

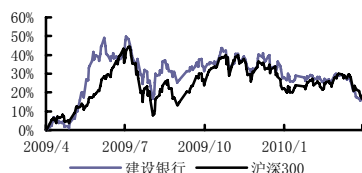
金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2010 年 4 月 30 日

| 市场数据 | 2010 年 4 月 30 日 |
|--------------|--------------------|
| 当前价格 (元) | 5.25 |
| 52 周价格区间 (元) | 4.41-6.60 |
| 总市值 (百万) | 1226867.69 |
| 流通市值 (百万) | 1226867.69 |
| 总股本 (百万股) | 233689.08 |
| 流通股 (百万股) | 233689.08 |
| 日均成交额 (百万) | 777.33 |
| 近一月换手 (%) | 0.74% |
| Beta (2 年) | - |
| 第一大股东 | 中央汇金投资有限责任公司 |
| 公司网址 | http://www.ccb.com |

一年期行情走势比较



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|--------|--------|--------|
| 建设银行 | -8.38% | -7.08% | 19.05% |
| 沪深 300 | -8.89% | -4.27% | 16.94% |

执业证书号:
S1030209070558

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩靓丽, 再融资未能彻底解决资本瓶颈

—建设银行 (601939.SH) 2010 年 1 季报暨 A+H 配股点评

评级: 增持

| 预测指标 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元) | 267,184.0 | 333,612.5 | 398,835.0 | 459,877.9 |
| 净利润 (百万元) | 106,756.0 | 132,169.3 | 167,509.6 | 192,525.4 |
| 每股收益 (元) | 0.46 | 0.57 | 0.72 | 0.82 |
| 净利润增长率% | 15.29% | 23.81% | 26.74% | 14.93% |
| 每股净资产 (元) | 2.38 | 2.71 | 3.01 | 3.51 |
| 市盈率 | 11.41 | 9.28 | 7.32 | 6.37 |
| 市净率 | 2.21 | 1.94 | 1.74 | 1.50 |

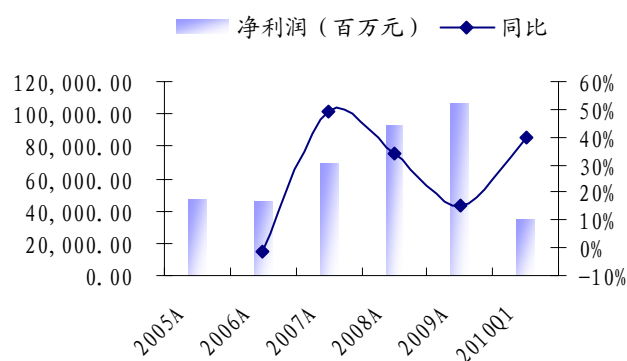
资料来源: 世纪证券研究所

- 1 季度净利润同比增长 33.93%, 增速较快。中间业务收入快速增长与资产减值准备支出大幅下降是拉动公司业绩快速增长的主要原因。营业收入结构方面, 净利息收入仍占据了 76%, 而手续费及佣金收入占比上升至 22%, 而其他非息收入仅占 2%。
- 净息差较去年 4 季度环比微降, 主要与年初存贷款重新定价以及存贷比下降有关。利息净收入得以增长主要是受生息资产规模增长拉动, 但随着生息资产结构进一步优化、货币市场收益率上升、存款活期化以及存贷款重新定价影响消退等因素进一步作用于净息差, 公司净息差应能重新回到上升通道。
- 1 季度中间业务收入同比增速为近年来的新高, 主要由结算、资产管理、代理和保理业务驱动, 占营业收入比上升至 22.43%。
- 资产质量保持稳定, 资产减值损失支出较上年同期减少 40.27 亿元, 降幅超过 97%, 其中客户贷款和垫款减值损失减少了 17.09 亿元, 以及债券等其他资产减值损失减少, 有利于反拉业绩。
- 测算得出 750 亿元将能提升公司核心资本充足率约 1.44 个百分点, 能解决目前资本充足率不达标问题。但根据近年来公司风险加权资产的规模增速以及分红比例来看, 750 亿元的融资规模加上其内在积累尚不足以完全支持其长期保持过去 5 年复合增长率 15% 的风险加权资产扩张速度, 未来仍存在新资本缺口的可能性。对市场影响方面, 由于 A 股/H 股比例为 4%, 且 H 股大股东参与配股的可能性较大, 因此预计此次配股对 A 股市场资金面的压力较小。
- 公司各项业务均保持了良好的增长势头, 资产质量稳定, 尽管净息差在 1 季度有所下滑, 但 2 季度有望重新回到上升通道。我们预测公司 2010 年 EPS 为 0.57 元, BVPS 为 2.71 元, 以 2010 年 4 月 30 日收盘价为基准, 折合 9.28 倍 PE, 1.94 倍 PB, 估值较为安全, 给予“增持”投资评级。

