

中國建設銀行-H (939 HK)

業績高質量增長，息差小幅承壓

8月27日，建設銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長4.9%至1,542億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的57.0%/58.4%。上半年撥備前利潤同比增幅達到6.7%。由於淨息差收窄，淨利息收入同比小幅增長4.6%，不過非息收入（包括淨手續費收入及投資收益）同比增長12.8%。受惠於營業支出及信用減值增長放緩，單季淨利潤同比增速由一季度的4.2%提升至二季度的5.5%。2019年上半年年化ROE為15.9%，同比下滑1個百分點，但仍為四大行中最高水平。

- **業績正面因素：**1) 上半年淨手續費收入同比增長11.1%，主要由銀行卡、理財及電子銀行業務拉動，非息收入占比也因此提升1.5個百分點至27.2%。2) **資產質量持續改善**，不良貸款率環比下降3個基點至1.43%，撥備覆蓋率提升3.8個基點至218%。不過，我們留意到上半年逾期貸款餘額較去年下半年反彈18.2%，具體原因希望管理層在業績會進行解答。3) **貸款穩健增長**，按揭貸款增速保持平穩（上半年環比增長5.3%），而個人消費貸款環比減少17.1%。新發放公司貸款中近一半投向公用事業、建築行業以及票據貼現。4) **資本狀況保持行業中最佳水平**，核心一級資本充足率/資本充足率二季度環比僅下降13/8個基點至13.7%/17.1%，主要源於二季度派發股息所致。
- **業績負面因素：**1) 二季度淨息差環比收窄4個基點至2.25%，主要因為負債成本上升幅度大於貸款收益率。由於存款占比較高，建行未能向股份制銀行一樣顯著受惠於貨幣寬鬆，但我們認為息差的收窄已在預期之中。2) **上半年活期存款占比環比下降0.5個百分點至53.1%**，導致存款成本上升，利差收縮。3) 二季度資產環比增速放緩至0.8%（一季度為4.2%），主要由於同業資產環比下降17%。
- **維持「買入」評級，下調目標價至8.5港元。**我們認為業績將為建行今天的股價表現帶來正面影響。建設銀行目前的估值為0.62倍2019年預測市帳率，較其自身五年歷史平均值0.69倍低10%。我們保持盈利預測不變，但將目標價由9.3港元下調至8.5港元，主要由於我們將權益成本（COE）假設提升至14.0%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	594,031	633,772	680,537	724,856	771,203
淨利潤(百萬元人民幣)	242,264	254,655	270,345	289,440	311,389
每股盈利(元人民幣)	0.96	1.00	1.07	1.14	1.23
每股盈利變動(%)	4.7	3.9	6.3	7.2	7.7
市盈率(倍)	5.4	5.2	4.9	4.6	4.2
市帳率(倍)	0.77	0.69	0.62	0.57	0.52
股息率(%)	5.6	5.9	6.2	6.7	7.2
權益收益率(%)	14.8	13.9	13.4	13.1	12.8
不良貸款率(%)	1.49	1.46	1.49	1.53	1.51
撥備覆蓋率(%)	171	208	232	251	275

資料來源：公司、招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$ 8.50
(此前目標價)	HK\$ 9.30
潛在升幅	+46.6%
當前股價	HK\$ 5.80

中國銀行業

孫明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	1,467,442
3月平均流通量(百萬港元)	2,063.27
52周內股價高/低(港元)	7.21/5.55
總股本(百萬)	240,417 (H)
	9,594 (A)

資料來源：彭博

股東結構

中央匯金	57.31%
證金公司	0.88%

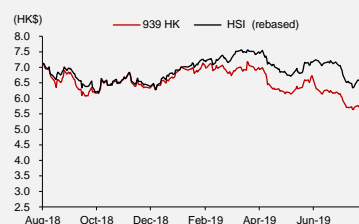
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.8%	3.2%
3-月	-6.9%	-1.0%
6-月	-18.2%	-8.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

