



建設銀行 (601939.SH/0939.HK)

A/H 股投資評等及目標價

| | |
|-----------|----------------------------------|
| A股 | 601939.SH 買進 目標價 : 5.96RMB |
|-----------|----------------------------------|

| | |
|-----------|--------------------------------|
| H股 | 0939.HK 買進 目標價 : 8.64HKD |
|-----------|--------------------------------|

基本資料

| 股票資訊 | H股 | A股 |
|-------------|-------------|------------|
| 目前股價 | 7.29 | 4.97 |
| 股票代碼 | 0939 | 601939 |
| 日成交量 | 297,730,000 | 40,034,800 |
| 52周最高價/最低價 | 8.47/6.10 | 5.77/4.49 |
| 發行股數(百萬股) | 234,282 | 234,282 |
| 其中：流通股(百萬股) | 75,440 | 75,440 |
| 第一大股東 | 中央匯金投資有限公司 | |

| 最近估值走勢 | 1-w | 1-m | 3-m | YTD |
|-----------|-------|------|------|--------|
| 601939.SH | -0.6% | 3.9% | 9.2% | -11.6% |
| 000001.SH | -0.6% | 0.8% | 4.3% | 5.8% |

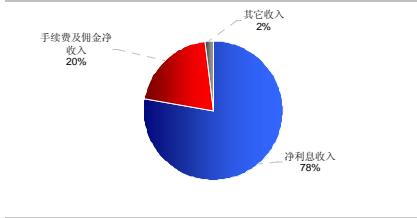
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

主營業務收入



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：袁曉雨 Rainy Yuan

電郵：rainy.sh@masterlink-cn.com

資產減值大幅計提減輕未來撥備壓力

- **公司2010年淨利潤低於預期，減值增加是主因。**公司2010年實現淨利潤1351.80億元，同比增長26.56%，合每股收益0.56元。其中4Q10淨利潤244.67億元，同比增長18.24%，環比大幅下降16.04%，合每股收益0.10元，較我們預期高28.2%。淨利潤環比大幅下降的主要原因是公司在4Q10大幅增加資產減值損失的計提。
- **公司淨息差逐季提升，預計2011年提升3-5bps。**2010年公司淨利差和淨息差分別提升10bps和8bps，主要是公司升息資產結構優化，貸款占比提升及活期存款占比上升所致。我們認為儘管2011年行業貸款議價能力大幅提升，但公司貸款增速將下降，預計公司2011年淨息差提升3-5bps.。
- **4Q10資產減值損失大幅增加，未來撥備壓力低。**2010年公司資產質量繼續改善，不良貸款餘額及比例均下降，撥備覆蓋率大幅提升。公司4Q10資產減值損失環比增長493.06%，損失率升至18.78%，撥貸比超過2.5%的要求達到2.52%，公司未來撥備壓力減輕，為利潤增長保留空間。
- **評價及投資建議：**儘管信貸業務淨收入增速可能下降，但公司中間業務收入仍將延續高增長；資產減值損失大幅計提使未來撥備壓力減輕，從而為淨利潤增長保留空間。預計公司2011年實現淨利潤1654.98億元，同比增長22.43%，合每股收益0.66元，對應2011年7.51倍PE和1.66倍PB，我們維持公司A股和H股“買進”評級，對應目標價分別為5.96元和8.64港元。

