

2011 年 3 月 30 日

A
买入

600000.SS - 人民币 13.63

目标价格: 人民币 16.68

尹劲桦

(8621) 6860 4866 分机 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	10	7	10	(23)
相对新华富时 A50 指数 (%)	5	5	4	(10)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	13,687
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	166,033
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,091
主要股东(%)	
上海国际集团	31

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

浦发银行

快速扩张, 但净息差面临压力

2010 年浦发银行实现净利润 191.77 亿元, 同比增长 45.1%, 与其之前发布的业绩快报一致。浦发银行在去年 10 月份完成再融资后资产规模快速扩张, 但四季度净息差环比下滑。浦发银行手续费收入保持高速增长, 未来发展空间仍然较大。维持买入评级。

年报要点

- 融资完成后, 浦发银行在四季度加快了资产扩张势头。截至 2010 年末, 浦发银行贷款余额增长 23.4%; 存款增长 26.5%; 总资产增长 35.0%。
- 在资产快速扩张的同时, 由于贷款在生息资产中的比重下降以及存款成本上升, 浦发银行四季度净息差环比三季度下滑了约 10 个基点。
- 手续费净收入同比增长 83.4%, 尤其是咨询顾问费、代理业务、结算清算等业务表现抢眼。2010 年手续费占比提升至 8.1%, 但与其他银行相比仍然很低, 未来的发展潜力巨大。
- 在营业收入大幅增长的情况下, 浦发银行四季度的营业费用保持了稳定, 2010 年全年的成本收入比由 2009 年的 37.0% 大幅下降至 33.7%。
- 浦发银行四季度不良实现双降, 同时, 拨备覆盖率由三季度的 307.8% 提升至年末的 380.6%, 在上市银行中处于最高水平。
- 主要风险: 地方融资平台贷款资产质量恶化; 资本成本上升过快。

估值

- 目前浦发银行股价相当于约 1.33 倍 2011 年市净率, 或 7.65 倍 2011 年市盈率, 相比其接近 19% 的净资产收益率水平, 估值具有吸引力。维持对浦发银行的买入评级, 给予目标价格 16.68 元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币 百万)	33,538	45,204	61,028	74,344	89,248
净利润(人民币 百万)	13,217	19,177	25,545	30,522	36,192
全面摊薄每股收益(人民币)	1.50	1.34	1.78	2.13	2.52
市盈率(倍)	9.10	10.19	7.65	6.40	5.40
每股净资产值(人民币 元)	7.70	8.57	10.28	12.09	14.23
市净率(倍)	1.77	1.59	1.33	1.13	0.96
净资产收益率(%)	24.11	20.09	18.89	19.02	19.17
每股股息(人民币 元)	0.15	0.16	0.27	0.32	0.38
股息收益率(%)	1.1	1.2	2.0	2.3	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年业绩同比增长 45%

2010 年浦发银行实现净利润 191.77 亿元，同比增长 45.1%，与其之前发布的业绩快报一致。推动浦发银行净利润快速增长的因素包括资产规模的速扩张、净息差的恢复、手续费收入高速增长、成本控制改善、并且信用风险成本继续保持在低位。

从环比来看，浦发银行四季度净利润相比三季度下降 24.6%，这主要是由于四季度大幅增加拨备造成。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)	4 季度环比变动(%)
净利息收入	33,538	45,204	34.8	7.0
手续费收入	2,207	4,048	83.4	27.8
其他非息收入	1,079	603	(44.1)	(173.6)
营业收入	36,824	49,855	35.4	6.3
营业费用	(13,637)	(16,801)	23.2	10.8
拨备前营业利润	23,187	33,054	42.6	4.2
拨备费用	(3,182)	(4,588)	44.2	348.0
营业利润	20,005	28,466	42.3	(18.8)
营业税	(2,826)	(3,395)	20.1	1.1
非经常项目损益	118	209	77.1	460.0
税前利润	17,297	25,280	46.2	(20.6)
所得税	(4,081)	(6,102)	49.5	(6.6)
净利润	13,216	19,178	45.1	(24.8)
少数股东权益	1	(1)	(200.0)	(216.7)
归属于母公司的净利润	13,217	19,177	45.1	(24.6)