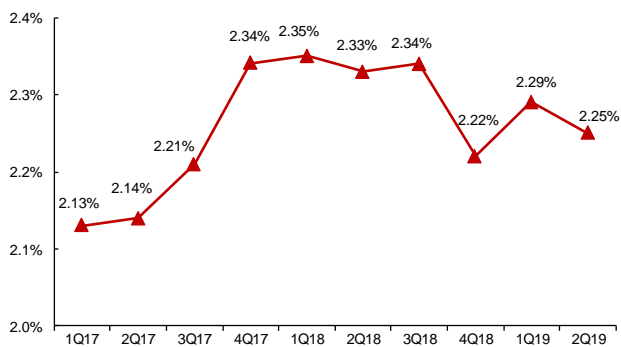
審計師：羅兵鹹永道

圖 1: 建設銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	239,486	250,436	4.6%	119,746	125,361	4.7%
淨手續費及佣金收入	69,004	76,695	11.1%	31,073	33,666	8.3%
經營收入	322,422	343,974	6.7%	157,504	165,149	4.9%
經營支出	(74,060)	(78,284)	5.7%	(37,827)	(38,892)	2.8%
撥備前利潤	248,362	265,690	7.0%	119,677	126,257	5.5%
減值撥備	(67,029)	(74,638)	11.4%	(28,789)	(31,043)	7.8%
稅前利潤	181,333	191,052	5.4%	90,888	95,214	4.8%
所得稅	(33,955)	(35,472)	4.5%	(17,538)	(17,556)	0.1%
淨利潤	147,027	154,190	4.9%	73,212	77,274	5.5%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	13,783,053	14,539,839	5.5%	14,227,115	14,539,839	2.2%
存款總額	17,108,678	18,214,072	6.5%	18,053,818	18,214,072	0.9%
總資產	23,222,693	24,383,151	5.0%	24,190,914	24,383,151	0.8%
不良貸款餘額	200,881	208,069	3.6%	207,463	208,069	0.3%
關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	2.34%	2.27%	-7bp	2.29%	2.25%	-4bp
淨資產回報率	17.0%	15.9%	-1.0ppt	15.9%	15.7%	-0.2ppt
不良貸款率	1.48%	1.43%	-4bp	1.46%	1.43%	-2bp
撥備覆蓋率	193.2%	218.0%	24.9ppt	214.2%	218.0%	3.8ppt
貸存比	79.3%	79.8%	0.5ppt	78.8%	79.8%	1.0ppt
核心一級資本充足率	13.1%	13.7%	62bp	13.8%	13.7%	-13bp

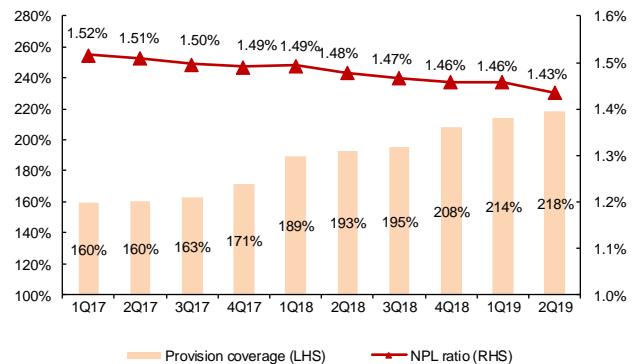
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 建設銀行單季淨息差走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 建設銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	750,154	811,026	878,878	944,691	1,015,181
利息支出	(297,698)	(324,748)	(349,390)	(377,862)	(409,331)
淨利息收入	452,456	486,278	529,487	566,829	605,850
淨手續費及佣金收入	117,798	123,035	129,187	135,646	142,428
其他	23,777	24,459	21,862	22,381	22,925
經營收入	594,031	633,772	680,537	724,856	771,203
經營支出	(167,043)	(174,764)	(186,068)	(197,185)	(208,839)
撥備前利潤	426,988	459,008	494,468	527,671	562,363
資產減值損失	(127,362)	(150,988)	(167,534)	(177,717)	(185,949)
經營利潤	299,626	308,020	326,935	349,954	376,414
非經營收入	161	140	140	140	140
稅前利潤	299,787	308,160	327,075	350,094	376,554
所得稅費用	(56,172)	(52,534)	(55,759)	(59,683)	(64,194)
少數股東權益	(1,351)	(971)	(971)	(971)	(971)
淨利潤	242,264	254,655	270,345	289,440	311,389

