

息差拨备超预期 应付工资池蓄水

研究结论

- 2010年2季度，浦发银行实现净利润90.81亿元，同比增长33.92%。归因来看，同比增长的主要原因分别是息差扩大（21.06%）、规模增长（13.49%）和拨备释放（8.91%），但费用高达83.88%的同比增速造成了-17.51%的拖累。由于息差环比升幅和拨备释放高于预期，因此浦发银行上半年利润小幅超出我们此前预期。
- 息差反弹受益于加信用风险和货币市场利率反弹。2010年2季度，浦发银行净息差达到2.50%，较1季度提升11BP。判断原因来自于两方面：（1）加信用风险，贷款议价能力提升。2季度末，浦发银行房地产开发贷款占比为9.65%，比年初提高0.94个百分点。加信用风险杠杆对浦发银行的贷款收益将产生正面推动。（2）浦发的货币市场利率弹性较大，2季度货币市场利率的快速攀升对其同业往来资产的收益率将有明显促进。因此我们看到，2季度浦发息差的扩大主要是由于资产端收益率环比增加了15BP。但基于对行业性判断，认为浦发的息差继续反弹空间有限。
- 贷款质量良好，拨备有明显释放。上半年，浦发银行继续实现双降，不良率已经降至0.62%。上半年不良生成率仅为-15BP，风控表现堪与同行相比。在出色的不良生成率基础上，浦发继续释放拨备反哺利润，上半年信用成本率降至32BP，比去年同期和2009年分别减少20和6BP。不过虽然拨备覆盖率提高到了302%，组合计提覆盖率、总贷款准备率与年初相比都略有下降，对未来风险的防范能力其实是略有下降的。
- 应付工资蓄水推动费用反弹。由于收入同比实现36.4%的高增长，公司开始为未来多计提费用。2季度末，公司应付工资规模比年初增长了12.66亿元，开始发挥蓄水池功能。若剔除应付工资波动影响，浦发上半年实费用的同比增速将是19.36%而非名义的83.88%。
- 与中移动的战略合作仍将是浦发的最大投资点。中移动若能顺利入股并持有浦发20%的股份，对浦发的投资将采用权益法核算，浦发银行的经营直接影响到中移动的利润表，这就确认了中移动的战略股东定位，中移动有动力扶持浦发做大。自宣布中移动入股计划之后，浦发银行跑输行业指数2个百分点，表明市场尚未将这部分预期收益定入价内。维持“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

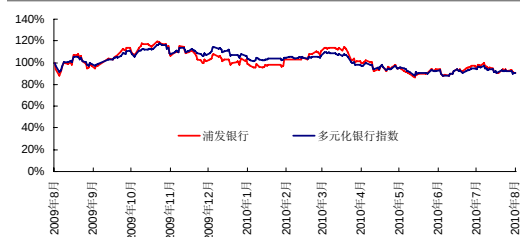
wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **（维持）**

股价（2010年8月27日）	13.98元
目标价格	25.00元
总股本/A股（万股）	1147906/1030365
A股市值（百万元）	144045
国家/地区	中国
行业	银行
报告日期	2010年8月30日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现（%）	-4.32	-5.15	-9.14
相对表现（%）	-0.48	0.22	0.46

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	36,824	45,795	55,142	65,838
营业收入增长率	6.55%	24.36%	20.41%	19.40%
净利润（百万元）	13,215	17,093	20,498	24,154
净利润增长率	5.59%	29.34%	19.92%	17.83%
EPS（元）	1.50	1.94	2.32	2.74
P/E	9.3	7.2	6.0	5.1
P/B	1.82	1.53	1.30	1.11
P/POP	3.89	4.68	3.92	3.33

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	60,190	71,209	84,879	100,463
利息支出	26,652	29,620	35,288	41,989
净利息收入	33,538	41,589	49,590	58,474
手续费和佣金净收入	2,207	3,461	4,613	6,121
营业收入	36,824	45,795	55,142	65,838
营业税金及附加	2,826	3,233	3,893	4,648
业务及管理费	13,253	15,904	19,403	23,672
资产减值损失	3,182	4,099	4,820	5,677
营业支出	19,646	23,536	28,461	34,393
营业利润	17,178	22,259	26,681	31,445
利润总额	17,296	22,394	26,837	31,624
所得税	4,081	5,301	6,339	7,470
净利润	13,215	17,093	20,498	24,154
EPS	1.50	1.94	2.32	2.74

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,622,718	1,918,455	2,280,783	2,712,132
现金及存放央行	205,119	242,955	288,617	344,696
存放同业	143,554	175,136	210,163	252,196
拆出资金	24,122	29,429	35,315	42,378
买入返售金融资产	53,057	64,730	77,676	93,211
发放贷款和垫款	910,508	1,076,011	1,272,406	1,504,035
交易性金融资产	33,657	38,706	47,221	56,665
证券投资-可供出售金融资产	89,215	102,597	123,116	147,740
证券投资-持有至到期投资	136,746	157,258	188,709	226,451
总负债	1,554,631	1,837,885	2,185,845	2,601,238
同业及其他金融机构存放	205,935	247,122	308,903	386,129
拆入资金	3,774	4,529	5,662	7,077
交易性金融负债	237	285	342	410
卖出回购	1,265	1,581	1,976	2,470
客户存款	1,295,342	1,528,504	1,803,635	2,128,289
股东权益	67,953	80,422	94,938	110,894
股本	8,830	8,830	8,830	8,830
资本公积	24,318	24,318	24,318	24,318
盈余公积	10,689	10,689	10,689	10,689
未分配利润	17,216	29,685	44,201	60,157
少数股东权益	134	148	0	0

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.38%	0.40%	0.40%	0.40%
股利收益率	1.65%	3.75%	4.85%	6.64%
P/S	3.35	2.70	2.24	1.87
P/PPOP	3.89	4.68	3.92	3.33
每股拨备前利润	2.31	2.98	3.57	4.20
不良贷款率	0.80%	0.71%	0.62%	0.56%
拨备覆盖率	245.93%	258.48%	260.54%	260.41%
拨备充足率	527.07%	553.96%	558.38%	558.10%

CAMEL 分析

	2009	2010E	2011E	2012E
C:权益/贷款	7.46%	8.28%	7.46%	7.37%
C:权益/资产	4.19%	4.19%	4.16%	4.09%
A:不良贷款比率	0.80%	0.71%	0.62%	0.56%
A:拨备覆盖率	245.93%	258.48%	260.54%	260.41%
A:拨备充足率	527.07%	553.96%	558.38%	558.10%
A:贷款总额准备金率	1.98%	1.83%	1.62%	1.45%
A:不良资产/（权益+拨备）	8.64%	7.72%	6.93%	6.38%
E:ROA	0.81%	0.89%	0.90%	1.06%
E:ROE	19.45%	21.26%	21.59%	21.78%
E:ROAA	0.45%	0.48%	0.49%	0.48%
E:ROAE	12.06%	11.52%	11.69%	11.74%
E:成本收入比	35.99%	35.05%	35.19%	35.95%
E:手续费和佣金收入占比	5.99%	7.56%	8.37%	9.30%
E:股利分配比例	10.40%	35.00%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	70.73%	72.41%	72.56%	72.69%
L:外汇存贷比	55.70%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	70.29%	70.40%	70.55%	70.67%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	#DIV/0!	58.72%	57.40%	57.10%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	99.18%	99.25%	99.13%	98.90%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn