

## 中國建設銀行 (939 HK)

### 持續加強優化資產的能力

- ❖ **業績表現符合市場預期。**2017年上半年，建設銀行的營業收入和純利分別按年微增2.5%和3.7%，達到3,031億元人民幣和1,383億元人民幣。年化ROAA和ROAE分別按年下跌0.11個百分點和0.71個百分點，至1.30%和17.09%。建行的業績大致符合市場預期，不過，該行對於問題資產的持續優化成為其2017年上半年業績的亮點。
- ❖ **對問題資產的持續優化。**截止2017年上半年末，建行的不良貸款率較2016年末輕微下跌1個基點，至1.51%。該行在應對問題資產上做出了許多努力，比如，在市場化“債轉股”中取得領先優勢。目前，建行已與41家企業簽訂了市場化“債轉股”協定，涉及資金達到5,400億元人民幣，其中500億元人民幣已經落地。此外，建行還積極處置其不良資產。今年上半年，該行處置的不良資產約600億元人民幣，其中約189億元採用了批量轉讓的方式，處置價格較帳面價值折讓55%。這些主動化解的方式不僅有助於建行優化其資產，同時更高的撥備回撥也有利於利潤的增長。我們預計，2017年至2019年，該行的不良資產率將分別為1.59%、1.66%和1.71%。
- ❖ **淨利息收入走勢與市場環境吻合。**偏緊的市場流動性及貸款的穩定增長，令包括建設銀行在內的中國大型銀行的淨利息收入在2017年上半年錄得溫和回升。期內，建行的淨利息收入按年增長3.3%，至2,179億元人民幣，淨息差為2.14%，按年下跌18個基點。我們相信傳統的銀行業務正逐漸接近拐點，預計建行的淨息差將逐步企穩，2017年至2019年分別達到2.15%、2.16%和2.18%，同時，淨利息收入分別達到4,453億元人民幣、4,884億元人民幣及5,375億元人民幣，年複合增長率達到9.9%。
- ❖ **按揭貸款占比提升。**政府對房地產行業的宏觀調控自2016年第四季度以來逐步趨嚴，建行的按揭貸款增速也有所放緩。2017年上半年末建行的按揭貸款餘額達到3.9萬億元人民幣，較2016年年末增長9.5%或3,405億元人民幣，占貸款總額比重為31.4%，上升0.89個百分點。按揭貸款仍然是建行重要的貸款投向之一，我們預計2017年將增長15.0%，至4.1萬億元人民幣。
- ❖ **維持持有評級。**基於該行淨利息收入的增長，我們將對建行2017年至2019年的純利預測，分別提升4.6%、10.9%和14.4%，至2,470億元人民幣、2,739億元人民幣和3,053億元人民幣。現時，建行的股價相當於2018年預測市帳率的0.76倍。我們給予該行的最新目標價為7.19港元，相當於公司2018年預測市帳率的0.80倍，同時也是可比同業2018年的平均預測市帳率加兩個標準差。維持**持有**評級。

#### 財務資料

| (截至12月31日)   | FY15A   | FY16A   | FY17E   | FY18E   | FY19E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 營業收入(百萬元人民幣) | 586,687 | 559,860 | 579,411 | 625,868 | 679,356 |
| 淨利潤(百萬元人民幣)  | 228,145 | 231,460 | 246,967 | 273,900 | 305,293 |
| 市帳率(x)       | 1.03    | 0.95    | 0.85    | 0.76    | 0.68    |
| 市盈率(x)       | 6.47    | 6.40    | 6.00    | 5.41    | 4.85    |
| 股息率(%)       | 4.64    | 4.71    | 5.00    | 5.55    | 6.19    |
| 權益收益率(%)     | 17.05   | 15.38   | 14.84   | 14.79   | 14.80   |
| 不良貸款率(%)     | 1.58    | 1.52    | 1.59    | 1.66    | 1.71    |
| 撥備覆蓋率(%)     | 150.99  | 150.36  | 155.13  | 155.48  | 155.65  |

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

#### 持有 (維持)

|         |          |
|---------|----------|
| 目標價     | HK\$7.19 |
| (此前目標價) | HK\$6.14 |
| 潛在升幅    | +4.8%    |
| 當前股價    | HK\$6.86 |

#### 張淳鑫

電話：(852) 3900 0836

郵件：[zhangchunxin@cmbi.com.hk](mailto:zhangchunxin@cmbi.com.hk)

