

2009 年 03 月 14 日

市场数据(人民币)

市价(元)	19.78
已上市流通A股(百万股)	3,980.00
总市值(百万元)	98,900.00
年内股价最高最低(元)	40.56/11.72
沪深 300 指数	2205.42
上证指数	2128.85
2007 年股息率	0.97%


相关报告

- 1 《业绩符合预期》，2009.1.19
- 2 《3季报点评》，2008.10.29
- 3 《中报点评》，2008.8.20
- 4 《1 季报点评》，2008.4.25
- 5 《07 年报点评》，2008.3.21

张英

 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

李伟奇

 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

兴业银行 (601166.SH)

——今年大不同


基本结论

- 兴业银行以资产为中心的业务模式决定了其在流动性充裕的环境下能有更优异的表现。兴业银行 08 年受制于流动性偏紧的宏观环境，规模增长较其它上市银行较弱，这在 09 年将大大改善，**我们认为兴业 09 年规模增速和增长结构都将好于市场预期**。08 年由于房地产市场的调整引起市场对兴业资产质量的担忧在 09 年将大为减轻。一方面源于房地产市场逐步企稳，一方面源于兴业房地产贷款中相当部分是政府项目土地储备贷款，风险很低。**我们认为兴业 06-08 年上半年高风险行业贷款新增额占比和余额占比在上市银行均较低，兴业资产质量状况将好于市场预期**。兴业特殊的资产负债结构带来较大的息差压力，但我们认为无需太过担心；因为这种结构性的压力将随时间推移而快速下降。
- 我们认为兴业银行 09 年业绩存在较多超预期的因素，公司股价表现将明显好于 08 年。
 - ◆ 流动性充裕环境有利于兴业以资产为中心的业务模式，**公司 09 年规模增速和新增结构好于市场预期**。宽裕流动性保证公司规模的增长，公司的地方政府背景和以资产为中心的业务模式保证公司新增贷款结构胶好。预计公司 2 月份由于一般性贷款增长快速，主动压缩票据贴现规模，增长结构较好。
 - ◆ **虽然息差压力较大，但无需太过担心**。息差的压力主要源于 09 年企业真实贷款需求不足，流动性充裕，资产收益率提升压力较大；而之前发行的债券和同业负债具有成本刚性。但是我们认为无需太过担心，因为：首先公司一般性贷款增长较快且可持续，使资产结构对息差的压力好于其他银行；其次充裕的流动性将给公司带来充足的低成本资金，有效拉低整体资金成本；我们认为伴随新金融债的发行和同业存放利率的下降，公司息差的压力将逐步减轻。
 - ◆ **资产质量压力好于预期**。之前对公司资产质量的担忧集中于公司房地产类贷款占比较高。但是我们认为其中个人按揭贷款质量较好，无需过多担忧。开发类贷款当中，有相当部分是政府项目的土地储备贷款，我们认为对这笔贷款也无需太多担忧。**房地产相关贷款质量压力好于预期**。将制造业，商贸，房地产开发类贷款定义为高风险贷款对上市银行贷款整体风险进行判断。兴业银行高风险贷款无论是新增额还是余额占比均较低。
 - ◆ **高拨备覆盖率提供利润平滑空间**。根据公司业绩快报，预计公司 08 年 4 季度增加了拨备计提并进一步提高了覆盖率；为 09 年利润提供了较高平滑空间。

盈利预测及投资建议

- 预计 09 年实现净利润 99.71 亿元，EPS1.994；同比增长-5.8%。目前股价对应 1.82x09PB/10.85x09PE，维持“买入”建议。

内容目录

盈利预测及投资建议	1
以资产为中心的业务模式更适应流动性充裕环境.....	3
特殊的资产负债结构对息差压力较大，但无需太过担忧.....	4
资产质量压力好于预期，高覆盖率提供利润平滑空间	5
营业成本率略微增加，低税率可以维持.....	6

