

资产配置灵活，规模助推增长

兴业银行 2010 年年报点评

报告关键点：

- 净利润同比增长39.44%，规模高增长是主因
- 经营风格灵活，买入返售资产增幅达90.9%
- 不良率0.42%，拨备计提力度偏小

报告摘要：

- 业绩符合预期。2010年实现净利润185.2亿，同比增长39.44%，符合预期，4季度单季实现净利润49.25亿，环比增长1.94%。规模增长是2010年业绩增长的主要推动因素，全年息差较2009年略有下降（2bp），4季度息差回升明显（9bp）。
- 同业业务推动资产规模高增长。2010年总资产同比增长38.85%，贷款仅增长21.7%。兴业银行经营风格比较灵活，2010年抓住同业市场的机会，买入返售金融资产规模达3740亿，增幅90.9%，占总资产比重从2009年末的14.7%提高至20.2%。同业业务基本不消耗资本（超过4个月的会占用20%的资本金），年化收益达到88bp，使得兴业银行加权风险资产收益率保持在行业领先水平。同业业务息差较低也是全年息差表现不佳的主要原因，但存贷利差全年上升12bp。
- 活期存款占比上升，贴现保持低位。2010年存款同比增长25.74%，年末贷存比74.4%。活期存款占比明显高于2009年，年末活期占比上升至48.8%。贷款结构上，票据在3季度被压缩到非常低的水平，4季度小幅上升至1.14%，零售贷款占比在2010年逐季提高。
- 资产质量优异，拨备计提力度不大。年末不良率0.42%，拨备覆盖率325.5%，但拨备占贷款余额比重仅为1.38%，4季度信用成本17.5bp，拨备计提较少。
- 投资建议：资产规模增长为2010年盈利贡献较大，预计2011年业绩增长可能更转向以价补量，息差的反弹力度成为关键。拨贷比偏低，但非系统重要性银行的性质可能使得兴业银行未来拨备压力并不会很大。年末核心资本充足率8.8%，无碍2011年业务拓展（2012年可能需要补充核心资本）。我们预计2011年银行利润增长26.5%，对应2011年PE和PB为7.33倍和2.42倍，估值偏低，维持“买入—B”评级。
- 风险提示：拨备压力高于预期。

评级：

买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格：

36.23 元

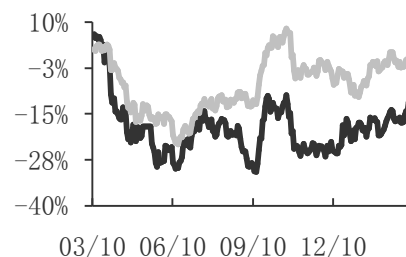
期限： 12 个月 上次预测： 36.23 元

现价（2011 年 03 月 28 日）： 28.63 元

报告日期： 2011-03-29

总市值(百万元)	171,563.86
流通市值(百万元)	171,563.86
总股本(百万股)	5,992.45
流通股本(百万股)	5,992.45
12 个月最低/最高	22.22/37.90 元
十大流通股东(%)	49.30%
股东户数	

12 个月股价表现



兴业银行 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.12	10.24	(11.99)
绝对收益	9.69	18.31	(11.51)

杨建海

 021-68765375
 执业证书编号

首席行业分析师

 yangjh@essence.com.cn
 S1450511020022

财务和估值数据摘要

单位	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	2.66	3.09	3.91	4.69	5.59
PPOP	3.55	4.38	5.58	6.88	8.25
BVPS	11.92	15.35	18.60	22.49	27.13
DPS	0.50	0.46	0.66	0.80	0.95
PE	12.92	9.26	7.33	6.10	5.12
PPPOP	9.67	6.54	5.13	4.16	3.47
PB	2.88	1.86	1.54	1.27	1.06
股息收益率(%)	1.46	1.61	2.32	2.79	3.32
ROE(%)	22.29	20.13	21.02	20.86	20.62
ROA(%)	1.00	1.00	1.11	1.13	1.17
RORWA	1.85	1.87	2.05	2.10	2.16