资料来源：公司数据，中银国际研究

年报亮点

1. 融资完成后资产规模快速扩张

2010 年 10 月，浦发银行完成了对中国移动的定向增发，资本实力大大增强。融资完成后，浦发银行在四季度加快了资产扩张势头，截至 2010 年末，浦发银行贷款余额 1.15 万亿元，相比年初增长 23.4%；存款余额 1.64 万亿元，相比年初增长 26.5%；总资产规模达 2.19 万亿元，相比年初增长了 35.0%。在资本瓶颈消除后，以及未来两年浦发银行仍将保持较高的资产增速。

2. 手续费收入快速增长

浦发银行 2010 实现手续费净收入 40.49 亿元, 同比增长 83.4%。各项手续费收入均取得较快增长, 尤其是咨询顾问费、代理业务、结算清算等业务, 同比增速都高于 50%。浦发银行手续费收入占营业收入比重由 2009 年的 6.0% 提升至 2010 年的 8.1%, 但与其他银行相比, 手续费收入占比仍然很低, 未来的发展潜力巨大。

图表 3. 浦发银行手续费收入

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变化(%)
结算与清算手续费	208	317	52.2
代理业务手续费	410	699	70.5
信用承诺手续费及佣金	769	944	22.9
银行卡手续费	524	664	26.7
顾问和咨询费	597	1,281	114.5
其他	212	557	162.1
手续费及佣金收入合计	2,720	4,461	64.0
手续费及佣金支出	513	413	(19.6)
手续费及佣金净收入	2,207	4,049	83.4

资料来源: 公司数据、中银国际研究

3. 成本控制较好

在营业收入大幅增长的情况下, 浦发银行四季度的营业费用保持了稳定, 2010 年全年的成本收入比由 2009 年的 37.0% 大幅下降至 33.7%, 有力的推动了利润增长。

4. 资产质量进一步改善

浦发银行四季度不良实现双降, 不良贷款率由第三季度的 0.60% 下降至 0.51%, 不良贷款余额由第三季度的 64.9 亿元下降至 58.8 亿元。同时, 拨备覆盖率由第三季度的 307.8% 提升至年末的 380.6%, 在上市银行中处于最高水平。由于四季度加大了拨备计提力度, 其拨备贷款比也由三季度末的 1.86% 提升至 1.95%。按照 2016 年达标的时间表, 未来拨贷比的压力并不算大。

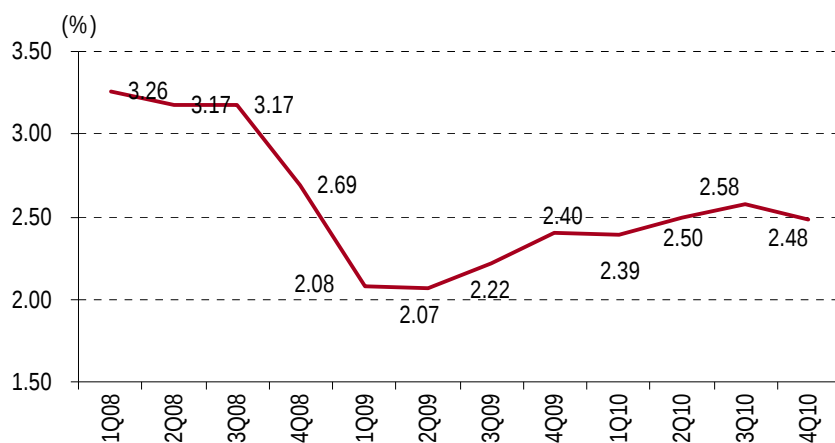
年报弱势

1. 四季度净息差环比下滑

我们测算,浦发银行四度净息差环比三季度下滑了约 10 个基点。我们认为可能的原因包括:

