



浦发银行（600000）：转型并非一蹴而就，“移动”入主利在长远

——公司调研报告

近半年该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	14,349
实际流通A股（百万股）	11,479
实际流通A股市值（亿元）	1620.83

研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620210030008

电话 025-83367888 转 3105

邮箱 wgzhang@njzq.com.cn

研究员 王明芬

电话 025-83367888 转 3105

邮箱 mfwang@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级： 推荐

- 1 传统业务模式还将延续，“移动”入主利在长远：移动成为第一大股东后引发市场对公司转型的期待。但是从管理层的一贯风格上看，转型将是一个较为长期的过程，并且公司目前战略还是将延续其传统业务模式，与移动合作而产生的转型成效还需要经历3-5年的努力才会有较为明显的体现。定向增发完成后，预计年底的资本充足率和核心资本充足率可分别达到12%和10%以上。由于资本瓶颈的解除，公司业务将得以持续稳定的发展。预计三年内，需要再融资的可能性较小。
- 2 资产配置结构适度调整，同业资产占比上升：由于受到宏观政策调控的限制，银行的信贷规模在监管层的窗口指导下，只能以一定的速度和节奏发放。为此公司加大了同业往来资产的配置，其中买入返售部分占比同业资产由1季度末的23%翻倍至3季度末的46%，在8家上市股份制银行中占比增长最快。而其规模环比去年底增长了467%，也位居上市股份制银行之首。我们分析，买入返售和卖出回购的交易可以使得公司在风险最小化的程度下，享受一定的利差空间，这也是公司在未来贷款规模受限，加息债市受损情况下的一个发展方向。
- 3 明年或将温和加息，短期息差维持稳定：激进的加息政策不利于经济的恢复，因此预期短期内还是以温和加息方式为主。加息对于公司的息差影响较为中性。但是由于贷款规模受限，公司增加的同业往来资产将拖累净息差回升，短期内公司息差水平将维持稳定。
- 4 资产质量稳定良好，预期监管政策温和释放：公司贷款质量一直维持较好水平。尽管3季度末不良余额稍有增加，但从贷款总规模来

看，增加的坏账金额是十分有限。公司不良贷款率持续下降至0.6%，在同业中也处于较低水平。资产质量良好下，公司的信贷成本继续下降，未来没有提升空间。但是如果资产质量出现恶化，对净利润的影响将较大。此外，一直传闻银监会可能推行拨贷比（拨备余额/贷款余额不得小于2.5%）的监管指标。但考虑到可能对银行系统造成较大的打击，预计新监管政策在实际推行上力度不大，监管政策还是会温和释放。公司地方融资平台的自查结果还是较好的。不良贷款非常低，提供担保的政府支付能力比较充沛。

5 投资建议：根据我们的测算，公司2010年和2011年净利润增速可分别达到37.88%和16.46%。对应当前股价下（11月10日收盘价：14.12元），2010年和2011年的市盈率分别为11.12倍和9.54倍，市净率分别为1.62倍和1.43倍。估值偏低，配合移动入主后的中长期收益预期，给予公司推荐评级。

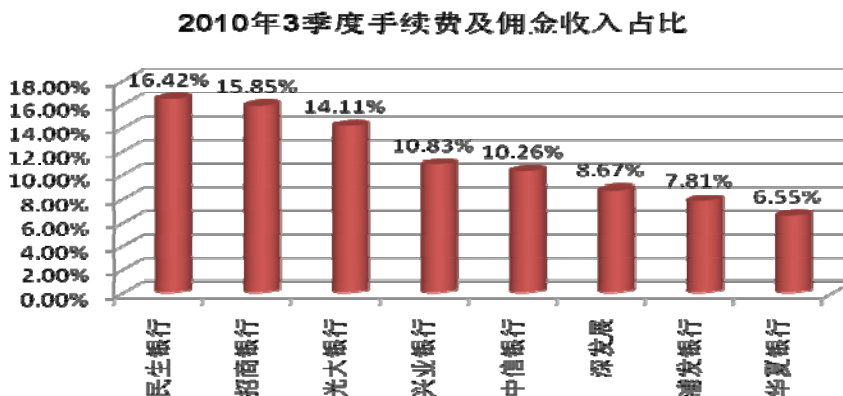
一 传统业务模式还将延续，“移动”入主利在长远

1 业务转型还需时日

今年10月份公司正式完成了向中国移动广东分公司的定向增发。本次共发行28.7亿股，占发行后总股本的20%。由此，中国移动一举取代了上海国际集团，成为浦发银行的第一大股东（增发后上海国际集团持股比例为16.93%）。本次定向增发价格为每股13.75元，总计募集资金398.01亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为391.99亿元，资金已于10月12日到帐。广东移动承诺5年内不转让所持股份。

