

李珊珊
010-88087417
liss@cmschina.com.cn

2009年8月24日

建设银行(601939.SH)/5.83元

盈利好于预期 资产质量继续改善

金融·银行

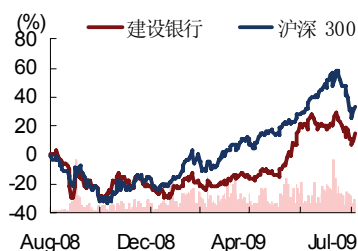
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	2336890
已上市流通股(万股)	900000
总市值(亿元)	13624
流通市值(亿元)	525
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	94.4%
主要股东	汇金公司
主要股东持股比例	48.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	39	18
相对表现	8	5	-6



相关报告

1、《充分发挥传统基建优势》
2009/03/30

2 季度资产质量继续好转, 拨备小于预期使得盈利超预期。今年建行充分发挥了基建贷款的传统优势, 同时在大银行中最充足的拨备使其未来的拨备压力相对小, 维持三大行中首选判断和审慎推荐评级。

- **拨备压力小, 盈利好于预期。**截至 09 年上半年末, 建行总资产 9.11 万亿元, 较年初增长 20.6%; 贷款 4.53 万亿元, 增长 19.28%; 存款 7.61 万亿元, 增长 19.36%; 上半年实现净利润 558.41 亿元, 同比略降 4.9%; 实现每股收益 0.24 元, 好于我们的预期 2 分钱, 主要是由于拨备压力小于预期。
- **2 季度利差环比降幅显著收窄。**上半年净利差 2.34%, 同比下降 82 个基点; 净利差 2.46%, 同比下降 83 个基点。其中 2 季度净利差 2.24%, 环比下降 17 个基点, 降幅已较 1 季度大幅收窄。
- **基建贷款占公司贷款投放一半以上。**今年国家大力投入的基础设施建设是建行的传统优势, 公司也较好地把握了这次机遇。上半年基建贷款增速 24.27%, 投放量占全部公司贷款的 56%。存款结构看, 较年初未出现活期化趋势。
- **不良贷款继续双降, 拨备覆盖率轻松达到 150%。**不良贷款 772.08 亿元, 较 1 季度末减少 47.28 亿元; 不良贷款率为 1.71%, 较 1 季度末下降 0.19 个百分点。上半年核销不良贷款 37 亿元, 同比多核销 21.8 亿元, 不良净形成率仍为负。从关注到损失类贷款占比较年初均继续下降。由于不良贷款降幅较大, 2 季度仅计提了少量拨备即使拨备覆盖率达到 150.51%, 较 1 季度末上升 9 个百分点, 成为大银行中拨备覆盖率首个达到 150% 的银行。
- **中间业务收入环比持平, 业务及管理费控制有效。**上半年手续费及佣金净收入同比增长 16.13%, 占营业收入的 17.9%, 同比提高 2.98 个百分点。不过第 2 季度手续费及佣金净收入环比略降 2.2%。成本收入比为 28.93%, 同比略升 0.85 个百分点, 仍较低。业务及管理费同比小幅下降 0.27%。
- **维持三大行中首选判断和审慎推荐评级。**今年建行充分发挥了基建贷款的传统优势, 同时未来拨备压力相对小, 略上调 09-11 年 EPS 预测至 0.46/0.56/0.62 元, 目前 09 年动态 PE 和 PB 分别为 12.6 和 2.5 倍, PB 略高于工行, 维持建行在三大国有银行中首选的判断, 维持审慎推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2195	2675	2747	3321	3779
同比增长	46.1%	21.9%	2.7%	20.9%	13.8%
营业利润(百万元)	1005	1186	1406	1702	1888
同比增长	55.1%	18.0%	18.6%	21.0%	11.0%
净利润(百万元)	691	926	1082	1313	1456
同比增长	49.1%	34.1%	16.8%	21.3%	11.0%
每股收益(元)	0.30	0.40	0.46	0.56	0.62
PE	19.7	14.7	12.6	10.4	9.4
PB	3.2	2.9	2.5	2.2	1.9

