



浦发银行（600000）投资分析

报告日期：2009年08月07日

——短中长期潜力兼具，维持买入评级

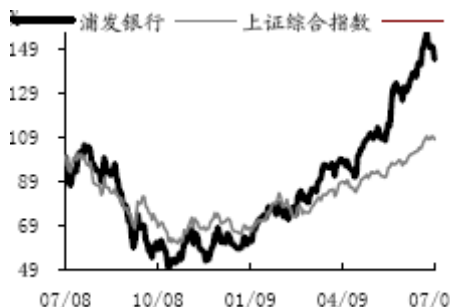
基础数据

总股本(百万股) 7,926
 流通A股(百万股) 7,926
 流通股比例 100.0%
 总市值(百万元)
 主要股东 上海国际集团有限公司
 23.57%

公司评级

所属行业 金融行业
 公司股价 24.87元
 投资评级 买入

公司市场表现



相关报告

浦发银行（600000）：经营压力显现，
 估值吸引力增大 2008.10.22

浦发银行（600000）：投资策略报告
 2008.09.01

浦发银行（600000）：维持“推荐”评
 级 2008.05.06

报告概要：

- ✧ 08 年净利润保持127.61%的高速增长，09 年1季度公司净利润29.6 亿元，同比增长5.29%。基本每股收益0.523元，同比增5.23%。全面摊薄净资产收益率6.58%，同比下降2.37%。
- ✧ 09 年1 季度，浦发银行贷款增速为25.39%，居于上市银行前列，贷款主要投向省级和市级的政府项目，中央主导的投资项目参与较少。息差方面，08 年3 季度是银行近期息差的高点，因此同比看可能在2、3 季度见底。从数值看，银行认为1 季度息差已基本见底。
- ✧ 浦发银行是对公业务主导的股份制银行，近期发展目标仍然是强化对公业务，尤其是加强对重点地区的服务。长远上看，浦发银行以零售业务为重点进行转型。
- ✧ 1季度浦发银行实现非利息净收入6.74 亿元，同比增长51.97%，环比下降2.29%；非利息净收入占营业净收入之比较08 年提高0.35 个百分点至8.53%，收入结构略有改善。
- ✧ 1 季度，浦发银行的资产质量各项指标出现好转，1季度不良贷款余额下降2.86 亿元，不良率降至0.96%；关注及逾期类贷款也同样出现双降。1 季度没有核销，仍计提了14.25 亿拨备，同比增加42%，拨备覆盖率进一步提升至218.32%。
- ✧ 短期来看，银行业的估值水平仍有提升空间，1）无论PE 还是PB，当前银行股的估值水平依然处于市场低端；2）当前宏观经济和市场环境有助于形成对银行未来ROE较乐观的判断，一方面对PB估值有推动作用，另一方面，净利润的较快增加使得市场更倾向于使用PE来进行估值。截至2009年7月29日，银行股2009年动态PE平均为17.29倍，动态PB则为2.85倍，处于A股市场中较低的水平，短期来看仍有提升空间。
- ✧ 根据研究所下半年的投资策略观点：自1664点以来，A股上涨已经持续了8个月时间，最高上涨幅度已经超过100%，市场估值逐渐由低估状态回归到一个合理的水平。但在目前全球经济不断好转，全球各国的货币政策和财政政策没有出现实质性变化的背景下，下半年证券市场的走势依然可以乐观。
- ✧ 投资建议：预计浦发银行2009年净利润同比增长10.02%，每股收益为2.13元（不考虑增发）；维持对其“买入”评级，目标价为30元/股，该目标价对应的2009 年PB、PE 为3.09 倍、12.42 倍。估值处于行业较低水平，但PB 估值由于其高杠杆特性而高于同业。
- ✧ 风险因素：1）建议关注其制造业及零售贷款质量的变化，以及定向增发募资能否取得顺利进展。2）规模迅速扩张后存款的补充较难，吸收高成本的同业存款降低利息收益。

1、1 季度公司净利润同比增长 5.29%

08 年净利润保持127.61%的高速增长,09 年1季度公司净利润29.6亿元,同比增长5.29%。基本每股收益0.523 元,同比增5.23%。全面摊薄净资产收益率6.58%,同比下降2.37%。09 年1 季度浦发净利润同比正增长最主要的两个驱动因素是:(1)平均生息资产同比增长51.12%;(2)非利息净收入同比增长51.97%;(3)费用收入比下降8.79 个百分点;(4)有效税率下降0.33 个百分点。主要阻滞因素是:(1)净息差大幅收窄122 个bp;(2)拨备计提同比增加42.02%。

