



建设银行 (601939)
增持(持平)

银行业/公司研究



估值优势依然突出

分析师

胡建军

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

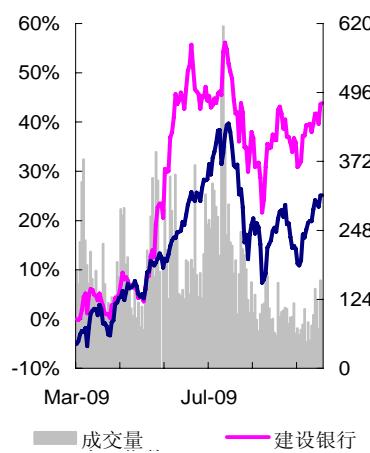
公司数据

总股本 (万股)	23368908
流通股 (万股)	900000
每股净资产	2.38
主要股东	汇金公司
主要股东持股比例	59.12%

交易数据

一年价格波动区间	4.3~6.6
半年绝对表现	11.93%
半年相对表现	-1.47%
半年换手率	1.30%

市场表现



投资要点:

- 我们预期建行 2010 年将通过市场补充核心资本 600—700 亿元人民币。建行证实，银监会对建行的资本充足率动态管理要求为 11.5%，09 年末建行 CCAR 为 9.31%（扣除 09 年拟现金分红部分）。由于 25% 的附属资本比例限制，建行的资本补充将主要来自于核心资本。由于建行保持了 40—50% 的现金分红比例，单靠留存收益补充资本的压力较大。我们测算，如果建行将 2010 年的目标 CCAR 提高至 10.3—10.5%，考虑分红和利润留存，建行需补充的核心资本额 600—700 亿元，最终对现有股本的扩大比例为 6% 左右。
- 净息差 10 年确定回升。09 上半年建行活期存款占比环比下降 3 个百分点，但下半年来，建行的活期存款占比重回上升趋势，存款活期化和贷款中长期化的期限错配使建行的净息差一直领先同业。公司为提高净息差，资产结构调整方面的举措主要是根据资金供求提高贷款议价能力，包括加大中小企业贷款（高于对公贷款增速 1 个百分点以上，利率上浮基准 30%），提高固定资产贷款的定价水平，资金业务及证券投资的收益率预期 10 年也会有明显上升。由于一般性存款资金充裕，存款利率稳定，而同业高成本负债（协议存款、拆入资金、卖出回购）稀少，公司息差回升可期。
- 资产减值成本维持低位，成本收入比小幅下降。在经济回暖的背景下，低不良率（1.5%）、高拨备覆盖率（175%）及关注类贷款占比的不断走低（08 和 09 年同比分别减少 1.2 和 1.5 个百分点），我们预期建行 2010—11 年的资产减值成本在 0.45% 左右。另外，由于利息收入增长恢复常态，预期公司的成本收入比在 10—11 年同比分别下降 1 个百分点。
- 根据同银行管理层的交流，我们认为，建行在 09 年的贷款扩张中相对克制，并在结构优化方面作出努力，这正是公司所值得称道的地方。我们预估公司 2010—11 年的净利润增速为 27% 和 20%，现股本 EPS 分别为 0.58 和 0.69 元。现价 5.71 元相当于预期 10/11 年盈利的 9.8× 和 8.3×PE 以及 2.06×/1.77 ×PB。维持增持评级并继续列为大型银行的首选。

利润表

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	267,507	267,184	327,043	386,844
利息净收入	224,920	211,885	263,120	311,696
利息收入	356,500	339,463	420,910	529,624
利息支出	131,580	127,578	157,790	217,928
手续费及佣金净收入	38,446	48,059	57,849	68,418
手续费及佣金收入	40,056	49,839	59,807	70,572
手续费及佣金支出	1,610	1,780	1,958	2,154
投资收益	-850	5,897	6,487	7,135
公允价值变动收益	1,977	924	-200	-150
汇兑收益	2,642	-250	-288	-331
二、营业支出	148,900	129,582	153,621	178,795
营业税金及附加	15,793	15,972	19,783	24,892
业务及管理费	82,162	87,900	103,722	119,280
资产减值损失	50,829	25,460	30,043	34,549
三、营业利润	118,607	137,602	173,423	208,049
四、利润总额	119,741	138,725	174,623	209,149
所得税	27,099	31,889	39,290	47,059
净利润	92,642	106,836	135,333	162,090
总股本	233,689	233,689	233,689	233,689
摊薄每股收益(元)	0.40	0.46	0.58	0.69
每股净资产(元)	2.00	2.39	2.77	3.22
净利润同比增长	33.99%	15.23%	26.77%	19.77%

利润驱动因素	2008	2009	2010E	2011E
贷款增长率	15.72%	27.40%	17.00%	15.50%
净息差	3.24%	2.41%	2.56%	2.60%
资产减值成本	1.48%	0.61%	0.44%	0.44%
净手续费及佣金占比	14.37%	17.99%	17.69%	17.69%
费用收入比	30.71%	32.90%	31.72%	30.83%

资料来源：公司资料 宏源证券

资产负债表

	2008	2009	2010E	2011E
现金及存放央行	1,247,450	1,458,648	1,638,271	1,937,840
存放同业及拆出	49,932	123,380	159,160	205,317
买入返售	208,548	589,606	716,961	831,675
贷款及垫款(净额)	3,683,575	4,692,947	5,490,748	6,341,814
证券投资	2,194,748	2,578,799	3,120,347	3,572,797
生息资产	7,407,280	9,443,380	11,125,487	12,889,443
非生息资产	148,172	162,989	203,737	254,671
总资产	7,555,452	9,623,355	11,329,223	13,144,113
同业存放及拆入	490,572	812,905	1,016,131	1,270,164
卖出回购	864	0	0	0
吸收存款	6,375,915	8,001,323	9,361,548	10,765,780
应付债券	53,810	98,644	118,373	142,047
付息负债	6,943,707	8,912,872	10,496,052	12,177,992
非付息负债	144,183	161,485	185,708	213,564
负债合计	7,087,890	9,064,335	10,681,760	12,391,555
股东权益	467,562	559,020	647,464	752,558

杜邦分析	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	3.18%	2.47%	2.51%	2.55%
净非利息收入	0.60%	0.64%	0.61%	0.61%
所得税	0.38%	0.37%	0.38%	0.38%
ROAA	1.31%	1.24%	1.29%	1.32%
拨备税前ROA	2.41%	1.91%	1.95%	1.99%
杠杆倍数	15.14	15.37	16.18	16.26
ROAE	19.56%	20.81%	22.43%	23.16%

资料来源：公司资料 宏源证券

销售经理：万玮
联系电话：**010-88085990**
电子邮箱：**wanwei@hysec.com**

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上