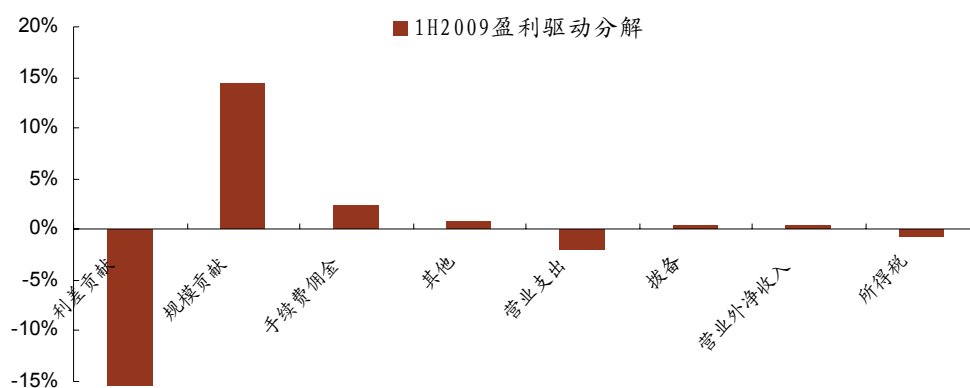
资料来源: 招商证券

一、盈利好于预期

截至 09 年上半年末，建行总资产 9.11 万亿元，较年初增长 20.6%；贷款总额 4.53 万亿元，较年初增长 19.28%；存款总额 7.61 万亿元，较年初增长 19.36%；

上半年实现净利润 558.41 亿元，同比略降 4.9%；实现每股收益 0.24 元，好于我们的预期 2 分钱，主要是由于资产减值损失小于预期。

图1：建行2009年上半年盈利驱动因素分解



数据来源：公司报表，招商证券

二、2 季度利差环比降幅显著收窄

上半年净利差 2.34%，同比下降 82 个基点；净利差 2.46%，同比下降 83 个基点。其中 2 季度净利差 2.24%，环比下降 17 个基点，降幅已较 1 季度大幅收窄。

表 1：2005-1H2009 建设银行净利差结构分析

	1H2009	2008 年	1H2008	2007 年	2006 年	2005 年
客户贷款	5.69%	7.16%	7.07%	6.31%	5.57%	5.39%
证券投资和交易性金融资产	3.28%	3.64%	3.60%	3.29%	2.92%	2.88%
存放央行款项	1.45%	1.77%	1.81%	1.73%	1.70%	1.66%
同业资产	13.10%	3.14%	3.35%	3.50%	3.23%	2.02%
总生息资产	4.04%	5.13%	5.10%	4.70%	4.28%	4.14%
吸收存款	1.65%	2.03%	1.94%	1.57%	1.53%	1.39%
同业负债	0.97%	1.87%	0.86%	1.83%	1.99%	1.53%
应发行次级债券	4.04%	4.73%	5.03%	4.86%	4.72%	4.64%
其他负债	2.34%	3.64%	3.63%	4.81%	4.19%	4.52%
总付息负债	1.70%	2.04%	1.94%	1.63%	1.59%	1.44%
净利差	2.34%	3.10%	3.16%	3.07%	2.69%	2.71%
净利息收益率	2.46%	3.24%	3.29%	3.18%	2.79%	2.78%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

三、基建贷款占公司贷款投放一半以上

今年国家大力投入的基础设施建设是建行的传统优势，公司也较好地把握了这次机遇。

上半年基础设施行业的贷款增加 2884.24 亿元，增速 24.27%，投放量占全部公司贷款的 56%，主要包括电力、燃气及水的生产和供应业、水利、环境和公共设施管理业、水利、环境和公共设施管理业以及租赁及商业服务业。