1季度末,浦发银行总资产为15001.4亿元,比上年度期末增加14.56%;贷款总额为8542.6亿元,较上年末增加1567亿元。资本充足率为8.72%,核心资本充足率为4.84%,较上年末分别下降0.17和0.1个百分点。存款余额同比增长35.08%,均远高于行业平均。

09 年一季度浦发银行总资产规模同比增长的主要驱动因素是:贷款净额同比增长47.62%,在总资产中占比56.94%;存放同业款项同比增长1254.67%,占比7.88%;买入返售金融资产同比增长48.12%,占比7.75%;可供出售金融资产同比增长661.30%,占比5.56%。

浦发1季度的贷款增量在股份制银行中处前列,2 季度信贷增速仍保持较高水平,预计下半年侧重对贷款结构进行调整。管理层表示,贷款投向还将以基础设施类为主,优先选择具有国有背景的企业客户。

2、信贷结构及息差情况

09 年1 季度,浦发银行贷款增速为25.39%,居于上市银行前列,贷款主要投向省级和市级的政府项目,中央主导的投资项目参与较少。从行业分布看,地产类贷款中的开发贷占比上升,主要为上海浦东开发区建设及天津滨海新区建设;对于按揭贷款,银行也持支持态度。此外,出于风控考虑,适当压缩了批发零售类贷款。贴现由各分行相机抉择,总行没有统一要求,一些新设分行(如福州分行等)贴现较多,上海、北京分行并未出现明显增加。四月份的情况与行业整体一致,短期贷款出现负增长,中长期贷款继续增加。

息差方面,08 年3 季度是银行近期息差的高点,因此同比看可能在2、3 季度见底。从数值看,银行认为1 季度息差已基本见底,1 季度浦发银行的净息差和净利差分别为2.10%和2.00%,分别较08 年第四季度收窄63 和64 个bp。一方面通过纵向比较,1 季度约2.1%的净息差已是历史最低水平,另一方面,同业业务收益已能保本,并逐渐转正,预期对此后的息差有所帮助。

2 季度与1 季度持平,后期将逐季向好。后期市场流动性宽松度环比较弱将提升银行的贷款议价能力。另外,资金成本方面压力有所减轻,存款定期化趋缓的态势明显。

3、发展战略以对公业务为主,长远向零售转型

浦发银行是对公业务主导的股份制银行,近期发展目标仍然是强化对公业务,尤其是加强对重点地区的服务。对公业务在同业中具有明显优势,在目前基建项目占据新增一般性贷款主导地位的形势下,生息资产规模将保持较快增长,可以基本弥补净息差的下降。

长远上看,浦发银行以零售业务为重点进行转型。薪酬结构是其零售业务转型中需要调整的部分。浦发银行主要通过三步骤进行调整,首先推行等级行制度,按权限和业务范围将分支行分档;接着实行等级行员制,明确人员权责范围;最后辅以用工多元化,通过增量调整建立与发展零售业务相适应的人员薪酬结构。

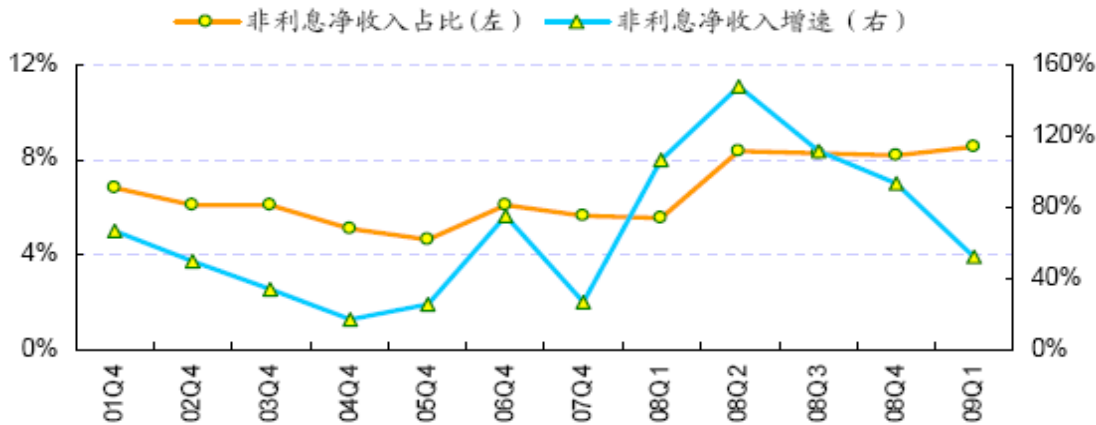
4、非息净收入同比大增,环比负增

09 年一季度浦发银行实现非利息净收入6.74 亿元,同比增长51.97%,环比下降2.29%;非利息净收入占营业净收入之比较08 年提高0.35 个百分点至8.53%,收入结构略有改善。

