

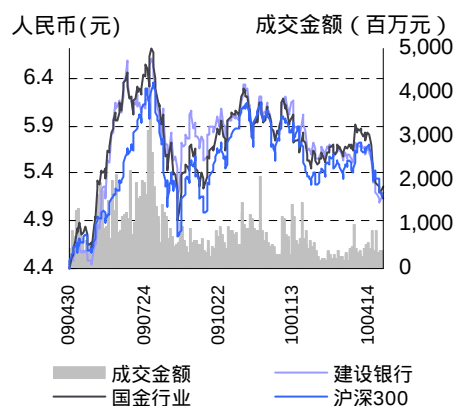
建设银行 (601939.SH) 银行业
评级：买入 维持评级
业绩点评

市价（人民币）：5.20 元

一季报点评

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

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)	1,215,183.24
年内股价最高最低(元)	6.60/4.45
沪深 300 指数	3060.06
上证指数	2868.43


业绩简评

- 建设银行 2010 年 1 季度实现净利润 351.89 亿元，EPS0.15 元，同比增长 33.92%，高于我们预期，原因在于佣金及手续费收入高于预期而信贷成本低于预期。1 季度公司手续费净收入同比增长 42.42%，主要源于代理，结算和银行卡业务快速增长；1 季度年化信贷成本 0.42%，低于我们 0.5% 的预期。

经营分析

- **一季度净息差环比下降**：测算公司 2010 年 1 季度单季净息差为 2.35%，较 09 年 4 季度环比下降 6BP；我们认为净息差下降的主要原因在于利息收益率的下降。从生息资产结构来看，贷款受额度控制影响，同时由于一季度同业资金需求较弱，公司较较多的资金配置到了债券投资；贷款环比增长 5.32%，增速低于存款，存贷比较 09 年末下降约 0.2 个百分点。
- **一季度成本收入下降**：一季度公司成本收入比 27.08%，较 09 年 32.79% 的水平大幅下降，也低于 09 年同期 28.30% 的水平。
- **一季度贷款质量保持稳定**：一季度不良贷款余额及不良率实现双降，其中不良贷款余额较年初下降 36 亿元，不良率 15BP 至 1.35%，相应虽然公司 1 季度信贷成本较 09 年低，但不良贷款覆盖率却进一步提升至 192.16%。

盈利调整

- 我们维持公司 2010/2011 实现净利润 127.4/143.8 亿，EPS0.55/0.62 元的盈利预测，净利润同比增长 19.3% 和 12.9%。

投资建议

- 目前股价对应 1.96x10PB/9.5x10PE 和 1.74x11PB/8.4x11PE，估值水平较低，维持“买入”的投资建议。

相关报告

1. 《09 年报点评》，2010.3.29
2. 《3 季报点评》，2009.10.25
3. 《信达债延期点评》，2009.9.22

陈建刚 联系人
 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号：S1130210020002
 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260
 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

图表1：建行业绩增长分拆

累积同比增长业绩分拆							
业绩同比	3Q08	2,008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10
利息收入	28.91%	25.17%	0.59%	-2.18%	-4.20%	-4.78%	4.14%
利息支出	46.22%	42.95%	13.92%	7.94%	1.54%	-3.04%	-8.52%
净利息收入	20.73%	16.67%	-6.55%	-7.75%	-7.49%	-5.80%	12.40%
非利息净收入	55.34%	62.72%	38.88%	18.85%	37.33%	28.82%	23.54%
营业收入	25.03%	22.29%	0.83%	-3.00%	-0.56%	-0.17%	14.90%
营业支出	20.52%	7.45%	4.24%	0.47%	2.23%	6.04%	9.29%
拨备前利润	27.53%	32.83%	-0.87%	-4.77%	-2.02%	-3.74%	17.84%
拨备	17.57%	84.20%	478.46%	-7.82%	-25.37%	-49.91%	-44.77%
税前利润	29.74%	18.77%	-18.71%	-4.21%	2.66%	15.85%	34.42%
所得税	-8.43%	-14.44%	-20.33%	-1.97%	4.09%	17.68%	36.12%
税后利润	47.58%	33.99%	-18.22%	-4.86%	2.25%	15.32%	33.92%
业绩增长分拆							
	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10
规模增长	13.97%	14.14%	26.80%	29.95%	28.37%	28.36%	16.95%
净息差	6.75%	2.53%	-33.35%	-37.70%	-35.85%	-34.15%	-4.55%
非息收入	4.30%	5.62%	7.38%	4.75%	6.92%	5.62%	2.49%
成本	2.50%	10.54%	-1.70%	-1.77%	-1.46%	-3.57%	2.95%
拨备	2.21%	-14.06%	-17.83%	0.56%	4.69%	19.60%	16.58%
税收	17.84%	15.22%	0.49%	-0.65%	-0.41%	-0.53%	-0.50%
业绩增长贡献							
	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10
规模增长	29.37%	41.60%	-147.09%	-616.56%	1261.41%	185.09%	49.98%
净息差扩大	14.19%	7.46%	183.05%	776.17%	-1594.32%	-222.92%	-13.41%
非息收入	9.05%	16.53%	-40.52%	-97.85%	307.85%	36.69%	7.35%
成本	5.26%	31.00%	9.35%	36.46%	-64.97%	-23.29%	8.69%
拨备	4.64%	-41.36%	97.89%	-11.52%	208.46%	127.91%	48.87%
税收	37.50%	44.77%	-2.68%	13.31%	-18.42%	-3.48%	-1.47%
单季环比增长业绩分拆							
业绩增长分拆							
	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10
规模增长	4.19%	2.54%	15.96%	4.89%	2.92%	2.53%	5.66%
净息差	-3.40%	-3.14%	-26.32%	-3.46%	0.02%	3.48%	-4.10%
非息收入	-10.17%	10.00%	4.47%	-1.26%	-1.50%	-0.45%	5.58%
成本	-1.94%	-11.70%	13.23%	-1.70%	-0.75%	-20.38%	32.41%
拨备	8.95%	-64.33%	200.65%	14.81%	0.99%	-15.88%	28.87%
税收	-1.34%	-0.63%	5.75%	-0.76%	0.88%	-1.12%	1.80%
业绩增长贡献							
	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	4Q09	1Q10
规模增长	-112.57%	-3.78%	7.47%	39.10%	114.10%	-7.97%	8.06%
净息差扩大	91.40%	4.66%	-12.31%	-27.67%	0.65%	-10.93%	-5.84%
非息收入	273.55%	-14.87%	2.09%	-10.08%	-58.81%	1.42%	7.94%
成本	52.20%	17.40%	6.19%	-13.59%	-29.14%	64.05%	46.16%
拨备	-240.66%	95.65%	93.88%	118.34%	38.63%	49.92%	41.12%
税收	36.08%	0.94%	2.69%	-6.11%	34.57%	3.51%	2.57%