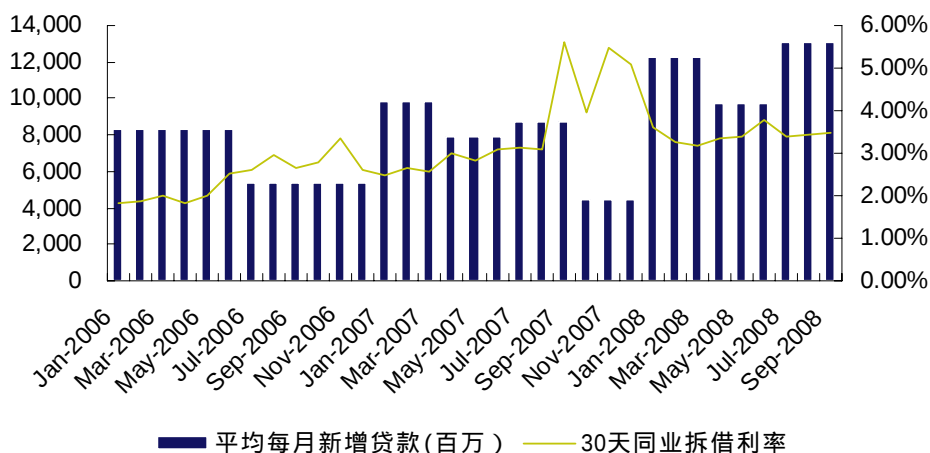
图表目录

图表 1：流动性宽松环境更有利于兴业规模增长	3
图表 2：预计兴业银行一般性贷款增长较快.....	3
图表 3：兴业银行 08 年贷款增速较慢，09 年贷款增长基数低	4
图表 4：兴业银行资金成本率和收益率均较高	5
图表 5：兴业银行同业负债和发行债券占比较高	5
图表 6：兴业银行高贷款收益率	5
图表 7：兴业银行同业存放占计息负债比重高	5
图表 8：兴业银行发行债券明细	5
图表 9：兴业银行房地产开发贷款占比偏高.....	6
图表 10：兴业银行高风险行业贷款占比较低.....	6
图表 11：兴业银行较高的覆盖率提供了加高的利润平滑空间	6
图表 12：兴业银行有效所得税率偏低	7
图表 13：兴业银行政府债券投资占比较高	7
图表 14：兴业银行盈利预测.....	7
图表 15：兴业银行主要财务指标	8

以资产为中心的业务模式更适应流动性充裕环境

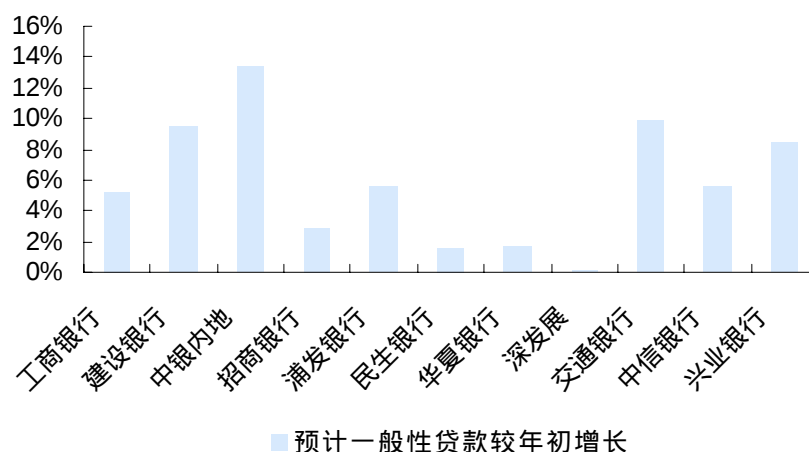
- 普遍意义上银行是通过负债增长来驱动资产增长；在具体业务开展过程中，分为以资产为中心和以负债为中心的业务模式。不同的业务模式给银行业绩带来不同的表现。我们认为兴业以资产为中心的业务模式在流动性充裕的环境下业绩将能取得更快的增长。
- 以资产为中心，兴业银行在贷款项目开拓方面具备竞争优势。这种优势在当前经济处于下行周期，企业贷款需求不足环境下体现的更加明显，即一般性贷款增速在较快。
- 我们预计公司 1-2 月新增贷款主要由政府项目配套贷款构成。考虑兴业银行地方政府背景和项目贷款的特性，我们认为兴业银行贷款的增速是可持续的。
- 08 年由于流动性偏紧，兴业银行贷款增长表现较为弱；09 年贷款规模增长超出市场预期较为确定。

图表1：流动性宽松环境更有利于兴业规模增长



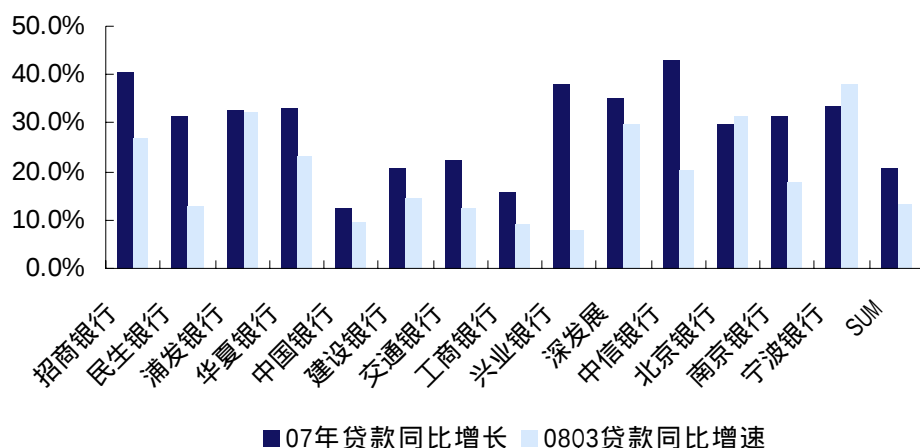
来源：公司数据，Wind，国金证券研究所

图表2：预计兴业银行一般性贷款增长较快



来源：国金证券研究所

图表3：兴业银行08年贷款增速较慢，09年贷款增长基数低

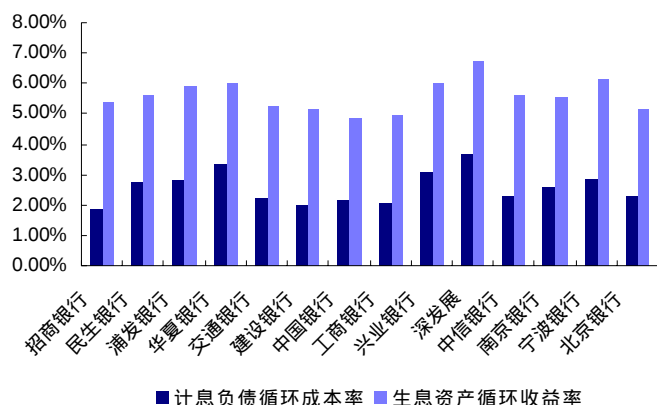


来源：国金证券研究所

特殊的资产负债结构对息差压力较大，但无需太过担忧

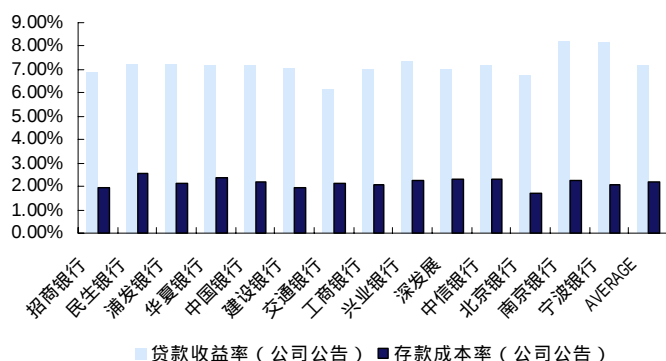
- 兴业资金成本率较高，通过以资产为中心的业务模式提高生息资产收益率以保持合理的息差水平。资金成本率较高主要由于同业负债和债券发行占比较高，公司吸收存款能力，特别是吸收储蓄存款的能力较弱。高生息资产收益率主要通过高贷款收益率来获得。
- 由于之前发行的固定利率债券利率和券商保证金存款利率具有粘性，在降息周期中将给兴业带来较大的息差压力。兴业银行同业存放占计息负债比重高，调研显示，券商保证金和银行同业存放的占比分别为 80%和 20%。
- 由于企业贷款需求的不足，公司目前新增贷款以政府项目配套贷款为主，银行议价能力较弱，预计高贷款收益率会面临压力。兴业银行个人按揭贷款占比较高，利率打七折影响较大。
- 针对息差的压力我们认为无需太过担忧，因为：
 - ◆ 虽然之前债券利率成本较高且具有粘性，但通过测算，债券加权资金成本率依然低于贷款利率水平。根据公司公告 08 年 8 月公告，将在银行间发行总额不超过 150 亿元的金融债，这会大大拉低公司债券的加权成本。
 - ◆ 券商保证金存款执行 1.62%的利率水平，目前银行正与券商协商降低这一利率。虽然进展轻微，但考虑 09 年银行体系流动性较为充裕，公司可以使用更低成本的资金进行替代。
