

建设银行 (601939.SH)

科技支撑普惠与零售

买入

核心观点

基建专业出身，传统优势稳固，因时制宜转换增长动能。建设银行在基建领域保持传统对公优势，且综合化优势明显，金融牌照领先同业。随着传统的基建等领域业务增长放缓，建行因时制宜，加速培养新增长动能，一是利用大行的科技优势服务普惠，小微客群更加下沉；二是利用过去庞大的零售客户优势，持续发力“零售优先”战略，在住房租赁、消费金融等方面打造差异化竞争优势。2017年以来，建设银行发力战略住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”，战略势能持续释放，落地成果逐步显现。

创新“数字普惠”模式，科技滴灌普惠金融。建设银行普惠金融的创新之处在于数字化，核心优势也在于数字化，主要特色包括：（1）科技赋能，数字技术取代“人海战术”，平台构筑服务生态圈；（2）精准画像，下沉挖潜客户立体式需求，打造差异化产品体系；（3）智能风控，信贷资产质量良好，解决传统模式信用痛点。战略实施以来，截止2022上半年，建行普惠金融贷款余额2.14万亿元，居大行第一位，且普惠金融不良率进一步下降，低于集团总体不良率。

发力“零售优先”，住房租赁纵深推进，消费金融业务领先。建设银行是国内零售贷款规模最大的银行，零售业务不良率在2022上半年末仅0.44%，零售资产质量优质。住房租赁方面，公司利用自身按揭贷款优势，深化住房领域先发优势，住房租赁业务布局领先。消费金融方面，公司信用卡贷款余额位居同业第一，信用卡业务多项指标居同业领先地位。

盈利能力强，资产质量优。建设银行盈利能力高于行业整体水平，具有较强的资本内生增长能力。其较高的盈利能力主要得益于低负债成本带来的息差优势、综合化经营中不断提升的中间业务收入，以及较低的管理费用和更好的资产质量。得益于较低的负债成本，建设银行能够在资产端从事低收益率但低风险的业务，因此资产质量优异。

盈利预测与估值：我们预计公司2022-2024年归母净利润3214/3413/3613亿元，同比增长6.2%/6.2%/5.9%，EPS为1.27/1.35/1.43元。综合考虑绝对估值与相对估值，我们认为公司合理股价在6.5-7.6元，维持“买入”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	755,858	824,246	827,808	892,901	965,399
(+/-%)	7.1%	9.0%	0.4%	7.9%	8.1%
净利润(百万元)	271,050	302,513	321,383	341,293	361,287
(+/-%)	1.6%	11.6%	6.2%	6.2%	5.9%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.19	1.27	1.35	1.43
总资产收益率	1.00%	1.03%	0.98%	0.95%	0.92%
净资产收益率	12.5%	12.8%	12.4%	12.1%	11.8%
市盈率(P/E)	5.5	4.9	4.6	4.4	4.1
股息率	5.6%	6.2%	6.6%	7.0%	7.4%
市净率(P/B)	0.65	0.59	0.54	0.50	0.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

银行·国有大型银行 II

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.50 - 7.60 元
收盘价	5.86 元
总市值/流通市值	1465064/1468580 百万元
52 周最高价/最低价	6.36/5.18 元
近 3 个月日均成交额	303.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《建设银行(601939.SH)——2022年一季度点评-净息差基本稳定，资产质量向好》——2022-05-01
- 《建设银行(601939.SH)——业绩符合预期，资产质量优异》——2022-03-30
- 《建设银行-601939-2021年中报点评：资产质量改善，净利润增速回升》——2021-08-30
- 《建设银行-601939-2021年一季度点评：存款亮眼，净息差收窄》——2021-05-05
- 《建设银行-601939-2020年年报点评：业绩大幅改善》——2021-03-29

内容目录

公司概况：综合性优质大行，高质量发展	5
对公禀赋：基建专业出身，传统优势稳固	5
多元布局：业务结构均衡，综合实力雄厚	7
因时制宜：巩固基建优势，转换经济动能	9
数字普惠：模式之变，科技滴灌普惠金融	10
科技赋能：数字技术取代“人海战术”，平台构筑服务生态圈	12
精准画像：下沉挖潜客户立体式需求，打造差异化产品体系	13
智能风控：信贷资产质量良好，解决传统模式信用痛点	14
零售优先：住房租赁纵深推进，消费金融业务领先	16
住房租赁：深化住房领域先发优势，国内银行中布局领先	18
消费金融：信用卡贷款余额位居同业第一，适应消费驱动新时代	21
财务分析：核心要素优中求进	23
业绩增速提升：信贷持续扩张，利润增长稳健	23
盈利能力强劲：ROA 和 ROE 稳居大行前列	24
息差优势稳固：负债结构优势，保持同业领先	26
资产质量平稳：对应优质客群，不良认定严格	28
盈利预测	29
假设前提	29
未来三年业绩预测简表	29
盈利预测的敏感性分析	30
估值与投资建议	30
绝对估值	30
相对估值	31
投资建议	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	33
免责声明	34

图表目录

图 1: 建行四大历史发展时期	5
图 2: 建行基础设施行业贷款余额持续增加	6
图 3: 基础设施行业贷款占建行对公贷款比重约一半	6
图 4: 建行传统基建行业不良贷款率明显低于对公贷款总体不良率	7
图 5: 建行各业务营业收入占比 (2022H1)	7
图 6: 建行各业务利润总额占比 (2022H1)	7
图 7: 建行各业务营业收入占比变化	8
图 8: 建行各业务利润总额占比变化	8
图 9: 建行综合化经营子公司概览	8
图 10: 建行境外机构覆盖 30 个国家和地区	9
图 11: 建行在新金融实践升级中“第二发展曲线”	10
图 12: 建行租赁贷款余额及平台注册用户数	10
图 13: 建行普惠金融贷款及涉农贷款余额	10
图 14: 建行金融科技投入及人员数量	10
图 15: 六大行普惠贷款余额对比, 建行普惠贷款余额居大行第一	11
图 16: 六大行普惠金融贷款客户数量对比	12
图 17: 六大行新发放普惠小微贷款利率对比	12
图 18: 建行的“数字普惠”模式探索之路	12
图 19: 建行惠懂你 3.0 版本 APP 信贷服务界面	13
图 20: 六大行户均普惠小微贷款余额对比, 建行客户结构更加下沉 (2022H1)	14
图 21: 建行对公贷款和批发及零售行业不良率	15
图 22: 建行个人贷款和个人经营贷款不良率	15
图 23: 建行普惠金融不良率低于其他银行总体普惠不良水平	15
图 24: 四大行零售业务贷款规模对比, 建行排名第一	17
图 25: 建行零售业务贷款、利润总额占全行比重	17
图 26: 各行零售业务贷款规模占比对比, 建行处于中间位置 (2022H1)	18
图 27: 各行零售业务不良贷款率同业对比, 建行不良率显著更低 (2022H1)	18
图 28: 建行个人住房贷款占个贷比重约为 80%, 高于其他大行	19
图 29: 建行住房租赁贷款余额及细分结构	20
图 30: 建行个人住房贷款不良率比其个人贷款不良率约低 0.2 个百分点	20
图 31: 建行个人贷款不良率和个人住房贷款不良率为主要大行中最低 (2022H1)	21
图 32: 建行信用卡发卡量及同业对比	22
图 33: 各行信用卡贷款余额对比, 建行自 2017 年起稳居第一	22
图 34: 建行信用卡不良率在同业中表现较好	23
图 35: 建行总资产规模及同业对比	24
图 36: 建行营收同比增速及同业对比	24
图 37: 建行归母净利润同比增速及同业对比	24

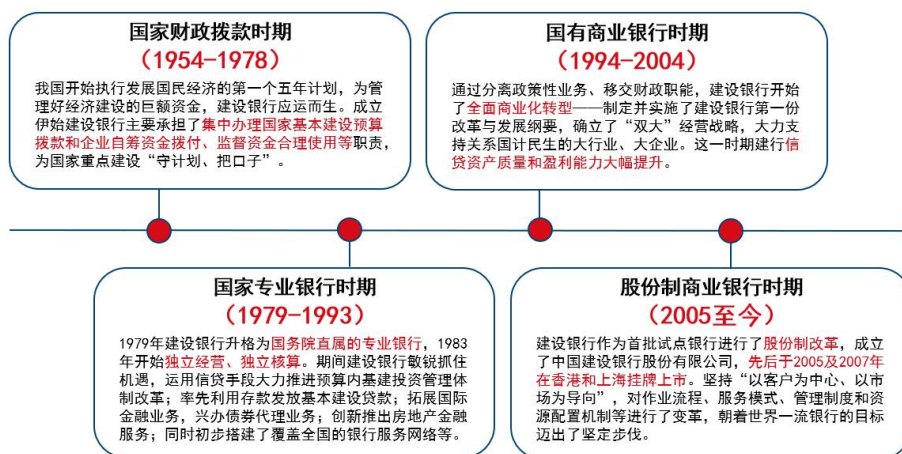
图 38: 建行 ROE 在同业中位于中上游水平	25
图 39: 建行 ROA 在同业中稳居前列	25
图 40: 建行 ROE 杜邦分解与四大行整体之差	25
图 41: 建行 ROE 杜邦分解与其他大行整体之差	26
图 42: 建行净息差和同业比较	27
图 43: 净息差小幅收窄, 平均生息资产增速和利息净收入增速回升	27
图 44: 建行生息资产收益率位居四大行第一	28
图 45: 建行计息负债成本率与同业对比	28
图 46: 建行不良贷款率与同业比较	28
图 47: 建行拨备覆盖率与同业比较	28
图 48: 建行逾期贷款偏离度与同业比较	29
图 49: 建行逾期 90 天以上贷款偏离度与同业比较	29
图 50: 上市银行估值情况	31
表 1: 建行数字普惠模式下的差异化产品体系	14
表 2: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)	29
表 3: 净利润增长的净息差的敏感性分析 (百万元)	30
表 4: 一、二阶段假设 (百万元)	30
表 5: 折现率假设	30
表 6: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31

公司概况：综合性优质大行，高质量发展

对公禀赋：基建专业出身，传统优势稳固

建设银行是一家国内领先的大型商业银行，也是全球顶级大行。建设银行经历了四大发展时期，前身为成立于 1954 年的中国人民建设银行，1979 年成为国务院直属金融机构，1994 年开始逐步转型为综合性商业化银行。2005 年建设银行进行了股份制改革，并于 2005 年 10 月于香港联交所挂牌上市（0939.HK），成为首家上市的国有商业银行；2007 年 9 月于上交所挂牌上市（601939.SH）。据英国《银行家》杂志“全球银行 1000 强”榜单，建设银行根据一级资本规模排序连续九年在全球银行中位列第二。