报告联系人

许敏敏

 021-68765372
 xumm@essence.com.cn

前期研究成果

兴业银行：业绩稳定增长

2010-10-31

兴业银行：规模增长驱动业绩超预期

2010-08-26

棚户区改造和现金管理业务

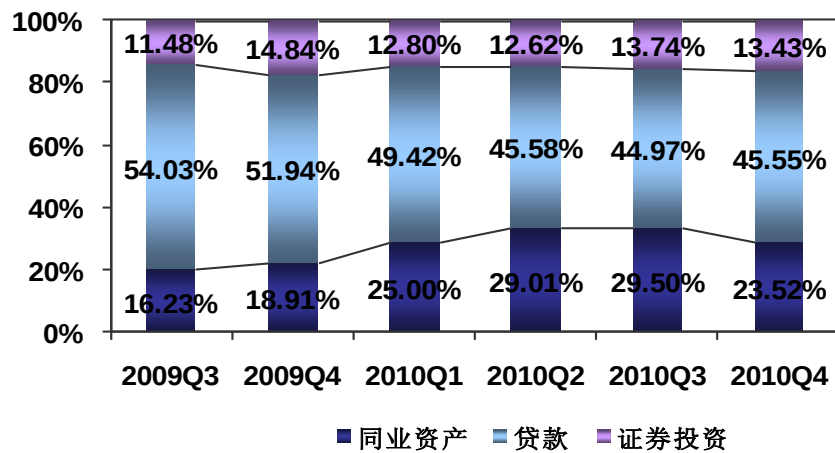
2010-05-04

兴业银行 2010 年实现净利润 185.2 亿元，同比增长 39.44%，符合预期，规模增长是业绩增长的主要推动因素。4 季度单季实现净利润 49.25 亿，环比增长 1.94%。

1. 同业业务推动资产规模高增长

兴业银行 2010 年总资产同比增长 38.85%，而贷款仅增长 21.7%，在信贷规模控制的环境下，同业业务推动了资产规模的高增长。兴业银行经营风格比较灵活，2010 年抓住了同业市场的机会，买入返售金融资产规模达到 3740 亿，全年新增 1781 亿，增幅达到 90.9%，占总资产的比例从 2009 年末的 14.7% 提高到 20.2%。同业业务基本不消耗资本（超过 4 个月的会占用 20% 的资本金），年化收益达到 88bp，使得兴业银行加权风险资产收益率保持在行业领先水平。

图1 资产结构

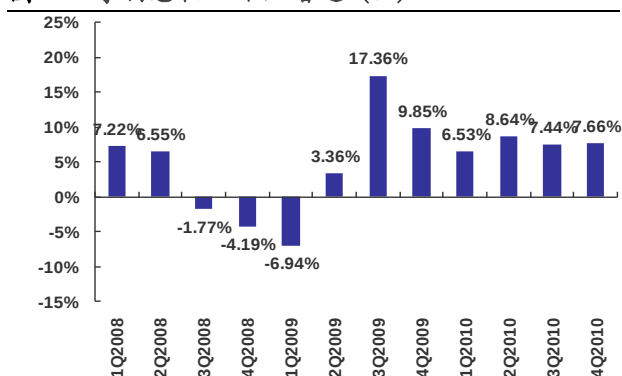


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

兴业银行“银银平台”的发展对同业业务提供了有力的支持。2010 年上线 76 个，累计上线 250 个，连接网点超过 1200 个，结算量达到 5192 亿，同比增长 106%。2010 年将村镇银行合作也作为重点，各项同业业务发展取得快速发展。

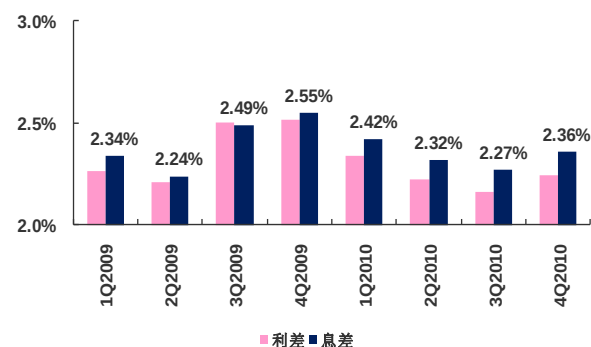
在规模的推动下，全年净利息收入同比增长 39.8%，4 季度单季净利息收入环比增长 7.66%。但是从息差来看，由于同业业务息差较低，兴业银行全年净息差相比 2009 年略有下降 (2bp)。但从存贷利差来看，全年存贷利差上升 12bp，4 季度的上升尤为明显。

图 2 净利息收入环比增速 (%)



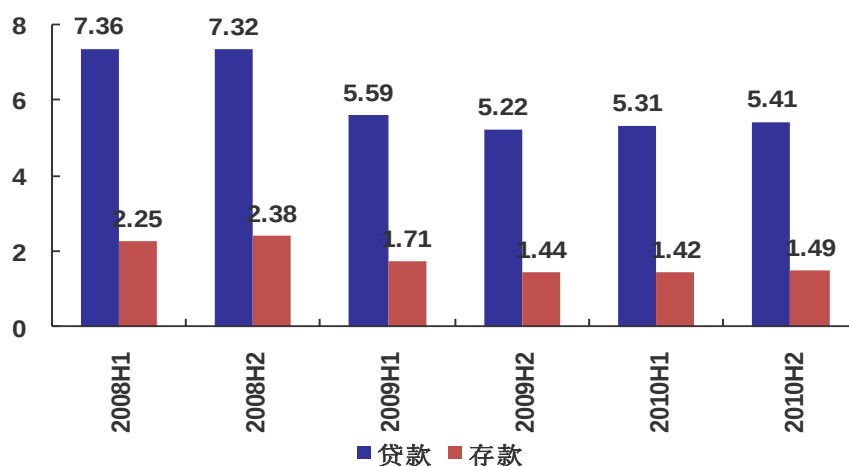
数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 3 净息差和净利差



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图4 存贷款利率 (%)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

表 1 存贷款利率 (日均数据)

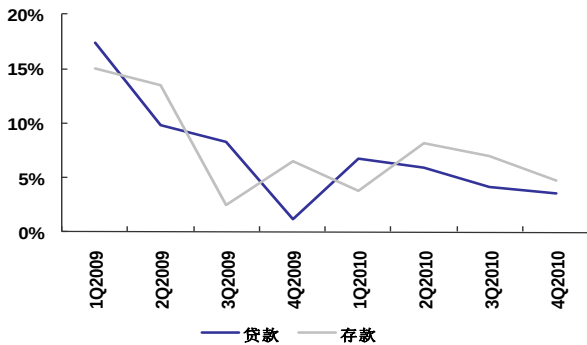
	2010H2	2010H1	2009H2	2009H1	2008H2	2008H1
企业活期存款	0.65%	0.65%	0.62%	0.62%	1.04%	1.08%
企业定期存款	2.53%	2.42%	2.47%	2.89%	3.90%	3.90%
储蓄活期存款	0.35%	0.35%	0.38%	0.36%	0.51%	0.72%
储蓄定期存款	1.84%	1.88%	1.99%	2.39%	3.15%	2.86%
短期贷款	5.56%	5.39%	5.45%	6.11%	7.30%	7.53%
中长期贷款	5.36%	5.30%	5.40%	5.73%	7.50%	7.14%
贴现	4.68%	4.14%	2.44%	3.31%	6.38%	8.86%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2. 存贷款结构

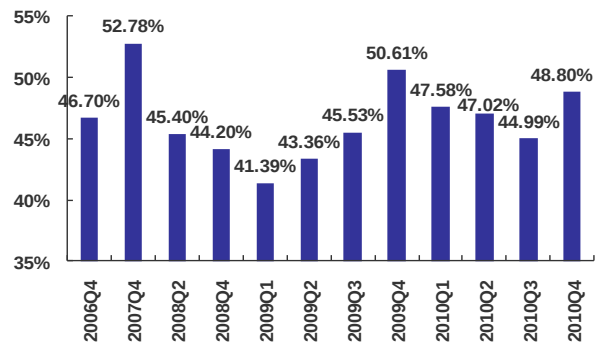
2010 年兴业银行存款同比增长 25.74%，明显高于贷款增长速度。结构上来看，2010 年活期存款占比明显高于 2009 年，4 季度末活期存款占比上升至 48.8%。从贷款结构来看，票据贴现在 3 季度被压缩到非常低的水平，4 季度略有上升。零售贷款 2010 年占比逐季提高。

图 5 存贷款环比增速



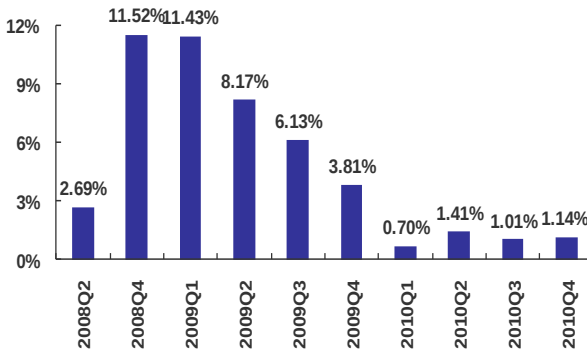
数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 6 活期存款占比



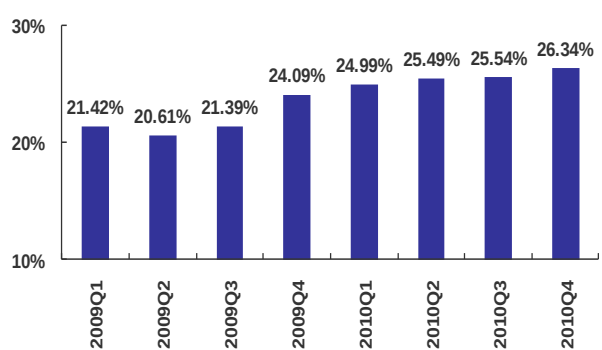
数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 7 票据贴现占比



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 8 零售贷款占比



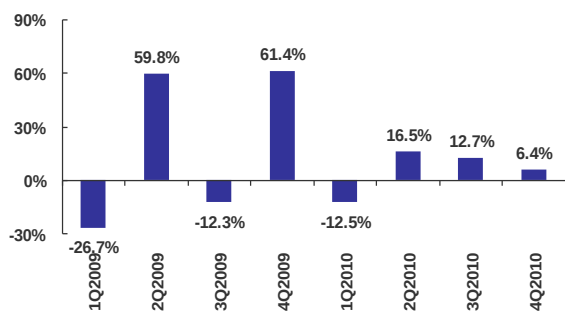
数据来源：公司数据,安信证券研究中心

3. 手续费收入增长稳定

兴业银行中间业务收入在过去五年中增长了 12 倍，而同类银行是增长 6 倍左右。中间业务在量少、占比小的基础上，表现出后发优势。2010 年中间业务收入增速 50%，其中手续费净收入同比增长 54%，高于传统业务增速。2009 年以来兴业银行强化了中间业务中新兴业务，包括财富管理、投行、资产管理业务的发展，新兴业务占中间业务比重 70% 以上。

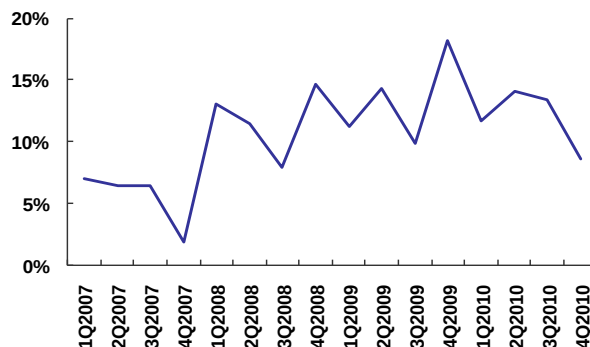
4 季度单季，兴业银行手续费收入环比增长 6.4%。非息收入占比有所下降主要是因为投资收益的下降，4 季度投资损失 1.5 亿，公允价值变动损失 2.2 亿。

图 9 手续费收入环比增速



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 10 非息收入占比

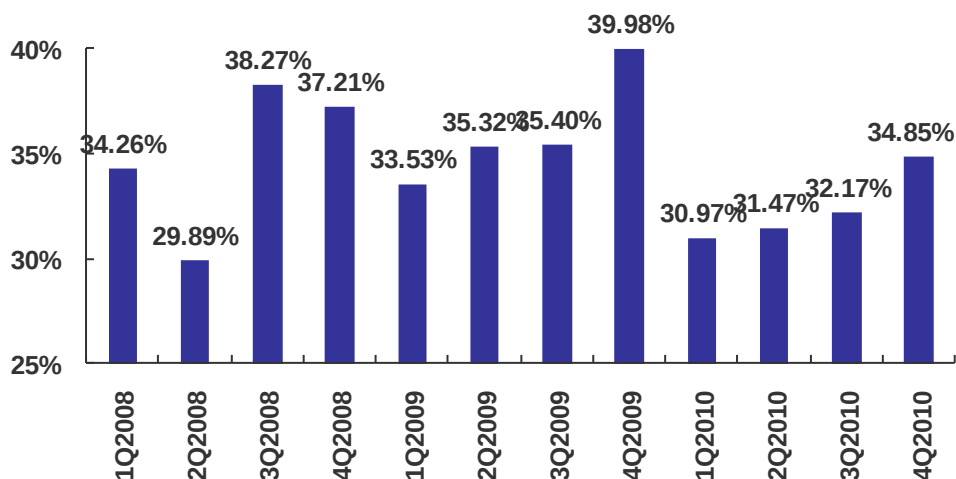


数据来源：公司数据,安信证券研究中心

4. 成本控制领先同业

兴业银行成本收入比相对同业处于较低水平。4 季度单季，成本收入比 34.9%，较 3 季度略有提高。成本费用的年末上升是银行的普遍现象，而兴业银行全年成本收入比相对 2009 年下降明显，费用控制成效显著。

图11 成本收入比

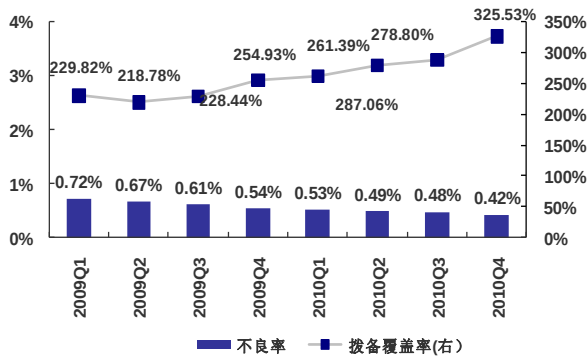


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

5. 资产质量保持优异

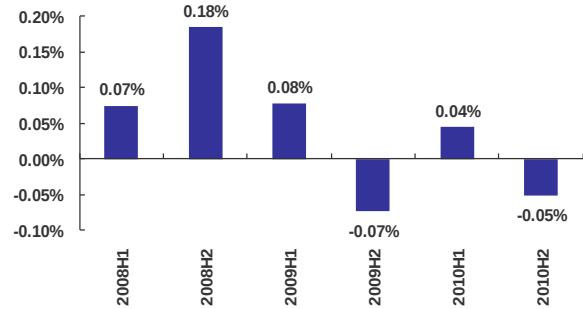
兴业银行不良率在同业中处于偏低的水平，4 季度不良贷款双降，不良率 0.42%，较 3 季度末下降 6bp，不良贷款 36.16 亿元。季末拨备覆盖率继续提高到 325.5%。

图 12 不良率及拨备覆盖率



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 13 不良生成率



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

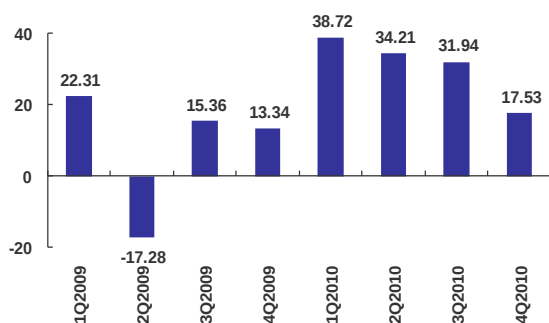
表 2：兴业银行贷款五级分类

	2010Q4		2010Q3		2010Q2		2009Q4	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
正常	844,073	98.80%	813,894	98.59%	781,551	98.62%	690,339	98.40%
关注	6,650	0.78%	7,690	0.93%	7,056	0.89%	7,479	1.07%
次级	696	0.08%	885	0.11%	1,272	0.16%	1,383	0.20%
可疑	2,010	0.24%	2,663	0.32%	2,196	0.28%	1,954	0.28%
损失	910	0.11%	436.7	0.05%	422.326	0.05%	442.433	0.06%
贷款总额	854,339	100.00%	825,569	100.00%	792,497	100.00%	701,597	100.00%
不良贷款	3,616	0.42%	3,984	0.48%	3,890	0.49%	3,779	0.54%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

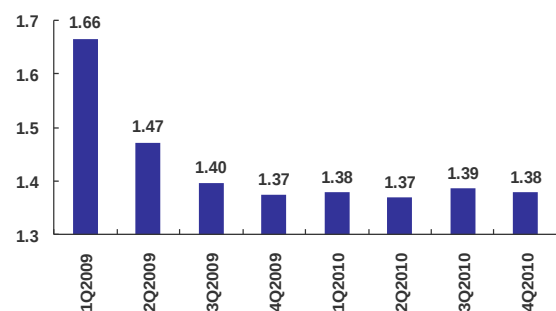
银行计提拨备的力度并不大。4 季度信用成本低于 3 季度，拨备较 3 季度减少 2.74 亿元，拨备占贷款余额的比重年末是 1.38%，离银监会可能提出的 2.5% 标准差距比较大。但是根据媒体的报道，国务院批准的监管标准更具弹性，2.5% 的标准是“原则上”需要达到，并且执行时间在 2016 年，对非系统性银行根据风控能力、资产质量好坏会有差别对待，非系统重要性银行并不一定需要达到 2.5%。因此拨备压力可能并不会很大。

图 14 信用成本 (bp,季度年化)



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

图 15 拨备/贷款 (%)



数据来源：公司数据,安信证券研究中心

6. 投资策略

兴业银行 2010 年较高的资产规模增长为银行盈利增长贡献较大，预计 2011 年买入返售业务仍会有一定规模，但业绩的增长相比 2010 年可能更转向以价补量，息差的反弹力度成为关键。拨贷比在上市银行中处于偏低的水平，但这主要是由于不良率远低于行业平均。非系统重要性银行的性质可能使得兴业银行未来拨备压力并不会很大。2010 年末兴业银行资本充足率 11.22%，核心资本充足率 8.8%，今年 1 月份董事会已批准发行 100-150 亿次级债补充附属资本，从满足监管来看，核心资本的补充可能在 2012 年，目前来看，银行业务的拓展不会受到大的影响。我们预计 2011 年的银行利润增长 26.5%，对应 2011 年 PE 和 PB 为 7.33 倍和 2.42 倍，对应配股后 2010 年 PE 和 PB 为 11.30 倍和 2.14 倍。维持“买入—B”评级。

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-03-28

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	ROA Dupont (% of AVG Assets)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润表(百万元)											
净利息收入	27,202	38,032	48,440	58,913	70,571	净利息收入	2.31	2.39	2.44	2.57	2.64
利息收入	50,039	70,976	91,671	108,418	127,421	非利息收入	0.37	0.32	0.36	0.42	0.43
利息支出	-22,837	-32,944	-43,231	-49,504	-56,850	营业收入	2.68	2.71	2.80	2.98	3.07
净手续费及佣金收入	3,116	4,801	6,482	8,426	10,533	营业税费	0.20	0.18	0.19	0.20	0.21
手续费及佣金收入	3,482	5,229	7,059	9,177	11,471	经营费用	0.98	0.88	0.93	0.98	1.01
手续费及佣金支出	-366	-428	-578	-751	-938	计提准备金前的营业利润	1.51	1.65	1.69	1.79	1.85
其它净收入	1,212	328	625	1,104	1,051	准备金	0.04	0.15	0.16	0.21	0.22
营业总收入	31,530	43,161	55,546	68,444	82,154	税前利润	1.46	1.51	1.53	1.59	1.62
营业税费	-2,321	-2,915	-3,777	-4,654	-5,586	所得税	0.34	0.34	0.35	0.36	0.37
经营费用	-11,474	-14,007	-18,330	-22,586	-27,111	税后利润	1.13	1.16	1.18	1.22	1.25
拨备前利润	17,735	26,239	33,439	41,203	49,457	ROAA	1.13	1.16	1.18	1.22	1.25
资产减值准备	-518	-2,342	-3,098	-4,783	-6,017	平均权益乘数	5.07	5.78	5.62	5.87	6.07
税前利润	17,229	24,006	30,376	36,490	43,510	ROAE	24.46	24.43	23.02	22.84	22.55
所得税	-3,948	-5,485	-6,956	-8,374	-9,985	流动性(%)					
净利润	13,282	18,521	23,420	28,115	33,524	贷款/资产总额-期末	51.9	45.6	46.5	46.0	46.0
可供母公司分配净利润	13,282	18,521	23,420	28,115	33,524	贷款/资产总额-平均	50.2	48.2	46.1	46.2	46.0
资产负债表(百万元)						贷款/存款-期末	76.8	74.4	70.7	67.7	66.0
客户贷款	691,963	842,568	982,578	1,140,634	1,322,888	贷款/存款-期初	77.5	76.8	74.4	70.7	67.7
证券投资	197,652	248,380	306,395	396,742	488,893	贷存比(不含贴现)					
其他生息资产	423,837	723,612	781,837	892,670	977,787	资产质量(%)					
其他资产	18,710	35,114	42,261	49,593	86,275	不良贷款率	0.54	0.42	0.43	0.51	0.62
资产总额	1,332,162	1,849,673	2,113,072	2,479,639	2,875,843	拨备覆盖率	254.93	325.53	340.00	320.00	290.00
客户存款	900,884	1,132,767	1,389,435	1,686,010	2,003,723	拨备/贷款	1.37	1.38	1.47	1.63	1.81
应付债券	68,928	64,935	81,977	84,300	84,156	资本充足率(%)					
其他计息负债	284,727	533,377	514,091	556,383	621,154	加权风险资产占比	53.76	53.61	54.00	54.00	54.00
其他负债	18,025	26,599	16,135	18,177	4,215	核心资本充足率	7.91	8.80	9.29	9.51	9.85
负债总额	1,272,564	1,757,678	2,001,638	2,344,870	2,713,249	资本充足率	10.75	11.22	11.68	11.69	11.87
股东权益	59,597	91,995	111,434	134,769	162,594	经营效率(%)					
股本	5,000	5,992	5,992	5,992	5,992	净利息收入/营业收入	86.27	88.12	87.21	86.08	85.90
	1,332,162	1,849,673	2,113,072	2,479,639	2,875,843	手续费和佣金收入/营业收入	9.88	11.12	11.67	12.31	12.82
负债和权益合计						非利息收入/营业收入	13.73	11.88	12.79	13.92	14.10
YOY (%)						经营费用/营业收入	36.39	32.45	33.00	33.00	33.00
客户贷款	41.2	21.8	16.6	16.1	16.0	经营费用/平均资产	0.98	0.88	0.93	0.98	1.01
证券投资	25.2	25.7	23.4	29.5	23.2	盈利能力(%)					
生息资产	31.0	38.2	14.1	17.3	14.8	生息率	4.32	4.54	4.72	4.82	4.88
总资产	30.5	38.8	14.2	17.3	16.0	付息率	2.07	2.21	2.33	2.30	2.26
客户存款	42.4	25.7	22.7	21.3	18.8	利差	2.25	2.33	2.39	2.52	2.62
计息负债	31.8	38.0	14.7	17.2	16.4	NIM	2.35	2.43	2.49	2.62	2.70
净利息收入	3.9	39.8	27.4	21.6	19.8	成本收入比	36.39	32.45	33.00	33.00	33.00
净手续费及佣金收入	18.8	54.1	35.0	30.0	25.0	营业收入税率	7.36	6.75	6.80	6.80	6.80
营业收入	6.2	36.9	28.7	23.2	20.0	信用成本	0.09	0.29	0.34	0.44	0.48
拨备前利润	2.0	48.0	27.4	23.2	20.0	所得税率	22.91	22.85	22.90	22.95	22.95
税前利润	22.7	39.3	26.5	20.1	19.2	股利分配率	18.82	14.88	17.00	17.00	17.00
归属母公司利润	16.7	39.4	26.5	20.0	19.2						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034