

同业负债拖累净息差上行

中性维持

目标价格：5.11 元

投资要点:

- 同业负债拖累净息差
- 手续费高增长
- 资产质量无碍

事件: 2011 年上半年, 建行实现利润总额 1207.89 亿元, 较上年同期增长 31.02%; 净利润 929.53 亿元, 增长 31.33%。营业收入为 1960.33 亿元, 同比增长 27.87%, 实现净利润 929.53 亿元, 较上年同期增长 31.33%。年化平均资产回报率为 1.65%, 年化加权平均净资产收益率为 24.98%, 分别较上年同期提高 0.22 个百分点和 0.98 个百分点。每股收益 0.37 元。二季度净利润 457.2 亿元, 环比微降 3.2 个百分点。

报告摘要:

- **净利润驱动因素分解。**半年报看, 生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差提高是净利润增长的主要驱动因素。年化净息差 2.65%, 同比提高 22 个 BP, 带动净利润增长 8.7 个百分点。手续费净收入达到 476.71 亿元, 增长 41.7%。二季度净利润环比微降主要是拨备支出增长了 90%, 同时净息差环比下降 2 个 BP, 主要是同业负债成本大幅上升。
- **资产质量继续向好。**2011 年 6 月末, 不良贷款为 634.17 亿元, 较上年末减少 12.95 亿元; 不良贷款率为 1.03%, 较上年末下降 0.11 个百分点; 拨备覆盖率达到 244.68%, 较上年末上升 23.54 个百分点。资本充足率与核心资本充足率分别为 12.51% 和 10.42%。
- **投资建议。**我们预计建行 2011-2012 年净利润增长为 18.4% 和 18.8%, 达到 1599 亿和 1900 亿, 每股收益为 0.64 元/股和 0.76 元/股, 目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 为 7.03X 和 1.41X, 维持中性评级。

(百万元, 元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	267184	323153	375512	444779	534250
净利润	106836	135031	159927	190046	230046
摊薄 EPS	0.46	0.54	0.64	0.76	0.92
BVPS	2.38	2.79	3.18	3.64	4.19
PE(X)	9.83	8.32	7.03	5.91	4.89
PB(X)	1.89	1.61	1.41	1.23	1.07

银行行业研究组

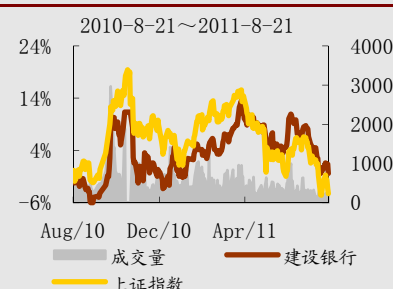
分析师:

张继袖 (S1180511010006)

电话: 010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	2500
总市值 (亿元)	11250
控股股东	汇金公司
持股比例 (%)	57.09

数据来源: wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*建设银行: 净息差弹性略显不足——半年报点评*银行*601939*张继袖》, 2011.3
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《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

点评:

第一，净利润驱动因素分解。

- 半年报看，生息资产规模扩张、手续费净收入增长和净息差提高是净利润增长的主要驱动因素。2011年6月末，公司资产总额为11.75万亿元，较上年末增长8.74%；客户贷款和垫款总额为6.14万亿元，较上年末增长8.31%，生息资产总额11.50万亿，比年初增长8.50%。年化净息差2.65%，同比提高22个BP，带动净利润增长8.7个百分点。手续费净收入达到476.71亿元，增长41.7%，电子银行业务和信贷承诺收入增长都在50%以上。
- 二季度净利润环比微降主要是拨备支出增长了90%，同时净息差环比下降2个BP，主要是同业负债成本大幅上升。

表 1：净利润同比增长驱动因素分解

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010 前三季度	2010	2011Q1	2011Q2	2011H
生息资产规模	21.61	12.57	11.06	13.54	17.76	17.84	10.00	11.16	11.42
NIM	-9.45	2.50	7.34	11.06	-2.37	-0.40	11.26	7.85	8.70
手续费净收入	9.68	8.68	4.40	9.74	7.47	7.96	9.25	10.93	10.11
其他收支	-3.02	-2.70	1.74	1.22	-1.22	-0.65	0.48	0.69	0.59
费用收入比	2.71	2.28	3.61	7.45	2.83	3.33	2.49	5.59	4.05
营业税率	1.04	0.60	0.78	0.22	0.80	0.70	-0.10	-0.42	-0.26
拨备支出	11.85	-2.68	1.69	-27.61	3.28	-2.76	0.38	-9.19	-4.45
营业外收支	-0.01	-0.38	1.33	-0.14	0.33	0.24	0.33	1.38	0.86
所得税率	-0.50	-0.48	-0.49	2.48	-0.47	0.13	0.12	0.48	0.31
净利润增长率	33.92	20.38	31.47	17.97	28.41	26.39	34.23	28.46	31.33

