

## 银行

2014年10月24日

## 建设银行 (601939)

——中收增长乏力，公司压缩成本收入比，维持“增持”

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据：2014年10月23日

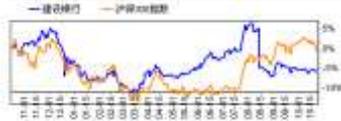
收盘价(元)	4.06
一年内最高/最低(元)	4.52/3.75
上证指数/深证成指	2302/7969
市净率	0.9
息率(分红/股价)	7.39
流通A股市值(百万元)	38950

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	4.83
资产负债率%	92.78
总股本/流通A股(百万)	250011/959
	4
流通B股/H股(百万)	-/240417

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《建设银行(601939)——成本费用改善，个人业务贡献利润增长，维持“增持”》 2013/08/26

《建设银行(601939)——2012年报点评：规模增长略超预期，资产质量稳定》 2013/03/25

## 证券分析师

陆怡雯 A0230513100002  
[luyw@swsresearch.com](mailto:luyw@swsresearch.com)  
 研究支持  
 高燕芸 A0230114080002  
[gaoyy@swsresearch.com](mailto:gaoyy@swsresearch.com)

## 联系人

高燕芸  
 (8621)23297818x7255  
[gaoyy@swsresearch.com](mailto:gaoyy@swsresearch.com)  
 地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

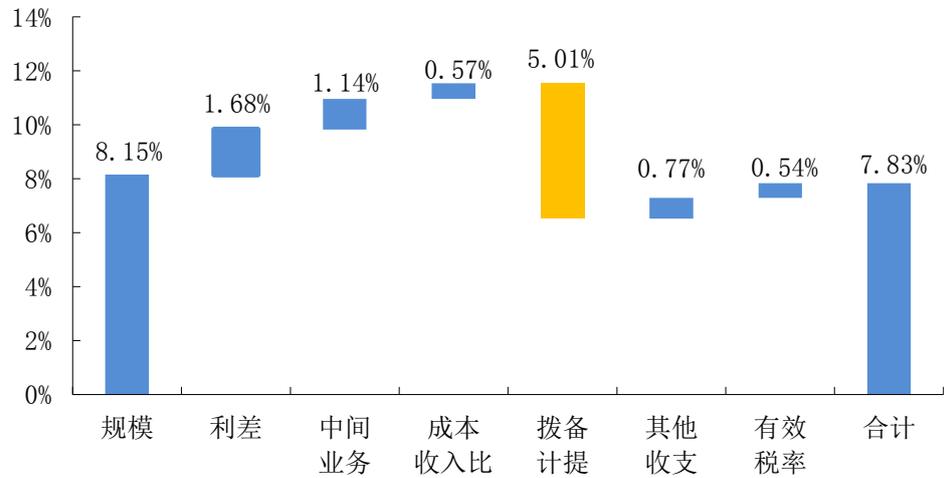
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	总资产收益率	净资产收益率	市盈率	市净率
2013	501,521	10.5%	214,657	11.1%	0.86	1.46%	21.4%	4.73	0.95
2014Q3	429,043	13.6%	190,298	7.8%	0.76	1.58%	22.4%		
2014E	556,711	10.9%	231,211	7.7%	0.92	1.43%	20.2%	4.39	0.83
2015E	610,641	9.8%	245,484	6.2%	0.98	1.38%	18.8%	4.13	0.73
2016E	663,194	8.7%	272,900	11.2%	1.09	1.40%	18.5%	3.72	0.65

