

2010 年 03 月 29 日

市场数据(人民币)

市价(元)	5.58
已上市流通A股(百万股)	9,000.00
流通港股(百万股)	224,689.10
总市值(百万元)	1,303,985.09
年内股价最高最低(元)	6.60/4.29
沪深 300 指数	3275.00
上证指数	3059.72
2008 年股息率	2.42%



相关报告

- 1 《3 季报点评》，2009.10.25
- 2 《信达债延期点评》，2009.9.22

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

建设银行 (601939.SH)

——09 年报点评

卖出

减持

持有

买入

强买

基本结论

- 建设银行 2009 年实现归属母公司净利润 1067.56 亿元，EPS 0.46，同比增长 15.3%，略超我们预期，原因在于公司拨备计提力度略好于我们预期。其中公司 4 季度单季实现净利润 206.74 亿元，EPS 0.09 元，较 3 季度单季环比下降 31.82%，原因在于公司 4 季度拨备和费用计提力度加大，收入方环比持续增长的趋势没有改变。

主要观点

- 年报整体无亮点，海外贷款质量需关注。生息资产规模增速环比逐季下降；公司资产久期较长，息差在下半年企稳尚未反弹；4 季度公司加大员工费用计提力度，单季成本收入比有所上升；不良贷款升级清收带来双降，覆盖率继续提升。
 - ◆ 生息资产规模增速环比逐季下降。09 年 1 季度是公司规模增速的高峰，生息资产/计息负债环比增长 15.96%/25.80%；之后增速逐季放缓；原因贷款/存款增速的逐季下降。资产负债配置结构上，1 季度公司存贷款环比高速增长 27.95%/13.88%，行业内票据规模快速扩张，相应公司买入返售大幅扩张 6400 亿，占 1 季度生息资产规模扩张的 54%。2 季度之后，公司贷款规模增速放缓，买入返售规模逐季缩小，债券市场逐步企稳，公司加大债券配置的比重。
 - ◆ 贷款投向集中个人按揭贷款及政府融资平台较为集中的行业。09 年受实体经济贷款需求放缓的影响，公司贷款投向集中于住房按揭（23.11%），政府融资平台相对较为集中行业：商贸租赁（16.34%），水利等公共设施建设（7.19%），批发零售 4.30%。存款活期化趋势明显。09 年公司活期存款占比从年初的 52.86%提高至年末的 55.17%，其中企业存款活期化最为明显，占存款比重从年初的 35.03%提高至年末的 37.10%；占 09 年新增活期存款的 70.4%。
 - ◆ 下半年息差触底，公司资产久期较长，息差反弹慢于行业平均。09 年 1-4 季度公司日均净息差为 2.58%，2.46%，2.41%，2.41%，下半年公司净息差实现触底企稳。由于公司资产的久期较行业平均更长，所以公司息差的反弹会慢于行业情况。受降息影响，公司 09 年存贷差 3.86%，为历史上次低水平，仅高于 03 年的 3.76%水平，侧面降息影响基本释放完毕。
 - ◆ 4 季度费用和拨备计提力度加大，大幅核销与清收带来不良贷款双降，覆盖率进一步提升。09 年 4 季度公司加大员工费用计提力度，单季费用支持环比增长 49.83%，单季成本收入比 42.70%，较前三季度上升 10 个百分点。4 季度公司还加大了拨备的计提力度，单季拨备环比 3 季度增长 164.29%，拨备计提主要源于贷款减值准备损失，较中期增长 189.8 亿元，相应的拨备覆盖率继续从中期的 155%提升至 175.77%的水平。09 年公司不良贷款继续双降，但主要源于核销及清收，根据贷款减值准备变动测算，我们认为公司 09 年不良贷款毛生成率为 1.29%，较 08 年略微上升。

- ◆ **海外贷款质量下降，外币金融资产保持稳定。**海外不良贷款余额从中期 9.98 亿上升至 77.77 亿，不良率由中期的 0.82% 上升至 5.21%；公司海外贷款 09 年末 1516 亿元，占集团贷款规模余额 3.14%。海外金融资产价格保持稳定，金融投资减值损失较中期回拨 11 亿元；按揭贷款相关债券覆盖率较中期稳定保持在 76% 的水平。

投资建议

- ◆ 维持公司 2010-2011 年分别实现净利润 127.4/143.8 亿元，EPS0.545/0.616 的盈利预测；公司目前股价对应 2.1x10PB/10.2x10PE 和 1.86x11PB/9.06x11PE，维持“买入”的投资建议。

