



2014年4月1日

市场焦点

评级: 买入

目标价: 8.19 港元

H-股股价 (港元)	5.43
预测股价上升空间	50.8%
14年预测股息率	7.6%
预测总投资回报	58.4%

最近评级&目标价 买入; 港元 8.19
日期 2013年8月2日

分析师: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
电邮: johannesau@abci.com.hk

主要数据

52周高/低价(港元)	6.65/4.89
发行股数(百万)	250,011
H-股(百万)	240,417
A-股(百万)	9,594
市值	
H-股(百万港元)	1,305,466
A-股(百万港元)	47,886
3个月日均成交额(百万港元)	1,437.19
主要股东(%)	
汇金	57.26

来源: 彭博、公司、农银国际证券

2013年税前收入组成(%)

批发银行	52.2
零售银行	23.1
金融市场服务	24.7
其他	0.0

来源: 公司、农银国际证券

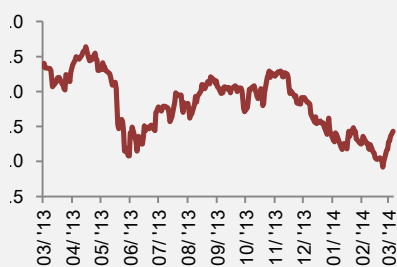
股价表现(%)

	绝对	相对*
1个月	1.9	5.0
3个月	(7.2)	(2.3)
6个月	(9.1)	(6.1)

*相对于恒生指数

来源: 彭博、公司、农银国际证券

1年股价表现 (港元)



来源: 彭博、农银国际证券

建设银行(939 HK)

净息差及资产质量稳定， 维持买入评级

- 建行 13 年的净利润同比增长 11.1%，符合我们及市场预期
- 因债券投资及个人贷款的收益率上升，净息差在 13 年第 4 季反弹，14 年净利息收益率目标为 2.7%
- 通过积极主动的措施，如出售不良贷款，建行在 13 年仍保有优良的资产质量。根据宏观经济环境而定，14 年不良贷款的出售金额可能会高于 13 年
- 该股现时估值为 14 年预测市账率的 0.88 倍。基于其稳定的净息差和资产质量前景，建行仍是行业中的首选。我们把目标价定为 8.19 港元，现价有 50.8% 的上升空间

13年业绩符合预期。建行业绩理想，净利润同比增长 11.1%，上升至人民币 2,146.57 亿元，符合我们及市场预期(分别为人民币 2,120.65 亿元及人民币 2,133.57 亿元)。净利息收入及非利息收入在 13 年分别比去年同期上升 10.3%及 11.2%。

净息差于 13 年第 3 季见底。建行 13 年的净息差为 2.74%，比我们的预测低 1 个基点。根据其全年净息差，我们估计 13 年第 4 季净息差为 2.83%，高于前 3 季的 2.70%-2.71%，因受益于较高的债券投资及个人贷款收益率。尽管管理层预计贷款定价在 14 年能保持稳定，考虑到利率市场化持续发展的影响，把 14 年整体净息差目标定为 2.7%。

不良贷款出售力度或增加以管理资产质量。以其稳健的发展策略，建行才得以维持其不良贷款率于 0.99%，13 年逾期贷款亦下跌 2 个基点至 1.01%。建行采取行动以维持优良的资产质量，于 13 年以平均本金三折出售不良贷款余额共人民币 60 亿元。由于该批不良贷款在较早前已计提拨备，不良贷款出售后拨备得以回拨。管理层预计 14 年不良贷款有上升压力。取决于整体宏观经济环境，14 年不良贷款出售规模可能相等于 13 年的 2 倍。不过，建行会致力把不良贷款率维持稳定。

存款增长低于预期。13 年贷款和存款分别增长 14.3%及 7.8%。虽然贷款增长符合我们预期，存款增长比我们预期的 12.7%为低。存款结构有所变化，定期存款占整体存款 44.04% (2012 年: 47.12%)，应有助于维持净息差。

前景稳定估值低， 维持买入评级。该股目前估值为 14 年预测市账率的 0.88 倍，比其历史平均市账率低近 2 个准偏差。基于其审慎管理下的稳定前景及多元化业务，建行仍是行业中的首选。我们把目标价定为 8.19 港元，较现价有 50.8%的上升空间。