图 1：建行四大历史发展时期



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

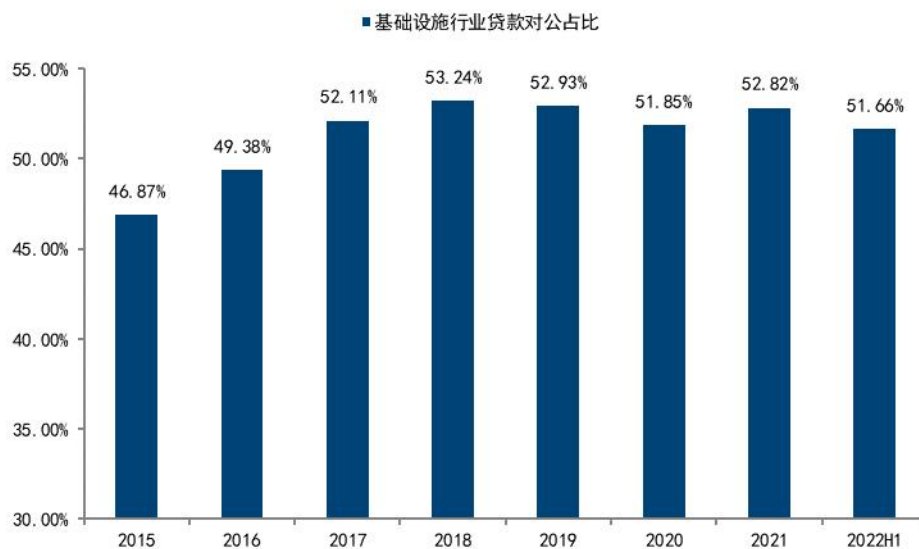
建设银行作为支持国家基建而生，且在基建领域保持传统对公优势。建设银行披露的基础设施行业贷款余额逐年递增，近年增速略有放慢，不过在同业中仍处于高位。2020 年、2021 年、2022 上半年末，建行基础设施行业贷款余额分别为 4.33、5.07、5.47 万亿元，同比增速分别为 17.66%、16.91%、13.29%。基础设施行业贷款是建设银行对公贷款的重要组成部分，占比已连续五年超过一半。2020 年、2021 年、2022 上半年末，建行基础设施行业贷款余额分别占公司类贷款的 51.85%、52.82%、51.66%（境内口径）。具体来看，建设银行对公贷款中，传统基建行业不良贷款率较低，资产质量优质。2022 上半年末，三大传统基建行业，交运仓储、电热供应、水利设施的不良率分别为 0.80%、1.13%、1.01%，远低于境内公司类不良率 2.15%。

图2：建行基础设施行业贷款余额持续增加



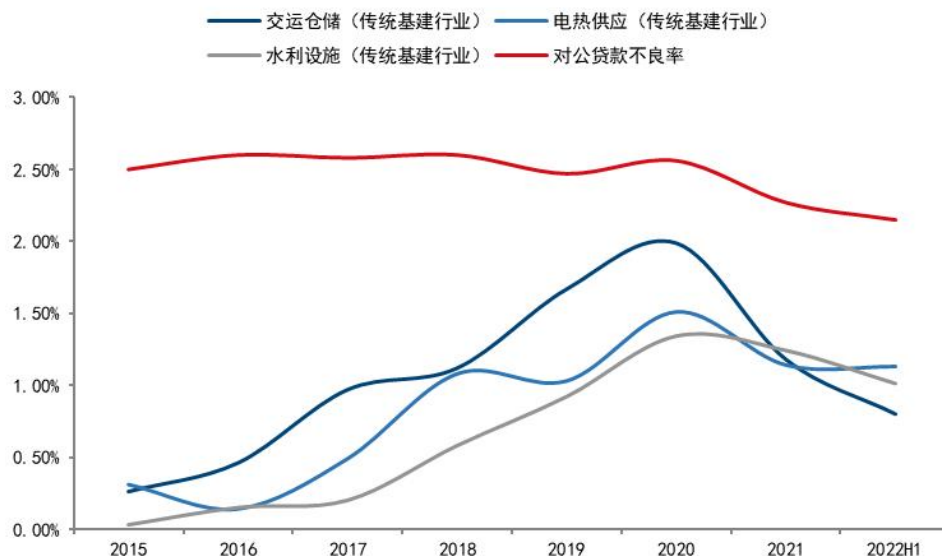
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：基础设施行业贷款占建行对公贷款比重约一半



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：建行传统基建行业不良贷款率明显低于对公贷款总体不良率

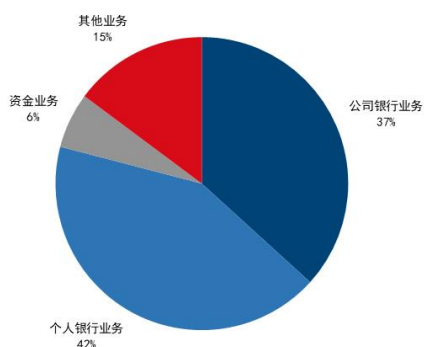


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

多元布局：业务结构均衡，综合实力雄厚

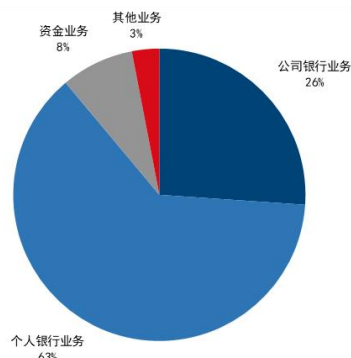
至 2020 年，建设银行综合化集团打造完成，业务覆盖全面均衡。2014 年，建设银行在大行中率先开启了全面转型的新征程，突出以客户为中心、以市场为导向。2014 年建设银行制定《中国建设银行转型发展规划》，提出加快综合性、多功能、集约化、创新型、智慧型“五位一体”协同推进的整体转型，成为全行到 2020 年的发展纲要。到 2020 年，建行已基本实现转型目标，且业务结构不断优化完善。建设银行公司银行业务、个人银行业务、资金业务和其他业务（包括境外业务及附属公司在内），2022 上半年营业收入占比分别为 36.73%、42.32%、6.13%和 14.82%；利润总额占比分别为 26.09%、62.81%、8.07%和 3.03%。

图5：建行各业务营业收入占比（2022H1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：建行各业务利润总额占比（2022H1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：建行各业务营业收入占比变化



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：建行各业务利润总额占比变化

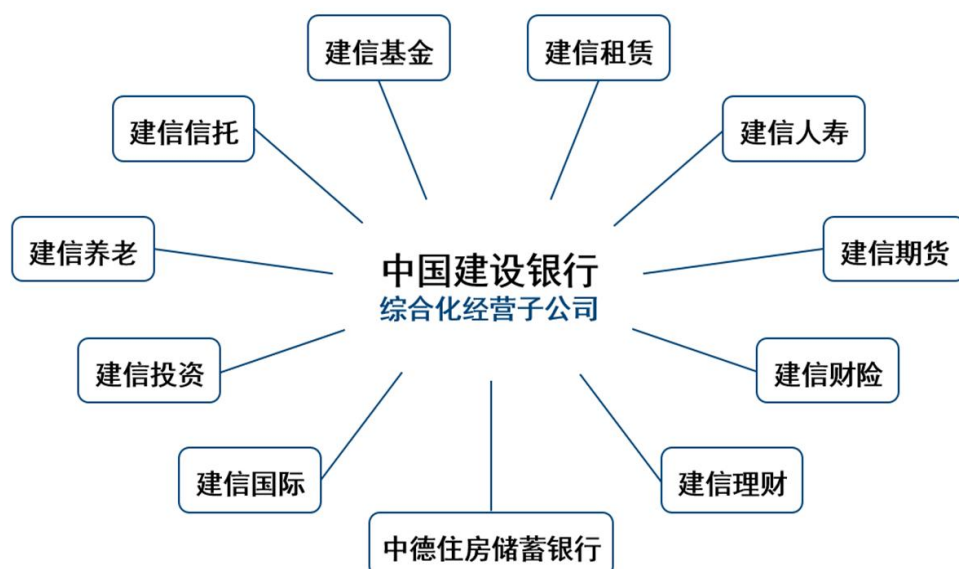


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

境内外机构网络建设完善，全球化服务能力持续提升。截至2022上半年，建设银行下属营业机构共计14461个，其中包括14427个境内机构，34个境外机构；同时拥有主要附属公司19家，共计596个机构，其中包括440个境内机构，156个境外机构。2022上半年，建设银行商业银行类境外分行和子公司覆盖各大洲30个国家和地区，上半年共实现净利润15.75亿元。

采用综合化子公司经营模式，金融牌照领先同业。在非银金融领域，建设银行拥有建信基金、建信租赁、建信信托、建信人寿、中德住房储蓄银行、建信期货、建信养老、建信财险、建信投资、建信理财、建银国际等多家综合化经营子公司。2022上半年，建行综合化经营子公司总体发展良好，资产总额达8145.59亿元，实现净利润34.70亿元，占全行净利润总额的2.15%，综合化成果较为显著。

图9：建行综合化经营子公司概览



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10: 建行境外机构覆盖 30 个国家和地区



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

因时制宜：巩固基建优势，转换经济动能

随着中国城镇化步入尾声，传统的基建和按揭领域业务增长放缓，建行因时制宜，在对公优势基础上加速培养新增长动能，向轻型化、综合化、国际化银行转型。

2017 年以来，建设银行发力战略住房租赁、普惠金融、金融科技“三大战略”，战略势能持续释放，落地的系统性成果也逐步显现。从三大战略到“新金融”，建行第二发展曲线日益清晰。

住房租赁战略，不仅健全了房地产市场长效机制，为“房住不炒”探寻了市场的着陆点，还让建行赢得了新的业务客群。2022 上半年，建设银行住房租赁贷款余额 1806.17 亿元，较 2021 年增加 471.56 亿元，增幅 35.33%。

普惠金融战略，以“批量化获客、精准化画像、自动化审批、智能化风控、综合化服务”的特色模式，逐步破解中小企业“融资难融资贵”的困境。2022 上半年，建设银行普惠金融贷款余额 2.14 万亿元，较 2021 年增加 2670.58 亿元，增幅 14.25%。

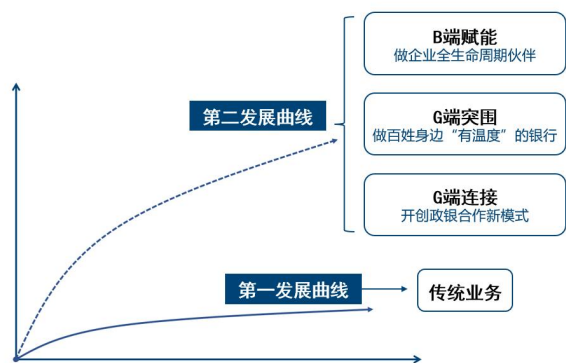
金融科技战略，重构业务、数据和技术三大中台，向全面数字化经营大步迈进。2021 年建设银行金融科技投入为 235.76 亿元，占营业收入的 2.86%；累计获取专利授权 731 件，较 2020 年增加 167 件，其中发明专利 455 件，发明专利授权数量国内银行业领先。

建行在新金融实践升级中开启“第二发展曲线”，创新未来动力引擎。新金融理念从 2017 年开始提出，要求重塑银行服务投送能力，尽可能让更多的机构和个人便利化地获得金融资源。具体来看，建行新金融理念指导下实践的领域包括普惠金融、住房租赁、“技术流”评价体系、智慧政务等。“裕农通”是建行新金融实践的一个良好案例，作为一个依托线下普惠金融服务点和线上综合金融服务平台打造的以新金融服务乡村振兴的综合服务品牌，截止 2022 上半年“裕农通”普惠金融服务点总量 49 万个，已覆盖全国近八成的乡镇及行政村，依托金融科技的投送能力来满足村民的日常业务需求；“裕农通”APP 注册量 317 万户，累计

