

中国建设银行 (939 HK)

盈利增长势头良好，资产质量展望稳定

- ❖ **强劲手续费收入增长拉动二季度业绩。**2018年上半年，建行净利润达到1,470亿元人民币，按年增长6.3%，占我们全年盈利预测的57%。二季度单季拨备前盈利同比增速达到9.9%，主要由于手续费佣金收入增长由负转正，同比增长6.0%（一季度同比下降2.2%）和投资收益的增长（同比增长2.1倍）。银行卡及电子银行业务的显著增长抵消了理财收入大幅下滑的不利影响。不过，营运成本的小幅上升（同比增长+8.5%），及审慎原则下减值拨备的计提增加（同比增长+17.2%），令二季度单季净利润增速小幅收窄至7.1%。
- ❖ **净息差环比小幅收缩。**根据我们的测算，建行2018年二季度净息差为2.33%，环比收窄2个基点，与其他同业趋势相背离（中行环比上升6个基点，农行环比上升4个基点）。息差收窄主要由于资产端收益率改善较弱，上半年贷款利率环比提升1个基点。这或许与该行在资产配置上风险偏好降低、注重向高质量资产倾斜有关；上半年新增贷款中过半为风险较低的按揭贷款。此外，随着市场利率下行，建行作为资金拆出方的盈利能力也有所削弱。不过，在存款争夺渐趋激烈的情况下，建行上半年的负债成本相对保持稳定，二季度末活期存款占比高达54%，显示了该行在获取存款方面依然具备较强优势。
- ❖ **行业中不良认定最为严格。**截至2018年二季度末，建行的不良贷款率环比下降1个基点至1.48%，不良生成率仍维持在0.57%的较低水平，同时拨备覆盖率环比提升3.7个百分点，至193.2%。建行一直保持着行业内最严格的不良认定，二季度末不良余额对90天以上逾期贷款的比率达到152%。此外，建行对风险行业（包括制造业、批发零售业、采矿业及房地产业）的信贷敞口一直处于同业最低水平，今年上半年末为19.8%，而同期中行及农行分别达到37%及22%，而这也为建行资产质量的进一步稳定提供支持。在资产质量趋稳的前提下，充分的拨备将为建行未来盈利增速的持续回升释放空间。
- ❖ **资本充足情况行业最佳。**截至2018年上半年末，建行的核心一级资本充足率及资本充足率分别为13.08%和15.64%，继续保持行业最高水平。建行拥有较强的资本内生实力，2018年上半年风险加权资产回报率达到2.2%，主要受惠于其占比较高的零售贷款（41.8%），特别是资本占用较低的按揭贷款（33.7%）。我们认为建行将能够在保持至少30%派息比率，而未来三年内无需寻求外部的资本补充。
- ❖ **维持买入评级。**我们认为建行的中期业绩对股价影响中性。现时建行的估值相当于0.82倍2018年预测市帐率。我们基于GGM估值模型给予公司的目标价为9.30港元，对应2019年预测每股净资产8.34元人民币及0.96倍预测市帐率。我们的主要假设包括经调整ROE 14.0%，COE 14.5%以及长期增长率3.0%。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业收入(百万元人民币)	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
净利润	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494
每股盈利(元人民币)	0.92	0.96	1.02	1.12	1.25
每股盈利变动(%)	1.0	4.7	5.8	9.6	11.4
市帐率(x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
市盈率(x)	6.6	6.3	6.0	5.5	4.9
股息率(%)	4.5	4.8	5.1	5.6	6.2
权益收益率(%)	15.5	14.8	14.2	14.1	14.2
不良贷款率(%)	1.52	1.49	1.47	1.46	1.42
拨备覆盖率(%)	150.36	171.08	190.13	205.32	221.07

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入（维持）

目标价	HK\$9.30
(此前目标价)	HK\$9.30)
潜在升幅	+30.8%
当前股价	HK\$7.11

孙明，CFA

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,786,266
3月平均流通量(百万港元)	1,817.46
52周内股价高/低(港元)	9.39/6.45
总股本(百万)	240,011.0