资料来源：公司数据，宏源证券

表 2：净利润环比增长驱动因素分解

	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
生息资产规模	9.62	3.34	2.40	4.37	-5.50	1.90	2.25	3.96	3.33
NIM	-8.21	-0.81	2.81	-2.72	-0.49	3.41	4.06	0.00	-0.60
手续费净收入	-0.51	1.27	-0.07	8.64	-6.66	-2.46	3.08	9.76	1.52
其他收支	-1.03	-2.05	0.33	-0.02	-0.28	2.06	-0.28	-0.56	-0.48
费用收入比	-2.32	-1.05	-22.92	44.09	-4.42	0.00	-21.12	45.49	0.19
营业税率	-0.01	0.34	0.42	0.11	-0.40	0.49	-0.12	-0.23	-0.54
拨备支出	15.22	0.92	-14.57	15.50	3.28	4.40	-26.82	37.88	-7.08
营业外收支	0.52	-0.29	0.90	-1.57	0.16	1.19	-0.39	-0.75	0.86
所得税率	-0.76	0.88	-1.12	1.80	0.48	1.00	0.53	-1.89	-0.41
净利润增长率	12.52	2.56	-31.82	70.21	-13.83	12.00	-38.81	93.66	-3.20

资料来源：公司数据，宏源证券

表 3: 手续费净收入增长 41.7%

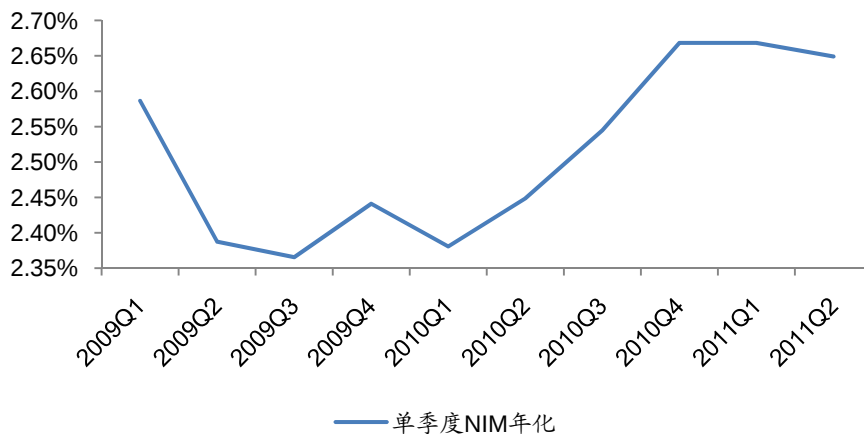
(人民币百万元, 百分比除外)	2009	2010H	2010	2011H	同比变动 (%)
手续费及佣金收入	49,839	34,674	68,156	48,891	41
顾问和咨询费	10,962	7,192	12,816	10,390	44.47
银行卡手续费	9,186	5,524	12,344	7,829	41.73
代理业务手续费	9,840	6,257	12,115	7,920	26.58
结算与清算手续费	6,308	4,924	9,614	7,157	45.35
托管及其他受托业务佣金	5,522	3,732	6,720	4,531	21.41
理财产品业务收入	2,078	2,605	5,611	3,662	40.58
电子银行业务收入	1,889	1,365	2,879	2,134	56.34
担保手续费	1,519	985	1,857	1,468	49.04
信用承诺手续费	1,256	850	1,605	1,280	50.59
其他	1,279	1,240	2,595	2,520	103.23
手续费及佣金支出	-1,780	-1,032	-2,024	-1,220	18.22
手续费及佣金净收入	48,059	33,642	66,132	47,671	41.7