发放贷款 118.26 亿元，办理缴费 2.81 亿元。

在战略转型中，建设银行发展出了独具特色的新型业务领域。一是随着金融科技的发展，建行利用大行的技术和数据优势服务普惠，小微客群更加下沉；二是利用过去庞大的按揭客户优势和渠道资源，持续发力“零售优先”战略。建设银行在保持对公领域传统优势的同时，培育新金融时代的新经济动能。

图 11：建行在新金融实践升级中“第二发展曲线”



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：建行租赁贷款余额及平台注册用户数



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13：建行普惠金融贷款及涉农贷款余额



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14：建行金融科技投入及人员数量



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

数字普惠：模式之变，科技滴灌普惠金融

普惠金融是国内银行的发展趋势。2018 年世界银行发布的《中小微企业融资缺口》显示，中国中小微企业中超过 41% 存在信贷困难，小微企业潜在融资缺口甚至高达 76%。2013 年，党的十八届三中全会正式提出“发展普惠金融”；2015 年中央深改组会议审议通过《推进普惠金融发展规划（2016-2020）》。国内的普惠金融相对于国外起步较晚但发展迅速，其中比较有代表性的包括依靠线下作业的“台州模式”和如微众银行等依赖线上作业的互联网银行模式。前者高度依赖于客户经理的个人经验判断，具有一定的可复制性但推广速度较慢；后者依赖于互联网生态体系的交易数据，但总体来看仅对小额、短期的贷款管理较为有效。

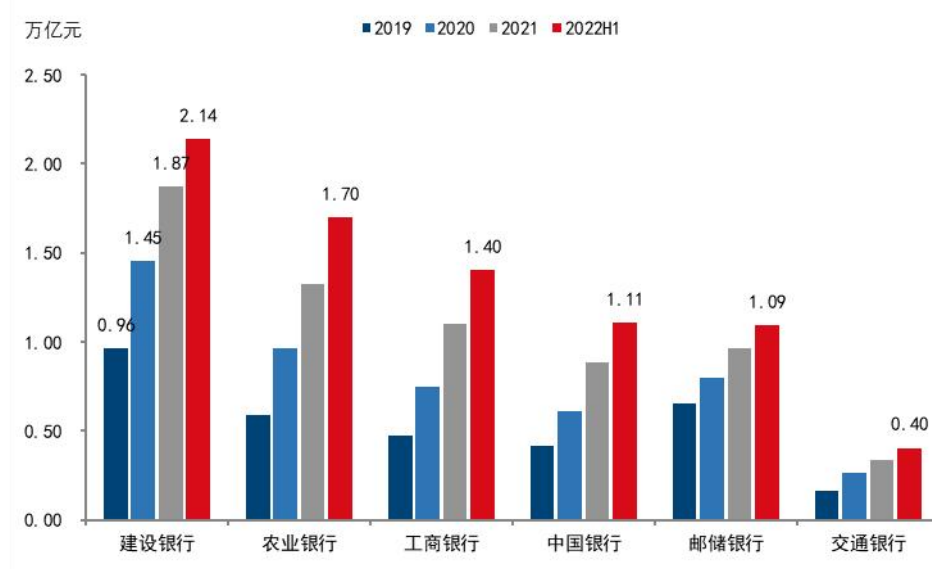
建设银行率先提出“数字普惠”的新路径，实现了对传统路径模式和业务结构的

超越。建设银行的数字普惠金融模式以“批量化获客、精准化画像、自动化审批、智能化风控、综合化服务”为核心，主要特色包括：（1）深度融合科技能力，数字技术和科技赋能优势凸显；（2）差异化产品体系，精准触达更多客群；（3）智能风控系统，普惠贷款不良率维持低位。

战略实施以来，公司普惠金融业务规模和质量增长势态良好。截止 2022 上半年，建行普惠金融贷款余额 2.14 万亿元，是 2017 年的 5.3 倍，市场占比 10%，稳居大行第一；建行普惠金融贷款客户 225.20 万户，是 2017 年的 3.7 倍。全面落实“减费让利”政策，普惠型小微企业贷款利率从 2017 年的 6.37% 下降到 2022 上半年的 4.08%。让利于民的同时，贷款定价保持四行第一，实现商业可持续。

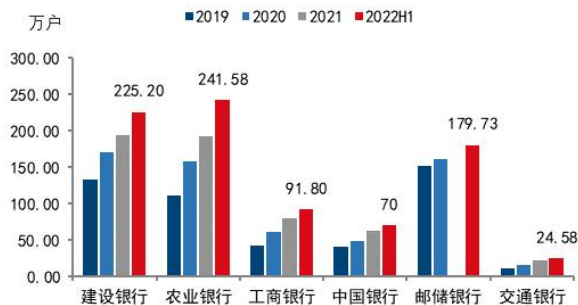
战略启动之后，建行《普惠金融战略发展规划（2018-2020 年）》所定的“123”目标，即贷款余额 1 万亿、客户 200 万户、不良率低于 3%，均如期实现。2021 年，建行制订了《普惠金融战略发展规划（2021-2023 年）》，将“123”目标升级为“333”目标，即 3 万亿规模、350 万客户、3% 以内不良率。在当前同业竞争千帆竞发的背景下，建行普惠金融的先发优势未来有望更为凸显。

图 15：六大行普惠贷款余额对比，建行普惠贷款余额居大行第一



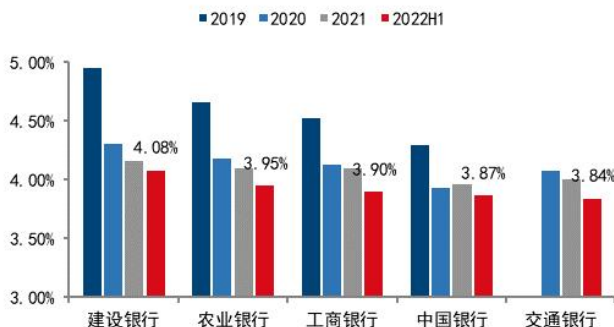
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：六大行普惠金融贷款客户数量对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：六大行新发放普惠小微贷款利率对比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

科技赋能：数字技术取代“人海战术”，平台构筑服务生态圈

建行普惠金融的最大创新在于数字化，核心优势也在于数字化。数字普惠模式把主要依靠客户经理、“人海战术”营销的传统获客方式，推向数字化、自动化、平台化转型，能为客户提供更简单便捷的服务体验，把信贷业务全线下流程转到线上，打破空间限制、节省企业资源成本。

“数字普惠”模式的出现，得益于建行“金融科技”战略奠定的技术基础，让过去“人工”的金融业务插上“数字化”的翅膀。大行在大数据、云计算、人工智能等技术的日臻成熟以及更加庞大完整的数据库和生态圈，使得建设银行发展“数字普惠”相比于股份制银行和城农商行具有天然优势壁垒。有了数字化的基础设施，普惠金融就能叠床架屋。

图 18：建行的“数字普惠”模式探索之路



资料来源：《建设银行报》，国信证券经济研究所整理

具体到实施流程而言，建设银行自 2018 年在同业中率先推出面向小微企业的一站式融资服务平台“惠懂你”APP，倾力打造易于普罗大众掌握和使用的手指尖的银行，实现批量获客和线上化流程再造。获取客人以后，建行将小微企业的实际经

营状况转变为量化数据，从“以财务指标为核心”的信用评级，转向“以交易记录等大数据分析为核心”的履约能力判断，对内打通丰富的对公、对私用户数据，对外连通征信、工商、司法、社保、海关等外部数据，在统计学上产生相关性并用于构建征信模型。同时，建行借助自身打造的风险预警系统(RAD)、风险排查系统(RSD)等智能模型，对风险进行精准管控，降低风险成本。未来随着生物识别、人工智能等新技术的发展，建设银行数字普惠服务还将进一步升级。

金融科技赋能，助力建设银行数字普惠金融模式实现真正的扩面增量。“建行惠懂你”作为小微获客的主要平台，集成在线精准测额、预约开户、贷款办理、增值服务、融智赋能等多项功能于一体，为客户提供一站式、多触点、零距离的综合性服务，大大提高了建设银行普惠金融服务覆盖面，业内首创在线精准测额等功能，客户可通过手机 App 快速预测授信额度，进行贷款申请、审批、签约、支用、还款等线上自助操作。2020 年推出“建行惠懂你”2.0 版本，以信贷融资为核心，搭载普惠客群专属产品体系，集成金融与非金融服务等功能。2022 年上线的“建行惠懂你”3.0 版本，致力于丰富平台非金融场景，纳入需求撮合、ERP、人力管理、财务管理和培训管理等功能，为小微企业带来从“单一融资功能”向“综合服务功能”跃升的用户体验。截止 2022 上半年，“建行惠懂你”APP 累计访问量超过 1.7 亿次，下载量超 2250 万次，授信客户超 165 万户，授信金额超 1.3 万亿元，较 2021 年新增超 0.3 万亿元；自产品上线以来累计服务客户 302.19 万户，提供信贷支持 7.41 万亿元。

图 19：建行惠懂你 3.0 版本 APP 信贷服务界面



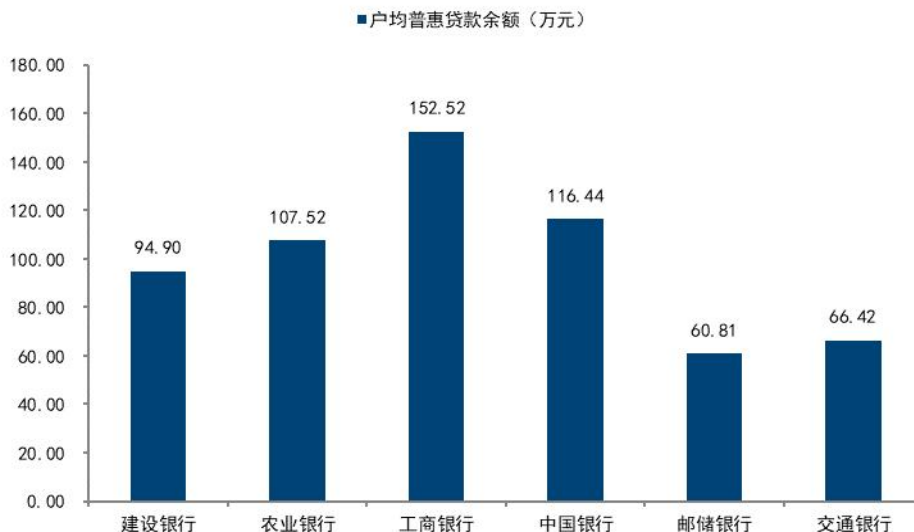
资料来源：“建行惠懂你 3.0”宣传片，国信证券经济研究所整理

精准画像：下沉挖潜客户立体式需求，打造差异化产品体系

利用大数据精准获客，提高长尾客群的覆盖率和可得性。我国中小微客群达 1.5 亿户，且呈现出“五六七八九”的特征：他们贡献了 50%以上的税收、60%以上的 GDP、70%以上的技术创新、80%以上的就业、90%以上的市场主体。但长期以来，他们都是金融资源难以覆盖的“边缘群体”，“小而散”的特点决定了其需求的多样性。建行利用大数据为普惠客群从“千人一面”到“千人千面”精准画像，提高长尾客群的覆盖率，并重点拓展纳税户、用电户、个体工商户、小微企业主、商户、房贷户、信用卡客户、供应链客群、涉农客群、科创客群等客群。

