

建设银行（601939）

长期投资价值显现

——建设银行深度价值投资分析报告

张继袖
86-22-2845 1849

核心观点：

- 中国经济的增长和银行业的成长性决定了公司业绩的增长性；
- 大银行的稳健经营和战略地位决定了公司具有长期投资价值；
- 战略投资者美国银行抛售 H 股不利于市场投资情绪，短期中性评级。

投资要点：

- 虽然中国经济面临下行风险，但不改银行业的成长性。

我国银行业目前的增长速度较快，正处于成长期，具有良好的发展潜力。从 1992 年 - 2007 年的数据分析，我们发现金融机构的贷款增长率只在 2000 年和 2005 年是低于 GDP 增速的，贷款平均增长率是 GDP 增速的 1.6 倍，存款增长率每年都高于 GDP 增速，平均增长率是 GDP 的 2 倍，充分说明银行业处于成长阶段，高于经济整体发展速度。

- 委托性住房金融业务保持领先地位。

建行是较早地开展住房公积金管理业务的银行，与全国各地住房公积金管理中心建立了良好的业务合作关系。公积金存贷款业务的开展成为公司一大业务特色。

- 主动负债管理能力保证净息差降幅对于同业。

由于资本市场不景气 and 紧缩性货币政策，在 08 年下半年存款加速回流银行系统，定期化趋势明显。在这样的背景下，建行的定期存款占比并没有出现大幅上升，个人定期存款反而出现下降，反映出建行管理负债的能力略胜一筹。

- 美国银行减持建行 H 股不利于投资者投资银行股的情绪。

- 投资建议

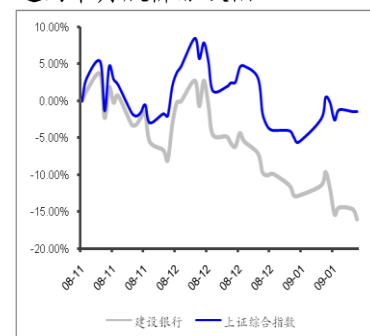
我们预测建行 2008 年全年归属于母公司所有者的净利润增长率在 35.9%，未来 9 年的总资产年均增长率在 12.3% 左右，DCF 估计的公司价值是 4.63 元/股；采用净利润估值模型，公司的股价是 10.67 元/股；采用 DDM 估值模型，公司的股价是 4.39 元/股；采用相对估值，每股价值 4.10 元。综上，给予短期中性，长期买入评级。

1、财务指标

(百万元，元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	150212	219459	246718	253884	255399
EBITDA(百万元)	66480	105095	138074	141488	138058
净利润	46319	69142	94043	95906	99674
摊薄 EPS(元)	0.21	0.30	0.40	0.41	0.43
PE(X)	17.85	12.45	9.16	8.98	8.64
EV/EBITDA(X)	13.03	8.56	6.54	6.33	6.49
PB(X)	2.50	2.04	1.68	1.45	1.27
BVPS(元)	1.47	1.80	2.19	2.54	2.90
成本收入比	38.00%	35.92%	29.86%	29.56%	28.08%

评级：中性
上次评级：中性
目标价：5.00
格：5.00
上次预测：¥0.00
当前价格：¥3.68
2009.1.12

近两个月股价涨跌幅



公司简介

中国建设银行股份有限公司于 2004 年 9 月 17 日在北京成立。2005 年 10 月在联交所上市，07 年 9 月在上交所上市。截至 2008 年 6 月 30 日，建行已在中国大陆境内设立了 38 家一级分行、291 个二级分行，内地分支机构达到 13404 个，在中国内地设有三家子公司，建行在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京及首尔设立分行并在香港设立多家子公司。

相关报告

2、三大表

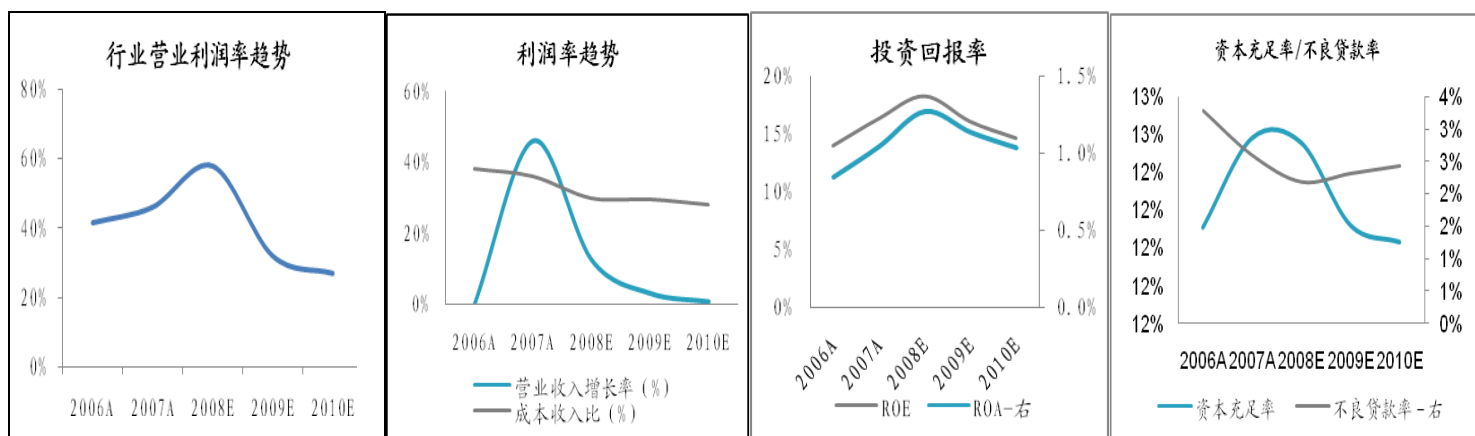
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
现金及存放央行	539673.0	843724.0	498691.4	568559.6	515817.9	净利息收入	140368.0	192775.0	208053.6	207750.9	212745.1
存放同业和其它	18146.0	24108.0	80146.8	91375.7	82899.3	手续费及佣金					
						净收入	13571.0	31313.0	40153.2	40902.0	41553.7
拆出资金	30761.0	64690.0	89052.0	101528.5	92110.3	其他净收入	-3868.0	-4796.0	-1676.2	5037.5	905.4
证券投资	1909149.0	2201645.0	2754406.4	3187297.6	3870671.5	营业收入合计	150071.0	219292.0	246530.5	253690.4	255204.2
买入返售金融资产	33371.0	137245.0	222630.1	253821.3	230275.8	营业税金及附加	8977.0	12337.0	14614.7	15039.1	15128.8
衍生金融资产	14514.0	14632.0	17117.1	18455.9	22968.6	业务及管理费	57076.0	78825.0	73666.7	75048.1	71721.2
发放贷款及垫款	2795883.0	3183229.0	3573817.9	4037161.8	4570822.3	资产减值损失	3691.3	27595.0	33326.1	36200.5	35927.9
固定资产	51591.0	56421.0	50272.0	42755.6	42853.8	营业支出合计	69744.3	118757.0	121607.5	126287.8	122777.9
递延所得税资产	2701.0	35.0	40.9	44.1	54.9	营业利润	80326.7	100535.0	124923.0	127402.7	132426.3
无形资产	19195.0	18784.0	17376.4	15717.0	14046.1	营业外收支净额	913.0	281.0	280.0	279.0	278.0
其他资产合计	33527.0	53664.0	83108.1	104074.3	145392.4	拨备前利润	68495.3	128130.0	158436.9	163796.4	168548.6
资产合计	5448511.0	6598177.0	7386659.2	8420791.4	9587913.1	利润总额	65717.0	100816.0	125390.8	127874.9	132898.7
同业和其它金融机构存放	214515.0	516563.0	403383.6	394422.1	447451.0	减：所得税	19398.0	31674.0	31347.7	31968.7	33224.7
拆入资金	25548.0	30924.0	22060.3	22538.4	31510.6	净利润	46319.0	69142.0	94043.1	95906.2	99674.0
卖出回购金融资产款	5140.0	109541.0	74350.3	99015.8	103766.7	归属于母公司的净利润	46322.0	69053.0	93932.4	95793.3	99556.7
吸收存款	4721256.0	5329507.0	6166239.6	7085009.3	8077335.7	少数股东损益	-3.0	89.0	110.7	112.9	117.3
应付债券	39917.0	39928.0	42738.0	36009.0	36009.0	基本每股收益	0.21	0.30	0.40	0.41	0.43
其他负债合计	111931.0	149433.0	164952.8	189063.1	213654.3	稀释每股收益	0.21	0.30	0.40	0.41	0.43
负债合计	5118307.0	6175896.0	6873724.6	7826057.7	8909727.3	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
股本	224689.0	233689.0	233689.0	233689.0	233689.0	成长性					
资本公积金	40865.0	106649.0	108717.1	110717.1	112295.7	营收增长率		46.10%	12.42%	2.90%	0.60%
盈余公积金	11133.0	17845.0	27238.2	36817.6	46773.2	EBIT 增长率		56.36%	24.33%	2.15%	3.65%
未分配利润	43092.0	32164.0	82622.5	122729.5	164530.0	净利润增长率		49.07%	36.03%	1.98%	3.93%
一般风险准备	10343.0	31548.0	61548.0	91548.0	121548.0	盈利性					
少数股东权益	95.0	1304.0	1414.7	1527.6	1644.9	ROA	0.85%	1.05%	1.27%	1.14%	1.04%
股东权益合计	330109.0	420977.0	511519.9	593206.1	676540.9	ROE	14.03%	16.35%	18.31%	16.11%	14.68%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT 率	43.75%	46.82%	51.79%	51.41%	52.97%
净利润	46322.0	69053.0	93932.4	95793.3	99556.7	净息差	2.84%	3.24%	3.14%	2.74%	2.46%
EBIT	65717.0	102758.0	127763.8	130517.0	135275.7	成本收入比	38.00%	35.92%	29.86%	29.56%	28.08%
NOPLAT	46319.0	70473.9	95822.8	97887.7	101456.8	估值倍数					
资产准备	3691.3	27595.0	33326.1	36200.5	35927.9	PE	17.85	12.45	9.16	8.98	8.64
折旧与摊销	763.0	2337.0	10310.0	10971.4	2782.8	P/S	5.50	3.92	3.49	3.39	3.37
来源	5118307.0	1057589.0	697828.6	952333.1	1083669.6	P/B	2.50	2.04	1.68	1.45	1.27
运用	862769.0	1149666.0	788482.2	1034132.3	1167121.7	股息收益率	0.00%	0.42%	3.61%	5.01%	5.21%
自由现金流	4302620.0	-19266.1	15479.3	27059.9	20787.5	EV/EBITDA	13.03	8.56	6.54	6.33	6.49

3、DCF—Ke 输出

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	102758.0	127763.8	130517.0	135275.7	145731.3	176842.6	200354.1	239120.4	270808.5	296457.4	339495.6
所得税率	31.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPLAT	70473.9	95822.8	97887.7	101456.8	109298.5	132631.9	150265.6	179340.3	203106.4	222343.1	254621.7
折旧与摊销	2337.0	10310.0	10971.4	2782.8	3031.2	3273.1	3183.6	2965.1	2906.2	2936.1	2979.7
来源	1057589.0	697828.6	952333.1	1083669.6	1217895.7	1316838.5	1422022.5	1522703.3	1627614.1	1735961.6	1837237.5
运用	1149666.0	788482.2	1034132.3	1167121.7	1275729.4	1387653.9	1502308.0	1619066.5	1737275.6	1856262.0	1975342.4
FCFE	-19266.1	15479.3	27059.9	20787.5	54496.0	65089.7	73163.7	85942.2	96351.0	104978.7	119496.5

WACC	3.70%	Ke	8.55%
永续增长率	1.00%	Kd	4.86%
终值	57247	t	31.42%
企业价值	1122045	Rf	3.00%
非核心资产价值	1264	E(Rm)	9.00%
债务价值	39928	Rm - Rf	6.00%
股权价值	1082117	D/A	4.93%
股本	233689	E/A	95.07%
每股价值	4.63	Beta	0.93

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
K _e	7.05%	5.43	5.73	6.08	6.50	6.99
	7.55%	4.98	5.23	5.52	5.86	6.25
	8.05%	4.59	4.80	5.04	5.32	5.64
	8.55%	4.25	4.43	4.63	4.86	5.13
	9.05%	3.95	4.10	4.27	4.47	4.69
	9.55%	3.68	3.82	3.96	4.12	4.31
	10.05%	3.45	3.56	3.68	3.82	3.98



目录

1. 投资建议.....	7
1.1 推荐思路理由	7
1.2 业绩预测和投资建议	7
2. 公司简介和股权结构.....	7
2.1 公司简介	7
2.2 股权结构	7
3. 公司盈利路线.....	9
3.1 行业盈利路线	9
3.2 建设银行收入结构分解	10
3.3 有效税率下降进一步提升企业净利润	17
3.4 成本收入比得以有效控制	17
3.5 资产减值损失.....	19
3.6 净利润持续增长.....	19
4. 建设银行的资产负债配置.....	20
4.1 贷款结构和质量.....	20
4.2 存款结构	24
4.3 建行业务特色：委托性住房金融	26
5. 行业分析.....	26
5.1 银行业的生命周期.....	26
5.2 银行业前景：顺应周期，延续较快发展趋势	26
5.3 宏观经济“软着陆”考验银行资产管理能力	27
5.4 人民币升值提升银行战略价值	27

6. 风险因素.....	28
7. 盈利预测.....	28
7.1 关键假设.....	28
7.2 盈利预测结果.....	28
7.3 悲观情况下的业绩增长.....	29
8. 估值与投资建议.....	29
8.1 绝对估值：每股 4.63 元.....	29
8.2 相对估值：每股 4.10 元.....	30

