

王倩
021-68407902
wangqian@cmschina.com.cn

2010年2月4日

兴业银行(601166.SH)/33.67 元

“大零售战略”的关键拼图——信用卡专项调研简报

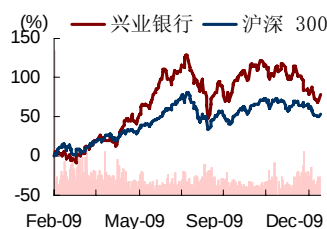
投资评级: **强烈推荐-A**
评级调整: 维持
目标估值: 40-45 元

基础数据

总股本(万股) 500000
流通股本(万股) 398000
总市值(亿元) 1684
流通市值(亿元) 1340
52周股价 17.6-43.0 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-20	83
相对表现	-4	-5	30



相关报告

信用卡业务已走出初创阶段, 实现盈利, 不走“跑量模式”和“砸钱模式”, 而是寻求大零售战略下的协同效应。此外, 从开发贷转向土地储备贷款, 是兴业银行房地产类贷款的重大结构调整。“务实、创新”的战略不变, 看好其可持续扩张路径。

信用卡业务

- **信用卡行业环境劣于国际。**中国的信用卡行业, 存在天然不足: (1) 透支利率较低。银监会规定 18% 的透支年利率, 而香港信用卡市场的透支利率最低是 22%, 最高达 32%。(2) 消费回佣商户扣率过低。08 年初银联公布的商户扣率就小于 0.3%, 而国外一般都在 1.5% 的水平。(3) 消费习惯保守。
- **适度发展的思路, 已经实现盈利。**兴业银行信用卡业务发展的原则是: 适度发展, 稳健经营, 具体就是: “上规模、重质量、出效益”。09 年, 在资金成本市场化的基础上, 信用卡业务实现了盈利, 发卡超过 570 万张。值得一提的是, 兴业信用卡占用资金的行内划拨成本是各家银行中最高的, 09 年为 3.4%, 08 年为 5.5%。
- **风险控制较强, 不良容忍度较低。**兴业银行是同期发卡行中不良率最低的行之一。在累计核销不到 3000 万的基础上, 去年底信用卡的不良率刚突破 2%, 从 m0 向 m1 的迁徙率控制在 1.5% 以内。
- **信用卡是“大零售战略”的关键拼图。**兴业银行信用卡在现阶段不会成为全行突出的盈利增长点, 但从管理层的战略定位来看, 信用卡平台和借记卡平台的整合将加强兴业银行整体的客户管理和筛选能力, 加强零售业务中负债板块的渠道吸纳能力, 弥补网点渠道较少的先天不足, 成为“大零售战略”的一块关键拼图。

公司整体经营

- **市场对公司的房地产类相关贷款的认识存在误区。**截至 09 年 3 季末, 兴业银行与房地产相关的贷款占比为全行贷款的 30% 左右, 同业中居较高水平, 我们认为, 市场对公司房地产类相关贷款的担忧是一种误区:
 - (1) 房地产类贷款还包括土地储备贷款和经营性物业类贷款, 这两类贷款与房地产二级市场调控关联度不大。
 - (2) 开发贷款占比明显下降, 09 年 3 季末, 房地产开发贷款占全部贷款比重为 4.73%, 较 08 年末 8.52% 的比重下降 3.79 个百分点。
 - (3) 开发贷款也分布在二线城市; 个贷政策并不激进, 个贷占比有所下降。
 - (4) 土地储备贷款将替代开发贷款成为兴业银行 2010 年的重点贷款项目之一。
- **核心竞争力不变, 维持“强烈推荐”, 建议买入。**我们认为, 公司的核心竞争力在于“务实、创新”, 这点并未改变。去年在窗口指导下, 公司的信贷增长较为谨慎, 预计 2010 年公司的信贷增长将明显超过行业平均。我们维持对公司“强烈推荐”的评级, 预计未来三年业绩复合增速为 19%, 对应 2010 年 PE 和 PB 分别为 10X 和 2.3X, 估值位于同业较低水平, 建议买入。