1 季度公司净利润同比增长 33.93%

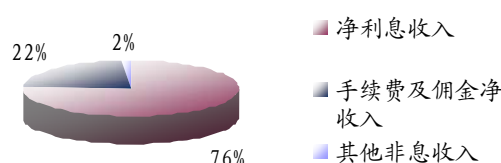
公司 1-3 月实现归属母公司净利润 351.64 亿元,折合每股收益 0.15 元,同比增长 33.93%,增速较快。中间业务收入快速增长与资产减值准备支出大幅下降是拉动公司业绩快速增长的主要原因。营业收入结构方面,净利息收入仍占据了 76%,而手续费及佣金收入占比上升至 22%,而其他非息收入仅占 2%。

Figure 1 建设银行 2010 年 1 季度业绩同比增长 39.93%



资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 建设银行 2010 年 1 季度营业收入结构

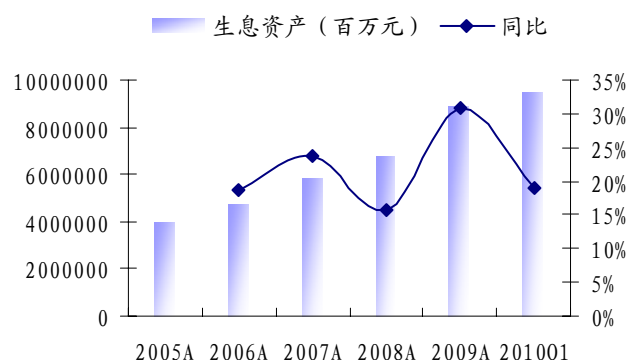


资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

规模增长, 净息差微降

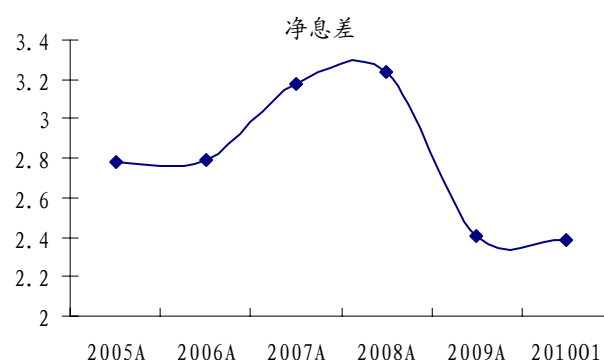
公司 1 季度实现利息净收入 571.80 亿元,同比增长 12.40%。由于我们测算出的净息差较去年 4 季度环比微降约 2bps,较去年同期下降约 19bps,因此利息净收入得以增长主要是受生息资产规模增长拉动。至于净息差方面,虽然环比有所下降,但我们认为主要因与年初存贷款重新定价以及存贷比下降有关,随着生息资产结构进一步优化、货币市场收益率上升、存款活期化以及存贷款重新定价影响消退等因素进一步作用于净息差,公司净息差应能重新回到上升通道。

Figure 3 建设银行 2010 年 1 季度生息资产同比增长 19.02%



资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 建设银行 2010 年 1 季度净息差同比微降 2bps

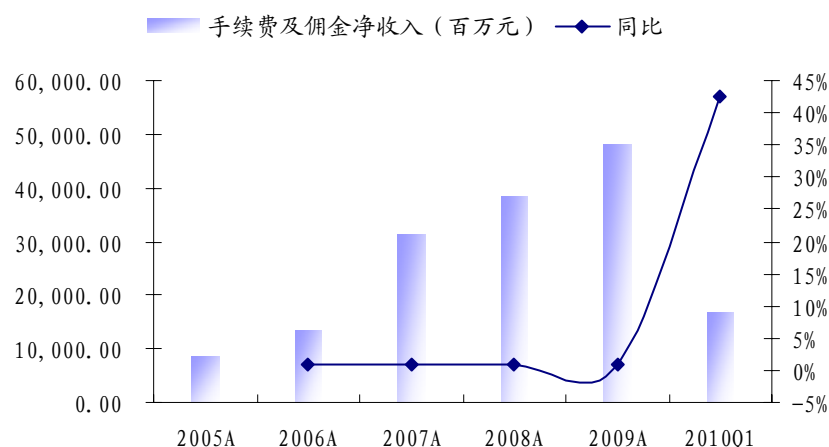


资料来源: 公司报告、世纪证券研究所

中间业务表现良好

1 季度共实现手续费及佣金净收入 168.65 亿元，同比增长 42.42%，增速为近年来的新高，主要由结算、资产管理、代理和保理业务驱动，占营业收入比上升至 22.43%，这也是促进公司一季度业绩快速增长的重要因素之一。

Figure 5 手续费及佣金净收入爆发式增长



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

资产质量稳定，资产减值损失支出减少释放业绩

公司 1 季度资产质量保持稳定，不良贷款余额与不良率分别为 685.28 亿元和 1.35%，较去年末分别下降 36.26 亿元和 0.15 个百分点，拨备覆盖率则上升 16.39 个百分点至 192.16%。

1 季度资产减值损失支出 49.68 亿元，较上年同期减少 40.27 亿元，降幅超过 97%，其中客户贷款和垫款减值损失减少了 17.09 亿元，以及债券等其他资产减值损失减少，有利于反拉业绩。