图目录

图 1：截至 2008 年 6 月 30 日公司股本构成.....	8
图 2：截至 2008 年 11 月 28 日公司股权结构.....	8
图 3：银行业利润提升路径.....	9
图 4：上市银行 2008 年 1-9 月的收入结构.....	10
图 5：大行内地分支机构和电子银行客户数.....	11
图 6：电子银行实现交易情况.....	11
图 7：建行业务分部近年发展情况.....	12
图 8：2008 年前三季度上市银行利息净收入同比增长率.....	13
图 9：2008 年单季度上市银行利息净收入增长情况.....	13
图 10：净息差的行业比较.....	14
图 11：净利差的行业比较.....	15
图 12：2008 年 9 月末上市银行生息资产同比增长率.....	15
图 13：2008 年 9 月末上市银行付息负债同比增长率.....	15
图 14：上市银行手续费及佣金净收入同比增长情况.....	16
图 15：上市银行所得税率变化.....	17
图 16：上市银行营业税率变化.....	17
图 17：上市银行 2008 前三季度管理费用同比增长和成本收入比.....	18
图 18：建设银行成本收入比走势图.....	18
图 19：上市银行成本收入比情况.....	19
图 20：建行资产减值损失变动趋势（亿元）.....	19
图 21：建行单季度净利润（亿元）.....	20
图 22：建行个人贷款发展趋势.....	21
图 23：建行公司贷款发展趋势.....	22
图 24：建行贷款收益率和对利息收入的贡献度.....	23
图 25：建行不良率处于较低水平，但关注类贷款占比较高.....	23

图 26: 建行逾期贷款发展趋势	23
图 27: 建行逾期贷款发展趋势 (续)	24
图 28: 按担保方式划分的贷款比较	24
图 29: 金融机构成长阶段图示	26
图 30: 金融机构贷款增速与 GDP 增速	27
图 31: 我国金融机构不良贷款情况	27
图 32: 人民币升值趋势	28

表目录

表 1: 截至 11 月 28 日前五大股东持股情况	9
表 2: 国际大银行的利息净收入占比情况	10
表 3: 各大行业务分部利润情况 (2008H)	12
表 4: 国际大银行净利息收入单季度环比增长率	14
表 5: 手续费及佣金收入构成 (百万元)	16
表 6: 建设银行公司贷款行业分布 (百万元)	21
表 7: 建设银行按业务类型划分的不良贷款结构 (百万元)	22
表 8: 上市银行 2008 年中期的存款结构对比	25
表 9: 建行和工行各类存款利率比较	25
表 10: 建行和工行各类存款结构占比变化趋势	25
表 11: 建行公积金存贷款业务市场份额变化	26
表 12: 利润预测表 (万元)	29
表 13: 主要模型参数	30
表 14: 建行估值敏感性分析	30
表 15: 国内银行估值比较	30
表 16: 世界银行的 PB 水平 (截至 1 月 12 日)	31

1. 投资建议

1.1 推荐思路理由

中国经济的增长和银行业的成长性决定了公司业绩的增长性;

大银行的稳健经营和战略地位决定了公司具有长期投资价值;

战略投资者美国银行抛售 H 股不利于市场投资情绪, 短期中性评级。

1.2 业绩预测和投资建议

我们预测建行 2008 年全年归属于母公司所有者的净利润增长率在 35.9%, 未来 9 年的总资产年均增长率在 12.3% 左右, DCF 估计的公司价值是 4.63 元/股; 采用净利润估值模型, 公司的股价是 10.67 元/股; 采用 DDM 估值模型, 公司的股价是 4.39 元/股; 采用相对估值, 每股价值 4.10 元。综上, 给予短期中性, 长期买入评级。

2. 公司简介和股权结构

2.1 公司简介

中国建设银行股份有限公司于 2004 年 9 月 17 日在北京成立。

根据国务院在 2003 年 12 月 30 日的批复, 中国建设银行(“原建行”)进行了重组。据此, 建行于 2003 年 12 月 31 日(重组基准日)起承继原建行商业银行业务及相关的资产和负债。除商业银行业务之外的原建行其他业务及相关的资产和负债由中国建投投资有限责任公司(“中国建投”)承继。

截至 2008 年 6 月 30 日, 建行已在中国大陆境内设立了 38 家一级分行、291 个二级分行, 内地分支机构达到 13404 个, 在中国内地设有三家子公司, 建行在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京及首尔设立分行并在香港设立多家子公司。

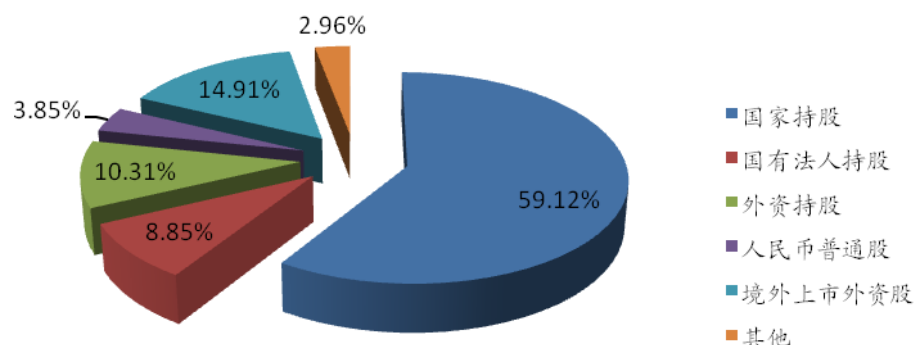
2.2 股权结构

建行于 2005 年 10 月 27 日在香港联交所的主板上市, 在本次全球公开发售中共发行 304.59 亿股 H 股; 于 2007 年 9 月 25 日在上海证券交易所上市, 发行 90 亿股 A 股。

截至 08 年 6 月 30 日, 建行股本结构分为有限售股份和无限售股份, 比例分别是 78.28% 和 21.72%。有限售条件的股份都是 H 股, 持有者是汇金公司、中国建投、美国银行和富等公司。

2008 年 11 月 28 日, 根据汇金公司与美国银行 2005 年 6 月 17 日签订的《股份及期权认购协议》, 汇金公司向美国银行转让其持有的建设银行 195.80 亿股 H 股, 约占建设银行已发行股份的 8.38%, 价格为建设银行 2008 年 9 月 30 日经审计每股净资产的 1.2 倍。有关股份已于 2008 年 11 月 28 日完成过户。本次权益变动后, 汇金公司直接持有的和通过其全资子公司中国建投间接持有的建设银行股份总数为 1333.33 亿股 [H 股 1332.62 亿股、A 股 7080.1 万股(是汇金自 9 月 23 日以来在二级市场增持的股份)] 占建设银行已发行股份的比例约为 57.06%, 美国银行持有建行股份总数为 447.13 亿股 H 股, 占建设银行已发行 H 股股份的比例为 19.90%, 占建设银行已发行总股份的比例约为 19.13%。而 08 年 7 月时, 汇金公司已向美国银行转让其持有的建设银行 60 亿股 H 股。

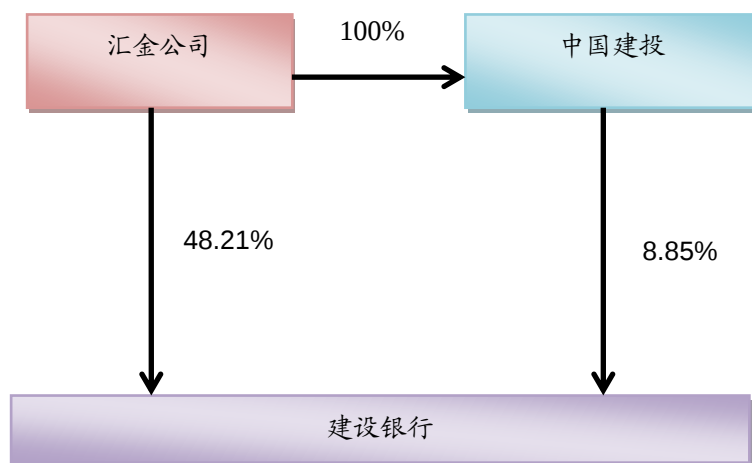
图 1：截至 2008 年 6 月 30 日公司股本构成



注：国家持股是指汇金公司持有的 H 股，国有法人股是中国建投持有的 H 股；外资持股是境外战略投资者美国银行和富登金融分别持有的有限售条件股份 H 股；其他是三家发起人国家电网、宝钢集团和长江电力持股合计。

资料来源：公司中报，渤海证券研究所

图 2：截至 2008 年 11 月 28 日公司股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

表 1：截至 11 月 28 日前五大股东持股情况

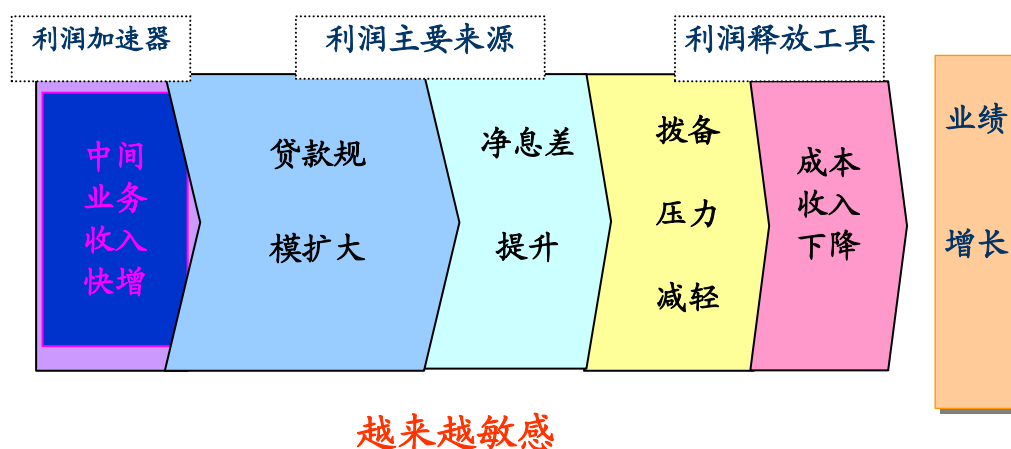
	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
2008-11-28	中央汇金投资有限责任公司	112,572,796,131	48.2	H 股, A 股流通股
2008-11-28	中国建银投资有限责任公司	20,692,250,000	8.85	H 股
2008-11-28	香港中央结算(代理人)有限公司	29,386,421,621	12.58	H 股流通股
2008-11-28	美国银行公司	44,713,127,716	19.13	H 股
2008-11-28	富登金融控股私人有限公司	13,207,316,750	5.65	H 股流通股
2008-11-28	合 计	220,571,912,218	94.41	

资料来源：wind，渤海证券研究所

3. 公司盈利路线

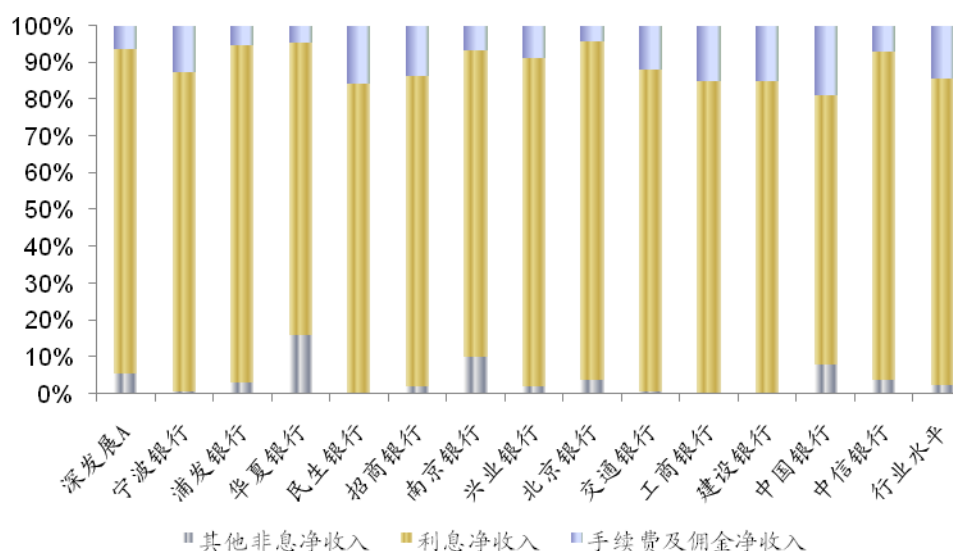
3.1 行业盈利路线

从国际银行业发展来看，银行业的盈利主要来自以下几方面：获取存贷利差、中间业务收入和其他业务收入。获取存贷利差收入是银行业的传统业务，即银行的净利息收入，等于利息收入与利息支出的差。净利息差是描述和衡量净利息收入水平的指标，它等于生息资产的收益率与计息负债的成本率之差。净利息收入是绝对银行经营业绩的关键因素，是银行进行绩效评价时的考察重点。

图 3：银行业利润提升路径


资料来源：渤海证券研究所

图 4: 上市银行 2008 年 1-9 月的收入结构



资料来源: wind, 渤海证券研究所

表 2: 国际大银行的利息净收入占比情况

	DEUTSCHE	BAC	JPM		HSBC
2003 Q4		58.01%		2002 S1	57.95%
2004 Q1		60.95%		2003 S1	60.63%
2004 Q2		58.22%	32.85%	2004 S1	58.67%
2004 Q1	22.65%	61.03%	43.60%	2005 S1	57.90%
2004 Q2	27.04%	56.51%	41.15%	2006 S1	45.97%
2004 Q3	22.90%	55.44%	38.29%	2007 S1	42.14%
2005 Q1	21.92%	52.34%	39.31%	2008 S1	45.57%
2005 Q2	27.33%	54.66%	33.53%		
2005 Q3	18.38%	55.66%	34.75%		
2006 Q1	20.08%	49.65%	32.90%		
2006 Q2	27.50%	47.34%	34.32%		
2006 Q3	29.15%	46.03%	34.93%		
2006 Q4	22.11%	46.57%	35.46%		
2007 Q1	21.44%	45.70%	32.17%		
2007 Q2	22.44%	42.87%	32.62%		
2007 Q3	41.86%	54.08%	45.47%		
2007 Q4	36.92%	72.32%	41.55%		
2008 Q1	57.97%	58.76%	45.35%		
2008 Q2	54.73%	52.28%	45.08%		
2008 Q3	70.12%	59.33%	61.03%		

