

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

按揭贷高占比有助 1 季报息差提升

—建设银行（601939）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 26 日

报告关键要素:

公司全年净利润1693亿，同比增长26%。公司存款基础较好，存贷比显著低于监管标准，存款成本上升的压力小于同业水平。此外公司机构布局已较完善，费用有望保持缓慢增长，在今年银行业营业收入下滑的背景下，费用的较慢增长有助于盈利的稳定。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.86元/股、1.02元/股，对应PE5.48倍、4.62倍，维持对公司的“增持”评级。

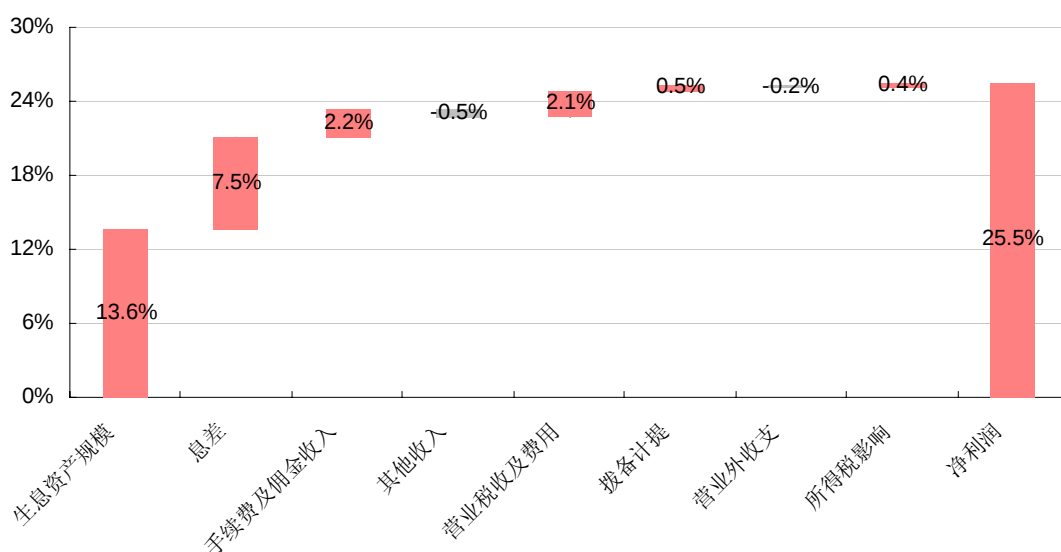
事件:

- 公司发布2011年年度报告。

点评:

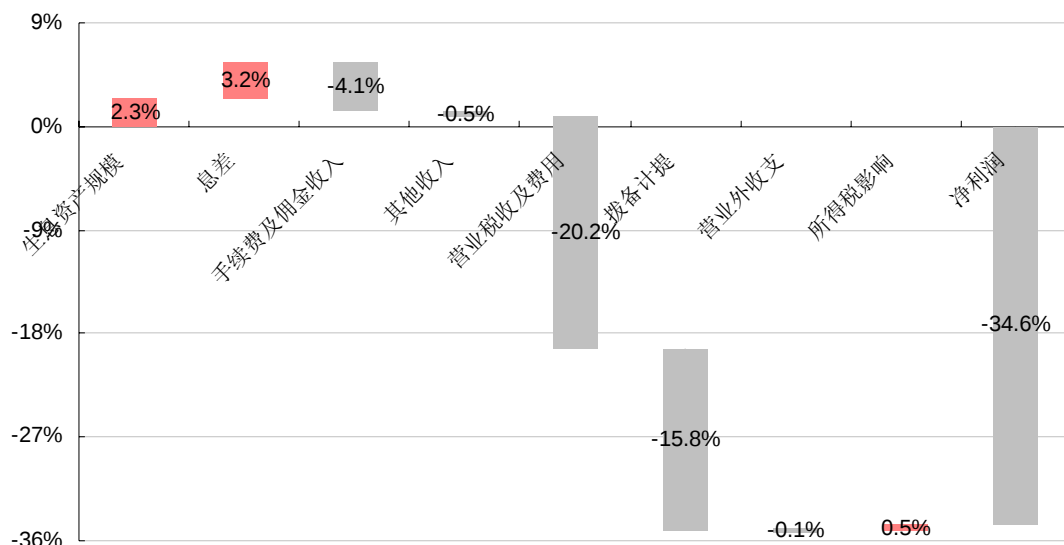
- **11年净利润1693亿，同比增长26%，EPS0.68元。**公司营业收入同比增长23%，拨备前营业利润同比增长25%，营业利润同比增长25%。ROAA1.47%，同比提升0.15个百分点；ROAE22.51%，同比下降0.1个百分点，主要是公司在10年时曾进行过一次配股。环比看，4季度营业收入增长0.8%，主要是中间业务收入较3季度下降较多，拨备前营业利润下降19%，营业利润下降35%，主要是4季度管理费用及拨备支出增长较多。
- **规模增长与息差是最主要的驱动因素。**从驱动因子上看，贡公司11年净利润增长的主要因素是生息资产规模的增加以及息差的是升，此外中间业务收入的增长以及成本收入比的降低也皆有小幅贡献。4季度环比看，除了生息资产规模与息差外，其余各因子多是负面影响。