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 4: 卖出返售成本率上升 2.95%

	2011H	2010H	变动
客户贷款和垫款总额	5.42	5.03	0.39
债券投资 1	3.11	2.8	0.31
存放中央银行款项	1.54	1.52	0.02
存放同业款项及拆出资金	2.17	1.41	0.76
买入返售金融资产	3.74	1.46	2.28
总生息资产	4.08	3.68	0.4
客户存款	1.46	1.29	0.17
同业及其他金融机构存放款项和拆入资金	1.96	1.71	0.25
卖出回购金融资产	5.27	2.32	2.95
已发行债务证券	3.55	3.66	-0.11
其他计息负债	1.02	3.41	-2.39
总计息负债	1.53	1.36	0.17
净利差	2.55	2.32	0.23
净利息收益率	2.66	2.41	0.25

资料来源: 公司数据, 宏源证券

图 1：单季度净息差年化走势


资料来源：公司数据，宏源证券

第二，资产质量继续向好。

- 2011 年 6 月末，不良贷款为 634.17 亿元，较上年末减少 12.95 亿元；不良贷款率为 1.03%，较上年末下降 0.11 个百分点；拨备覆盖率达到 244.68%，较上年末上升 23.54 个百分点。资本充足率与核心资本充足率分别为 12.51%和 10.42%。

表 5：不良贷款五级分类

	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	87.46%	90.45%	91.65%	92.07%	93.84%	94.34%	94.86%	95.35%	95.47%
关注	9.25%	6.95%	6.14%	5.72%	4.46%	4.17%	3.92%	3.51%	3.49%
次级	1.02%	0.79%	0.79%	0.93%	0.60%	0.45%	0.35%	0.51%	0.50%
可疑	1.95%	1.47%	1.12%	1.05%	0.92%	0.89%	0.69%	0.51%	0.40%
损失	1.95%	0.35%	0.30%	0.23%	0.18%	0.16%	0.18%	0.12%	0.13%
不良贷款	3.29%	2.60%	2.21%	2.21%	1.71%	1.50%	1.22%	1.14%	1.03%
贷款合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司数据，宏源证券

表 6：不良贷款生成率变化

	2007	1H2008	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
不良余额变化	-9229	-7057	-1288	-6674	-11726	-6988	-7444	-1295
核销	6,445	1532	6,579	3707	6845	3506	9277	1289
新增不良（除核销）/贷款平均余额	-0.30%	-0.21%	-0.04%	-0.16%	-0.27%	-0.14%	-0.14%	-0.02%
新增不良（含核销）/贷款平均余额	-0.09%	-0.16%	0.15%	-0.07%	-0.11%	-0.07%	0.03%	0.00%
新增不良（除核销）/上年新增贷款	-2.32%	-2.66%	-0.25%	-0.91%	-1.14%	-1.32%	-0.88%	-0.27%
新增不良（含核销）/上年新增贷款	-0.70%	-2.08%	1.01%	-0.41%	-0.48%	-0.66%	0.22%	0.00%
拨备覆盖率 %	104.41	117.23	131.58	150.51	175.77	204.72	221.14	244.68

资料来源：公司数据，宏源证券

第三，活期存款占比微降。

- 截至 6 月底，建行客户存款为 98,921.08 亿元，较上年末增长 9.00%，活期存款 5.39 万亿，占比 54.5%，比年初下降 1.5 个百分点；存贷比率为 62.07%。拨贷比为 2.59%，未来压力较小。

表 7: 活期存款占比下降 1.5 个百分点

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010h	2010	2011H
活期存款	54.14	57.28	52.75	51.66	54.93	54.73	56.01	54.50
· 企业客户	36.46	38.54	34.97	34.52	37.00	36.52	37.12	35.46
· 零售客户	17.68	18.74	17.78	17.14	17.94	18.22	18.90	19.04
定期存款	42.77	39.67	46.13	48.34	43.65	44.07	42.84	44.23
· 企业客户	13.76	14.62	17.36	19.65	16.79	17.04	17.41	18.54
· 零售客户	29.01	25.05	28.77	28.69	26.86	27.04	25.43	25.69
其他存款	3.09	3.05	1.12	0.00	1.41	1.19	1.15	1.27
吸收存款	100	100	100	100	100.00	100.00	100.00	100.00
公司存款	50.21	53.17	52.34	54.17	53.78	53.55	54.52	54.00
零售存款	46.69	43.78	46.55	45.83	44.80	45.26	44.33	44.73

