

银行III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026821

zanglei@cjis.cn

建设银行 601939

推荐

息差收入有传统优势, 佣金收入占比最高, ROA 同业第一

投资要点:

- 规模与盈利能力均名列前茅的大型商业银行。2010 年 3 季度末, 建行资产总额 10.58 万亿, 仅次于工行居行业第二; 同期内建行实现净利润 1106 亿, 居同业第二。2010 年前三季度, 建行年化 ROA 1.46%、年化 ROE 25.1%, 分别居 16 家上市银行第一位及第二位。
- 净利息收入、佣金手续费收入优势是建行高 ROA 水平的两大支柱。通过对 ROA、ROE 指标的逐层分解, 可发现建行“净利息收入/资产”、“手续费净收入/资产”比率持续高于同业水平是建行 ROA、ROE 保持优势的最主要原因。
- 息差收入是建行传统优势, 进入加息周期后息差水平有望扩大。建行息差水平在历史大部分时间处于同业高位, 2010 前三季度 NIM 为 2.45%、NIS 为 2.35%。我国 2006 至 2008 年间经验显示, 商业银行的 NIS 及 NIM 在加息周期中扩大, 在降息周期中缩小, 但步伐较基准利率滞后半年。在幅度上, 上次加息周期中建行 NIM 上升幅度约为一年期贷款基准利率升幅的三分之一。本轮加息若采用非对称形式有可能抑制银行息差上升, 但预计抑制效果有限。
- 资产质量基本稳定, 不良贷款率有小幅回升可能性。2010 年 9 月末, 建行不良贷款率、拨备覆盖率分别为 1.14% 和 213.5%, 均为历史最佳。经过综合考虑建行贷款内部结构、贷款五级分类占比变化、以及贷款拨备政策等方面因素, 认为公司的不良贷款率仍将保持稳定, 但存在小幅上升可能。
- 佣金手续费收入占比同业最高、增势良好。2008 年、2009 年、2010 年上半年, 建行佣金手续费净收入占营业收入比重分别为 14.4%、18.0%、21.9%, 各期均为业内较高水平且保持稳步上升, 最终于 2010 年上半年超过中行成为行业第一。
- 盈利预测。假设建行 2011、2012 年的贷款增速分别为 15.5%、15.0%, NIS 分别为 2.45%、2.28%, 非利息收入增速分别为 22.0%、19.4%, 预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.59 元、0.69 元、0.77 元。
- 估值与评级。考虑绝对估值、相对估值结果, 建行目标 PB 在 1.86x 至 1.90x 之间, 目标价 5.46 元左右, 相对目前价格存在 15% 上升空间, 给予“推荐”评级。

风险提示: 为应对通胀而陆续推出的紧缩政策有可能造贷款质量下降; 有可能于 2011 年开始实施的 2.5% 拨贷比监管标准将给公司带来额外成本, 降低盈利水平。

主要财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	267,228	322,192	396,123	442,139
同比(%)	-0.2%	20.6%	22.9%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	106,892	145,573	169,706	191,226
同比(%)	13.4%	36.2%	16.6%	12.7%
ROAE(%)	20.8%	22.8%	22.0%	21.4%
EPS(元)	0.46	0.59	0.69	0.77
P/E	10.2	7.9	6.8	6.1
P/B	2.0	1.6	1.4	1.2

相关报告

《建设银行_净利息收入环比正增长, 不良贷款保持双降》2009-8-24

《建设银行-拨备增加致业绩负增长, 资产质量表现平稳》2009-4-27

《建设银行-四季度大幅提高拨备, 贷款质量表现平稳》2009-3-30

目 录

一、公司概况：规模与盈利能力均名列前茅的大型商业银行	3
二、净利息收入、佣金手续费收入是公司高盈利能力的两大支柱	5
2.1 建行“资产/权益”倍数较低，有助于提高 ROE 稳定性	7
2.2 建行 ROA 优势主要来自“营业收入 / 资产”比率	7
2.3 建行“营业收入/资产”比率的优势来自较高的获取净利息收入以及佣金手续费收入能力	10
2.4 所得税率对建行 ROA 的负面贡献将越来越微弱	12
三、息差收入是公司传统优势领域，进入加息周期后息差水平有望扩大	13
3.1 息差收入是建行传统强项，但 2010 年优势略有收窄	13
3.2 建行 2010 年前三季度息差优势减弱的原因	14
3.3 加息周期有利于建行息差收入提升	21
四、资产质量基本稳定，但不良贷款率有小幅上升的可能	26
4.1 建行贷款质量持续改善，不良率创历史新低	26
4.2 资产质量总体稳定，但贷款不良率有小幅上升可能	28
五、佣金手续费收入优势明显、增势良好	31
六、盈利预测、估值与评级	35
6.1 盈利预测	35
6.2 绝对估值	35
6.3 相对估值	36

一、公司概况：规模与盈利能力均名列前茅的大型商业银行

中国建设银行为我国四大国有商业银行之一，于 2004 年 9 月 14 日完成改制成立股份有限公司。截至 2010 年 6 月 30 日，公司在中国内地设有营业网点 13,403 家，居同业第三，同时拥有自动柜员机 37,487 台，自助银行 8,741 家，详见表 1。海外业务方面，公司在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、首尔、纽约及胡志明市设有分行，在悉尼和伦敦设有代表处。

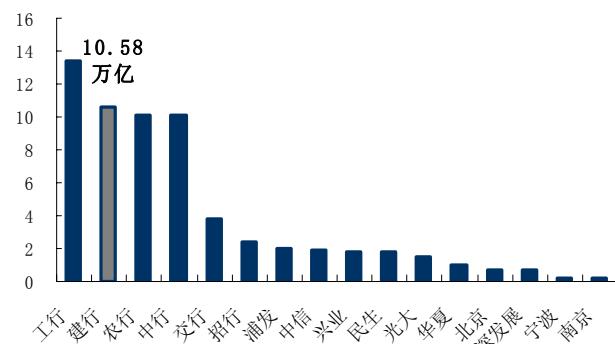
表 1 国内五大银行营业网点、员工、自助设备数量对比

	机构数	员工数	自助银行	自动柜员机
农行	23,624	441,144	9,151	41,011
工行	16,391	388,032	9,867	38,836
建行	13,403	299,917	8,741	37,487
中行	10,996	262,114	6,656	20,189
交行	2,761	80,137	6,599	7,823

资料来源：公司公告、中投证券研究所

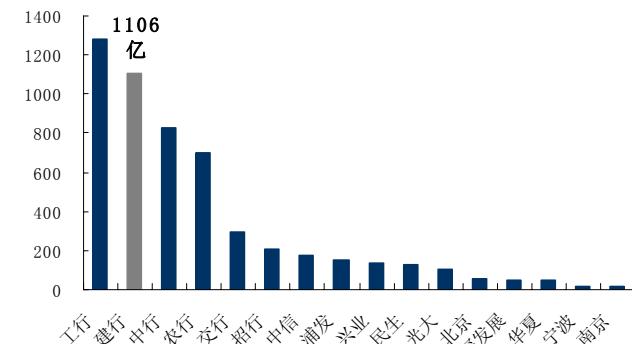
截至 2010 年 3 季度末，建设银行资产总额 10.58 万亿，仅次于工商银行的 13.42 万亿，居行业第二水平。2010 年前三季度，建设银行实现净利润 1106 亿，仅低于工商银行净利润 1278 亿，居同业第二位。

图 1 A 股上市银行资产规模



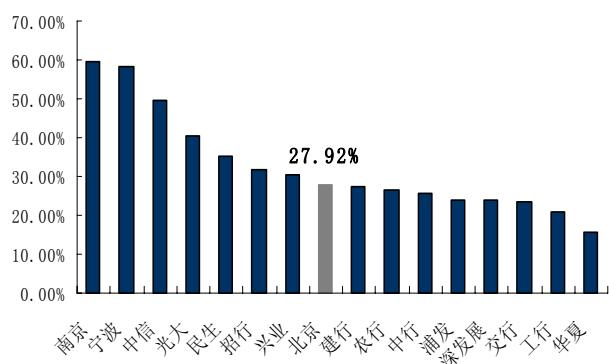
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 A 股上市银行净利润



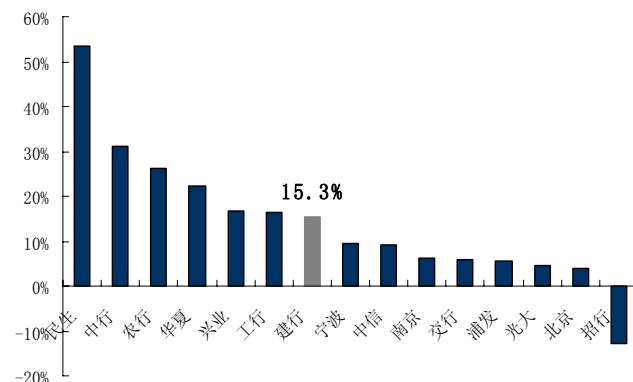
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 总资产同比增长率 (2009 年度)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

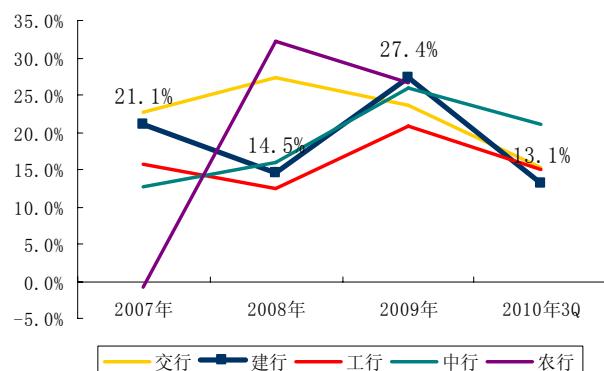
图 4 净利润同比增长率 (2009 年度)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

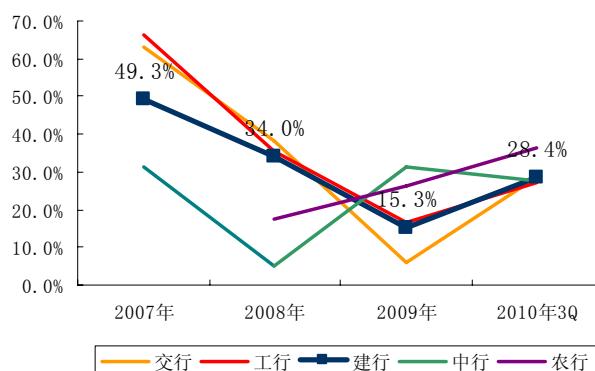
图 5、图 6 显示了五大行近三年的总资产同比增长率及净利润同比增长率。建行 2009 年总资产同比增长 27.4%，在大行中速度最快，进入 2010 年略有减慢，截至 3 季度末总资产同比增长 13.1%。但是总资产规模增速的减缓并没有降低公司净利润的增长，2009 年建行净利润同比增长 15.32%，2010 前三季度实现净利润较去年同期增长 28.41%。

图 5 五大行总资产同比增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

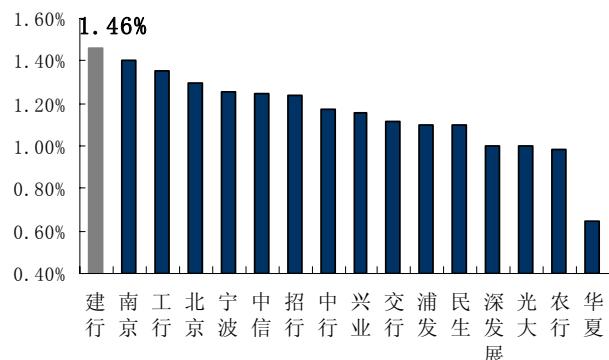
图 6 五大行净利润同比增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

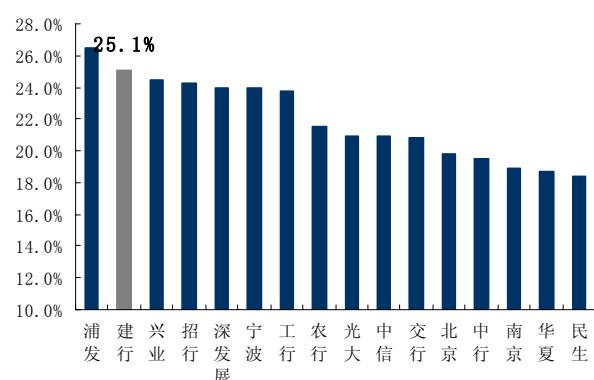
盈利能力方面，今年前三季度，建设银行总资产收益率 ROA (年化) 为 1.46%，居 16 家上市银行首位，高于第二名南京银行 0.06 个百分点。前三季度，建行净资产收益率 ROE (年化) 25.1%，居同业第二位。

图 7 上市银行 ROA (2010 年 3Q 年化)



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

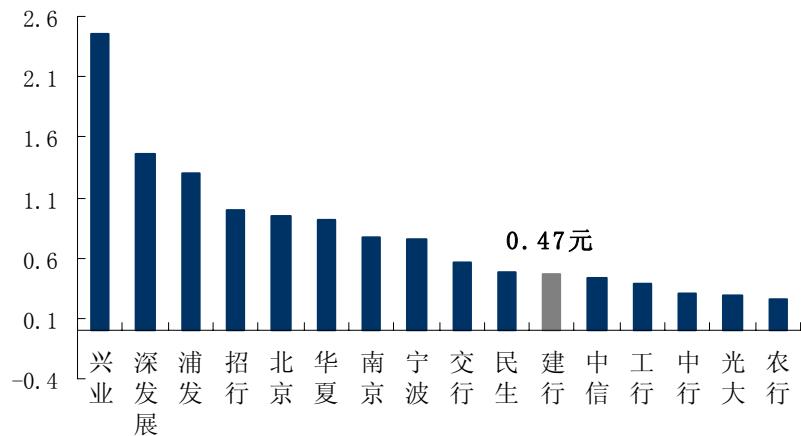
图 8 上市银行 ROE (2010 年 3Q 年化)



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

2010 年前三季度，建设银行实现基本每股利润 EPS 0.47 元，在五大行中低于交通银行 (0.56 元)，高于工行 (0.38 元)、中行 (0.31 元) 以及农行 (0.25 元)。

图 9 A 股上市银行基本 EPS (2010 年 3Q)