09 年一季度浦发银行非利息净收入同比增长的主要驱动因素是:手续费及佣金净收入同比增长25.37%;投资收益同比增长185.66%;公允价值变动损益扭亏为盈;其他业务净收入同比增长381.87%。

09 年一季度浦发银行非利息净收入环比负增的主要原因：投资收益环比减少12.07%；汇兑损益环比减少71.71%。其他业务净收入扭亏为盈。

图1：浦发银行非利息净收入占比及其同比增速



4、资产质量较为可靠

08年末，浦发银行的不良率较07 年末下降了0.25%至1.21%，但不良贷款余额自08 年中期开始出现反弹，08 年末不良贷款余额84.67 亿元，较07 年末上升4.44 亿元，较08 年中期上升8.53 亿元。全年打包处置不良20 亿元，现金清收18 亿元，核销5.6 亿元。08 年末浦发银行的关注类贷款同比增加1.74%，4 季度单季环比上升7.12%，占总贷款1.47%。08 年末关注类及不良贷款量的上升，部分由于监管当局提出准确分类、核销坏账、资本充足的要求，浦发银行在08 年末相应严格了贷款划分及拨备计提。

09 年1 季度，浦发银行的资产质量各项指标出现好转，1季度不良贷款余额下降2.86 亿元，不良率降至0.96%；关注及逾期类贷款也同样出现双降。1 季度没有核销，仍计提了14.25 亿拨备，同比增加42%，拨备覆盖率进一步提升至218.32%。从行业分布看，虽然地产、零售贷款的不良率出现反弹，但仍处于较低水平，制造业和批发零售业则是不良水平高于全行平均的行业。

拨备覆盖率进一步提升至 **218.32%**，较上年末增加 25.83 个百分点。我们认为浦发银行的拨备计提审慎，资产质量较为可靠。当前的拨备及不良水平处于业内优良水平，09 年在清收核销不良的基础上，拨备有望对利润形成反哺。

图 2：浦发银行不良贷款余额及比例

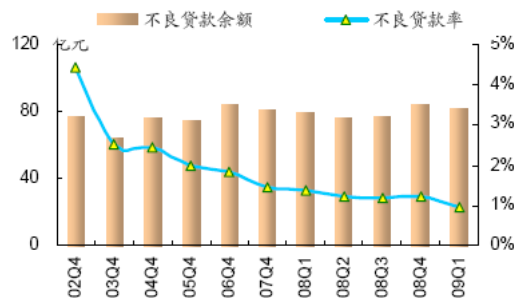


图 3：贷款损失准备金余额及拨备覆盖率



6. 费用收入

5、受益大股东背景和地方政策

浦发银行在上海建设金融中心过程中的受益需要通过其控股股东的发展定位来看。直接及间接控股浦发银行33.87%股权的上海国际集团是上海国资委旗下的综合性投资控股公司，除浦发外还控股上海农商行、上海国际信托，国泰君安证券及上海证券。其发展战略分财务性投资公司、战略性投资公司和战略性控股公司三阶段，目前上海国际集团处于第一与第二阶段之间。

与部分金融资产属于财务性投资不同，上海国际集团对浦发银行的投资属于战略性投资。由于浦发在发展中

起核心平台作用，上海国际集团在现阶段不会减持解禁的股份，未来的持股比例也将保持在30%左右。此次浦发银行计划定向增发150 亿，上海国际集团也将参与部分，具体时间需待监管部门批准，银行方面在积极推进中。

