

2010-08-25
多元化银行

兴业银行 601166.SH

低估值已反映资产质量压力，维持“买入”

分析师：沈维（执业证书编号：S0930210010239）

021-22169121

shenwei@ebcn.com

冯钦远（执业证书编号：S0930210030002）

021-22169119

fengqy@ebcn.com

◇事件：公司公布中报

兴业银行 10 年上半年收入和净利润同比增长 46.23%和 40.82%，EPS 为 1.65 元。二季度单季收入和净利润分别同比增长 49.09%和 42.74%，环比增长 11.52%和 14.85%。上半年加权平均净资产收益率为 13.93%，较去年同期提高 1.92 个百分点。业绩增长主要来自：（1）规模稳定增长，息差同比回升，净利息收入增长 46%；（2）咨询顾问和代理业务发展强劲，带动手续费及佣金净收入增长 65%；（3）拨备支出同比高增幅是利润增速低于收入的原因。贷款拨备同比增长 12.55 倍，主要由于去年偏低的基数及一般性贷款规模的增长；二季度拨备支出稳定，环比微降 6.1%。

◆ 审时度势，积极配置小企业信贷及同业资产

报告期间公司利息净收入同比增长 45.63%，其中二季度单季环比上升 8.64%。上半年公司规模增速较为稳健，新增贷款 909 亿元，较年初增长 12.96%，略快于中小型银行平均增速。票据贴现有所压缩，一般性贷款增速为 15.8%。值得注意的是，公司顺应监管要求，信贷资源进一步向小企业倾斜。截至报告期末，公司在 18 家分行成立了小贷中心，期间小型企业贷款增加 683 亿元，占新增贷款总额的 75%，占新增公司类贷款的 93%。

上半年存款余额较年初增长 12.25%，但活期存款占比由年初的 50.6%下降至 47.0%，主要由于对公存款定期化趋势明显：对公活期存款占比由 44.2%下降至 40.9%，定期存款由 41.4%上升至 45.9%。由于存款中 77%来自对公，定期化会对负债成本产生一定压力，这也体现在 2 季度的净息差中。根据我们的测算，公司二季度净息差为 2.31%，环比下降 10bp，但较去年同期仍提升 16bp，对净利息收入同比增长有一定贡献。

在上半年信贷增速受到窗口指导及市场化利率不断上行的背景下，公司灵活应对，加大对同业资产的配置，生息资产中同业资产占比由期初 19.1%提升至 29.3%，而信贷资产占比则由 53.1%降至 46.7%；这样的资产结构变化在确保利息净收入较快增长的同时也是净息差环比下滑的原因之一。预计下半年公司信贷资产占比将有所回升，从而对息差产生向上推动力。

◆ 中间业务收入迅猛增长，运营效率优势依旧

上半年公司业绩的另一亮点在于非息收入实现高速增长。报告期间手续费和佣金净收入同比增 64.91%，主要来自咨询顾问费收入和代理手续费收入，其中咨询顾问费收入在非息收入中占比达到 43.2%。此外，投资收益和公允价值变动合计增长 147.19%，对非息收入亦有较大贡献。上半年管理费用同比增长 32.25%，主要为职工薪酬和日常业务支出。由于同期收入大幅增长，成本收入比较去年同期下降 3.1 个百分点至 31.72%，仍处于行业较低水平。

◆ 拨备计提拖累业绩，下半年信用成本上行压力大

报告期间公司资产质量良好，不良贷款余额 38.9 亿元，较期初略升 1.1 亿元；不良贷款率 0.49%，较期初下降 0.05 个百分点；关注贷款占比亦下降 0.18 个百分点至 0.89%；各级贷款向下迁徙率均显著降低。市场担忧的调控对资产质量的压力尚未体现。

上半年公司资产减值损失 13.42 亿元，同比增长 3594.42%，其中贷款减值损失同比增长 1255%，对盈利有所拖累。此外，应收款类（含其他应收款）坏账损失由去年同期净减少 0.59 亿变为净增加 0.68 亿元。实际上，拨备增加并未超出我们的预期，减值损失支出环比 1 季度仍保持稳定，仅微降 6.1%。同比大幅增长主要由于去年偏低的基数以及上半年一般性贷款规模上升后组合拨备计提增加。上半年信用成本率 0.34%，而去年同期信用成本率仅 0.03%，处异常低位。期末拨备覆盖率为 278.80%，抵御未来资产损失的能力较强。

公司信贷政策偏激进，目前信贷余额中房地产业贷款占 10.0%、住房贷款占 21.9%、平台贷款占比在 25% 左右（根据公司此前披露的规模），均高于行业平均水平，下半年面临信用成本提升压力。

◆ **低估值已反映资产质量压力，维持“买入”评级**

报告期末公司核心资本充足率和资本充足率分别为 9.29%和 11.96%，在可比银行中处于较高水平，且公司回报水平较高，资本内生积累能力较强，未来再融资压力较小。公司在行业中属于典型的高贝塔品种，我们预测 10/11 摊薄后 EPS 为 2.83/3.58 元，目前股价分别对应摊薄后 10/11 年 9.05/ 7.17 倍 PE，动态 PB 为 1.72 倍。目前公司估值偏低，对隐含的资产质量风险已有较充分的反映，评级为“买入”。

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008 年加盟光大证券任证券信托行业分析师，目前任银行业分析师。2010 年获 Financial Times / StarMine 亚洲地区金融服务行业最佳分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所金融服务部门，从事银行、保险等金融机构审计。

冯钦远，毕业于复旦大学金融系。2009 年加盟光大证券任银行业分析师。此前就职于瑞银证券。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。