存款结构看，较年初未出现活期化趋势，期末活期存款占比 51.5%，较年初下降 1.3 个百分点。

表 2：2004-1H2009 建设银行贷款行业分布

	1H2009	2008 年	1H2008	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年
制造业小计	16.9%	17.5%	17.9%	18.1%	18.2%	17.9%	18.1%
交通运输、仓储和邮政业	10.8%	11.2%	11.3%	11.3%	11.7%	11.5%	10.8%
电力、燃气及水的生产和供应业	11.0%	11.9%	11.6%	11.5%	11.4%	11.0%	10.6%
房地产业	7.9%	8.7%	9.4%	9.7%	10.8%	10.6%	11.1%
建筑业	2.8%	3.1%	3.1%	3.1%	3.4%	3.6%	3.7%
水利、环境和公共设施管理业	4.3%	3.5%	3.6%	3.3%	3.3%	3.1%	2.5%
教育	2.0%	2.1%	2.2%	2.4%	2.8%	2.6%	2.3%
批发和零售业	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
租赁及商业服务业	5.8%	3.6%	3.2%	2.8%	2.3%	2.0%	1.6%
采矿业	2.1%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.4%
电讯、计算机服务和软件业	0.7%	0.7%	0.8%	1.1%	1.4%	2.5%	3.3%
其他	3.9%	3.6%	3.2%	3.4%	3.6%	3.9%	5.0%
公司类贷款总额	70.8%	70.9%	71.3%	71.7%	73.4%	73.3%	74.0%
票据贴现	5.6%	4.3%	3.3%	3.1%	5.7%	8.0%	7.2%
个人贷款	21.0%	21.7%	21.8%	22.1%	20.9%	18.7%	18.8%
海外业务	2.7%	3.1%	3.5%	3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
贷款合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

四、不良贷款继续双降，拨备覆盖率轻松达到 150%

不良贷款余额 772.08 亿元，较 1 季度末减少 47.28 亿元，较年初减少 66.7 亿元；不良贷款率为 1.71%，较 1 季度末下降 0.19 个百分点。上半年核销不良贷款 37 亿元，不良净形成率仍为负，为 -0.16%。

从关注到损失类贷款占比较年初均继续下降；其中关注类贷款占比 4.46%，较上年末下降 1.26 个百分点。

由于不良贷款降幅较大，2 季度仅计提了少量拨备即使拨备覆盖率达到 150.51%（上半年信贷成本仅为 0.49%），较 1 季度末上升 9 个百分点，成为大银行中拨备覆盖率首个达到 150% 的银行。

表 3：2006-2010E 建设银行资产质量分析

	2011E	2010E	2009E	1H2009	2008	2007	2006
五级分类不良贷款(亿元)	1343.3	1054.2	799.1	772.1	838.8	851.7	944.0
五级分类不良贷款较年初增长	27.42%	31.93%	-4.73%	-7.96%	-1.51%	-9.78%	-0.07%
五级分类不良贷款率	2.27%	1.99%	1.70%	1.71%	2.21%	2.60%	3.29%
拨备覆盖率	140.5%	147.6%	161.7%	150.5%	131.6%	104.4%	82.2%
贷款损失准备(亿元)	1887.8	1556.4	1292.3	1162.1	1103.7	889.3	776.3
信贷成本	0.70%	0.63%	0.63%	0.49%	1.27%	0.65%	0.71%
贷款准备金率	3.19%	2.94%	2.75%	2.57%	2.91%	2.72%	2.70%
拨备充足率	279.8%	286.7%	311.4%	290.6%	263.0%	191.9%	156.0%
逾期贷款余额(亿元)				939.7	870.6	909.5	1032.1
逾期贷款比率				2.08%	2.29%	2.78%	3.59%
贷款损失准备余额中:							
组合评估占比				58.8%	54.2%	45.8%	46.5%
个别评估占比				41.2%	45.8%	54.2%	53.5%
正常类贷款迁徙率				1.41%	3.60%	2.96%	4.28%
关注类贷款迁徙率				3.89%	8.40%	9.43%	12.84%
次级类贷款迁徙率				29.46%	44.20%	61.72%	56.48%
可疑类贷款迁徙率				6.50%	11.56%	16.20%	8.10%