 - ◆ 2 月份主动压缩地收益率的票据融资；公司 1-2 月一般性贷款快速增行，由于公司地方政府背景和政府项目配套的贷款的特性，我们认为公司一般性贷款增速可持续，这将缓解公司净息差的压力。

图表4：兴业银行资金成本率和收益率均较高



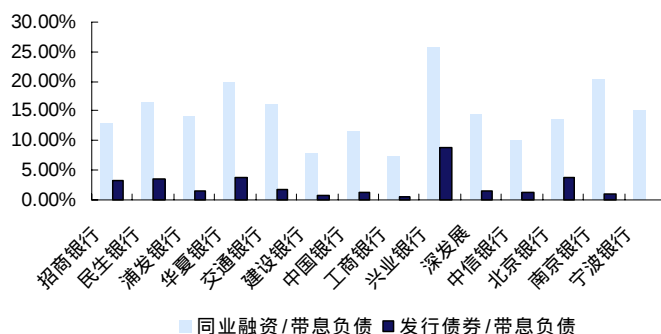
来源：国金证券研究所

图表6：兴业银行高贷款收益率

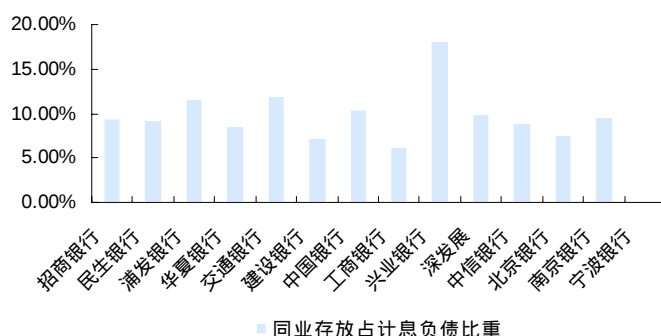


来源：国金证券研究所

图表5：兴业银行同业负债和发行债券占比较高



图表7：兴业银行同业存放占计息负债比重高



图表8：兴业银行发行债券明细

	发行日期	期限 (月)	规模 (亿)	利率
固定利率次级债券	Dec-04	120	18.6	前五年利率5.1%，后五年8.1%；第五年可赎回
浮动利率次级债券	Dec-04	120	11.4	前五面利率为1年期定存利率+2.4%，后五年为1年期定存利率+2.9%；第五年可赎回
固定利率金融债	Apr-06	60	50	年利率2.98%
固定利率金融债	Dec-06	60	80	年利率3.45%
固定利率金融债	Dec-06	120	80	年利率3.75%
固定利率金融债	Mar-07	36	70	年利率3.85%
固定利率金融债	Mar-07	60	70	年利率3.78%
浮动利率金融债	Mar-07	60	50	期存款利率+0.65%
固定利率混合资本债	Sep-06	180	30	前10年利率4.94%，后五年利率7.74%，第11年可赎回
浮动利率混合资本债	Sep-06	180	10	前十年1年期定存利率+1.82%，后五年1年期定存利率+2.82%，第11年可赎回
合计			451.4	加权利率水平 3.90%

