



中国：银行

2015年03月30日

## 投资建议：

持有-超越同业 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：7.7%

日期 2015/03/27

收盘价 HK\$6.31  
十二个月目标价 HK\$6.80  
前次目标价 HK\$6.30  
香港恒生指数 24,486.2

## 信息更新：

- ▶ 3月27日建行公布2014年业绩。
- ▶ 我们将目标价上调至6.8港元，系因我们将估值基础从2014年推至2015年；维持“持有-超越同业”评级。

## 本中心观点：

- ▶ 我们预计扶持性政策（如加速发展资产证券化）将改善建行的资产结构，2016年不良贷款率增速应将放缓。建行应持续受益于公司快速增长的银行卡业务。

公司简介：中国建设银行提供完整的银行服务，包含个人客户银行业务、国际清算、项目融资与信用卡服务。

## 股价相对香港恒生指数表现



市值 (A+H 股) RMB1,273,623.1 百万元  
三个月平均日成交量 (H) RMB734.8 百万元  
股份总数 (百万股) (A+H) 250,011.0  
流通股比例 (H) 54.0%  
大股东：持股比率 中央汇金投资有限责任公司, 47.3%

## 财务展望 (每股/元)

年初至12月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	0.86	0.91	0.97	1.04
增长率 (%)	11.1	6.1	6.6	7.0
市盈率 (倍)	5.9	5.5	5.2	4.9
拨备前利润	1.29	1.43	1.62	1.85
市价对拨备前利润 (倍)	3.9	3.5	3.1	2.7
净值	4.26	4.97	5.82	6.87
市净率 (倍)	1.2	1.0	0.9	0.7
股利	0.27	0.30	0.35	0.35
股利收益率 (%)	5.3	5.9	6.9	6.9
平均总资产收益率 (%)	1.5	1.4	1.4	1.4
平均净资产收益率 (%)	21.5	19.8	18.1	16.4

## 报告分析师：

王佳卉

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

李梦阳

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

## 建设银行 (939 HK)

## 2014年业绩略低于预期；净息差有所提升

维持“持有-超越同业”评级：建行2014年业绩表现平淡，但是该股对应2015年预期市净率0.85倍，与一线同业均值一致。

2014年盈利略低于预期，系因拨备增加；手续费收入增速放缓：

2014年税后利润同比增长6.1%至人民币2,278.3亿元，较本中心预估低2%，主要因不良贷款拨备同比大幅增长43.3%。建行2014年净手续费/佣金收入仅同比增长4.1%（2013年同比增长11.5%），远低于本中心预估的13%，也低于同业均值9.4%（若不包括农行（1288 HK；买入）在内）。净手续费/佣金收入增长乏力系因1）建行手续费收入增速与佣金费用增速不成比例（分别同比增长4.5%/18.2%），而咨询与顾问业务净手续费同比下滑11.8%（占2014总手续费收入的16.6%）；2）公司在长三角/珠三角地区市场份额缩小（2014年分别同比下滑3.4%/3.0%）。我们预计未来得益于产品创新，建行银行卡手续费将强劲增长（2014年同比增长18.6%，信用卡手续费同比增长逾30%），从而抵消顾问业务增速放缓所产生的损失。

2014年净息差同比上升6个基点至2.80%，主要因公司优化资产与负债结构及其信贷结构、客户组合和固定收益投资组合。2014年建行不良贷款率为1.19%，而资本充足率/一级资本充足率分别同比上升0.95/1.37个百分点，主要因业务结构改善以及测算方式的调整。中国银行板块平均市盈率为6.8倍，估值具有吸引力。截至3月27日，建行H股股价较A股折让20%。我们将目标价上调至6.8港元，系因我们将估值基础从2014年推至2015年，但将税后利润增速预估分别小幅下调至6.6%/7.0%，因为在利率下降的情况下，中资银行的盈利能力总体下滑。

## 分析师声明及重要披露事项请参见附录A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金及等价	2,458,069	2,475,001	2,610,781	2,754,010	2,905,097
央行及同业资产	1,032,236	754,798	788,737	826,186	856,007
交易性 投资	40,243	382,960	346,004	312,614	282,447
可供出售到期投资	2,841,442	3,053,191	3,398,718	3,851,545	4,370,070
客户贷款总额	7,512,312	8,590,057	9,474,523	10,450,057	11,526,036
贷款损失准备	(202,433)	(228,696)	(251,613)	(276,825)	(304,561)
其他资产	290,959	335,899	376,980	422,833	473,884
生息资产	11,385,990	12,398,046	13,661,978	15,127,788	16,752,113
加权风险资产	7,673,705	9,872,790	11,847,348	13,624,450	15,531,873
总资产	13,972,828	15,363,210	16,744,130	18,340,420	20,108,979
客户存款	11,343,079	12,223,037	12,898,675	13,611,659	14,364,055
同业负债	1,100,103	909,885	1,388,048	1,896,531	2,412,919
债券	262,991	143,559	143,559	143,559	143,559
其他负债	317,046	1,012,400	1,061,485	1,218,550	1,457,531
计息负债	12,706,173	13,276,481	14,430,282	15,651,750	16,920,533
总负债	13,023,219	14,288,881	15,491,767	16,870,300	18,378,063
少数股东权益	7,877	8,378	10,184	13,816	14,452
母公司股东权益	941,732	1,065,951	1,242,179	1,456,303	1,716,464
每股净值 (RMB)	3.77	4.26	4.97	5.82	6.87
期末股数 (百万股)	250,011.0	250,011.0	250,011.0	250,011.0	250,011.0

