

中國建設銀行 (939 HK)

盈利增長勢頭良好，資產質量展望穩定

- ❖ **強勁手續費收入增長拉動二季度業績。**2018年上半年，建行淨利潤達到1,470億元人民幣，按年增長6.3%，占我們全年盈利預測的57%。二季度單季撥備前盈利同比增速達到9.9%，主要由於手續費佣金收入增長由負轉正，同比增長6.0%（一季度同比下降2.2%）和投資收益的增長（同比增長2.1倍）。銀行卡及電子銀行業務的顯著增長抵消了理財收入大幅下滑的不利影響。不過，營運成本的小幅上升（同比增長+8.5%），及審慎原則下減值撥備的計提增加（同比增長+17.2%），令二季度單季淨利潤增速小幅收窄至7.1%。
- ❖ **淨息差環比小幅收縮。**根據我們的測算，建行2018年二季度淨息差為2.33%，環比收窄2個基點，與其他同業趨勢相背離（中行環比上升6個基點，農行環比上升4個基點）。息差收窄主要由於資產端收益率改善較弱，上半年貸款利率環比提升1個基點。這或許與該行在資產配置上風險偏好降低、注重向高質量資產傾斜有關；上半年新增貸款中過半為風險較低的按揭貸款。此外，隨著市場間利率下行，建行作為資金拆出方的盈利能力也有所削弱。不過，在存款爭奪漸趨激烈的情況下，建行上半年的負債成本相對保持穩定，二季度末活期存款占比高達54%，顯示了該行在獲取存款方面依然具備較強優勢。
- ❖ **行業中不良認定最為嚴格。**截至2018年二季度末，建行的不良貸款率環比下降1個基點至1.48%，不良生成率仍維持在0.57%的較低水準，同時撥備覆蓋率環比提升3.7個百分點，至193.2%。建行一直保持著行業內最嚴格的不良認定，二季度末不良餘額對90天以上逾期貸款的比率達到152%。此外，建行對風險行業（包括製造業、批發零售業、採礦業及房地產業）的信貸敞口一直處於同業最低水準，今年上半年末為19.8%，而同期中行及農行分別達到37%及22%，而這也為建行資產質量的進一步穩定提供支援。在資產質量趨穩的前提下，充分的撥備將為建行未來盈利增速的持續回升釋放空間。
- ❖ **資本充足情況行業最佳。**截至2018年上半年末，建行的核心一級資本充足率及資本充足率分別為13.08%和15.64%，繼續保持行業最高水準。建行擁有較強的資本內生實力，2018年上半年風險加權資產回報率達到2.2%，主要受惠於其占比較高的零售貸款（41.8%），特別是資本佔用較低的按揭貸款（33.7%）。我們認為建行將能夠在保持至少30%派息比率，而未來三年內無需尋求外部的資本補充。
- ❖ **維持買入評級。**我們認為建行的中期業績對股價影響中性。現時建行的估值相當於0.82倍2018年預測市帳率。我們基於GGM估值模型給予公司的目標價為9.30港元，對應2019年預測每股淨資產8.34元人民幣及0.96倍預測市帳率。我們的主要假設包括經調整ROE 14.0%，COE 14.5%以及長期增長率3.0%。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業收入(百萬元人民幣)	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
淨利潤	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494
每股盈利(元人民幣)	0.92	0.96	1.02	1.12	1.25
每股盈利變動(%)	1.0	4.7	5.8	9.6	11.4
市帳率(x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
市盈率(x)	6.6	6.3	6.0	5.5	4.9
股息率(%)	4.5	4.8	5.1	5.6	6.2
權益收益率(%)	15.5	14.8	14.2	14.1	14.2
不良貸款率(%)	1.52	1.49	1.47	1.46	1.42
撥備覆蓋率(%)	150.36	171.08	190.13	205.32	221.07

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

買入（維持）

目標價	HK\$9.30
(此前目標價)	HK\$9.30)
潛在升幅	+30.8%
當前股價	HK\$7.11

孫明，CFA

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

中國銀行業

市值(百萬港元)	1,786,266
3月平均流通量(百萬港元)	1,817.46
52周內股價高/低(港元)	9.39/6.45
總股本(百萬)	240,011.0

資料來源：彭博

股東結構

匯金公司	57.31%
中國證券金融股份有限公司	0.87%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.0%	1.9%
3-月	-10.9%	-3.9%
6-月	-16.1%	-6.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵鹹永道

公司網站：www.ccb.com

圖 1: 建行上半年業績概要

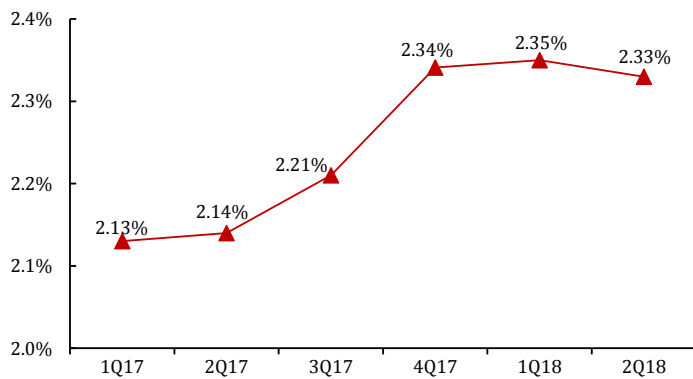
(百萬元人民幣)