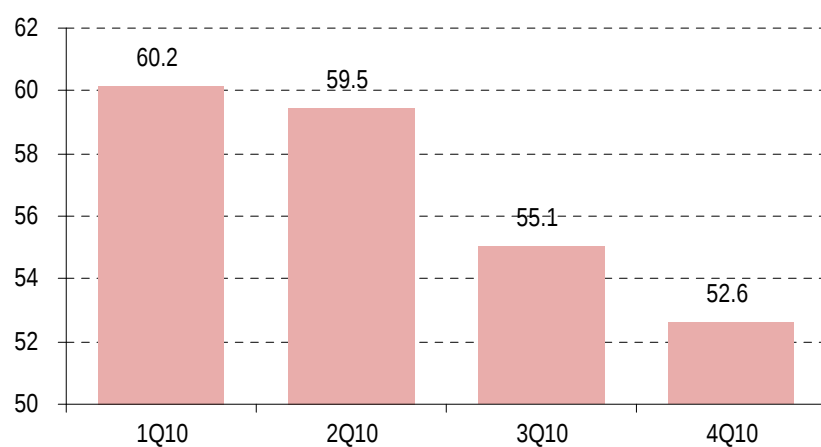
- (1) 由于同业资产高速增长,使得贷款在生息资产中的比重不断下降;
- (2) 在激励的存款竞争下,存款成本上升较快;
- (3) 四季度贷款增加过快,导致定价水平不高。

图表 4.浦发银行季度净息差



资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 5.浦发银行贷款在生息资产中占比



资料来源: 公司数据、中银国际研究

2. 房地产开发贷款和融资平台占比偏高

2010 年末，浦发银行房地产开发贷款余额 1,167 亿元，占全部贷款的 10.2%，占比在上市公司中相对较高。此外，浦发银行的地方融资平台贷款占比也较高，未来可能对拨备和资本金有一定压力。

未来机会

1. 未来资产增速高于行业平均水平；
2. 一季报业绩较好。

未来风险

1. 资本成本上升过快，阻碍净息差回升；
2. 房地产调控导致房地产相关贷款面临风险。

估值水平具有吸引力

目前浦发银行股价相当于约 1.33 倍 2011 年市净率，或 7.65 倍 2011 年市盈率，相比其接近 19% 的净资产收益率水平，估值具有吸引力。维持对浦发银行的 **买入** 评级，给予目标价格 16.68 元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	33,538	45,204	61,028	74,344	89,248
净手续费及佣金	2,207	4,048	5,245	6,510	7,981
其他非息收入	1,079	603	1,311	1,644	2,105
经营收入	36,824	49,855	67,585	82,498	99,334
经营费用	(13,637)	(16,801)	(22,637)	(28,582)	(35,301)
拨备前经营利润	23,187	33,054	44,947	53,916	64,034
贷款损失拨备	3182	4588	(7,220)	(8,907)	(10,773)
经营利润	20,005	28,466	37,727	45,010	53,260
非经常性项目	118	209	230	253	278
税前利润	20,123	28,675	37,957	45,263	53,539
营业税	(2,826)	(3,395)	(4,355)	(5,139)	(5,980)
所得税	(4,081)	(6,102)	(8,056)	(9,601)	(11,366)
税后利润	13,216	19,178	25,546	30,522	36,193
少数股东权益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	13,217	19,177	25,545	30,522	36,192
变动(%)	6	45	33	19	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日:12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	205,119	293,249	399,083	446,596	486,887
同业和央行存放	220,733	492,725	617,697	806,050	1,037,357
交易性资产	607	1,033	1,136	1,250	1,375
客户贷款总额	928,855	1,146,489	1,353,905	1,573,799	1,817,796
减: 拨备	(18,347)	(22,377)	(29,664)	(38,692)	(49,644)
投资	259,618	251,407	289,118	332,486	375,709
联营公司权益	1,371	1,436	1,436	1,436	1,436
净固定资产	7,075	7,433	7,837	8,062	8,019
其他资产	17,687	20,016	19,728	19,813	19,932
总资产	1,622,718	2,191,411	2,660,276	3,150,799	3,698,866
负债及权益					
客户存款	1,297,253	1,640,460	1,937,243	2,268,106	2,619,745
同业资金	211,022	369,247	478,310	596,857	744,837
其他借款	18,800	16,800	46,800	46,800	46,800
总借款	1,527,075	2,026,507	2,462,352	2,911,763	3,411,382
其他负债	27,556	41,625	50,160	65,328	83,011
总负债	1,554,631	2,068,132	2,512,512	2,977,091	3,494,393
普通股股本(面值)	8,830	14,349	14,349	14,349	14,349
准备金(包括股本溢价)	41,907	83,388	91,052	100,208	111,066
留存收益	17,216	25,259	42,079	58,866	78,772
总股东权益	67,953	122,996	147,480	173,423	204,187
少数股东权益	134	283	284	285	285
已运用资本	68,087	123,279	147,764	173,708	204,472
总负债及权益	1,622,718	2,191,411	2,660,276	3,150,799	3,698,866