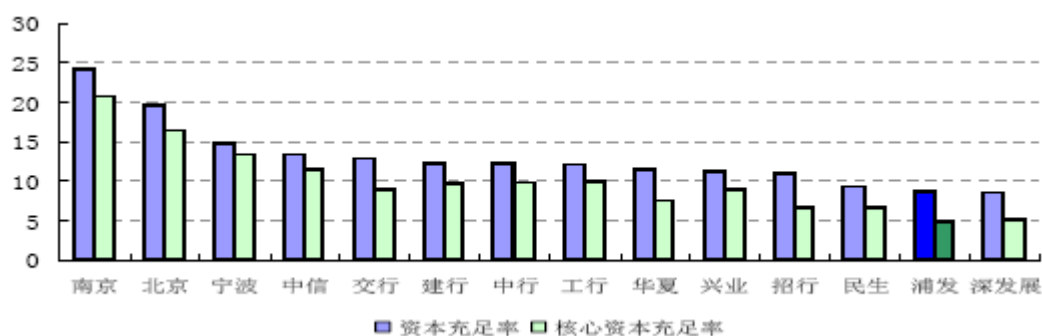
目前，在国际集团的平台下，浦发银行与部分金融机构开展了较为密切的业务合作。未来在发展过程中，上海国际集团可能对旗下金融资产进行整合，浦发也可能获得更多参股及多元化经营的机会。

上海国际集团对浦发银行的投资属于战略性投资。由于浦发在发展中起核心平台作用，上海国际集团在现阶段不会减持解禁的股份，未来的持股比例也将保持在30%左右。此次浦发银行计划定向增发150 亿，上海国际集团也将参与部分，具体时间需待监管部门批准，银行方面在积极推进中。

2009 年，上市十年的浦发银行对资本市场的作用及多元化经营的理念有了更深的体会，加强对山西金融租赁及莱商银行资本运作的同时也保持对收购兼并机会的关注。

6、定向增发或将在今年3 季度完成

浦发的存贷比指标处于监管线下。超额准备金仍保持较高水平，目前面临的瓶颈问题是其较低的资本指标对后期的业务扩张空间有着较大的限制。如定向增发 150 亿和次级债150 亿的融资计划能在年内顺利完成，再考虑今年预期将有100 多亿利润留存，则核心资本充足率和资本充足率则有望分别达6%和10%。公司表示，此次主要以竞价发行方式进行定向增发，目前进展顺利，希望能三季度内完成。



7、网点建设与成本费用

目前除了西藏、宁夏、青海等省份，浦发银行在多数省市设立了500余个网点。2009 年，银行新设网点的目标是100 个，并将指标分布到分行。

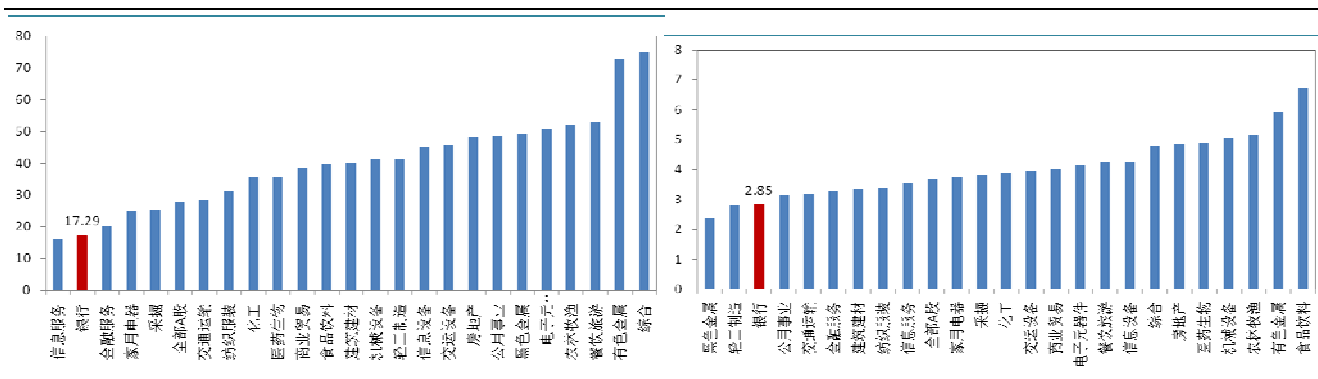
2011 年的目标网点总数为750 个。除了网点建设外，浦发银行还进行了IT 系统的整合，将开发与产品设计合并，并提出为期3年的新一代核心技术开发目标。

09年1季度浦发银行的成本收入比为25.08%，较08 年末的36.69%有较大幅度下降，但由于年末通常费用开支较大，预计全年的成本收入比在38%左右。

8、估值分析

短期来看，银行业的估值水平仍有提升空间，1) 无论PE 还是PB，当前银行股的估值水平依然处于市场低端；2) 当前宏观经济和市场环境有助于形成对银行未来ROE较乐观的判断，一方面对PB估值有推动作用，另一方面，净利润的较快增加使得市场更倾向于使用PE来进行估值。截至2009年7月29日，银行股2009年动态PE平均为17.29倍，动态PB则为2.85倍，处于A股市场中较低的水平，短期来看仍有提升空间。