主要財務分析

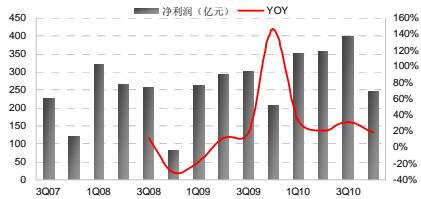
| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(F) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 淨利息收入 | 103,562 | 224,920 | 211,885 | 251,500 | 288,151 |
| 年增率 (%) | | 117.18% | -5.80% | 18.70% | 14.57% |
| 手續費及傭金淨收入 | 18,653 | 38,446 | 48,059 | 66,132 | 88,035 |
| 年增率 (%) | | 106.11% | 25.00% | 37.61% | 33.12% |
| 淨利潤 | 34,887 | 92,642 | 106,892 | 135,367 | 165,699 |
| 年增率 (%) | | 165.84% | 15.35% | 26.56% | 22.43% |
| 每股收益 | 0.15 | 0.40 | 0.46 | 0.54 | 0.66 |
| 市盈率 (倍) | 52.07 | 11.60 | 20.46 | 9.19 | 7.51 |
| 市淨率 (倍) | 8.64 | 2.32 | 3.91 | 1.77 | 1.66 |
| 股價/經營現金 | 280.38 | 6.19 | 89.48 | (16.02) | 18.50 |
| ROA(%) | 1.05% | 1.23% | 1.11% | 1.26% | 1.35% |
| ROE(%) | 16.37% | 19.81% | 19.12% | 19.31% | 22.15% |
| 現金股利率 | 1.48% | 3.96% | 0.99% | 4.07% | 4.47% |

資料來源：元富上海



建設銀行2010年淨利潤低於預期， 4Q10大幅計提資產減值損失是主因

建設銀行淨利潤



資料來源：元富上海

建設銀行年報顯示，公司2010年實現營業收入3234.89億元，同比增長21.07%；其中淨利息收入2515.00億元，同比增長18.7%，在營收中占比77.75%，較上年下降1.55個百分點；手續費及佣金淨收入661.32億元，同比增長37.61%，營收中占比20.44%，較2009年提升2.45個百分點；實現歸屬於母公司所有者淨利潤1351.80億元，同比增長26.56%；合每股收益0.56元。4Q10公司實現營業收入886.91億元，同比增長27.05%，環比增長8.84%；其中利息淨收入693.19億元，同比增長23.11%，環比增長7.67%；手續費及佣金淨收入174.51億元，同比增長41.92%，環比增長16.04%；實現淨利潤244.67億元，同比增長18.24%，環比大幅下降38.54%；合每股收益0.10元，較我們預期低28.2%。公司淨利潤環比大幅下降且低於我們預期的主要原因是公司在4Q10大幅增加資產減值損失的計提。

建設銀行業績預測

| | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10A | QoQ | 4Q10F | 差异 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 75,189 | 77,956 | 81,439 | 88,569 | 8.76% | 79,858 | 10.9% |
| 利息净收入 | 57,180 | 60,619 | 64,382 | 69,319 | 7.67% | 63,255 | 9.6% |
| 手续费及佣金净收入 | 16,865 | 16,777 | 15,039 | 17,451 | 16.04% | 15,354 | 13.7% |
| 管理费用 | 20,393 | 22,163 | 23,151 | 36,086 | 55.87% | 27,950 | 29.1% |
| 资产减值损失 | 4,968 | 4,856 | 2,809 | 16,659 | 493.06% | 6,389 | 160.8% |
| 净利润 | 35,164 | 35,577 | 39,758 | 24,345 | -38.77% | 31,776 | -23.4% |
| EPS | 0.15 | 0.15 | 0.17 | 0.10 | -42.76% | 0.14 | -28.2% |