此番大股东易主引发市场对公司转型的期待。一直以来浦发银行主要是以对公业务为其优势，中间业务占比在同行中较为落后。从3季度的数据来看，公司手续费净收入仅占比营业收入的7.81%。这在同行业中处于较低水平，比照目前上市的其余7家股份制银行，公司这部分收入占比仅高于华夏银行（如下“图1”所示）。然而移动成为大股东后，将在一定程度上给公司未来中间业务的发展带来新的机会。但是从管理层的一贯风格上看，转型将是一个较为长期的过程，并且公司目前战略还是将延续其传统业务模式，与移动合作而产生的成效还需要经历3-5年的努力才会有较为明显的体现。

图1：上市股份制银行手续费及佣金收入占比



数据来源：公司财报，南京证券

2 与移动合作进展顺利，合作成效分阶段释放

公司与移动的合作正在按照步骤推进中。合作带来的成效将分三个阶段释放：

1) 从现阶段看，资金刚刚到位，将运用于公司主营业务的发展。同时公司与移动

的详细合作战略的签订将在3个月内完成。为了合作的顺利，浦发和移动已经成立了2个合作委员会，用于合作战略的决策和具体计划的实施推进。2) 从短期看，与移动的合作将带来结算业务的收入，增加公司存款。3) 从中长期看，公司与移动的合作关系属于首选和优先级别，即双方开发新产品和新业务优先选择对方。对公司而言，本次合作带来的受益更多是资源共享（分享移动的网点和客户，同时也为移动的网点客户创造价值）以及技术方面的进步（但是手机支付功能的实现，还需要一定时间，规模形成后将逐步实现收益）。

预计合作的成效将3-5年后得以较好的释放。而未来可能产生的风险和瓶颈将是监管政策方面的，比如限制银行非主营业务的发展以及对于信用卡芯片植入手机的监管等等。

3 资本瓶颈顺利解除

定向增发的完成后，预计公司年底的资本充足率和核心资本充足率可分别达到12%和10%以上（如下“表1”）。资本瓶颈解除后，公司业务将得以持续稳定的发展。预计未来三年内，需要再融资的可能性较小。

表1：公司资本充足率预测

	1Q2009	1H2009	3Q2009	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010	2010E	2011E
资本充足率	8.72%	8.11%	10.09%	10.34%	10.16%	10.24%	10.19%	12.93%	12.40%
核心资本充足率	4.84%	4.68%	6.76%	6.91%	6.86%	7.01%	7.09%	10.17%	10.01%