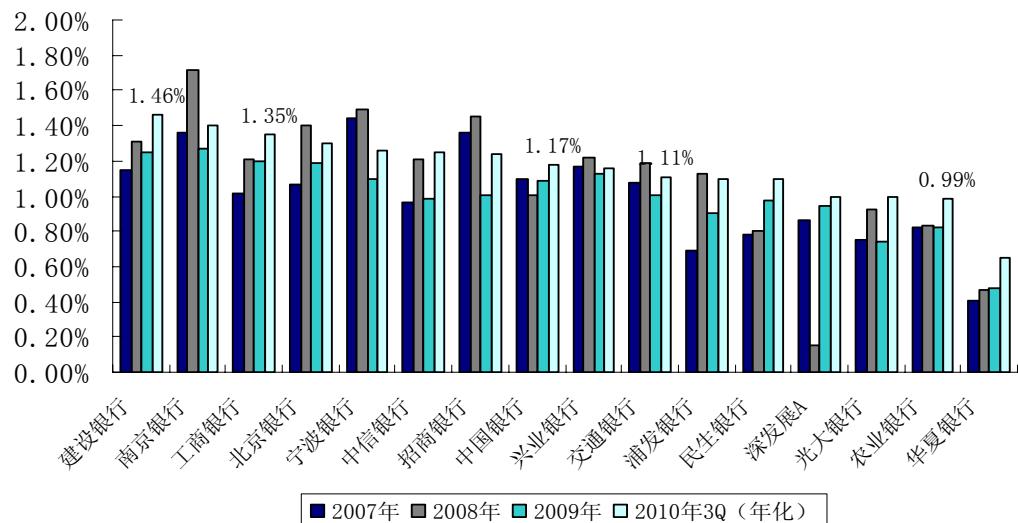
资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

二、净利息收入、佣金手续费收入是公司高盈利能力的两大支柱

商业银行的盈利能力通常可以用总资产收益率 ROA 和净资产收益率 ROE 衡量，图 10、图 11 显示 2007 年以来 16 家上市银行 ROA 及 ROE 水平对比。

从近三年总体情况看，建设银行 ROA 水平在同业中名列前茅，2010 年 3 季度则以 1.46% 的 ROA 水平居 16 家上市银行之首。在“工农中建交”五大行中，建行各年 ROA 基本排名第一或第二。

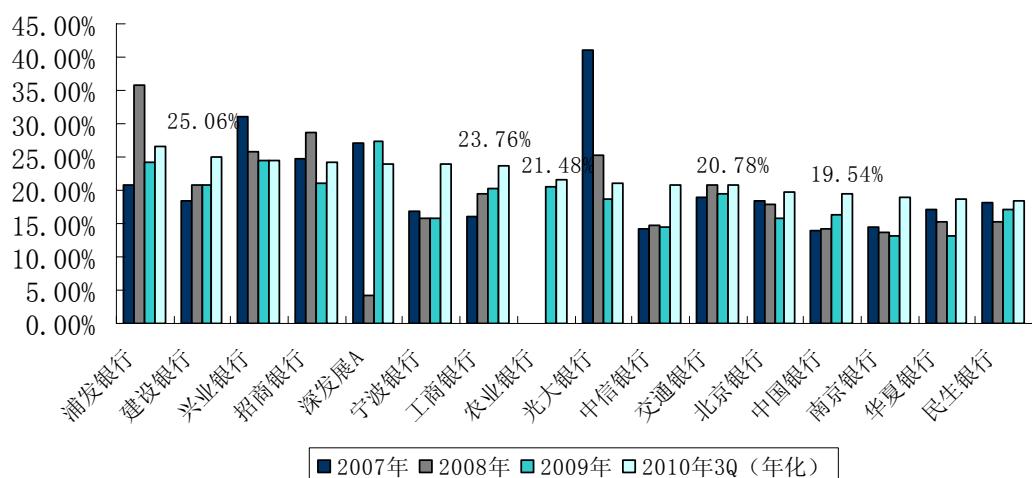
图 10 A 股上市银行 ROA



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

过去三年，建行 ROE 水平基本居行业中上游水平，排在浦发、兴业、招商、光大等杠杆率较高的股份制银行之后，而在五大银行中则居第一、二位。但在 2010 年第三季度，随着建行的 ROA 跃升至同业第一，公司 ROE 也上升至 16 家上市银行第二位。

图 11 A 股上市银行 ROE



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

根据公式 $ROE = ROA \times (\text{资产/权益})$ 可知，一家银行的 ROE 由该行的 ROA 及 “资产/权益” 倍数共同决定。ROA 越高、杠杆倍数越大，ROE 越高。

2.1 建行 “资产/权益” 倍数较低，有助于提高 ROE 稳定性

图 12 对比了 2007 年来各年 16 家上市银行的平均杠杆倍数与建行的杠杆倍数，图 13 对比了五大行平均杠杆倍数与建行杠杆倍数。

图 12 A 股上市银行 “资产/权益” 比率



图 13 五大行 “资产/权益” 比率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

资料来源：公司公告、中投证券研究所

经比较，无论是在全部 16 家上市银行中，还是在“工农中建交”五大行中，建行的“资产/权益”倍数都较低。因此，在同样的 ROA 下，建行 ROE 将低于杠杆倍数更高的银行。建行低于行业平均水平的杠杆倍数虽然略显保守，但保证了建行的 ROE 建立在更坚实的基础上，当行业整体盈利受到外界影响而波动时，建行的 ROE 波动情况将小于杠杆倍数较高的银行。

另外值得说明的是：1) 建行的“资产/权益”倍数与上市银行平均水平的差距一般在 2 至 3 之间，而与五大银行平均水平的差距在 1 至 2 之间，可见相对于股份制银行和城商行，包括建行在内的大银行的杠杆率普遍偏低；2) 在图 13 中，之所以 2007 年五大行平均“资产/权益”倍数较低，主要是因为农业银行改制尚未完成，当年“资产/权益”倍数为 -7.3，摊低了大行整体杠杆倍数。

2.2 建行 ROA 优势主要来自 “营业收入 / 资产” 比率

公式 $ROE = ROA \times (\text{资产/权益})$ 中，除“资产/权益”倍数外，决定 ROE 的另一个因素便是 ROA，对于商业银行，ROA 经分解后可表述成如下形式：

$$ROA = [(\text{营业收入/资产}) \times (1 - \text{营业税率}) - (\text{管理费用/资产}) - (\text{资产减值损失/资产}) + (\text{营业外净收益/资产})] \times (1 - \text{所得税率})$$

可见，ROA 可以被分解为六个比率指标：两个正向比率（“营业收入/资产”、“营业外净收益/资产”）、两个负向比率（“管理费用/资产”、“资产减值损失/资产”），以及两个税率（“营业税率”、“所得税率”）。表 2 显示了 16 家上市银行 2009 年 ROA 的分解情况。

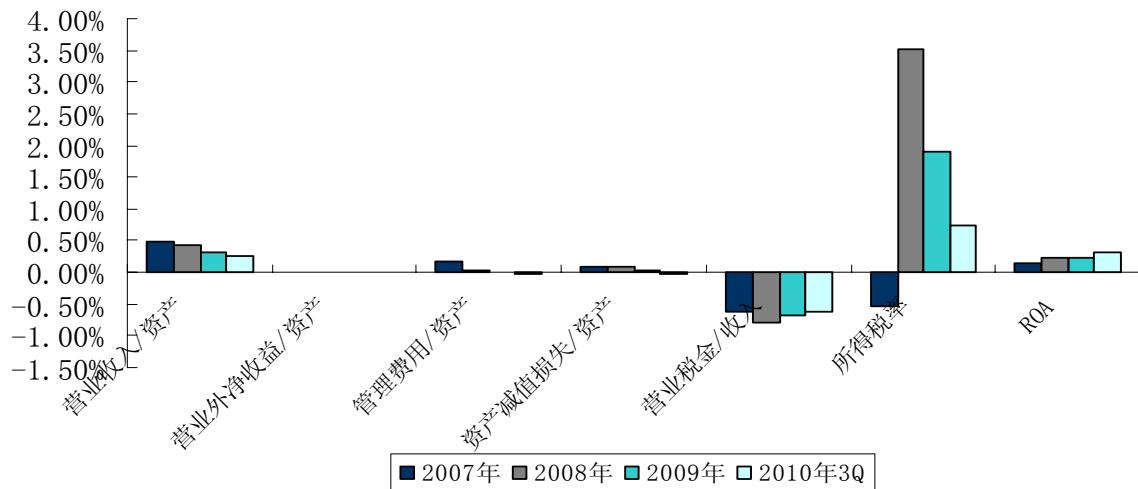
表 2 A 股上市银行 ROA 分解比率（2009 年）

	营业收入/ 资产	营业外净收 益/资产	管理费用 /资产	资产减值损 失/资产	营业税金 /收入	所得税率	ROA
深发展 A	2.57%	0.01%	1.07%	0.27%	7.07%	18.74%	0.95%
宁波银行	2.56%	0.00%	1.06%	0.26%	6.53%	16.70%	1.09%
浦发银行	2.27%	0.01%	0.82%	0.20%	7.67%	23.59%	0.90%
华夏银行	2.03%	0.00%	0.91%	0.40%	7.28%	22.11%	0.48%
民生银行	2.95%	0.00%	1.24%	0.37%	6.66%	22.66%	0.98%
招商银行	2.49%	0.02%	1.12%	0.14%	6.08%	18.54%	1.00%
南京银行	2.43%	0.00%	0.76%	0.24%	7.13%	17.46%	1.27%
兴业银行	2.38%	0.00%	0.86%	0.04%	7.33%	22.91%	1.13%
北京银行	2.23%	0.00%	0.59%	0.12%	7.79%	21.35%	1.19%
农业银行	2.50%	0.00%	1.08%	0.45%	5.65%	12.07%	0.82%
交通银行	2.45%	0.00%	0.79%	0.33%	6.36%	21.00%	1.01%
工商银行	2.63%	0.01%	0.86%	0.20%	5.87%	22.66%	1.20%
光大银行	2.03%	0.00%	0.80%	0.20%	7.46%	27.16%	0.75%
建设银行	2.78%	0.01%	0.91%	0.26%	5.98%	22.99%	1.24%
中国银行	2.65%	0.01%	0.93%	0.17%	5.02%	23.18%	1.09%
中信银行	2.30%	0.01%	0.92%	0.15%	6.77%	24.42%	0.98%
平均	2.45%	0.00%	0.92%	0.24%	6.67%	21.10%	1.00%
建行-平均	0.33%	0.01%	-0.01%	0.03%	-0.69%	1.89%	0.24%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

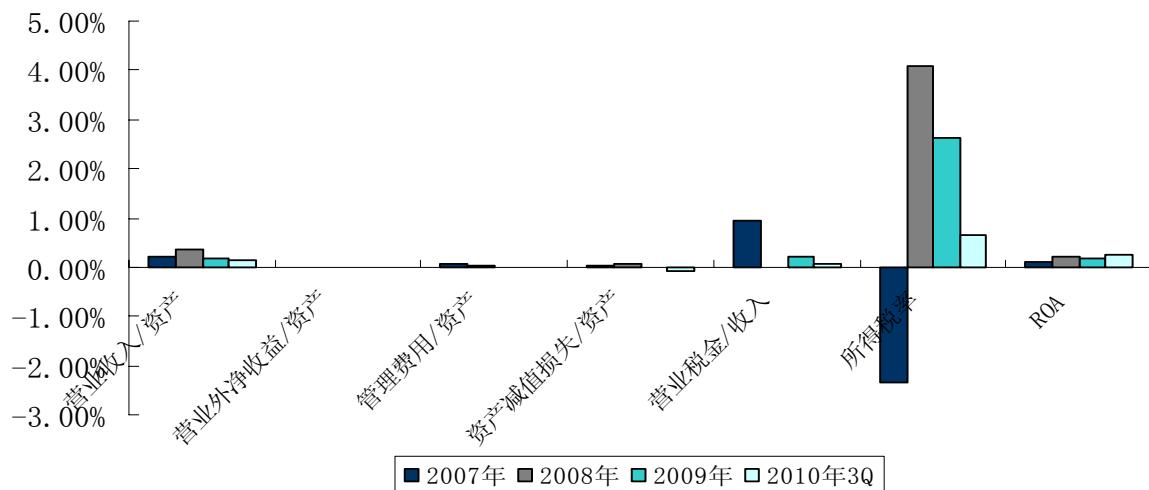
图 14 显示近 3 年来建设银行六个比率与上市银行平均值的差距，图 15 显示建设银行六个比率与五家大行平均值的差距。

图 14 ROA 分解比率——建行高于 16 家上市银行平均水平的幅度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 ROA 分解比率——建行高于五大行平均水平的幅度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

由上面两图可见，建行的 ROA 水平在近 3 年内都高于同业平均以及五大行平均水平。对建行 ROA 形成明显正贡献的是建行高于同业的“营业收入/资产”比率（大致高于同业平均 0.4% 左右，高于五大行平均 0.2% 左右）、低于同业的“营业税金/收入”（大致低于同业平均 0.7% 左右，略高于五大行平均水平）；对建行 ROA 形成明显负向贡献的是建行高于同业的“所得税率”（自 2008 年以来均明显高于同业平均水平及五大行平均水平，但优势幅度有缩窄倾向）。建行的另外三个比率（“营业外净收益/资产”、“管理费用/资产”、“资产减值损失/资产”）与同业平均水平较接近，对 ROA 不构成明显的正向或负向贡献。

值得指出的是，由于两个税率在 ROA 公式中的实际发生作用的形式分别是 (1-营业税率) 及 (1-所得税率)，因此大大降低了其每个百分点变化的影响力。例如，营业税率低于平均水平 1% 将使 (1-营业税金/收入) 由大约 93% 左右升至大约 94% 左右，而所得税率高于平均水平 1% 也仅使 (1-所得税率) 由 73% 变为 74%。因此虽然图中显示建行的两个税率尤其是所得税率较大的偏离平均水平，但他们对 ROA 的实际影响其实不如“营业收入/资产”的大。

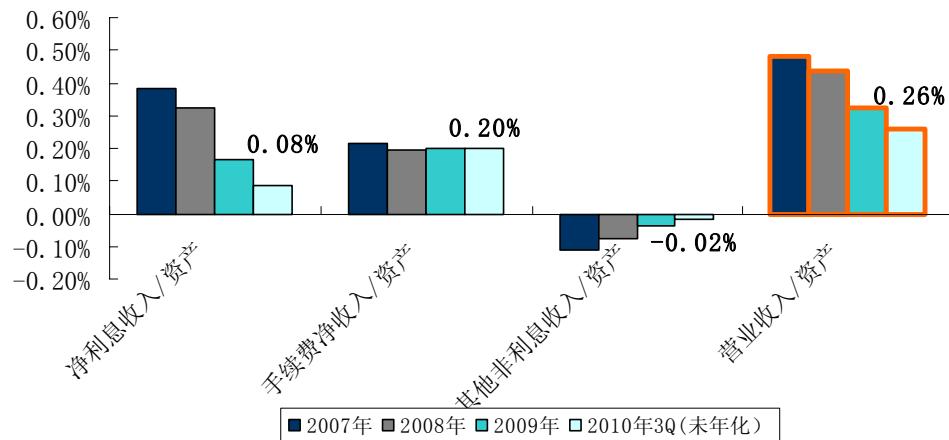
2.3 建行“营业收入/资产”比率的优势来自较高的获取净利息收入以及佣金手续费收入能力