#### 隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

#### 中國銀行業

|               |           |
|---------------|-----------|
| 市值(百萬港元)      | 1,728,825 |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 1,935.08  |
| 52周內股價高/低(港元) | 7.1/5.42  |
| 總股本(百萬)       | 250,011.0 |

資料來源：彭博

#### 股東結構 (H股)

|      |        |
|------|--------|
| 匯金公司 | 59.31% |
|------|--------|

資料來源：HKEx

#### 股價表現

|     | 絕對回報 | 相對回報  |
|-----|------|-------|
| 1-月 | 4.4% | 2.8%  |
| 3-月 | 4.9% | -3.7% |
| 6-月 | 9.6% | -7.0% |

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道

公司網站：[www.ccb.com](http://www.ccb.com)

**利潤表**

| 年結：12月31日（百萬元人民幣）   | 2015           | 2016           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 利息收入                | 770,559        | 696,637        | 750,440        | 815,666        | 884,904        |
| 利息支出                | (312,807)      | (278,838)      | (305,171)      | (327,242)      | (347,408)      |
| <b>淨利息收入</b>        | <b>457,752</b> | <b>417,799</b> | <b>445,269</b> | <b>488,424</b> | <b>537,496</b> |
| 手續費及佣金收入            | 121,404        | 127,863        | 129,569        | 132,945        | 136,967        |
| 手續費及佣金支出            | (7,874)        | (9,354)        | (9,653)        | (9,944)        | (10,273)       |
| <b>淨手續費及佣金收入</b>    | <b>113,530</b> | <b>118,509</b> | <b>119,916</b> | <b>123,001</b> | <b>126,694</b> |
| 其他淨收益和收入            | 15,405         | 23,552         | 14,226         | 14,443         | 15,165         |
| <b>營業收入</b>         | <b>586,687</b> | <b>559,860</b> | <b>579,411</b> | <b>625,868</b> | <b>679,356</b> |
| 營業費用                | (194,826)      | (171,515)      | (162,235)      | (172,114)      | (183,426)      |
| <b>扣除減值損失前的營業利潤</b> | <b>391,861</b> | <b>388,345</b> | <b>417,176</b> | <b>453,754</b> | <b>495,930</b> |
| 資產減值損失              | (93,639)       | (93,204)       | (101,983)      | (104,216)      | (106,324)      |
| <b>營業利潤</b>         | <b>298,222</b> | <b>295,141</b> | <b>315,193</b> | <b>349,538</b> | <b>389,606</b> |
| 聯營企業及合營企業投資淨收益      | 275            | 69             | 45             | 61             | 72             |
| <b>稅前利潤</b>         | <b>298,497</b> | <b>295,210</b> | <b>315,238</b> | <b>349,599</b> | <b>389,678</b> |
| 所得稅費用               | (69,611)       | (62,821)       | (67,146)       | (74,465)       | (83,001)       |
| <b>年度利潤</b>         | <b>228,886</b> | <b>232,389</b> | <b>248,092</b> | <b>275,135</b> | <b>306,677</b> |
| 非控制性權益              | (741)          | (929)          | (1,125)        | (1,235)        | (1,384)        |
| <b>淨利潤</b>          | <b>228,145</b> | <b>231,460</b> | <b>246,967</b> | <b>273,900</b> | <b>305,293</b> |

來源：公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

| 年結：12月31日（百萬元人民幣） | 2015              | 2016              | 2017E             | 2018E             | 2019E             |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 現金及存放中央銀行款項       | 2,401,544         | 2,849,261         | 2,896,694         | 3,197,693         | 3,525,597         |
| 存放同業款項            | 352,966           | 494,618           | 370,964           | 374,673           | 382,167           |
| 拆出資金              | 310,779           | 260,670           | 278,917           | 301,230           | 325,329           |
| 金融投資              | 4,271,406         | 5,068,584         | 5,624,834         | 6,137,143         | 6,843,469         |
| <b>客戶貸款和墊款淨額</b>  | <b>10,234,523</b> | <b>11,488,355</b> | <b>12,439,359</b> | <b>13,640,922</b> | <b>14,939,827</b> |
| 其他                | 773,285           | 794,899           | 864,892           | 931,575           | 1,017,066         |
| <b>總資產</b>        | <b>18,349,489</b> | <b>20,963,705</b> | <b>22,483,050</b> | <b>24,590,701</b> | <b>27,040,993</b> |
| 向中央銀行借款           | 42,048            | 439,339           | 501,725           | 506,742           | 567,551           |
| 同業及其他金融機構存放款項     | 1,439,395         | 1,612,995         | 1,409,758         | 1,240,587         | 1,184,760         |
| 拆入資金              | 321,712           | 322,546           | 333,835           | 345,519           | 345,519           |
| <b>客戶存款</b>       | <b>13,668,533</b> | <b>15,402,915</b> | <b>16,943,385</b> | <b>18,943,080</b> | <b>21,106,708</b> |
| 其他                | 1,432,718         | 1,596,256         | 1,525,007         | 1,583,476         | 1,639,147         |
| <b>總負債</b>        | <b>16,904,406</b> | <b>19,374,051</b> | <b>20,713,711</b> | <b>22,619,405</b> | <b>24,843,686</b> |
| <b>本行股東應享權益</b>   | <b>1,434,020</b>  | <b>1,576,500</b>  | <b>1,752,897</b>  | <b>1,951,960</b>  | <b>2,174,336</b>  |
| 非控制性權益            | 11,063            | 13,154            | 16,443            | 19,336            | 22,972            |
| <b>總權益</b>        | <b>1,445,083</b>  | <b>1,589,654</b>  | <b>1,769,340</b>  | <b>1,971,296</b>  | <b>2,197,307</b>  |