建行相比其余六大行更进一步深挖小微企业潜在需求，客户结构更加下沉。2022上半年，建设银行普惠金融户均贷款余额为 94.9 万元，较 2019 年提升约 22 万元。说明当更多的中小银行加入普惠金融领域后，建设银行的客户结构有相应上移，但仍然处于大行较低水平，这是来自于建行数字普惠模式下单客业务成本极低，因此单客信贷规模相比较低，客群结构也能更加下沉。

图 20：六大行户均普惠小微贷款余额对比，建行客户结构更加下沉（2022H1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

同时，建行致力于打造差异化产品体系，以扩面厚植客户基础。针对小微企业、个体工商户、涉农客户、供应链上下游客户等普惠金融细分客群，建行不断升级“惠懂你”APP、小微快贷、个人经营快贷、裕农快贷、交易快贷等一系列拳头产品，有效连接市场需求和服务供给，提升客户需求满足能力和服务效率。举例来说，小微快贷方面，“云税贷”基于小企业纳税信息，运用大数据分析，为小微企业提供可贷额度自动计算、秒速审批、及时放款的全线上自主操作服务。对于科创中小微客户群体，建行完善“创业者港湾”服务模式，“创业者港湾”推广至 25 个省市，为 1.5 万余家入湾企业提供信贷支持超 370 亿元，科创领域服务能力不断提升。

表 1：建行数字普惠模式下的差异化产品体系

普惠用户分类	主打产品	贷款额度
小微企业	信用快贷、抵押快贷、质押快贷、平台快贷	最高 200-1000 万元
个人经营者	个体工商户经营快贷、个人经营抵押快贷	最高 300-1000 万元
农户	农信云贷、地押云贷、农户快贷	最高 30-300 万元
科创企业	善新贷、科技云贷、云知贷	最高 200-1000 万元
进出口企业	退税贷	最高 30 万元

资料来源：建行惠懂你 APP，建设银行官网，国信证券经济研究所整理

智能风控：信贷资产质量良好，解决传统模式信用痛点

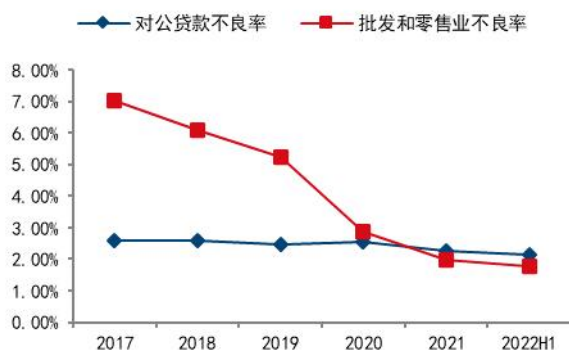
传统商业银行服务小微企业存在诸多痛点，其中最明显的就是小微企业抗风险能力弱，存在较高信用风险。据美国《财富》杂志和全国工商联《中国民营企业发展报告》，中小企业平均存活周期为 2.5 至 2.9 年，且缺少抵押物，小微企业贷

款不良率普遍较高。以实施“数字普惠”战略前的建行为例，2015、2016 年建行的小企业贷款不良率分别为 5.98%、5.6%，远高于全行平均水平。

然而在实施“数字普惠”战略后，建行普惠金融不良率进一步下降，低于集团总水平。2022 年 11 月，在“建行惠懂你”APP 3.0 发布会上，建设银行副行长崔勇称，建行普惠金融贷款不良率仅为 1.18%（叠加潜在不良贷款的不良率 2.5%左右），低于 2022 三季度总体不良率 1.40%；累计核销（处理）不良贷款 286 亿元。同时，建行也加大了对普惠金融贷款的拨备计提力度，整体金额已经超过 800 亿元，对应拨备覆盖率接近 340%。

建行对公批发和零售业不良率及个人经营贷款不良率从 2017 年到 2022 上半年均呈持续下降趋势，这两部分贷款在普惠口径下均含较多小微和个体工商户。建行批发和零售业贷款不良率从 2017 年的 7.03%下降至 2022 上半年的 1.77%，五年内下降逾 5 个百分点；个人经营贷款不良率从 2017 年的 3.91%下降至 2022 上半年的 0.64%，五年内下降逾 3 个百分点。

图 21：建行对公贷款和批发及零售行业不良率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22：建行个人贷款和个人经营贷款不良率



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

目前，建行普惠金融不良率低于其他银行总体普惠不良水平，其良好的资产质量得益于科技赋能的商业模式。建行用数字技术对风险进行精准管控，降低了普惠贷款风险成本。据银保监会，截至 2022 年 4 月末，银行业普惠型小微企业贷款不良率为 2.18%，远高于商业银行总体 1.82% 的不良率。在小微企业不良资产规模攀升、金融机构处置压力有所增加的宏观环境下，建行优秀的普惠金融风控指标将有望更加凸显。

图 23：建行普惠金融不良率低于其他银行总体普惠不良水平



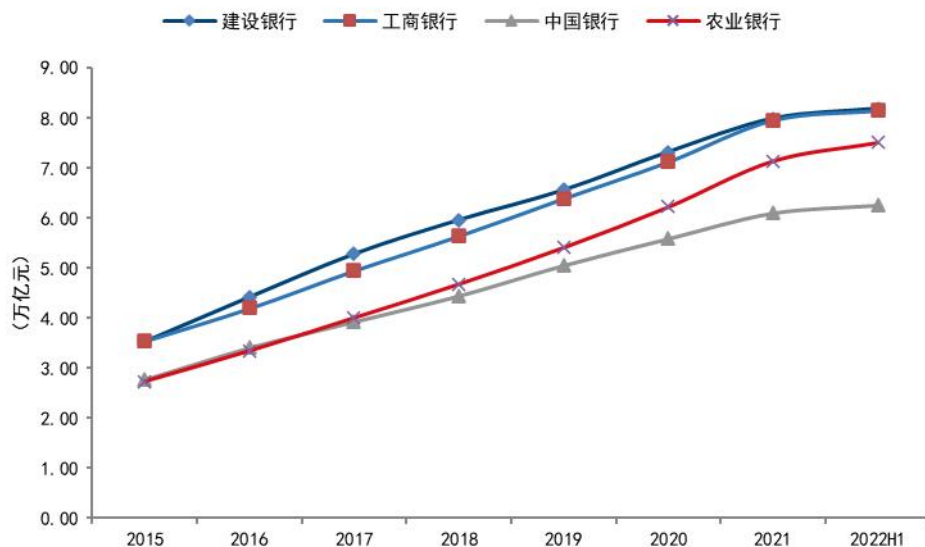
资料来源：Wind，公司公告，公司新闻，银保监会，国信证券经济研究所整理。注：微众银行、网商银行数据于 2021 年末披露，“建行普惠”数据于 2022 年 11 月“建行惠懂你”APP 3.0 发布会披露，“银行业总体普惠”数据为银保监会披露的截止 2022 年 4 月末银行业普惠型小微企业贷款不良率。除此四项外，其余数据均为公司 2022 年三季报披露。

另外，建设银行还探索建立了普惠金融前中台双向协同控险机制。一是完善普惠金融双线报告路线和双向沟通机制，如开通前台部门直接向首席风险官汇报业务发展及风险状况的通道。二是打造“政策+技术”的普惠金融智能风控工具箱。2021 年，建行的风险预警系统 (RAD) 对小微企业不良客户预警覆盖率超过 80%；风险排查系统 (RSD) 自动排查 7897.12 万笔线上业务，有效拦截问题业务 35.71 万笔。三是推动新产品评估和反欺诈工作扎实落地，如前中台协同开展对“善”系列普惠贷款新产品的风险评估与评分卡开发，联合构建“规则+名单+模型”三位一体的小微信贷反欺诈防控体系等。随着建行持续完善数字普惠金融模式，普惠金融业务有望持续高质量发展。

零售优先：住房租赁纵深推进，消费金融业务领先

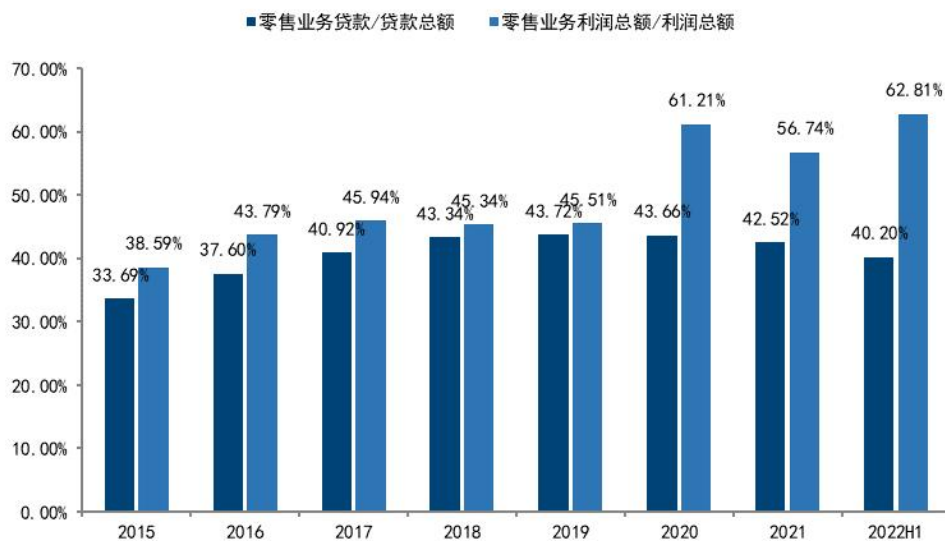
建设银行是国内零售贷款规模最大的银行，2022 上半年其个人银行业务贷款为 8.18 万亿元。近年来，银行业零售业务营收占比贡献度快速增长，零售转型也较早有同业开始布局。与其他银行相比，建设银行作为国有大行板块更加齐全，并未突出“零售银行”的概念，但“零售优先”战略启动后推进更显迅猛有力。2017 年，建设银行提出“零售优先”的发展战略，2017-2019 年建行零售业务贷款占全行贷款比重呈上升趋势，但从 2020 年起受疫情等影响占比出现小幅下滑，2022 上半年建行零售业务占全行贷款比重为 40.20%，相较同业处于中间位置；建行零售业务利润总额占全行利润总额比重不断攀升，2020、2021、2022 上半年建行零售业务利润总额占比分别为 61.21%、56.74%和 62.81%，对全行利润总额贡献较大；另建行零售业务不良率作为其突出优势，2022 上半年仅为 0.44%，较同业显著更低，资产质量更加优质。