资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

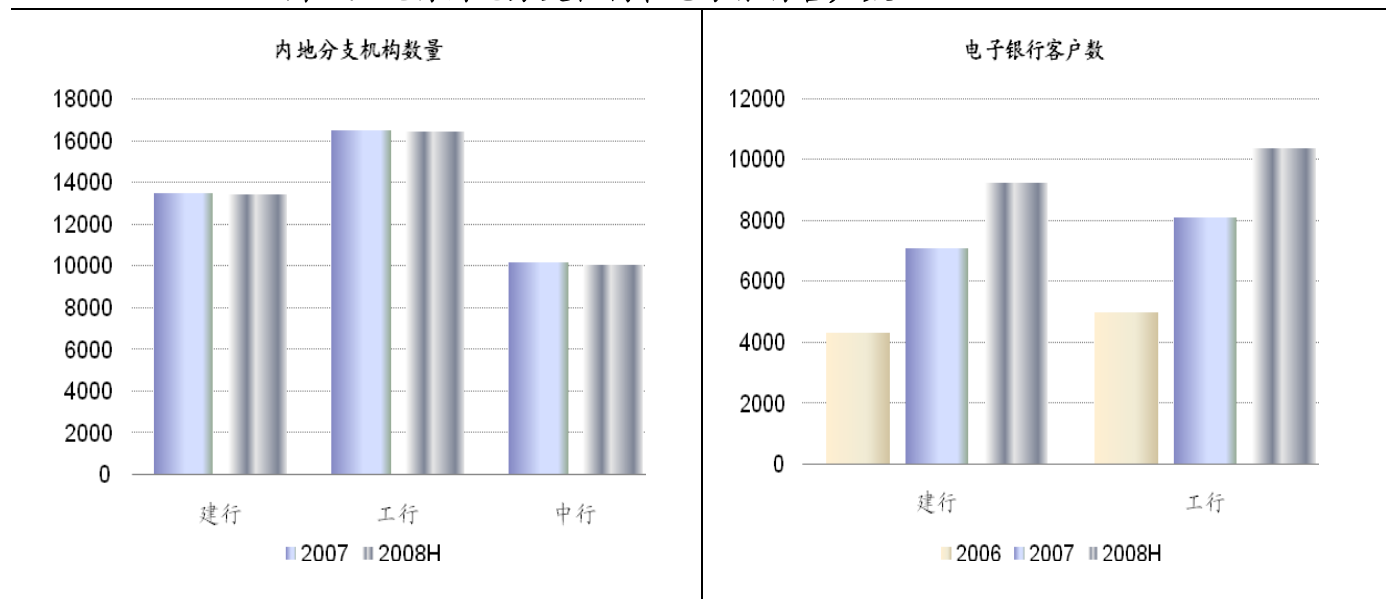
3.2 建设银行收入结构分解

3.2.1 建行的分销渠道

建行的分支机构设置在三大上市银行中居于第二位, 虽然电子银行业务的客户数少于工行, 但实现交

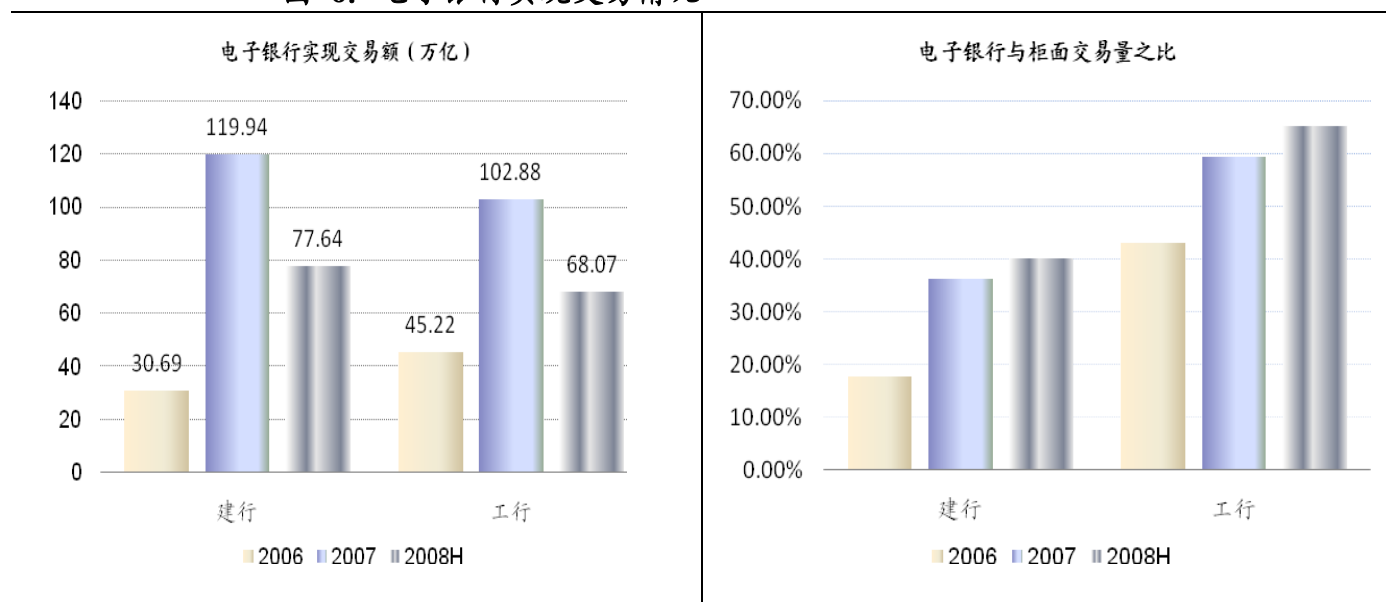
易额在 07 年和 08 年中期均好于工行，不过建行的电子银行业务量占总业务量的比例还有待于提高。

图 5：大行内地分支机构和电子银行客户数



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

图 6：电子银行实现交易情况



资料来源：公司公告，渤海证券研究所

3.2.2 盈利结构均衡发展

在盈利结构上，建行的公司业务仍是支柱，资金业务成为重要的利润来源，税前利润贡献率达到 30%，高于工行和中行。

从趋势上看，资金业务在 08 年中期利润贡献均好于 06 和 07 年，公司业务和个人业务利润贡献有萎缩趋势。

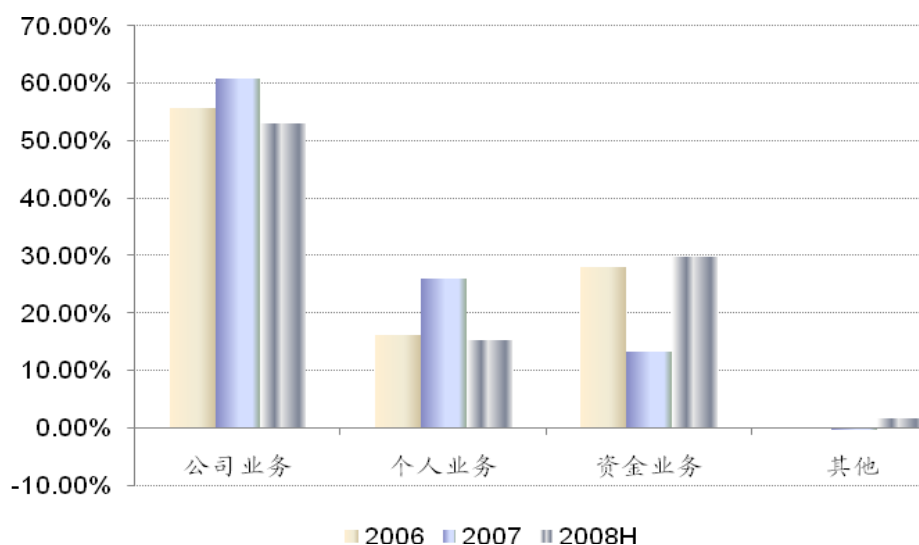
表 3: 各大行业务分部利润情况 (2008H)

	建行	工行	中行	中信	招行	南京	北京	宁波
公司业务	53.02%	41.09%	61.67%	90.71%	46.55%	60.88%	48.26%	55.32%
个人业务	15.40%	38.20%	24.14%	4.16%	16.76%	3.91%	3.74%	30.57%
资金业务	29.78%	22.04%	11.00%	14.44%	35.60%	35.03%	48.28%	7.90%
其他	1.79%	-1.33%	3.20%	-9.32%	1.09%	0.19%	-0.29%	6.20%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注: 南京银行和中信银行是营业利润的分部信息。

资料来源: 公司数据, 渤海证券研究所

图 7: 建行业务分部近年发展情况



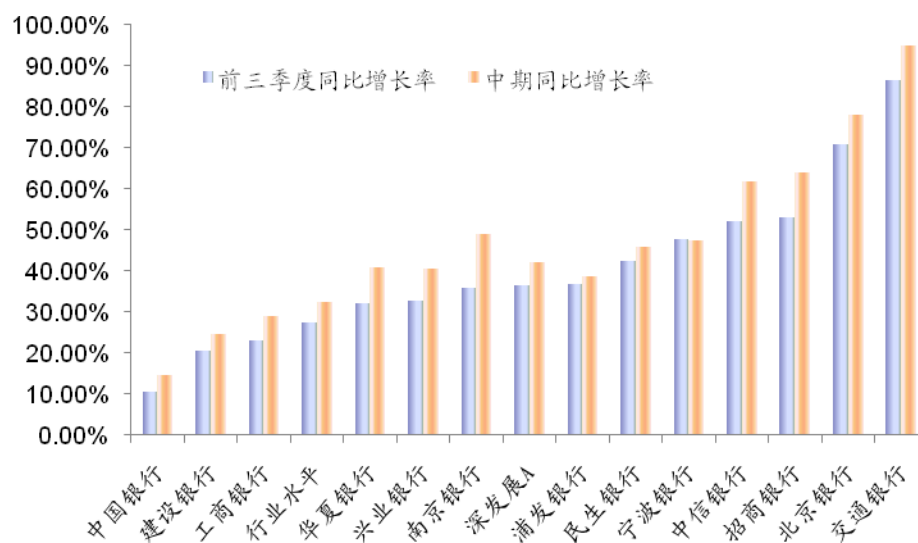
资料来源: 公司数据, 渤海证券研究所

3.2.3 利息净收入增长情况

由于基数较大, 作为大行之二的建设银行的利息净收入没有表现出突出的成长潜力, 在 14 家上市银行中仅高于中行。尽管净利息收入的增长不是非常好, 前三季度净利息收入同比增长 20.73%, 至 1681.70 亿元, 第三季度净利息收入环比基本持平。这表明在存款定期化的同时, 第三季度生息资产收益率仍有提升。不过, 未来降息预期强烈, 存款定期化趋势可能进一步加强, 预计 09 年起的净利息收益率将出现下降。建行前三季度净息差为 3.30%, 同比上升 15BP, 生息资产同比增长 14%。

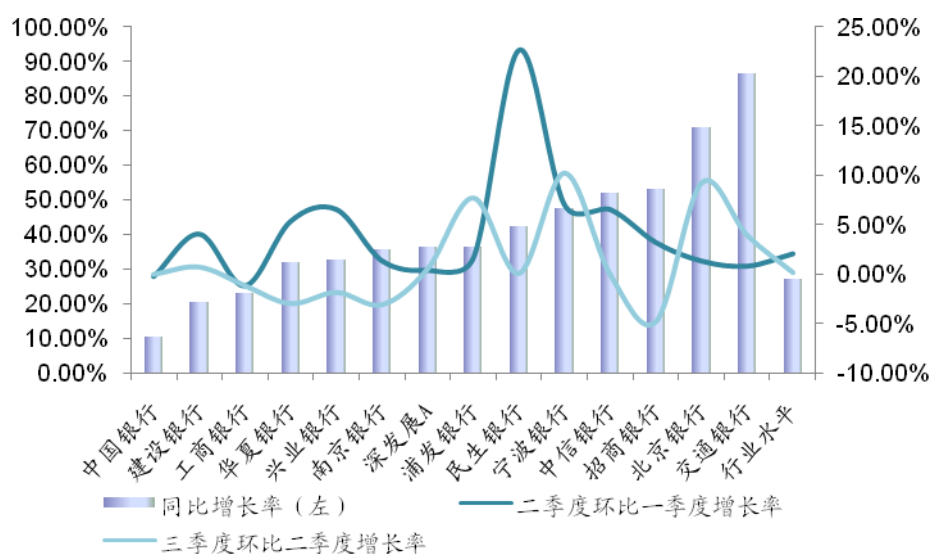
从与国际大银行的对比情况看, 建行的净利息收入在 2008 年二三季度环比小幅增长, 反映出的问题主要是国内从紧的货币政策的滞后效应, 是银行“慎贷”、存款定期化的集中反映, 而与国际金融危机的关系不是很大。同时也说明在利率不能市场化的情况下, 银行的贷款定价能力不及国际同行, 中国银行业的传统业务增长并不可观。