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- 2014年前3季度，公司实现归属于股东净利润1903亿元，同比增长7.8%，低于我们预期的9.1%。主要是由于手续费收入增长低于预期，拨备力度略超预期。2014年前3季度，公司实现并表后每股收益0.76元，每股净资产4.83元，年化ROAA1.58%，ROAE22.4%，同比分别下降4bps和1.32个百分点。
- 规模扩张、息差改善和中收增长是利润增长的最重要因素。
- 规模扩张贡献利润增长8.2%，是贡献利润的最主要因素。前3季度，生息资产同比增长11.4%。其中，贷款同比增长11.6%，环比增长1.7%，个人贷款环比增长4.0%，高于公司贷款0.3%的增速；同业资产环比下降4.2%，主要由于买入返售金融资产和存放同业款项环比分别减少9.7%和12.9%；证券投资环比增长1.6%，其中应收账款类债券投资环比减少0.3%。负债方面，计息负债同比增长10.1%，环比增长2.4%。受到存款偏离度考核的冲击，存款环比仅增0.2%；同业负债环比增长28.9%，主要由于向央行借款和吸收同业资金增加。
- 息差同比改善，贡献利润增长1.7%。根据测算，前3季度公司净息差2.75%，同比上升5bps。单季净息差环比上升5bps至2.77%。主要由于生息资产收益率环比上升8bps至4.72%，同时存款增长放缓使得存贷比上升。
- 手续费净收入增幅放缓，贡献利润增长1.1%。前3季度手续费净收入同比仅增4.6%，增速较上半年下滑3.8%。占主营业务净收入的比重下降3.2%至17.4%。
- 成本收入比同比下降32bps至25.2%，贡献利润增长0.6%。
- 公司加大拨备力度，贡献利润负增长5%。不良率环比提升9bps至1.13%。8月收购巴西“BIC银行”，纳入并表后增加不良贷款54.4亿元。剔除此影响后的不良率仅上升3bps至1.07%。年化信贷成本率环比上升20bps至0.72%，拨备覆盖率环比下降14.4%至234.5%，拨贷比上升6bps至2.65%，拨备充分。
- 依靠内生的利润增长补充资本，资本无忧。公司从半年报起采用高级法计量。高级法下，9月末核心一级、一级和充足率环比6月末分别提升0.44%/0.44%/0.64%至11.65%、11.65%和14.53%。
- 中收增长乏力，公司压缩成本收入比，估值较低，维持“增持”。下调14、15年中收增速的预测，小幅上调信贷成本的预测，调整后14/15年净利润增速下降1.1%/1.1%至7.7%/6.2%。对应14/15年PE4.4X/4.1X，PB0.83X/0.73X。

图 1：规模扩张、息差改善和中收增长是利润增长的最重要因素



资料来源：公司 2014 年 3 季报、申万研究

图 2：3 季度净息差环比上升



资料来源：公司 2014 年 3 季报、申万研究

	2012	2013	2014E	2015E		2012	2013	2014E	2015E
<b>每股指标</b>					<b>经营管理 (%)</b>				
每股净利润	0.77	0.86	0.92	0.98	贷款增长率 (毛额)	15.64%	14.35%	11.00%	11.00%
每股净利润 (普通股)	0.77	0.86	0.92	0.98	生息资产增长率	13.58%	9.80%	10.05%	9.85%
每股净资产	3.77	4.26	4.89	5.55	总资产增长率	13.77%	9.95%	10.05%	9.85%
每股股利	0.24	0.27	0.30	0.32	存款增长率	13.57%	7.76%	8.00%	9.00%
股息派发率	34.68%	34.94%	35.00%	35.00%	付息负债增长率	13.37%	6.74%	8.89%	8.63%
<b>资产负债表 (人民币亿元)</b>					净利息收入增长率	15.97%	10.29%	12.26%	10.33%
贷款余额 (净额)	7,309,879	8,361,361	9,267,830	10,271,260	手续费及佣金净收入增长率	7.49%	11.52%	5.88%	7.94%
其他生息资产	6,356,953	6,644,416	7,245,682	7,868,629	营业收入增长率	14.08%	10.55%	10.91%	9.85%
总资产	13,972,828	15,363,210	16,906,688	18,572,383	拨备前利润增长率	14.36%	10.82%	12.80%	7.00%
存款余额	11,343,079	12,223,037	13,200,880	14,388,959	税前利润增长率	14.76%	11.28%	7.55%	6.16%
其他付息负债	1,369,375	1,346,582	1,575,694	1,663,480	净利润增长率	14.13%	11.12%	7.71%	6.17%
总负债	13,023,283	14,288,881	15,675,651	17,176,286	非息收入占比	20.55%	20.79%	19.83%	19.52%
总股本	250,011	250,011	250,011	250,011	成本收入比	29.57%	29.65%	28.50%	30.00%
股东权益	941,668	1,065,951	1,222,159	1,386,719	信贷成本	0.57%	0.54%	0.70%	0.70%
<b>利润表 (人民币亿元)</b>					有效税率	22.67%	23.00%	23.00%	23.00%
净利息收入	353,202	389,544	437,297	482,463	<b>盈利能力 (%)</b>				
手续费及佣金净收入	93,507	104,283	110,414	119,178	平均贷款收益率	6.29%	5.79%	6.00%	6.02%
营业收入合计	455,126	501,521	556,711	610,641	平均生息资产收益率	4.69%	4.51%	4.67%	4.73%
营业费用	-134,566	-148,692	-158,663	-183,192	平均存款付息率	1.98%	1.89%	2.00%	2.09%
拨备前利润	291,480	323,015	364,361	389,876	平均付息负债付息率	2.09%	1.95%	2.11%	2.18%
资产减值准备	-40,041	-43,209	-63,438	-70,416	存贷利差	4.30%	3.90%	3.99%	3.94%
税前利润	251,439	279,806	300,923	319,460	净利差	2.60%	2.55%	2.56%	2.54%
净利润 (归属母公司)	193,179	214,657	231,211	245,484	净息差	2.75%	2.72%	2.77%	2.78%
<b>资本状况 (%)</b>					拨备前ROA	2.09%	2.10%	2.16%	2.10%
核心一级资本充足率	11.32%	10.75%	11.09%	11.47%	拨备前ROE	30.95%	30.30%	29.81%	28.11%
一级资本充足率	11.34%	10.75%	11.09%	11.47%	拨备前ROAA	2.22%	2.20%	2.26%	2.20%
资本充足率	14.32%	13.34%	13.47%	13.68%	拨备前ROAE	33.26%	32.18%	31.85%	29.89%
资产风险权重平均系数	54.66%	64.26%	65.00%	65.00%	ROAA	1.47%	1.46%	1.43%	1.38%
<b>资产质量 (%)</b>					ROAE	22.04%	21.38%	20.21%	18.82%
正常	96.29%	96.62%	-	-	ROAA (普通股)	1.47%	1.46%	1.43%	1.38%
关注	2.72%	2.38%	-	-	ROAE (普通股)	22.04%	21.38%	20.21%	18.82%
次级	0.44%	0.37%	-	-	<b>流动性 (%)</b>				
可疑	0.45%	0.49%	-	-	准备金率	21.67%	20.25%	19.55%	19.55%
损失	0.11%	0.13%	-	-	存贷比例 (含贴现)	66.23%	70.28%	72.23%	73.56%
不良贷款比例	0.99%	0.99%	1.20%	1.42%	存贷比例 (不含贴现)	49.34%	50.12%	49.23%	48.87%
不良贷款余额 (亿元)	74,618	85,264	114,639	149,995	贷款/总资产	52.31%	54.42%	54.82%	55.30%
逾期贷款比例					债券投资/总资产	20.52%	22.23%	23.02%	23.89%
贷款减值准备覆盖率	271%	268%	233%	208%					
拨贷比	2.69%	2.66%	2.80%	2.95%					