图 24: 四大行零售业务贷款规模对比, 建行排名第一



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 25: 建行零售业务贷款、利润总额占全行比重



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 各行零售业务贷款规模占比对比, 建行处于中间位置 (2022H1)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 各行零售业务不良贷款率同业对比, 建行不良率显著更低 (2022H1)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

住房租赁: 深化住房领域先发优势, 国内银行中布局领先

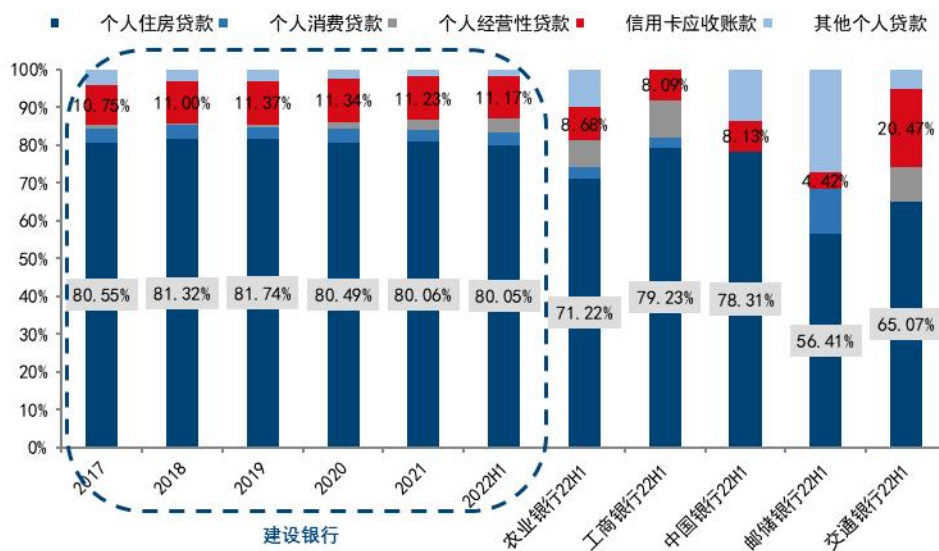
利用自身按揭贷款优势, 全面实施住房租赁战略, 深化住房领域先发优势。建行是国内最早提供个人商业性住房贷款和住房公积金业务的银行, 也是国内最大的住房贷款银行。长期以来, 按揭贷款一直在建行零售业务中占主导地位。2017 年起, 公司利用自身住房金融的核心优势, 在当前监管坚持租购并举、加快发展长

租房市场的背景下，前瞻布局住房租赁战略。

截止 2022 上半年，建行按揭贷款规模 6.56 万亿元，占个人贷款比重为 80.05%，规模和占比均高于其他大行；打造的住房租赁综合服务平台已覆盖全国 96% 的地级及以上行政区，累计核验房屋 1025 万套，合同备案 788 万笔，为 1.5 万家企业、4034 万个人房东和租客提供交易平台；通过“CCB 建融家园”开业运营了 200 个长租社区，为园区蓝领、职场白领、青年创客等群体提供租住环境；同时大力支持保障性租赁住房建设，在全国主要城市对接超过 500 个保障性租赁住房项目，开发推广的保租房 APP、公租房 APP 分别在全国近 200 个、近 100 个城市上线运行。

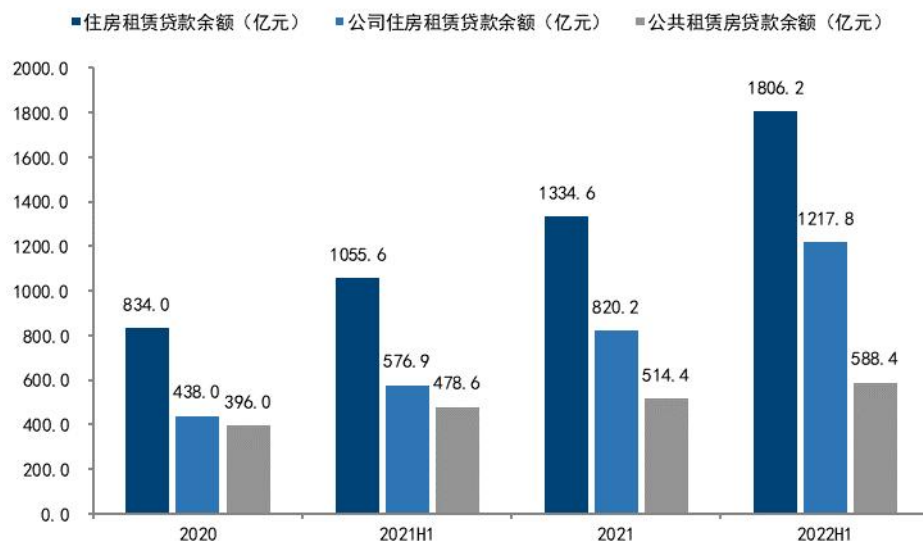
截止 2022 上半年，建行住房租赁贷款余额 1806.17 亿元，较 2021 年增加 471.56 亿元，同比 35.33%；其中，公司住房租赁贷款余额 1217.8 亿元，同比 48.47%；支持住房租赁企业超 700 个，所支持项目可向社会提供租赁房源 80 万套（间）；公共租赁房贷款余额 588.4 亿元，同比 14.39%。

图 28：建行个人住房贷款占个贷比重约为 80%，高于其他大行



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 29: 建行住房租赁贷款余额及细分结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

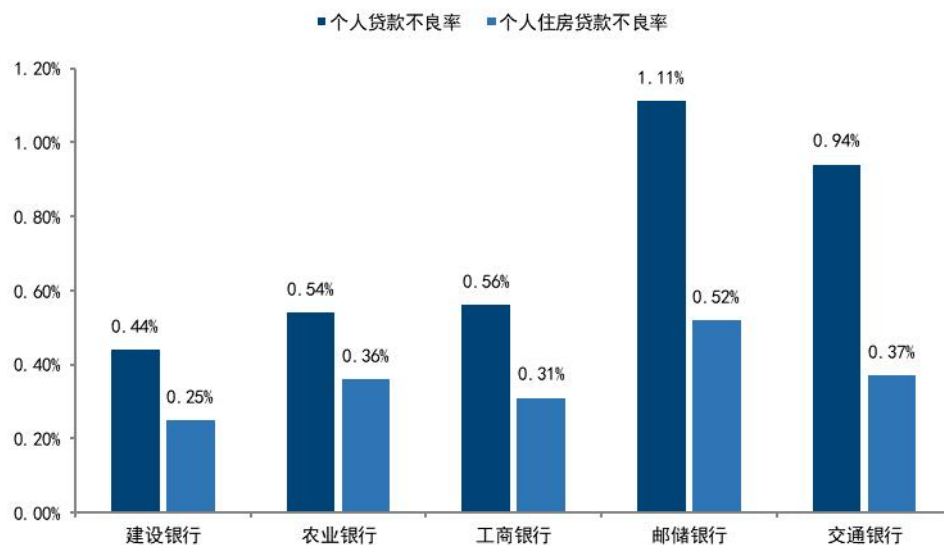
截止 2022 上半年，建行个人住房贷款不良率 0.25%，为主要大行中最低。住房贷款由于期限长，具有贷款收益率稳定及不良率低的特点，一直作为银行的一项优质资产。近年来，建设银行个人住房贷款不良率比其个人贷款不良率约低 0.2 个百分点，且显著低于对公贷款不良率，随着其住房租赁战略的进一步深化，未来有望持续为优化资产质量保驾护航。

图 30: 建行个人住房贷款不良率比其个人贷款不良率约低 0.2 个百分点



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图 31：建行个人贷款不良率和个人住房贷款不良率为主要大行中最低（2022H1）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

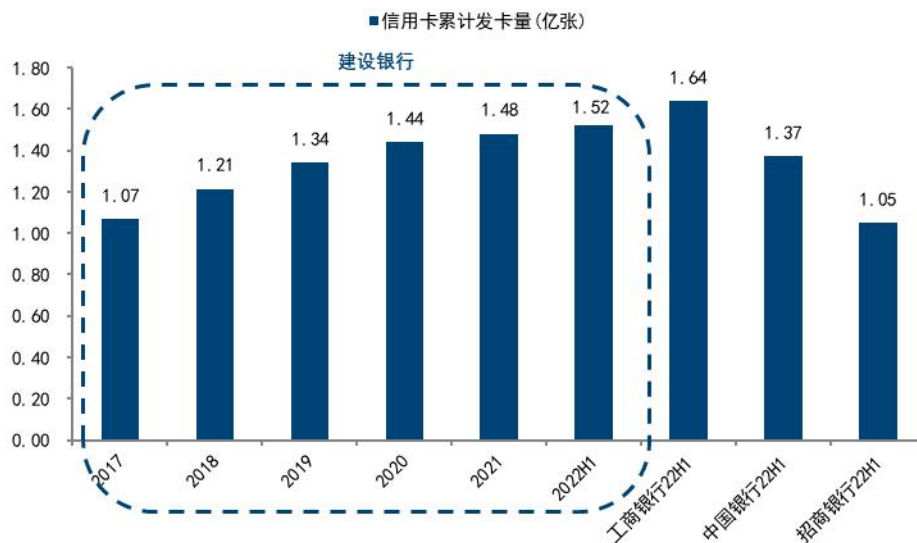
消费金融：信用卡贷款余额位居同业第一，适应消费驱动新时代

2002 年建设银行信用卡中心在上海成立；2003 年推出龙卡信用卡；2017 年建设银行提出“零售优先”战略后，信用卡贷款余额持续稳居全行业第一。

建设银行深耕消费金融体系建设，以创新为导向打造种类丰富的信用卡产品体系。建行信用卡紧贴各类生活场景，全方位匹配打造客群场景全覆盖的消费金融服务体系，满足客户多元需求，ETC 卡、汽车卡、全球支付卡等拳头产品，精准聚焦客户痛点，市场优势显著；“龙卡星期六”、“玩转世界”两大品牌，满足境内餐娱购日常消费及境外出行海淘等需求；创新推出绿色低碳卡、龙卡能链卡、城市新星卡等产品；针对年轻客户群体，推出 me 信用卡、bilibili 信用卡、kindle 信用卡、变形金刚 Leader 信用卡等新产品，持续推进信用卡迁移及新产品研发，巩固消费信贷优势。

