

净息差弹性略显不足

中性维持

目标价格：6.10 元

投资要点:

- 规模是利润增长主要驱动因素
- 净息差弹性略显不足，主要是贷款收益率没有显著提升
- 手续费增速良好，资产质量稳定，

事件:

公司发布 2010 年年报，建行 2010 年实现净利润 1350.31 亿元，较上年增长 26.39%。平均资产回报率为 1.32%，加权平均净资产收益率为 22.61%，分别较上年提高 0.08 个百分点和 1.74 个百分点。净息差为 2.49%，反弹 10 个 BP。董事会建议派发现金股息每股 0.2122 元。四季度实现净利润 243.9 亿元，环比下降 38.8%。

金融地产研究组

分析师:

黄立军 (S1180209070180)

联系人:

张继袖

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*建设银行: 业务均衡发展, NIM 反弹-三季报点评*601939*银行*张继袖》, 2010.10
- 2 《宏源证券*公司研究*建设银行: 净息差环比反弹, 利润稳步增长*601939*银行*张继袖》, 2010.8
- 3 《宏源证券*公司研究*建设银行: 看好西部开发背景下的利润贡献*601939*银行*张继袖》, 2010.7

百万元, 元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	267184	323153	376172	444632	533449
净利润	106836	135031	156479	185540	225689
摊薄 EPS	0.46	0.54	0.63	0.74	0.90
BVPS	2.38	2.79	3.17	3.61	4.15
PE(X)	11.03	9.34	8.06	6.80	5.59
PB(X)	2.12	1.81	1.59	1.39	1.21

点评:

- **客户贷款和垫款总额56691.28亿元，同比上年增长17.62%。**贷款主要投向基础设施贷款、中小企业贷款、涉农贷款以及个人住房贷款，其中中小企业贷款15852.2亿元，增幅28.6%，高于公司类贷款增幅9.93个百分点。资产108103.17亿元，比年初增长12.33%。负债总额101094.12亿元，较上年增加10450.77亿元，增幅为11.53%。客户存款90753.69亿元，较上年增加10740.46亿元，增幅为13.42%。
- **手续费及佣金净收入保持良好增长态势。**较上年增加180.73亿元，增幅37.61%，其中理财产品业务收入56.11亿元，增幅高达170.02%；手续费及佣金净收入占比营业收入比率较上年提高2.45个百分点至20.44%。
- **资产质量稳定，不良“双降”。**截止2010年12月31日，不良贷款余额647.12亿元，较上年减少74.44亿元；不良贷款率1.14%，较上年下降0.36个百分点；关注类贷款占比3.51%，较上年下降0.66个百分点。全年信贷成本0.50%，拨备覆盖率221.14%。
- **全年净息差反弹8个BP，四季度净息差年化环比反弹12个BP。**分细项看，贷款和投资收益率同比依然下降，而同业收益率上升，除卖出回购外，各项负债业务成本率均有下降。而通过期初期末余额计算的NIM基本持平。
- **全年成本收入比下降1.43个百分点至31.47%，拉动净利润增长3.33个百分点。**
- **投资建议：**我们预计建行2011年实现净利润1565亿元，增长15.9%，EPS0.63元，2012年净利润增长18.6%，达到1855亿元，EPS0.74元。目前股价对应2011年的PE和PB分别为8.06X和1.59X，中性评级。

表 1: 建行利润增长驱动因素分解

	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010
生息资产规模	9.62	3.34	2.40	4.37	-5.50	1.90	2.25	17.84
NIM	-8.21	-0.81	2.81	-2.72	-0.49	3.41	4.06	-0.40
手续费净收入	-0.51	1.27	-0.07	8.64	-6.66	-2.46	3.08	7.96
其他收支	-1.03	-2.05	0.33	-0.02	-0.28	2.06	-0.28	-0.65
费用收入比	-2.32	-1.05	-22.92	44.09	-4.42	0.00	-21.12	3.33
营业税率	-0.01	0.34	0.42	0.11	-0.40	0.49	-0.12	0.70
拨备支出	15.22	0.92	-14.57	15.50	3.28	4.40	-26.82	-2.76
营业外收支	0.52	-0.29	0.90	-1.57	0.16	1.19	-0.39	0.24
所得税率	-0.76	0.88	-1.12	1.80	0.48	1.00	0.53	0.13
净利润增长率	12.52	2.56	-31.82	70.21	-13.83	12.00	-38.81	26.39