图 8：2008 年前三季度上市银行利息净收入同比增长率



资料来源：公司中报，渤海证券研究所

图 9：2008 年单季度上市银行利息净收入增长情况



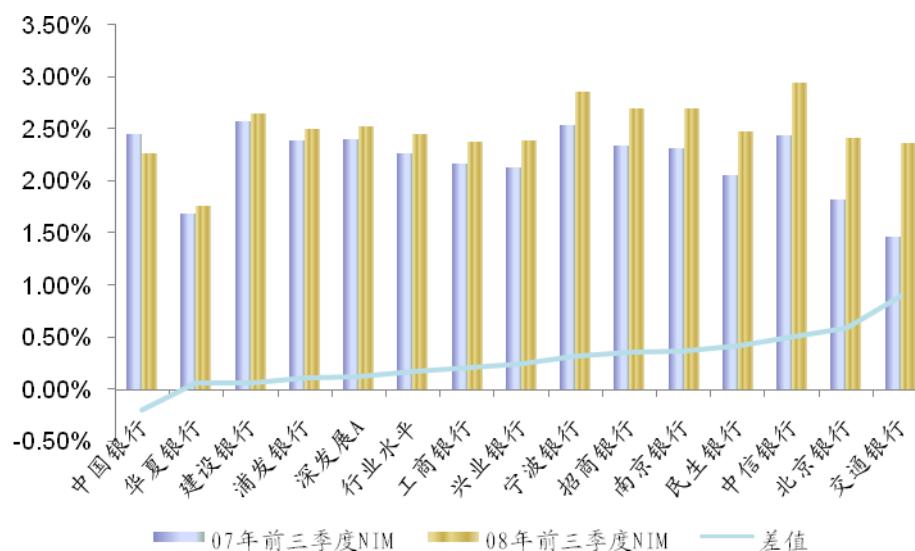
资料来源：wind，渤海证券研究所

表 4: 国际大银行净利息收入单季度环比增长率

	瑞银集团	花旗	美洲银行	德意志银行	摩根大通	工行	建行	中行
2004Q1			3.85%					
2004Q2			30.68%	4.66%				
2004Q3			1.11%	-20.63%	92.99%			
2004Q4			1.11%		-2.26%			
2005Q1			-3.15%		-1.95%			
2005Q2			1.75%	11.78%	-5.61%			
2005Q3			1.28%	-24.61%	-3.02%			
2005Q4			1.62%		-0.63%			
2006Q1			11.65%		5.05%			
2006Q2	-29.30%	0.91%	-1.66%	16.58%	3.71%			9.10%
2006Q3	40.52%	-0.27%	-0.51%	-0.37%	3.88%			13.46%
2006Q4	-17.03%	2.15%	0.15%	-15.08%	5.82%	5.85%		3.01%
2007Q1	-14.23%	5.71%	-3.85%	29.77%	7.20%	8.18%		2.82%
2007Q2	-36.62%	7.41%	1.43%	-3.99%	1.08%	12.48%		6.64%
2007Q3	100.60%	3.91%	2.73%	8.22%	18.77%	6.26%		7.89%
2007Q4	-7.58%	6.59%	6.37%	26.21%	-1.41%	12.63%	6.76%	6.64%
2008Q1	9.24%	6.72%	9.02%	-0.59%	6.04%	2.36%	1.80%	-3.22%
2008Q2	-26.38%	6.18%	6.31%	10.28%	8.29%	-1.19%	4.06%	-0.26%
2008Q3	15.05%	-6.28%	9.61%	3.76%	8.44%	-1.09%	0.79%	0.05%

资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

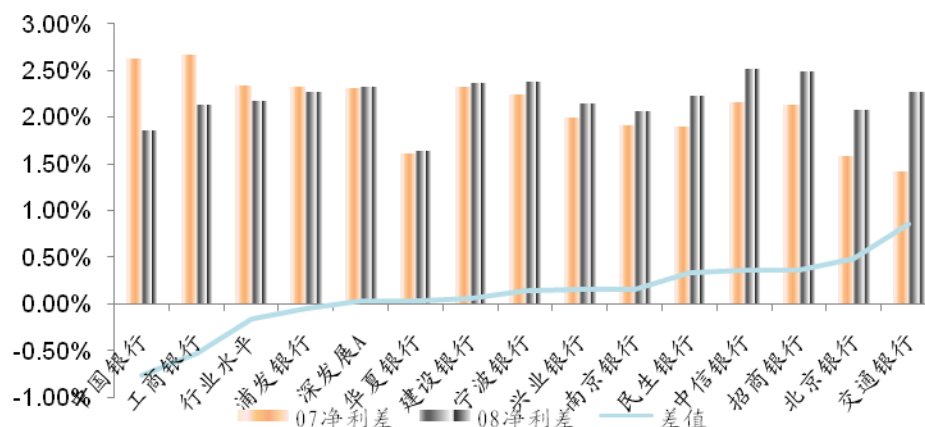
图 10: 净息差的行业比较



注: 图中数据是我们计算所得, 可能与公司披露数据存在差异

资料来源: 渤海证券研究所

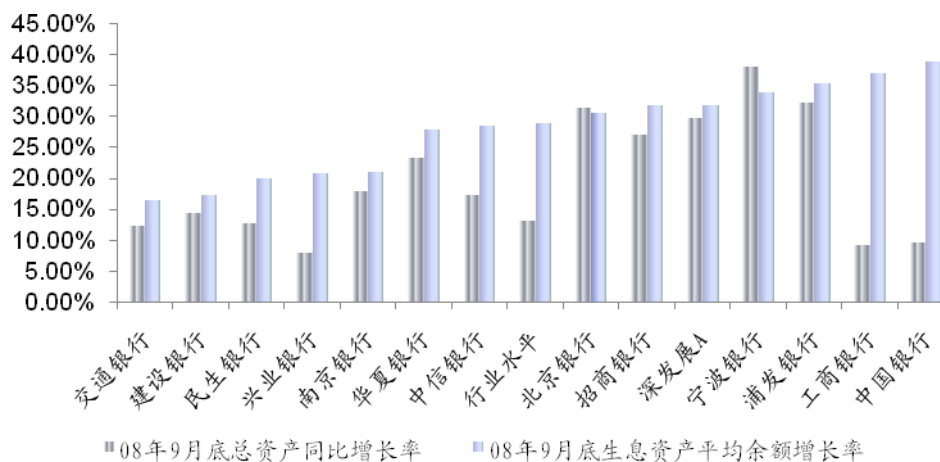
图 11: 净利差的行业比较



注：图中数据是我们计算所得，可能与公司披露数据存在差异

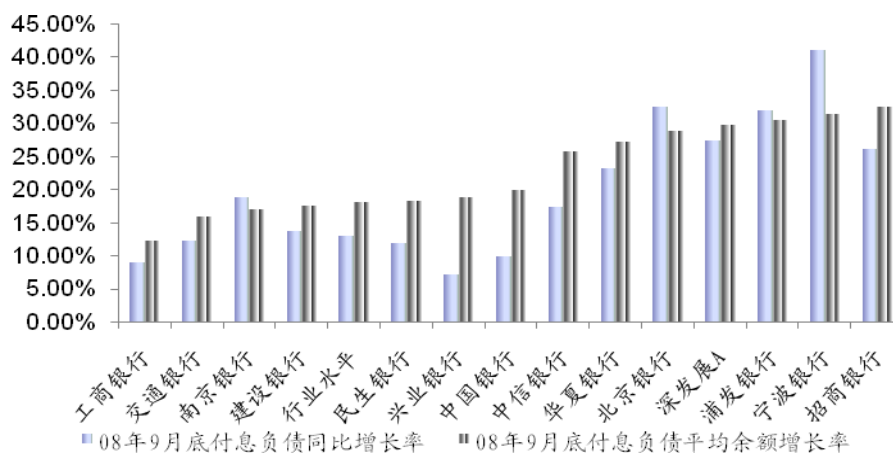
资料来源：渤海证券研究所

图 12: 2008 年 9 月末上市银行生息资产同比增长率



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 13: 2008 年 9 月末上市银行付息负债同比增长率



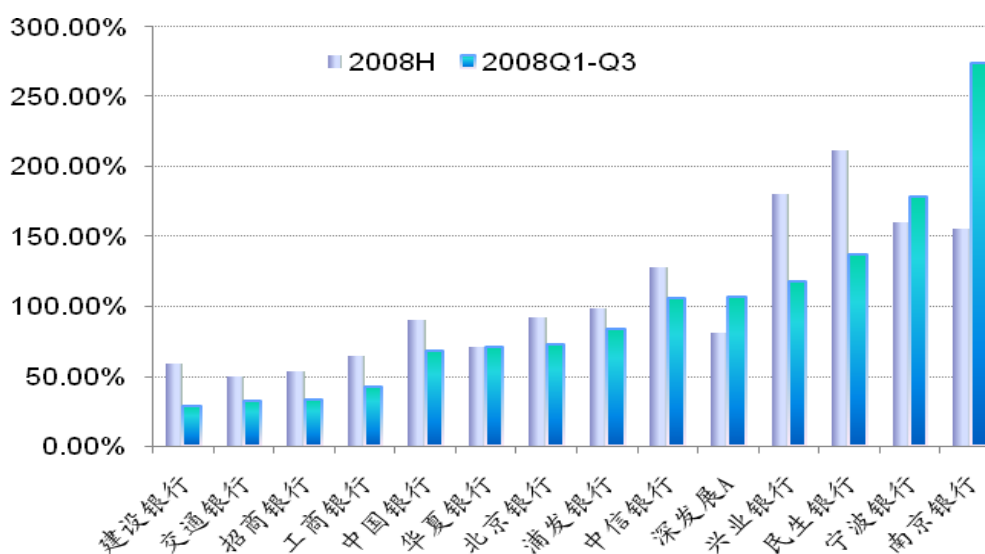
资料来源：公司中报，渤海证券研究所

3.2.4 手续费及佣金收入增长情况

受制于资本市场的不景气，银行业的中间业务收入增速逐步下降。建设银行的手续费及佣金净收入同比增长位于行业下游，绝对金额低于工行和中行，2008 年前三季度共实现手续费及佣金净收入 295.72 亿元，同比增长 28.99%，低于行业的 48.46% 的水平，低于中期的 59.3% 的增速，与行业基本情况一致。手续费及佣金净收入对净利润的贡献率为 35.1%。

建行对手续费及佣金支出的控制好于行业平均水平。建行 2008 年前三季度的手续费及佣金净收入/手续费及佣金收入的比例达到 96.16%，是 14 家上市银行中最好的，较好的手续费支出控制使手续费净收入对净利润的贡献率高于行业平均水平 2.27 个百分点。

图 14：上市银行手续费及佣金净收入同比增长情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

2008 年中报数据显示，公司手续费及佣金收入主要来源于代理业务（29.58%）、顾问和咨询费（17.02%）和银行卡手续费（15.57%）。增幅较大是担保手续费、顾问和咨询手续费以及托管佣金，而代理业务手续费不仅占比大幅下降，增速也仅有 2.38%。

表 5：手续费及佣金收入构成（百万元）

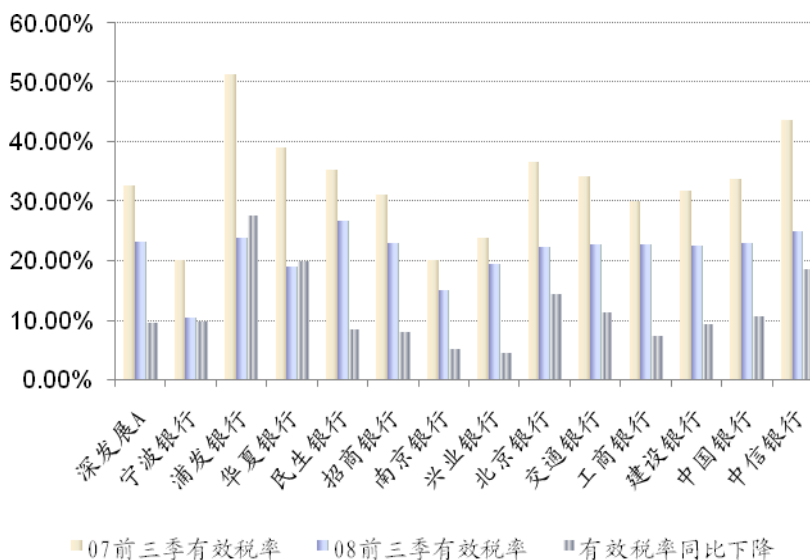
	2008H		2007H		增减额	增减率%
	金额	占比	金额	占比		
代理业务手续费	6,190	29.58%	6,046	45.56%	144	2.38%
银行卡手续费	3,258	15.57%	2,299	17.32%	959	41.71%
托管及其他受托业务佣金	2,603	12.44%	1,219	9.19%	1,384	113.54%
结算与清算手续费	2,238	10.69%	1,579	11.90%	659	41.74%
顾问和咨询费	3,562	17.02%	1,366	10.29%	2,196	160.76%
担保手续费及信用承诺手续费	1,727	8.25%	417	3.14%	1,310	314.15%
其他	1,348	6.44%	345	2.60%	1,003	290.72%
手续费及佣金收入	20,926	100.00%	13,271	100.00%	7,655	57.68%
手续费及佣金支出	-758	-3.62%	-611	-4.60%	-147	24.06%
手续费及佣金净收入	20,168	96.38%	12,660	95.40%	7,508	59.30%

