 有效所得税率                      | 14.62%     | 12.51%     | 11.00%     | 11.00%     | 11.00%     | -0.72%   | -2.10% | -1.51% | 0.00%  | 0.00%  |
| LDR 贷存比                                        | 87.47%     | 91.34%     | 93.08%     | 93.08%     | 93.08%     | 1.57%    | 3.88%  | 1.74%  | 0.00%  | 0.00%  |
| NPL ratio 不良率                                  | 1.37%      | 1.34%      | 1.32%      | 1.30%      | 1.28%      | -0.02%   | -0.03% | -0.02% | -0.02% | -0.02% |
| Provision coverage ratio 拨备覆盖率                 | 239.85%    | 233.60%    | 228.93%    | 225.19%    | 223.86%    | -1.68%   | -6.25% | -4.67% | -3.74% | -1.33% |
| Provision ratio 拨贷比                            | 3.28%      | 3.12%      | 3.01%      | 2.92%      | 2.87%      | -0.07%   | -0.15% | -0.11% | -0.09% | -0.06% |
| Credit cost 信用成本                               | 0.75%      | 0.62%      | 0.58%      | 0.59%      | 0.62%      | -0.02%   | -0.13% | -0.04% | 0.01%  | 0.03%  |
| Non-interest income/operating income 非息收入占比    | 19.81%     | 21.36%     | 22.59%     | 22.69%     | 22.13%     | 1.94%    | 1.55%  | 1.23%  | 0.10%  | -0.56% |
| Net fee income/operating income 净手续费收入占比       | 15.04%     | 13.99%     | 15.08%     | 15.43%     | 15.35%     | 0.23%    | -1.05% | 1.09%  | 0.36%  | -0.09% |
| Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率                      | 13.15%     | 14.48%     | 14.81%     | 14.88%     | 14.93%     | -0.54%   | 1.34%  | 0.33%  | 0.07%  | 0.05%  |
| Tier 1 CAR 一级资本充足率                             | 14.04%     | 15.21%     | 15.50%     | 15.53%     | 15.54%     | -0.36%   | 1.17%  | 0.29%  | 0.03%  | 0.01%  |
| CAR 资本充足率                                      | 17.95%     | 19.69%     | 19.30%     | 19.18%     | 19.04%     | -0.46%   | 1.74%  | -0.39% | -0.12% | -0.14% |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 9：港股重点上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 5 月 2 日）

| 上市银行           | 代码      | 收盘价<br>(港元) | 自由流通市值<br>(亿港元) | P/E(X)      |             | P/B(X)      |             | ROAE        |             | ROAA         |              | 股息收益率       |             |
|----------------|---------|-------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                |         |             |                 | 25E         | 26E         | 25E         | 26E         | 25E         | 26E         | 25E          | 26E          | 25E         | 26E         |
| 工商银行           | 1398.HK | 5.33        | 4,626           | 4.89        | 4.65        | 0.45        | 0.42        | 9.6%        | 9.4%        | 0.74%        | 0.71%        | 6.4%        | 6.7%        |
| 建设银行           | 0939.HK | 6.38        | 5,455           | 4.57        | 4.43        | 0.44        | 0.41        | 9.9%        | 9.5%        | 0.80%        | 0.78%        | 6.8%        | 6.9%        |
| 农业银行           | 1288.HK | 4.76        | 1,463           | 5.58        | 5.28        | 0.56        | 0.52        | 10.3%       | 10.2%       | 0.66%        | 0.63%        | 5.8%        | 6.1%        |
| 中国银行           | 3988.HK | 4.34        | 3,629           | 5.19        | 4.92        | 0.46        | 0.43        | 9.2%        | 9.1%        | 0.71%        | 0.70%        | 6.2%        | 6.6%        |
| 邮储银行           | 1658.HK | 4.77        | 759             | 5.40        | 5.25        | 0.50        | 0.46        | 9.5%        | 9.1%        | 0.49%        | 0.46%        | 6.0%        | 6.2%        |
| 招商银行           | 3968.HK | 43.35       | 1,640           | 7.04        | 6.83        | 0.89        | 0.82        | 13.2%       | 12.5%       | 1.20%        | 1.15%        | 5.0%        | 5.2%        |
| 中信银行           | 0998.HK | 6.08        | 702             | 4.70        | 4.45        | 0.43        | 0.40        | 9.4%        | 9.3%        | 0.74%        | 0.73%        | 6.5%        | 6.9%        |
| 民生银行           | 1988.HK | 3.68        | 280             | 4.56        | 4.40        | 0.26        | 0.25        | 5.9%        | 5.8%        | 0.47%        | 0.47%        | 6.6%        | 6.8%        |
| 中国光大银行         | 6818.HK | 3.26        | 153             | 4.67        | 4.44        | 0.35        | 0.33        | 7.7%        | 7.7%        | 0.62%        | 0.63%        | 6.5%        | 6.8%        |
| 重庆银行           | 1963.HK | 7.45        | 44              | 4.64        | 4.25        | 0.41        | 0.38        | 9.2%        | 9.4%        | 0.66%        | 0.64%        | 6.5%        | 7.1%        |
| 重庆农村商业银行       | 3618.HK | 5.95        | 129             | 5.22        | 4.91        | 0.47        | 0.44        | 9.3%        | 9.3%        | 0.79%        | 0.77%        | 5.8%        | 6.2%        |
| <b>H 股板块平均</b> |         |             |                 | <b>5.11</b> | <b>4.89</b> | <b>0.49</b> | <b>0.46</b> | <b>9.8%</b> | <b>9.6%</b> | <b>0.77%</b> | <b>0.74%</b> | <b>6.3%</b> | <b>6.5%</b> |

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润\*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |              |                                                                    |
|--------|-----|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 华东组    | 茅炯  | 021-33388488 | <a href="mailto:maojiong@swhy.com">maojiong@swhy.com</a>           |
| 银行团队   | 李庆  | 021-33388245 | <a href="mailto:liqing3@swhy.com">liqing3@swhy.com</a>             |
| 华北组    | 肖霞  | 010-66500628 | <a href="mailto:xiaoxia@swhy.com">xiaoxia@swhy.com</a>             |
| 华南组    | 张晓卓 | 13724383669  | <a href="mailto:zhangxiaozhuo@swhy.com">zhangxiaozhuo@swhy.com</a> |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | <a href="mailto:zhuxiaoyi@swhy.com">zhuxiaoyi@swhy.com</a>         |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123  | <a href="mailto:panyeming@swhy.com">panyeming@swhy.com</a>         |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。