风险因素: 1) 资产质量急剧恶化; 2) 利率市场化引发的存款竞争; 3) 来自非银行金融机构的竞争加剧。

业绩和估值

财年截至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入(百万元人民币)	399,403	462,533	523,896	588,385	651,059
同比变化(%)	22.6	15.8	13.3	12.3	10.7
净利润(百万元)	169,258	193,179	212,065	234,761	249,119
同比变化(%)	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股盈利(元)	0.68	0.77	0.85	0.94	1.00
同比变化(%)	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股净资产(元)	3.24	3.77	4.32	4.93	5.58
同比变化(%)	16.4	16.1	14.7	14.1	13.2
市盈率(倍)	-	5.62	5.12	4.63	4.36
市账率(倍)	-	1.15	1.01	0.88	0.78
股本回报率(%)	22.4	22.0	21.0	20.3	19.0
资产回报率(%)	1.47	1.47	1.43	1.42	1.37
每股股息(元)	0.24	0.27	0.30	0.33	0.35
股息收益率(%)	-	6.17	6.83	7.57	8.03

来源: 彭博、公司、农银国际证券预测



图表 1: 建设银行季度及年度利润表

(人民币百万元)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	4Q13E	QoQ (%)	A vs E	2012	2013	2013E	YoY (%)	A vs E
净息差	2.71	2.71	2.71	2.83	2.86	0.00	(0.03)	2.75	2.74	2.75	(0.01)	(0.01)
净利息收入	92,311	95,349	98,850	103,034	116,500	3.7	(11.6)	353,202	389,544	403,010	10.3	(3.3)
非利息收入	33,614	31,033	27,724	29,225	28,515	(10.7)	2.5	109,331	121,596	120,886	11.2	0.6
总收入	125,925	126,382	126,574	132,259	145,015	0.2	(8.8)	462,533	511,140	523,896	10.5	(2.4)
营业成本	(40,028)	(41,039)	(43,607)	(63,511)	(78,527)	6.3	(19.1)	(171,081)	(188,185)	(203,201)	10.0	(7.4)
拨备前运营利润	85,897	85,343	82,967	68,748	66,488	(2.8)	3.4	291,452	322,955	320,695	10.8	0.7
贷款减值损失	(8,543)	(7,511)	(9,579)	(17,576)	(19,105)	27.5	(8.0)	(40,041)	(43,209)	(44,738)	7.9	(3.4)
税前溢利	77,360	77,832	73,410	51,204	47,384	(5.7)	8.1	251,439	279,806	275,986	11.3	1.4
税费	(17,647)	(17,578)	(16,507)	(12,952)	(11,745)	(6.1)	10.3	(57,837)	(64,684)	(63,477)	11.8	1.9
少数股东权益	(133)	(120)	(132)	(80)	(59)	10.0	35.2	(423)	(465)	(444)	9.9	4.7
净利润	59,580	60,134	56,771	38,172	35,580	(5.6)	7.3	193,179	214,657	212,065	11.1	1.2

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 建设银行市账率走势图 (12/2006-12- 03/2014)



来源: 彭博、公司、农银国际证券预测



综合利润表 (2011A-2015E)

财年截至 12月31日(人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
净利息收入	304,572	353,202	403,010	452,812	500,253
非利息收入	94,831	109,331	120,886	135,573	150,806
其：手续费及佣金其中	86,994	93,507	104,330	118,250	132,679
营业收入	399,403	462,533	523,896	588,385	651,059
营业成本	(142,437)	(168,877)	(200,864)	(238,363)	(282,558)
摊销	(2,100)	(2,204)	(2,336)	(2,476)	(2,625)
拨备前运营利润	254,866	291,452	320,695	347,545	365,876
贷款减值损失	(35,783)	(40,041)	(44,738)	(42,086)	(41,741)
营业利润	219,083	251,411	275,957	305,459	324,135
非运营收入	24	28	29	31	32
除税前溢利	219,107	251,439	275,986	305,490	324,167
应交税费	(49,668)	(57,837)	(63,477)	(70,263)	(74,558)
少数股东权益	(181)	(423)	(444)	(466)	(490)
净利润	169,258	193,179	212,065	234,761	249,119
增长 (%)					
净利息收入	21.1	16.0	14.1	12.4	10.5
非利息收入	27.7	15.3	10.6	12.1	11.2
其中：手续费及佣金	31.5	7.5	11.6	13.3	12.2
营业收入	22.6	15.8	13.3	12.3	10.7
营业成本	19.3	18.6	18.9	18.7	18.5
摊销	6.5	5.0	6.0	6.0	6.0
拨备前运营利润	24.7	14.4	10.0	8.4	5.3
贷款减值损失	22.2	11.9	11.7	(5.9)	(0.8)
营业利润	25.1	14.8	9.8	10.7	6.1
营业外收入	(29.4)	16.7	5.0	5.0	5.0
除税前溢利	25.1	14.8	9.8	10.7	6.1
应交税费	23.8	16.4	9.8	10.7	6.1
少数股东权益	(3.2)	133.7	5.0	5.0	5.0
净利润	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股数据 (元)					
每股盈利	0.68	0.77	0.85	0.94	1.00
每股净资产	3.24	3.77	4.32	4.93	5.58
每股派息	0.24	0.27	0.30	0.33	0.35
主要比率 (%)					
净息差	2.70	2.75	2.75	2.77	2.78
净利差	2.57	2.58	2.57	2.59	2.60
成本对收入比率	36.2	37.0	38.8	40.9	43.8
平均资产回报率	1.47	1.47	1.43	1.42	1.37
平均股本回报率	22.4	22.0	21.0	20.3	19.0
实际税率	22.7	23.0	23.0	23.0	23.0
派息比率	34.9	35.0	35.0	35.0	35.0