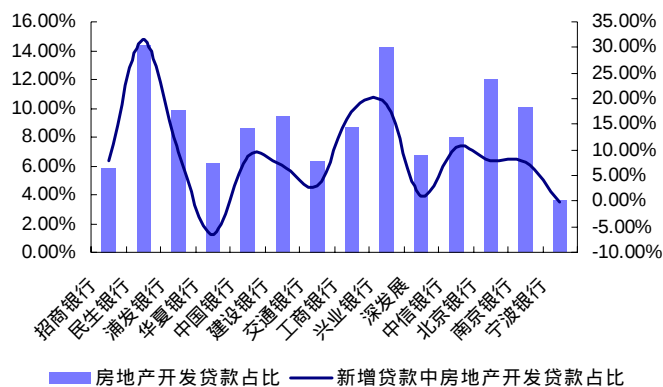
来源：国金证券研究所

资产质量压力好于预期，高覆盖率提供利润平滑空间

- 之前对公司资产质量的担忧集中于公司房地产类贷款占比较高。但是我们认为其中个人按揭贷款质量较好，无需过多担忧。开发类贷款当中，有相当部分是政府项目的土地储备贷款，我们认为对这笔贷款也无需太多担忧。我们认为兴业资产质量的压力是好于市场预期的。

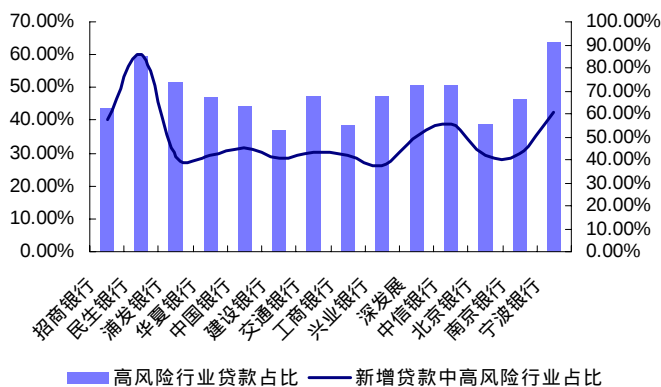
- 我们将制造业，商贸，房地产开发类贷款定义为高风险贷款对上市银行贷款整体风险进行判断。兴业银行高风险贷款无论是新增额还是余额占比均较低。
- 兴业银行拨备覆盖率较高，根据公司业绩快报，预计公司 08 年 4 季度增加了拨备计提并进一步提高了覆盖率；为 09 年利润提供了较高平滑空间。