2月2日，我们和多家投资者，在兴业银行信用卡中心，与兴业银行董秘、兴业银行零售银行管理总部副总裁兼信用卡中心总经理等各位领导，就兴业银行的信用卡业务、零售业务和公司整体经营，进行了深入沟通。

信用卡业务情况

- **晋入发卡大行。**2004年7月1日，兴业银行发行第一张信用卡。05年开始，与恒生合作。09年底，发卡量超过570万张，成为发卡大行。（银监会标准：200万张以下是发卡小行，200万张-500万张是中等发卡行，500万张以上是发卡大行）目前，兴业银行信用卡共有4个系列（标准卡、联名卡、主题卡、公务卡），30多个品种，其中白金卡有四五个品种，高端卡5张，09年底推出了奔驰联名车卡。员工900多人。共有14个部门。新划分的部门有电话销售部门和数据库管理营销部门，加强营销和数据挖掘。
- **信用卡行业环境劣于国际。**中国的信用卡行业，存在天然不足：（1）利率非市场化。银监会规定18%的透支年利率，HK的透支利率最低是22%，最高是32%，根据信用状况进行定价。（2）消费回佣商户扣率过低。08年初银联公布的商户扣率就小于0.3%，而国外一般都在1.5%的水平。（3）消费习惯保守。国人不太习惯循环授信的方式，而且和地区有关系。
- **适度发展，实现盈利。**兴业银行信用卡业务发展的原则是：适度发展，稳健经营。具体就是：“上规模、重质量、出效益”。09年，在资金成本市场化的基础上，信用卡业务实现了盈利。值得一提的是，兴业信用卡占用资金的行内划拨成本各家银行中最高的，09年为3.4%，08年为5.5%。
- **风险控制较强，不良容忍度较低。**恒生银行风险观念就比较强。兴业银行是同期发卡行中不良率最低的行之一。去年底不良率刚突破2%。（累计核销不到3000万）西方认为实现最佳收益下的不良率应为3-5%。兴业很注重从m0向m1的迁徙，迁徙率控制在1.5%以内。
- **迈过原始积累阶段，开始业务和客户的双维挖掘。**09年，兴业的信用卡业务实现盈利，基本上迈过了原始积累阶段，在业务上，完善了高收入业务（五大分期：POS分期、邮购分期、消费分期、现金分期、账单分期，分期手续费收入占全部收入的14%）；在客户选择上，排除边缘客户，引导金融、通信等高收入行业客户进入。目前，兴业的循环额度/透支额度为38%-39%，循环+分期/透支额度为60-70%（分子意味着盈利，分母代表规模），6个月活卡率为46%，位于行业中等水平。兴业信用卡的收入结构中，利息收入占45%、回佣收入占21%、年费及分期手续费收入占34%。此外，兴业银行侧重对零售客户的综合交叉销售，其客户信用卡及借记卡的关联比率在同类型银行中最高。
- **信用卡是“大零售战略”的关键拼图。**与某些银行不同，兴业银行一贯在财务上比较谨慎，相当注重产出，因此对信用卡业务的营销投入和固定资产投入都相对较少，并不追求单纯的发卡量。不搞“砸钱战术”、没有“人海战术”，我们认为，兴业银行信用卡业务在现阶段不会成为整个银行明显的盈利增长点，但从管理层战略定位来看，信用卡平台和借记卡平台的结合将加强兴业银行整体的客户管理和筛选能力，加强零售业务中负债板块的渠道吸纳能力，成为“大零售战略”的一块关键拼图。