资料来源：公司报告，渤海证券研究所

3.3 有效税率下降进一步提升企业净利润

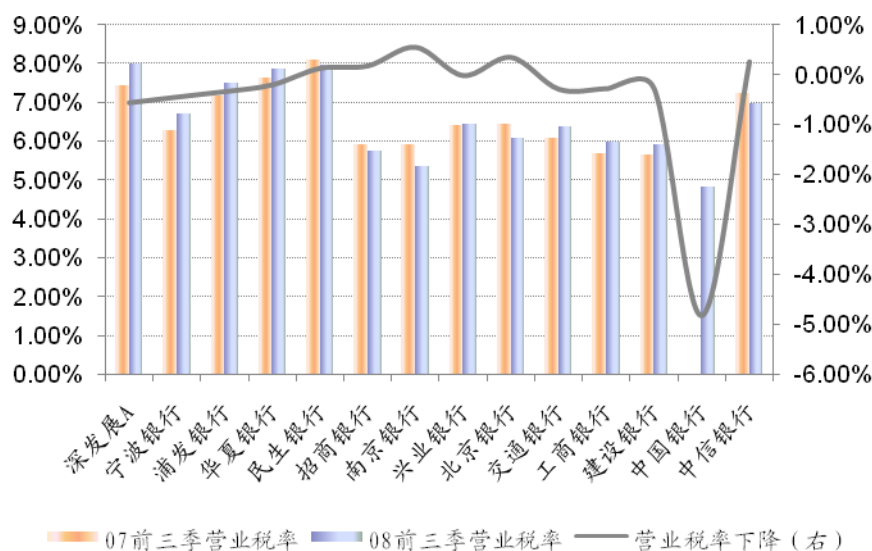
税改对企业利润的影响体现在两个方面：一是所得税率的大幅下降。建行的所得税率在 2008 年前三季度同比下降了 9.37 个百分点，大大提升了净利润水平，贡献净利润 101.87 亿元，占前三季度净利润的 12.09%。二是营业税率的下降。建行的营业税率处于行业较低水平，仅高于中行、招行和南京银行。在 2008 年前三季度，建行营业税率同比上升 28BP，远低于行业上升 121BP 的水平。

图 15：上市银行所得税率变化



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 16：上市银行营业税率变化



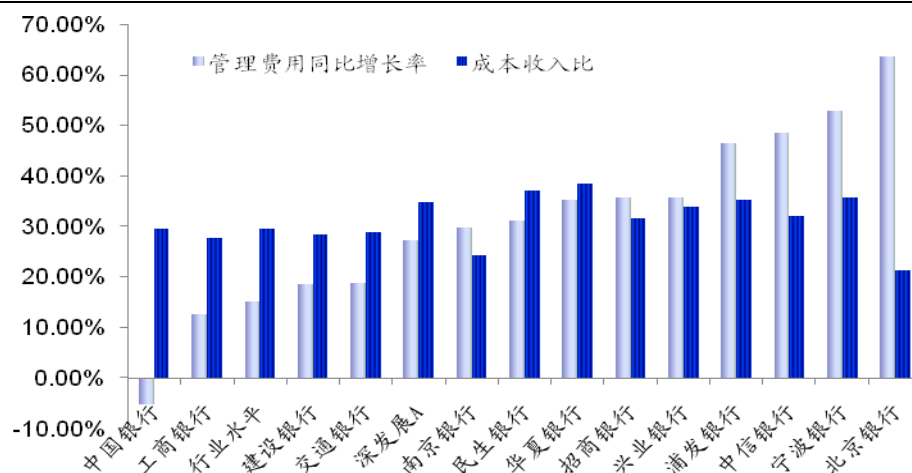
资料来源：wind，渤海证券研究所

3.4 成本收入比得以有效控制

建行的管理费用在 2008 年前三季度同比仅上涨 18.48%，在 14 家上市银行中仅高于中行和工行，成本收入比为 28.46%，仅高于工行、北京银行和南京银行，各项明细增长平稳。单季度的成本收入比在 2008 年整体上好于 2007 年，成本控制比较理想。由于某些会计项目要在年末进行统一处理，加上四季度的

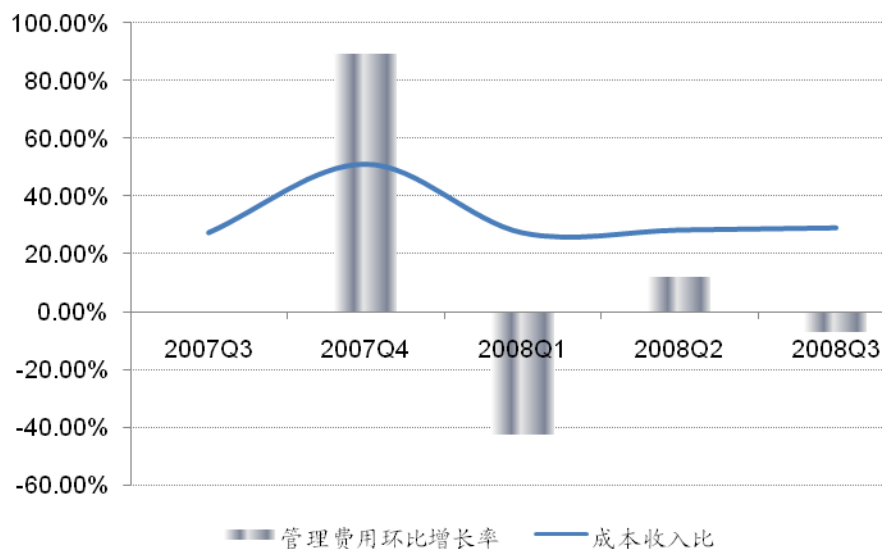
预期收入有可能出现下滑，估计全年成本收入比会高于前三季度。

图 17: 上市银行 2008 前三季度管理费用同比增长和成本收入比



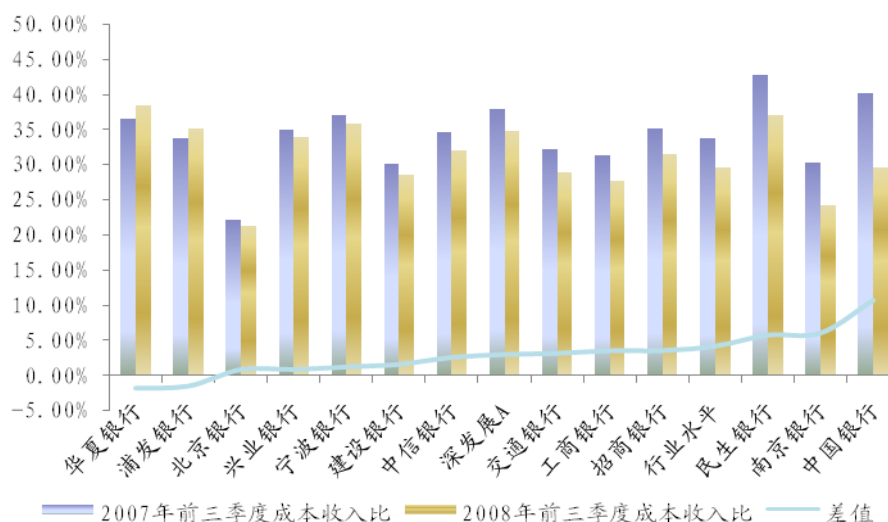
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 18: 建设银行成本收入比走势图



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 19: 上市银行成本收入比情况



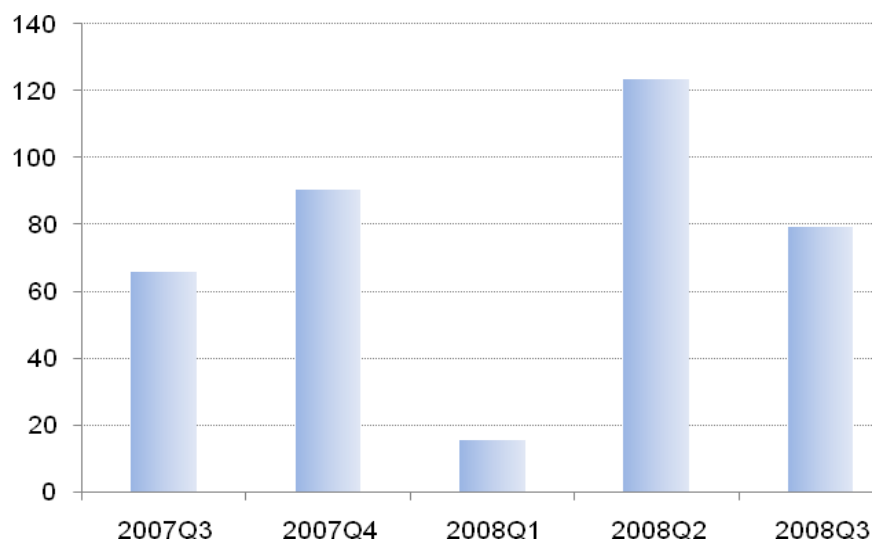
资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.5 资产减值损失

建行 2008 年上半年计提资产减值损失 139.06 亿元, 第三季度提取资产减值损失 79.21 亿元, 同比多提 13.25 亿元。上半年大幅计提资产减值损失主要是由于建行对美国次级按揭贷款支持债券累计提取减值损失准备 6.71 亿美元(折合人民币 46.00 亿元), 占上半年资产减值损失的 33%。截至 3 季度末, 建行已对雷曼相关债券全额计提减值。同时, 经过大量减持, 风险敞口已经大幅下降。

从目前的情况看, 四季度还会以小幅增长趋势计提, 计提的数量不会低于三季度水平。

图 20: 建行资产减值损失变动趋势(亿元)

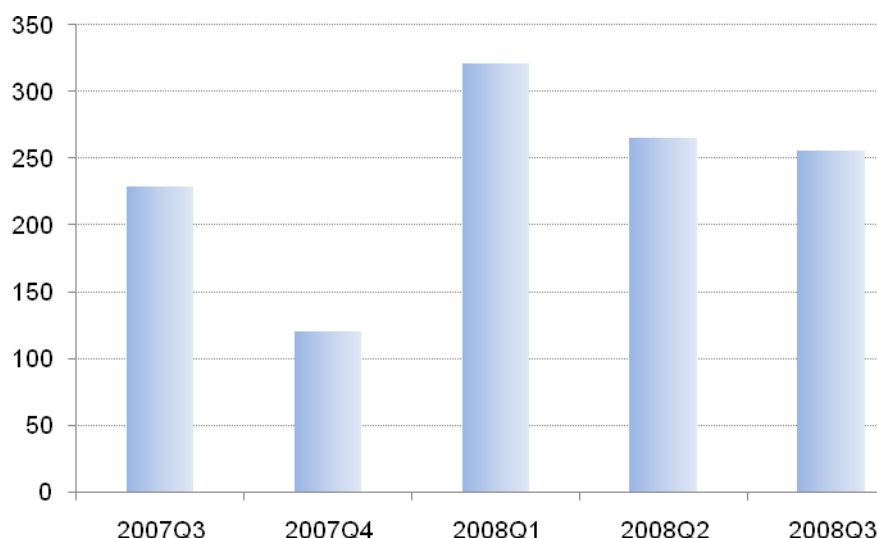


资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.6 净利润持续增长

建行的净利润在 2008 年前三季度实现净利润 842.67 亿元, 同比增长 47.6%。前三季度单季度净利润分别为 321.29 亿元、265.63 亿元和 255.75 亿元, 单季度净利润环比负增长。根据以往的经验, 第四季度的净利润仍会出现环比下降。

图 21: 建行单季度净利润 (亿元)



资料来源: wind, 渤海证券研究所

4. 建设银行的资产负债配置

4.1 贷款结构和质量

建设银行的贷款业务发展得益于大银行的天然地位和公司审慎选择贷款客户的风险防范态度。

建行在贷款结构和资产质量方面存在优势。2008 年上半年, 建行优化完善行业客户信贷准入和退出标准, 加强对不良率较高行业的总量控制, 积极推进行业结构调整, 整体贷款质量持续改善, 特别是不良率较高的批发和零售业、房地产业、制造业的不良贷款余额和不良率继续保持下降势头, 但受地震灾害影响的部分基础设施行业不良贷款有所增加。而对于电力、水利等行业由于贷款规模增加, 不良率和不良余额有上升趋势。

建行是最早进入房地产开发贷款的银行之一, 07 年房地产开发贷款增速仅为 5.1%, 08 年中期相比 07 年底增速仅为 4.8%, 建行对于房地产开发贷款的策略是资源向优质客户集中, 客户从最初的 6000 户减少至 3800 户。

整体上, 个人贷款业务不良率和不良余额均有所上升, 主要是个人住房贷款不良余额和不良率上升所致。

与工行不同, 建行的个人贷款业务平均收益率低于公司类贷款, 不良率也低于公司类贷款, 成为质量稳定的利润来源, 对利息收入的贡献逐年升高。

在经济下行周期中, 贷款的担保方式尤为重要。建行在 07 年和 08 年进一步控制信用贷款规模, 提高附担保物贷款比例, 有效控制了贷款风险。

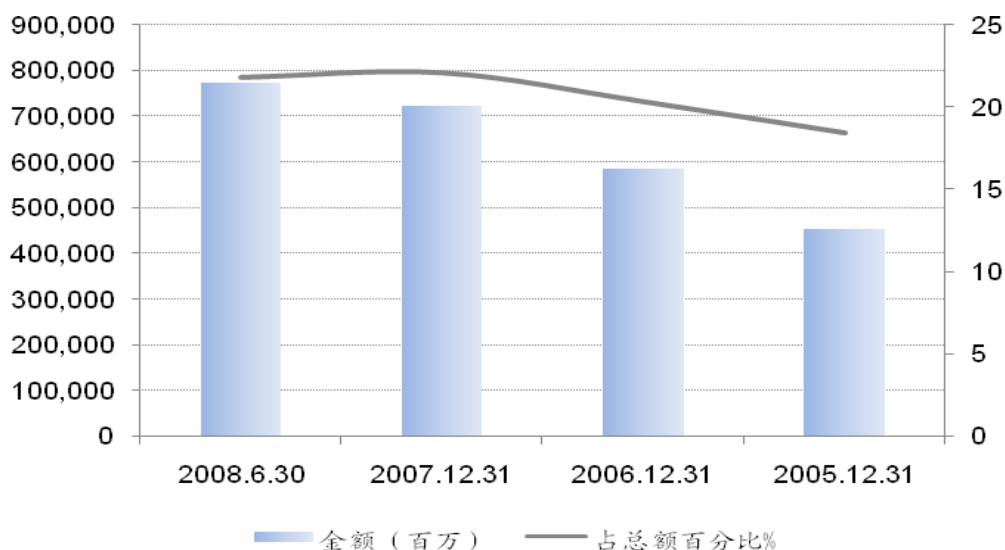
就建行的历史情况和行业比较看, 不良率均低于工行和中行, 但关注类贷款占比却呈现较高的态势; 逾期 3 个月以内的贷款在 08 年中期出现大幅上升, 逾期 3 个月至 1 年和 1 年以上 3 年以内的贷款在 08 年中期也有不同程度的上升, 说明资产质量有下滑趋势。