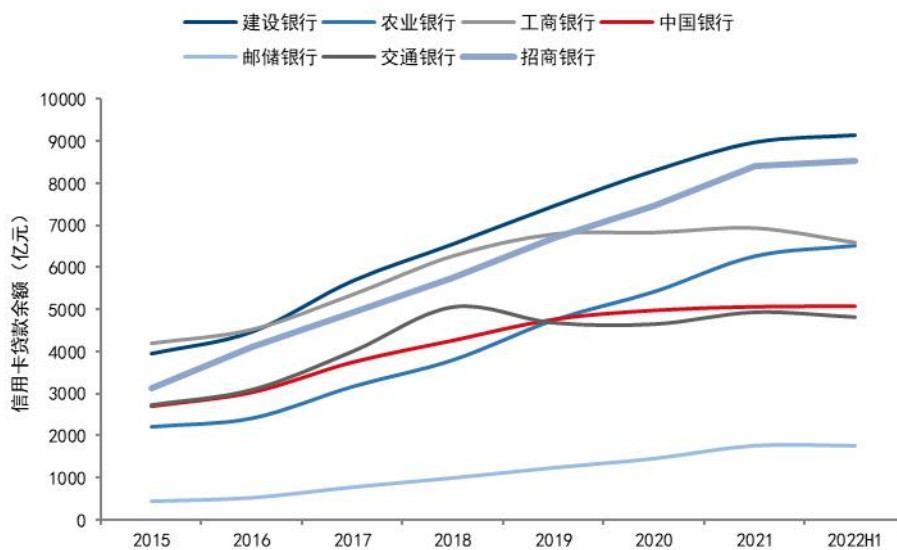
建设银行信用卡业务客户量、交易额、贷款余额、资产质量等指标居于同业领先水平。截止 2022 上半年，建行信用卡累计发卡量达到 1.52 亿张，净增发卡 438 万张，累计客户 1.07 亿户；上半年实现消费交易额 1.44 万亿元；境内信用卡贷款余额达 0.91 万亿元，不良率为 1.44%，比 2021 年的不良率 1.33%略有增加，但仍领先于同业。

图 32: 建行信用卡发卡量及同业对比



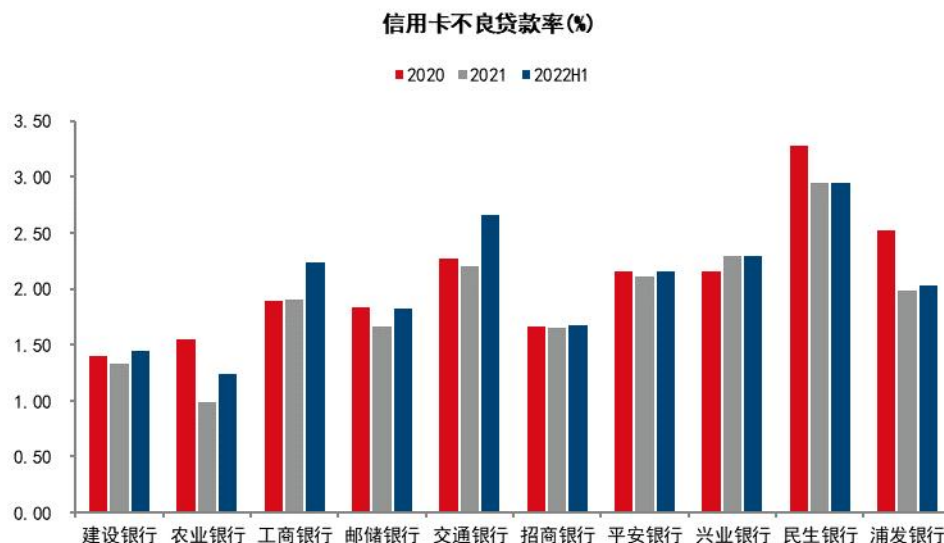
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 各行信用卡贷款余额对比, 建行自 2017 年起稳居第一



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 34: 建行信用卡不良率在同业中表现较好



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

财务分析：核心要素优中求进

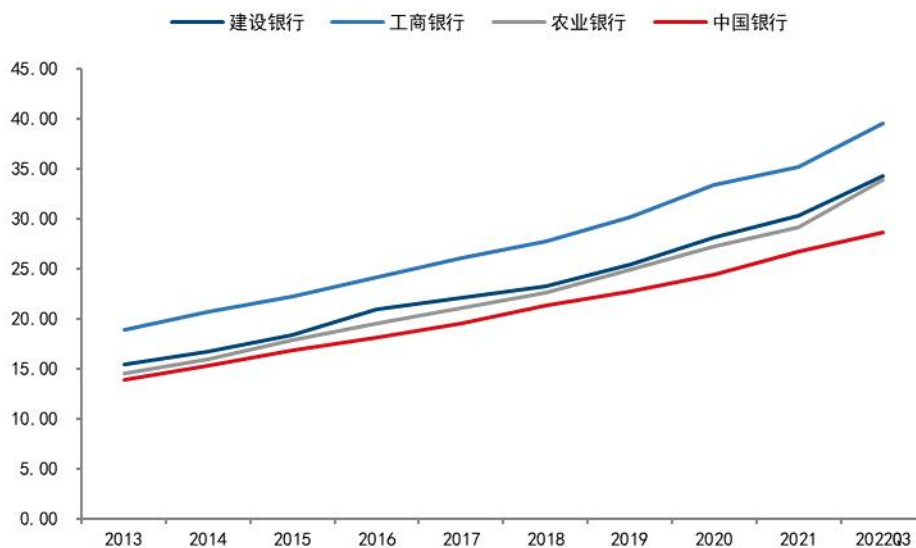
我们选取工商银行、农业银行、中国银行三大国有股份大行作为建设银行的主要可比银行，另外选取了除四大行以外其他 8 家规模较大的银行组成平均指标和建设银行进行财务数据横比。

总体而言，建设银行的业务优势体现在了其财务指标上，ROA、ROE 指标均位于大行前列，盈利能力持续高于行业整体且稳定性高，具有较强的资本内生式增长能力，业绩优势较为突出。建设银行相对同业的超额 ROA 主要来自低成本优势带来的息差优势、综合化经营中不断提升的中间业务收入水平，以及较低的管理费用和更好的资产质量。

业绩增速提升：信贷持续扩张，利润增长稳健

建设银行总资产规模稳居国内第二。截至 2022 年三季度，建设银行总资产规模达 34.30 万亿元，较 2021 年底增长 13.37%。2020 年以来建设银行营收增速持续优于四大行平均，业绩稳定扩张；2021 年营收增速为 9.05%，2022 年三季度营收增速放缓，降至 0.98%。2017 年以来建设银行净利润增速持续优于四大行平均，利润增长稳健；2022 年三季度建设银行归母净利润为 6.52%，优于四大行平均的 5.93%。

图 35: 建行总资产规模及同业对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 36: 建行营收同比增速及同业对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 建行归母净利润同比增速及同业对比



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

盈利能力强劲: ROA 和 ROE 稳居大行前列

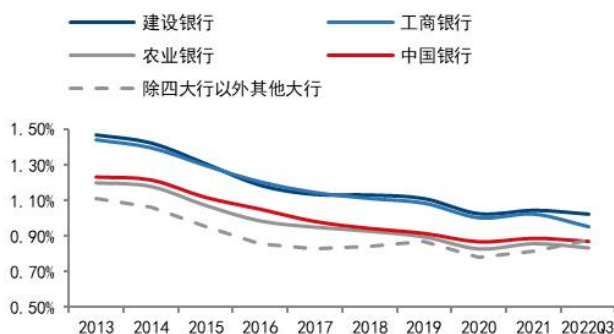
建设银行 ROA 稳居大行前列, ROE 处于中上游水平, 不仅盈利能力强劲, 且采用的经营杠杆较低, 风险也相应低于同业。总体而言, 建设银行的 ROA 与工商银行相当, 但持续高于农业银行、中国银行及其他大行。建设银行 2022 年前三季度的年化 ROA 为 1.02%, 位列 12 家大行中的第三位, 低于招商银行的 1.52% 和兴业银行的 1.09%; 建设银行 2022 年前三季度的年化 ROE 为 12.77%, 位列 12 家大行中的第七位, 此前建行连续 7 年 ROE 位于四大行第一。

图 38: 建行 ROE 在同业中位于中上游水平



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 39: 建行 ROA 在同业中稳居前列



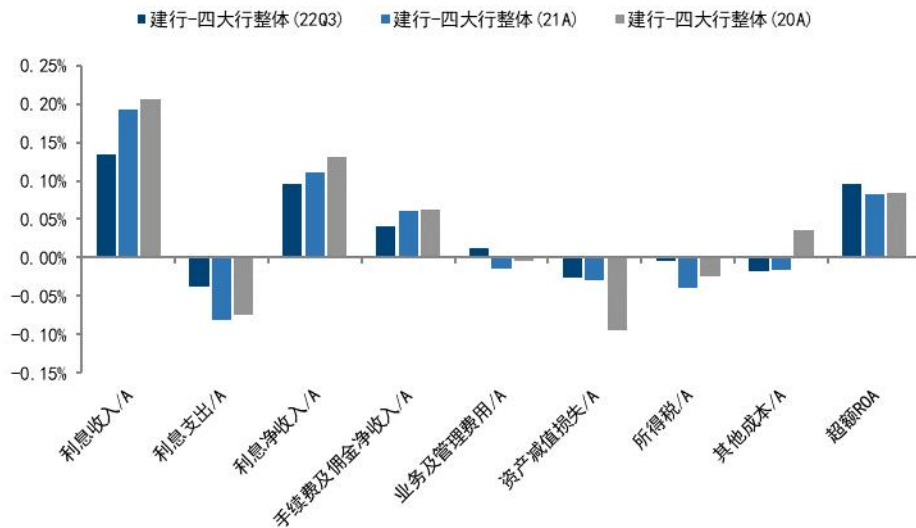
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

建设银行相对同业的超额 ROA 主要来自低成本优势带来的息差优势、综合化经营中不断提升的中间业务收入水平, 以及较低的管理费用和更好的资产质量。

与四大行相比, 建设银行的超额 ROA 主要来自: (1) “利息净收入/平均资产”超过四大行整体约 0.10 个百分点, 净息差表现优异; (2) “手续费及佣金净收入/平均资产”超过四大行整体约 0.05 个百分点, 中间业务收入水平更高。

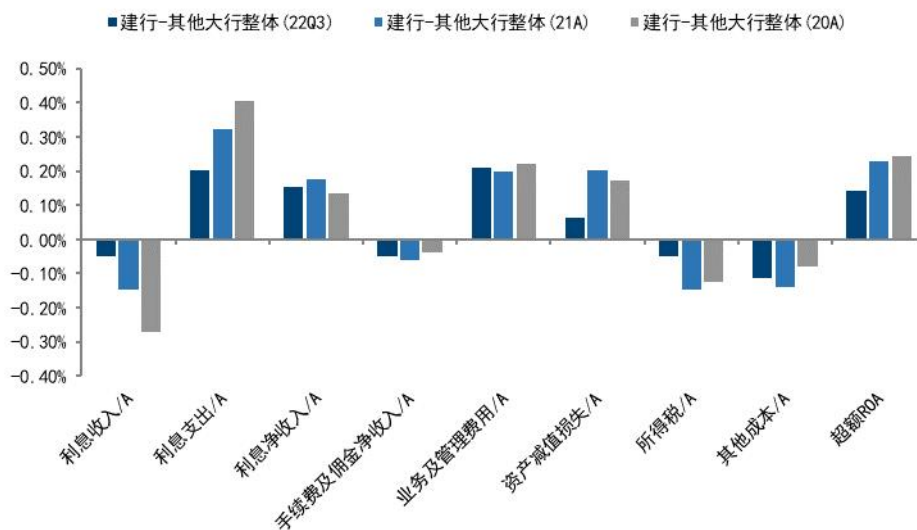
与除四大行以外其他大行相比, 建设银行的超额 ROA 主要来自: (1) “利息净收入/平均资产”超过其他大行整体约 0.15 个百分点, 低成本负债带来的净息差表现优异; (2) “业务及管理费用/平均资产”超过其他大行整体约 0.21 个百分点, 费用管控优势明显; (3) “资产减值损失/平均资产”超过其他大行整体约 0.15 个百分点, 资产质量更好。