根据前面分析，对建行高于同业平均水平的 ROA 做出最大正向贡献的是“营业收入/资产”比率，该比率仍可进一步拆分：

$$\text{营业收入/资产} = \text{净利息收入/资产} + \text{手续费净收入/资产} + \text{其他非利息收入/资产}$$

如图 16，通过汇总计算十六家上市银行“净利息收入/资产”、“手续费净收入/资产”、“其他非利息收入/资产”三个比率的平均值并与建设银行的三个比率进行比较，可以发现建行的“净利息收入/资产”（2009 年高于上市银行平均值 0.17%、2010 年前三季度高于上市银行平均值 0.08%）“手续费净收入/资产”（2009 年及 2010 年前三季度均高于上市银行平均值 0.20%）两个比率近三年均明显高出同业平均水平，而“其他非利息收入/资产”指标则低于同业平均。可见，建行相对于同业的主要竞争优势在于息差相关业务以及收取佣金手续费的金融服务业务，而获取“其他非利息收入”（主要包括长期股权投资、持有依靠公允价值变动获利的金融工具、汇兑损益等）的能力则弱于同业平均水平。从时间趋势上看，建行近三年来在净利息收入方面的竞争优势有所减弱，在佣金及手续费收入方面的优势一直保持，而在其他非利息收入方面的弱项则得到改善。

图 16 “营业收入/资产”分解比率——建行高于上市银行平均水平的幅度

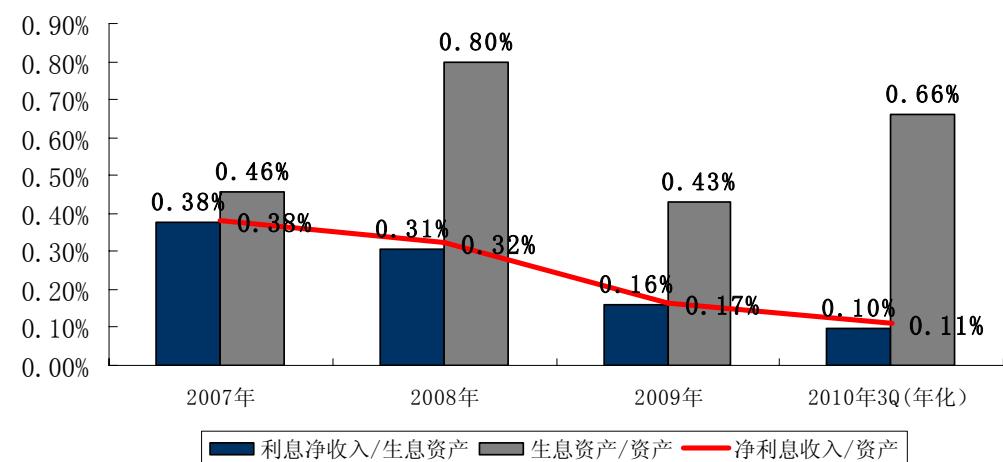


资料来源：公司公告、中投证券研究所

净利息收入/资产 = 净利息收入/生息资产 × 生息资产/资产。此处“净利息收入/生息资产”指标的基本含义与通常使用的“净息差 NIM”相似。但在计算中，“净息差 NIM”使用报告期内生息资产的日均余额，而此处“净利息收入/生息资产”使用的是生息资产的期末值，因此二者在具数值上接近但一般不相等。

图 17 显示建行“净利息收入/生息资产”及“生息资产/资产”两个指标与同业平均水平的比较。可见，高于同业的“净利息收入/生息资产”水平以及高于平均的“生息资产/资产”比率共同促成了建行“净利息收入/资产”比率优于同业的水平。

图 17 “净利息收入/资产”比率分解——建行高于上市银行平均水平的幅度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

值得注意的是，近三年来，建行“净利息收入/生息资产”高于同业平均值的幅度有所下降，由 2007 年的 0.38% 下降到 2010 年三季度的 0.07%，这也是建行“净利息收入/资产”比率高于同业的幅度逐年缩窄的主要原因。本报告第三章中将专门对建行的息差水平及变动趋势进行详细分析。

最后，“生息资产/资产”比率的作用效果与前面提到的“营业税金/收入”比率以及所得税率相似，由于各行“生息资产/资产”比率平均值为 97.7%，因此建行“生息资产/资产”指标比同业平均水平高 0.5% 左右，也仅使得乘在“净利息收入/生息资产”上的系数由 97.7% 上升至 98.3%，实际影响很小，因此不再进一步讨论。

图 16 中同时也显示“手续费净收入/资产”比率是建行持续高于同业平均水平的竞争优势领域。本报告第五章将对建行的佣金手续费收入情况进行分析。

2.4 所得税率对建行 ROA 的负面影响将越来越微弱

2007 年及之前，我国商业银行适用的所得税率基本为 33%，2008 年及之后降为 25%。从表 3 可见，在上述两个阶段，由于各种税收减免的作用，上市银行平均的实际税率均低于当时的法定所得税税率。经查阅银行年报，各家银行获得所得税减免的原因各不相同，例如，建行主要的免税项目是持有的国债资产利息免税，而招行历史上实际税率较低一定程度上是因为其注册地深圳特区的低税率所致。

综合来看，建行实际所得税率水平虽然始终低于法定税率，但自 08 年至今一直高于同业平均实际税率，对建行的 ROA 水平形成了一定负面影响。在 16 家上市银行中，建行近三年的所得税水平排在第 5 至第 7 的位置。

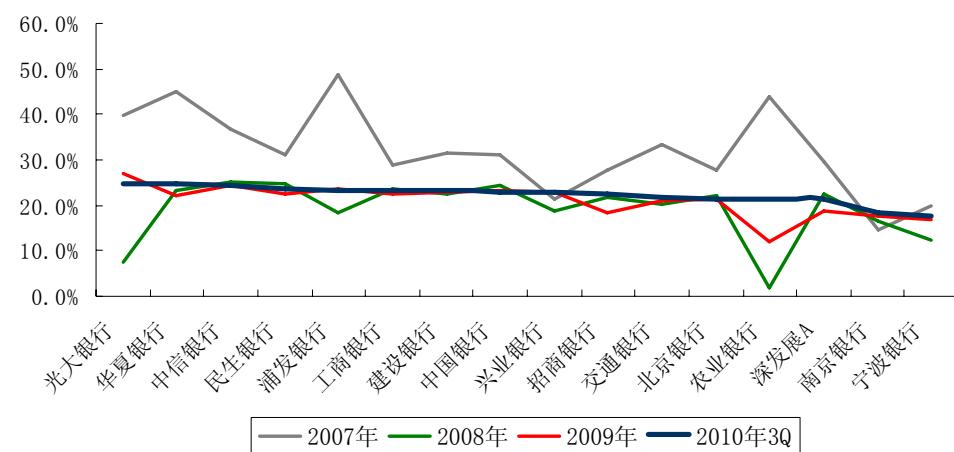
表 3 A 股上市银行实际所得税率概况

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 3Q
行业最高实际所得税率	48.89%	24.94%	27.16%	24.91%
行业平均实际所得税率	31.95%	19.11%	21.10%	22.33%
建行实际所得税率	31.42%	22.63%	22.99%	23.08%
建行所得税负担同业排名	7	6	5	7

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 可见，从 2007 至 2010 年上市银行的实际所得税率有逐步稳定并趋同的倾向。在这一过程中，建行的实际税负率始终维持在中等偏上水平，并且与工行、中行等其他大行非常接近。到了 2010 年 3 季度，各行实际税率的差异已经较小，建行税率高出平均水平的幅度也已经较小，预计今后所得税率对建行 ROA 的负面影响将越来越微弱。

图 18 A 股上市银行实际所得税率逐步稳定并趋同



资料来源：公司公告、中投证券研究所

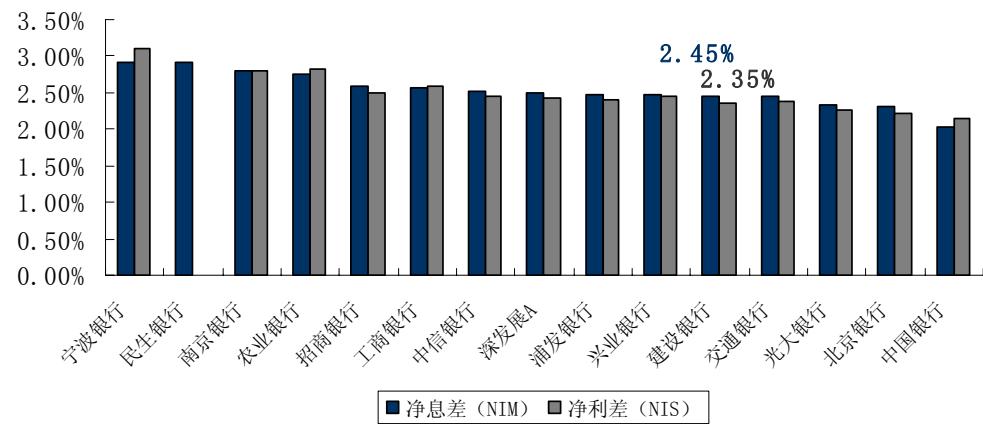
三、息差收入是公司传统优势领域，进入加息周期后

息差水平有望扩大

3.1 息差收入是建行传统强项，但 2010 年优势略有收窄

图 19 显示上市银行 2010 年第三季度净息差 NIM 和净利差 NIS 情况，建设银行前三季度的净息差 NIM 为 2.45%、净利差 NIS 为 2.35%，在五大行中，低于农行 (2.76%、2.83%)、工行 (2.57%、2.58%)，高于交行 (2.44%、2.37%)、中行 (2.04%、2.14%)。

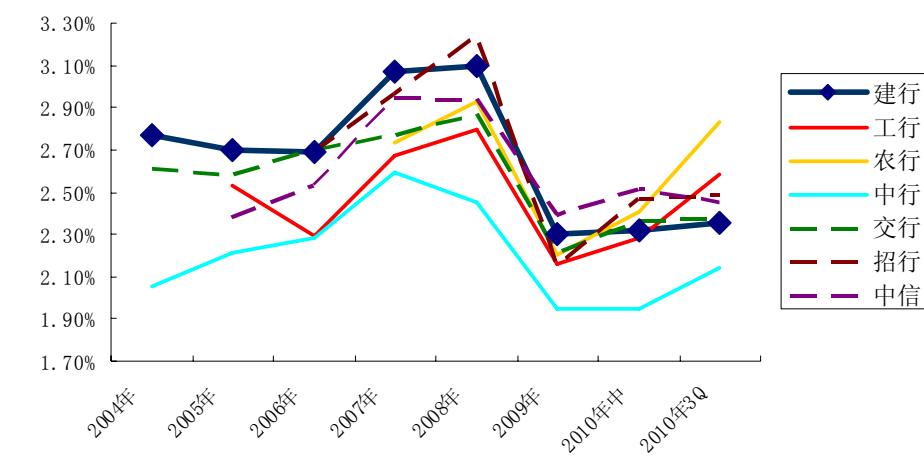
图 19 A 股上市银行息差水平 (2010 年 3Q)



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

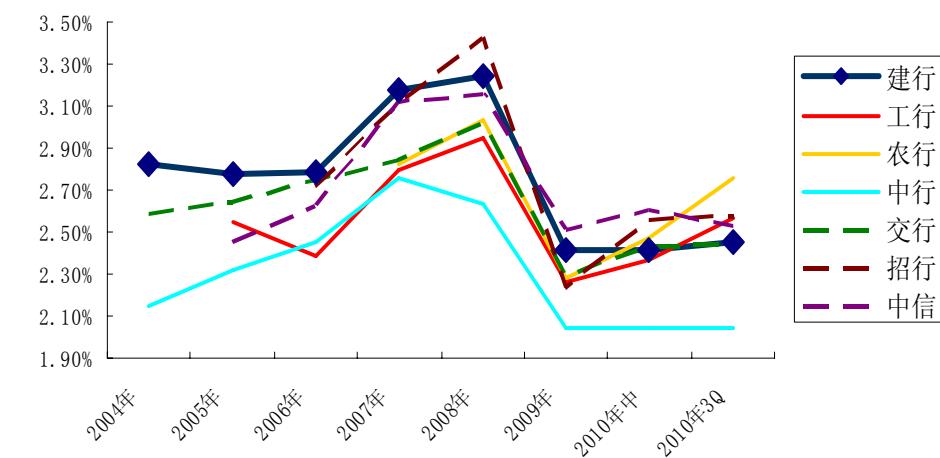
根据第二章的分析，建设银行获取净利润收入的能力是其具有相对竞争优势的领域。图 20、图 21 显示了部分上市银行净利差 NIS、净息差 NIM 历史走势情况，可见建行的利差水平在大部分时间内都处在同业较高水平，但 2010 年上半年，建行净利差水平基本保持稳定，而工行、农行、招行、中信等银行的息差有所回升，造成建行息差水平相对同业的优势被削弱。

图 20 部分上市银行历史净利差 NIS 水平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 21 部分上市银行历史净息差 NIM 水平



资料来源：公司公告、中投证券研究所

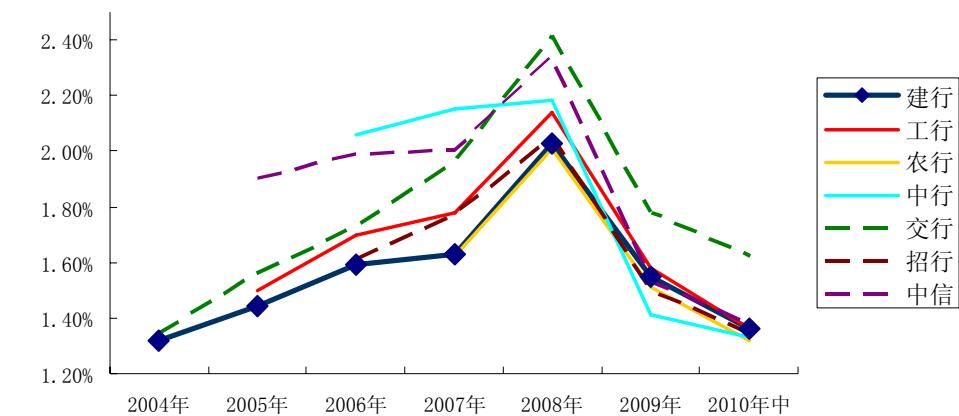
3.2 建行 2010 年前三季度息差优势减弱的原因是生息资产收益率回升较慢

净利差 NIS = 生息资产收益率 - 计息负债成本率。可见建行 2010 年前三季度息差优势减弱的原因既可以来自计息负债成本率，也可以来自生息资产收益率。

3.2.1 计息负债成本率不是息差优势减弱的主要原因

图 22 反映部分上市银行计息负债成本率的历史情况。在 2009 年至 2010 年上半年，建行的计息负债成本率表现未偏离同业平均水平，因此该期间公司息差收窄的原因应该不是来自负债方，而是由于生息资产收益率方面的原因。

