

中国建设银行 (939 HK)

三季度经营指标全面改善

- ❖ **盈利加速增长。**建设银行 2018 年前三季度净利润达到 2,141 亿元人民币，占我们全年盈利预测的 83%。三季度净利润同比增速达到 6.6%，较 2018 年上半年的 6.3% 提升 0.3 个百分点。受惠于信贷资产的较快增长，三季度净利息收入同比增长 9.3%。净手续费及佣金收入同比增长 7.6%，相信主要来自银行卡业务及托管业务的贡献，尽管部分被理财业务及代理服务的收入下降所拖累。经营收入同比增长 5.6%，而经营开支同比下降 5.6%，令拨备前利润同比增长 10.7%。
- ❖ **净息差走势稳定。**在二季度息差环比下滑两个基点后，根据我们的测算，建行三季度净息差环比回升一个基点至 2.34%。我们认为较为平缓的净息差走势已在市场预期之内，因为在人行连续释放流动性及监管要求降低小微企业融资成本的背景下，银行的贷款收益率增幅有所收窄。同时，由于银行自身在信贷投放上维持审慎，主要投向按揭贷款及地方政府债，也限制了资产端收益率的上升。另一方面，存款增速（环比增长 1.5%）仍然低于贷款增速（环比增长 2.3%），显示该行在资金成本端依然承压。不过，我们认为建行目前贷存比较低，同时在获取零售存款上具备优势，因此毋须大幅提升存款利率。我们预期四季度建行的息差仍将大体保持稳定。
- ❖ **资产质量向好。**截至三季度末，建行的不良贷款额环比上升 1.5%，不良生成率由二季度末的 57 个基点上升至 76 个基点。不过，不良贷款率仍然环比下降一个基点至 1.47%，相信主要由于建行加快了不良贷款的处置。强劲的拨备前利润增长使得建行能够更充分地计提减值（同比增加 24.7%），令拨备覆盖率环比提升两个百分点至 195.2%；加之一贯严格的不良确认原则，我们认为建行能够更好地应对未来几个季度，由贸易战引发的企业盈利下滑，进而导致的不良贷款的潜在回升。
- ❖ **资本充足情况行业最佳。**凭借较强的资本内生能力，截至三季度末，建行的核心一级资本充足率及资本充足率分别环比提升 26 个基点及 59 个基点，达到 13.34% 及 16.23%，为行业最高水平。建行的资本充足率指标比监管要求高出 380 至 480 个基点，预计未来通过股权融资寻求资本补充的需求较小。
- ❖ **维持买入评级及目标价 9.3 港元。**建行是四大行中首家发布三季度业绩的银行，我们相信该行稳健的业绩表现能够一定程度上稳定市场对于银行板块的投资情绪。而凭借充足的资金来源和信贷提升空间，以及强劲的资本实力，建行将更能够受惠于政府鼓励信贷投放的政策。现时建行的估值相当于 0.73 倍 2018 年预测市帐率，较其历史平均水平 1.02 倍低 28%；5.7% 的股息率也可对估值形成一定支持。

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)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
市盈率 (x)	6.2	5.5	5.3	4.8	4.4
股息率 (%)	4.9	5.3	5.7	6.2	6.8
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	+50.0%
当前股价	HK\$6.20

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)	1,566,040
3月平均流通量(百万港元)	2,109
52周内股价高/低(港元)	9.12/6.07
总股本(百万)	250,011

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%

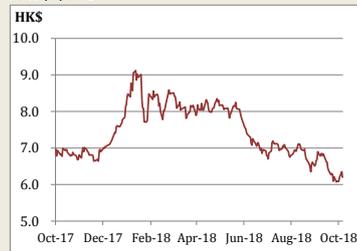
资料来源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.0%	-1.6%
3-月	-11.1%	-2.5%
6-月	-21.0%	-8.6%

资料来源: 彭博

股价表现



资料来源: 彭博

核数师: 罗兵咸永道

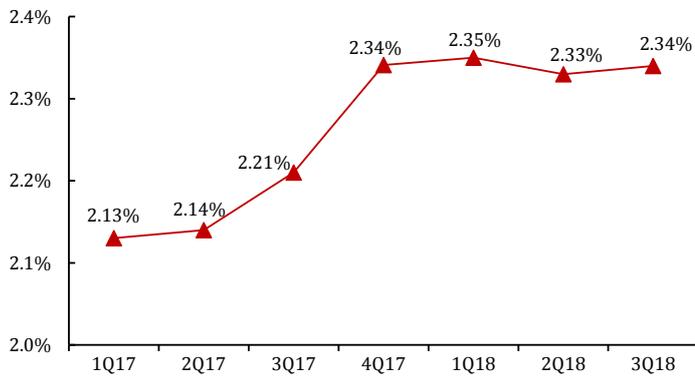
公司网站: www.ccb.com

图 1: 建行三季度业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	9M17	9M18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
净利息收入	333,324	365,725	9.7%	116,804	126,239	8.1%
净手续费及佣金收入	93,649	96,528	3.1%	31,073	27,524	-11.4%
营业收入	454,739	482,873	6.2%	157,811	160,144	1.5%
营业支出	(118,049)	(119,544)	1.3%	(38,448)	(44,863)	16.7%
拨备前利润	336,690	363,329	7.9%	119,363	115,281	-3.4%
减值拨备	(86,964)	(99,771)	14.7%	(28,540)	(32,991)	15.6%
经营利润	249,726	263,558	5.5%	90,823	82,290	-9.4%
所得税	(48,262)	(48,978)	1.5%	(17,538)	(15,023)	-14.3%
净利润	201,242	214,108	6.4%	73,212	67,081	-8.4%
资产负债表	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
贷款总额	12,446,044	13,765,782	10.6%	13,452,388	13,765,782	2.3%
客户存款	16,502,595	17,228,192	4.4%	16,965,489	17,228,192	1.5%
总资产	22,053,943	23,354,078	5.9%	22,805,182	23,354,078	2.4%
不良贷款余额	190,949	201,821	5.7%	198,754	201,821	1.5%
主要比率	3Q17	3Q18	YoY	2Q18	3Q18	QoQ
净资产回报率	15.3%	14.9%	-0.5ppt	16.6%	14.9%	-1.7ppt
不良贷款率	1.50%	1.47%	-3bp	1.48%	1.47%	-1bp
拨备覆盖率	162.9%	195.2%	32.3ppt	193.2%	195.2%	2.1ppt
贷存比	77.3%	79.9%	2.6ppt	79.3%	79.9%	0.6ppt
核心一级资本充足率	12.8%	13.3%	50bp	13.1%	13.3%	26bp

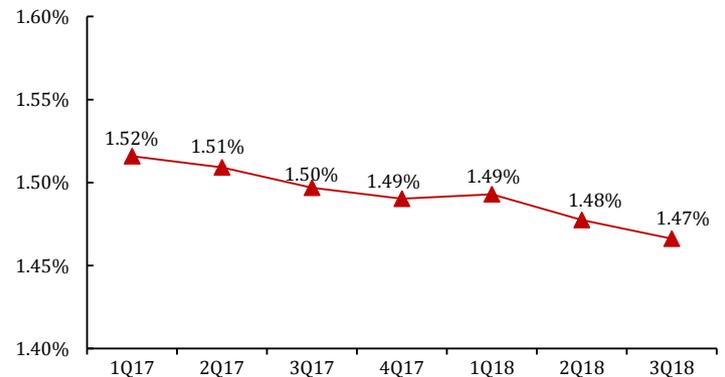
资料来源: 公司、招银国际证券

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的分析员，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于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）没有在有关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。