表 6: 建设银行公司贷款行业分布 (百万元)

	2008. 6. 30				2007. 12. 31			
	贷款金额	占总额百分比%	不良贷款	不良率 %	贷款金额	占总额百分比%	不良贷款	不良率 %
公司类贷款								
制造业	634,805	17.94	20,169	3.18	592,502	18.11	24,834	4.19
电力、燃气及水的生产和供应业	408,726	11.55	6,857	1.68	377,285	11.53	5,957	1.58
交通运输、仓储和邮政业	399,572	11.30	6,173	1.54	370,732	11.33	5,978	1.61
房地产业	333,177	9.42	14,003	4.20	317,780	9.71	15,372	4.84
水利、环境和公共设施管理业	125,993	3.56	1,620	1.29	106,693	3.26	1,258	1.18
租赁及商业服务业	114,665	3.24	3,201	2.79	92,968	2.84	2,911	3.13
建筑业	109,920	3.11	2,322	2.11	101,467	3.10	2,582	2.54
批发和零售业	96,244	2.72	6,131	6.37	89,289	2.73	7,816	8.75
教育	79,580	2.25	1,273	1.6	78,153	2.39	1,430	1.83
采矿业	78,146	2.21	448	0.57	69,666	2.13	636	0.91
电讯、计算机服务和软件业	29,474	0.83	777	2.64	35,846	1.1	1,159	3.23
其他	112,403	3.18	5,662	5.04	112,376	3.43	6,944	6.18
小计	2,522,705	71.31	68,636	2.72	2,344,757	71.66	76,877	3.28
个人贷款	772,613	21.84	9,109	1.18	723,805	22.12	7,925	1.09
票据贴现	117,225	3.31	-	-	102,826	3.14	-	-
海外业务	124,994	3.54	368	0.29	100,769	3.08	368	0.37
总计	3,537,537	100	78,113	2.21	3,272,157	100	85,170	2.60

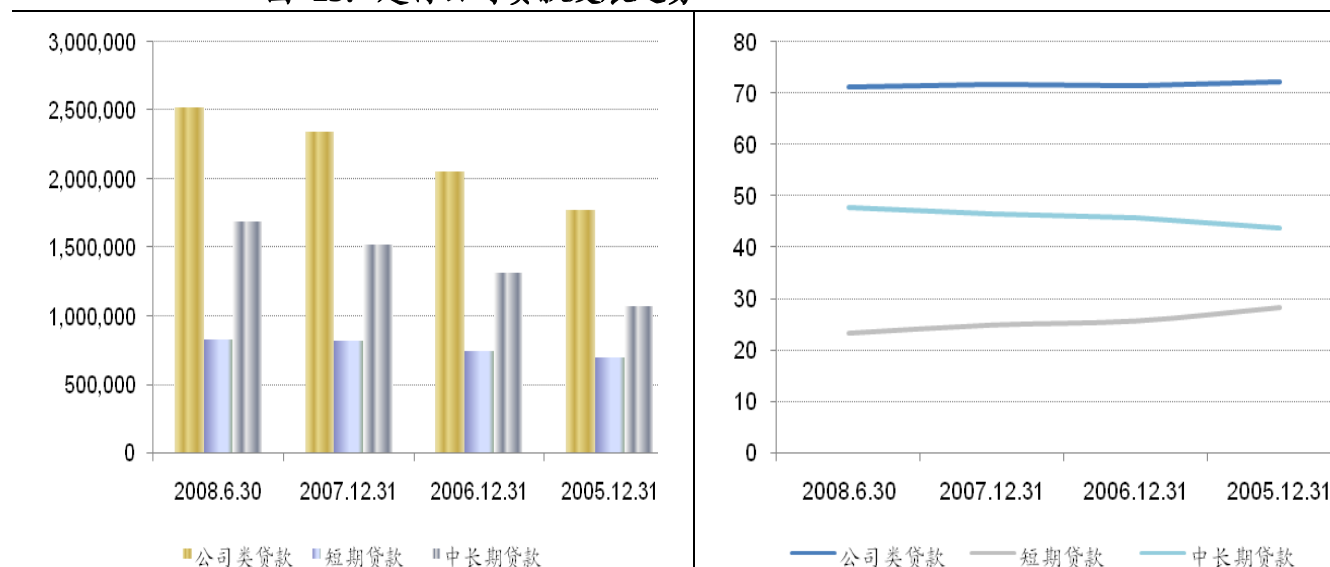
资料来源: 公司报告, 渤海证券研究所

图 22: 建行个人贷款发展趋势



资料来源: 公司报告, 渤海证券研究所

图 23: 建行公司贷款发展趋势



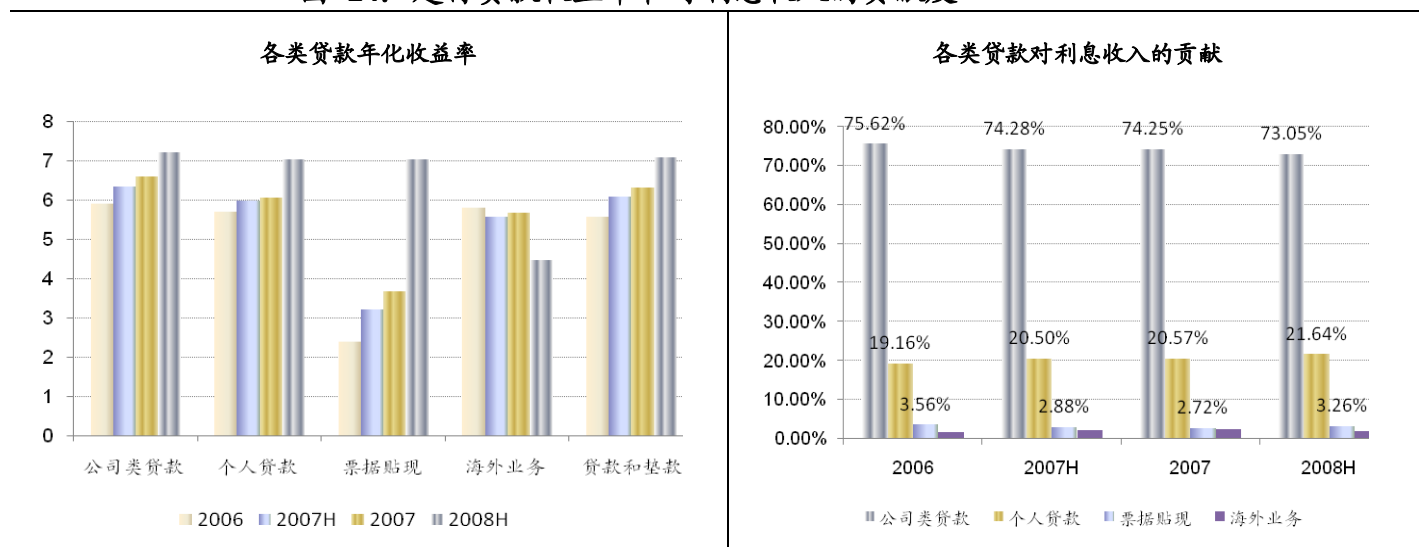
资料来源: 公司报告, 渤海证券研究所

表 7: 建设银行按业务类型划分的不良贷款结构 (百万元)

	2008.6.30			2007.12.31			2006.12.31		
	贷款金额	不良贷款金额	不良率%	贷款金额	不良贷款金额	不良率%	贷款金额	不良贷款金额	不良率%
公司类贷款	2,522,705	68,636	2.72	2,344,757	76,877	3.28	2,057,868	83,844	4.07
短期贷款	831,152	35,115	4.22	820,908	43,489	5.3	743,608	52,831	7.1
中长期贷款	1,691,553	33,521	1.98	1,523,849	33,388	2.19	1,314,260	31,013	2.36
个人贷款	772,613	9,109	1.18	723,805	7,925	1.09	585,085	10,378	1.77
个人住房贷款	567,303	5,079	0.9	527,888	4,222	0.8	428,039	5,843	1.37
个人消费贷款	70,108	1,925	2.75	66,573	1,966	2.95	72,620	2,424	3.34
其他贷款	135,202	2,105	1.56	129,344	1,737	1.34	84,426	2,111	2.5
票据贴现	117,225	-	-	102,826	-	-	159,368	-	-
海外业务	124,994	368	0.29	100,769	368	0.37	71,195	177	0.25
总计	3,537,537	78,113	2.21	3,272,157	85,170	2.60	2,873,516	94,399	3.29