图 22 部分上市银行历史计息负债成本率

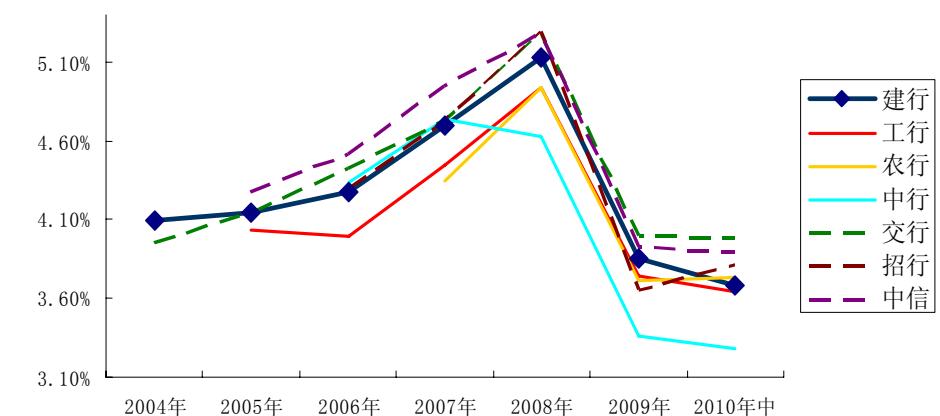


资料来源：公司公告、中投证券研究所

3.2.2 建行生息资产收益率回升较慢的原因：控制贷款增速、新发贷款收益率较低

图 23 显示各行生息资产收益率情况。建设银行的生息资产收益率基本处于同业中游水平。不过在 2010 年上半年，大部分银行的生息资产收益率基本保持稳定或者略有回升，而建行生息资产的收益率却出现小幅下滑，这是造成建行上半年净利差 NIS 被招行、农行、交行等赶超的主要原因。

图 23 部分上市银行生息资产收益率



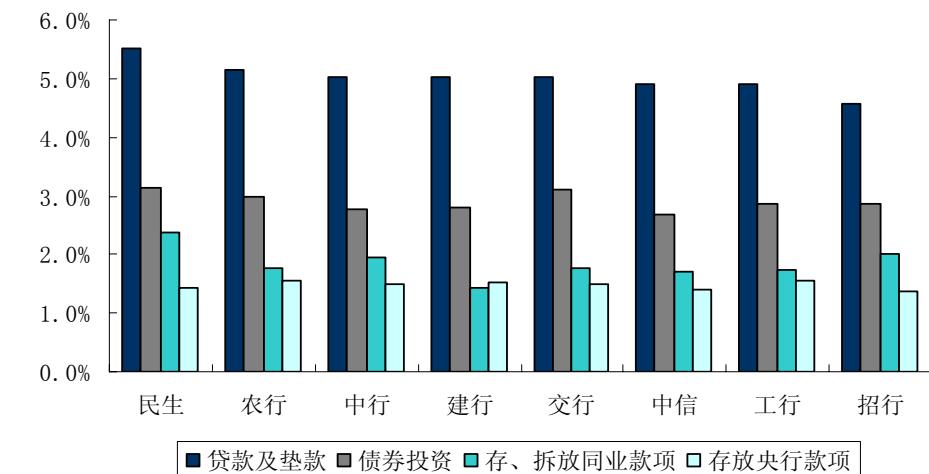
资料来源：公司公告、中投证券研究所

商业银行生息资产的总体收益率由两个因素决定：生息资产内部结构的变化以及各子类生息资产收益率的变化。

(1) 生息资产内部结构：2010 年上半年建行压制贷款占比的提高，限制了生息资产收益率的提升

商业银行的生息资产主要由贷款、债券投资、同业资产、存放央行款项组成，各类生息资产的收益率大致情况见图 24。由于贷款具有远高于其他资产的收益率，因此银行通过增/减贷款在生息资产中的相对占比即可提升/下调生息资产的收益率水平。

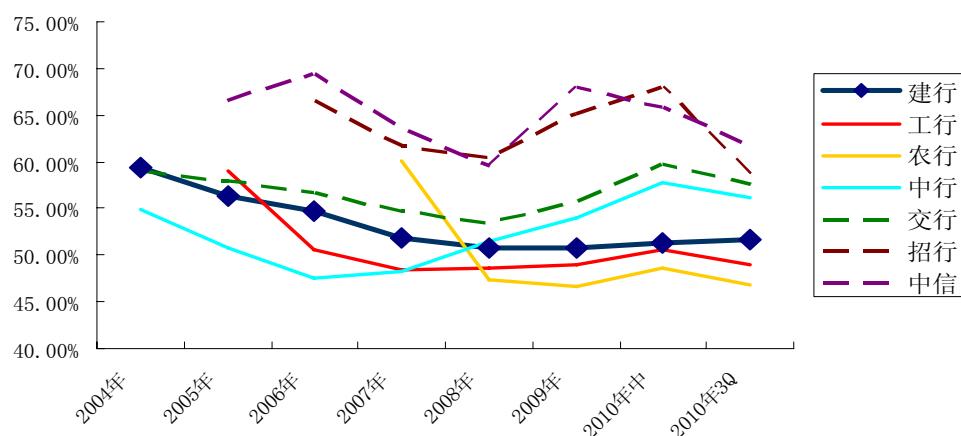
图 24 部分银行主要生息资产收益率（2010 年中报）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

如图 25 所示，大部分银行在 2009 年至 2010 年上半年都增加了贷款资产在生息资产中的占比，其中招行、交行、中行等增幅尤其明显，增速居中的有工行和农行，建行贷款占比的增长在 2010 年中之前相对最慢。这是 2010 年以来各行生息资产总体收益率上升快于建行的原因之一。但图 24 也显示，在三季度除建行外各行的“贷款/生息资产”比例都出现了一定的下降，而建行则保持了小幅上升，这种变化有利于建行改变生息资产收益率回升慢于其他行的状况。

图 25 部分上市银行“贷款/生息资产”比率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

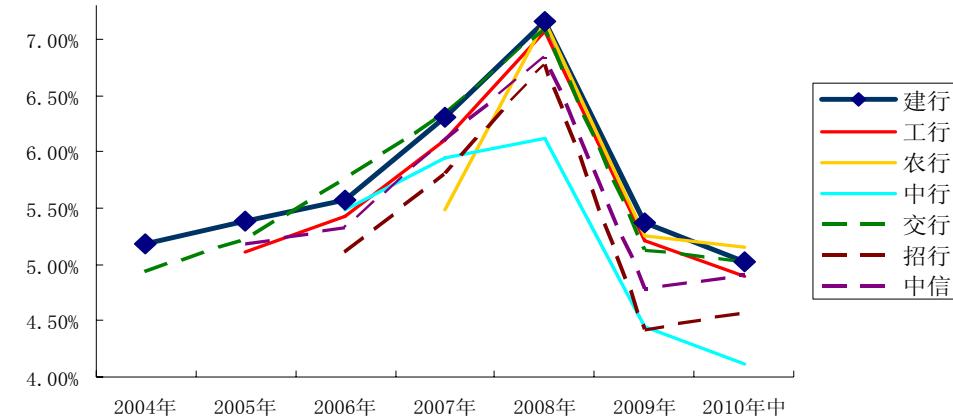
如前面的图 20、图 21 所示，对于交行、招行、中信等行，其三季度末的 NIS 及 NIM 水平确实已有下降趋势；然而第三季度同样出现贷款占比下降的工行、农行，息差水平却并未明显出现回落势头，这两家银行与建行息差水平的差距幅度仍在扩大。这种分化现象的可能原因是：工行、农行三季度贷款占比虽然略有下降，但贷款收益率的增速较高，从而总体生息资产收益率的增速仍未减慢。

(2) 子类生息资产收益率的变化：建行贷款收益率上升较慢，原因是个人贷款占新增贷款比重较高

商业银行生息资产主要有四类，其中各行存放央行款项收益率非常接近，同业往来资产收益率较低且在银行生息资产中占比较低，因此对银行生息资产收益率造成影响的主要是贷款收益率以及债券投资收益率。

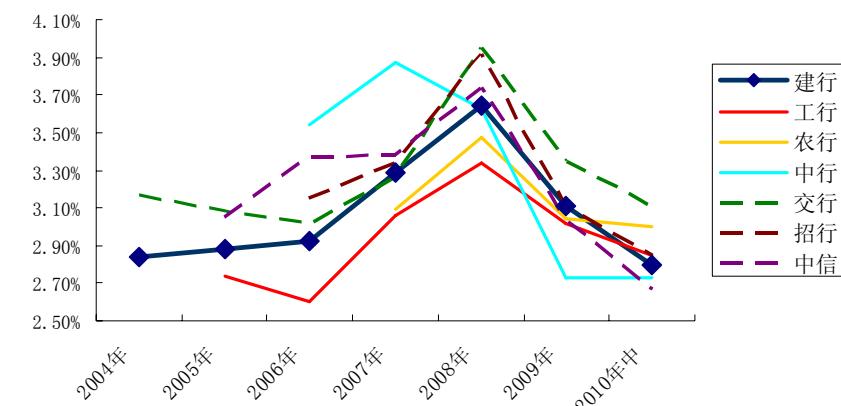
图 26、图 27 显示了部分上市银行贷款、债券投资的历史收益率情况。经过观察可以得出下面两点基本结论：1) 静态的看，建设银行的贷款收益率在同业中具有优势，而债券投资收益率则处于同业中游水平；2) 动态的看，进入 2010 年以来，建行贷款收益率回稳反弹的速度慢于部分同业银行，而债券投资收益率的表现则基本和行业总体走势保持一致。由于贷款在建行的生息资产中占比约 51%，因此其收益率的回升缓慢在很大程度上造成了整体生息资产收益率回升的缓慢。

图 26 部分上市银行贷款收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 27 部分上市银行债券收益率



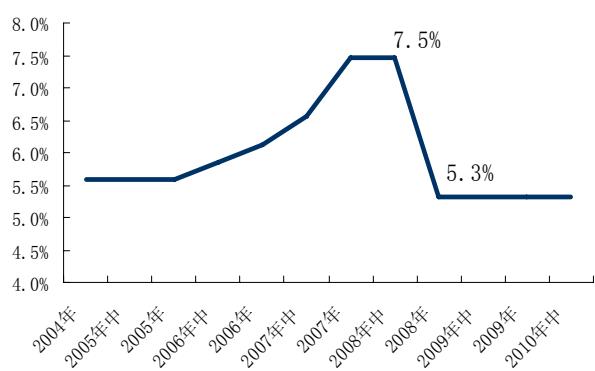
资料来源：公司公告、中投证券研究所

造成建行贷款收益率回升缓慢的可能原因有二：一是存量贷款的重定价，二是新发放贷款内部结构的变动。

1) 建行贷款收益率在 2010 年的下滑不应该是存量贷款重定价造成的。, 图 28 显示了人民银行公布的人民币一年期贷款基准利率变动情况。可见上一个降息周期在 2008 年 12 月结束, 之后的一年半时间里基准利率再没有进行调整。

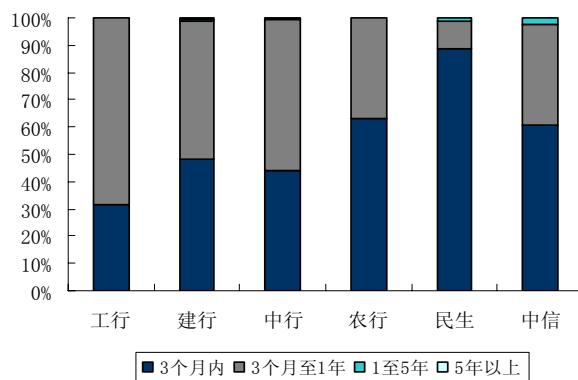
由于银行存量贷款的重订价是陆续发生的, 因此在央行降息周期结束后的一段时间里银行的贷款总体收益率会逐渐下降, 直到所有贷款都经过至少一次重订价。图 29 显示了 2009 年末部分银行存量贷款的重定价期分布情况。可见, 包括建行在内的各银行几乎 99%以上的贷款重定价期都在 1 年以内, 那么截至 2009 年 12 月, 各行几乎所有的贷款都应该已经反映了降息周期最后一次调整后的利率水平。因此 2010 年上半年建行贷款总体收益率的继续下降不应该是由于存量贷款重定价的原因, 只能是新发放贷款结构的原因。

图 28 金融机构一年期贷款基准利率



资料来源：中国人民银行网站

图 29 部分银行贷款重定价期

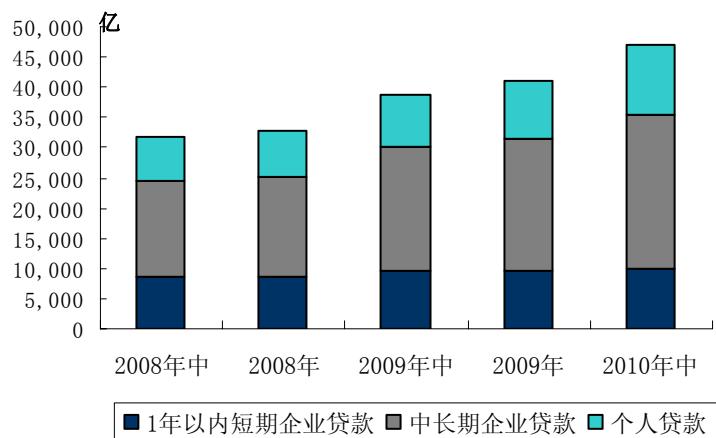


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2) 建行贷款收益率回升缓慢是由于新发放贷款中个人住房贷款占比较高
 新发放贷款的结构又可分为期限结构和客户结构。

a. 期限结构。 由于短期贷款收益率低于长期贷款，因此若新发放贷款中短期贷款占比较高则可能造成总体贷款收益率下降。但从图 30 中可见，建行 08 年以来，尤其是进入 2010 年后，短期企业贷款的增量很小，而中长期企业贷款和个人贷款（其中绝大部分是长期住房抵押贷款）的占比则较快上升。这种贷款结构的变化将导致建行贷款平均期限的长期化，应当预示着贷款平均收益率的上升而不是下降。因此建行 2010 年上半年贷款收益率的下降不是因为新发放贷款期限结构的原因造成。