资料来源：公司报表 招商证券研发中心

五、中间业务收入环比持平，业务及管理费控制有效

上半年手续费及佣金净收入同比增长 16.13%，占营业收入的 17.9%，同比提高 2.98 个百分点。中间业务收入同比增长 18.47%。不过第 2 季度手续费及佣金净收入环比略降 2.2 个百分点。

成本收入比为 28.93%，同比略升 0.85 个百分点，保持在较低的水平。业务及管理费同比小幅下降 0.27%。其中员工成本 216.33 亿元，同比下降 2.08%。

六、维持三大行中首选判断和审慎推荐评级

在本轮经济刺激计划中，建行充分发挥了基建贷款的传统优势，同时，在大银行中最充足的拨备使其下半年维持较低的拨备压力，略上调 09-11 年 EPS 预测至 0.46/0.56/0.62 元，目前 09 年动态 PE 和 PB 分别为 12.6 和 2.5 倍，PB 略高于工行，维持建行在三大国有银行中首选的判断，维持审慎推荐评级。

表 4： 2 季度建行基本未对次贷相关债券进一步计提减值

(百万美元)	1H2008		2008		1Q2009		1H2009	
	累计减值准备	账面价值	累计减值准备	账面价值	累计减值准备	账面价值	累计减值准备	账面价值
美国次级按揭贷款债券	215	273	275	162			275	122
首次抵押债券	147	249	195	153			193	118
二次抵押债券	68	24	80	9			82	4
CDO	456	-	455	-			453	
次贷支持债券合计	671	273	730	162	733	136	728	122
Alt-A		357	283	230	300	212	309	215
雷曼相关债券			191	0	189	0	189	0
两房相关债券		3250	0	1190	0	710	0	610
上述合计	671	3880	1204	1582	1222	1058	1226	947