图表1：建设银行 09 年业绩同比增长归因分析

累积同比增长业绩分拆 业绩同比	4Q07	1Q08	1H08	3Q08	2,008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09
利息收入	32.36%	17.43%	31.55%	28.91%	25.17%	0.59%	-2.18%	-4.20%	-4.78%
利息支出	23.02%	26.79%	46.61%	46.22%	42.95%	13.92%	7.94%	1.54%	-3.04%
净利息收入	37.34%	12.95%	24.51%	20.73%	16.67%	-6.55%	-7.75%	-7.49%	-5.80%
非利息净收入	138.73%	57.62%	134.75%	55.34%	62.72%	38.88%	18.85%	37.33%	28.82%
营业收入	44.84%	18.40%	35.91%	25.03%	22.29%	0.83%	-3.00%	-0.56%	-0.17%
营业支出	36.75%	-5.03%	23.48%	20.52%	7.45%	4.24%	0.47%	2.23%	6.04%
拨备前利润	51.19%	35.04%	43.27%	27.53%	32.83%	-0.87%	-4.77%	-2.02%	-3.74%
拨备	43.62%	-77.46%	16.18%	17.57%	84.20%	478.46%	-7.82%	-25.37%	-49.91%
税前利润	53.41%	65.83%	49.69%	29.74%	18.77%	-18.71%	-4.21%	2.66%	15.85%
所得税	63.28%	22.08%	4.15%	-8.43%	-14.44%	-20.33%	-1.97%	4.09%	17.68%
税后利润	49.27%	85.87%	71.34%	47.58%	33.99%	-18.22%	-4.86%	2.25%	15.32%
业绩增长分拆	4Q07	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09
规模增长	20.55%	18.53%	14.65%	13.97%	14.14%	26.80%	29.95%	28.37%	28.36%
净息差	16.79%	-5.58%	9.86%	6.75%	2.53%	-33.35%	-37.70%	-35.85%	-34.15%
非息收入	7.51%	5.45%	11.40%	4.30%	5.62%	7.38%	4.75%	6.92%	5.62%
成本	6.35%	16.63%	7.36%	2.50%	10.54%	-1.70%	-1.77%	-1.46%	-3.57%
拨备	2.21%	30.79%	6.42%	2.21%	-14.06%	-17.83%	0.56%	4.69%	19.60%
税收	-4.14%	20.04%	21.65%	17.84%	15.22%	0.49%	-0.65%	-0.41%	-0.53%
业绩增长贡献	4Q07	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09
规模增长	41.70%	21.58%	20.54%	29.37%	41.60%	-147.09%	-616.56%	1261.41%	185.09%
净息差扩大	34.07%	-6.49%	13.82%	14.19%	7.46%	183.05%	776.17%	-1594.32%	-222.92%
非息收入	15.24%	6.35%	15.98%	9.05%	16.53%	-40.52%	-97.85%	307.85%	36.69%
成本	12.89%	19.37%	10.32%	5.26%	31.00%	9.35%	36.46%	-64.97%	-23.29%
拨备	4.49%	35.86%	8.99%	4.64%	-41.36%	97.89%	-11.52%	208.46%	127.91%
税收	-8.39%	23.34%	30.35%	37.50%	44.77%	-2.68%	13.31%	-18.42%	-3.48%

来源：国金证券研究所

图表2：建行 09 年业绩逐季环比增长归因分析

单季环比增长业绩分拆									
业绩增长分拆	4Q07	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09
规模增长	2.39%	4.39%	2.35%	4.19%	2.54%	15.96%	4.89%	2.92%	2.53%
净息差	4.37%	-2.59%	1.71%	-3.40%	-3.14%	-26.32%	-3.46%	0.02%	3.48%
非息收入	-5.21%	5.64%	4.02%	-10.17%	10.00%	4.47%	-1.26%	-1.50%	-0.45%
成本	-36.17%	58.96%	-1.48%	-1.94%	-11.70%	13.23%	-1.70%	-0.75%	-20.38%
拨备	-14.19%	79.14%	-25.58%	8.95%	-64.33%	200.65%	14.81%	0.99%	-15.88%
税收	1.51%	21.31%	1.67%	-1.34%	-0.63%	5.75%	-0.76%	0.88%	-1.12%
业绩增长贡献	4Q07	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09
规模增长	-5.06%	2.63%	-13.56%	-112.57%	-3.78%	7.47%	39.10%	114.10%	-7.97%
净息差扩大	-9.25%	-1.55%	-9.86%	91.40%	4.66%	-12.31%	-27.67%	0.65%	-10.93%
非息收入	11.01%	3.38%	-23.19%	273.55%	-14.87%	2.09%	-10.08%	-58.81%	1.42%
成本	76.48%	35.34%	8.54%	52.20%	17.40%	6.19%	-13.59%	-29.14%	64.05%
拨备	30.00%	47.43%	147.69%	-240.66%	95.65%	93.88%	118.34%	38.63%	49.92%
税收	-3.19%	12.77%	-9.62%	36.08%	0.94%	2.69%	-6.11%	34.57%	3.51%