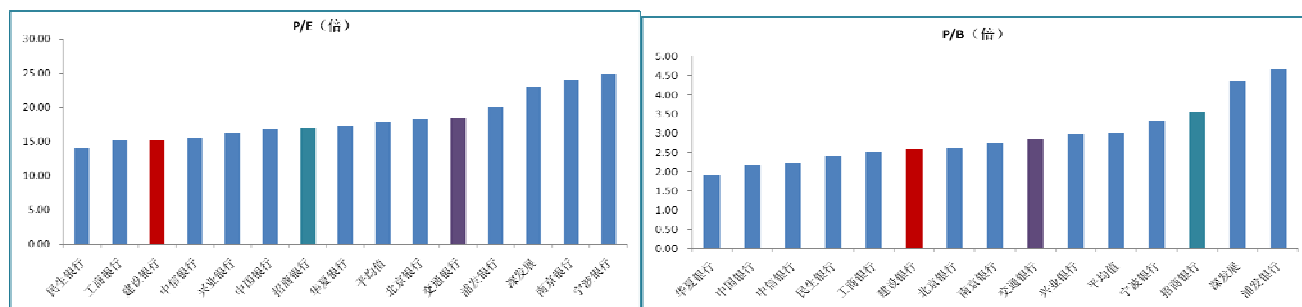
图1、2：各行业估值比较（市盈率2009.07.29） （市净率2009.07.29）



数据来源：wind资讯、英大证券研究所

公司目前估值水平为16.42倍（09PE）/13.68倍（10PE），2.53倍（09PB）/2.09倍（10PB），估值水平处于行业平均水平，PE高于招行、建行。PB低于招行，高于建行。预计09 年净利润增长1.75%，EPS 为0.60 元。我们看好公司中线发展前景，维持“增持”评级。

图3、4：各上市银行估值比较（市盈率2009.07.29）（市净率2009.07.29）



数据来源：wind资讯、英大证券研究所

9、下半年市场判断

根据研究所下半年的投资策略观点：自 1664 点以来，A 股上涨已经持续了 8 个月时间，最高上涨幅度已经超过 100%，市场估值逐渐由低估状态回归到一个合理的水平。但在目前全球经济不断好转，全球各国的货币政策和财政政策没有出现实质性变化的背景下，下半年证券市场的走势依然可以乐观。主要理由如下：1、宏观和微观层面的数据均显示经济出现复苏迹象。2、金融危机冲击进入“衰和竭”阶段。3、政策面倾向微调，监管层态度未变。4、市场驱动因素由估值回归转向业绩增长。

所以总体来看，目前成为顶部的可能性很小，下半年市场重心总体向上的概率比较大一些，但是市场会反复震荡，并且随着涨幅的增加，震幅也会加大。

当然，我们需要密切观察下半年货币政策、财政政策以及与房地产相关政策的变化情况，根据新情况的变化而做出策略调整，但目前为止暂未出现离场的信号。

10、盈利预测与投资建议

浦发银行一贯秉承审慎的经营理念，风险控制较好。作为上海国际集团发展的核心平台，将受益于上海市金融中心建设，并可持续获得较低的资金成本。我们认为在经济下行周期，稳健经营的浦发银行是股份制银行中防御性较高的品种，且受益于上海市金融平台建设具有较大的发展机遇。短期来看，前期大量投放的信贷对业绩正面贡献逐渐显现，资产质量压力在今年信贷质量趋于稳定的背景下而有所缓解，加上公司原有较为

厚实的员工应付薪酬家底赋予其在费用控制方面较大的操作空间，市场对其实现盈利正增长的预期逐渐增强。长期来看，上海的区域发展将给浦发的后期发展较大的想象空间。综合而言，维持对其“买入”评级。

预计浦发银行2009年净利润同比增长10.02%，每股收益为2.13元（不考虑增发）；维持对其“买入”评级，目标价为30元/股，该目标价对应的2009年PB、PE为3.09倍、12.42倍。估值处于行业较低水平，但PB估值由于其高杠杆特性而高于同业。

11、风险提示

建议关注其制造业及零售贷款质量的变化，以及定向增发募资能否取得顺利进展。规模迅速扩张后存款的补充较难，吸收高成本的同业存款降低利息收益。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券综合研究部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业投资评级

推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数
中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随上证指数
回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数

公司投资评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为基准