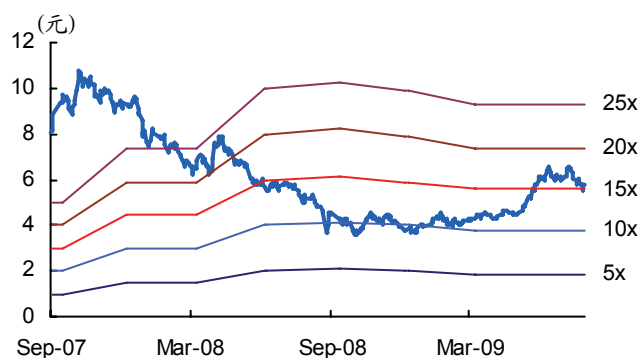
资料来源：公司报表 招商证券研发中心

表 5： 估值对比表

公司	EPS				盈利复合增长率		PE		PB		市值	投资评级
	07	08E	09E	10E	08-09	08E	09E	10E	09E	10E	亿元	
兴业银行	1.72	2.28	2.37	2.80	17.5%	16.4	15.7	13.3	3.2	2.7	1957	强烈推荐-A
北京银行	0.54	0.87	0.94	1.14	32.3%	18.6	17.2	14.2	2.6	2.3	1083	审慎推荐-A
宁波银行	0.38	0.53	0.59	0.76	24.8%	23.1	20.8	16.2	3.3	2.9	343	审慎推荐-A
浦发银行	1.26	2.21	1.51	1.77	57.6%	10.3	15.0	12.8	3.1	2.6	1426	审慎推荐-A
招商银行	1.04	1.43	0.87	1.03	8.7%	11.3	18.8	15.7	3.0	2.6	2730	审慎推荐-A
民生银行	0.44	0.42	0.55	0.60	34.2%	17.6	13.3	12.2	2.0	1.7	1557	审慎推荐-A
交通银行	0.42	0.58	0.64	0.79	23.3%	15.9	14.5	11.6	2.7	2.4	4429	审慎推荐-A
南京银行	0.50	0.79	0.96	1.15	39.0%	21.9	18.2	15.1	2.6	2.3	341	审慎推荐-A
建设银行	0.30	0.40	0.46	0.56	25.2%	14.7	12.6	10.4	2.5	2.2	11935	审慎推荐-A
深发展	1.16	0.20	1.21	1.58	28.1%	111.6	18.3	14.0	2.8	2.4	745	审慎推荐-A
工商银行	0.24	0.33	0.38	0.45	25.3%	14.7	12.7	10.8	2.3	2.0	16710	审慎推荐-A
华夏银行	0.50	0.62	0.79	1.08	36.6%	17.2	13.5	9.8	1.7	1.5	614	审慎推荐-B
中国银行	0.22	0.25	0.29	0.35	14.6%	16.3	14.0	11.6	1.9	1.7	10419	中性-A
中信银行	0.21	0.34	0.34	0.41	25.8%	15.9	16.2	13.4	2.0	1.8	2280	中性-A
算术平均					23.4%	24.3	15.2	12.5	2.4	2.1	4835	

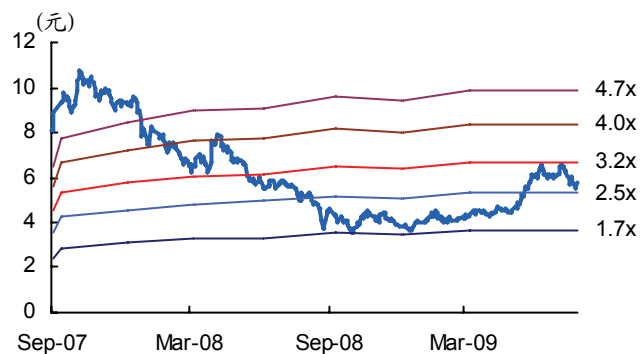
资料来源：招商证券研发中心

图 2: 建设银行历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 建设银行历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：亿元	2011E	2010E	2009E	2008	2007
贷款总额	59175	52977	47007	37939	32722
贷款净额	59175	51420	45715	36836	31832
存放央行款项	13488	12033	12215	12131	8115
债券投资	31665	28273	24779	21947	22016
其他生息资产	12033	11172	9179	2585	2260
生息资产	116362	104454	93179	74603	65113
非生息资产	2032	3190	2330	2055	1758
总资产	118394	106088	94216	75555	65982
各项存款	99915	89130	78806	63759	53403
应付债券	966	966	966	538	399
其他计息负债	7626	6872	6883	4972	6680
计息负债	108507	96968	86656	69269	60482
非计息负债	2708	2888	2182	1609	1277
总负债	111215	99856	88838	70879	61759
股本	2337	2337	2337	2337	2337
股东权益	7179	6232	5379	4676	4223
负债股东权益	118394	106088	94216	75555	65982
每股净资产	3.07	2.67	2.30	2.00	1.81

利润表

单位：亿元	2011E	2010E	2009E	2008	2007
一、营业收入	3779	3321	2747	2675	2195
利息收入	4692	4190	3526	3565	2848
利息支出	-1705	-1542	-1345	-1316	-920
净利息收入	2987	2647	2181	2249	1928
手续费及佣金	709	596	493	401	327
手续费及佣金	-24	-21	-18	-16	-14
手续费及佣金	685	575	475	384	313
投资收益	78	71	64	-9	22
其他业务收入	29	28	27	50	-68
二、营业支出	-1891	-1619	-1340	-1489	-1189
营业税金及附加	-216	-199	-167	-158	-123
业务及管理费	-1292	-1097	-898	-822	-788
资产减值损失	-381	-322	-274	-508	-276
其他业务支出	-1	-1	-1	-1	-2
三、营业利润	1888	1702	1406	1186	1005
营业外净收入	15	14	12	11	3
拨备前利润	2270	2024	1680	1706	1284
四、利润总额	1888	1702	1406	1197	1008
减：所得税费用	-431	-388	-323	-271	-317
五、净利润	1458	1314	1083	926	691
归属：本行股东	1456	1313	1082	926	691
每股收益	0.62	0.56	0.46	0.40	0.30