资料来源: 公司数据, 宏源证券

表 8: 零售贷款占比提高近 1 个百分点

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
贷款总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.00	100.00	100.00	100.00
其中: 公司贷款 (不包括贴现)	73.55	71.66	73.67	73.15	72.19	72.60	72.94	72.90
贴现	5.59	3.14	4.30	5.57	4.75	3.65	2.53	1.61
个人贷款	20.86	22.12	22.02	21.28	23.06	23.75	24.54	25.49
其中: 住房按揭	15.36	16.58	16.22	16.09	18.03	19.04	19.25	19.87
贷款损失准备	2.70	2.72	2.91	2.57	2.63	2.49	2.52	2.53
单项拨备	53.55	54.22	45.80	41.19	36.55	31.52	26.10	23.38
组合拨备	46.45	45.78	54.20	58.81	63.45	68.48	73.90	76.62
拨贷比	2.78	2.79	3.00	2.64	2.70	2.56	2.59	2.59

资料来源: 公司数据, 宏源证券

第四, 投资建议

- 我们预计建行 2011-2012 年净利润增长为 18.4%和 18.8%, 达到 1599 亿和 1900 亿, 每股收益为 0.64 元/股和 0.76 元/股, 目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 为 7.03X 和 1.41X, 维持增持评级。

表 9: 盈利预测表 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	1848029	1660572	1492344	1724071	净利息收入	251500	277272	318292	377583
存放同业和其它	78318	70374	63244	73065	手续费及佣金净收入	66132	93111	121690	152184
拆出资金	63962	57474	51651	59672	其他净收入	5521	5130	4797	4483
证券投资	2904997	3654861	4466301	4931426	营业收入合计	323153	375512	444779	534250
买入返售金融资产	181075	162707	146224	168929	营业税金及附加	18364	21339	25276	30360
衍生金融资产	11224	12571	14079	15769	业务及管理费	101793	114531	135658	162946
发放贷款及垫款	5526026	6268709	7079895	7938456	资产减值损失	29292	33643	38777	43988
固定资产	83434	68725	68420	68952	营业支出合计	149449	169514	199710	237294
递延所得税资产	17825	19964	22360	25043	营业利润	173704	205999	245069	296956
无形资产	18232	15564	14470	13374	营业外收支净额	1452	1451	1450	1449
其他资产合计	77195	116036	141474	168961	拨备前利润	202996	239642	283846	340944
资产合计	10810317	12107555	13560462	15187717	利润总额	175156	207450	246519	298405
同业和其它金融机构存放	683537	717260	725531	601805	减: 所得税	40125	47523	56473	68359
拆入资金	66272	69542	60461	50150	净利润	135031	159927	190046	230046
卖出回购金融资产款	4922	55605	172099	134654	归属于母公司的净利润	134844	159705	189783	229727
吸收存款	9075369	10255167	11588339	13094823	少数股东损益	187	221	263	319
应付债券	93315	36009	36009	36009	基本每股收益	0.54	0.64	0.76	0.92
其他负债合计	185997	174101	63825	218299	稀释每股收益	0.54	0.64	0.76	0.92
负债合计	10109412	11307683	12646263	14135739	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	250011	250011	250011	250011	成长性				
资本公积金	135136	136935	138881	139997	营收增长率	20.9%	16.2%	18.4%	20.1%
盈余公积金	50681	66652	85630	108603	EBIT 增长率	25.6%	18.2%	18.6%	20.8%
未分配利润	195950	283633	376771	490143	净利润增长率	26.3%	18.4%	18.8%	21.0%
一般风险准备	61347	61347	61347	61347	盈利性				
少数股东权益	4113	4334	4598	4916	ROA	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%
股东权益合计	696792	795538	909601	1047061	ROE	19.2%	20.0%	20.8%	21.8%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	54.9%	55.9%	56.0%	56.3%
净利润	134844	159705	189783	229727	净息差	2.49%	2.59%	2.63%	2.77%
EBIT	177533	209827	248896	300618	成本收入比	31.5%	30.5%	30.5%	30.5%
NOPLAT	136864	161759	191879	231752	估值倍数				
资产准备	29292	33643	38777	43988	PE	8.32	7.03	5.91	4.89
折旧与摊销	6878	8642	9583	9392	P/S	3.47	2.99	2.52	2.10
来源	1045077	1198271	1338581	1489476	P/B	1.61	1.41	1.23	1.07
运用	1186962	1297238	1452907	1627255	股息收益率	4.21%	4.73%	6.65%	8.05%
自由现金流	1857	71434	87136	103365	EV/EBITDA	6.61	5.31	4.49	3.74

资料来源: 公司数据, 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8 年资本市场研究经验, 今日投资 2009 年度综合金融类最佳分析师。

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 cuixiuhong@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。