

业绩来源趋于多元化，成长引致资金压力

(2009-07-24)

投资要点：

经营中面临的压力：

◇利息净收入占比成逐年下降趋势。这对于目前中间业务占比仍较低的华夏银行来说，未来盈利瓶颈可能会存在。

◇较快的放贷速度使得公司经营的资金压力逐渐呈现。近两年公司放贷增速均高于吸收存款的增速，如果这种存贷款增速在较长时段内保持的话，未来经营资金不足的状态依然会出现。

◇公司的资产质量目前于业内仍不具优势。08 年不良率为 1.82%，拨备率为 151.2%；与浦发、兴业和招行相比，差距依然不小。

◇净资产收益率仍然不高。08 年公司平均净资产收益率为 15.2%，与增长较快的浦发、兴业相比，仍不具可比性。

经营中存在的潜力：

◇贷款结构配置与宏观经济预期几乎同步。近两年公司制造业与发和零售业贷款占比将近 50%，而这两个行业目前已出现见底回升的迹象。

◇中间业务收入占比增长迅速。自 08 年底内部进行人事调整之后，公司中间业务收入比重由 5.4%上升到了 7.5%；成长的加速度的确值得引起关注。

鉴于上述分析，我们近期上调公司至推荐评级。原因在于：

其一，近两个月来公司股价一直低于行业平均水平。当然，本年 6 月 8 日的巨量解禁是其重要原因之一；目前，公司流通比例已达 75.8%，未来这方面的压力已明显减弱。

其二，在中长期看好中间业务收入的情况下，如果华夏银行能在今年 1 季度的基础上，能有进一步的表现，相信潜力会逐步显现。

其二，公司信贷规模的增长近期虽然快于吸收存款增长的速度，但净利息收入的占比则出现了持续的下滑趋势。对此可有两种解释：一是意味着公司的收益来源正在趋于多元化，二是公司未来发展的资金瓶颈可能仍会出现。收益来源的多元化，则有助于稳定公司的经营业绩。而资金的瓶颈，可能会是公司未来存在引入新的战略投资者或是更换控股股东预期存在的诱因；当然，亦不排除公司将来 H 股上市或海外上市融资的可能。

公司评级

推荐(上调)

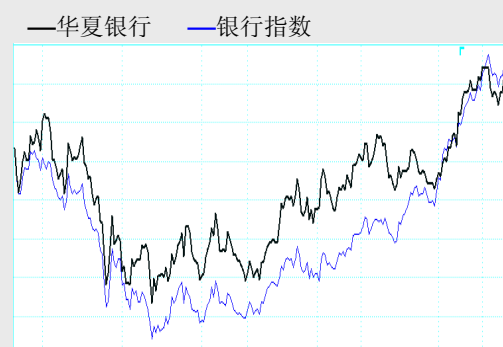
公司 09 年预测市盈率(倍): 17.70

公司 09 年预测 EPS(元): 0.72

市场表现

市场表现(%)	1 周	1 月	3 月
华夏银行	0.71	1.99	67.28
银行指数	2.79	9.97	60.33
沪深 300	4.75	18.93	42.55

52 周阶段行情



资料来源：wind 资讯

孙亚超

行业研究员

电话

021-32229888*3505

邮箱

sunyachao@ajzq.com

相关报告

银行业 2 季度策略报告

2009-03-30

公司研究：民生银行

2009-05-26

历史事件回放:

◇2003 年下半年低调上市，市场人士对其众说纷纭。

◇2007 年 10 月 26 日，华夏银行不良贷款稳降 借新还旧日增 哪个是真相(证券市场周刊); 2007 年 10 月 26 日，公司方面就该文发布了澄清公告，对文章中提到的一些疑问逐一给予了说明。

◇2009 年 6 月 15 日，华夏银行存在被收购可能，有望成为下一个深发展(东方早报)

◇2009 年 6 月 23 日，中国人寿“追求”华夏银行仅是传闻?(证券日报)

一、华夏银行的经营问题

上述事件隐含了一个脉路：低调上市背后的隐情是否如市场所言，即存在借新还旧等违规操作之嫌；果真如此的话，市场的收购传闻将会是有案可查，摆在眼前的深发展银行就是很好的明证。这是我们近期予以其特别关注的原因之一。

