

# 中國建設銀行 (939 HK)

## 基本面穩固向好，估值有望持續修復

- ❖ **基本面穩固向好，估值具備向上修復空間。** 在上周市場的大幅調整前，今年以來，在南向資金的助推下，主要香港上市的中資銀行的股價平均升 24%，作為行業龍頭的建行也升高了 25%。市場對於資產質量的擔憂已經有所轉淡，淨息差擴大帶來的盈利能力回升成為新的關注點。我們認同這一趨勢將在龍頭大行身上得到最主要的體現。我們認為，2018 年建行基本面穩固，資產品質不斷改善，淨息差將持續拓寬，同時資本實力得以增強，預期未來估值仍有向上修復空間。
- ❖ **2018 年淨息差持續改善。** 建行 2017 年第一季度淨息差為 2.13%，前三季度為 2.16%，淨息差逐季改善。我們認為這一趨勢將延續至今年，由於 1) 貸款重定價的利率升幅大於付息負債的利率增長，以及 2) 建行擁有較高比例的高品質負債，如活期存款、結算資金等，該部分負債對價格敏感度較低，更有助於付息負債成本端的穩定。我們預計，2018 年建行的淨息差將擴大 6 個基點，至 2.22%。
- ❖ **貸款穩定增長，資產品質逐步改善。** 隨著監管的不斷收緊，表外融資需求向表內轉移仍將是今年的一大趨勢，另外宏觀經濟的企穩也繼續催生貸款需求。建行表示今年以來的情況顯示信貸需求較為強勁。在偏緊的流動性以及金融去杠杆的進一步推進中，相較於受限於存款增長的其他中小型銀行，擁有廣闊和穩定資金來源的建行將有更充足的資源支援貸款規模的穩定增長。今年貸款投放的重點仍然是其具備傳統優勢的基建行業及房地產相關，以及個人消費貸款；發展住房租賃貸款也是其重點工作之一。而在資產質量方面，建行的不良貸款率由 2016 年年末的 1.52%，改善至 2017 年三季度末的 1.50%。我們預期至 2018 年末，建行的不良貸款率將下降至 1.48%。
- ❖ **監管風險較小，資本實力進一步鞏固。** 強監管仍將是今年銀行業的一個重要主題，目前市場關注的是資管新規的正式落地。市場預期將於 3 月初兩會前正式公佈，也預期最終出台的版本將較前版略為寬鬆，同時對於過渡期的設定也有所延長。在去年的金融去杠杆進程中和強監管環境下，國有大行理財業務受到的影響不大，同時由於大行對同業資產負債依賴度較低，業務的合規性也較強，所以受監管收緊的影響相對較小，能夠確保業務的穩健發展。2017 年上半年，理財產品業務收入占建行營業收入僅約 4%，我們認為資管新規的出台不會對建行業務產生重大不利。此外，建行今年 1 月完成發行境內優先股，籌集資金總額達 600 億元人民幣，將進一步增強其一級資本充足率，為應對業務發展和未來潛在的更嚴格的監管要求奠定基礎。
- ❖ **上調至買入評級。** 基於對資產負債表增速的調整，我們將對建行 2017 年至 2019 年的純利預測，輕微下調至 2,419 億元人民幣、2,654 億元人民幣和 2,920 億元人民幣。同時，我們將估值方法由使用可比同業 P/B 進行估值轉換為 DDM。現時，建行的股價相當於 2018 年預測市帳率的 0.85 倍。我們給予該行的最新目標價為 9.70 港元，相當於公司 2018 年預測市帳率的 1.06 倍。上調至買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業收入 (百萬元人民幣)	586,687	559,860	595,361	653,140	715,675
淨利潤 (百萬元人民幣)	228,145	231,460	241,882	264,398	292,044
市帳率 (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
權益收益率 (%)	17.05	15.38	14.62	14.19	13.90
不良貸款率 (%)	1.58	1.52	1.50	1.48	1.45
撥備覆蓋率 (%)	150.99	150.36	168.96	186.29	201.02

資料來源：公司及招銀國際研究部預測

### 買入 (上升)

目標價	HK\$9.70
(此前目標價)	HK\$7.19)
潛在升幅	+25.6%
當前股價	HK\$7.72

### 隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

### 文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 中國銀行業

市值(百萬港元)	1,955,558
3月平均流通量(百萬港元)	3,257.58
52周內股價高/低(港元)	9.39/5.85
總股本(百萬)	250,011.0