资料来源：彭博

股东结构

汇金公司	57.31%
中国证券金融股份有限公司	0.87%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.0%	1.9%
3-月	-10.9%	-3.9%
6-月	-16.1%	-6.5%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

核数师：罗兵咸永道

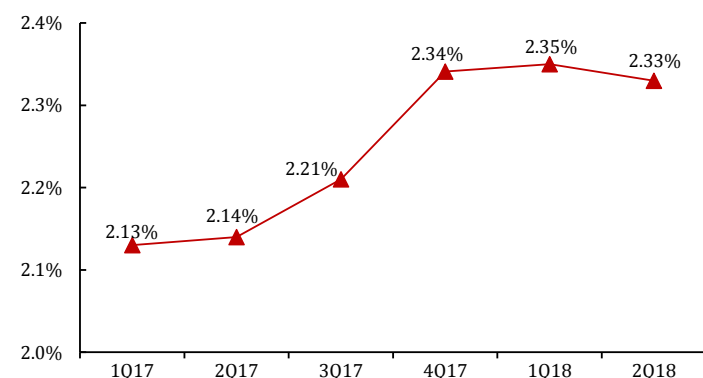
公司网站：www.ccb.com

图 1: 建行上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净利息收入	217,854	239,486	9.9%	122,682	116,804	-4.8%
净手续费及佣金收入	68,080	69,004	1.4%	37,931	31,073	-18.1%
营业收入	303,133	322,729	6.5%	164,918	157,811	-4.3%
营业支出	(70,547)	(74,681)	5.9%	(36,233)	(38,448)	6.1%
拨备前利润	232,586	248,048	6.6%	128,685	119,363	-7.2%
减值拨备	(60,510)	(66,780)	10.4%	(38,240)	(28,540)	-25.4%
经营利润	172,076	181,268	5.3%	90,445	90,823	0.4%
所得税	(33,084)	(33,955)	2.6%	(16,417)	(17,538)	6.8%
净利润	138,339	147,027	6.3%	73,815	73,212	-0.8%
资产负债表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
贷款总额	12,204,730	13,452,388	10.2%	13,152,089	13,452,388	2.3%
客户存款	16,274,393	16,965,489	4.2%	16,899,661	16,965,489	0.4%
总资产	21,692,067	22,805,182	5.1%	22,848,740	22,805,182	-0.2%
不良贷款余额	188,752	198,754	5.3%	196,350	198,754	1.2%
主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
净资产回报率	16.9%	16.6%	-0.3%	17.1%	16.6%	-0.5%
不良贷款率	1.5%	1.5%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%
拨备覆盖率	160.2%	193.2%	33.0%	189.5%	193.2%	3.7%
拨贷比	76.9%	79.3%	2.4%	77.8%	79.3%	1.5%
核心一级资本充足率	12.7%	13.1%	0.4%	13.1%	13.1%	0.0%