原因之二，华夏银行实现资产增值的潜能待考量。我们分析其近几年的财报发现，其中间业务占比是股份制商业银行中最低的，14 家上市银行中位列倒数第二，并曾一度位列倒数第一；目前，仅高于北京银行不到 1 个百分点。据我们可比口径测算，08 年底中间业务占比为 5.44%，07 年底为 3.84%，06 年底为 3.83%。

然而，自 08 年底公司进行人事调整之后，公司经营方面的一些历史疑问似乎正在得到一定的缓解。09 年 1 季度的数据显示，华夏银行的中间业务占比急剧上升到了 7.47%，虽然比例与招商银行的 16.41%相比仍有一段距离，但其成长的加速度的确值得引起关注。随即，市场就出现了德意志增持和国寿追求的传闻，潜在投资者意欲打造第二个深发展的愿望或许正在潜移默化中不断加深。

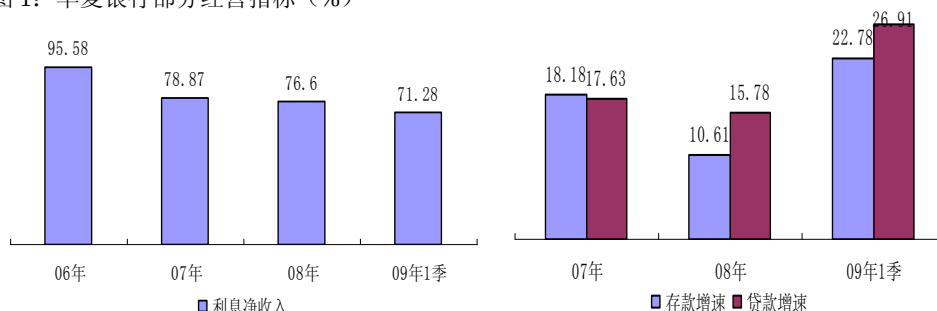
二、经营情况解析

经营中面临的压力：

◇利息净收入占比成逐年下降趋势。数据显示，06 年底该项收入占比为 95.58%，07 年底为 78.87%，08 年底为 76.6%，到 09 年 1 季度该项数据进一步下降为 71.28%。这对于目前中间业务占比仍较低的华夏银行来说，未来盈利瓶颈可能会存在。

◇较快的放贷速度使得公司经营的资金压力逐渐呈现。数据显示，07 年底华夏银行存款同比增速为 18.18%，贷款增速为 17.63%；到了 08 年底，存款增速变为 10.61%，贷款增速为 15.78%；09 年 1 季度，存款增速变为 22.78%，贷款增速变为 26.91%。为此，公司在 2008 年 10 月增发募集资金折合人民币 116 亿元，用于补充资本充足率。而如果这种存贷款增速在较长时段内保持的话，未来的资金不足状态依然会出现。

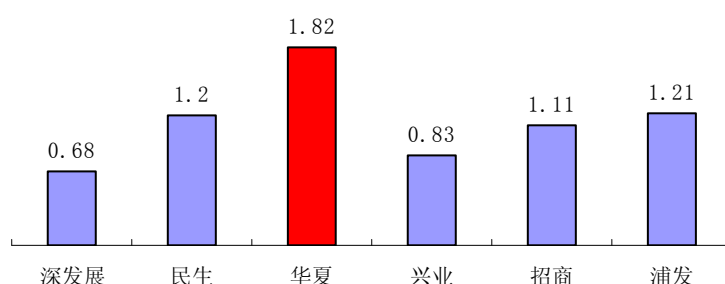
图 1：华夏银行部分经营指标 (%)



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

◇公司08年的不良贷款率占比为1.82%，在同行中处于较高水平。如同期兴业银行为0.83%，深发展在近期大额核销历史坏账后为0.68%，民生银行为1.21%等。而且，公司的拨备率虽达到了监管层的要求，但业内相比，优势并不明显。08年底公司拨备率为151.22%，同期兴业银行为226.6%，浦发为192.5%，民生银行为150.0%；但明显好于深发展的105.1%。