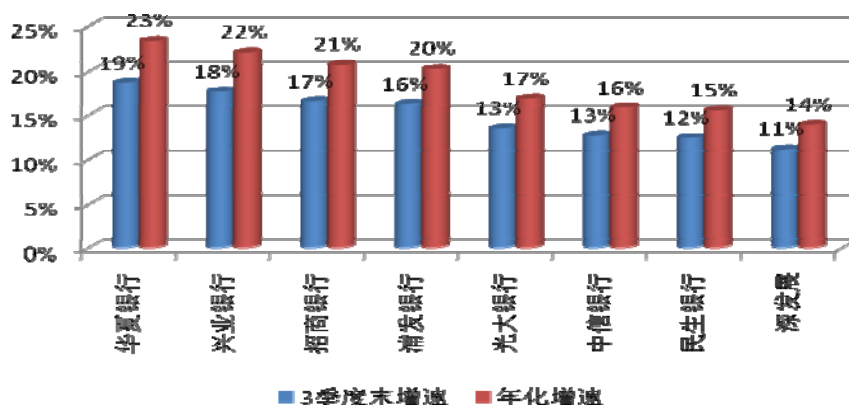
数据来源：公司财报，南京证券

二 资产配置结构适度调整，同业资产占比上升

由于受到宏观政策调控的限制，银行的信贷规模在监管层的窗口指导下，只能以一定的速度和节奏发放。2010年的7.5万亿新增信贷计划使得大多数股份制银行的信贷增速维持在一定范围内。如果按照3: 3: 2: 2的投放节奏计算，前3季度累计投放的贷款占比80%，由此折算出浦发银行的全年信贷增速约在20%左右，处于上市股份制银行的中游水平（如下“图2”）。预计2011年，银行业的信贷规模将继续受到窗口指导，信贷业务的发展空间较为有限。为此公司加大了同业往来资产的配置，今年3季度末同业往来资产占比生息资产较1季度末上升了7个百分点

至34%，而规模比去年底增长了55%（如下“图3”）。同业资产的增长主要源于买入返售部分，其占比由1季度末的23%翻倍至3季度末的46%（如下“图4”），在8家上市股份制银行中占比增长最快（如下“图5”），而其规模环比去年底增长了467%（如下“图6”），也位居上市股份制银行之首。这足见公司今年以来在买入返售部分的力度之大大。我们分析，买入返售和卖出回购的交易可以使得公司在风险最小化的程度下，享受一定的利差空间，这也是公司在未来贷款规模受限，加息债市受损情况下的一个发展方向。

