

动态报告/公司快评

金融

银行

建设银行 (601939)
推荐

重组债券延期快评

(维持评级)

2009 年 9 月 22 日

重组债券延期，息差和盈利受小幅负面影响

分析师：邱志承 qiuzc@guosen.com.cn 021-68864597

分析师：黄飙 huangbiao@guosen.com.cn 0755-82133476

事项：

公司公告称，接到财政部通知，公司持有的信达公司债券到期后延期 10 年，利率维持现有年息 2.25% 不变；财政部将继续对公司持有的信达公司债券本息支付提供支持。

评论：

- 我们之前的报告曾经提示过这方面的可能性，但信达重组债券延期仍部分超出市场的预期，将使得公司的债券投资利息收入减少，对 2010 年息差和盈利静态的负面影响幅度大约为 2.8 bp 和 1.7%

根据财政部的通知，信达债券延期 10 年，利率维持 2.25%，比最新的 10 年期政策性金融债收益率（约 4%）低出较多，将影响公司的债券投资的利息收入，从而对息差和盈利构成负面影响。据此我们调整了公司的债券投资组合假设，在最新的国债收益率假设之下，公司的 2010 年息差将缩窄 2.8 bp 至 2.47%，盈利下降 1.7%。

- 工行和中行持有的重组债券同样面临延期和盈利预期下调的可能性

工行和中行持有华融和东方资管重组债券同样将面临延期可能性，工行持有的华融公司债券 3130 亿元，是 2000-2001 年发行，期限 10 年，年利率 2.25%；中国银行持有的东方公司债券是 1600 亿元，2000 年 7 月发行，同样的期限为 10 年，年利率 2.25%。

我们相应调整了两家公司的盈利预测，目前 10 年期金融债的到期收益率在 4% 左右，我们考虑到通胀和银行间收益率上升的可能，我们分别假设全部债券延期、再投资利率分别为 4.0% 和 4.5% 情况下，对息差和业绩的影响。

表 1：三大国有银行受资管债券延期影响（影响幅度包含了债券在一年间到期时间差异的影响）

	券规模 (亿元)	票面利率		2H2009		2010E		2011E	
				4.0%	4.5%	4.0%	4.5%	4.0%	4.5%
工商银行	华融, 3130	2.25%	息差收入减少			1,369	1,761	4,108	5,282
			息差缩窄			1.0	1.3	2.7	3.5
			净利润下降			0.6%	0.8%	1.6%	2.1%
建设银行	信达, 2470	2.25%	息差收入减少	1,081	1,389	4,323	5,558	4,323	5,558
			息差缩窄	1.1	1.4	3.9	5.0	3.5	4.5
			净利润下降	0.7%	1.0%	2.3%	3.0%	2.0%	2.6%

中国银行	东方, 1600	2.25%	息差收入减少	1,400	1,800	2,800	3,600
			息差缩窄	1.5	1.9	2.7	3.4
			净利润下降	0.8%	1.1%	1.5%	1.9%

资料来源：各公司财报，国信证券经济研究所

■ 公司股价波动将反映公司价值的一次性减少，H 股股价反应若大幅超过 3% 建议逢低吸纳

资管债券的延期对公司未来多年的收入和盈利造成负面影响，公司股价将发生波动以反映公司价值的一次性减少，不同的收益率假设下盈利下降和股价波动的幅度将有所不同，我们认为不超过 3%（10 年期金融债收益率为 4.5% 假设下）的波动是较为合理的反映。该事件不影响我们对行业基本面及公司经营面的原有判断和假设，维持各家公司的评级。此外，该事件可能引发海外市场对政府信用的担忧，H 股的股价反应可能将超过 A 股，但若反应幅度大幅超过 3% 我们认为可逢低吸纳。

由于我们之前曾经预计过出现这种情景，因此对于我们对几家上市银行的投资评级不变，工商银行和建设银行仍给予“推荐”评级，中国银行为“中性”评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。