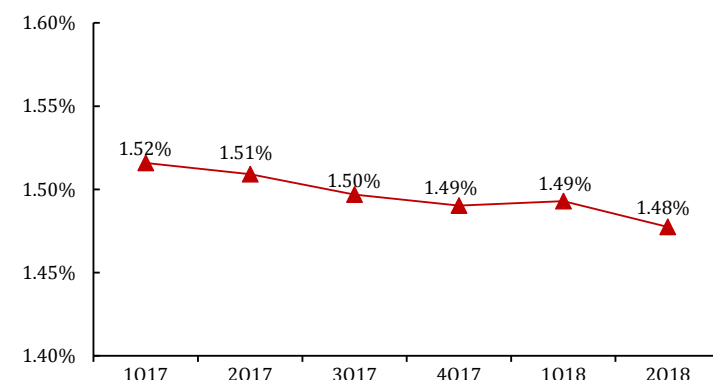
资料来源：公司、招银国际证券

图 2: 建行单季净息差走势



资料来源：公司、招银国际证券

图 3: 建行不良贷款率走势



资料来源：公司、招银国际证券

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
利息收入	696,637	750,154	829,814	903,612	983,950
利息支出	(278,838)	(297,698)	(314,798)	(342,645)	(373,433)
净利息收入	417,799	452,456	515,015	560,968	610,516
净手续费及佣金收入	118,509	117,798	117,798	121,332	124,972
其他净收益和收入	23,552	23,777	23,777	23,777	23,777
营业收入	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
营业费用	(171,515)	(167,043)	(181,056)	(193,016)	(205,793)
扣除减值损失前的营业利润	388,345	426,988	475,534	513,060	553,472
资产减值损失	(93,204)	(127,362)	(155,354)	(162,649)	(163,732)
营业利润	295,141	299,626	320,181	350,411	389,741
联营企业及合营企业投资净收益	69	161	161	161	161
税前利润	295,210	299,787	320,342	350,572	389,902
所得税费用	(62,821)	(56,172)	(60,023)	(65,688)	(73,057)
年度利润	232,389	243,615	260,318	284,884	316,845
非控制性权益	(929)	(1,351)	(1,351)	(1,351)	(1,351)
净利润	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494

来源：公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央银行款项	2,775,965	2,914,380	3,144,365	3,392,750	3,661,005
同业资产	858,462	708,598	733,610	759,872	787,448
金融投资	5,068,584	5,181,648	5,595,593	6,043,241	6,526,700
贷款和垫款净额	11,488,355	12,574,473	13,610,148	14,735,512	15,965,020
其他资产	772,339	745,284	868,968	1,016,153	1,189,264
总资产	20,963,705	22,124,383	23,952,685	25,947,528	28,129,437
向中央银行借款	439,339	547,287	602,016	662,217	728,439
同业负债	2,325,129	2,116,279	2,282,652	2,473,412	2,693,796
客户存款	15,402,915	16,363,754	17,672,854	19,086,683	20,613,617
已发行债券	252,546	275,160	305,734	340,895	381,329
其他负债	954,122	1,026,076	1,111,107	1,203,876	1,305,098
总负债	19,374,051	20,328,556	21,974,363	23,767,083	25,722,279
本行股东应享权益	1,576,500	1,779,760	1,962,254	2,164,377	2,391,091
非控制性权益	13,154	16,067	16,067	16,067	16,067
总权益	1,589,654	1,795,827	1,978,321	2,180,444	2,407,158

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入结构					
净利息收入	74.6%	76.2%	78.4%	79.4%	80.4%
净手续费及佣金收入	21.2%	19.8%	17.9%	17.2%	16.5%
其他净收益和收入	4.2%	4.0%	3.6%	3.4%	3.1%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
净利息收入	-8.7%	8.3%	13.8%	8.9%	8.8%
净手续费及佣金收入	4.4%	-0.6%	0.0%	3.0%	3.0%
营业收入	-4.6%	6.1%	10.5%	7.5%	7.5%
营业费用	-12.0%	-2.6%	8.4%	6.6%	6.6%
拨备前利润	-0.9%	10.0%	11.4%	7.9%	7.9%
净利润	1.5%	4.7%	6.9%	9.5%	11.3%
资产质量					
不良贷款率	1.52%	1.49%	1.47%	1.46%	1.42%
不良贷款拨备覆盖率	150.36%	171.08%	190.13%	205.32%	221.07%
拨贷比	2.29%	2.55%	2.79%	2.99%	3.13%
信贷成本	0.81%	1.00%	1.10%	1.06%	0.98%
资本充足率					
核心一级资本充足率	12.98%	13.09%	13.48%	13.78%	14.09%
一级资本充足率	13.15%	13.71%	14.05%	14.31%	14.58%
资本充足率	14.94%	15.50%	15.88%	15.99%	16.13%
回报率					
平均净资产收益率	15.51%	14.81%	14.25%	14.11%	14.18%
平均总资产收益率	1.17%	1.12%	1.11%	1.12%	1.15%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.92	0.96	1.02	1.12	1.25
每股股息（元人民币）	0.278	0.291	0.311	0.340	0.379
每股账面值（元人民币）	6.23	6.80	7.53	8.34	9.25

来源：公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。