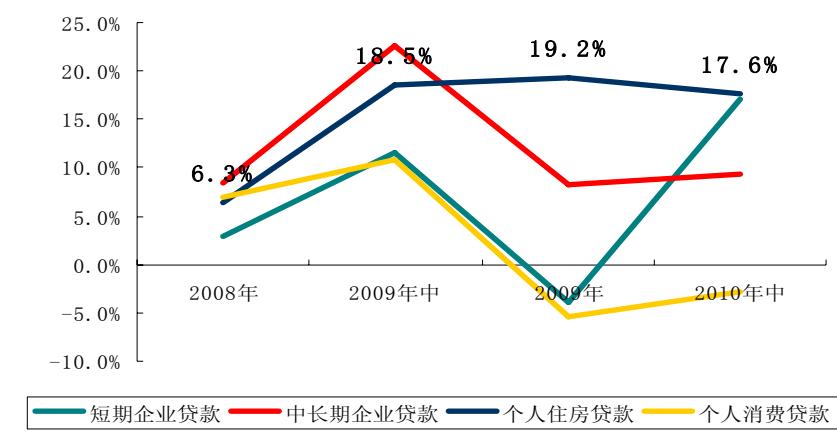
图 30 建行贷款内部结构变动



资料来源：公司公告、中投证券研究所

b. 客户结构。 排除了上面种种可能，则建行 2010 年上半年贷款收益率回升较慢的主要原因应该在于新发贷款的客户结构方面。从图 31 可见，2010 年上半年建行的个人贷款增速明显高于企业贷款。个人贷款的主要部分——住房抵押贷款虽然通常为期限 5 年以上的长期贷款，但是其中有相当部分可以适用下浮利率，最低可低至基准利率的 7 折。2010 年上半年，5 年以上长期贷款基准利率为 5.94%，打 7 折后为 4.16%，甚至低于当时的 6 个月短期贷款基准利率 4.86%。可见若发放了较多的低折扣住房抵押贷款，对于银行贷款总体收益率的水平会有一定摊低影响。

图 31 建设银行各子类贷款半年环比增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

由于数据的不完全，我们无法确定建行 2010 年上半年新发住房抵押贷款中适用各级别折扣率的贷款占比分别有多少，因而也无法准确估计住房抵押贷款发放对建行贷款总体收益率的影响幅度。但是，如果观察表 4，可见在 2010 年上半年，全国金融机构发放的人民币贷款中，适用上浮利率的占比逐渐上升，从 1 月份的 33% 上升至 6 月份的 41%。由于个人住房贷款中适用上浮利率的很少，因此可以判断在上半年占比逐步上升的上浮利率贷款主要由企业贷款组成。

综合来看，建行上半年贷款收益率水平回升较慢的原因是：一方面 2010 年上半年企业贷款出现利率上浮的趋势而个人住房贷款发生上浮的比例较小；另一方面，建行在 2010 年上半年新增贷款中个人住房抵押贷款的占比较快上升，企业贷款占比相应下降。

表 4 金融机构人民币信贷利率区间占比

	下浮	基准			上浮			2 以上
		[0.9,1)	1	小计	(1,1.1]	(1.1,1.3]	(1.3,1.5]	
Jul-09	32.76	32.18	35.06	11.89	9.16	4.52	6.55	2.94
Aug-09	30.91	30.79	38.31	13.34	10.68	5.03	6.45	2.81
Sep-09	31.82	30.61	37.57	12.55	10.81	5.07	6.41	2.73
Oct-09	30.27	30.90	38.83	12.40	10.85	5.25	7.16	3.17
Nov-09	30.19	30.53	39.28	11.96	11.14	5.37	7.44	3.38
Dec-09	33.19	30.26	36.55	11.37	10.01	5.13	6.64	3.40
Jan-10	35.38	31.18	33.44	11.92	8.74	4.42	5.71	2.65
Feb-10	32.64	31.95	35.41	12.77	9.21	4.31	6.09	3.03
Mar-10	30.05	28.91	41.04	13.12	10.91	5.45	7.11	4.45
Apr-10	26.22	31.18	42.60	13.83	11.66	5.89	7.47	3.75
May-10	26.56	29.55	43.89	14.92	11.88	5.77	7.62	3.70
Jun-10	27.72	30.89	41.39	14.44	11.63	5.34	6.80	3.18
Jul-10	27.03	29.72	43.25	15.38	11.76	5.42	7.05	3.64
Aug-10	25.75	29.31	44.94	14.79	12.57	5.42	7.93	4.23
Sep-10	25.54	30.19	44.27	14.61	12.57	5.36	7.76	3.97

资料来源： 中国人民银行网站

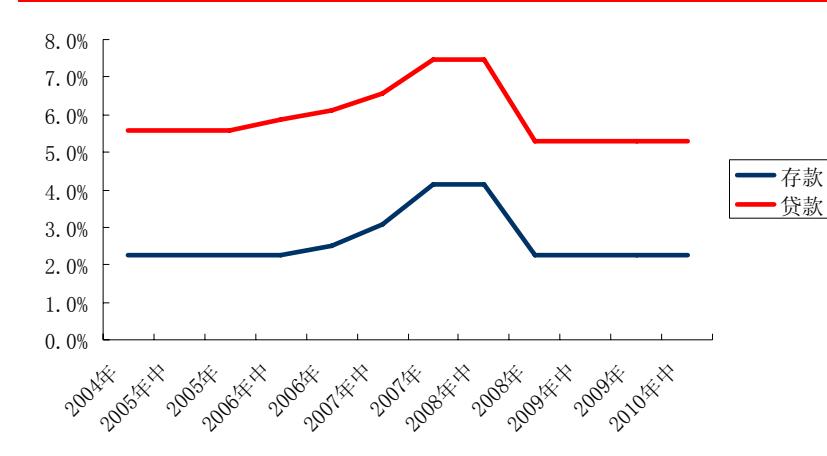
3.3 加息周期有利于建行息差收入提升

进入 2010 年下半年以来，国内外流动性宽松预期加强，国内物价上升势头有所加快，中国人民银行 10 月 20 日上调金融机构人民币存贷款基准利率。这是三年来首次加息，也被广泛认为是新一轮加息周期的开始。

3.3.1 加息周期中银行的净息差水平通常会扩大

我国 2006 至 2008 年间的历史经验显示，商业银行的净利差 **NIS** 及净息差 **NIM** 在加息周期中扩大，在降息周期中缩小，但在变化节奏上较央行基准利率滞后半年左右时间。图 32 显示了人行公布的金融机构人民币存、贷款 1 年期基准利率历史变动情况。上一轮加息周期自 2006 年初开始，到 2007 年 12 月结束；降息周期则从 2008 年 9 月开始，于同年 12 月完成。

图 32 金融机构一年期存、贷款基准利率

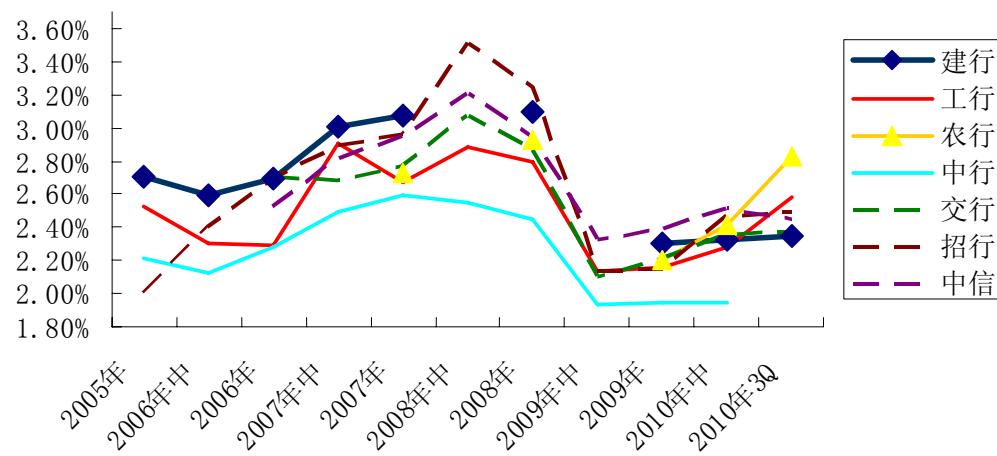


资料来源：中国人民银行网站

虽然央行加息通常是存、贷款同时进行，但由于存款中有将近一半是活期存款，而活期存款的利率远低于定期存款利率且在每次加息中上升都很少，这就造成在加息周期中银行存款总体成本率的上升小于贷款总体收益率的上升幅度，从而扩大了银行的利差。

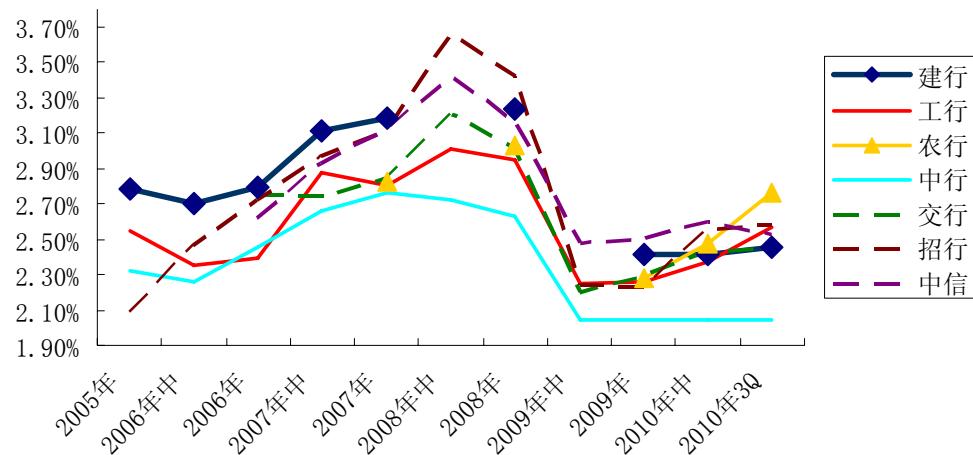
如图 33 显示了各行历史净息差 NIM 及净利差 NIS 的情况。可见各行在 2006 年至 2007 年间的加息周期中，息差水平均出现上升，并且基本都比基准利率滞后半年于 2008 年中达到顶点；随后，央行基准利率在 2008 年下半年内完成了下调全过程，而大部分行的 NIS、NIM 在 2008 年底时仅比年中轻微下降，滞后到 2009 年中才基本降至底部。

图 33 部分上市银行历史净利差 NIS



资料来源：公司公告、Wind 资讯、中投证券研究所

图 33 部分上市银行历史净息差 NIM



资料来源：公司公告、Wind 资讯、中投证券研究所

在幅度上，上次加息周期中一年期贷款的最高利率（07年12月7.47%）与最低利率（06年4月5.58%）之差大约为1.89%。同期商业银行（此处以建行为例）净利差 NIS 最高值（08年中报3.16%）与最低值（06年中报2.59%）的差距为0.57%；同期建行净息差 NIM 最高值（08年中报3.29%）与最低值（06年中报2.70%）差距为0.59%。可见，建行净息差 NIM 在上个加息周期中的上升幅度约为一年期贷款基准利率升幅的三分之一。

3.3.2 银行息差在加息周期中的上升理论上可以被非对称加息抑制，但不对称性必须足够大。

前面已经提到，在央行加息过程中，银行息差水平一般会扩大。主要原因是：虽然存款成本率及贷款收益率在加息周期中都会上升，但存款中50%左右的活期存款在加息周期中利率上升往往很小，造成存款整体成本率的上升小于贷款整体收益率的上升。

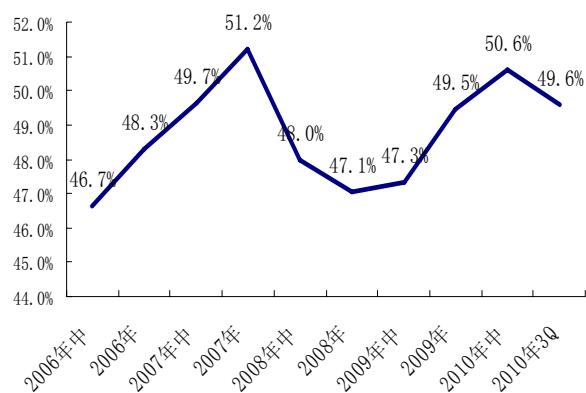
但是，“加息周期——息差上升”这一规律是否每次都会精确重演？如果央行出于种种目的（降低银行业利润以补贴实体经济、少加贷款利率保护企业、多加存款利率抑制负利率和资产泡沫等）而非对称加息，则有可能抑制银行息差的上升。

可以抑制银行息差上升的非对称加息有两种情况：一是长期存款加息幅度大大高于短期存款加息幅度；二是存款基准利率整体上升幅度大大高于贷款基准利率整体上升幅度，甚至是只提高存款基准利率而不提高贷款基准利率。

第一种非对称加息很难抑制银行息差的扩大。在这种加息中，央行通过使长期存款加息幅度大大高于短期存款加息幅度，以此引导存款期限长期化，这也正是今年10月20日加息的真实情况。在这种非对称加息中，由于活期存款占比有减少倾向，从而有可能抵消活期存款成本率不易上升导致的存款总体成本率上升小于贷款总体收益率上升幅度的现象，并进而扩大银行息差的现象。

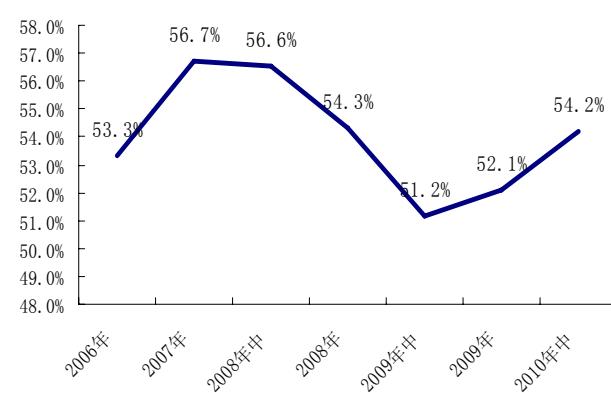
但是，通过图34、图35可见，历史数据显示，在加息周期中银行的活期存款占比上升；在加息停止后活期存款占比上升的趋势也停止、甚至开始下降；在降息周期中活期存款占比下降。这一现象背后的原因可能是：加息周期通常是经济过热的时期，此时经济活跃、资产价格快速上升，吸引居民及企业将定期存款转为活期以伺机投资获利；加息周期的停止通常意味着经济的过热已被制止，甚至很可能将进入一个衰退阶段，经济活动将变得迟滞、资产价格面临回落，因此经济主体纷纷把资金变为定期存款以锁定高利率、避免风险。如果这一逻辑正确并在本次加息周期中重演，则即使央行在加息中有意多加长期存款利率，也很可能不足以引导存款实现长期化，从而不能有效抑制加息周期中银行息差的扩大。