资料来源：公司报表、招商证券

主要财务比率

单位：亿元	2011E	2010E	2009E	2008	2007
资产质量					
不良贷款余额	1343.3	1054.2	799.1	838.8	851.7
不良贷款增长	27.4%	31.9%	-4.7%	-1.5%	-9.8%
不良贷款率	2.27%	1.99%	1.70%	2.21%	2.60%
拨备覆盖率	140.5%	147.6%	161.7%	131.6%	104.4%
贷款损失准备	1887.8	1556.4	1292.3	1103.7	889.3
信贷成本	0.70%	0.63%	0.63%	1.03%	0.65%
贷款准备金率	3.2%	2.9%	2.7%	2.9%	2.7%
拨备充足率	279.8%	286.7%	311.4%	263.0%	191.9%
逾期贷款				980.5	909.5
逾期贷款比率				2.58%	2.78%
成长性					
贷款较年初增长	11.7%	12.7%	23.9%	15.9%	13.9%
存款较年初增长	12.1%	13.1%	23.6%	19.4%	13.1%
资产较年初增长	11.6%	12.6%	24.7%	14.5%	21.1%
生息资产增长	11.4%	12.1%	24.9%	14.6%	21.2%
计息负债增长	11.9%	11.9%	25.1%	14.5%	20.6%
拨备前利润增长	12.1%	20.5%	-1.5%	32.8%	51.2%
税前利润同比增长	11.0%	21.0%	17.4%	18.8%	53.4%
净利润同比增长	11.0%	21.3%	16.9%	34.0%	49.3%
净利息收入增长	12.8%	21.4%	-3.0%	16.7%	37.3%
手续费佣金净收入增	19.1%	21.1%	23.5%	22.8%	130.7%
业务结构					
净利息收入占比	79.0%	79.7%	79.4%	84.1%	87.8%
手续费佣金净收入占	18.1%	17.3%	17.3%	14.4%	14.3%
中间业务净收入占比	18.5%	17.7%	17.8%	15.4%	10.7%
管理和盈利能力					
成本收入比	34.2%	33.0%	32.7%	30.7%	35.9%
ROAE	21.74%	22.63%	21.54%	20.82%	18.35%
ROAA	1.30%	1.31%	1.28%	1.31%	1.15%
净利差	2.59%	2.56%	2.42%	3.08%	3.07%
净息差	2.71%	2.68%	2.54%	3.23%	3.18%
净利差(公司公布)				3.10%	3.07%
净息差				3.24%	3.18%
网均净利润(万元)				692.2	513.8
人均净利润(万元)				31.0	23.1
资本金和风险控制					
核心资本充足率	8.84%	9.69%	9.45%	10.17%	10.37%
资本充足率	11.19%	11.98%	11.69%	12.16%	12.58%
单一最大客户贷款比				4.2%	4.7%
资产负债结构					
资产负债比率	93.9%	94.1%	94.3%	93.8%	93.6%
贷款净额/总资产	50.0%	48.5%	48.5%	48.8%	48.2%
债券投资/总资产	26.7%	26.7%	26.3%	29.0%	33.4%
贷款/存款	59.2%	59.4%	59.6%	59.5%	61.3%
活期存款占比	54.0%	54.0%	53.0%	52.8%	57.7%

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。