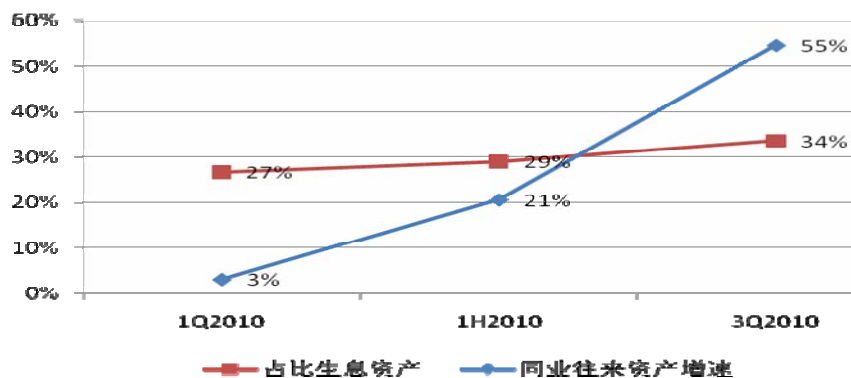
图2：上市股份制银行贷款增速



注：3季度末增速为环比09年底，年化增速按照前三季度投放占比80%计算

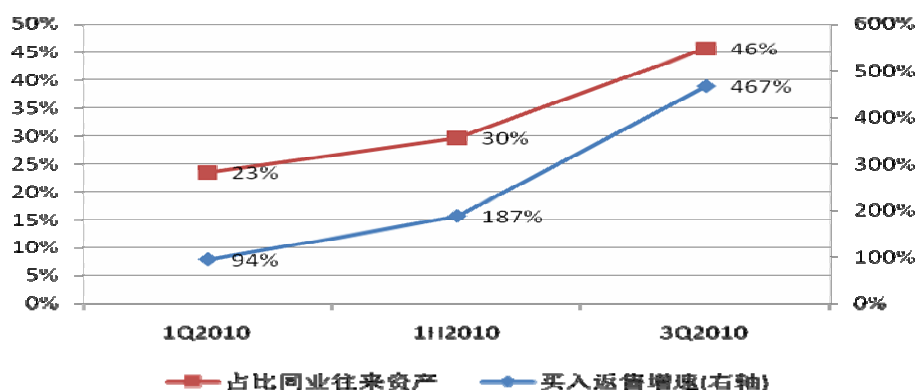
数据来源：公司财报，南京证券

图3：同业往来资产占比上升



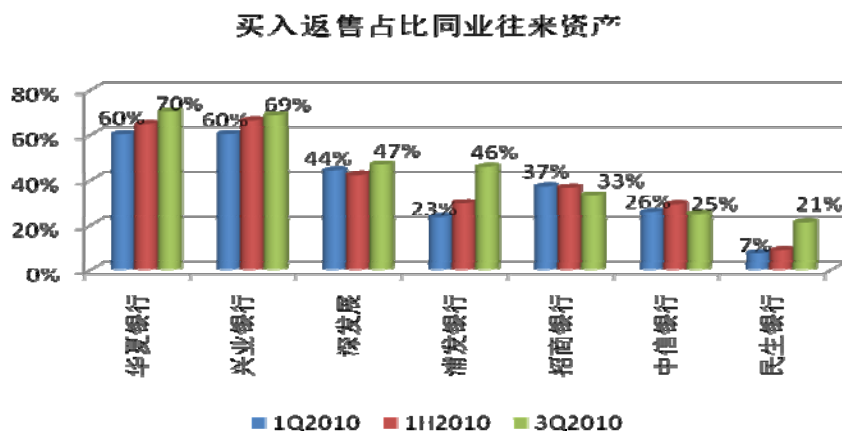
数据来源：公司财报，南京证券

图4：同业往来资产占比上升源于买入返售大增



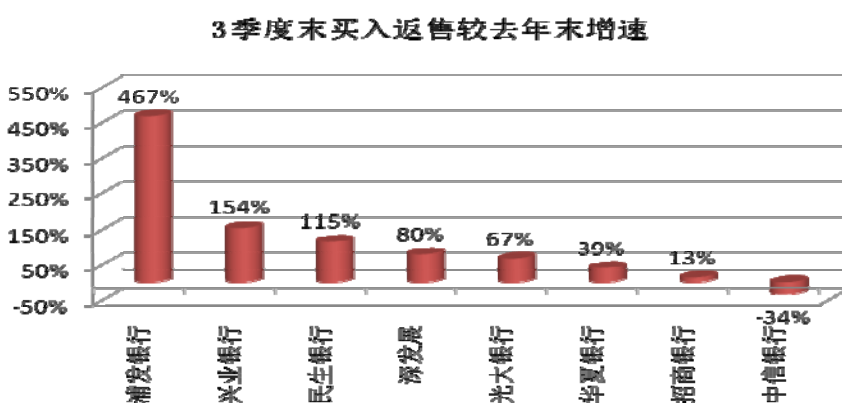
数据来源：公司财报，南京证券

图5：公司买入返售占比提升最快



数据来源：公司财报，南京证券

图6：公司买入返售增速最快



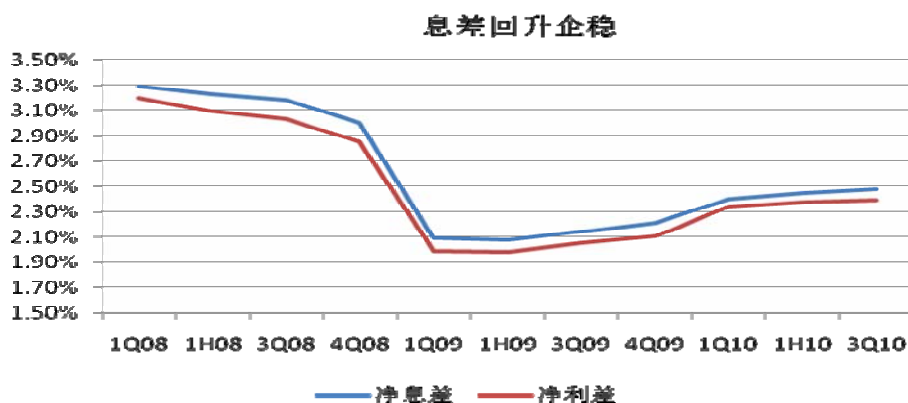
数据来源：公司财报，南京证券

三 明年或将温和加息，公司息差预期维稳

根据我们的计算，公司3季度息差环比2季度小幅回升3BP至2.47%（如下“图7”）。尽管这次的加息没有增加公司活期存款利率使得息差有所受益，但是由于贷款规模受到窗口指导，公司调整了资产配置，加大了同业往来资产的占比。同业往来的利差空间小于存贷利差，因此息差水平会受到影响。由此综合来看公司息差短期将维持较为稳定的水平。