图表9：兴业银行房地产开发贷款占比偏高

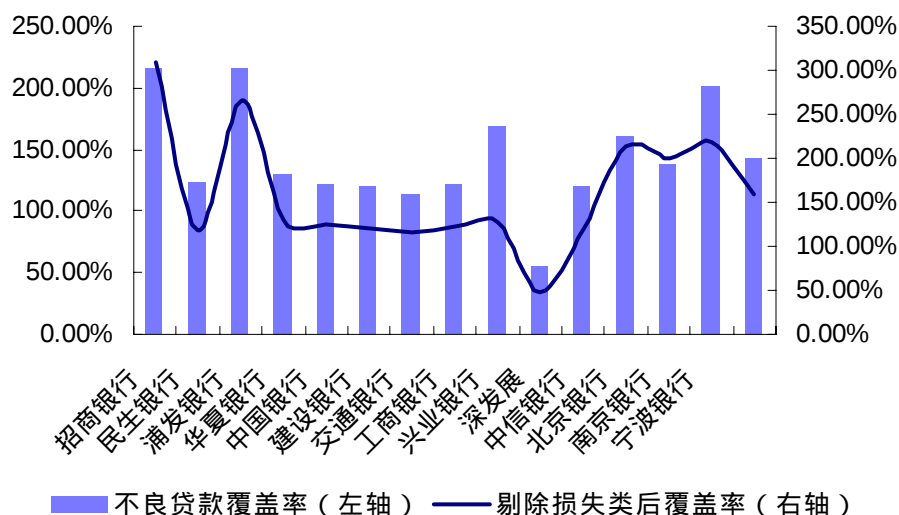


来源：国金证券研究所

图表10：兴业银行高风险行业贷款占比较低



图表11：兴业银行较高的覆盖率提供了加高的利润平滑空间

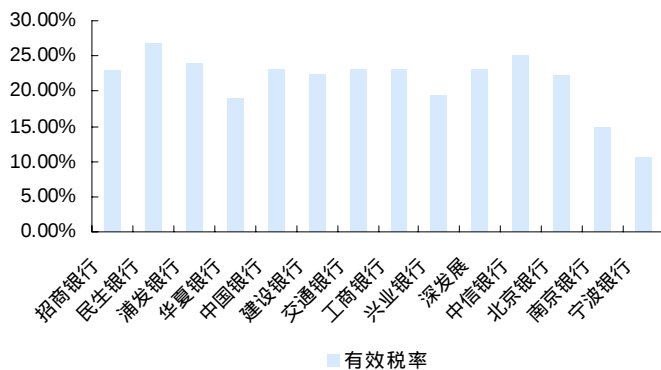


来源：国金证券研究所

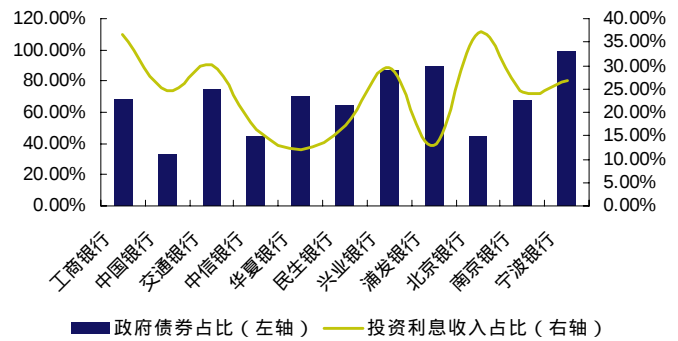
营业成本率略微增加，低税率可以维持

- 由于 09 年收入增速大幅放缓，营业成本具有粘性；但是公司 09 年将更加重视成本控制。我们预计 09 年公司营业成本率将略为增加。
- 公司低税率得益于国债利息收入占比较高。我们认为 09 年公司较低的所得税率可以得到维持。

图表12：兴业银行有效所得税率偏低



图表13：兴业银行政府债券投资占比较高



来源：国金证券研究所

图表14：兴业银行盈利预测

兴业银行(.HK)：利润表

YE 31 Dec (RMB 百万)								
	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
利息收入	9,511	12,402	17,246	24,954	40,198	48,371	41,960	43,125
利息支出	(4,012)	(5,106)	(7,941)	(11,703)	(19,352)	(25,457)	(20,746)	(17,397)
净利息收入	5,499	7,296	9,305	13,251	20,846	22,915	21,214	25,728
手续费及佣金净收入	123	193	237	433	1,518	2,489	3,165	4,067
其他非息收入	45	(76)	210	8	(298)	720	1,152	1,498
非利息净收入	168	117	448	440	1,219	3,209	4,317	5,565
营业收入	5,667	7,413	9,753	13,691	22,065	26,124	25,532	31,293
营业税金及附加	(406)	(551)	(740)	(981)	(1,471)	(1,780)	(1,579)	(1,652)
营业费用	(2,078)	(2,877)	(3,888)	(5,262)	(8,005)	(9,144)	(10,213)	(12,517)
营业支出	(2,483)	(3,428)	(4,627)	(6,243)	(9,476)	(10,924)	(11,792)	(14,169)
拨备前利润	3,183	3,985	5,126	7,449	12,589	15,201	13,740	17,124
拨备	(1,107)	(1,182)	(1,581)	(2,402)	(1,591)	(2,456)	(1,890)	(4,462)
税前利润	2,076	2,803	3,545	5,046	10,998	12,745	11,850	12,662
所得税	(642)	(1,037)	(1,080)	(1,248)	(2,353)	(2,263)	(1,865)	(1,803)
税率	30.93%	37.01%	30.46%	24.73%	21.40%	17.75%	15.74%	14.24%
少数股东权益								
税后利润	1,434	1,766	2,465	3,798	8,644	11,440	9,985	10,859
利润增长率								
Per share data	2003	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
股本, 期末(mn)	3,000	3,999	3,999	3,999	5,000	5,000	5,000	5,000
每股拨备前利润	1.06	1.00	1.28	1.86	2.52	3.04	2.75	3.42
EPS(basic)	0.478	0.442	0.616	0.950	1.729	2.288	1.997	2.172
EPS(Diluted)								
BVPS	2.022	2.522	3.197	4.051	7.779	9.495	10.993	12.622

来源：国金证券研究所

图表15：兴业银行主要财务指标

 兴业银行(.HK)：财务指标
 YE 31 Dec (RMB 百万)

