

建设银行 (939 HK / 601939 CH)

审慎态度维持高防守性

- 2019年盈利增长稳定，预期20E净息差同比下降10个基点
- 净手续费收入增长势头将由银行卡和电子银行相关收入带动
- 2020年3月末逾期贷款率明显下降，预期建行资产质量风险有限
- 维持对建行H及A股买入评级。我们的戈登增长模型H及A股目标价相当于20E市净率的0.89倍 / 1.00倍

考虑净息差压力，轻微调整盈利预测。2019年建行营业收入和净利润分别同比增长6.98%和4.74%。净息差2019年同比收窄5个基点至2.26%，意味2019年4季度净息差环比下降约15个基点至2.15%。尽管如此，建行在2019年平均贷款收益率同比高出15个基点至4.49%，相信部分原因是建行增加了对普惠金融贷款的支持。我们预期建行净息差的压力可藉由1)提高贷款定价能力，2)调整贷款结构，以及3)增加零售和结构性存款比重部份抵消，因此我们预测其净息差将在20E/21E同比收窄10个基点/9个基点。而建行的净利息收入和净利润复合年增长率在2019A-21E将保持在7.7%和4.8%的水平。

强劲的手续费净收入驱动因素。与此同时，建行的净手续费收入在2019年同比增长11.6%，情况与其他大型银行相似。这主要受其银行卡手续费和电子银行手续费收入分别同比增长13.9%和38.1%所带动。我们估计，这两个收入来源将继续成为建行净手续费收入的核心部份，并在21E分别占建行净手续费收入的34.6%和20.4%。这将保持建行净手续费收入在2019A-21E的复合增长率在8.3%。

资产质量风险有限。随着积极处理不良贷款，建行的不良贷款率在2019年同比下降4个基点，或在2019年4季度环比下降1个基点至1.42%。截至2019年12月末，建行的拨备率和拨备覆盖率分别维持在3.23%和226.93%，在五大银行中仅次于农行(1288 HK / 601288 CH)，位居第二。建行表示，由于新冠肺炎而导致的逾期贷款率增加在2020年3月末出现明显下降，并预计20E的不良贷款率不会大幅上升。我们调整假设，预期建行的不良贷款率将在20E/21E年将同比上升6个基点/7个基点，并在21E年末达到1.55%的水平。由于建行一直以来审慎的风险态度，我们将其20E/21E的拨备率提高了8个基点/7个基点，并预测其拨备率和拨备覆盖率在21E年末为3.38%和218.06%。

审慎风险态度，维持买入评级。我们深信在经济下行周期中，建行的审慎风险态度将令其表现优于同业，因此维持对建行H/A股的买入评级。建行的H/A股目前市净率为0.62倍/0.70倍。我们的戈登增长模型H/A股目标价则相当于20E市净率的0.89x / 1.00x。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(人民币百万元)	594,031	633,772	678,001	738,192	780,701
同比(%)	6.1	6.7	7.0	8.9	5.8
净利润(人民币百万元)	242,264	254,655	266,733	281,744	292,779
同比(%)	4.7	5.1	4.7	5.6	3.9
每股收益(人民币)	0.96	1.00	1.05	1.11	1.16
同比(%)	4.7	3.9	4.8	5.7	4.0
每股净值(人民币)	6.86	7.65	8.39	9.17	9.99
同比(%)	9.2	11.5	9.6	9.4	8.9
市盈率(x) - H股	5.92	5.69	5.43	5.14	4.94
市净率(x) - H股	0.83	0.75	0.68	0.62	0.57
市盈率(x) - A股	6.63	6.38	6.09	5.76	5.54
市净率(x) - A股	0.93	0.84	0.76	0.70	0.64
净资产收益率(%)	14.44	13.56	12.72	12.17	11.64
总资产收益率(%)	1.12	1.12	1.10	1.06	1.02
每股股息(人民币)	0.30	0.32	0.34	0.34	0.35
股息收益率(%) - H股	5.17	5.64	5.88	5.92	6.16
股息收益率(%) - A股	4.61	5.03	5.25	5.28	5.49

净利润=归属于公司股东的净利润；港元/人民币=1.0898

来源：彭博、农银国际证券预测

公司报告

评级(H): 买入
评级(A): 买入
目标价(H): HK\$ 8.94
目标价(A): RMB 9.21

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

价格(H/A股)	HK\$ 6.22/ RMB 6.40
预期股价回报(H/A股)	43.7%/43.9%
预期股息收益率(H/A股)	5.92%/5.28%
预期总回报(H/A股)	49.62%/ 49.18%
上次评级及目标价(H/A股)	BUY, HK\$9.60/ BUY, RMB9.21
上次报告日期	12/3/2020

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52周高/低(HK\$)(H股)	7.21/5.55
52周高/低(RMB)(A股)	7.85/6.13
已发行股份总数(百万股)	250,011.0
H股(百万股)	240,417.3
A股(百万股)	9,593.7
市值(百万港元)	1,550,782.8
H股(百万港元)	1,483,374.9
A股(百万港元)	67,407.9
3个月H股平均每日成交金额(百万港元)	2,812.37
3个月A股平均每日成交金额(人民币百万元)	638.30
主要股东(%)	
汇金	59.31

