

浦发银行(600000.SH)

手续费高增长+不良再创新低=季报亮点

——2011Q1 业绩点评

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

17.51-18.54

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

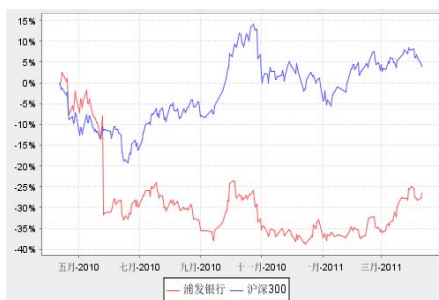
chengjiy@qlzq.com.cn

2011年4月27日

基本状况

总股本(百万股)	14348.82
流通股本(百万股)	11479.06
市价(元)	14.62
市值(百万元)	211645.16
流通市值(百万元)	169316.13

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	34,561	36,824	49,856	65,180	76,294
营业收入增速	33.56%	6.55%	35.39%	30.74%	17.05%
净利润增长率	127.61%	5.58%	45.13%	29.18%	15.57%
摊薄每股收益(元)	2.21	1.50	1.34	1.73	2.00
前次预测每股收益(元)	2.21	1.50	1.34	1.46	1.74
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	6.16	9.10	10.19	7.89	6.83
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	7.36	7.70	8.57	10.30	12.29
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	36.31%	24.11%	20.09%	18.30%	17.66%
市净率	1.85	1.77	1.59	1.32	1.11
总股本(百万股)	5,661	8,830	14,349	14,349	14,349

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 浦发银行今日发布 2011Q1 季报, 当季实现净利润近 61 亿, 同比增长约 48%, 实现每股收益 0.42 元(全面摊薄), 每股净资产 8.99 元。
- 业绩符合我们预期, 但高于市场预期。规模增长、非息收入增长及拨备是 Q1 同比增长 48%, 环比增长 40% 的主要驱动力。2011Q1 利息净收入较 2010Q4 环比增长 6%, 主要是由平均生息资产余额较上季增长 7% 所贡献。Q1 单季业务费用为 53 亿, 环比上升 17%, 对环比业绩增长贡献为 -5.5 个百分点。我们预计该费用支出额占全年比例为 25% 左右, 费用在季度之间的分布更加均衡; 而一般情况下银行 Q1 的费用支出为四个季度中最少的, 占全年费用比例大约在 20%-23% 之间, 所以我们认为浦发银行 Q1 业绩较实。
- 公司没有披露日均口径的 NIM 数据, 我们计算的期初期末口径的 2011Q1 NIM 值为 2.48%, 较 2010Q4 环比下降 2 个 BP, 较 2010 年全年水平提升 7 个 BP。我们预计浦发银行资产端的收益率在 Q1 有明显改善, 但负债端的成本上升幅度亦较大导致 NIM 环比下降, 体现在两方面: (1) 对公和零售存款同时出现较为明显的定期化趋势, 定期存款占比较年初上升 4.4 个百分点; (2) Q1 存款较年初增长 2%, 低于贷款增速, 导致高成本的同业负债(主要是卖出回购款)增加较多。
- 手续费收入明显增长和资产质量再创新高是季报亮点: (1) Q1 实现手续费净收入近 15 亿, 同比大幅增长 73%, 环比亦实现 18% 的增长。(2) 截至 Q1 末, 浦发银行的不良额为 52 亿, 较年初下降 6.4 亿; 不良率较年初下降 7BP 至 0.44%。优异的资产质量使得拨备计提额同比持平, 拨备覆盖率提升 53 个 PC 至 434%, 预计处于同类银行最高水平, 期末拨贷比为 1.91%。

- **维持浦发银行2011年盈利预测:** 预计2011-2013年净利润分别为248/286/336亿,分别增长29%/16%/17%。2011-2013年EPS分别为1.73/2.00/2.34元, BVPS分别为10.30/12.29/14.64元。
- **维持对浦发银行“买入”的投资评级:** 浦发银行当前股价交易于8.5X2011年PE及1.4X2011年PB, 估值处于偏低水平, 我们按照2011年1.7-1.8XPB作为合理估值区间, 对应的目标价17.51-18.54元, 维持“买入”投资评级不变。
- **再次重申我们看好浦发银行的两点理由:** (1) 资本瓶颈解除后规模稳健增长及结构回归带动的业绩高增长潜力; (2) 中移动和浦发的业务合作也将在2011年有所进展, 我们预计中移动入股短期将对浦发银行的负债基础有一定改善, 中长期看若双方在手机银行、移动支付转账等方面的合作有实质性推进还有助于浦发非息收入的快速增长, 对ROA的提升形成正面贡献。
- **风险提示:** (1) 与中移动合作可能低于预期。(2) 若国内外经济形势出现波动, 房地产价格若出现较大幅度的下跌, 将会对银行资产质量产生较大的负面影响, 进而导致估值下行风险加大。