资料来源：公司数据，宏源证券

表 2: 盈利预测 (百万元)

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	利润表	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	1458648	1848029	1660235	1491942	净利息收入	211885	251500	281704	323135
存放同业和其它	101163	78318	70359	63227	手续费及佣金净收入	48059	66132	89709	117266
拆出资金	22217	63962	57462	51637	其他净收入	6990	5521	4758	4231
证券投资	2578799	2904997	3682474	4497504	营业收入合计	266934	323153	376172	444632
买入返售金融资产	589606	181075	162674	146185	营业税金及附加	15972	18364	21377	25267
衍生金融资产	9456	11224	12571	14079	业务及管理费	87900	101793	118494	140059
发放贷款及垫款	4692947	5526026	6241491	7049164	资产减值损失	25460	29292	34775	40081
固定资产	74693	83434	68725	68420	营业支出合计	129332	149449	174646	205408
递延所得税资产	10790	17825	19964	22360	营业利润	137602	173704	201526	239225
无形资产	18392	18232	15564	14470	营业外收支净额	1123	1452	1451	1450
其他资产合计	66644	77195	116036	141474	拨备前利润	163062	202996	236301	279306
资产合计	9623355	10810317	12107555	13560462	利润总额	138725	175156	202977	240675
同业和其它金融机构存放	774785	683537	717260	725531	减: 所得税	31889	40125	46498	55134
拆入资金	38120	66272	69542	60461	净利润	106836	135031	156479	185540
卖出回购金融资产款	0	4922	55605	172099	归属于母公司的净利润	106756	134844	156262	185284
吸收存款	8001323	9075369	10255167	11588339	少数股东损益	80	187	217	257
应付债券	98644	93315	36009	36009	基本每股收益	0.46	0.54	0.63	0.74
其他负债合计	151463	185997	177482	69933	稀释每股收益	0.46	0.54	0.63	0.74
负债合计	9064335	10109412	11311064	12652372	财务指标	2009	2010	2011E	2012E
股本	233689	250011	250011	250011	成长性				
资本公积金	90266	135136	137001	138956	营收增长率	-0.1%	20.9%	16.4%	18.2%
盈余公积金	37421	50681	66307	84836	EBIT 增长率	15.8%	25.6%	15.7%	18.4%
未分配利润	136112	195950	280534	371393	净利润增长率	15.3%	26.3%	15.9%	18.6%
一般风险准备	46806	61347	61347	61347	盈利性				
少数股东权益	3545	4113	4330	4587	ROA	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
股东权益合计	555475	696792	792161	903503	ROE	19.1%	19.2%	19.6%	20.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	EBIT 率	52.9%	54.9%	54.6%	54.7%
净利润	106756	134844	156262	185284	净息差	2.41%	2.49%	2.63%	2.67%
EBIT	141367	177533	205354	243052	成本收入比	32.9%	31.5%	31.5%	31.5%
NOPLAT	108871	136864	158311	187373	估值倍数				
资产准备	25460	29292	34775	40081	PE	11.03	9.34	8.06	6.80
折旧与摊销	13216	6878	8642	9583	P/S	4.41	3.90	3.35	2.83
来源	1976445	1045077	1201652	1341308	P/B	2.12	1.81	1.59	1.39
运用	2067903	1186962	1297238	1452907	股息收益率	1.66%	3.75%	4.21%	5.79%
自由现金流	30629	1857	71368	85357	EV/EBITDA	8.27	7.35	6.07	5.14

资料来源: 公司数据, 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行行业研究员, 南开大学会计学博士。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。