来源：彭博、农银国际证券

风险因素: 1)在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化; 2)来自非银行及外资金融机构的竞争加剧; 3)特定区域的资产质量快速严重恶化; 4)贷款需求急剧下降; 5)对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高; 6)新冠肺炎疫情持续爆发。

图表 1: 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	538,446	510,680	(5.16)
净手续费收入	128,209	137,284	7.08
营业收入	693,726	678,001	(2.27)
营业费用	(184,830)	(185,509)	0.37
减值损失	(173,431)	(163,521)	(5.71)
除税前溢利	333,091	326,597	(1.95)
所得税	(59,956)	(57,375)	(4.30)
股东应占净利润	272,018	266,733	(1.94)
主要指标 (%)			差别(百分点)
净息差	2.30	2.24	(0.06)
净利差	2.14	2.11	(0.03)
成本收入比	27.01	27.75	0.74
平均总资产收益率	1.14	1.10	(0.04)
平均净资产收益率	13.13	12.72	(0.41)
派息比率	30.00	30.45	0.45
核心一级资本充足率	13.91	13.88	(0.03)
资本充足率	17.31	17.52	0.21
不良贷款率	1.50	1.42	(0.08)
拨备率	3.20	3.23	0.03
拨备覆盖率	213.33	226.93	13.60

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	574,500	560,369	(2.46)	净利息收入	614,250	592,812	(3.49)
净手续费收入	133,873	149,637	11.78	净手续费收入	138,446	161,006	16.30
营业收入	737,950	738,192	0.03	营业收入	784,587	780,701	(0.50)
营业费用	(196,876)	(205,230)	4.24	营业费用	(209,313)	(225,852)	7.90
减值损失	(183,843)	(183,030)	(0.44)	减值损失	(193,173)	(190,328)	(1.47)
除税前溢利	354,773	347,385	(2.08)	除税前溢利	379,564	361,790	(4.68)
所得税费用	(63,859)	(62,529)	(2.08)	所得税费用	(68,322)	(65,122)	(4.68)
股东应占净利润	289,630	281,744	(2.72)	股东应占净利润	309,766	292,779	(5.48)
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	2.33	2.14	(0.19)	净息差	2.35	2.05	(0.30)
净利差	2.16	1.90	(0.26)	净利差	2.19	1.78	(0.41)
成本收入比	27.04	28.19	1.15	成本收入比	27.04	29.32	2.28
平均总资产收益率	1.14	1.06	(0.08)	平均总资产收益率	1.15	1.02	(0.13)
平均净资产收益率	12.76	12.17	(0.59)	平均净资产收益率	12.48	11.64	(0.84)
派息比率	30.00	30.00	-	派息比率	30.00	30.00	-
核心一级资本充足率	14.20	13.75	(0.45)	核心一级资本充足率	14.48	13.84	(0.64)
资本充足率	17.71	17.41	(0.30)	资本充足率	18.13	17.52	(0.61)
不良贷款率	1.54	1.48	(0.06)	不良贷款率	1.60	1.55	(0.05)
拨备率	3.29	3.31	0.02	拨备率	3.35	3.38	0.03
拨备覆盖率	213.64	223.65	10.01	拨备覆盖率	209.38	218.06	8.68

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	9.60	8.94	10.46	9.21	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	12.84	11.71	12.84	11.71	反映净息差压力及手续费收入增长增速等因素
股本成本(%)	13.41	12.89	11.83	12.00	
目标 20E 市净率 (x)	0.93	0.89	1.16	1.00	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.28	1.15	1.08	1.05	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	7.90	8.90	7.90	8.90	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	5.40	4.70	5.40	4.70	