来源：国金证券研究所

图表2：建行生息资产增长

同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10
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%	16.95%
贷款	13.87%	13.48%	11.75%	10.92%	15.95%	26.08%	27.92%	29.36%	27.04%	17.49%
投资	13.65%	10.38%	3.47%	-0.11%	0.28%	-6.99%	3.70%	13.20%	16.99%	36.32%
同业	71.75%	62.00%	56.86%	56.86%	37.56%	96.85%	83.62%	49.56%	47.57%	-1.86%
季度环比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10
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%	5.66%
贷款	0.29%	4.72%	3.24%	2.31%	4.83%	13.88%	4.74%	3.46%	2.94%	5.32%
投资	-0.78%	2.84%	-1.06%	-1.06%	-0.39%	-4.61%	10.31%	8.01%	2.94%	11.15%
同业	17.20%	5.49%	7.07%	18.49%	2.78%	50.96%	-0.12%	-3.49%	1.41%	0.40%

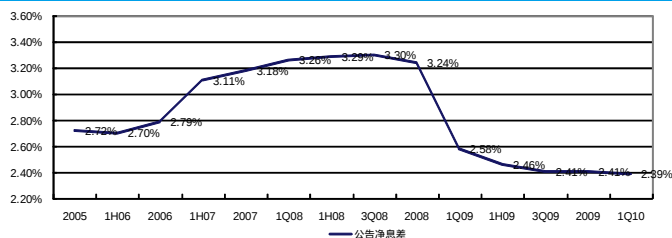
来源：国金证券研究所

图表3：建行计息负债增长

同比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10
计息负债	20.78%	17.94%	12.78%	13.06%	12.32%	25.80%	28.55%	27.54%	19.49%	13.95%
存款	13.11%	15.43%	14.53%	17.68%	19.39%	27.95%	31.63%	27.48%	25.49%	17.09%
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%	0.67%
同业	167.93%	47.79%	9.39%	-4.13%	-25.20%	16.78%	20.27%	52.53%	65.41%	18.86%
季度环比增长	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10
计息负债	4.74%	3.82%	2.51%	3.83%	3.58%	15.54%	5.43%	2.89%	2.74%	5.01%
存款	2.82%	5.59%	2.54%	5.71%	4.32%	13.15%	5.48%	2.38%	2.69%	5.58%
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%	-2.65%
同业	21.81%	-10.48%	2.43%	-14.16%	-4.96%	39.76%	5.49%	8.86%	3.07%	0.43%

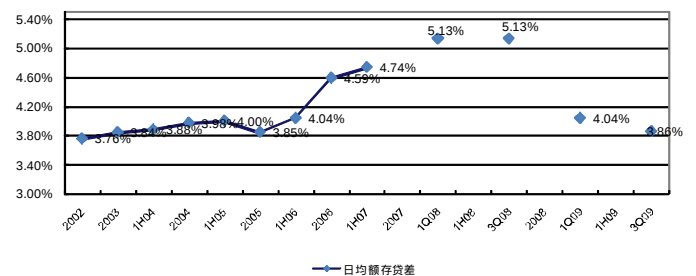
来源：国金证券研究所

图表4：建行日均净息差



来源：国金证券研究所

图表5：建行存贷差



图表6：建行贷款质量

 建设银行 (601939.SH)：资产质量
 (RMB 百万)