图34 我国金融机构活期存款占比情况



资料来源：人民银行网站

图35 建行活期存款占比情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

第二种非对称加息有可能阻止银行息差的扩大，但成功与否取决于央行的决心。第二种非对称加息是存款利率上升幅度大大高于贷款利率上升幅度，甚至是只提高存款利率而不提高贷款利率。如果央行下定决心要抑制银行息差在加息周期中的扩大，则采用这种非对称加息手段必然能够达到目的，甚至可以使银行息差在加息周期中降低。

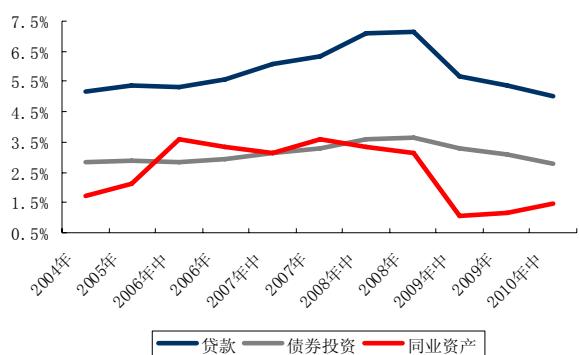
但是央行要下决心抑制银行的息差上升需克服两个方面的阻力：1) 在目前商业银行资本充足率监管标准日益提高，而资本市场日益不愿承受银行巨量融资的情况下，商业银行的利润成为其内生补充资本的最重要途径，在这种背景下，若要抑制银行息差很可能会听到较多的反对声音；2) 如果过分抑制银行的息差水平，银行有可能产生惜贷情绪，不愿积极发放贷款，有可能造成部分负债率较高的企业财务链条断裂，这是金融当局所不愿看到的。

因此我们认为，本次加息周期中，银行息差的上升被非对称加息有效抑制的可能性不大。

3.3.3 建行相对大行较高的贷款占比、稳定的存款来源有助于建行在加息周期中受益

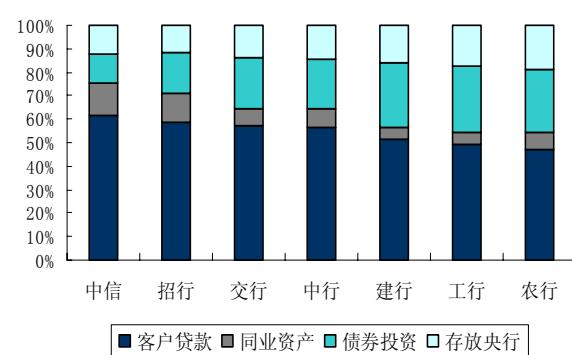
如图 36，在上个加息周期中，建行贷款总体收益率上升了约 1.5%，债券收益率上升了约 0.5%，同业资产收益率上升了约 1.5%。可见，贷款及同业资产收益率在加息周期中上升幅度较高，这两类资产占比较高的银行在加息周期中受益程度更大。图 37 显示 2010 年三季度末部分银行生息资产构成情况。建行的贷款及同业存款占比之和虽不及中信、招行等股份制银行，但高于工行及农行。建行贷款占比虽低于中行，但中行表内较多的外币业务使其在人民币加息周期中息差上升幅度被打折扣，因此受益程度相对建行优势不会太明显。因此建行应当是工农中建四行中收益于加息周期相对较大的银行。

图 36 建行各类资产历史收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

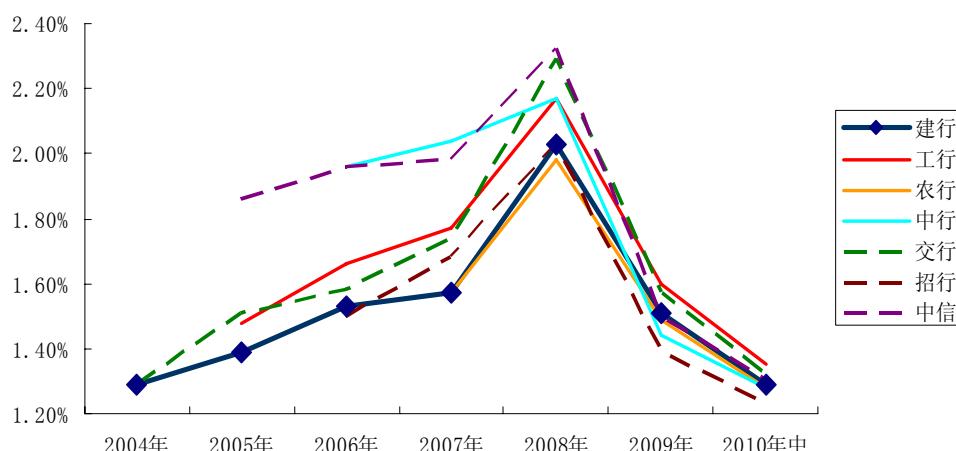
图 37 部分上市银行生息资产构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

由于加息周期通常会伴有数量型货币政策工具的紧缩，因此加息周期中银行面临的揽存压力较高。图 38 显示，在上个加息周期中，建行的存款成本率上升幅度处于同业较低水平，仅比农行略高，充分体现了建行作为网点众多的大行在揽储方面具有优势。在未来的加息周期中，建行仍将受益于稳定的存款来源。

图 38 部分上市银行历史存款成本率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

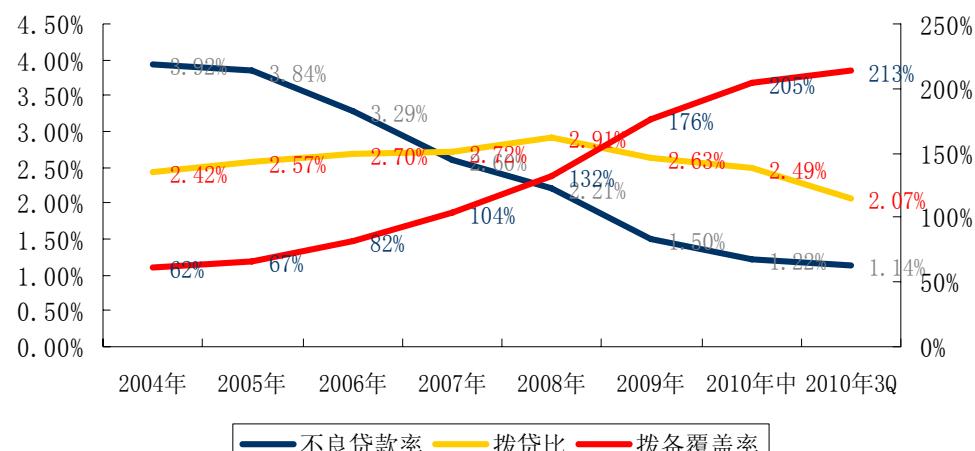
四、资产质量基本稳定，但不良贷款率有小幅上升的可能

可能

4.1 建行贷款质量持续改善，不良率创历史新低

图 39 显示建设银行贷款不良率及拨备覆盖率都处于持续改善趋势之中，今年 6 月末及 9 月末，公司不良贷款率分别为 1.22% 和 1.14%；不良贷款拨备覆盖率为 204.72% 和 213.48%，均为公司历史最佳水平。虽然公司的拨备覆盖水平保持上升，但拨备占贷款总额的比例却在下降，今年 6 月末及 9 月末的拨贷比分别为 2.49% 和 2.07%。拨贷比（拨备/贷款总额）的下降与不良率的持续下降有关，并不能说明公司的拨备政策不再审慎。但若传闻中 2.5% 的拨贷比监管要求真正开始实施，公司需要补提约 236 亿元的拨备，约占公司 2010 年前九个月净收入（1106 亿）的 21%。

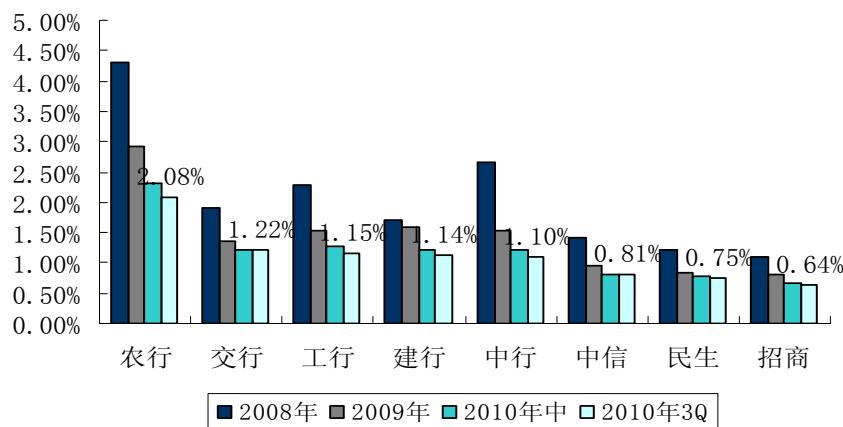
图 39 建设银行贷款质量



资料来源：公司公告、中投证券研究所

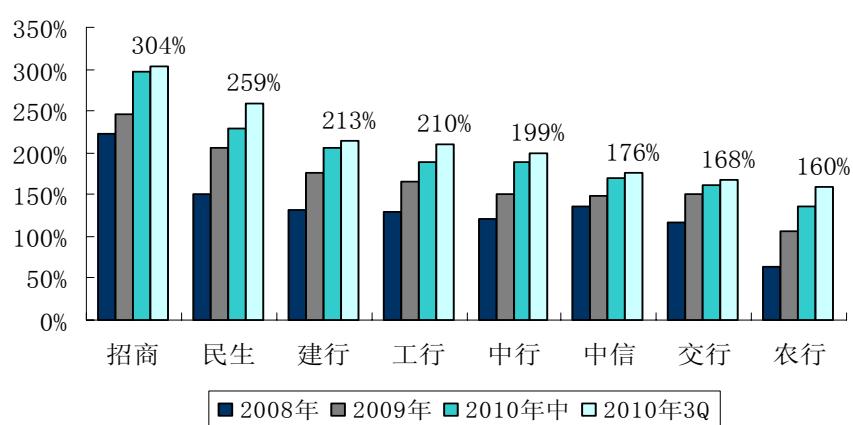
如图 40、图 41、图 42，横向对比来看，建行的资产质量处于行业中游，拨备水平则处于行业中上游。截至 2010 年三季度末，建行的不良贷款率为 1.14%，高于五大行中的中行（1.10%），低于农行（2.08%）、交行（1.22%）、工行（1.15%）；拨备覆盖率为 213.4%，高于工、农、中、交等其他四大行；拨贷比 2.25%，高于中行（2.19%）、交行（2.05%），低于农行（3.32%）、工行（2.42%）。这里也可看到，如果传闻中 2.5% 的拨贷比监管新规付诸实施，目前只有农行不需补提拨备。

图 40 部分上市银行不良贷款率



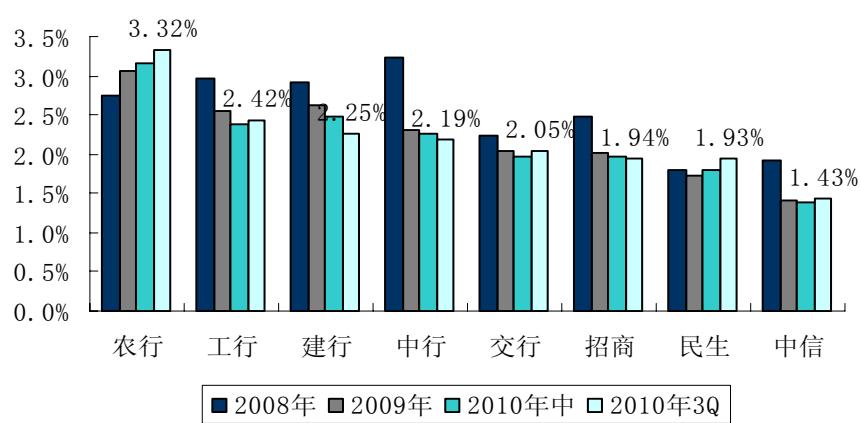
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 41 部分上市银行拨备覆盖率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 42 部分上市银行拨贷比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

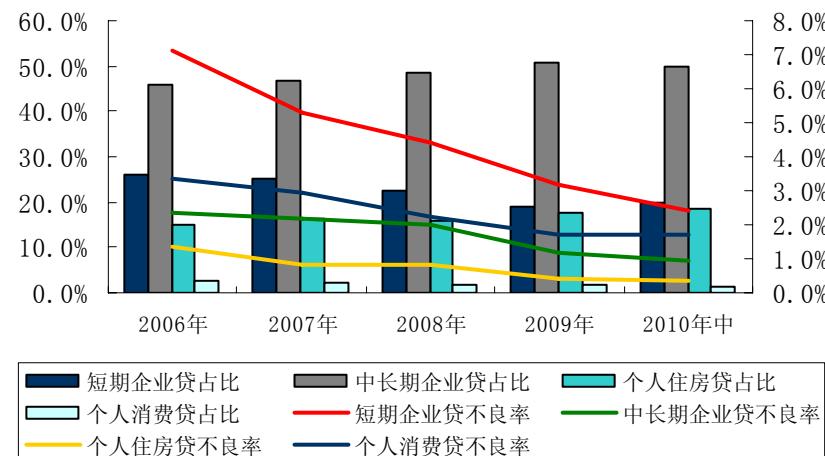
4.2 资产质量总体稳定，但贷款不良率有小幅上升可能

我国 16 家上市银行中的大多数自有定期财务数据披露以来，贷款不良率就处于持续下降的趋势中，建行的不良率也从 2004 年的 3.92% 逐步降至 2010 年 3 季度末的 1.14%，中间虽经历了 08 年国际金融危机，不良率也从未出现过反弹上升。进入 2010 年下半年以来，国内外经济环境日益复杂，包括建行在内的银行资产质量存在一定的不确定性。我们通过综合考虑建行的贷款内部结构、贷款五级分类占比变化、以及贷款拨备政策等方面因素，认为公司的不良贷款率未来仍将保持稳定，但存在小幅上升的可能。

4.2.1 基于贷款内部结构推测不良率变化

图 43 显示建设银行短期企业贷、中长期企业贷、个人消费贷、个人住房贷等四类贷款的占比及不良率。静态来看，四类贷款中期限较短的短期企业贷和个人消费贷不良率高于期限较长的另外两类贷款。2010 年年中，短企、个消、长企、个房四类贷款的不良率依次为 2.4%、1.7%、0.9%、0.4%。动态来看，期限较短的“短企”和“个消”两类贷款不良率水平虽然偏高，但一直处于持续下降趋势之中；而中长期限的“长企”和“个房”两类贷款不良率虽然总体上也呈现下降趋势，但下行速度已经较慢，而且在 08 年经济环境恶劣时出现了下降势头减缓甚至掉头上升的情况，经过 09 年的天量信贷投放才再次进入下降通道。