資料來源：元富上海

規模增長放緩，房地產相關貸款及活期存款占比上升

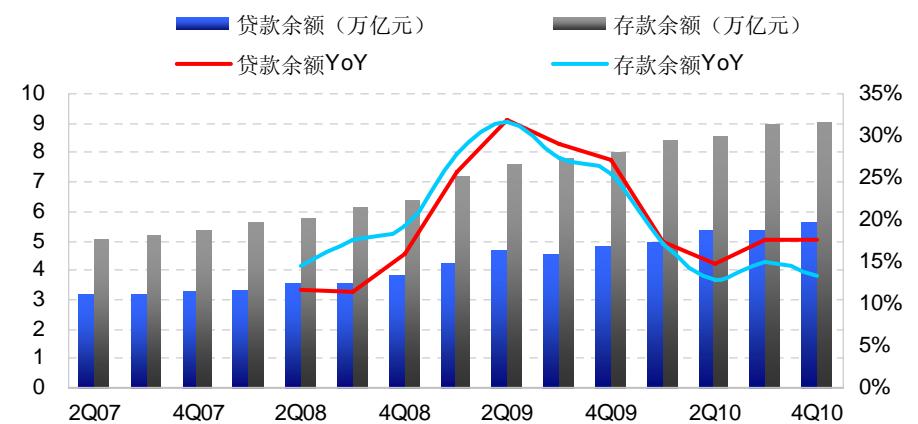
建設銀行總資產



資料來源：元富上海

2010年末公司總資產達10.81萬億元，同比增長12.33%，增速較上年末大幅回落15個百分點，公司規模增長步伐放緩。其中貸款餘額56,691.28億元，同比增長17.62%；存款餘額90,753.69億元，同比增長13.42%；貸存比為62.47%，較2009年末上升2.23個百分點。

建設銀行貸存款

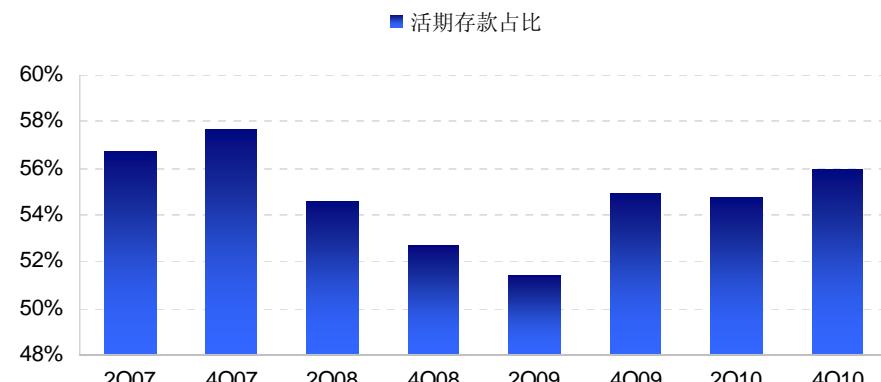


資料來源：元富上海



從貸款結構上看，企業貸款餘額同比增長18.67%，個人貸款餘額同比增長25.76%，兩者在總貸款中占比均有提升，企業貸款占比為70.15%，較上年末高0.62個百分點；個人貸款占比為24.15%，較上年末高1.57個百分點；票據貼現占比則較上年末的4.74%下降至2.52%。儘管2010年公司房地產開發貸款增速遠低於企業貸款增速，在總貸款中占比也由上年末的7.44%下降至7.11%，但個人住房貸款增長較快，占比也有大幅提升，導致公司房地產相關貸款在總貸款中占比達到26.36%，較上年末提升1.23個百分點，公司對房地產市場調控效果相對敏感，目前來看風險不大，我們將隨時關注其不良貸款變化情況。從存款結構上看，2010年公司活期存款占比為56.01%，較上年末提升1.08個百分點。

活期存款占比提高

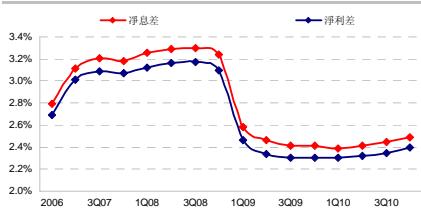


資料來源：元富上海

我們認為，儘管年末公司貸存比有所上升，但整體上仍與75%的要求有較大差距，使公司在緊縮貨幣政策及行業存款成本上升的狀況下負面影響較小。公司預計2011年發放貸款7000-7500億元，同比增長13%，較2010年下降4個百分點，預計公司2010年存款餘額同比增長15%，存貸比將繼續下降。