图表1: 浦发银行净利润单季环比/累计同比增长驱动力

净利润增长 驱动力分解	单季环比				累计同比			
	10Q2/10Q1	10Q3/10Q2	10Q4/10Q3	11Q1/10Q4	10H1/09H1	10Q3/09Q3	10Q4/09Q4	11Q1/10Q1
营业收入贡献	12.15%	9.25%	6.27%	8.82%	36.42%	36.25%	35.39%	41.70%
利息净收入贡献	8.83%	11.17%	6.35%	5.62%	31.36%	31.82%	31.68%	36.46%
手续费净收入贡献	1.11%	0.03%	2.07%	1.62%	4.56%	4.68%	5.00%	5.79%
其他净收益贡献	2.21%	-1.95%	-2.15%	1.58%	0.50%	-0.25%	-1.29%	-0.56%
营业支出贡献	1.17%	5.52%	-1.75%	-5.46%	-15.23%	0.94%	10.28%	-1.19%
拨备贡献利润	4.56%	3.50%	-25.65%	29.59%	9.30%	4.07%	0.31%	6.11%
营业外收支贡献	2.42%	-2.21%	0.57%	-0.64%	1.17%	0.93%	0.18%	0.13%
实际税率变化贡献	0.95%	-0.29%	-4.23%	7.86%	2.27%	2.07%	-1.04%	1.22%
母公司净利润增长	21.16%	15.71%	-24.61%	39.60%	33.92%	44.19%	45.10%	47.56%

来源: 公司数据, 齐鲁证券研究所

图表2: 浦发银行资产负债表项增长

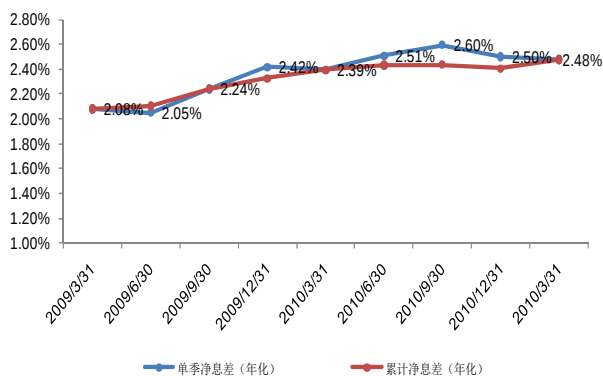
资产负债表摘要	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	YoY	QoQ
生息资产期末余额	1,649,585	1,752,587	1,945,736	2,162,527	2,236,008	35.55%	3.40%
发放贷款及垫款	990,14	1,031,069	1,059,383	1,124,113	1,165,228	17.68%	3.66%
证券投资	220,340	208,263	227,460	252,440	262,832	19.28%	4.12%
现金、存放央行及同业	319,478	337,599	335,403	362,788	439,611	37.60%	21.18%
拆出和买入返售	119,620	175,656	323,489	423,186	368,337	207.92%	-12.96%
计息负债期末余额	1,558,189	1,673,426	1,854,471	2,025,899	2,101,631	34.88%	3.74%
吸收存款	1,306,948	1,444,69	1,533,754	1,638,680	1,672,530	27.97%	2.07%
其他计息负债	251,241	228,733	320,717	387,220	429,101	70.79%	10.82%