分析未来银行利差走势，我们认为将维持合理稳定，这主要是从两个方面考虑：1是进入加息周期后，资金成本上升可能造成利差收窄，但是幅度较为有限。近期内我们与几家银行的高管进行了沟通，从银行的角度看，对于加息的预期是较为温和的，力度和频率都不会很大。从国家经济发展的角度看，目前中小企业是政府大力扶植的对象，信贷投放也倡导加大对中小企业的力度。大力度加息会增加企业融资的成本，这对于中小企业的发展尤其不利。此外，如果大幅加息配合最近的人民币升值，会导致热钱的大量涌入，这将更加加剧通胀压力，因此大幅度加息的可能性较小，加息对于银行业绩的影响还是偏中性的。2是未来直接融资的新起，企业私募债发行以及利率市场化引起的市场竞争也会导致银行利差收窄，但是影响依然有限。毕竟利率市场化道路还较为漫长，而周小川也提倡应当维持银行利差的合理水平。

图7：公司息差回升企稳



数据来源：公司财报，南京证券

四 资产质量稳定良好，预期监管政策温和释放

1 资产质量稳定良好

公司贷款质量一直维持较好水平。尽管3季度末不良余额稍有增加（如下“表2”），但是仅仅2400万元。相对于10793.57亿元的总贷款规模来看，金额十分有限。因此公司的不良贷款率持续下降至0.6%（如下“图8”），在同业中也处于较低水平。

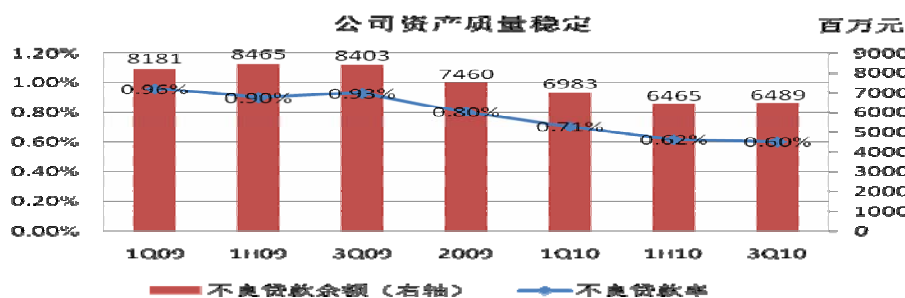
政府融资平台贷款的清查结果较好，不良率非常低。公司这部分业务开始的较早，地方政府背景较强，支付能力也比较充沛。目前这部分贷款现金流覆盖本息100%的占比20%-30%，覆盖70%-100%的占比30%-40%，覆盖30%-70%的占比10%-20%。现金流没有完全覆盖的占比10%，这部分贷款一般都有大企业或者政府作为担保，信用度更高一些，因此发生坏账的可能性很小。地域上看，50%-60%的政府融资平台贷款是投放在长三角经济发达地区的。

表2：公司贷款五级分类情况

	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10
关注类	9,357	8,293	7,885	7,302	6,722	7,308	6,710
次级类	4,692	4,792	5,025	4,192	3,225	2,823	2,754
可疑类	2,036	2,142	1,845	1,962	2,330	2,459	2,574
损失类	1,454	1,531	1,533	1,306	1,427	1,183	1,161
不良贷款总额	8,181	8,465	8,403	7,460	6,983	6,465	6,489
增加额	(286)	283	(62)	(943)	(477)	(518)	24
关注类占比总贷款	1.10%	0.88%	0.87%	0.79%	0.68%	0.70%	0.62%
次级类占比不良贷款	57.34%	56.61%	59.80%	56.19%	46.19%	43.66%	42.44%
可疑类占比不良贷款	24.88%	25.30%	21.96%	26.30%	33.37%	38.04%	39.67%
损失类占比不良贷款	17.77%	18.08%	18.24%	17.50%	20.44%	18.30%	17.89%