淨息差逐季提升，預計2011年淨息差繼續提升3-5bps

建設銀行總資產

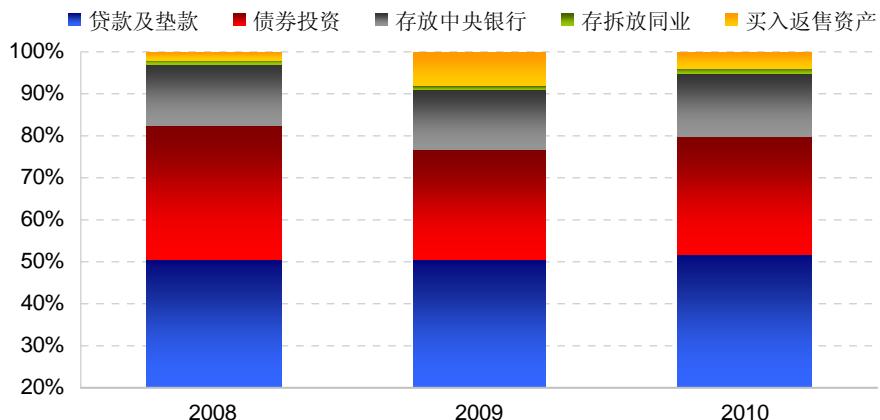


資料來源：元富上海

2010年公司淨利差和淨息差分別為2.40%和2.49%，分別較2009年提升10bps和8bps，息差呈逐季上升趨勢。升息資產收益率3.74%，較上年末下降11bps；其中貸款收益率為5.07%，較上年末下降30bps；計息負債成本率1.34%，較上年末下降21bps；其中存款成本率為1.28%，較上年末下降23bps。公司息差擴大的主要原因是，1、生息資產結構優化，貸款占比逐步提升，2010年末貸款在升息資產中占比52.14%，較上年提升1.44個百分點；2、受市場利率持續走高影響，票據貼現及買入返售金融資產收益率顯著上升；3、成本較低的存款在計息負債中占比略有提高，且活期存款在總存款中占比提高。2011年儘管行業貸款議價能力提升，但公司信貸增速下降，預計2011年公司淨息差提升3-5bps至2.54%。實現淨利息收入2881.50億元，同比增長14.57%。



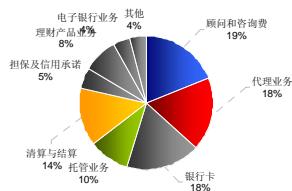
升息資產結構



資料來源：元富上海

手續費及傭金淨收入同比增長 37.61%，大行中增長最快

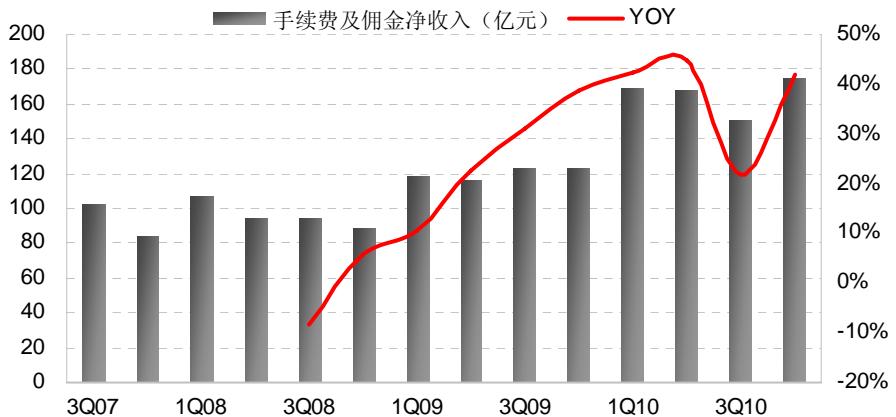
手續費業務結構



資料來源：元富上海

2010年公司實現手續費及傭金淨收入661.32億元，同比增長37.6%，增速較2009年大幅提升12.61個百分點，也高於工商銀行32.1%、中國銀行18.41%、農業銀行29.4%，在大行中增長最快。其中公司理財產品受市場青睞，理財產品收入同比增長170.02%；電子銀行業務同比增長52.41%；由於進出口貿易復蘇，公司推廣的“禹道”等新型對公結算產品使結算與清算手續費同比增長52.41%。我們認為，在信貸緊縮的背景下，2011年公司仍將繼續大力發展節約資本的中間業務，提高中間業務占比，預計2011年公司手續費及傭金收入同比增長32.76%。

