

中国建设银行-H (939 HK)

业绩高质量增长，息差小幅承压

8月27日，建设银行公布2019年上半年业绩，净利润同比增长4.9%至1,542亿元人民币，占我们/市场一致预期全年净利润预测的57.0%/58.4%。上半年拨备前利润同比增幅达到6.7%。由于净息差收窄，净利息收入同比小幅增长4.6%，不过非息收入（包括净手续费收入及投资收益）同比增长12.8%。受惠于营业支出及信用减值增长放缓，单季净利润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为15.9%，同比下滑1个百分点，但仍为四大行中最高水平。

■ **业绩正面因素：**1) 上半年净手续费收入同比增长11.1%，主要由银行卡、理财及电子银行业务拉动，非息收入占比也因此提升1.5个百分点至27.2%。2) **资产质量持续改善**，不良贷款率环比下降3个基点至1.43%，拨备覆盖率提升3.8个基点至218%。不过，我们留意到上半年逾期贷款余额较去年下半年反弹18.2%，具体原因希望管理层在业绩会进行解答。3) **贷款稳健增长**，按揭贷款增速保持平稳（上半年环比增长5.3%），而个人消费贷款环比减少17.1%。新发放公司贷款中近一半投向公用事业、建筑行业以及票据贴现。4) **资本状况保持行业最佳水平**，核心一级资本充足率/资本充足率二季度环比仅下降13/8个基点至13.7%/17.1%，主要源于二季度派发股息所致。

■ **业绩负面因素：**1) 二季度净息差环比收窄4个基点至2.25%，主要因为负债成本上升幅度大于贷款收益率。由于存款占比较高，建行未能向股份制银行一样显著受惠于货币宽松，但我们认为息差的收窄已在预期之中。2) **上半年活期存款占比环比下降0.5个百分点至53.1%**，导致存款成本上升，利差收缩。3) 二季度资产环比增速放缓至0.8%（一季度为4.2%），主要由于同业资产环比下降17%。

■ **维持「买入」评级，下调目标价至8.5港元。**我们认为业绩将为建行今天的股价表现带来正面影响。建设银行目前的估值为0.62倍2019年预测市帐率，较其自身五年历史平均值0.69倍低10%。我们保持盈利预测不变，但将目标价由9.3港元下调至8.5港元，主要由于我们将权益成本（COE）假设提升至14.0%以及将港元对人民币汇率假设调整至0.897。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	594,031	633,772	680,537	724,856	771,203
净利润(百万元人民币)	242,264	254,655	270,345	289,440	311,389
每股盈利(元人民币)	0.96	1.00	1.07	1.14	1.23
每股盈利变动(%)	4.7	3.9	6.3	7.2	7.7
市盈率(倍)	5.4	5.2	4.9	4.6	4.2
市帐率(倍)	0.77	0.69	0.62	0.57	0.52
股息率(%)	5.6	5.9	6.2	6.7	7.2
权益收益率(%)	14.8	13.9	13.4	13.1	12.8
不良贷款率(%)	1.49	1.46	1.49	1.53	1.51
拨备覆盖率(%)	171	208	232	251	275

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$ 8.50
(此前目标价)	HK\$ 9.30)
潜在升幅	+46.6%
当前股价	HK\$ 5.80

中国银行业

孙明, CFA

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

隋晓萌

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

公司数据

市值(百万港元)	1,467,442
3月平均流通量(百万港元)	2,063.27
52周内股价高/低(港元)	7.21/5.55
总股本(百万)	240,417 (H)
	9,594 (A)

资料来源：彭博

股东结构

中央汇金	57.31%
证金公司	0.88%

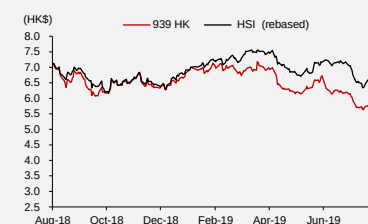
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.8%	3.2%
3-月	-6.9%	-1.0%
6-月	-18.2%	-8.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