图 40: 建行 ROE 杜邦分解与四大行整体之差



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 41：建行 ROE 杜邦分解与其他大行整体之差



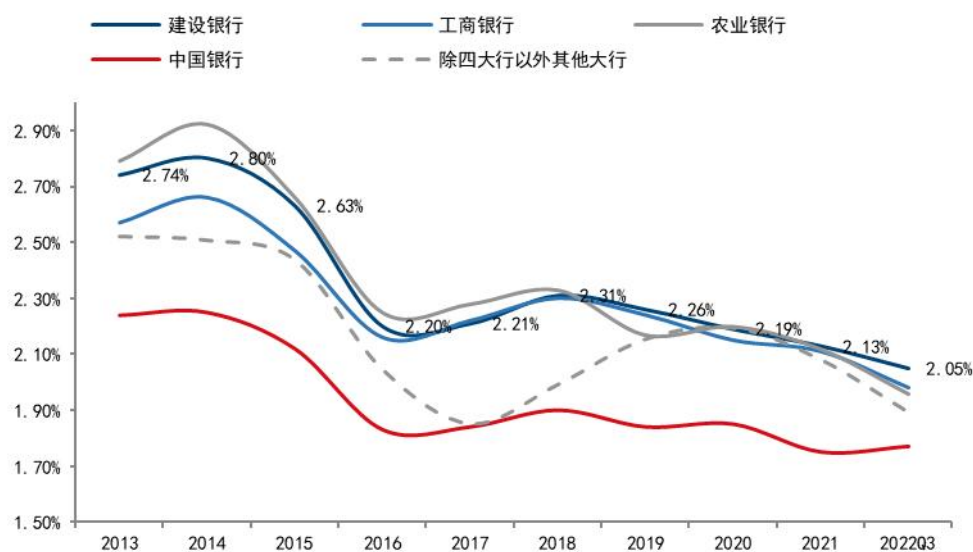
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理。注：其他大行包括邮储银行、交通银行、招商银行、兴业银行、浦发银行、中信银行、民生银行和光大银行。

息差优势稳固：负债结构优势，保持同业领先

受益于其负债结构优势，建设银行息差优势稳固。2021 年建设银行净息差为 2.13%，在四大行中位列第一；2022 年前三季度建设银行净息差为 2.05%，在四大行中位列第二，仅次于农业银行的 2.65%，保持同业上游水平。2022 年建设银行净息差延续小幅收窄趋势，但得益于生息资产的增速回升，2022 年前三季度利息净收入为 4481.45 亿元，同比增长 7.71%。

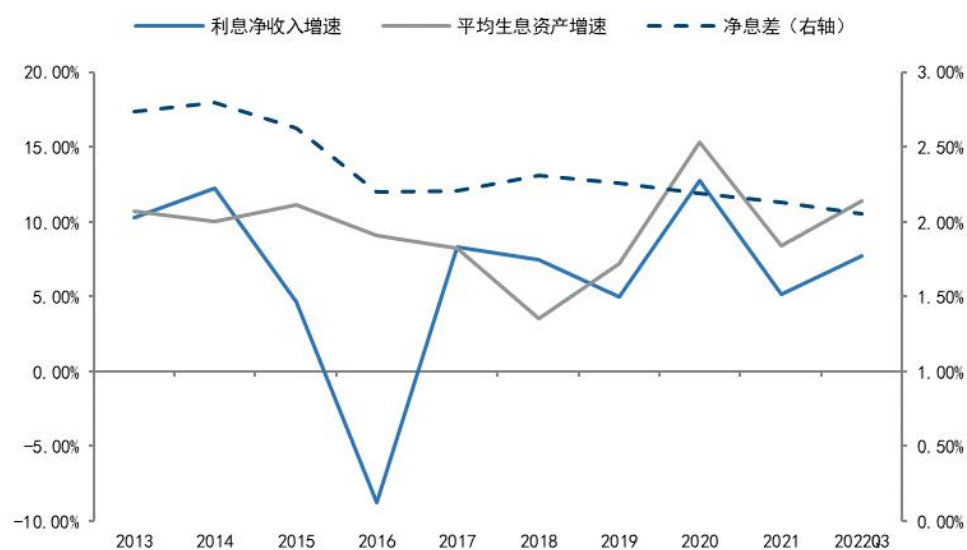
从成本端看，相比于其他大行，包括建行的四大行整体都保持了低成本负债优势，其中 2022 上半年建行计息负债成本率为 1.82%，位居四大行最高，主要来自于市场竞争下负债端成本的上行压力；从收益端看，建行的生息资产收益率位于四大行第一，但低于除四大行以外其他大行平均水平。

图 42: 建行净息差和同业比较



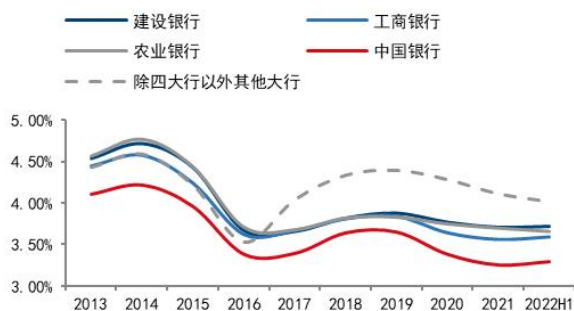
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 43: 净息差小幅收窄, 平均生息资产增速和利息净收入增速回升



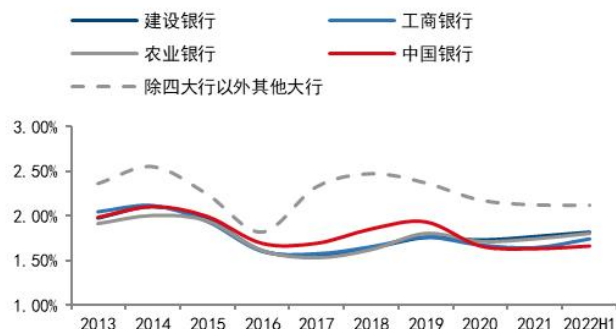
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图44: 建行生息资产收益率位居四大行第一



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图45: 建行计息负债成本率与同业对比



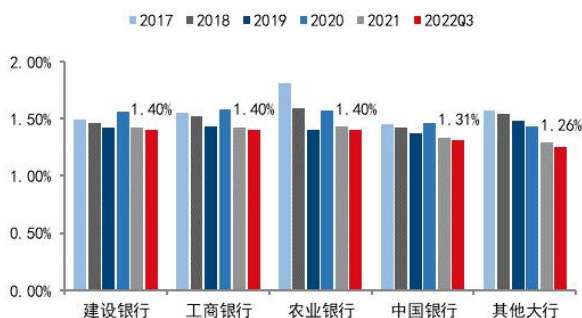
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

资产质量平稳: 对应优质客群, 不良认定严格

建设银行不良认定严格, 拨备计提审慎稳定, 风险抵御能力持续加强。2019 年前建设银行、工商银行和中国银行的不不良率都低于其他大行整体水平, 但 2019 年起随着国有大行的不良认定趋严, 四大行的不良率开始高于其他大行, 建行的不良率与工行、农行接近, 且都高于中行(中行海外贷款占比高, 海外贷款不良率低), 2022 年三季度末建行不良率为 1.40%。建设银行的拨备覆盖率保持较高存量水平, 自 2017 年起一直处于四大行第二位, 仅次于农业银行, 2022 年三季度末该比值为 243.95%, 风险抵补能力强。

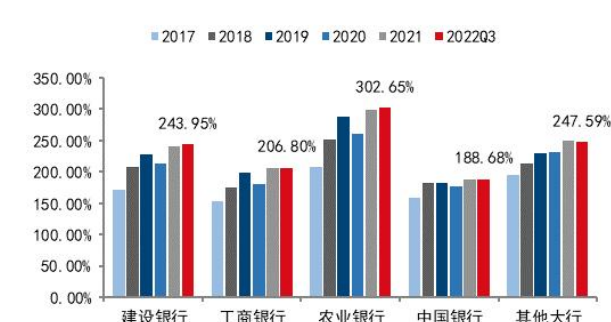
建行的逾期贷款偏离度(逾期贷款/不良贷款)和逾期 90 天以上贷款偏离度(逾期 90 天以上贷款/不良贷款)均连续十年低于四大行均值, 说明建行的不良认定更加严格。2022 年三季度末建行的逾期贷款偏离度为四大行中最低; 2022 年三季度末建行的逾期 90 天以上贷款偏离度也处于同业较低位置。

图46: 建行不良贷款率与同业比较



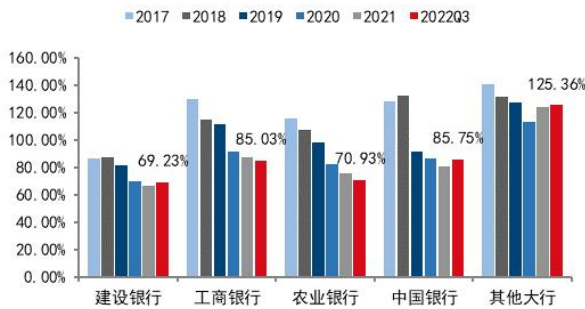
资料来源: Wind, 各银行年报, 国信证券经济研究所整理

图47: 建行拨备覆盖率与同业比较



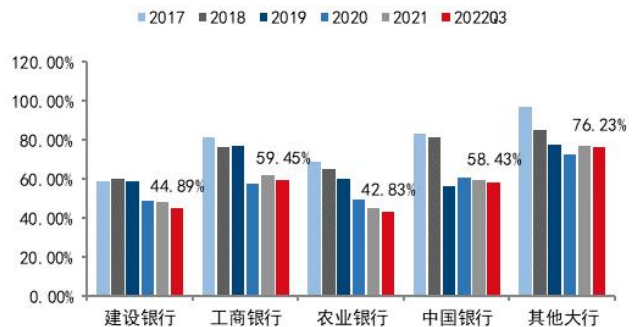
资料来源: Wind, 各银行年报, 国信证券经济研究所整理

图 48: 建行逾期贷款偏离度与同业比较



资料来源: Wind, 各银行年报, 国信证券经济研究所整理

图 49: 建行逾期 90 天以上贷款偏离度与同业比较



资料来源: Wind, 各银行年报, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们对公司盈利增长的关键驱动因素假设如下:

(1) 总资产增长率: 考虑到央行力图实现社融及 M2 增速与名义 GDP 增速的匹配, 我们预计未来三年银行业总资产增速大致在名义 GDP 增速附近波动。我们假设 2022-2024 年建设银行总资产同比增速分别为 14.0%/10.0%/8.0%;

(2) 净息差: 在前期 LPR 下降后重定价以及信贷需求疲弱的影响下, 目前银行整体净息差仍有下降压力。我们假设公司 2022-2024 年加回 FVPL 投资收益后的广义净息差为 2.05%/2.00%/2.00%, 小幅下行。考虑到未来利率变动存在较大不确定性, 可能存在较大误差, 我们在后文中对净息差做了敏感性分析;

