



2013年8月27日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 8.19 港元

H-股股价 (港元) 5.83
预测股价上升空间 40.48%
预测股息率 6.37%
预测总投资回报 46.85%

最近评级&目标价 买入; 8.19 港元
日期 2013年8月27日

研究员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
邮件: johannesau@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	6.75/4.93
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)	1,401,633
A-股(百万港元)	52,268
3 个月日均成交额(百万港元)	1,616.47
主要股东 (%):	
汇金	57.03

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年税前收入组成 (%)

批发银行	48.20
零售银行	25.53
金融市场业务	24.89
其他	1.38

来源: 公司, 农银国际证券

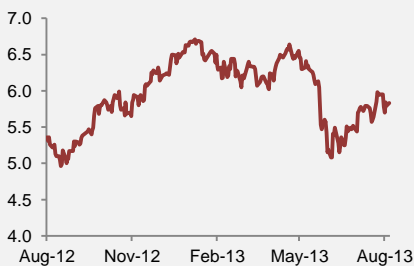
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	0.2	0.7
3 个月	(8.4)	(4.9)
6 个月	(7.9)	(4.1)

*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现(港元)



来源: 彭博

建设银行 (939 HK) 积极应战铸就成功;维持“买入”评级

- 建行公布 2 季度净利润同比增长 9.8%，分别比市场和我们的预测值高出 3.6% 和 5.4%。
- 不良贷款率稳定，加上管理层及其监管机构都认为目前的拨备覆盖率水平太高，这两大因素令建行在 2 季度调低拨备覆盖率。
- 业务组合的改善和流动性的强劲令我们相信建行的净息差在下半年将保持稳定。
- 该股目前 2013 年预测市盈率为 1.08 倍，和 2008 年的估值接近。鉴于其龙头地位的防守性和处于谷底的估值，该股仍然是我们的首选股份，目标价为 8.19 港元。现价距离我们目标价有 40.5% 的上升空间，维持“买入”评级。

上半年业绩符合预期。 建行公布了强劲的上半年业绩。其中，2 季度净利润为 601.34 亿元(人民币，下同)，同比增长为 9.8%，但和 1 季度相比持平。2 季度的利润比市场和我们的预测值分别高出 3.6% 和 5.4%，造成建行 2 季度业绩高出我们预期的主要因素在于低拨备，其期内的贷款拨备较 1 季度下跌了 12.1%。

造就低拨备的两大理由。 我们认为下述两大理由造就集团 2 季度的低拨备。首先，2 季度的不良贷款率为 0.99%，与 1 季度相同。上半年，建行已经处理了 200 亿的不良贷款，其中注销 50 亿。而且，管理层预期下半年资产质量将保持在稳定状态。此外，对于目前行业的拨备覆盖率水平，建行管理层及监管者都认为处于较高水平。综上两个因素，建行将拨备覆盖率从 2012 年底的 271.29% 下调至今年 6 月底的 265.2%。

净息差保持稳定，但行业流动性仍然紧张。 2 季度建行的净息差为 2.71%，和 1 季度水平相当。上半年，尽管贷款收益率在 2012 年两次降息后同比下跌了 53 个基点至 5.84%，但存款成本下跌弥补了息差缩窄带来的负面影响。期内，建行的存款成本同比下跌 12 个基点，显示其广泛的分支网点给其带来了吸收存款的优势。鉴于其流动资金的强劲，6 月份银行业的流动性危机对其影响甚微，而且管理层有信心 3 季度将继续不受到影响。管理层预期，在 3 季度行业内整体的流动性将继续保持紧张状态。

业务组合改善，下半年前景更加广阔。 我们注意到建行已采取积极措施调整其业务策略。除了控制 2 季度的佣金和手续费收入增速以避免监管压力外，为了获得更好的贷款定价和分散资产质量风险，建行更倚重个人贷款(上半年个人贷款占总增长比 37.2%，而去年同期为 24.9%)和海外业务(上半年海外业务贷款占总增长比 31.2%，而去年同期为 17%)来驱动新增贷款的增长。该股目前的 2013 年预测市盈率为 1.08 倍，和 2008 年的估值接近。鉴于其龙头地位的防守性和处于谷底的估值，该股继续是我们的首选股份。设目标价为 8.19 港元，现价距离我们目标价有 40.5% 的上升空间，维持“买入”评级。