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	13,217	19,177	25,545	30,522	36,192
非现金项目	0	0	8,760	10,611	12,731
其他变动	4,767	37,500	68	123	179
交易活动产生的现金	17,984	56,677	34,373	41,255	49,103
运营资本变动	(8,968)	(70,166)	(61,360)	(34,337)	(41,281)
经营产生的现金流	9,016	(13,489)	(26,987)	6,918	7,823
投资及融资回报	29	49	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	9,045	(13,440)	(26,987)	6,918	7,823
投资	(1,628)	(1,579)	(1,807)	(1,807)	(1,807)
自由现金流	7,417	(15,019)	(28,794)	5,111	6,016
投资者可用现金	7,417	(15,019)	(28,794)	5,111	6,016
融资活动产生的净现金	6,520	35,260	29,286	(4,569)	(5,420)
现金增(减)	13,937	20,241	492	542	596

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	4.1	3.9	4.5	4.6	4.6
资金成本	1.9	1.6	2.1	2.2	2.2
利差	2.21	2.29	2.37	2.40	2.43
净息差	2.31	2.39	2.53	2.56	2.60
其他收入总收入	8.9	9.3	9.7	9.9	10.2
成本收入比	37.0	33.7	33.5	34.6	35.5
有效税率	34.3	33.1	32.7	32.6	32.4
增长率					
贷款增长率	33.2	23.4	18.1	16.2	15.5
存款增长率	36.3	26.5	18.1	17.1	15.5
资产增长率	23.9	35.0	21.4	18.4	17.4
流动性					
贷存比	71.6	69.9	69.9	69.4	69.4
贷款资金比	70.6	69.2	68.2	68.0	68.2
贷款资产比	57.2	52.3	50.9	49.9	49.1
核心负债/总负债	67.0	64.4	63.3	62.4	61.4
资产质量					
不良贷款率	0.8	0.5	0.9	1.3	1.6
一般拨备比率	1.98	1.95	2.19	2.46	2.73
特殊拨备覆盖率	39.79	47.35	48.44	56.46	56.85
总拨备覆盖率	245.94	380.56	243.43	190.52	166.86
信用成本	0.37	0.39	0.58	0.61	0.64
需特别关注贷款比例	0.8	0.6	1.6	2.6	3.6
资本充足率					
权益资产比率	4.2	5.6	5.6	5.5	5.5
盈余资本	2.4	4.4	4.5	5.1	5.2
总资本充足率	10.45	12.42	12.50	13.09	13.17
一级资本充足率	6.91	9.37	9.19	9.07	9.07
回报率					
资产收益率	0.90	1.01	1.05	1.05	1.06
净资产收益率	24.1	20.1	18.9	19.0	19.2
已运用资本收益率	24.1	20.1	18.9	19.0	19.2
结构性已运用资本收益率	19.5	21.6	22.3	22.0	22.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371