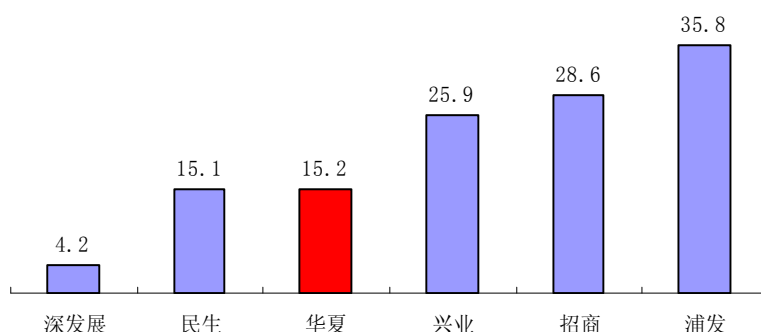
图2：部分银行不良率对比（%）



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

◇净资产收益率仍然不高。08年公司平均净资产收益率为15.2%，与增长较快的浦发、兴业相比，差距依然较大。

图3：部分银行净资产收益率对比（%）



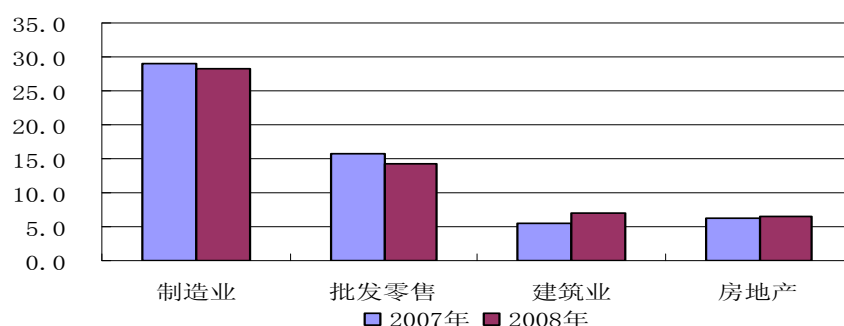
资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

经营中存在的潜力：

◇贷款结构配置与宏观经济预期几乎同步。近两年公司制造业的贷款额度占比一直保持在28%以上，其次为批发和零售业，贷款额度占比为15%左右。数据显示，这两个行业目前已出现见底回升的迹象。

◇中间业务收入占比增长迅速。自08年底内部进行人事调整之后，公司的内部治理结构、资产质量等方面均有进一步改善。按可比口径计算，公司06年底中间业务收入占比为3.83%，07年底为3.84%，08年底为5.44%；而到了09年1季度则变为了7.47%。虽然这一比例与招商银行的16.41%相比仍有一段距离，但其成长的加速度的确值得引起关注。

图 4：华夏银行信贷结构（%）



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

三、投资策略

与此前民生银行的规模扩张发展模式不同，华夏银行未来展现于投资者眼前的预期可能更多体现在内部盈利结构的调整上。总体而言，我们认为：

其一，近两个月来公司股价一直低于行业平均水平。当然，本年 6 月 8 日的巨量解禁是其重要原因之一；目前，公司流通比例已达 75.8%，未来这方面的压力已明显减弱。但市场对于公司前期经营中存在的诸多疑问不能不说亦很重要。

其二，之前在银行的策略报告中，我们估计中间业务收入占比的中长期提升应是国内银行业部门发展的大趋势，因此，如果华夏银行能在今年 1 季度的良好开端下，有进一步的表现，相信潜力将逐步显现。

其三，公司信贷规模的增长近期虽然快于吸收存款增长的速度，但净利息收入的占比则出现了持续的下滑趋势。对此可有两种解释：一是意味着公司的收益来源正在趋于多元化，二是公司未来发展的资金瓶颈可能仍会出现。收益来源的多元化，则有助于稳定公司的经营业绩。而资金的瓶颈，可能会是公司未来存在引入新的战略投资者或是更换控股股东预期存在的诱因；当然，亦不排除公司将来 H 股上市或海外上市融资的可能。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 15%以上

推 荐: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅 5%~15%

中 性: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避: 预期未来 6 个月内, 个股相对大盘跌幅 5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大市: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘跌幅 5%以上;

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。