图 43 建设银行贷款结构及各类贷款不良率



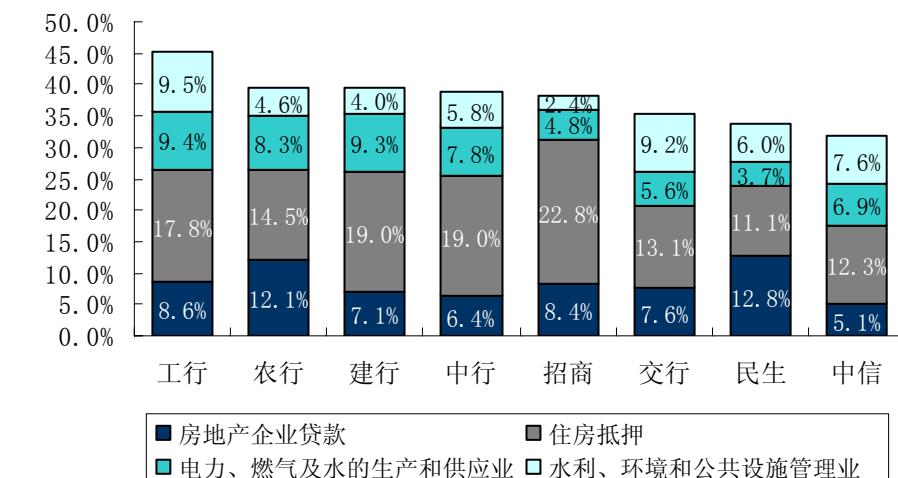
资料来源：公司公告、中投证券研究所

我们认为图 43 中有两个可能造成未来不良率上升的潜在因素：1、对于“长企”、“个房”两类贷款，若不考虑 09 年天量信贷稀释作用造成的不良率较快下降，其不良率总体上已经处于底部稳定水平，进一步内生性下降的空间不大，而一旦经济紧缩还有上升的可能；2、对比 2010 年中报与 2009 年末的贷款结构，可见不良率最高的“短企”贷款占比较快上升，不良率较低的中长期

企业贷款占比下降，这种结构变化预示着公司总体贷款不良率有上升的倾向，虽然同期内不良率很低的个人住房贷款占比上升可对总体不良率产生向下的摊薄作用，但其效果应当不足以抵消另外两种贷款占比变化的合力效果。同时，随着 09 年大量基建项目的逐渐完工投入使用，预计未来一到两年内，中长期公司贷比例下降、短期公司贷比例上升的趋势有可能持续，给公司贷款不良率带来一定向上的压力。

从贷款行业结构上看，建行在敏感行业的贷款分布处于大行中游水平。如图 44 近期较为敏感的房地产企业贷款在建行总贷款中占比 7.1%，处于各行较低水平，在五大行中仅高于中行（6.4%）；与基建、公共事业相关的贷款在建行总贷款中占比共 13.3%，与农行（12.9%）、中行（13.6%）接近，低于工行（18.9%）、交行（14.8%）。因此，若这些敏感行业的贷款不良率真的出现上升，建行受到的负面影响在大行中应当相对较小。

图 44 部分上市银行敏感行业贷款占比情况

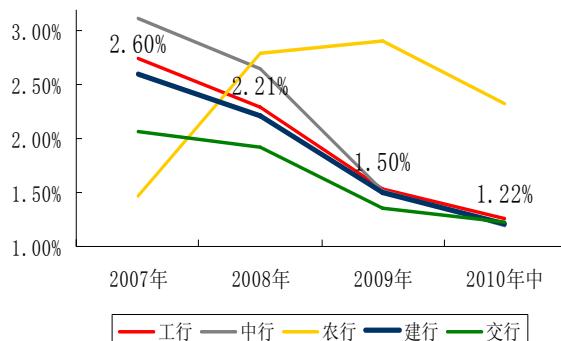


资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.2 基于关注类贷款变动推测不良率变化

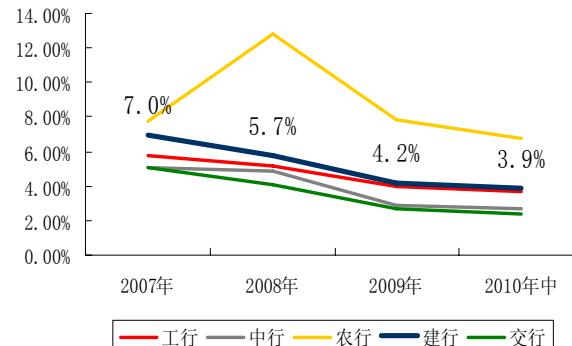
图 45 和图 46 分别是五大行近三年来不良贷款率和关注类贷款占比变动情况对比。可见，自 07 年以来，除农行外各大行的不良贷款占比及关注类贷款占比均处于持续下降趋势中。

图 45 五大行不良贷款率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

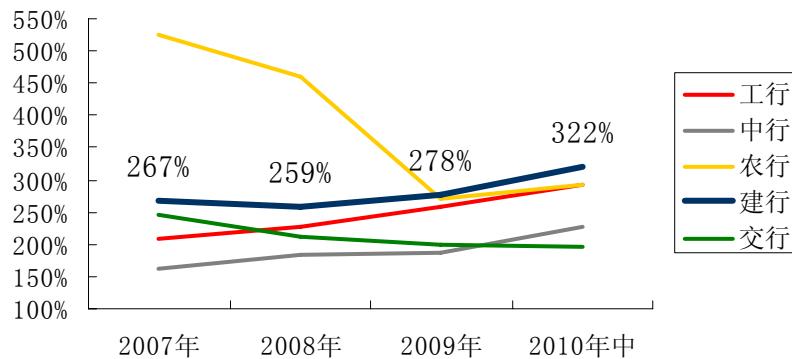
图 46 五大行关注类贷款占贷款总额比例



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 47 则显示除交行外的各大行“关注类贷款/不良贷款”比率均出现上升。其含义是：虽然各大行的不良贷款率与关注贷款率都在下降，但不良贷款率下降速度更快。“关注类贷款/不良贷款”比率的提升虽然会对银行的不良率产生一定的上升压力，但由于关注类贷款本身占总贷款的比重也处于下降之中，因此这种压力作用较弱，导致不良率上升的可能性存在，但即使上升幅度将较小。

图 47 五大行“关注类贷款/不良贷款”



资料来源：公司公告、中投证券研究所

4.2.3 基于贷款拨备监管要求变动推测不良率变化

传闻中的拨贷比监管新标准有可能造成贷款不良率上升，但并不影响实际贷款质量。

在银监会前期发给商业银行的征求意见稿中，出现了拨贷比须达到 2.5% 以上、拨备覆盖率达到 150% 以上的新监管标准。前面的图显示，截至 2010 年三季度末五大行中仅有农行的拨贷比达到了传闻中 2.5% 的新监管标准。一旦传闻中的标准付诸实施，各行必须提高拨备水平。

在贷款质量（此处指贷款实际状态，而非不良贷款率）不发生变化的前提下，提高拨备率有两种途径：一是增加拨备计提，二是减慢不良贷款的核销以减少现有拨备的消耗。关于减慢不良贷款核销对积累拨备的意义可以从一个简单的例子中看出来：例如某行原有贷款 100 亿，其中 2 亿元为不良贷款，该行不良贷款拨备余额 3 亿元，则该行初始拨贷比 3%，拨备覆盖率 150%，均符合监管标准；如果该行确认 1 亿不良贷款发生损失并将其核销，则该行不良贷款余额减为 1 亿元，不良贷款减值准备相应减少至 2 亿元，导致该行拨备覆盖率上升至 200%，但拨贷比降为 2%，低于 2.5% 的监管标准。为了使拨贷比再次达标该行将不得不增加新的拨备计提，从而影响当期净利润水平。

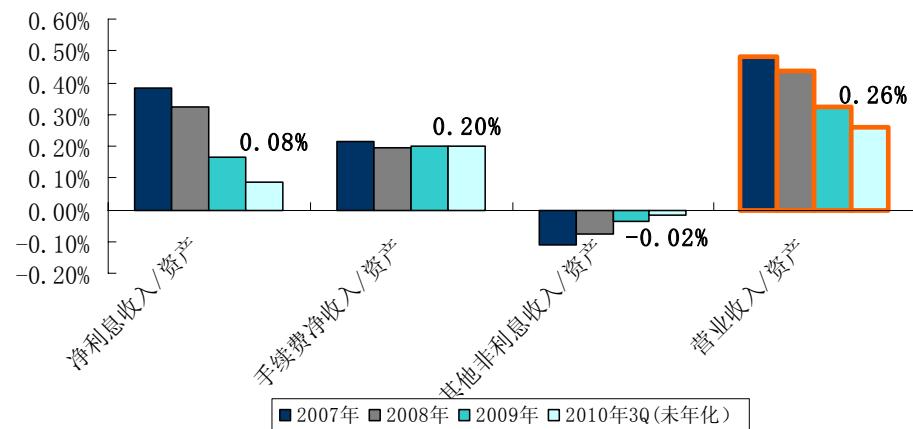
从上面例子中可以看出，及时核销不良贷款虽然能使银行的不良贷款率保持在较低水平，但同时也很可能会降低拨贷比，导致新拨备的计提。较低的不良贷款率虽然令人赏心悦目，但新拨备的计提则会实实在在的侵蚀银行的净利润。因此若监管新规付诸实施，预计各行将减慢不良贷款核销，积累不良贷款及不良贷款拨备。理论上讲，当不良率积累至 1.67% 左右的水平时，150% 的拨备覆盖率刚好也满足 2.5% 的拨贷比，是最终的稳态均衡点。

再次观察前面的图 40 可见，截至 2010 年三季度末，除农行外的各行贷款不良率均低于 1.67%，一旦拨贷比监管要求实施，有可能通过积累拨备寻求利益最大化，导致贷款不良率上升。

五、佣金手续费收入优势明显、增势良好

佣金及手续费收入是建行持续领先于国内同业的业务领域，其“佣金及手续费净收入/资产”比率自 2007 年以来始终高于同业平均水平 0.2% 左右，对建行高于同业平均的 ROA 水平形成了持续稳定的支撑，见图 16。

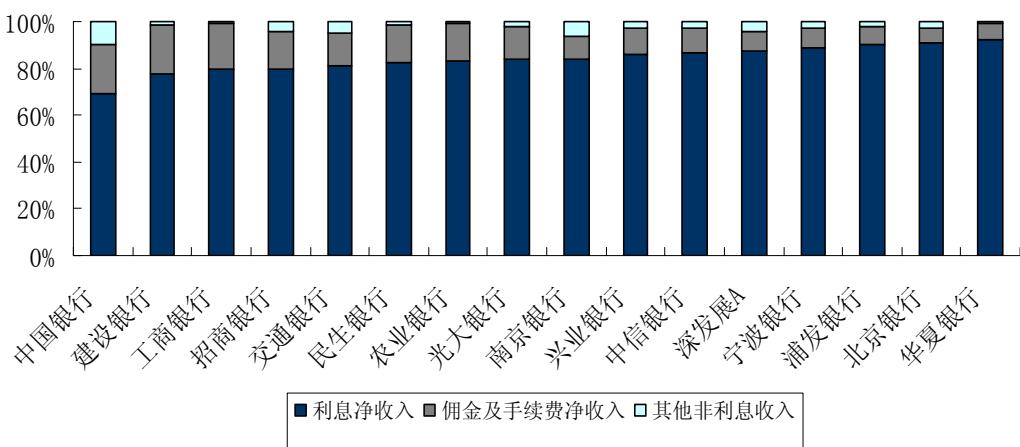
图 16 “营业收入/资产”分解比率——建行高于上市银行平均水平的幅度



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2010 年前三季度，建设银行实现手续费及佣金净收入 486.81 亿元，仅次于工行（545.63 亿元）居行业第二位。建行手续费及佣金净收入占营业收入比重 20.7%，为 A 股 16 家上市银行最高水平，如图 48。

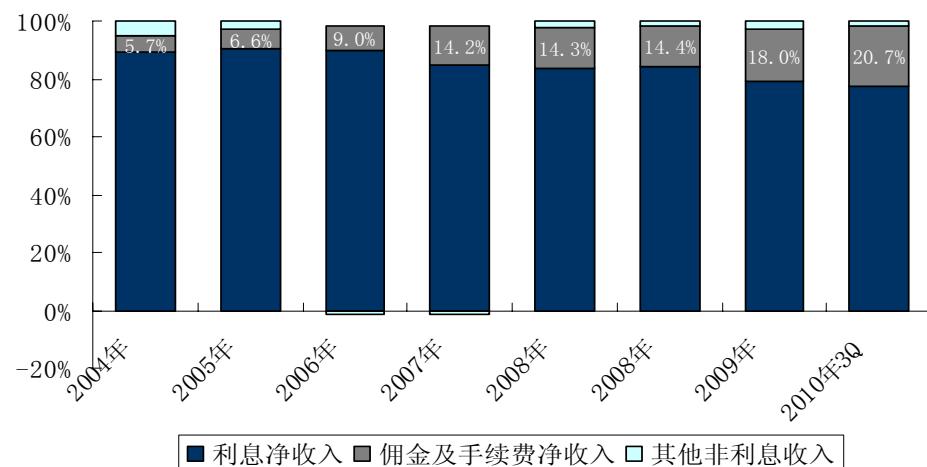
图 48 A 股上市银行营业收入构成比较



资料来源：公司公告、中投证券研究所

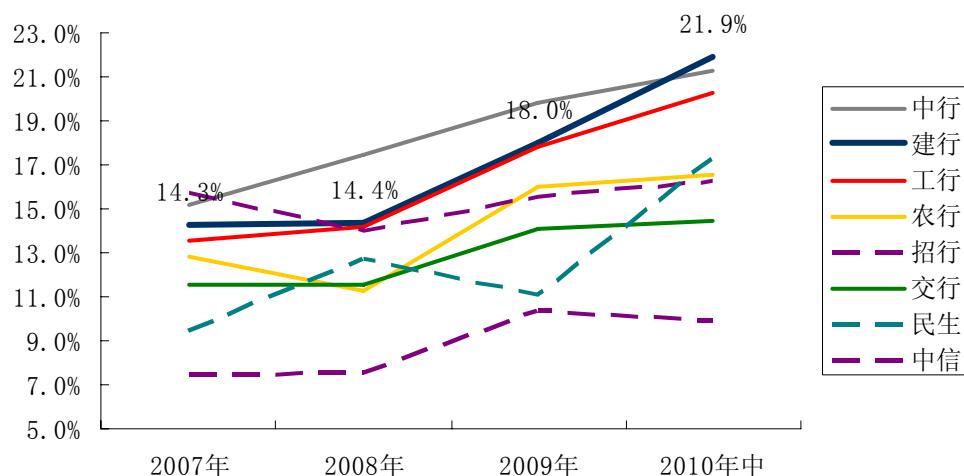
动态来看，自 2004 年以来建行的佣金及手续费净收入占营业收入的比重持续上升，从最初的 5.7% 升至 2010 年中的 20.7% 见图 49。从图 50 可以看出，2007 年来，建行佣金及手续费净收入占营业收入的比重不仅水平高，而且稳健上升，最终于 2010 年中一举超过中行成为行业第一。