手續費及傭金淨收入



資料來源：元富上海

4Q10資產減值損失大幅增加，未來 撥備壓力降低

公司2010年末不良貸款餘額及占比分別為647.12億元及1.14%，分別較上年末下降74.44億元和0.36個百分點；貸款減值準備1431.04億元，同比增長12.83%，環比大幅增長7.07%；年末撥備覆蓋率為221.14%，較上年末提升45.37個百分點，較3Q10末提升7.66個百分點；由於4Q10貸款減值準備的大幅增加，公司撥備比達到2.52%，超過2.5%，這將使作為系統性重要銀行的建設

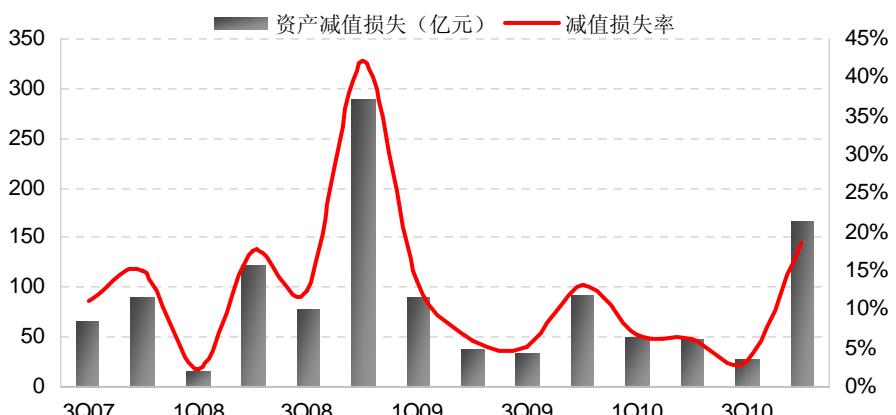


不良貸款



銀行未來兩年的撥備壓力大幅減輕。從資產減值損失上看，公司2010年計提資產減值損失292.92億元，減值損失率為9.06%，其中4Q10計提166.59億元，占全年56.87%，減值損失率高達18.78%，較我們的預估值高160.8%，是造成我們高估淨利潤的重要原因。儘管公司未來計提資產減值損失的壓力大幅減輕，但由於由於公司房地產貸款占比高，及融資平臺清理工作展開，預計2011年公司資產減值損失率為8.5%，僅較2010年下降0.5個百分點。

資產減值損失



資料來源：元富上海

中間業務收入漸成亮點，維持公司“買進”評級

儘管信貸業務淨收入增速可能下降，但公司中間業務收入仍將延續高增長；資產減值損失大幅計提使未來撥備壓力減輕，從而為淨利潤增長保留空間。預計公司2011年實現淨利潤1654.98億元，同比增長22.43%，合每股收益0.66元，對應2011年7.51倍PE和1.66倍PB，我們維持公司A股和H股“買進”評級，對應目標價分別為5.96元和8.64港元。