来源: 公司、农银国际证券预测



财务报表

建设银行 (939 HK / 601939 CH) 综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	452,456	486,278	510,680	560,369	592,812
非利息收入	141,575	147,494	167,321	177,823	187,889
其中: 费用和佣金	117,798	123,035	137,284	149,637	161,006
营业收入	594,031	633,772	678,001	738,192	780,701
营业费用	(164,737)	(172,337)	(185,509)	(205,230)	(225,852)
摊销	(2,306)	(2,427)	(2,623)	(2,833)	(3,059)
拨备前营业利润	426,988	459,008	489,869	530,129	551,789
贷款减值损失	(127,362)	(150,988)	(163,521)	(183,030)	(190,328)
营业利润	299,626	308,020	326,348	347,098	361,461
营业外收入	161	140	249	286	329
除税前溢利	299,787	308,160	326,597	347,385	361,790
所得税	(56,172)	(52,534)	(57,375)	(62,529)	(65,122)
少数股东利益	(1,351)	(971)	(2,489)	(3,111)	(3,889)
股东应占净利润	242,264	254,655	266,733	281,744	292,779
优先股股息	1,045	3,936	3,962	3,962	3,962
归属于普通股股东的净利润	241,219	250,719	262,771	277,782	288,817
增长 (%)					
净利息收入	8.3	7.5	5.0	9.7	5.8
非利息收入	(0.3)	4.2	13.4	6.3	5.7
其中: 费用和佣金	(0.6)	4.4	11.6	9.0	7.6
营业收入	6.1	6.7	7.0	8.9	5.8
营业费用	(2.7)	4.6	7.6	10.6	10.0
摊销	4.2	5.2	8.1	8.0	8.0
拨备前营业利润	10.0	7.5	6.7	8.2	4.1
贷款减值损失	36.6	18.6	8.3	11.9	4.0
营业利润	1.5	2.8	6.0	6.4	4.1
营业外收入	133.3	(13.0)	77.9	15.0	15.0
除税前溢利	1.6	2.8	6.0	6.4	4.1
所得税	(10.6)	(6.5)	9.2	9.0	4.1
少数股东利益	45.4	(28.1)	156.3	25.0	25.0
股东应占净利润	4.7	5.1	4.7	5.6	3.9
优先股股息	(2.1)	276.7	0.7	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	4.7	3.9	4.8	5.7	4.0
每股 (人民币)					
每股收益	0.58	0.59	0.59	0.61	0.64
每股净值	4.15	4.54	5.00	5.44	5.90
每股股息	0.18	0.17	0.18	0.19	0.20
主要财务指标 (%)					
净息差	2.28	2.33	2.17	2.01	1.91
净利差	2.15	2.20	2.03	1.86	1.74
成本收入比	32.96	32.79	32.63	33.26	34.05
平均总资产收益率	0.95	0.93	0.90	0.86	0.83
平均净资产收益率	14.57	13.66	12.43	11.70	11.44
平均税率	19.35	19.49	20.13	20.00	20.00
派息率	30.74	30.71	30.68	30.00	30.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不乎
来源: 公司、农银国际证券预测



建设银行(939 HK / 601939 CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	2,988,256	2,632,863	2,621,010	2,752,061	2,889,664
银行同业资产	708,598	1,038,521	1,508,616	1,787,762	2,116,324
投资证券	5,181,648	5,714,909	6,213,241	6,710,300	7,247,124
贷款和垫款净额	12,559,639	13,365,430	14,540,667	15,750,492	16,937,555
计息资产总额	21,438,141	22,751,723	24,883,534	27,000,615	29,190,666
物业及设备	169,679	169,574	170,740	172,447	174,172
其他资产	516,563	301,396	381,987	482,231	604,053
总资产	22,124,383	23,222,693	25,436,261	27,655,293	29,968,891
客户存款	16,363,754	17,108,678	18,366,293	19,680,991	21,074,878
银行同业负债	1,720,634	1,847,697	2,194,251	2,567,274	2,978,037
次级债务	596,526	775,785	1,076,575	1,345,719	1,614,863
计息负债总额	19,796,497	20,779,416	22,697,465	24,664,933	26,749,437
所得税项	54,106	77,883	86,635	93,566	100,115
递延所得税负债	389	485	457	420	383
其他负债	477,564	373,315	416,577	461,195	475,578
总负债	20,328,556	21,231,099	23,201,134	25,220,115	27,325,513
股本	329,647	329,647	369,638	369,638	369,638
储备金	1,450,113	1,646,816	1,846,619	2,043,840	2,248,785
少数股东权益	16,067	15,131	18,870	21,701	24,956
股东权益	1,795,827	1,991,594	2,235,127	2,435,178	2,643,379
增长 (%)					
现金及等价物	4.9	(11.9)	(0.5)	5.0	5.0
银行同业资产	(17.5)	46.6	45.3	18.5	18.4
投资证券	2.2	10.3	8.7	8.0	8.0
贷款和垫款净额	9.3	6.4	8.8	8.3	7.5
计息资产总额	5.8	6.1	9.4	8.5	8.1
物业及设备	(0.2)	(0.1)	0.7	1.0	1.0
其他资产	(2.3)	(41.7)	26.7	26.2	25.3
总资产	5.5	5.0	9.5	8.7	8.4
客户存款	6.2	4.6	7.4	7.2	7.1
银行同业负债	(11.1)	7.4	18.8	17.0	16.0
次级债务	32.1	30.1	38.8	25.0	20.0
计息负债总额	4.7	5.0	9.2	8.7	8.5
所得税项	20.5	43.9	11.2	8.0	7.0
递延所得税负债	(31.8)	24.7	(5.8)	(8.0)	(9.0)
其他负债	13.2	(21.8)	11.6	10.7	3.1
总负债	4.9	4.4	9.3	8.7	8.3
股本	22.2	0.0	12.1	0.0	0.0
储备金	11.0	13.6	12.1	10.7	10.0
少数股东权益	22.1	(5.8)	24.7	15.0	15.0
股东权益	13.0	10.9	12.2	9.0	8.5
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	13.09	13.83	13.88	13.75	13.84
资本充足率	15.50	17.19	17.52	17.41	17.52
不良贷款率	1.49	1.46	1.42	1.48	1.55
拨备率	2.55	3.04	3.23	3.31	3.38
拨备覆盖率	178.79	208.37	226.93	223.65	218.06

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

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。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

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 2020 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:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863