配股将提升核心资本

截至今年 1 季度末，公司资本充足率为 11.44%，核心资本充足率为 9.17%，分别较去年底下降了 0.26 和 0.14 个百分点，其中资本充足率已经低于了管理层要求的 11.5% 的监管红线。公司 4 月 29 日召开董事会，通过了其 A+H 再融资方案，提出股按每 10 股配售不超过 0.7 股的比例向全体股东配售，A 股和 H 股配股比例相同。因此按照 A 股和 H 股比例，A 股可配股数为 6.3 亿股，而 H 股可配股数为 157.28 亿股，总融资额不超过 750 亿元。我们测算 750 亿元将能提升公司核心资本充足率约 1.44

个百分点，能解决目前资本充足率不达标的问题。但根据近年来公司风险加权资产的规模增速以及分红比例来看，750 亿元的融资规模加上其内在积累尚不足以完全支持其长期保持过去 5 年复合增长率 15% 的风险加权资产扩张速度，未来仍可能产生资本缺口。而对市场影响方面，由于 A 股/H 股比例仅为 4%，其大股东汇金等持有的均为 H 股，大股东参与配股的可能性较大，因此预计此次配股对 A 股市场资金面的压力较小。

Figure 6 建设银行资本充足率缺口测试

| 资本充足率/风险加权资产增速 | 5% | 10% | 15% | 20% | 25% |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 10.50% | -352.04 | -79.17 | 193.71 | 466.58 | 739.45 |
| 11.00% | -79.17 | 206.70 | 492.56 | 778.43 | 1064.29 |
| 11.50% | 193.71 | 492.56 | 791.42 | 1090.28 | 1389.14 |
| 12.00% | 466.58 | 778.43 | 1090.28 | 1402.13 | 1713.99 |
| 12.50% | 739.45 | 1064.29 | 1389.14 | 1713.99 | 2038.83 |

资料来源：世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

公司各项业务均保持了良好的增长势头，资产质量稳定，尽管净息差在 1 季度有所下滑，但 2 季度有望重新回到上升通道。我们预测公司 2010 年 EPS 为 0.57 元，BVPS 为 2.71 元，以 2010 年 4 月 30 日收盘价为基准，折合 9.28 倍 PE，1.94 倍 PB，估值较为安全，给予“增持”投资评级。

风险提示

- 1、地方融资平台贷款部分风险超预期；
- 2、再融资未能顺利完成。

盈利预测表

Figure 7 建设银行盈利预测表

| 利润表 (单位: 百万元) | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 一、营业收入 | 219,459.00 | 267,507.00 | 267,184.00 | 333,612.52 | 398,835.05 | 459,877.97 |
| 利息净收入 | 192,775.00 | 224,920.00 | 211,885.00 | 264,305.37 | 316,109.22 | 361,094.00 |
| 手续费及佣金净收入 | 31,313.00 | 38,446.00 | 48,059.00 | 64,879.65 | 77,855.58 | 93,426.70 |
| 其他非息收入 | -4,796.00 | 4,025.00 | 6,990.00 | 4,427.50 | 4,870.25 | 5,357.28 |
| 二、营业支出 | 118,924.00 | 148,900.00 | 129,582.00 | 156,879.40 | 180,299.08 | 207,378.98 |

| | | | | | | |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业税金及附加 | 12,337.00 | 15,793.00 | 15,972.00 | 19,464.32 | 23,552.65 | 27,159.89 |
| 管理费用 | 78,825.00 | 82,162.00 | 87,900.00 | 110,682.08 | 128,676.79 | 150,745.96 |
| 资产减值损失 | 27,595.00 | 50,829.00 | 25,460.00 | 26,733.00 | 28,069.65 | 29,473.13 |
| 三、营业利润 | 100,535.00 | 118,607.00 | 137,602.00 | 176,733.12 | 218,535.97 | 252,498.98 |
| 加：营业外收入 | 1,432.00 | 2,421.00 | 2,371.00 | 2,608.10 | 2,868.91 | 3,155.80 |
| 减：营业外支出 | 1,151.00 | 1,287.00 | 1,248.00 | 1,372.80 | 1,510.08 | 1,661.09 |
| 四、利润总额 | 100,816.00 | 119,741.00 | 138,725.00 | 177,968.42 | 219,894.80 | 253,993.70 |
| 减：所得税 | 31,674.00 | 27,099.00 | 31,889.00 | 45,700.03 | 52,259.67 | 61,323.98 |
| 五、净利润 | 69,142.00 | 92,642.00 | 106,836.00 | 132,268.40 | 167,635.13 | 192,669.72 |
| 减：少数股东损益 | 89.00 | 43.00 | 80.00 | 99.04 | 125.53 | 144.27 |
| 归属于母公司净利润 | 69,053.00 | 92,599.00 | 106,756.00 | 132,169.35 | 167,509.60 | 192,525.45 |
| 六、每股收益 | 0.30 | 0.40 | 0.46 | 0.57 | 0.72 | 0.82 |

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.