損益表	1H17	1H18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨利息收入	217,854	239,486	9.9%	122,682	116,804	-4.8%
淨手續費及佣金收入	68,080	69,004	1.4%	37,931	31,073	-18.1%
營業收入	303,133	322,729	6.5%	164,918	157,811	-4.3%
營業支出	(70,547)	(74,681)	5.9%	(36,233)	(38,448)	6.1%
撥備前利潤	232,586	248,048	6.6%	128,685	119,363	-7.2%
減值撥備	(60,510)	(66,780)	10.4%	(38,240)	(28,540)	-25.4%
經營利潤	172,076	181,268	5.3%	90,445	90,823	0.4%
所得稅	(33,084)	(33,955)	2.6%	(16,417)	(17,538)	6.8%
淨利潤	138,339	147,027	6.3%	73,815	73,212	-0.8%

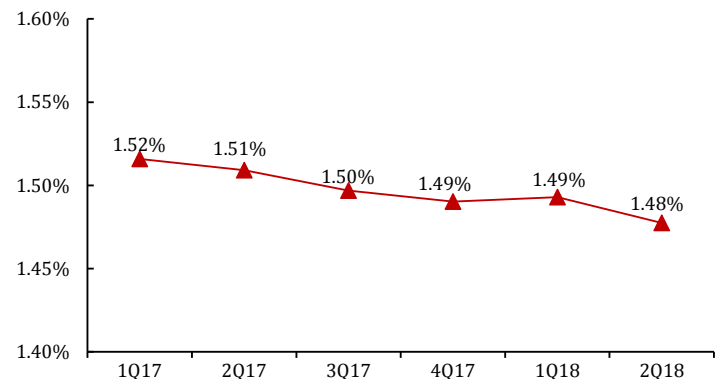
資產負債表	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
貸款總額	12,204,730	13,452,388	10.2%	13,152,089	13,452,388	2.3%
客戶存款	16,274,393	16,965,489	4.2%	16,899,661	16,965,489	0.4%
總資產	21,692,067	22,805,182	5.1%	22,848,740	22,805,182	-0.2%
不良貸款餘額	188,752	198,754	5.3%	196,350	198,754	1.2%

主要比率	2Q17	2Q18	YoY	1Q18	2Q18	QoQ
淨資產回報率	16.9%	16.6%	-0.3%	17.1%	16.6%	-0.5%
不良貸款率	1.5%	1.5%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%
撥備覆蓋率	160.2%	193.2%	33.0%	189.5%	193.2%	3.7%
撥貸比	76.9%	79.3%	2.4%	77.8%	79.3%	1.5%
核心一級資本充足率	12.7%	13.1%	0.4%	13.1%	13.1%	0.0%

資料來源：公司、招銀國際證券

圖 2: 建行單季淨息差走勢

資料來源：公司、招銀國際證券

圖 3: 建行不良貸款率走勢

資料來源：公司、招銀國際證券

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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)
淨利息收入	417,799	452,456	515,015	560,968	610,516
淨手續費及佣金收入	118,509	117,798	117,798	121,332	124,972
其他淨收益和收入	23,552	23,777	23,777	23,777	23,777
營業收入	559,860	594,031	656,590	706,076	759,265
營業費用	(171,515)	(167,043)	(181,056)	(193,016)	(205,793)
扣除減值損失前的營業利潤	388,345	426,988	475,534	513,060	553,472
資產減值損失	(93,204)	(127,362)	(155,354)	(162,649)	(163,732)
營業利潤	295,141	299,626	320,181	350,411	389,741
聯營企業及合營企業投資淨收益	69	161	161	161	161
稅前利潤	295,210	299,787	320,342	350,572	389,902
所得稅費用	(62,821)	(56,172)	(60,023)	(65,688)	(73,057)
年度利潤	232,389	243,615	260,318	284,884	316,845
非控制性權益	(929)	(1,351)	(1,351)	(1,351)	(1,351)
淨利潤	231,460	242,264	258,967	283,533	315,494

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）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
存放中央銀行款項	2,775,965	2,914,380	3,144,365	3,392,750	3,661,005
同業資產	858,462	708,598	733,610	759,872	787,448
金融投資	5,068,584	5,181,648	5,595,593	6,043,241	6,526,700
貸款和墊款淨額	11,488,355	12,574,473	13,610,148	14,735,512	15,965,020
其他資產	772,339	745,284	868,968	1,016,153	1,189,264
總資產	20,963,705	22,124,383	23,952,685	25,947,528	28,129,437
向中央銀行借款	439,339	547,287	602,016	662,217	728,439
同業負債	2,325,129	2,116,279	2,282,652	2,473,412	2,693,796
客戶存款	15,402,915	16,363,754	17,672,854	19,086,683	20,613,617
已發行債券	252,546	275,160	305,734	340,895	381,329
其他負債	954,122	1,026,076	1,111,107	1,203,876	1,305,098
總負債	19,374,051	20,328,556	21,974,363	23,767,083	25,722,279
本行股東應享權益	1,576,500	1,779,760	1,962,254	2,164,377	2,391,091
非控制性權益	13,154	16,067	16,067	16,067	16,067
總權益	1,589,654	1,795,827	1,978,321	2,180,444	2,407,158

來源：公司及招銀國際研究部預測

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: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 及 46 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。