图 49 建行历年营业收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 50 部分上市银行佣金手续费净收入占营业收入比重



资料来源：公司公告、中投证券研究所

就佣金及手续费收入的获得效率方面看，建行 2010 年前三季度平均每分机构获得手续费净收入 363 万元，在五大行中排名第三；平均每员工获得手续费净收入 16.2 万元，为五大行最高水平，见表 5。

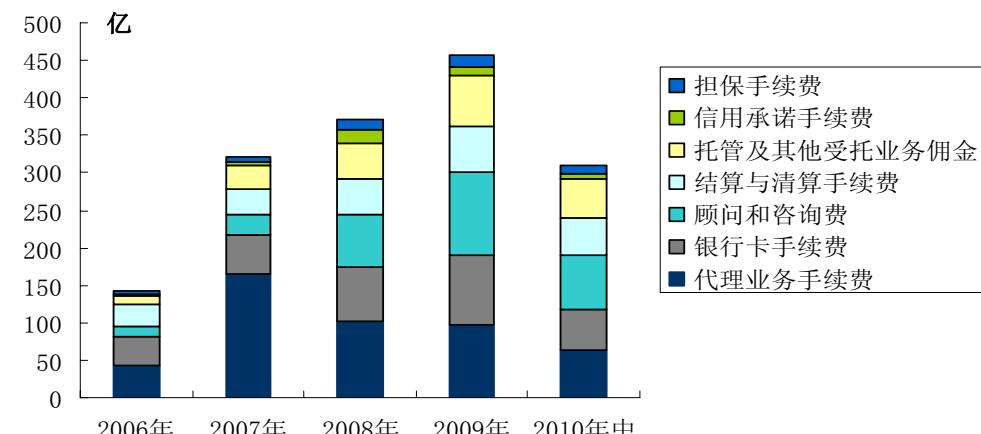
表 5 建行网点数与他行对比，企业/个人客户数与他行对比

	手续费及佣金净收入 (单位: 百万元)	机构数	员工数	手续费净收入/机构	手续费净收入/人数
				(单位: 万元)	(单位: 万元)
交行	10,665	2,761	80,137	386	13.3
中行	41,344	10,996	262,114	376	15.8
农行	34,032	23,624	441,144	144	7.7
建行	48,681	13,403	299,917	363	16.2
工行	54,563	16,391	388,032	333	14.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

从建行佣金及手续费收入的构成上看，2007 年以前的主要构成部分是代理业务、银行卡业务以及结算清算业务；2007 年股市活跃导致当年建行几乎一半的佣金及手续费收入来自代理（基金、保险的销售）业务；2008 年以来，建行佣金及手续费收入的结构日趋均衡，代理业务的占比下降，顾问咨询业务、托管业务占比较快扩大，与传统的代理业务、银行卡业务以及结算清算业务共同构成佣金手续费收入的五大支柱。2010 年上半年，建行代理业务、银行卡业务、顾问咨询业务、结算清算业务、托管业务获得的收入分别为 62.6 亿元、55.2 亿元、71.9 亿元、49.2 亿元以及 52.1 亿元，见图 51。

图 51 建行佣金手续费收入内部结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、盈利预测、估值与评级

6.1 盈利预测

假设建设银行 2010、2011 年的贷款增速分别为 16.9%、15.5%，存款增速分别为 20.6%、19.1%，净利息差水平分别为 2.40%、2.45%，非利息收入增速分别为 26.6%、22.0%，成本收入比分别为 28%、29%；同时考虑公司 2010 年 A+H 配股影响。根据上述假设，公司未来三年盈利预测见表 6。

表 6 建设银行盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	267,228	322,192	396,123	442,139
同比(%)	-0.22%	20.57%	22.95%	11.62%
归属母公司净利润(百万元)	106,892	145,573	169,706	191,226
同比(%)	13.40%	36.19%	16.58%	12.68%
ROAE(%)	20.84%	22.84%	21.98%	21.44%
EPS(元)	0.46	0.59	0.69	0.77
P/E	10.2	7.9	6.8	6.1
P/B	1.96	1.61	1.39	1.21

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6.2 绝对估值

我们采用 3-Stage DDM Model 对建设银行进行绝对估值。模型假设三阶段分别为 5 年、10 年、永续，公司三个阶段的平均 ROAE 分别为 21.8%、15%、7%，平均分红比例为 42%。详细假设条件见表 7。经模型运算得出的建设银行目标股价为 5.46 元，对应的 2010 年 PE、PB 分别为 9.3x、1.88x，见表 8。

表 7 绝对估值假设

	无风险利率	市场回报率	Beta	股权成本
基本假设	3.00%	11.00%	1	11.00%
年数	平均 ROAE	平均分红比例	CAGR	
显性期(2010-2014)	5	22%	42%	13%
半显性期(2015-2024)	10	15%	42%	9%
平稳发展期(2025-)	永续	7%	42%	4%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 绝对估值结果

目标股价	显性期股利现值	半显性期股利现值	永续期股利现值
5.46	1.19	2.23	2.05
EPS(2010E)	BVPS(2010E)	PE(x)	PB(x)
0.59	2.91	9.3	1.88

资料来源：公司公告、中投证券研究所

6.3 相对估值

表 9 将 A 股上市银行按照 2010 年三级度末的总资产规模排序。从资产规模上看，建设银行与工行、农行、中行较为接近，这四家银行目前的动态 PE 分别为 7.6x、9.8x、9.3x、8.5x，动态 PB 分别为 1.80x、2.22x、1.65x、1.59x，从 PE 上看建行位于规模相近可比公司的最低水平，从 PB 上看建行估值位于规模相近可比公司中等偏上水平。

表 9 上市银行资产规模与估值

	资产 (百万元)	PE	PB
工商银行	13,417,887	9.8	2.22
建设银行	10,579,050	7.6	1.80
农业银行	10,117,122	9.3	1.65
中国银行	10,102,435	8.5	1.59
交通银行	3,802,705	8.3	1.51
招商银行	2,359,564	10.7	2.20
浦发银行	1,975,718	9.5	2.31
中信银行	1,947,615	9.6	1.89
兴业银行	1,810,267	8.1	1.66
民生银行	1,764,395	8.0	1.39
光大银行	1,491,041	11.7	1.96
华夏银行	1,010,791	9.6	1.69
北京银行	689,759	9.7	1.80
深发展 A	675,064	9.4	1.84
宁波银行	234,968	14.6	3.29
南京银行	198,569	11.5	2.05

资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

表 10 按上市银行 2010 年前三级度净利润同比增速排序。从净利润增速看，建设银行与交行、民生较为接近。这三家银行目前的动态 PE 分别为 7.6x、8.3x、8.0x。可见，建行的 PE 估值在利润增速接近的可比公司中处于较低水平。

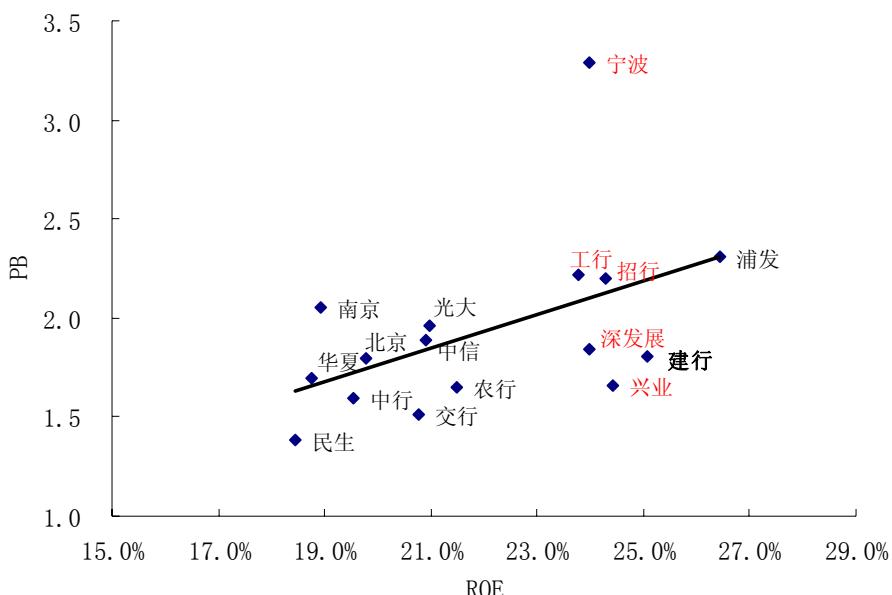
表 10 利润增速与估值

	净利润同比增速	PE
光大银行	71.35%	11.7
华夏银行	71.32%	9.6
宁波银行	70.20%	14.6
招商银行	57.40%	10.7
中信银行	52.87%	9.6
南京银行	49.54%	11.5
浦发银行	44.26%	9.5
兴业银行	42.03%	8.1
农业银行	36.32%	9.3
北京银行	35.46%	9.7
深发展 A	30.15%	9.4
交通银行	28.43%	8.3
建设银行	28.41%	7.6
民生银行	28.29%	8.0
中国银行	27.48%	8.5
工商银行	27.24%	9.8

资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

图 52 是上市银行 ROE 水平与 PB 估值的散点分布图，反应了银行盈利能力与估值水平之间的正相关关系。如图所示，从 ROE 水平上看，建设银行与工行、招行、深发展、兴业等行处于可比位置，并且在这些可比公司中 PB 水平偏低。

图 52 上市银行盈利能力与估值



资料来源：Wind 资讯、中投证券研究所

综合考虑建设银行在规模、盈利水平以及盈利能力方面的优质表现，结合上述绝对估值、相对估值的结果，我们认为建设银行的估值水平仍有提升空间，合理的 PB 指标应当在 1.86x 至 1.90x 左右，结合 2010 年预计为 2.91 元的 BVPS，对应的目标价格为 **5.46** 元左右。

2010 年 11 月 22 日，建设银行 A 股收盘价为 4.67，较目标价仍有 15% 左右的折价，我们给出“**推荐**”评级。

附：财务预测表

利润表 (亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2672	3222	3961	4421	贷款增长率	27.4%	16.9%	15.5%	15.0%
净利息收入	2119	2522	3107	3402	贷款平均收益率	5.4%	5.2%	5.7%	5.5%
手续费及佣金净收入	481	606	739	891	存款增长率	25.5%	20.6%	19.1%	16.8%
投资收益	73	94	115	129	存款平均收益率	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%
营业支出	160	193	238	265	贷存比	60.2%	58.2%	56.6%	55.6%
业务及管理费	879	902	1149	1282	生息资产增长率	28.1%	21.2%	19.8%	16.5%
拨备前利润	1634	2126	2575	2874	生息资产平均收益率	3.9%	3.8%	4.0%	3.9%
资产减值损失	254	245	382	403	计息负债增长率	28.8%	19.2%	19.8%	16.6%
税前利润	1389	1892	2205	2484	计息负债平均收益率	1.6%	1.5%	1.7%	1.7%
净利润	1070	1457	1698	1913	净息差 (NIM)	2.4%	2.4%	2.5%	2.3%
归母公司净利润	1069	1456	1697	1912	净利差 (NIS)	2.4%	2.4%	2.5%	2.3%
资产负债表 (亿元)	2009	2010E	2011E	2012E	成本收入比	32.9%	28.0%	29.0%	29.0%
资产	96234	116290	138936	161520	减值损失/生息资产	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%
贷款及垫款	46929	54878	63390	72917	增长率	2009	2010E	2011E	2012E
债券投资	25788	31946	38720	45948	净利息收入	-5.9%	19.0%	23.2%	9.5%
存放中央银行	14101	18340	24147	28209	手续费及佣金净收入	25.0%	26.2%	21.9%	20.6%
存放同业	7130	8728	10160	11807	拨备前利润	-3.8%	30.2%	21.1%	11.6%
负债	90643	109129	130645	151965	EPS	13.4%	28.5%	16.6%	12.7%
吸收存款	80013	96526	114983	134328	资产质量	2009	2010E	2011E	2012E
同业及央行负债	8155	8659	11111	12799	不良贷款率	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%
应付债券	986	1085	1194	1313	拨备率	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%
所有者权益	5590	7162	8291	9555	拨备覆盖率	175.8%	180.0%	180.0%	180.0%
母公司所有者权益	5555	7200	8332	9600	资本管理	2009	2010E	2011E	2012E
利润结构	2009	2010E	2011E	2012E	资本充足率	11.7%	13.7%	13.3%	13.1%
净利息收入/营业收入	79%	78%	78%	77%	核心资本充足率	9.2%	11.5%	11.3%	11.3%
非利息收入/营业收入	21%	22%	22%	23%	RWA/生息资产	55.3%	54.7%	53.9%	53.4%
贷款利息收入占比	71%	68%	67%	66%	盈利与估值	2009	2010E	2011E	2012E
债券利息收入占比	21%	21%	21%	22%	RORWA	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%
同业利息收入占比	5%	7%	7%	8%	PPOP ROAA	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
资产负债结构	2009	2010E	2011E	2012E	ROAA	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%
生息资产比例	97.6%	97.9%	98.2%	98.4%	PPOP ROAE	31.8%	33.4%	33.3%	32.2%
贷款/生息资产	50.0%	48.2%	46.5%	45.9%	ROAE	20.8%	22.8%	22.0%	21.4%
债券/生息资产	27.4%	28.0%	28.4%	28.9%	EPS(basic)	0.46	0.59	0.69	0.77
同业资产/生息资产	7.6%	7.7%	7.4%	7.4%	BVPS	2.38	2.91	3.36	3.87
计息负债比例	98.4%	97.4%	97.4%	97.7%	PE(目标价)	11.9	9.3	8.0	7.1
存款/计息负债	89.7%	90.8%	90.3%	90.5%	PE(现价)	10.2	7.9	6.8	6.1
同业融资/计息负债	9.1%	8.1%	8.7%	8.6%	PB(目标价)	2.3	1.9	1.6	1.4
发行债券/计息负债	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	PB(现价)	2.0	1.6	1.4	1.2

资料来源：公司报表、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭：中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

林帆：中投证券研究所银行业分析师，曾任职于国有大型商业银行，2010 年加入中投证券。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434