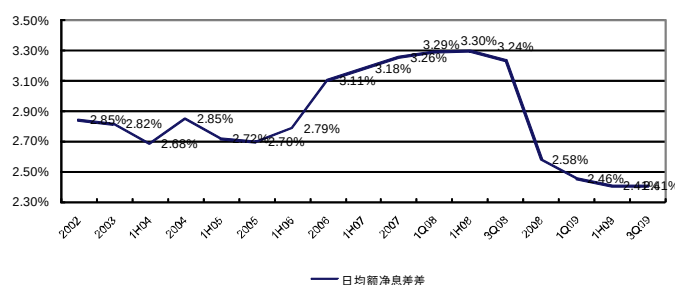
来源：国金证券研究所

图表3：建行生息资产/计息负债规模增长

同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
生息资产同比增长	20.55%	18.53%	14.65%	13.97%	14.14%	26.80%	29.95%	28.37%	28.36%
贷款	13.87%	13.48%	11.75%	10.92%	15.95%	26.08%	27.92%	29.36%	27.04%
投资	13.65%	10.38%	3.47%	-0.11%	0.28%	-6.99%	3.70%	13.20%	16.99%
同业	71.75%	62.00%	56.86%	56.86%	37.56%	96.85%	83.62%	49.56%	47.57%
季度环比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
生息资产环比增长	2.39%	4.39%	2.35%	4.19%	2.54%	15.96%	4.89%	2.92%	2.53%
贷款	0.29%	4.72%	3.24%	2.31%	4.83%	13.88%	4.74%	3.46%	2.94%
投资	-0.78%	2.84%	-1.06%	-1.06%	-0.39%	-4.61%	10.31%	8.01%	2.94%
同业	17.20%	5.49%	7.07%	18.49%	2.78%	50.96%	-0.12%	-3.49%	1.41%
同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
计息负债	20.78%	17.94%	12.78%	13.06%	12.32%	25.80%	28.55%	27.54%	19.49%
存款	13.11%	15.43%	14.53%	17.68%	19.39%	27.95%	31.63%	27.48%	25.49%
活期存款	6.57%		1.84%		8.19%		16.21%		
定期存款	-2.73%		17.88%		20.35%		20.27%		
债券	23.29%	27.77%	28.72%	32.49%	9.34%	87.01%	88.05%	79.16%	83.32%
同业	167.93%	47.79%	9.39%	-4.13%	-25.20%	16.78%	20.27%	52.53%	65.41%
季度环比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
计息负债	4.74%	3.82%	2.51%	3.83%	3.58%	15.54%	5.43%	2.89%	2.74%
存款	2.82%	5.59%	2.54%	5.71%	4.32%	13.15%	5.48%	2.38%	2.69%
活期存款									
定期存款									
债券	23.26%	3.64%	0.75%	2.93%	1.73%	77.27%	1.31%	-1.93%	4.09%
同业	21.81%	-10.48%	2.43%	-14.16%	-4.96%	39.76%	5.49%	8.86%	3.07%

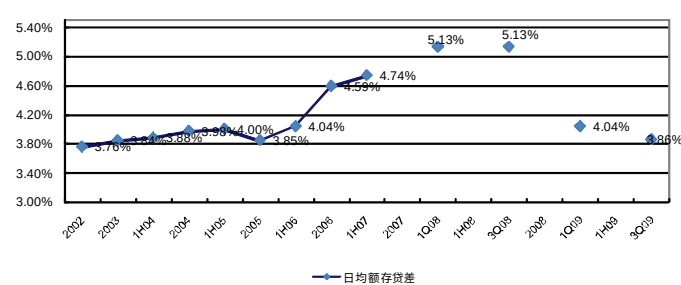
来源：国金证券研究所

图表4：建设银行日均净息差



来源：国金证券研究所

图表5：建设银行日均存贷差



图表6：建行资产质量
建设银行(601939.SH)：资产质量
(RMB 百万)