数据来源：公司报表，南京证券

图8：公司资产质量稳定



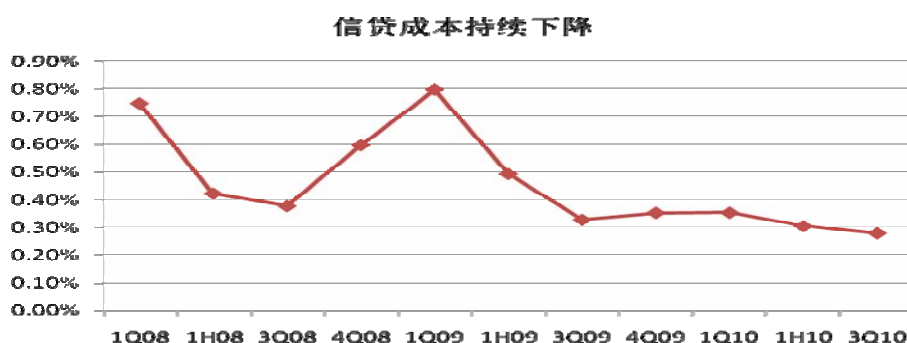
数据来源：公司报表，南京证券

2 信贷成本较低，预期监管政策温和释放

由于较好的资产质量，公司的信贷成本持续下降，3季度末只有0.28%（如下“图9”）。这个水平在同行业中也属较低，未来没有提升空间，如果资产质量出现问题，对净利润的影响将较大。因此，从这个角度看，如果经济出现问题，公司资产质量下滑带来的负面影响要高于其他银行。

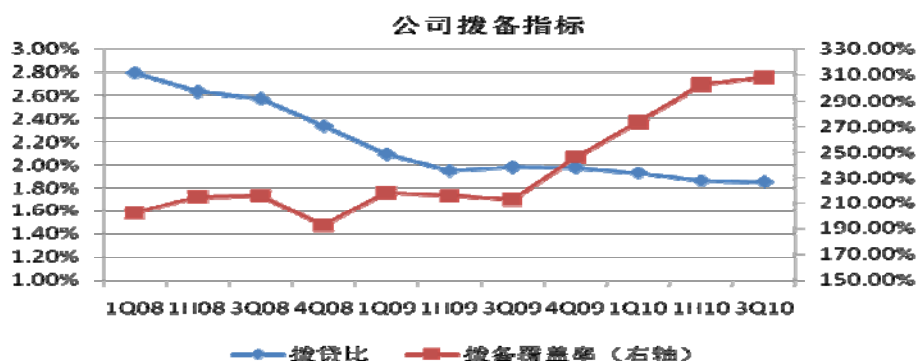
对于传闻中的银监会可能推行拨贷比（拨备余额/贷款余额不得小于2.5%）的监管指标，业内预期推进方面存在一定的难度。这主要是对于拨贷比并没有出台明确的定义。尤其是如果考虑是税前征收，那将大幅影响银行的净利润。根据我们测算，如果按照公司今年3季度的业绩实行2.5%拨贷比的计提，净利润将减少54亿元，同比增速将由目前的44.19%下降至-8.06%。但是如果拨贷比考虑了1%的一般风险准备，那么对公司几乎没有影响。此外，拨贷比指标会降低各家银行的核销积极性，在现有利差条件下，也会大大抑制各家银行的放贷积极性。因此今后调控政策将是动态化温和管理，以避免在经济复苏期对银行系统造成打击。

图9：信贷成本持续下降



数据来源：公司报表，南京证券

图10：公司拨备充足，但拨贷比持续下降



数据来源：公司报表，南京证券

五 投资建议

根据我们的测算，公司2010年和2011年净利润增速可分别达到37.88%和16.46%。对应当前股价下（11月10日收盘价：14.12元），2010年和2011年的市盈率分别为11.12倍和9.54倍，市净率分别为1.62倍和1.43倍，估值偏低。加上移动入主后带来的中长期收益预期，给予公司推荐评级。

表3：公司盈利预测

百万元	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	34,313	36,558	47,363	56,105
其中：利息净收入	31,534	33,538	43,162	51,278
非利息净收入	2,779	3,019	4,201	4,827
营业支出	(15,291)	(16,067)	(20,437)	(24,300)
其中：营业税金及附加	(2,613)	(2,826)	(3,386)	(4,102)
营业费用	(12,679)	(13,241)	(17,051)	(20,198)
拨备前利润	19,022	20,491	26,926	31,805
拨备	(3,718)	(3,177)	(3,539)	(4,576)
税后净利润	12,516	13,232	18,245	21,248
净资产	41,680	68,087	125,336	141,757
总股本	5,661	8,830	14,349	14,349
每股收益	2.21	1.50	1.27	1.48
每股净资产	7.36	7.71	8.73	9.88

数据来源：公司财报，南京证券

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计6个月内涨幅大于30%；
- 推荐：预计6个月内涨幅为10%-30%之间；
- 中性：预计6个月内涨幅为-10%-10%之间；
- 回避：预计6个月内涨幅为-10%及以下。