	2006	2007	2008E	2009E	2010E		2006	2007	2008E	2009E	2010E
估值						盈利模式					
PE(Target Pri	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	净利息收入/营业收入	96.78%	94.47%	87.71%	83.07%	82.20%
PE(Current Pri	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	非净利息收入/营业收入	3.22%	5.53%	12.29%	16.93%	17.80%
PB(IP)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	中间业务收入/拨备前利	5.81%	12.06%	16.39%	23.06%	23.77%
PB(CP)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	贷款利息收入/利息收入	67.13%	70.09%	63.63%	59.50%	0.00%
EPS(basic)	0.95	1.73	2.09	1.99	2.17	债券利息收入/利息收入	16.55%	14.48%	16.65%	20.13%	0.00%
EPS(Diluted)	0.95	1.73	2.09	1.99	2.17	同业往来/利息收入	16.32%	15.43%	19.72%	20.36%	0.00%
EPS growth	54.09%	82.02%	21.16%	-4.79%	8.77%	资产负债表					
BVPS	4.05	7.78	9.35	10.85	12.47	生息资产比例	98.44%	98.54%	97.73%	98.18%	97.77%
BVPS growth	26.70%	92.04%	20.19%	16.00%	15.00%	贷款/生息资产	53.37%	50.52%	50.05%	48.78%	47.98%
增长						债券/生息资产	22.24%	29.67%	16.69%	21.84%	22.79%
生息资产	30.10%	38.26%	11.05%	19.24%	17.94%	同业资产/生息资产	25.42%	19.81%	34.01%	30.22%	30.07%
贷款	33.78%	23.31%	17.00%	16.00%	16.00%	计息负债比例	98.73%	98.30%	98.50%	98.50%	98.50%
计息负债	30.19%	34.81%	11.78%	18.83%	18.61%	存款/计息负债	71.26%	61.22%	70.59%	73.66%	77.01%
存款	19.14%	19.42%	25.00%	24.00%	24.00%	同业融资/计息负债	21.84%	29.79%	21.03%	18.58%	16.45%
资产	30.02%	37.82%	12.21%	18.69%	18.44%	发行债券/计息负债	6.90%	8.99%	8.38%	7.75%	6.54%
营业收入	40.38%	61.16%	18.33%	-2.30%	22.59%	存贷比	76.68%	79.18%	74.11%	69.33%	64.86%
营业支出	34.91%	51.80%	15.21%	7.91%	20.18%	贷款分类(%)					
拨备前利润	45.32%	69.01%	20.67%	-9.65%	24.66%	企业贷款	77.87%	65.10%	N.A.	N.A.	N.A.
净利润	54.09%	127.59%	21.16%	-4.79%	8.77%	制造业	17.13%	16.99%	N.A.	N.A.	N.A.
盈利能力						房地产	16.64%	14.01%	N.A.	N.A.	N.A.
生息资产收益	4.59%	5.50%	5.41%	4.06%	3.52%	个人贷款	19.92%	33.09%	N.A.	N.A.	N.A.
计息负债成本	2.23%	2.78%	3.00%	2.12%	1.50%	贴现贷款	2.21%	1.81%	N.A.	N.A.	N.A.
净利差	4.70%	6.05%	4.87%	3.82%	3.34%	不良贷款	4,980	4,583	4,466	7,560	11,743
贷款收益率	6.29%	7.78%	7.20%	5.28%	4.37%	不良贷款率	1.53%	1.15%	0.95%	1.39%	1.86%
存款成本率	1.59%	1.72%	2.33%	1.46%	1.03%	不良贷款覆盖率	126.03%	155.21%	191.52%	122.07%	99.07%
净边际利率	2.49%	2.74%	2.58%	2.07%	2.12%	风险成本	0.83%	0.44%	0.56%	0.37%	0.76%
成本收入比率	45.60%	42.95%	41.82%	46.19%	45.28%	特殊准备/不良贷款	56.54%	44.34%	57.89%	30.96%	31.40%
ROAE	26.21%	31.38%	24.46%	19.75%	18.60%	一般准备	3,515	5,141	6,025	6,986	8,099
ROAA	0.70%	1.18%	1.16%	0.95%	0.88%	市					
资本充足率						营业机构	351	390	N.A.	N.A.	N.A.
加权风险资产	342,858	406,225	517,845	615,362	729,871	员工人数	9,758	11,851	N.A.	N.A.	N.A.
核心资本充足	4.72%	8.92%	8.18%	7.82%	6.64%	CAMEL评级(10分)	9.3	11.9	12.2	10.1	9.1
资本充足率	7.16%	11.78%	10.48%	9.75%	8.28%	资本充足率	7.16%	11.78%	10.48%	9.75%	8.28%
加权风险资产	0.57	0.47	0.57	0.57	0.57	不良贷款率	1.53%	1.15%	0.95%	1.39%	1.86%
权益乘数	38.13	21.89	20.43	20.91	21.53	不良贷款覆盖率	126.03%	155.21%	191.52%	122.07%	99.07%
杜邦分析(与资产相比)						成本收入比	45.60%	42.95%	41.82%	46.19%	45.28%
净利息收入	2.15%	2.45%	2.40%	1.87%	1.91%	ROAE	26.21%	31.38%	24.46%	19.75%	18.60%
非净利息收入	0.07%	0.14%	0.34%	0.38%	0.41%	中长期贷款比例	45.31%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
营业收入	2.22%	2.59%	2.73%	2.25%	2.33%	评价标准					
营业支出	-1.01%	-1.11%	-1.14%	-1.04%	-1.05%	资本充足率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
拨备前利润	1.21%	1.48%	1.59%	1.21%	1.27%	不良贷款率	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
拨备	-0.39%	-0.19%	-0.26%	-0.17%	-0.33%	不良贷款覆盖率	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
税前利润	0.82%	1.29%	1.33%	1.04%	0.94%	成本收入比	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
税收	-0.20%	-0.28%	-0.24%	-0.16%	-0.13%	ROAE	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
						中长期贷款比例	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
目标价格											
当前价格											

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	6	27
买入	0	1	3	10	16
持有	0	0	0	4	5
减持	0	1	1	2	5
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.06	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。