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	353,202	389,544	437,398	485,512	543,773
非利息收入	107,581	120,944	133,586	139,758	147,622
营业收入	460,783	510,488	570,984	625,270	691,395
营业支出	(171,081)	(188,185)	(212,634)	(221,139)	(229,985)
拨备前利润	289,702	322,303	358,350	404,131	461,410
贷款减值损失	(38,330)	(42,666)	(59,264)	(82,970)	(116,157)
营业利润	251,372	279,637	299,086	321,161	345,253
营业外项目	67	169	0	0	0
税前利润	251,439	279,806	299,086	321,161	345,253
所得税费用	(57,837)	(64,684)	(70,839)	(77,923)	(84,936)
属少数股东净利润	423	465	417	409	429
属母公司股东净利润	194,025	215,587	228,664	243,647	260,746
红利	60,003	67,503	75,003	87,504	87,504
每股收益 (RMB)	0.78	0.86	0.91	0.97	1.04
有效税率 (%)	23.0	23.1	23.7	24.3	24.6
每股股利 (RMB)	0.24	0.27	0.30	0.35	0.35
分红比例 (%)	30.9	31.3	32.8	35.9	33.6

资料来源: 公司资料、元大

## 杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8
非利息收入	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
营业收入	3.5	3.5	3.6	3.6	3.6
营业支出	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.2)
拨备前利润	2.2	2.2	2.2	2.3	2.4
资产减值损失	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.5)	(0.6)
营业利润	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
营业外项目	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
所得税费用	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
属少数股东及首选股股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产收益率 (%)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
杠杆倍数 (倍)	14.98	14.61	13.91	13.00	12.12
净资产收益率 (%)	22.1	21.5	19.8	18.1	16.4

资料来源: 公司资料、元大

## 增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
存款增长率	13.6	7.8	5.5	5.5	5.5
放款增长率	15.6	14.3	10.3	10.3	10.3
净利息收益率	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4
净利息收入增长率	16.0	10.3	12.3	11.0	12.0
手续费收入增长率	7.5	11.5	4.1	4.5	4.5
非利息收入增长率	18.2	12.4	10.5	4.6	5.6
非利息收入比营业收入	23.3	23.7	23.4	22.4	21.4
营业收入增长率	16.5	10.8	11.9	9.5	10.6
成本收入比	37.1	36.9	37.2	35.4	33.3
营业支出增长率	18.4	10.0	13.0	4.0	4.0
拨备前利润增长率	15.4	11.3	11.2	12.8	14.2
贷款减值损失/平均贷款总额	0.5	0.5	0.7	0.8	1.1
资产减值损失/平均生息资产	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
营业利润增长率	15.0	11.2	7.0	7.4	7.5
净利润增长率 (属母公司股东)	14.4	11.1	6.1	6.6	7.0
每股收益增长率	14.4	11.1	6.1	6.6	7.0
每股股利增长率	14.3	12.5	11.1	16.7	0.0

资料来源: 公司资料、元大

## 资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
核心资本充足率	11.1	10.8	10.5	10.7	11.1
资本充足率	14.2	13.3	11.6	10.6	9.6
不良贷款率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
拨备覆盖率	271.3	268.2	261.5	270.1	286.6
贷存款比例	66.2	70.3	73.5	76.8	80.2
贷款净额/总资产	53.8	55.9	56.6	57.0	57.3
交易性 投资/总资产	0.3	2.5	2.1	1.7	1.4
可供出售到期投资/总资产	20.3	19.9	20.3	21.0	21.7
客户存款/总资产	81.2	79.6	77.0	74.2	71.4
同业负债/总资产	7.9	5.9	8.3	10.3	12.0
债券/总资产	1.9	0.9	0.9	0.8	0.7
母公司股东权益/总资产	6.7	6.9	7.4	7.9	8.5

资料来源: 公司资料、元大

## 附录 A: 重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 建设银行 (939 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2013/04/17	6.04	6.90	6.90	持有-超越同业	王佳卉
2	2013/08/26	5.83	6.30	6.30	持有-超越同业	王佳卉
3	2013/10/28	5.77	6.40	6.40	持有-超越同业	王佳卉
4	2014/07/22	5.68	6.30	6.30	持有-超越同业	王佳卉
5	2014/09/01	5.76	6.30	6.30	持有-超越同业	王佳卉
6	2014/09/01	5.76	6.30	6.30	持有-超越同业	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