附：估值比较表

	收盘价	EPS			每股净资产		
	2014/10/23	2013年	2014年 E	2015年 E	2013年	2014年 E	2015年 E
工行	3.52	0.75	0.80	0.85	3.63	4.17	4.96
建行	4.06	0.86	0.92	0.98	4.26	4.89	5.55
中行	2.67	0.56	0.62	0.66	3.31	3.73	4.39
农行	2.45	0.51	0.57	0.62	2.60	2.99	3.66
交行	4.19	0.84	0.89	0.97	5.65	6.28	6.98
招商	10.39	2.05	2.35	2.71	10.53	12.26	14.38
中信	4.63	0.84	0.92	1.09	4.82	5.49	6.30
民生	6.22	1.49	1.35	1.46	6.97	7.08	8.40
兴业	10.23	2.16	2.49	2.83	10.49	12.52	16.43
浦发	9.75	2.19	2.52	2.73	10.96	12.82	16.40
华夏	8.38	1.74	2.01	2.33	9.59	11.16	13.10
平安	10.24	1.60	1.55	1.83	11.77	11.20	14.47
北京	7.78	1.53	1.46	1.67	8.88	8.71	10.23
南京	9.17	1.51	1.78	1.57	8.96	10.28	10.94
	投资评级	PE			PB		
		2013年	2014年 E	2015年 E	2013年	2014年 E	2015年 E
工行	增持	4.71	4.40	4.15	0.97	0.85	0.71
建行	增持	4.73	4.39	4.13	0.95	0.83	0.73
中行	买入	4.75	4.33	4.02	0.81	0.72	0.61
农行	买入	4.78	4.28	3.96	0.94	0.82	0.67
交行	中性	4.99	4.71	4.33	0.74	0.67	0.60
招商	增持	5.06	4.42	3.83	0.99	0.85	0.72
中信	增持	5.53	5.03	4.27	0.96	0.84	0.74
民生	中性	4.17	4.60	4.26	0.89	0.88	0.74
兴业	买入	4.73	4.10	3.61	0.98	0.82	0.62
浦发	增持	4.44	3.87	3.57	0.89	0.76	0.59
华夏	买入	4.81	4.18	3.59	0.87	0.75	0.64
平安	买入	6.40	6.60	5.60	0.87	0.91	0.71
北京	增持	5.09	5.33	4.66	0.88	0.89	0.76
南京	增持	6.05	5.14	5.85	1.02	0.89	0.84
A股平均水平		5.06	4.72	4.30	0.92	0.82	0.70
国有银行		4.74	4.35	4.07	0.92	0.80	0.68
股份制银行		4.97	4.66	4.13	0.89	0.80	0.67
城商行		6.03	5.42	5.39	1.08	0.94	0.84

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。