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	2,914,380	2,567,648	2,742,905	2,931,681	3,133,673
同業資產	708,598	1,038,521	1,080,355	1,124,280	1,170,402
金融投資	5,181,648	5,714,909	6,114,953	6,532,514	6,978,831
貸款總額	12,903,441	13,783,053	14,885,697	16,076,553	17,362,67
減: 貸款減值準備	328,968	417,623	515,097	617,272	721,770
其他資產	745,284	536,185	696,413	849,932	1,027,150
總資產	22,124,383	23,222,693	25,005,225	26,897,688	28,950,96
向中央銀行借款	547,287	554,392	609,831	670,814	737,896
同業負債	2,116,279	2,250,045	2,435,326	2,648,449	2,895,453
存款總額	16,363,754	17,108,678	18,306,285	19,587,725	20,958,86
已發行債券	275,160	404,202	442,475	492,129	549,231
其他負債	1,026,076	913,782	989,593	1,072,237	1,162,348
總負債	20,328,556	21,231,099	22,783,509	24,471,355	26,303,79
股東總權益	1,779,760	1,976,463	2,206,585	2,411,202	2,632,039
其中: 永續債	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 優先股	79,636	79,636	79,636	79,636	79,636
少數股東權益	16,067	15,131	15,131	15,131	15,131
總權益	1,795,827	1,991,594	2,221,716	2,426,333	2,647,170

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	76%	77%	78%	78%	79%
淨手續費及佣金收入	20%	19%	19%	19%	18%
其他	4%	4%	3%	3%	3%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	8.3%	7.5%	8.9%	7.1%	6.9%
淨手續費及佣金收入	-0.6%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
營業收入	6.1%	6.7%	7.4%	6.5%	6.4%
撥備前利潤	10.0%	7.5%	7.7%	6.7%	6.6%
淨利潤	4.7%	5.1%	6.2%	7.1%	7.6%
貸款總額	9.8%	6.8%	8.0%	8.0%	8.0%
存款總額	6.2%	4.6%	7.0%	7.0%	7.0%
經營效率					
成本收入比	27.1%	26.6%	26.4%	26.2%	26.1%

資產質量

不良貸款率	1.49%	1.46%	1.49%	1.53%	1.51%
撥備覆蓋率	171%	208%	232%	251%	275%
撥貸比	2.55%	3.03%	3.46%	3.84%	4.16%
信貸成本	1.00%	1.07%	1.11%	1.09%	1.06%

資本充足率

核心一級資本充足率	13.1%	13.8%	14.3%	14.6%	14.9%
一級資本充足率	13.7%	14.4%	14.9%	15.1%	15.3%
資本充足率	15.5%	17.2%	16.6%	16.7%	16.9%

盈利能力

淨息差	2.21%	2.31%	2.28%	2.27%	2.26%
平均權益回報率	14.8%	13.9%	13.4%	13.1%	12.8%
平均資產回報率	1.12%	1.11%	1.11%	1.10%	1.10%
平均風險資產回報率	1.94%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%

每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	0.96	1.00	1.07	1.14	1.23
每股股息	0.29	0.31	0.32	0.35	0.37
每股賬面值	6.80	7.59	8.35	9.17	10.05

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。