來源：公司及招銀國際研究部預測

**主要比率**

| 年结：12月31日    | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>利息收入</b>  |               |               |               |               |               |
| 净利息收入        | 78.0%         | 74.6%         | 76.8%         | 78.0%         | 79.1%         |
| 净手续费及佣金收入    | 19.4%         | 21.2%         | 20.7%         | 19.7%         | 18.6%         |
| 其他净收益和收入     | 2.6%          | 4.2%          | 2.5%          | 2.3%          | 2.2%          |
| <b>总额</b>    | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> |
| <b>增长</b>    |               |               |               |               |               |
| 利息收入         | 4.3%          | -9.6%         | 7.7%          | 8.7%          | 8.5%          |
| 利息支出         | 3.7%          | -10.9%        | 9.4%          | 7.2%          | 6.2%          |
| 净利息收入        | 4.7%          | -8.7%         | 6.6%          | 9.7%          | 10.0%         |
| 净手续费及佣金收入    | 4.6%          | 4.4%          | 1.2%          | 2.6%          | 3.0%          |
| 其他净收益和收入     | 299.5%        | -45.5%        | -39.6%        | 1.5%          | 5.0%          |
| <b>营业收入</b>  | <b>5.4%</b>   | <b>-4.6%</b>  | <b>3.5%</b>   | <b>8.0%</b>   | <b>8.5%</b>   |
| 扣除减值损失前的营业利润 | 8.6%          | -0.9%         | 7.4%          | 8.8%          | 9.3%          |
| 税前利润         | -0.2%         | -1.1%         | 6.8%          | 10.9%         | 11.5%         |
| <b>净利润</b>   | <b>0.1%</b>   | <b>1.5%</b>   | <b>6.7%</b>   | <b>10.9%</b>  | <b>11.5%</b>  |
| <b>资产质量</b>  |               |               |               |               |               |
| 不良贷款率        | 1.58%         | 1.52%         | 1.59%         | 1.66%         | 1.71%         |
| 不良贷款拨备覆盖率    | 150.99%       | 150.36%       | 155.13%       | 155.48%       | 155.65%       |
| <b>资本充足率</b> |               |               |               |               |               |
| 核心一级资本充足率    | 11.02%        | 10.89%        | 11.54%        | 12.15%        | 12.59%        |
| 一级资本充足率      | 11.17%        | 11.03%        | 11.67%        | 12.27%        | 12.71%        |
| 资本充足率        | 12.91%        | 12.54%        | 13.45%        | 14.06%        | 14.47%        |
| <b>回报率</b>   |               |               |               |               |               |
| 平均总资产回报率     | 17.05%        | 15.38%        | 14.84%        | 14.79%        | 14.80%        |
| 净资产收益率       | 1.30%         | 1.18%         | 1.14%         | 1.16%         | 1.18%         |
| <b>每股数据</b>  |               |               |               |               |               |
| 每股利润（元人民币）   | 0.91          | 0.92          | 0.98          | 1.09          | 1.22          |
| 每股股息（元人民币）   | 0.274         | 0.278         | 0.295         | 0.327         | 0.365         |
| 每股账面值（元人民币）  | 5.74          | 6.23          | 6.93          | 7.73          | 8.62          |

来源：公司及招銀國際研究部預測

## 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。

### 招銀證券投資評級

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

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去表現亦不代表未來的表現，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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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 年證券交易法規則 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。