来源：公司、农银国际证券预测



综合资产负债表 (2011A-2015E)

财年截至12月31日(人民币百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,579,854	2,774,754	2,978,421	3,195,310	3,427,880
存放或拆放同业及其他金融机构款项	385,792	715,551	908,146	1,124,396	1,321,333
投资	2,718,654	2,839,076	3,058,476	3,302,856	3,566,803
垫款净额	6,325,194	7,309,879	8,281,827	9,273,822	10,218,882
总生息资产	12,009,494	13,639,260	15,226,869	16,896,384	18,534,898
物业及设备	94,222	113,946	125,341	137,875	151,662
其他非生息资产	178,118	219,622	260,841	310,034	368,768
总资产	12,281,834	13,972,828	15,613,051	17,344,292	19,055,328
客户存款	9,987,450	11,343,079	12,785,728	14,293,814	15,747,668
同业及其他金融机构存放款项	1,044,954	1,097,743	1,163,608	1,233,424	1,307,429
次级债务	119,861	159,834	183,809	207,704	230,552
总计息负债	11,211,177	12,706,173	14,265,041	15,895,856	17,478,745
当期所得税负债	47,189	53,271	59,664	65,630	72,193
递延所得税负债	358	332	448	583	757
其他负债	206,449	263,443	199,114	139,328	98,642
负债总额	11,465,173	13,023,219	14,524,267	16,101,396	17,650,338
股本	250,011	250,011	250,011	250,011	250,011
一般储备	561,130	691,721	829,715	982,468	1,144,562
少数股东权益	5,520	7,877	9,059	10,417	10,417
股东权益合计	816,661	949,609	1,088,784	1,242,896	1,404,990
增长 (%)					
现金及等价物	27.1	7.6	7.3	7.3	7.3
存放或拆放同业及其他金融机构款项	171.1	85.5	26.9	23.8	17.5
投资	(5.9)	4.4	7.7	8.0	8.0
垫款净额	14.5	15.6	13.3	12.0	10.2
总生息资产	13.5	13.6	11.6	11.0	9.7
总资产	13.6	13.8	11.7	11.1	9.9
客户存款	10.1	13.6	12.7	11.8	10.2
同业及其他金融机构存放款项	39.4	5.1	6.0	6.0	6.0
次级债务	50.0	33.3	15.0	13.0	11.0
总计息负债	13.0	13.3	12.3	11.4	10.0
总负债	13.4	13.6	11.5	10.9	9.6
股东权益合计	16.5	16.3	14.7	14.2	13.0
主要比率 (%)					
贷存比	65.0	66.2	66.6	66.8	66.8
核心资本充足率	11.0	11.3	11.2	11.5	11.8
资本充足率	13.7	14.3	14.2	14.5	14.8
不良贷款率	1.09	0.99	1.18	1.27	1.32
不良贷款增长	9.6	5.2	34.9	20.7	14.7
净坏账支出比例	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
贷款拨备率	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9
拨备覆盖率	241.4	271.3	237.1	224.0	219.1

来源:公司、农银国际证券预测



权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司可能会向本报告提及的任何公司寻求投资银行服务并收取财务费用。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2009-2013 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。 180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值，收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183