損益表

| | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10F | 1Q11F | 2Q11F | 3Q11F | 4Q11F | 2009 | 2010 | 2011(F) |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| | 百萬元 | | | | | | | | | | |
| 淨利息收入 | 57,180 | 60,619 | 64,382 | 69,319 | 66,069 | 71,021 | 73,077 | 77,984 | 211,885 | 251,500 | 288,151 |
| 手續費及傭金淨收入 | 16,865 | 16,777 | 15,039 | 17,451 | 22,842 | 22,236 | 19,885 | 23,071 | 48,059 | 66,132 | 88,035 |
| 營業收入合計 | 75,276 | 78,031 | 81,491 | 88,691 | 90,061 | 94,407 | 94,112 | 102,205 | 259,944 | 317,632 | 376,186 |
| 營業費用 | 24,658 | 26,724 | 27,690 | 41,085 | 28,504 | 29,880 | 29,787 | 46,656 | 103,872 | 120,157 | 134,827 |
| 營業費用/營業收入 | 32.76% | 34.25% | 33.98% | 46.32% | 31.65% | 31.65% | 31.65% | 45.65% | 39.96% | 37.83% | 35.84% |
| 撥備前利潤 | 50,618 | 51,307 | 53,801 | 47,606 | 61,557 | 64,527 | 64,326 | 55,548 | 156,072 | 197,475 | 241,358 |
| 資產減值損失 | 4,968 | 4,856 | 2,809 | 16,659 | 6,304 | 6,609 | 6,588 | 12,265 | 25,460 | 29,292 | 31,765 |
| 稅前利潤 | 45,650 | 46,451 | 50,992 | 30,947 | 55,253 | 57,919 | 57,738 | 43,284 | 130,612 | 168,183 | 209,593 |
| 淨利潤 | 35,276 | 35,665 | 39,914 | 24,512 | 42,699 | 44,752 | 44,612 | 33,636 | 106,892 | 135,367 | 165,699 |
| 歸屬於母公司淨利潤 | 35,251 | 35,652 | 39,810 | 24,467 | 42,649 | 44,702 | 44,562 | 33,586 | 106,812 | 135,180 | 165,499 |
| EPS | 0.15 | 0.15 | 0.17 | 0.10 | 0.17 | 0.18 | 0.18 | 0.13 | 0.46 | 0.54 | 0.66 |
| YoY(%) | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 | 2,009 | 2,010 | 2011(F) |
| 淨利息收入 | 12.40 | 17.48 | 21.22 | 23.11 | 15.55 | 17.16 | 13.51 | 12.50 | (5.80) | 18.70 | 14.57 |
| 手續費及傭金淨收入 | 42.42 | 44.88 | 21.86 | 41.92 | 35.44 | 32.54 | 32.22 | 32.20 | 25.00 | 37.61 | 33.12 |
| 營業收入 | 15.00 | 19.31 | 22.52 | 27.05 | 19.64 | 20.99 | 15.49 | 15.24 | 0.00 | 22.52 | 27.05 |
| 淨利潤 | 34.26 | 20.65 | 31.33 | 18.24 | 20.99 | 25.38 | 11.94 | 37.27 | 15.35 | 26.56 | 22.43 |
| 主要驅動因素 | 1Q10 | 2Q10 | 3Q10 | 4Q10 | 1Q11 | 2Q11 | 3Q11 | 4Q11 | 2009 | 2010 | 2011(F) |
| 平均生息資產收益率 | 3.62% | 3.65% | 3.70% | 3.74% | 3.77% | 3.79% | 3.81% | 3.81% | 3.77% | 3.65% | 3.74% |
| 淨息差 | 2.39% | 2.41% | 2.45% | 2.49% | 2.51% | 2.52% | 2.51% | 2.52% | 2.41% | 2.49% | 2.52% |
| 非利息收入/營業收入 | 24.04% | 22.31% | 20.99% | 21.84% | 26.64% | 24.77% | 22.35% | 23.70% | 18.49% | 20.82% | 23.40% |
| 營業費用/營業收入 | 32.76% | 34.25% | 33.98% | 46.32% | 31.65% | 31.65% | 45.65% | 39.96% | 37.83% | 35.84% | |