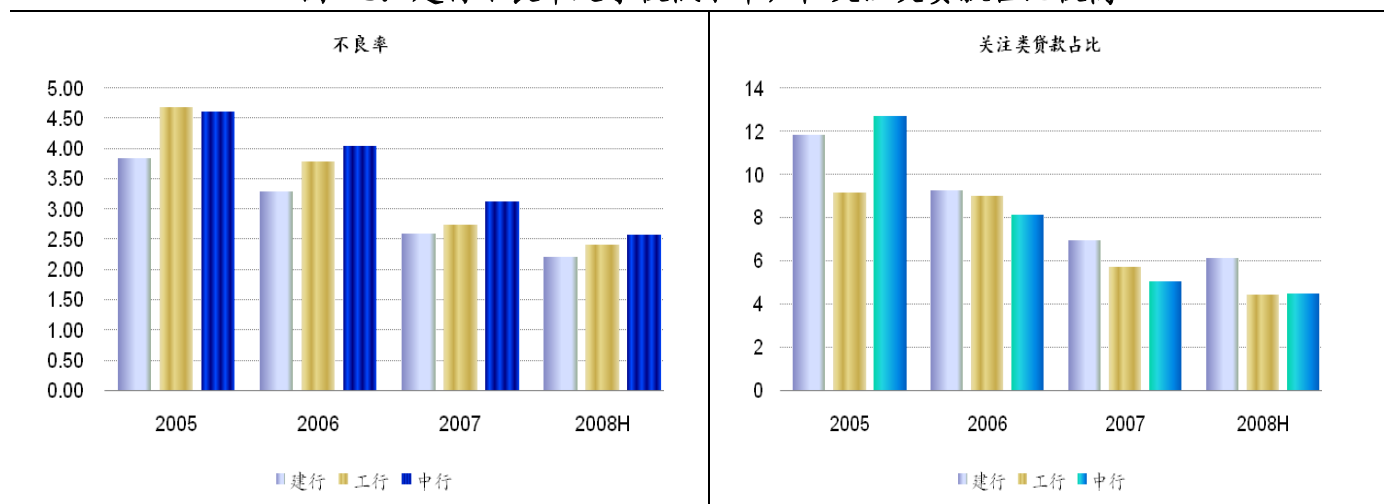
资料来源: 公司报告, 渤海证券研究所

图 24: 建行贷款收益率和对利息收入的贡献度



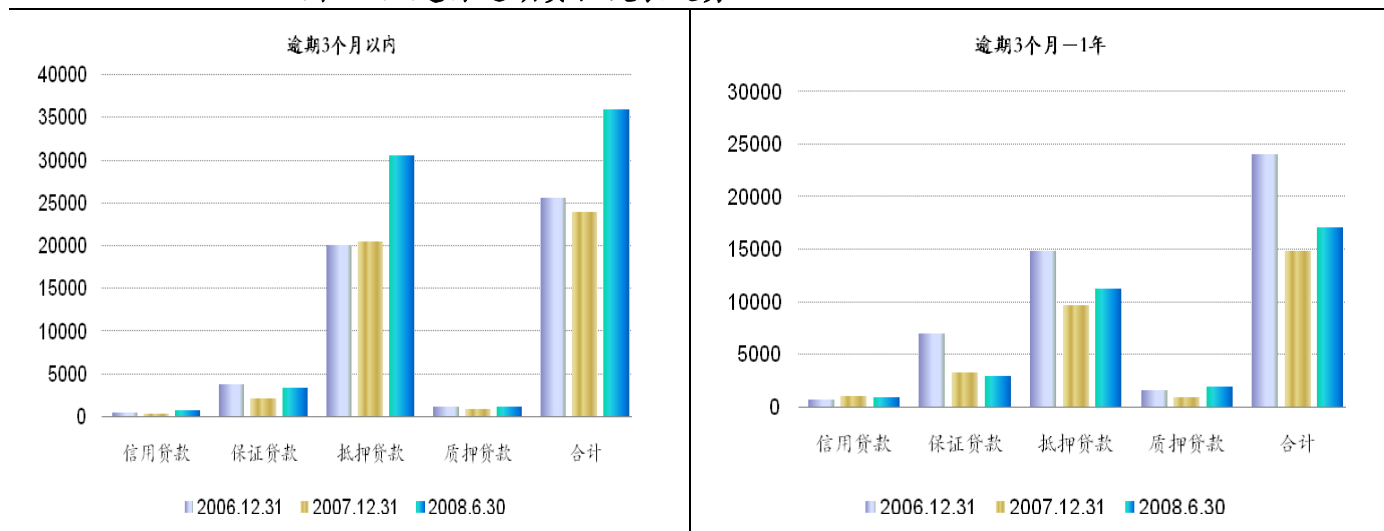
资料来源: 公司报告, 渤海证券研究所

图 25: 建行不良率处于较低水平, 但关注类贷款占比较高



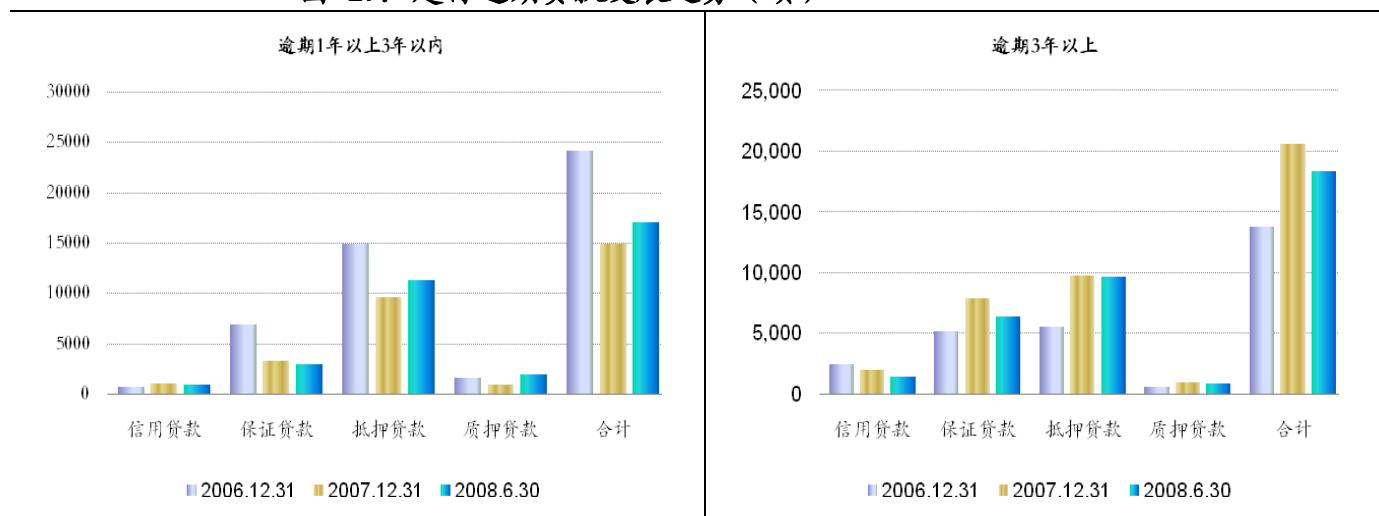
资料来源: 公司历年定期报告, 渤海证券研究所

图 26: 建行逾期贷款发展趋势



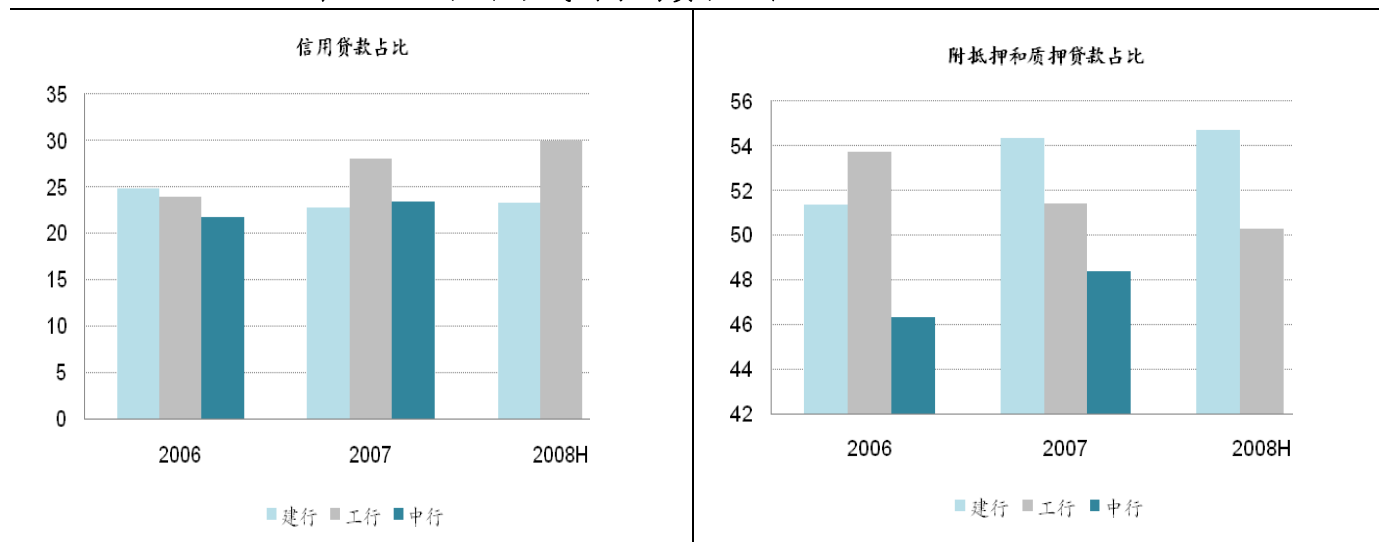
资料来源: 公司历年定期报告, 渤海证券研究所

图 27: 建行逾期贷款发展趋势 (续)



资料来源: 公司历年定期报告, 渤海证券研究所

图 28: 按担保方式划分的贷款比较



资料来源: 公司历年定期报告, 渤海证券研究所

4.2 存款结构

建行的活期存款占比相对较高, 其中 66.3% 属于企业活期存款, 成本率较低且来源稳定。与工行相比, 建行主动负债管理能力略强, 存款成本率普遍低于工行水平。

由于资本市场不景气和紧缩性货币政策, 在 08 年下半年存款加速回流银行系统, 定期化趋势明显。在这样的背景下, 建行的定期存款占比并没有出现大幅上升, 个人定期存款反而出现下降, 反映出建行管理负债的能力略胜一筹。

表 8：上市银行 2008 年中期的存款结构对比

	个人活期	个人定期	企业活期	企业定期	其他	小计	个人存款	企业存款	活期存款	定期存款	其他
北京	5.27%	10.44%	55.53%	27.69%	1.07%	100.00%	15.71%	83.22%	60.80%	38.13%	1.07%
南京	4.50%	10.50%	48.60%	25.80%	10.50%	100.00%	15.00%	74.50%	53.20%	36.30%	10.50%
宁波	7.90%	12.00%	45.40%	23.40%	11.20%	100.00%	20.00%	68.90%	53.30%	35.50%	11.20%
交行	13.30%	18.60%	35.30%	21.50%	11.30%	100.00%	31.90%	56.90%	48.60%	40.10%	11.30%
中信	3.80%	9.20%	40.90%	45.50%	0.70%	100.00%	13.00%	86.30%	44.60%	54.60%	0.80%
招行	19.30%	16.40%	34.30%	30.10%	0.00%	100.00%	35.60%	64.40%	53.60%	46.40%	0.00%
兴业	5.70%	6.90%	39.70%	34.40%	13.30%	100.00%	12.60%	74.10%	45.40%	41.30%	13.30%
浦发	5.00%	9.50%	39.10%	32.60%	13.80%	100.00%	14.50%	71.70%	44.10%	42.10%	13.80%
民生	4.50%	11.40%	38.50%	45.40%	0.20%	100.00%	15.80%	83.90%	43.00%	56.80%	0.20%
华夏	4.10%	8.10%	34.20%	33.80%	19.80%	100.00%	12.20%	68.00%	38.40%	41.80%	19.80%
深发展	5.10%	10.30%	23.60%	27.20%	33.80%	100.00%	15.40%	50.80%	28.80%	37.50%	33.70%
中行	14.50%	34.20%	27.40%	16.40%	7.50%	100.00%	48.70%	43.80%	42.00%	50.50%	7.50%
工行	16.53%	31.20%	31.12%	17.11%	3.40%	100.00%	47.65%	48.95%	48.30%	48.30%	3.40%
建行	18.80%	26.35%	37.04%	16.55%	1.18%	100.00%	45.15%	53.60%	55.84%	42.90%	1.26%

资料来源：公司中报，渤海证券研究所

表 9：建行和工行各类存款利率比较

	建行				工行			
	2008H	2007H	2007	2006	2008H	2007H	2007	2006
公司存款	1.71	1.29	1.41	1.27	1.76	1.38	1.48	1.30
活期存款	1.00	0.93	1.00	0.91	1.02	0.87	0.99	0.85
定期存款	3.29	2.16	2.42	2.08	3.25	2.47	2.6	2.44
个人存款	2.21	1.61	1.71	1.79	2.40	1.88	1.96	1.87
活期存款	0.72	0.74	0.79	0.74	0.72	0.72	0.8	0.72
定期存款	3.28	2.17	2.33	2.39	3.30	2.50	2.58	2.41
海外业务	2.39	3.83	3.77	4.13	2.36	4.16	4.39	4.09
客户存款总额	1.94	1.47	1.57	1.53	2.08	1.69	1.77	1.65

资料来源：公司报告，渤海证券研究所

表 10：建行和工行各类存款结构占比变化趋势

	建行			工行		
	2008H	2007	2006	2008H	2007	2006
公司存款	53.60%	53.21%	51.87%	48.95%	49.33%	44.79%
活期存款	37.04%	37.66%	35.71%	31.84%	34.25%	31.21%
定期存款	16.55%	15.55%	16.17%	17.11%	15.07%	13.57%
个人存款	45.15%	45.65%	47.70%	47.65%	47.03%	52.07%
活期存款	18.80%	18.40%	17.39%	16.53%	17.03%	17.37%
定期存款	26.35%	27.25%	30.31%	31.12%	30.00%	34.70%
其他	1.26%	1.15%	0.43%	2.00%	1.98%	1.66%
活期存款	55.84%	56.06%	53.10%	1.41%	1.67%	1.48%
定期存款	42.90%	42.79%	46.47%	48.36%	51.28%	48.58%
小计	98.74%	98.85%	99.57%	48.23%	45.07%	48.28%
客户存款总额	100.00%	100.00%	100.00%	96.59%	96.35%	96.86%

资料来源：公司历年报告，渤海证券研究所

4.3 建行业务特色：委托性住房金融

建行是较早地开展住房公积金管理业务的银行，与全国各地住房公积金管理中心建立了良好的业务合作关系。建行吸收来自住房公积金管理中心的存款，该项存款是公司稳定的资金来源。同时，建行还开展委托性住房金融业务，代理公积金管理中心发放委托贷款，收取一定的委托贷款费用，但不承担受托发放的个人住房公积金贷款的信用风险。建行还与若干国内大型房地产企业签署了排他性合作协议，开展住房公积金贷款及公积金组合贷款业务。可以说建行的公积金存贷款业务是业务特色之一。

随着近年来银行业竞争加剧，部分银行也与各地住房公积金管理中心合作，抢占了一部分公积金存贷款业务市场，估计未来建行这部分业务的市场份额还会受到进一步冲击。

表 11：建行公积金存贷款业务市场份额变化

	公积金存款		公积金贷款	
	金额	市场份额	金额	市场份额
2006	2,540.06		1,868.35	
2007H	1,987.00	57.50%	2,090.00	50.90%
2007	2,898.62	61.09%	2,422.50	50.25%
2008H	3,248.28	61.00%	2,642.64	49.35%

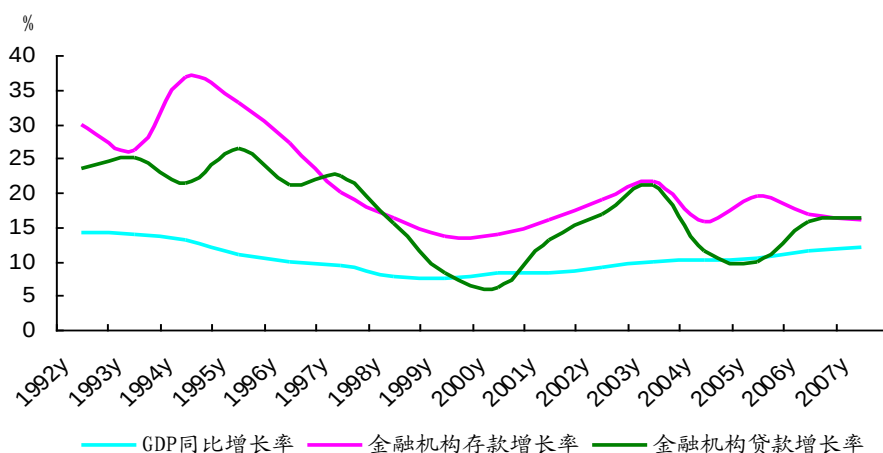
资料来源：公司数据，渤海证券研究所

5. 行业分析

5.1 银行业的生命周期

我国银行业目前的增长速度较快，正处于成长期，具有良好的发展潜力。从 1992 年 - 2007 年的数据分析，我们发现金融机构的贷款增长率只在 2000 年和 2005 年是低于 GDP 增速的，贷款平均增长率是 GDP 增速的 1.6 倍，存款增长率每年都高于 GDP 增速，平均增长率是 GDP 的 2 倍，充分说明银行业处于成长阶段，高于经济整体发展速度。但是，我们从图 29 中发现，金融机构发展速度与 GDP 增速之间的差距有降低的趋势，一是由于我国近 2 两年来的宏观调控实施从紧的货币政策导致金融机构紧缩银根，缩小了 GDP 增速之差；二是银行业经过快速发展阶段本身也有休养生息的必要。