图1: 公司2011年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源: 公司公告、中原证券

图2：公司2011年4季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **个人贷款增长明显快于企业贷款。**公司11年贷款总额增长14.59%，与14.27%的行业增速基本持平。从投向看，个人贷款增长23%，明显高于全部贷款增速，其中个人住房贷款增长了21%，个人助业贷款增长65%，但占全部贷款比重较小，仅为1.2%。企业贷款较年初增长12%，其中基础设施领域新增贷款占企业新增贷款金额的41%。分行业看，增长较快的几类有交运仓储和邮政业、批发和零售业、建筑业以及采矿业。
- **存款面临分流压力，存贷比指标仍优异。**公司11年存款增长10.05%，低于12.72%的行业增速，存款增长受到了中小银行吸存的冲击。年末存贷比为65.05%，较年初上升0.58个百分点，但仍处于优异的水平，未来存款成本上升的压力小于同业。结构上看，活期存款增长更为缓慢，占比由年初的56%下降至53%；保证金存款增长22%，快于全部存款水平，但该增速相对股份制银行而言算是缓慢，保证金存款占总存款比重也仅有3.6%。
- **住房按揭贷款高占比有助于推升1季度息差。**公司11年度存贷利差4.08%，较10年的3.79%提升了29BP。分上下半年看的话，上半年是3.96%，下半年是4.19%。公司的存贷利差上升得偏慢，一方面个人住房按揭贷款投放较多，这方面利率没有优势；另一方面公司信贷结构转型力度不大，基建领域贷款仍投放较多。公司11年净息差2.70%，较10年的2.49%提升了21BP。环比看4季度净息差（计算值）2.71%，较3季度提升8BP。公司个人住房贷款占比20%，在上市银行中处于较高水平，随着1月份按揭贷款的集中重定价，公司1季报的息差水平预计将有较快上升。
- **费用控制较好。**公司业务及管理费用增长16%，其中占比最高（60%）的员工费用增长16%，其余各类费用也均增长合理。成本收入比由10年度的31.5%下降至29.8%。
- **不良贷款余额上升，关注及逾期较中报下降。**公司不良贷款余额709.15亿，加回核销后较年初上升95.33亿。不良贷款率1.09%，较年初下降0.05个百分点，但较3季度末上升0.07个百分点。关注类贷款与逾期贷款则较中报数据有所下降。公司全年的不良贷款毛生成率为0.16%，下半年为0.15%（未年化），在披露年报的上市银行中属于偏高水平。分行业看租赁及商务服务业、房地产业、批发与零售业这几类行业不良贷款上升较多。
- **平台贷款余额4298亿。**11年末公司平台贷款余额4297.64亿，占比6.6%，余额较上年减少