最新全行经营情况

- **核心竞争力在于“务实、创新”**。抓住房地产市场繁荣阶段发展个贷，持续推出产品有效拉动储蓄，壮大资金业务拓展低成本负债，布局银银平台延伸渠道，几步关键战略使兴业银行迅速扩张、领先同业。去年在窗口指导下，公司的信贷增长较为谨慎，预计 2010 年公司的信贷增长将明显超过行业平均。
- **地方融资平台风险可控**。目前政府信用贷款占公司总贷款的两成多，主要集中在以未来土地出让收入为担保的旧城改造项目、政府性投资公司这两类，纯信用担保的没有实体项目的融资平台兴业银行一般不投放贷款。在这类贷款中，省市级以上政府占近八成。按期限来分，1 年内到期的三成，3 年内到期的共有七成。去年新增的这类贷款占这类贷款余额一半多。
- **“从资产拉动负债”到“产品拉动储蓄”**。从零售业务战略来看，最初的“资产拉动负债的战略”已经不提了，个贷经历了最初的飞速扩张期间，进入了稳定扩张期。负债仍然是兴业扩张的一个短板。但是，我们看到在 07 年个贷快速发展拉动储蓄增长后，08 年和 09 年储蓄存款仍然保持了相对同业较高的增速，我们认为主要来自产品的推动，08 年的第三方存管，09 年的智能账户推出，都对储蓄产生了较大的刺激作用。
- **市场对公司的房地产类相关贷款的认识存在误区**。截至 09 年 3 季末，兴业银行房地产类公司贷款占比为 9.5%、个人贷款占比为 21.4%，与房地产相关的贷款占比为全行贷款的 30%左右，同业中居较高水平。在房地产市场遭受调控、景气下降阶段，市场对兴业银行的相关资产存在较大担忧。我们认为，这是一种误区：
 - **首先，房地产类贷款不等于开发贷款**。房地产类贷款还包括土地储备贷款和经营性物业类贷款，这两类贷款与房地产二级市场调控关联度不大。
 - **其次，开发贷款占比明显下降**。09 年 3 季末，房地产开发贷款占全部贷款比重为 4.73%，较 08 年末 8.52%的比重下降 3.79 个百分点。
 - **第三，开发贷款也分布在二线城市**。开发贷的主要分布地区既涉及上海、北京等一线城市，也均衡地分布在厦门、福州、泉州、长沙、沈阳、合肥等房地产市场较平稳、城市化发展较快的二线城市，大部分属于普通商品住房开发项目。
 - **第四，个贷政策并不激进，个贷占比有所下降**。09 年 3 季末，个贷余额 1484 亿元，较 08 年底增长 200 亿元，但占全行贷款比例下降了 4.4 个百分点。个人房贷重点支持首套自住房和改善型购房贷款需求，平均首付比在四成左右，一手房贷占比维持在七成左右。更加注重调整客户结构和区域分布，一线城市的集中度有所下降，而一些房价涨幅较小的二三线城市的业务量稳步增长。
 - **最后，抓住城市化新阶段的新机会，以土地储备贷款为新的重点业务**。城市化是中国经济转型的关键词之一。在经历 07 年开发贷和个人贷款业务的快速发展后，兴业银行的房地产类相关贷款也进入了结构调整期，管理层认为，随着市区空余土地出让空间的减少，城市化进程重心已经从初级阶段进入了深化阶段，二三线城市的旧城改造项目将是城市化新阶段的新机会，土地储备贷款将替代开发贷款成为兴业银行 2010 年的重点贷款项目之一。这类贷款将以土地出让金为还款来源，以政府信用为担保，并且具备了资金归结的优势，将拆迁款、政府补偿款等资金也归入行内，提高了项目和全行的流动性，在收益和风险上都优于开发贷款。

我们认为，兴业银行的核心竞争力在于“务实、创新”的经营管理理念，在复杂的市场环境中，探寻合适的盈利模式和经营战略，以集约化的方式扩张和积累，这种财务谨慎和注重产出的方式在扩张阶段的同等类型银行中，是相当少见的。信用卡业务在现阶段或者在中短期内，都不会成为兴业银行突出的盈利增长点，但必然是兴业银行在弥补负债缺口和网点不足上关键的一环。

看好城市化进程和零售业务发展的大趋势，兴业银行在房地产和零售业务上的布局已经展开，同业业务上的优势一定程度上也弥补了储蓄相对不足的缺陷，提供了一条可持续扩张的路径。我们维持对公司“强烈推荐”的评级，预计未来三年业绩复合增速为 19%，对应 2010 年 PE 和 PB 分别为 10X 和 2.3X，估值位于同业较低水平，建议买入。

分析师简介

王倩：复旦大学金融学硕士，2010 年1 月加入招商证券，从事银行业研究三年，银行战略规划一年，2009年第七届新财富银行业最佳分析师团队第五名，持续跟踪和成功推荐兴业银行等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。