	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	1Q10
五级分类									
正常类	2,444,110	2,513,322	2,840,126	2,959,553	3,242,220	3,492,961	4,246,477	4,546,843	
关注类	272,562	265,888	232,031	227,434	217,204	217,100	201,672	200,774	
次级类	37,749	29,261	28,214	25,718	27,922	35,105	27,280	21,812	
可疑类	52,683	55,983	51,138	48,159	39,536	39,862	41,580	42,669	
损失类	8,264	9,155	14,058	11,293	10,655	8,915	8,348	7,675	
不良贷款总额	98,696	94,399	93,410	85,170	78,113	83,882	77,208	72,156	68,528
增加额		(70)	(989)	(8,240)	(7,057)	(1,288)	(4,728)	(11,726)	(3,628)
贷款总额	2,815,368	2,873,609	3,165,567	3,272,157	3,537,537	3,793,943	4,525,357	4,819,773	5,076,148
关注类占贷款比重	9.68%	9.25%	7.33%	6.95%	6.14%	5.72%	4.46%	4.17%	
次级占不良贷款比重	38.25%	31.00%	30.20%	30.20%	35.75%	41.85%	35.33%	30.23%	
可疑占不良贷款比重	53.38%	59.30%	54.75%	56.54%	50.61%	47.52%	53.85%	59.13%	
损失占不良贷款比重	8.37%	9.70%	15.05%	13.26%	13.64%	10.63%	10.81%	10.64%	
不良贷款率 (reported)									
不良贷款率	3.51%	3.29%	2.95%	2.60%	2.21%	2.21%	1.71%	1.50%	1.35%
不良贷款准备	(70,441)	(77,633)	(84,697)	(88,928)	(91,572)	(110,368)	(116,205)	(126,826)	(131,683)
非不良贷款准备	(19,576)	(22,133)	(26,159)						
一般准备/组合贷款准备	(14,363)	(13,930)	(7,577)	(40,713)	(48,864)	(59,820)	(68,345)	(75,628)	
专项准备/单项贷款准备	(36,502)	(41,570)	(50,961)	(48,215)	(42,708)	(50,548)	(47,860)	(51,198)	
不良贷款覆盖率	71.37%	82.24%	90.67%	104.41%	117.23%	131.58%	150.51%	175.77%	192.16%
不良贷款覆盖率 (剔除损失类)	68.76%	80.33%	89.02%	105.09%	119.95%	135.33%	156.63%	184.78%	
不良贷款拨备	(8,318)	(18,997)	(11,969)	(27,595)	(11,458)	(36,246)	(10,274)	(24,256)	(5,167)
当期拨备/不良贷款	8.43%	20.12%	12.81%	32.40%	14.67%	43.21%	13.31%	33.62%	7.54%
当期拨备/贷款总额(风险成本)	0.66%	0.72%	0.85%	0.90%	0.68%	1.03%	0.49%	0.55%	0.42%
非不良贷款准备/非不良贷款	0.72%	0.83%	0.85%						
组合计提不良贷款准备/不良贷款	14.55%	15.50%	8.11%	1.24%	1.38%	1.58%	1.51%	1.50%	
个别计提不良贷款准备/不良贷款	36.98%	32.50%	54.56%	56.61%	54.67%	60.26%	61.99%	70.95%	

来源：国金证券研究所

图表7：建行盈利预测

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%
Per share data	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
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
BVPS(Diluted)								
Dividend	0.03	0.09	0.199	0.194	0.202			
Dividend Ratio	14.09%	44.63%	67.37%	48.99%	44.18%			

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	7	7	10
买入	0	3	16	16	17
持有	0	1	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.25	1.86	1.83	1.80

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。

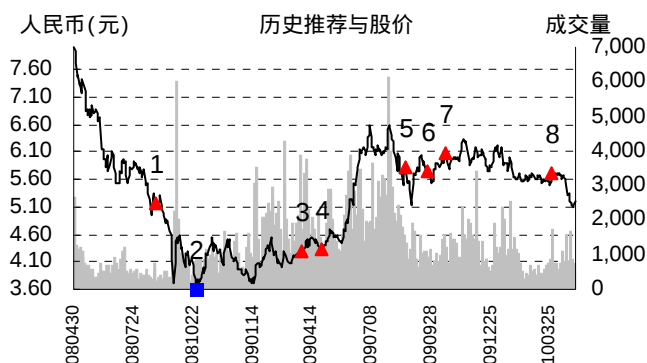
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-25	买入	5.16	N/A
2 2008-10-27	持有	3.60	N/A
3 2009-03-30	买入	4.30	N/A
4 2009-04-27	买入	4.34	N/A
5 2009-08-23	买入	5.83	N/A
6 2009-09-22	买入	5.74	N/A
7 2009-10-25	买入	6.07	N/A
8 2010-03-29	买入	5.71	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室