图 29：金融机构成长阶段图示

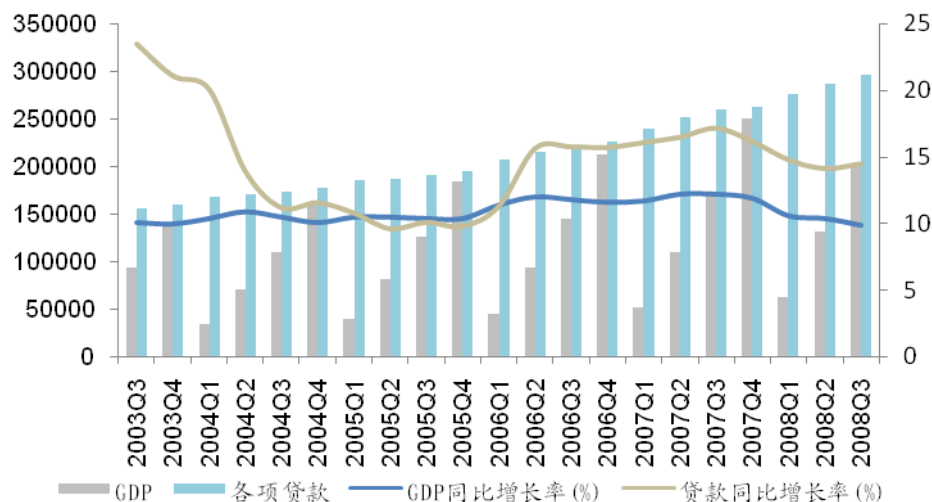


资料来源：wind，渤海证券研究所

5.2 银行业前景：顺应周期，延续较快发展趋势

我国银行业已经进入稳定发展的新时期，各方面的因素都表明我国银行业发展正面临较大的机遇。综合考虑，我们认为未来 3 年银行业的贷款增速将维持在 15-17% 左右，中间业务发展迅速，净利差见顶后稳步收窄，未来 3 年银行业的净利润复合增长率将达到 25% 的水平。

图 30：金融机构贷款增速与 GDP 增速

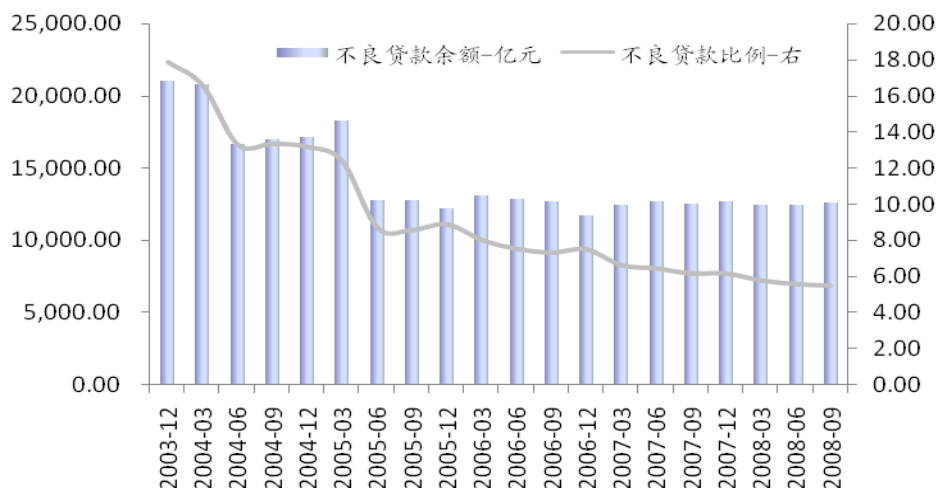


资料来源：wind，渤海证券研究所

5.3 宏观经济“软着陆”考验银行资产管理能力

2008 年以来，在全球经济增长趋缓的背景下，我国经济将进入增速减缓期。银行业的发展与经济周期密切相关，经济增长放缓考验着银行资产管理能力和防御风险的能力。预计未来 3 年我国宏观经济将保持 8-10% 的增速，实体经济 EBIT 增速下降，将导致银行息差收窄、信贷成本上升，进而使得 ROA 回落。

图 31：我国金融机构不良贷款情况

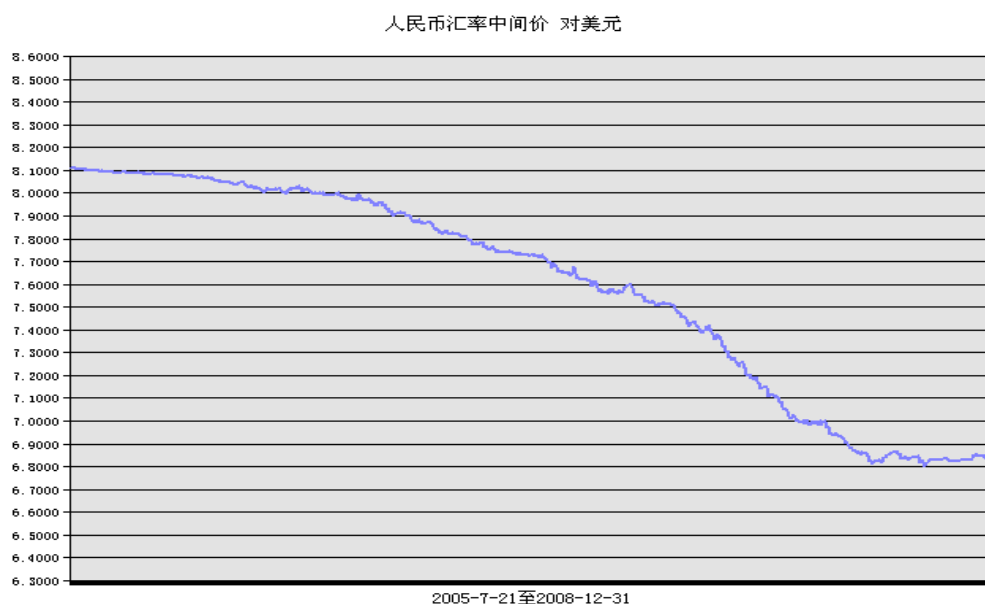


资料来源：银监会，渤海证券研究所

5.4 人民币升值提升银行战略价值

2005 年汇改直至 2007 年，人民币就一直保持小幅渐进式升值的步伐。但 2007 年以来升值的速度有加速的迹象。我们预计 08 年人民币升值幅度将扩大到 7% 左右，人民币的持续快速升值将增强银行的实际盈利能力、致使资产在重估中升值，进而推高银行股的估值水平。

图 32: 人民币升值趋势



资料来源: 中国人民银行

6. 风险因素

境外投资产生的风险

美国银行减持 H 股带来的市场抛压情绪

宏观经济恶化带来的风险

7. 盈利预测

7.1 关键假设

- 国内银行业成长性不改, 建行在 2009-2017 年总资产平均增长率 12.28%, 生息资产占比平均为 97.52%;
- 国内银行业净息差将逐步收窄, 建行 2009 年-2017 年平均 NIM 为 2.78%;
- 受制于内有外患, 银行业的不良率在 6 年内将逐步提高, 直至平稳;
- 银行业的资产负债配置基本稳定;
- 公司所得税有效税率维持在 25%水平, 2009-2017 年内的成本收入比平均为 29.58%
- 公司未来平均分红比例维持在 45%水平。

7.2 盈利预测结果

预计 2008-2010 年, 公司将分别实现归属于母公司净利润 938.5 亿、957.4 亿和 995 亿元, 净利润复合增长率 10.4%, 对应每股收益分别为 0.40、0.41、0.43 元。

表 12: 利润预测表 (万元)

	2008E	2009E	2010E
净利息收入	20788726.79	20764969.83	21263792.89
(YOY)	16.94%	-14.72%	-0.53%
净手续费及佣金收入	4015319.2	4090201.734	4155368.964
(YOY)	28.23%	1.86%	1.59%
其他净收入	-167622	503749.9	90543.08875
(YOY)	-65.05%	-400.53%	-82.03%
营业收入合计	24655185.65	25378233.34	25529131.65
(YOY)	12.35%	2.93%	0.59%
营业支出	12154794.93	12625181.06	12274146.43
(YOY)	2.35%	3.87%	-2.78%
营业利润	12500390.72	12753052.28	13254985.21
(YOY)	24.34%	2.02%	3.94%
拨备前利润	15833003.2	16373104.04	16847779.31
(YOY)	23.57%	3.41%	2.90%
营业外收支净额	28000	27900	27800
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	12528390.72	12780952.28	13282785.21
(YOY)	24.27%	2.02%	3.93%
所得税费用	3132097.68	3195238.071	3320696.304
(YOY)	-1.11%	2.02%	3.93%
净利润	9396293.04	9585714.213	9962088.911
(YOY)	35.90%	2.02%	3.93%
归属于母公司股东的净利润	9385233.02	9574431.23	9950362.92
YOY	35.91%	2.02%	3.93%

资料来源: 渤海证券研究所

7.3 悲观情况下的业绩增长

假设 2008-2010 年公司营业收入增长率低于我们预期的 10%, 对应的 EPS 将分别实现每股收益 0.39 元、0.40 和 0.41 元, 3 年净利润复合增长率降低至 2.65%, 建行将承受经济下滑带来的风险, 进入低速增长阶段。

8. 估值与投资建议

8.1 绝对估值: 每股 4.63 元

在我们的预测模型中, 建行的永续成长率取为 1%。

目前我国 10 年期国债收益率 (交易所) 大致为 2.9% 左右, 1 年期存款利率 2.25%, 11 月份 CPI 同比增长 2.40%, 考虑内忧外患, 长期无风险收益率大幅上升的可能性不大, 故我们在模型中将无风险收益率暂取为 3.00%, BETA 值取为 0.9255; 市场风险溢价为 6.00%, 由此可计算出建行的股权成本为 8.55%。

表 13: 主要模型参数

无风险收益率	3.00%
市场风险溢价	6.00%
BETA	0.9255
股权成本	8.55%

资料来源: 渤海证券研究所

在以上参数假设下, 建行每股合理价值为 4.63 元, 敏感性分析显示每股合理价值区间为 4.10-5.32 元。

表 14: 建行估值敏感性分析

		永续增长率 g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
股权成本 Ke	4.63					
	7.05%	5.43	5.73	6.08	6.49	6.99
	7.55%	4.98	5.23	5.52	5.85	6.25
	8.05%	4.59	4.80	5.04	5.32	5.64
	8.55%	4.25	4.43	4.63	4.86	5.12
	9.05%	3.95	4.10	4.27	4.46	4.68
	9.55%	3.68	3.81	3.96	4.12	4.31
	10.05%	3.44	3.55	3.68	3.82	3.98

资料来源: 渤海证券研究所

8.2 相对估值: 每股 4.10 元

建行的市盈率低于 10 倍, 市净率 1.83 倍, 具有一定的估值优势。

表 15: 国内银行估值比较

国内上市公司		每股收益 (元)				BVPS	收盘价	市盈率 (倍)			市净率
代码	公司名称	2007	08E	09E	10E	08Q3	2009-1-12	08E	09E	10E	
601169	北京银行	0.63	0.89	0.91	0.94	5.02	9.33	10.48	10.25	9.93	1.86
601398	工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.74	3.56	10.79	10.47	10.17	2.05
600015	华夏银行	0.5	0.8	0.84	0.93	3.75	7.59	9.49	9.04	8.16	2.02
601939	建设银行	0.3	0.4	0.41	0.42	2.05	3.75	9.38	9.15	8.93	1.83
601328	交通银行	0.43	0.58	0.58	0.6	2.81	5.06	8.72	8.72	8.43	1.80
600016	民生银行	0.48	0.56	0.5	0.57	3.03	4.15	7.41	8.30	7.28	1.37
601009	南京银行	0.62	0.79	0.83	0.85	5.85	8.79	11.13	10.59	10.34	1.50
2142	宁波银行	0.43	0.55	0.49	0.52	1.79	7.07	12.85	14.43	13.60	3.95
600000	浦发银行	0.971	2.21	1.64	1.79	6.73	14.3	6.47	8.72	7.99	2.12
1	深发展 A	0.94	0.2	0.26	0.3	7.69	9.86	49.30	37.92	32.87	1.28
601166	兴业银行	1.75	2.31	2.26	2.79	9.34	15.64	6.77	6.92	5.61	1.67
600036	招商银行	1.04	1.44	1.18	1.4	5.68	12.33	8.56	10.45	8.81	2.17
601988	中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.79	2.97	10.61	11.42	10.61	1.66
601998	中信银行	0.23	0.36	0.31	0.35	2.42	3.88	10.78	12.52	11.09	1.60
行业平均											1.92

资料来源: 渤海证券研究所

全球金融危机对金融股产生深远影响，全球主要银行估值水平大大下降。但是由于新兴市场的成长性和严格的监管致使中国银行业受到的冲击不是很严重，中国银行股的 PB 水平普遍高于发达市场，其 PB 在 2 倍以上是比较合理的，所以，我们认为建行的价值底线是 2 倍的 PB，即 4.10 元/股（以 08 三季度净资产计算）。

表 16：世界银行的 PB 水平（截至 1 月 12 日）

名称	ticker	P/B
恒生银行	11	3.45
Banco Bradesco 银行	BBDC4	2.09
工行 H 股	1398	1.86
富国银行	WFC	1.71
建行 H 股	939	1.69
交通银行 H 股	3328	1.66
澳洲银行	NAB	1.23
西班牙 BBVA 银行	BBVA	1.19
渣打银行	STAN	1.04
中信 H 股	998	1.03
三井住友金融集团	8316	0.99
瑞银集团	UBSN	0.97
中国银行 H 股	3988	0.96
汇丰控股	HSBA	0.9
三菱 UFJ 金融集团	8306	0.85
瑞士信贷	CSGN	0.79
摩根大通	JPM	0.67
法国巴黎银行	BNP	0.61
法国兴业银行	GLE	0.57
巴克莱	BARC	0.54
花旗集团	C	0.31
皇家苏格兰银行	RBS	0.15

资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

投资建议：短期中性，长期买入。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究员 黄锋 +86 22 2845 1131
股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	
金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857		营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879	
博士后工作站:			
资本市场制度创新研究 张超博士 +86 22 8837 0826	资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士	

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn