

中国建设银行 (939 HK)

基本面稳固向好，估值有望持续修复

- ❖ **基本面稳固向好，估值具备向上修复空间。**在上周市场的大幅调整前，今年以来，在南向资金的助推下，主要香港上市的中资银行的股价平均升 24%，作为行业龙头的建行也升高了 25%。市场对于资产质量的担忧已经有所转淡，净息差扩大带来的盈利能力回升成为新的关注点。我们认同这一趋势将在龙头大行身上得到最主要的体现。我们认为，2018 年建行基本面稳固，资产质量不断改善，净息差将持续拓宽，同时资本实力得以增强，预期未来估值仍有向上修复空间。
- ❖ **2018 年净息差持续改善。**建行 2017 年第一季度净息差为 2.13%，前三季度为 2.16%，净息差逐季改善。我们认为这一趋势将延续至今年，由于 1) 贷款重定价的利率升幅大于付息负债的利率增长，以及 2) 建行拥有较高比例的高质量负债，如活期存款、结算资金等，该部分负债对价格敏感度较低，更有助于付息负债成本端的稳定。我们预计，2018 年建行的净息差将扩大 6 个基点，至 2.22%。
- ❖ **贷款稳定增长，资产质量逐步改善。**随着监管的不断收紧，表外融资需求向表内转移仍将是今年的一大趋势，另外宏观经济的企稳也继续催生贷款需求。建行表示今年以来的情况显示信贷需求较为强劲。在偏紧的流动性以及金融去杠杆的进一步推进中，相较于受限于存款增长的其他中小型银行，拥有广阔和稳定资金来源的建行将有更充足的资源支持贷款规模的稳定增长。今年贷款投放的重点仍然是其具备传统优势的基建行业及房地产相关，以及个人消费贷款；发展住房租赁贷款也是其重点工作之一。而在资产质量方面，建行的不良贷款率由 2016 年年末的 1.52%，改善至 2017 年三季度末的 1.50%。我们预期至 2018 年末，建行的不良贷款率将下降至 1.48%。
- ❖ **监管风险较小，资本实力进一步巩固。**强监管仍将是今年银行业的一个重要主题，目前市场关注的是资管新规的正式落地。市场预期将于 3 月初两会前正式公布，也预期最终出台的版本将较前版略为宽松，同时对于过渡期的设定也有所延长。在去年的金融去杠杆进程中和强监管环境下，国有大行理财业务受到的影响不大，同时由于大行对同业资产负债依赖度较低，业务的合规性也较强，所以受监管收紧的影响相对较小，能够确保业务的稳健发展。2017 年上半年，理财产品业务收入占建行营业收入仅约 4%，我们认为资管新规的出台不会对建行业务产生重大不利。此外，建行今年 1 月完成发行境内优先股，筹集资金总额达 600 亿元人民币，将进一步增强其一级资本充足率，为应对业务发展和未来潜在的更严格的监管要求奠定基础。
- ❖ **上调至买入评级。**基于对资产负债表增速的调整，我们将对建行 2017 年至 2019 年的纯利预测，轻微下调至 2,419 亿元人民币、2,654 亿元人民币和 2,920 亿元人民币。同时，我们将估值方法由使用可比同业 P/B 进行估值转换为 DDM。现时，建行的股价相当于 2018 年预测市帐率的 0.85 倍。我们给予该行的最新目标价为 9.70 港元，相当于公司 2018 年预测市帐率的 1.06 倍。上调至买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业收入(百万元人民币)	586,687	559,860	595,361	653,140	715,675
净利润(百万元人民币)	228,145	231,460	241,882	264,398	292,044
市帐率(x)	1.15	1.04	0.95	0.85	0.76
市盈率(x)	7.11	7.04	6.73	6.16	5.57
股息率(%)	4.23	4.29	4.46	4.82	5.33
权益收益率(%)	17.05	15.38	14.62	14.19	13.90
不良贷款率(%)	1.58	1.52	1.50	1.48	1.45
拨备覆盖率(%)	150.99	150.36	168.96	186.29	201.02

资料来源：公司及招银国际研究部预测

买入(上升)

目标价	HK\$9.70
(此前目标价)	HK\$7.19
潜在升幅	+25.6%
当前股价	HK\$7.72

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话：(852) 3900 0853

邮件：samsonman@cmbi.com.hk

中国银行业

市值(百万港元)	1,955,558
3月平均流通量(百万港元)	3,257.58
52周内股价高/低(港元)	9.39/5.85
总股本(百万)	250,011.0

资料来源：彭博

股东结构(H股)

汇金公司	59.31%
------	--------

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.5%	8.4%
3-月	18.3%	13.1%
6-月	25.5%	13.1%

