

2010-08-23

多元化银行

建设银行 601939.SH

稳健增长，价值低估

分析师：沈维（执业证书编号：S0930210010239）

冯钦远（执业证书编号：S0930210030002）

021-22169121

021-22169119

shenwei@ebcn.com

fengqy@ebcn.com

◇事件：公司公布半年报

建设银行 10 年中期收入和净利润同比增长 17.15% 和 26.76%，EPS 0.30。二季度单季收入和净利润环比增长 3.66% 和 1.17%。上半年 ROAA 1.43%，ROAE 24%，较上年同期分别提高 0.09 和 1.46 个百分点。业绩增长主要来自：（1）生息资产平均余额同比增长 18.26%；（2）中间业务收入同比增 43.63%；（3）外部债券价格回升，资产减值损失同比减少 23.36%。但由于重定价因素引起的息差同比回落，以及贷款平均余额增速略低于同业，公司业绩增幅逊于此前披露中报的银行。

◆ 贷款平均余额同比增 19.4%，息差同比小幅回落

上半年利息净收入同比增长 14.96%，其中二季度单季环比上升 6.01%。报告期末贷款余额较年初增长 11%，但贷款平均余额较上年同期增长 19.4%，规模增长是净利息收入增长的主要原因。息差方面，上半年净息差 2.41%，同比下降 5bp，主要由于存贷款重定价因素影响，贷款及生息资产收益率同比分别下降 66BP 和 36bp，存款及计息负债成本率则同比分别降 36bp 和 34bp。但得益于贷款及债券投资等高收益资产占比提高、新发放贷款定价能力提升、市场化利率上行以及存款活期化因素，报告期末息差较 1 季度末回升 2bp。

公司上半年个人贷款增速 14.6%，略快于公司贷款 11.5% 的增速，主要由于个人住房贷款增速仍然较高（17.6%）。公司上半年新增信贷主要投向重点建设项目的在建续建需求、个人住房贷款及小企业信贷。

◆ 中间业务收入同比增 43.6%，占比提升至 22%

中间业务收入大幅增长是中报亮点之一。公司上半年手续费和佣金净收入同比增长 43.63%，主要来自托管及受托业务、结算及清算业务、担保及信用承诺、银行卡等传统业务的增长。手续费及佣金净收入占营业收入比重同比提高 4.04 个百分点至 21.94%。下半年，受银信合作新规影响，理财业务收入增长将有所放缓，但整体影响有限。

上半年管理费用同比上升 12.41%，略低于同期收入增速，成本收入比 27.76%，仍维持在较低的水平。

◆ 资产质量指标持续改善，压力在下半年体现

上半年宏观经济运行良好，调控引发的资产质量变动尚未体现。公司不良贷款率 1.22%，较年初下降 0.28 个百分点，关注类贷款亦下降 0.25 个百分点至 3.92%。上半年，除个人消费贷款外的各业务品种不良率全面下降；分行业不良率亦全面下降，尤其不良率偏高的制造业、房地产业和批发零售业不良额和不良率双降；逾期贷款总额较年初下降 43.57 亿元。由于资产质量持续改善，期末拨备覆盖率达到 204.72%，较年初上升 29 个百分点；贷款总额准备金率 1.98%，较年初减少 0.14 个百分点。

房地产行业及个人住房贷款占比分别为 7.08% 和 18.74%，合计占比 25.82%。公司住房按揭贷款在可比银行中偏高，下半年房地产市场如出现大幅波动亦会对公司资产质量造成压力，这是行业面临的系统性风险。

上半年资产减值损失同比减少 23.36%，主要来自外币债券价格回升产生债券减值损失准备回拨。由于资产质量仍在持续改善中，贷款拨备支出稳定（同比仅减少 1.55 亿元）。年化信用成本率为 0.40%，低于去年同期 0.48% 的水平；下半年信用成本率有上行压力。

◆ 估值偏低，维持“买入”

报告期末核心资本充足率 9.27%，资本充足率 11.68%。A+H 配股融资 750 亿元完成后，公司资本充足率和核心资本充足率将提升至 13% 和 10.5%，能够满足未来三年业务发展需要。预测公司 10/11 年融资摊薄后 EPS 0.52 / 0.63 元，目前股价对应今明两年 PE 为 9.15 和 7.65 倍，动态 PB 为 1.8 倍。目前股价存在明显低估，维持“买入”评级。

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008年2月加盟光大任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。曾就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门。

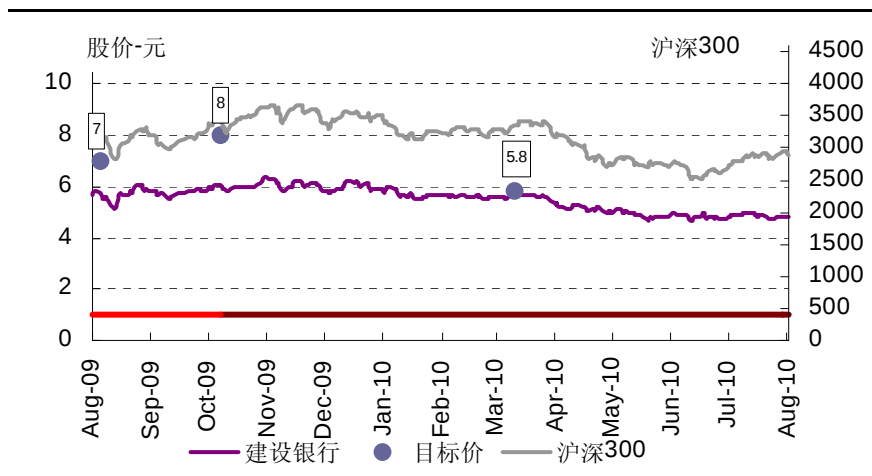
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

建设银行（601939）

分析师：沈维



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-10-19	4.19	6.50	增持
2008-10-26	4.00	6.50	增持
2009-03-02	4.16	5.20	增持
2009-03-29	4.36	5.20	增持
2009-04-26	4.35	5.20	增持
2009-08-23	5.83	7.00	增持
2009-10-25	6.07	8.00	买入
2010-03-29	5.51	5.80	买入

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。