資料來源：元富上海

資產負債表

| Year-end Dec. 31 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(F) | 百萬元 | 現金流量表 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(F) |
|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-----|---------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 貸款餘額 | 3,683,575 | 4,692,947 | 5,526,026 | 6,244,409 | | 客戶存款和同業存放款項淨增加額 | 989,418 | 1,948,273 | 992,829 | 1,443,330 |
| 其他生息資產 | 3,213,636 | 4,300,659 | 4,824,945 | 5,404,051 | | 收取利息和手續費淨增加額 | 324,191 | 378,169 | 430,687 | 435,973 |
| 非生息資產 | 658,241 | 600,017 | 424,618 | 629,280 | | 客戶貸款及墊款淨增加額 | 551,987 | 1,030,197 | 869,732 | 718,383 |
| 總資產 | 7,555,452 | 9,593,623 | 10,775,589 | 12,277,741 | | 存放銀行和同業款項淨增加額 | 198,447 | 258,955 | 485,985 | 292,868 |
| 存款餘額 | 6,375,915 | 8,001,323 | 9,075,369 | 10,436,674 | | 經營活動產生的淨現金流量 | 180,646 | 423,579 | 259,361 | 522,756 |
| 其他付息負債 | 677,161 | 1,024,981 | 912,426 | 1,017,705 | | 收回投資收到的現金 | 968,424 | 1,168,724 | 1,371,120 | 1,100,000 |
| 總負債 | 7,087,890 | 9,034,603 | 10,074,684 | 11,529,737 | | 投資支付的現金 | 912,363 | 1,568,911 | 1,696,728 | 1,500,000 |
| 普通股股本 | 233,689 | 233,689 | 250,011 | 250,011 | | 投資活動產生的淨現金流量 | 38,759 | (417,491) | (345,136) | (425,000) |
| 資本公積金 | 90,241 | 90,266 | 135,136 | 135,135 | | 發行債券收到的現金 | 2,852 | 79,880 | 0 | 25,000 |
| 累計留存收益 | 86,515 | 173,533 | 246,631 | 294,944 | | 分配股利、利潤或償付利息支付的現金 | 42,965 | 21,548 | 50,530 | 55,583 |
| 少數股權 | 1,596 | 3,545 | 4,113 | 4,500 | | 籌資活動產生的淨現金流量 | (40,113) | 18,332 | 8,199 | (30,584) |
| 股東權益 | 467,562 | 559,020 | 700,905 | 748,004 | | 本期共產生的現金流量 | 179,292 | 24,420 | (77,576) | 67,171 |
| 資產負債配置結構 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(F) | | 每股盈利及估值指標 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011(F) |
| 核心資本充足率 | 10.28% | 9.46% | 10.20% | 9.30% | | 每股淨利潤 | 0.40 | 0.46 | 0.54 | 0.66 |
| 資本充足率 | 12.16% | 11.70% | 12.50% | 11.50% | | 每股備前利潤 | 0.61 | 0.57 | 0.66 | 0.79 |
| 風險加權資產平均係數 | 55.54% | 54.01% | 55.00% | 55.30% | | 每股稅前利潤 | 0.51 | 0.59 | 0.70 | 0.86 |
| 股東權益/總資產 | 6.19% | 5.83% | 6.50% | 6.09% | | 每股淨資產 | 2.00 | 2.39 | 2.80 | 2.99 |
| 生息資產/總資產 | 91.29% | 93.75% | 96.06% | 94.87% | | P/B | 2.32 | 3.91 | 1.77 | 1.66 |
| 貸款/總資產 | 48.75% | 48.92% | 51.28% | 50.86% | | P/POP | 7.56 | 16.51 | 7.55 | 6.29 |
| 貸款/存款 | 57.77% | 58.65% | 60.89% | 59.83% | | P/E | 11.60 | 20.46 | 9.19 | 7.51 |
| 貸款餘額年增長率 | 15.72% | 27.40% | 17.75% | 13.00% | | 股息派發率 | 45.96% | 20.17% | 37.38% | 33.59% |
| 存款餘額年增長率 | 19.39% | 25.49% | 13.42% | 15.00% | | 股息收益率 | 3.96% | 0.99% | 4.07% | 4.47% |

資料來源：元富上海

| 公司評級 | 定義 | 產業評級 | 定義 | 免責宣言 |
|-------------|-------------------------|-----------|--------------------|---|
| 強力買進 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50% | 正向 | 行業將超越行業指數表現 20%以上 | 本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供之，並取自信譽為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。 |
| 買進 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15~50% | 中性 | 行業符合行業指數 | 本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。 |
| 持有 | 預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內 | 負向 | 行業將低於行業指數表現達 20%以上 | |
| 賣出 | 預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15% | | | |