	2007	1H08	2008	1H09	2009
五级分类					
正常类	2,959,553	3,242,220	3,492,961	4,246,477	4,546,843
关注类	227,434	217,204	217,100	201,672	200,774
次级类	25,718	27,922	35,105	27,280	21,812
可疑类	48,159	39,536	39,862	41,580	42,669
损失类	11,293	10,655	8,915	8,348	7,675
不良贷款总额	85,170	78,113	83,882	77,208	72,156
增加额	(8,240)	(7,057)	(1,288)	(4,728)	(11,726)
贷款总额	3,272,157	3,537,537	3,793,943	4,525,357	4,819,773
 关注类占贷款比重	6.95%	6.14%	5.72%	4.46%	4.17%
次级占不良贷款比重	30.20%	35.75%	41.85%	35.33%	30.23%
可疑占不良贷款比重	56.54%	50.61%	47.52%	53.85%	59.13%
损失占不良贷款比重	13.26%	13.64%	10.63%	10.81%	10.64%
 不良贷款率 (reported)					
不良贷款率	2.60%	2.21%	2.21%	1.71%	1.50%
不良贷款准备	(88,928)	(91,572)	(110,368)	(116,205)	(126,826)
非不良贷款准备					
一般准备/组合贷款准备	(40,713)	(48,864)	(59,820)	(68,345)	(75,628)
专项准备/单项贷款准备	(48,215)	(42,708)	(50,548)	(47,860)	(51,198)
不良贷款覆盖率	104.41%	117.23%	131.58%	150.51%	175.77%
不良贷款覆盖率 (剔除损失类)	105.09%	119.95%	135.33%	156.63%	184.78%
不良贷款拨备	(27,595)	(11,458)	(36,246)	(10,274)	(24,256)
当期拨备/不良贷款	32.40%	14.67%	43.21%	13.31%	33.62%
当期拨备/贷款总额(风险成本)	0.90%	0.68%	1.03%	0.49%	0.55%
非不良贷款准备/非不良贷款					
组合计提不良贷款准备/不良贷款	1.24%	1.38%	1.58%	1.51%	1.50%
个别计提不良贷款准备/不良贷款	56.61%	54.67%	60.26%	61.99%	70.95%

来源：国金证券研究所

图表7：建行利润表预测

建设银行(601939.SH)：利润表								
YE 31 Dec (RMB 百万)								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	173,601	215,189	284,823	356,500	339,463	412,997	474,023	542,400
利息支出	(57,050)	(74,821)	(92,048)	(131,580)	(127,578)	(147,172)	(168,232)	(191,197)
净利息收入	116,551	140,368	192,775	224,920	211,885	265,825	305,791	351,202
手续费及佣金净收入	8,455	13,571	31,313	38,446	48,059	59,434	73,689	91,581
其他收入	3,708	(2,346)	(4,515)	5,159	8,113	1,910	1,910	1,910
非利息净收入	12,163	11,225	26,798	43,605	56,172	61,344	75,599	93,491
营业收入	128,714	151,593	219,573	268,525	268,057	327,169	381,390	444,693
营业税金及附加	(7,401)	(8,977)	(12,337)	(15,793)	(15,972)	(19,472)	(22,574)	(26,130)
营业费用	(50,691)	(57,685)	(78,826)	(82,162)	(87,900)	(104,694)	(122,045)	(142,302)
营业支出	(58,092)	(66,662)	(91,163)	(97,955)	(103,872)	(124,166)	(144,619)	(168,432)
拨备前利润	70,622	84,931	128,410	170,570	164,185	203,003	236,771	276,261
拨备	(15,258)	(19,214)	(27,595)	(50,829)	(25,460)	(37,469)	(49,836)	(58,492)
税前利润	55,364	65,717	100,815	119,741	138,725	165,534	186,935	217,769
所得税	(8,268)	(19,398)	(31,674)	(27,099)	(31,889)	(38,132)	(43,062)	(50,165)
税率	14.93%	29.52%	31.42%	22.63%	22.99%	23.04%	23.04%	23.04%
少数股东权益					80			
税后利润	47,096	46,319	69,141	92,642	106,836	127,402	143,873	167,604
股利	-2.9%	-1.7%	49.3%	34.0%	15.3%	19.3%	12.9%	16.5%
					19.1%	20.6%	20.6%	21.1%
Per share data	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2010E	2010E
股本, 期末(mn)	224,689	224,689	233,689	233,689	233,689	233,689	233,689	233,689
每股拨备前利润	0.31	0.38	0.55	0.73	0.70	0.87	1.01	1.18
EPS(basic)	0.210	0.206	0.296	0.396	0.457	0.545	0.616	0.717
EPS(Diluted)								
BVPS	1.280	1.469	1.807	2.001	2.392	2.646	2.989	3.398

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	8
买入	0	0	0	0	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.00	1.65

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。