(3) 资产质量: 公司经营风格稳健、资产质量较好, 我们假设公司 2022-2024 年信用成本为 0.91%/0.91%/0.95%, 基本上保持稳定;

(4) 其他: 假设未来分红率保持稳定, 不考虑可能存在的外源融资因素。

未来三年业绩预测简表

按上述假设条件, 我们得到公司 2022-2024 年归属母公司净利润 3214/3413/3613 亿元, 利润年增速分别为 6.2%/6.2%/5.9%。每股收益分别为 1.27/1.35/1.43 元。

表 2: 未来三年业绩预测简表 (单位: 百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E
营业收入	824246	827808	892901	965399
其中: 利息净收入	605420	634456	692449	754440
手续费净收入	121492	121492	127567	133945
其他非息收入	97334	71860	72885	77014
营业支出	445470	425791	465980	513467
其中: 资产减值损失	168715	165351	186847	214566
利润总额	378412	402017	426921	451932
归属于母公司净利润	302513	321383	341293	361287
EPS (元)	1.19	1.27	1.35	1.43

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

由于市场利率波动频繁，因此净息差对预测影响不确定性很大，我们进行如下敏感性分析：

表3：净利润增长的净息差的敏感性分析（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
悲观情形：货币政策宽松，广义净息差降幅更大				
广义净息差假设	2.17%	2.03%	1.93%	1.88%
归母净利润	302513	317932	327739	335862
归母净利润增速	11.6%	5.1%	3.1%	2.5%
EPS（元）	1.19	1.25	1.29	1.32
基准情形				
广义净息差假设	2.17%	2.05%	2.00%	2.00%
归母净利润	302513	321383	341293	361287
归母净利润增速	11.6%	6.2%	6.2%	5.9%
EPS（元）	1.19	1.27	1.35	1.43
乐观情形：信贷需求恢复，广义净息差企稳回升				
广义净息差假设	2.17%	2.07%	2.07%	2.12%
归母净利润	302513	324835	354846	386712
归母净利润增速	11.6%	7.4%	9.2%	9.0%
EPS（元）	1.19	1.28	1.40	1.53

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型进行估值，相关假设如下：

表4：一、二阶段假设（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
净资产	2614122	2841467	3083137	3338906	3602347	3836633	4077946	4326500	4582510	4846200	5117801	5397550	5685692	5982477
摊薄 ROE	11.6%	11.3%	11.1%	10.8%	10.3%	10.0%	9.7%	9.4%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%	8.3%	8.1%
归母净利润	302513	321383	341293	361287	372126	383290	394788	406632	418831	431396	444338	457668	471398	485540
同比	11.6%	6.2%	6.2%	5.9%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
分红率	30%	30%	30%	30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
股利	91004	96681	102670	108685	149004	153474	158078	162821	167705	172737	177919	183256	188754	194417

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表5：折现率假设

无风险收益率	3.0%	第二阶段增长率	3%
风险溢价率	7.0%	第二阶段分红率	40%
β	1.20	永续增长率	3%
COE	11%	永续分红率	50%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

根据以上主要假设条件，采用三阶段 DDM 估值方法，得出公司价值区间为 6.6-7.9

元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于折现率和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

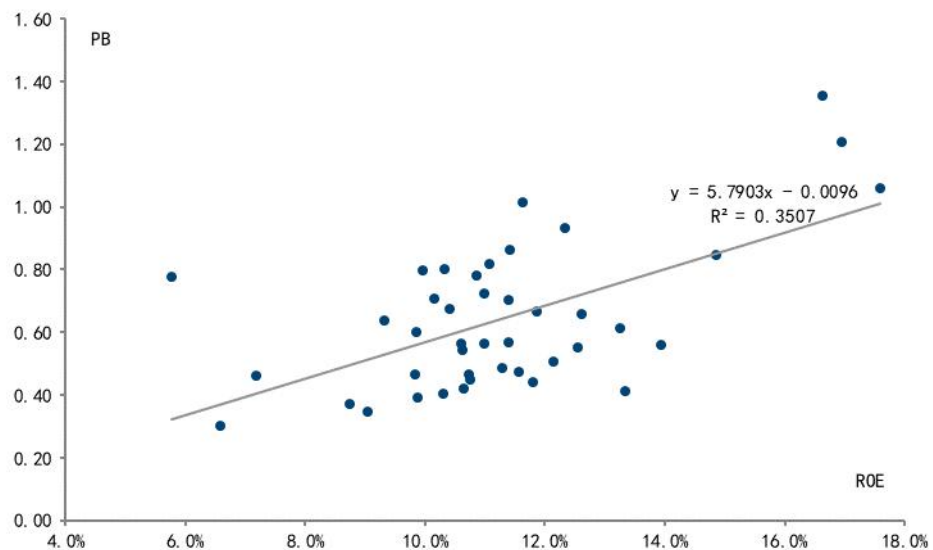
		折现率变化				
		10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
永续 增长 率变 化	2.0%	7.7	7.2	6.8	6.4	6.1
	2.5%	7.9	7.4	7.0	6.6	6.2
	3.0%	8.2	7.6	7.2	6.7	6.4
	3.5%	8.5	7.9	7.4	6.9	6.5
	4.0%	8.8	8.1	7.6	7.1	6.7

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们将全部上市银行放在一起进行横向比较。按照 PB(MRQ) 以及 2021 年 ROE，公司静态 ROE 对应 0.6-0.7 倍 PB(MRQ) 的理论估值，据此计算其合理价值为 6.4-7.4 元。

图 50：上市银行估值情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。注：按 2023 年 3 月 8 日收盘价计算。

投资建议

综合考虑估值测算，绝对估值在 6.6-7.9 元，相对估值在 6.4-7.4 元，取平均值，我们认为公司合理股价在 6.5-7.6 元，相较当前股价 5.86 元（2023 年 3 月 8 日收盘价）有大约 10%-30%溢价空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值相结合的方法计算得出公司的合理估值，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司折现率的假设和永续增长率的假定，及其和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多主观判断：

(1) 市场上投资者众多，不同投资者的投资期限、资金成本、机会成本等均不一致，因此每名投资者可能会有其自身对折现率的取值，这可能导致市场对公司内在价值的一致判断跟我们所得到的结论不一致。为此我们进行了敏感性分析，但敏感性分析未必能够全面反映所有投资者对折现率的取值；

(2) 我们对公司永续增长率的假设比较主观。我们对此进行了敏感性分析，但真实情况有可能落在敏感性分析区间之外；

(3) 相对估值时可能未充分考虑市场整体估值波动的风险，即贝塔的变化。由于目前银行板块整体估值很低，因此相对估值法还存在行业整体被低估，从而导致公司横向对比得到的估值亦被低估的风险。

盈利预测的风险

对公司未来盈利预测的不确定性因素主要来自两部分：一是由于市场利率变动频繁，加上银行自身也会根据市场利率波动调整其资产负债的类别、期限等配置，更加剧了市场利率波动的影响；二是对于不良贷款的认定和相应的拨备计提，银行自身主观调节空间较大，因此可能导致实际情况与我们假设情况差别较大。对于净息差可能存在的偏离，我们在前面进行了敏感性分析；对于资产质量可能存在的偏离，我们采取了谨慎的假设。

政策风险

公司所处行业受到严格的监管，且所从事的业务受到宏观经济和货币政策影响很大。若未来行业监管、货币政策等发生较大调整，可能会对公司的经营产生影响。

财务风险

公司权益乘数较高，若财务管理不当，未来存在短期流动性风险。

市场风险

银行所从事的业务均为高风险业务，包括信用风险、利率风险和流动性风险。宏观环境、利率环境的变化可能会对公司财务数据产生不利影响。

附表：财务预测与估值

每股指标（元）						利润表（十亿元）					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.06	1.19	1.27	1.35	1.43	营业收入	756	824	828	893	965
BVPS	9.06	9.95	10.86	11.82	12.83	其中：利息净收入	576	605	634	692	754
DPS	0.33	0.36	0.39	0.41	0.43	手续费净收入	115	121	121	128	134
						其他非息收入	65	97	72	73	77
资产负债表（十亿元）						营业支出	419	445	426	466	513
总资产	28,132	30,254	34,490	37,938	40,974	其中：业务及管理费	179	210	211	227	246
其中：贷款	16,231	18,170	20,533	22,586	24,393	资产减值损失	193	169	165	187	215
非信贷资产	11,901	12,083	13,957	15,353	16,581	其他支出	46	67	50	52	53
总负债	25,743	27,640	31,648	34,855	8,929	营业利润	337	379	402	427	452
其中：存款	20,615	22,379	24,840	26,828	28,706	其中：拨备前利润	531	547	567	614	666
非存款负债	5,128	5,261	6,808	8,028	8,929	营业外净收入	(1)	(0)	0	0	0
所有者权益	2,389	2,614	2,841	3,083	3,339	利润总额	337	378	402	427	452
其中：总股本	250	250	250	250	250	减：所得税	63	74	79	84	89
普通股净资产	2,265	2,488	2,714	2,954	3,208	净利润	274	304	323	343	363
						归母净利润	271	303	321	341	361
总资产同比	10.6%	7.5%	14.0%	10.0%	8.0%	其中：普通股股东净利润	265	298	317	337	357
贷款同比	11.6%	11.9%	13.0%	10.0%	8.0%	分红总额	82	91	97	103	109
存款同比	12.2%	8.6%	11.0%	8.0%	7.0%						
贷存比	79%	81%	83%	84%	85%	营业收入同比	7.1%	9.0%	0.4%	7.9%	8.1%
非存款负债/负债	20%	19%	22%	23%	24%	其中：利息净收入同比	0.0%	5.3%	4.8%	9.1%	9.0%
权益乘数	11.8	11.6	12.1	12.3	12.3	手续费净收入同比	0.0%	6.0%	0.0%	5.0%	5.0%
						归母净利润同比	1.6%	11.6%	6.2%	6.2%	5.9%
资产质量指标											
不良贷款率	1.56%	1.42%	1.38%	1.36%	1.36%	业绩增长归因					
信用成本率	1.33%	1.04%	0.91%	0.91%	0.95%	生息资产规模	11.9%	7.9%	11.4%	10.0%	9.0%
拨备覆盖率	214%	240%	230%	229%	236%	净息差（广义）	-5.8%	-2.6%	-6.6%	-0.9%	-0.0%
						手续费净收入	-0.5%	0.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资本与盈利指标						其他非息收入	1.5%	3.6%	-3.6%	-0.6%	-0.2%
ROA	1.00%	1.03%	0.98%	0.95%	0.92%	业务及管理费	2.5%	-2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	12.5%	12.8%	12.4%	12.1%	11.8%	资产减值损失	-4.1%	9.8%	0.9%	-1.9%	-2.6%
核心一级资本充足率	13.62%	13.59%	13.00%	12.87%	12.94%	其他因素	-3.9%	-4.7%	4.9%	0.2%	0.4%
一级资本充足率	14.22%	14.14%	13.55%	13.42%	13.49%	归母净利润同比	1.6%	11.6%	6.2%	6.2%	5.9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制

作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032