1121.60亿。其中现金流全覆盖类占比达到85.69%。平台客户924户，较上年减少158户。

● 国际化与综合化经营

- **海外布局进一步扩大。**公司台北代表处和莫斯科代表处11年5月相继开业，截至11年末，公司海外机构已覆盖13个国家和地区，在香港、新加坡、法兰克福、约翰内斯堡、东京、首尔、纽约、胡志明市、悉尼设有9家海外分行，在台北和莫斯科有2家代表处，在香港设有建行亚洲和建银国际两家子公司，在英国设有建行伦敦子公司。11年末海外资产总额4432亿，占比3.6%，海外贷款占比3.9%，海外存款占比1.5%。
- **控股寿险公司，综合经营取得重要进展。**11年6月公司正式成为太平洋安泰的控股股东，太平洋安泰更名为建信人寿保险有限公司。由此公司在已有基金、信托、金融租赁和投行等非银行金融机构的基础上，在四大行中率先控股了寿险公司。
- **表外业务收缩令资本充足率上升。**11年末公司资本充足率13.68%，核心资本充足率10.97%。在没有权益融资的情况下，公司的核心资本充足率较年初提升了0.57个百分点。除了盈利能力提升以及分红率下降等原因外，公司的表外信贷承诺业务规模较年初缩减，相应信贷承诺的信用风险加权金额较年初下降3%，使得11年公司风险加权资产的增长较为缓慢。
- **维持对公司的“增持”评级。**公司存款基础较好，存贷比显著低于监管标准，存款成本上升的压力小于同业水平。此外公司机构布局已较完善，费用有望保持缓慢增长，在今年银行业营业收入下滑的背景下，费用的较慢增长有助于盈利的稳定。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.86元/股、1.02元/股，对应PE5.48倍、4.62倍，维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示。**1、经济增长明显回落；2、房地产价格大幅下挫。

市场数据（2012年3月23日）

收盘价（元）	4.70
一年内最高（元）	5.34
一年内最低（元）	4.32
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	11,750.52
A股流通市值（亿元）	450.90

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	3.24
总资产（亿元）	122,818.34
所有者权益（亿元）	8,111.41
净资产收益率（%）	22.51
总股本（亿股）	2,500.11
H股股本（亿股）	2,404.17

相关研究

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	0.54	0.68	0.86	1.02
BVPS	2.79	3.24	3.80	4.46
P/E	8.71	6.94	5.48	4.62
P/B	1.69	1.45	1.24	1.05

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.32%	1.47%	1.61%	1.65%
ROAE	21.54%	22.45%	24.29%	24.62%
净利差 (SPREAD)	2.39%	2.52%	2.57%	2.56%
净息差 (NIM)	2.48%	2.65%	2.73%	2.72%
信贷成本	0.56%	0.58%	0.52%	0.53%
成本收入比	31.47%	29.79%	28.98%	28.92%
所得税有效税率	22.91%	22.67%	21.86%	21.86%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	251,500	304,572	364,062	416,971
手续费净收入	66,132	86,994	113,342	147,645
其他非息收入	5,521	4,412	4,280	4,922
营业收入	323,489	397,090	481,684	569,538
营业费用与税金	120,157	142,523	170,500	201,264
资产减值损失	29,292	35,783	36,349	42,483
营业利润	173,704	217,672	274,836	325,792
营业外收支净额	1,452	1,435	0	0
利润总额	175,156	219,107	274,836	325,792
所得税	40,125	49,668	60,087	71,228
少数股东利润	187	181	217	261
母公司所有者利润	134,844	169,258	214,531	254,303

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	1,848,029	2,379,809	2,521,265	2,893,074
同业资产	323,355	585,837	672,230	771,363
证券投资	2,904,997	2,741,750	3,572,791	4,130,133
贷款总额	5,669,128	6,496,411	7,454,433	8,553,734
贷款损失准备	143,102	171,217	207,566	250,049
贷款净额	5,526,026	6,325,194	7,246,867	8,303,686
生息资产总额	10,745,509	12,203,807	14,220,719	16,348,305
总资产	10,808,783	12,280,172	14,341,375	16,495,794
同业负债	754,731	1,055,415	1,441,943	1,662,342
存款	9,075,369	9,987,450	11,460,294	13,150,337
应付债券	93,315	168,312	168,312	168,312
付息负债	9,923,415	11,211,177	13,070,549	14,980,991
总负债	10,109,412	11,465,173	13,385,269	15,374,391
少数股东权益	4,113	5,520	5,661	5,831
母公司所有者权益	696,792	811,141	950,445	1,115,573

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	1.14%	1.09%	1.14%	1.10%
不良贷款净生成率	-0.14%	0.10%	0.20%	0.12%
拨备覆盖率	221.14%	241.44%	245.00%	265.00%
拨备/贷款总额	2.52%	2.64%	2.78%	2.92%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	12.68%	13.68%	13.60%	13.76%
核心资本充足率	10.40%	10.97%	11.16%	11.52%
表内杠杆倍数	15.42	15.04	14.97	14.68

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。