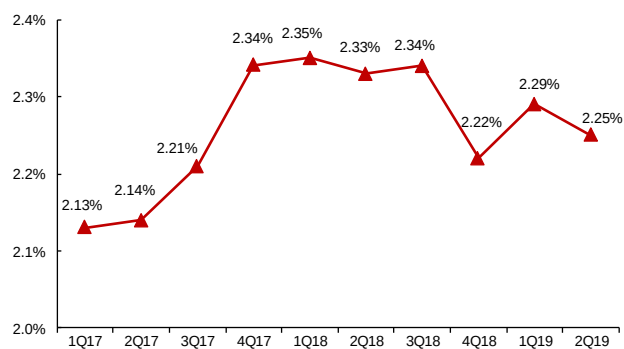
审计师：罗兵咸永道

图 1: 建设银行 2019 年上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	239,486	250,436	4.6%	119,746	125,361	4.7%
净手续费及佣金收入	69,004	76,695	11.1%	31,073	33,666	8.3%
经营收入	322,422	343,974	6.7%	157,504	165,149	4.9%
经营支出	(74,060)	(78,284)	5.7%	(37,827)	(38,892)	2.8%
拨备前利润	248,362	265,690	7.0%	119,677	126,257	5.5%
减值拨备	(67,029)	(74,638)	11.4%	(28,789)	(31,043)	7.8%
税前利润	181,333	191,052	5.4%	90,888	95,214	4.8%
所得税	(33,955)	(35,472)	4.5%	(17,538)	(17,556)	0.1%
净利润	147,027	154,190	4.9%	73,212	77,274	5.5%
资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	13,783,053	14,539,839	5.5%	14,227,115	14,539,839	2.2%
存款总额	17,108,678	18,214,072	6.5%	18,053,818	18,214,072	0.9%
总资产	23,222,693	24,383,151	5.0%	24,190,914	24,383,151	0.8%
不良贷款余额	200,881	208,069	3.6%	207,463	208,069	0.3%
关键指标	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	2.34%	2.27%	-7bp	2.29%	2.25%	-4bp
净资产回报率	17.0%	15.9%	-1.0ppt	15.9%	15.7%	-0.2ppt
不良贷款率	1.48%	1.43%	-4bp	1.46%	1.43%	-2bp
拨备覆盖率	193.2%	218.0%	24.9ppt	214.2%	218.0%	3.8ppt
贷存比	79.3%	79.8%	0.5ppt	78.8%	79.8%	1.0ppt
核心一级资本充足率	13.1%	13.7%	62bp	13.8%	13.7%	-13bp

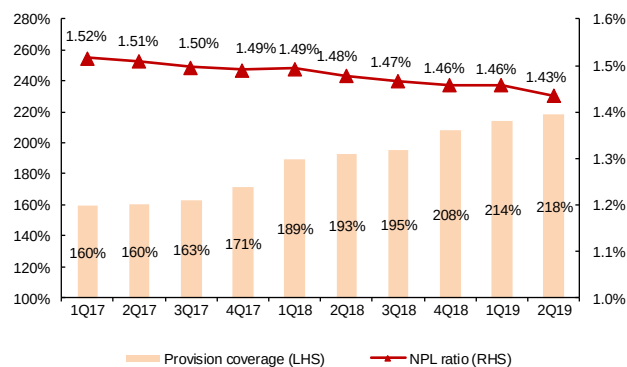
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 建设银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 建设银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	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)
净利息收入	452,456	486,278	529,487	566,829	605,850
净手续费及佣金收入	117,798	123,035	129,187	135,646	142,428
其他	23,777	24,459	21,862	22,381	22,925
经营收入	594,031	633,772	680,537	724,856	771,203
经营支出	(167,043)	(174,764)	(186,068)	(197,185)	(208,839)
拨备前利润	426,988	459,008	494,468	527,671	562,363
资产减值损失	(127,362)	(150,988)	(167,534)	(177,717)	(185,949)
经营利润	299,626	308,020	326,935	349,954	376,414
非经营收入	161	140	140	140	140
税前利润	299,787	308,160	327,075	350,094	376,554
所得税费用	(56,172)	(52,534)	(55,759)	(59,683)	(64,194)
少数股东权益	(1,351)	(971)	(971)	(971)	(971)
净利润	242,264	254,655	270,345	289,440	311,389