資料來源：彭博

### 股東結構 (H股)

匯金公司	59.31%
------	--------

資料來源：HKEx

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.5%	8.4%
3-月	18.3%	13.1%
6-月	25.5%	13.1%

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

核數師：羅兵咸永道

公司網站：[www.ccb.com](http://www.ccb.com)

**利潤表**

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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)
<b>淨利息收入</b>	<b>457,752</b>	<b>417,799</b>	<b>450,113</b>	<b>496,618</b>	<b>550,467</b>
手續費及佣金收入	121,404	127,863	133,162	140,081	148,076
手續費及佣金支出	(7,874)	(9,354)	(10,786)	(11,767)	(12,734)
<b>淨手續費及佣金收入</b>	<b>113,530</b>	<b>118,509</b>	<b>122,376</b>	<b>128,315</b>	<b>135,341</b>
其他淨收益和收入	15,405	23,552	22,872	28,208	29,867
<b>營業收入</b>	<b>586,687</b>	<b>559,860</b>	<b>595,361</b>	<b>653,140</b>	<b>715,675</b>
營業費用	(194,826)	(171,515)	(171,166)	(186,145)	(199,673)
<b>扣除減值損失前的營業利潤</b>	<b>391,861</b>	<b>388,345</b>	<b>424,195</b>	<b>466,995</b>	<b>516,002</b>
資產減值損失	(93,639)	(93,204)	(120,508)	(135,034)	(149,898)
<b>營業利潤</b>	<b>298,222</b>	<b>295,141</b>	<b>303,686</b>	<b>331,961</b>	<b>366,104</b>
聯營企業及合營企業投資淨收益	275	69	72	80	86
<b>稅前利潤</b>	<b>298,497</b>	<b>295,210</b>	<b>303,758</b>	<b>332,041</b>	<b>366,190</b>
所得稅費用	(69,611)	(62,821)	(60,752)	(66,408)	(72,762)
<b>年度利潤</b>	<b>228,886</b>	<b>232,389</b>	<b>243,007</b>	<b>265,633</b>	<b>293,428</b>
非控制性權益	(741)	(929)	(1,125)	(1,235)	(1,384)
<b>淨利潤</b>	<b>228,145</b>	<b>231,460</b>	<b>241,882</b>	<b>264,398</b>	<b>292,044</b>

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）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
現金及存放中央銀行款項	2,401,544	2,849,261	2,967,246	3,085,218	3,314,362
存放同業款項	352,966	494,618	316,567	288,073	293,835
拆出資金	310,779	260,670	286,721	306,802	325,220
金融投資	4,271,406	5,068,584	5,225,252	5,531,611	5,958,150
<b>客戶貸款和墊款淨額</b>	<b>10,234,523</b>	<b>11,488,355</b>	<b>12,674,155</b>	<b>13,903,623</b>	<b>15,457,164</b>
其他	778,271	802,217	873,800	946,995	1,016,624
<b>總資產</b>	<b>18,349,489</b>	<b>20,963,705</b>	<b>22,343,741</b>	<b>24,062,322</b>	<b>26,365,355</b>
向中央銀行借款	42,048	439,339	579,927	641,980	719,017
同業及其他金融機構存放款項	1,439,395	1,612,995	1,188,777	1,081,787	1,092,605
拆入資金	321,712	322,546	419,310	431,889	444,846
<b>客戶存款</b>	<b>13,668,533</b>	<b>15,402,915</b>	<b>16,618,337</b>	<b>17,865,735</b>	<b>19,619,204</b>
已發行債務證券	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
<b>總負債</b>	<b>16,904,406</b>	<b>19,374,051</b>	<b>20,594,608</b>	<b>22,048,120</b>	<b>24,130,751</b>
<b>本行股東應享權益</b>	<b>1,434,020</b>	<b>1,576,500</b>	<b>1,732,560</b>	<b>1,993,816</b>	<b>2,209,529</b>
非控制性權益	11,063	13,154	16,574	20,386	25,075
<b>總權益</b>	<b>1,445,083</b>	<b>1,589,654</b>	<b>1,749,134</b>	<b>2,014,202</b>	<b>2,234,604</b>

來源：公司及招銀國際研究部預測

**主要比率**

年结：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>利息收入</b>					
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%
<b>总额</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>增长</b>					
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%
<b>营业收入</b>	<b>5.4%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>6.3%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.6%</b>
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%
<b>净利润</b>	<b>0.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.5%</b>
<b>资产质量</b>					
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%
<b>资本充足率</b>					
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%
<b>回报率</b>					
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%
<b>每股数据</b>					
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 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被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。