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

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入	770,559	696,637	746,028	825,766	915,415
利息支出	(312,807)	(278,838)	(295,916)	(329,149)	(364,947)
净利息收入	457,752	417,799	450,113	496,618	550,467
手续费及佣金收入	121,404	127,863	133,162	140,081	148,076
手续费及佣金支出	(7,874)	(9,354)	(10,786)	(11,767)	(12,734)
净手续费及佣金收入	113,530	118,509	122,376	128,315	135,341
其他净收益和收入	15,405	23,552	22,872	28,208	29,867
营业收入	586,687	559,860	595,361	653,140	715,675
营业费用	(194,826)	(171,515)	(171,166)	(186,145)	(199,673)
扣除减值损失前的营业利润	391,861	388,345	424,195	466,995	516,002
资产减值损失	(93,639)	(93,204)	(120,508)	(135,034)	(149,898)
营业利润	298,222	295,141	303,686	331,961	366,104
联营企业及合营企业投资净收益	275	69	72	80	86
税前利润	298,497	295,210	303,758	332,041	366,190
所得税费用	(69,611)	(62,821)	(60,752)	(66,408)	(72,762)
年度利润	228,886	232,389	243,007	265,633	293,428
非控制性权益	(741)	(929)	(1,125)	(1,235)	(1,384)
净利润	228,145	231,460	241,882	264,398	292,044

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及存放中央银行款项	2,401,544	2,849,261	2,967,246	3,085,218	3,314,362
存放同业款项	352,966	494,618	316,567	288,073	293,835
拆出资金	310,779	260,670	286,721	306,802	325,220
金融投资	4,271,406	5,068,584	5,225,252	5,531,611	5,958,150
客户贷款和垫款净额	10,234,523	11,488,355	12,674,155	13,903,623	15,457,164
其他	778,271	802,217	873,800	946,995	1,016,624
总资产	18,349,489	20,963,705	22,343,741	24,062,322	26,365,355
向中央银行借款	42,048	439,339	579,927	641,980	719,017
同业及其他金融机构存放款项	1,439,395	1,612,995	1,188,777	1,081,787	1,092,605
拆入资金	321,712	322,546	419,310	431,889	444,846
客户存款	13,668,533	15,402,915	16,618,337	17,865,735	19,619,204
已发行债务证券	415,544	451,554	638,820	791,079	883,764
其他	1,017,174	1,144,702	1,149,436	1,235,650	1,371,315
总负债	16,904,406	19,374,051	20,594,608	22,048,120	24,130,751
本行股东应享权益	1,434,020	1,576,500	1,732,560	1,993,816	2,209,529
非控制性权益	11,063	13,154	16,574	20,386	25,075
总权益	1,445,083	1,589,654	1,749,134	2,014,202	2,234,604

来源：公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利息收入					
净利息收入	78.0%	74.6%	75.6%	76.0%	76.9%
净手续费及佣金收入	19.4%	21.2%	20.6%	19.6%	18.9%
其他净收益和收入	2.6%	4.2%	3.8%	4.3%	4.2%
总额	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
增长					
利息收入	4.3%	-9.6%	7.1%	10.7%	10.9%
利息支出	3.7%	-10.9%	6.1%	11.2%	10.9%
净利息收入	4.7%	-8.7%	7.7%	10.3%	10.8%
净手续费及佣金收入	4.6%	4.4%	3.3%	4.9%	5.5%
其他净收益和收入	299.5%	-45.5%	-2.9%	23.3%	5.9%
营业收入	5.4%	-4.6%	6.3%	9.7%	9.6%
扣除减值损失前的营业利润	8.6%	-0.9%	9.2%	10.1%	10.5%
税前利润	-0.2%	-1.1%	2.9%	9.3%	10.3%
净利润	0.1%	1.5%	4.5%	9.3%	10.5%
资产质量					
不良贷款率	1.58%	1.52%	1.50%	1.48%	1.45%
不良贷款拨备覆盖率	150.99%	150.36%	168.96%	186.29%	201.02%
资本充足率					
核心一级资本充足率	11.02%	10.89%	11.28%	11.90%	12.09%
一级资本充足率	11.17%	11.03%	11.41%	12.40%	12.55%
资本充足率	12.91%	12.54%	13.22%	14.41%	14.67%
回报率					
平均净资产收益率	17.05%	15.38%	14.62%	14.19%	13.90%
平均总资产收益率	1.30%	1.18%	1.12%	1.14%	1.16%
每股数据					
每股利润（元人民币）	0.91	0.92	0.96	1.05	1.16
每股股息（元人民币）	0.274	0.278	0.289	0.313	0.346
每股账面值（元人民币）	5.66	6.23	6.85	7.66	8.52

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 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。