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	2,914,380	2,567,648	2,742,905	2,931,681	3,133,673
同业资产	708,598	1,038,521	1,080,355	1,124,280	1,170,402
金融投资	5,181,648	5,714,909	6,114,953	6,532,514	6,978,831
贷款总额	12,903,441	13,783,053	14,885,697	16,076,553	17,362,67
减: 贷款减值准备	328,968	417,623	515,097	617,272	721,770
其他资产	745,284	536,185	696,413	849,932	1,027,150
总资产	22,124,383	23,222,693	25,005,225	26,897,688	28,950,96
向中央银行借款	547,287	554,392	609,831	670,814	737,896
同业负债	2,116,279	2,250,045	2,435,326	2,648,449	2,895,453
存款总额	16,363,754	17,108,678	18,306,285	19,587,725	20,958,86
已发行债券	275,160	404,202	442,475	492,129	549,231
其他负债	1,026,076	913,782	989,593	1,072,237	1,162,348
总负债	20,328,556	21,231,099	22,783,509	24,471,355	26,303,79
股东总权益	1,779,760	1,976,463	2,206,585	2,411,202	2,632,039
其中: 永续债	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 优先股	79,636	79,636	79,636	79,636	79,636
少数股东权益	16,067	15,131	15,131	15,131	15,131
总权益	1,795,827	1,991,594	2,221,716	2,426,333	2,647,170

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	76%	77%	78%	78%	79%
净手续费及佣金收入	20%	19%	19%	19%	18%
其他	4%	4%	3%	3%	3%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	8.3%	7.5%	8.9%	7.1%	6.9%
净手续费及佣金收入	-0.6%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	6.1%	6.7%	7.4%	6.5%	6.4%
拨备前利润	10.0%	7.5%	7.7%	6.7%	6.6%
净利润	4.7%	5.1%	6.2%	7.1%	7.6%
贷款总额	9.8%	6.8%	8.0%	8.0%	8.0%
存款总额	6.2%	4.6%	7.0%	7.0%	7.0%

经营效率

成本收入比	27.1%	26.6%	26.4%	26.2%	26.1%
-------	-------	-------	-------	-------	-------

资产质量

不良贷款率	1.49%	1.46%	1.49%	1.53%	1.51%
拨备覆盖率	171%	208%	232%	251%	275%
拨贷比	2.55%	3.03%	3.46%	3.84%	4.16%
信贷成本	1.00%	1.07%	1.11%	1.09%	1.06%

资本充足率

核心一级资本充足率	13.1%	13.8%	14.3%	14.6%	14.9%
一级资本充足率	13.7%	14.4%	14.9%	15.1%	15.3%
资本充足率	15.5%	17.2%	16.6%	16.7%	16.9%

盈利能力

净息差	2.21%	2.31%	2.28%	2.27%	2.26%
平均权益回报率	14.8%	13.9%	13.4%	13.1%	12.8%
平均资产回报率	1.12%	1.11%	1.11%	1.10%	1.10%
平均风险资产回报率	1.94%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%

每股数据 (元人民币)

每股净利润	0.96	1.00	1.07	1.14	1.23
每股股息	0.29	0.31	0.32	0.35	0.37
每股账面值	6.80	7.59	8.35	9.17	10.05

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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年证券交易法规则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。