风险因素: 1) 资产质量的大幅恶化; 2) 利率自由化引发的存款竞争; 3) 来自非银行金融机构的竞争上升。

业绩和估值

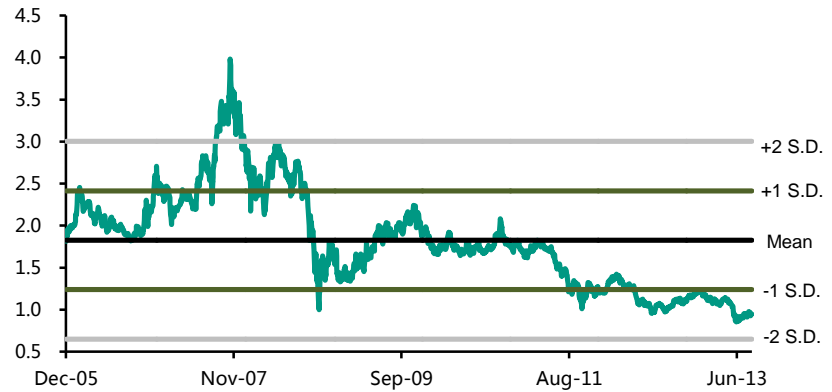
财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	399,403	462,533	523,896	588,385	651,059
同比变化(%)	22.6	15.8	13.3	12.3	10.7
净利润 (百万元)	169,258	193,179	212,065	234,761	249,119
同比变化(%)	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股盈利 (元)	0.68	0.77	0.85	0.94	1.00
同比变化(%)	25.5	14.1	9.8	10.7	6.1
每股净资产 (元)	3.24	3.77	4.32	4.93	5.58
同比变化(%)	16.4	16.1	14.7	14.1	13.2
市盈率 (倍)	-	6.04	5.50	4.97	4.68
市账率 (倍)	-	1.24	1.08	0.95	0.84
资产回报率 (%)	22.4	22.0	21.0	20.3	19.0
股本回报率 (%)	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 (%)	-	5.75	6.37	7.05	7.48

来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 1: 建设银行季度利润表

(人民币百万)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	2Q13A	实际对比预测	同比 (%)	环比 (%)
净息差	2.65	2.77	2.80	2.78	2.71	2.69	2.71	0.02	(0.06)	0.00
净利息收入	82,101	87,591	91,332	92,178	92,311	97,104	95,349	(1.81)	8.86	3.29
非利息收入	27,739	30,381	23,294	27,917	33,614	34,082	31,033	(8.95)	2.15	(7.68)
总收入	109,840	117,972	114,626	120,095	125,925	131,186	126,382	(3.66)	7.13	0.36
运营成本	(36,356)	(38,214)	(39,258)	(57,253)	(40,028)	(47,348)	(41,039)	(13.33)	7.39	2.53
拨备前运营利润	73,484	79,758	75,368	62,842	85,897	83,837	85,343	1.80	7.00	(0.64)
贷款减值损失	(6,686)	(8,052)	(8,382)	(16,921)	(8,543)	(10,694)	(7,511)	(29.77)	(6.72)	(12.08)
税前溢利	66,809	71,703	66,994	45,933	77,360	73,153	77,832	6.40	8.55	0.61
税费	(15,200)	(16,818)	(14,969)	(10,850)	(17,647)	(15,996)	(17,578)	9.89	4.52	(0.39)
少数股东权益	(97)	(114)	(117)	(95)	(133)	(102)	(120)	17.19	5.26	(9.77)
净利润	51,512	54,771	51,908	34,988	59,580	57,054	60,134	5.40	9.79	0.93

来源:公司, 农银国际证券预测

图表 2: 建设银行市帐率走势图 (12/2005- 8/2013)


来源:公司, 彭博, 农银国际证券预测



综合利润表(2011A-2015E)

财年截至31/12(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
其中：手续费和佣金收入	86,994	93,507	104,330	118,250	132,679
运营收入	399,403	462,533	523,896	588,385	651,059
运营成本	(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)
运营利润	219,083	251,411	275,957	305,459	324,135
非运营收入	24	28	29	31	32
税前利润	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
增长率 (%)					
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：手续费和佣金收入	31.5	7.5	11.6	13.3	12.2
运营收入	22.6	15.8	13.3	12.3	10.7
运营成本	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)
运营利润	25.1	14.8	9.8	10.7	6.1
非运营收入	(29.4)	16.7	5.0	5.0	5.0
税前利润	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 (人民币元)					
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 (%)					
净利息收益率	2.70	2.75	2.75	2.77	2.78
净利差	2.57	2.58	2.57	2.59	2.60
成本收入比	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，农银国际证券估测



综合资产负债表(2011A-2015E)

财年截至31/12(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
总负债	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
一般准备	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
增长率 (%)					
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
总资本充足率	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
净坏账支出比率	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, 农银国际证券估测



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 2007-2011 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 2013 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、复制或以任何其他形式分发

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