来源: 齐鲁证券研究所

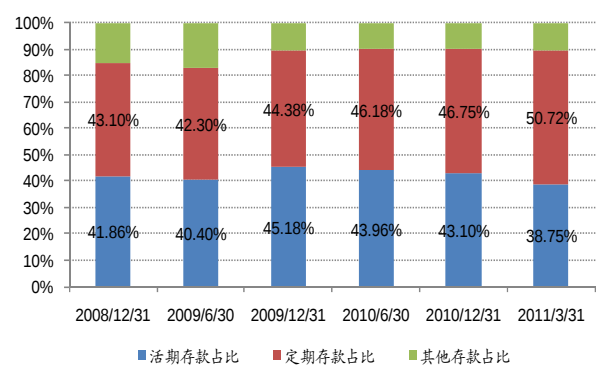
图表 3：浦发银行利润表项增长

累计值	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	YoY	QoQ
营业收入	10,724	22,751	35,892	49,856	15,196	41.70%	8.82%
利息净收入	9,710	20,367	32,368	45,204	13,620	40.27%	6.11%
手续费及佣金净收入	853	1,825	2,801	4,049	1,474	72.83%	18.17%
非息净收入合计	1,014	2,385	3,524	4,652	1,576	55.39%	39.66%
营业支出	(5,352)	(11,066)	(16,719)	(24,784)	(7,321)	36.79%	-9.23%
营业税金及附加	(757)	(1,567)	(2,476)	(3,395)	(1,072)	41.65%	16.59%
管理费用	(3,758)	(7,839)	(11,983)	(16,480)	(5,257)	39.87%	16.90%
资产减值损失	(815)	(1,514)	(2,075)	(4,587)	(819)	0.44%	-67.41%
营业利润	5,372	11,686	19,173	25,072	7,875	46.59%	33.50%
归属母公司股东净利润	4,106	9,081	14,837	19,177	6,059	47.56%	39.60%

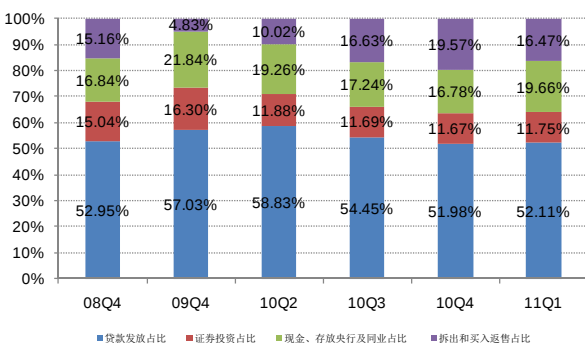
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 4：浦发银行净息差（期初期末平均余额口径）


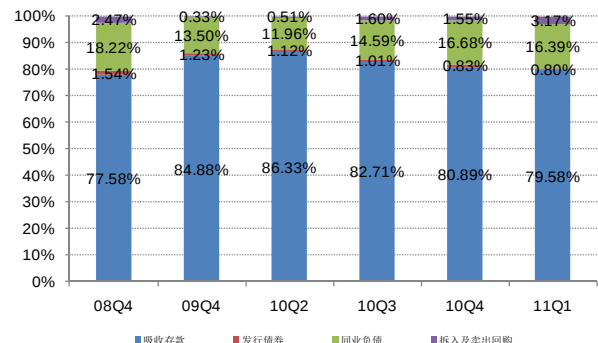
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 5：浦发银行存款结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 6：浦发银行生息资产结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 7：浦发银行付息负债结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 8：浦发银行重要财务比率一览表

重要财务比率	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31
成本收入比(累计)	33.25%	37.03%	35.24%	35.10%	33.90%	33.70%	35.73%
成本收入比(单季)	45.17%	46.55%	35.24%	34.97%	31.84%	33.18%	35.73%
有效税率(期末)	24.29%	23.59%	23.55%	23.22%	23.18%	24.14%	22.91%
ROA(期末简单年化)	0.87%	0.82%	0.98%	1.02%	1.00%	0.88%	1.07%
ROE(期末简单年化)	21.10%	19.45%	22.75%	23.93%	24.24%	15.59%	18.78%
贷存比(期末含贴现)	71.44%	70.29%	75.76%	71.37%	69.07%	68.60%	69.67%
生息资产收益率(累计年化)	4.19%	4.18%	3.85%	3.90%	3.91%	3.88%	4.43%
付息负债成本率(累计年化)	1.99%	1.94%	1.53%	1.53%	1.55%	1.56%	2.08%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 9：浦发银行资产质量一览表

五级分类法	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010H	2010A	2011Q1
不良贷款余额(百万元)	7,445	8,440	8,023	8,467	7,460	6,465	5,880	5,236
——正常类贷款占比	93.46%	95.40%	96.71%	97.32%	98.41%	98.69%	98.92%	98.96%
——关注类贷款占比	4.57%	2.77%	1.83%	1.47%	0.79%	0.70%	0.57%	0.60%
——次级类贷款占比	1.06%	0.83%	0.54%	0.71%	0.45%	0.27%	0.19%	0.16%
——可疑类贷款占比	0.57%	0.66%	0.70%	0.33%	0.21%	0.23%	0.18%	0.17%
——损失类贷款占比	0.34%	0.34%	0.22%	0.18%	0.14%	0.11%	0.14%	0.12%
A:不良贷款率	1.97%	1.83%	1.46%	1.21%	0.80%	0.62%	0.51%	0.44%
A:平均信贷成本(年化)	0.96%	0.89%	0.70%	0.56%	0.38%	0.31%	0.44%	0.28%
A:拨备覆盖率	142.07%	151.46%	191.08%	192.49%	245.93%	302.26%	380.56%	433.76%
A:拨备覆盖充分度	146.22%	146.96%	162.99%	153.25%	145.36%	143.33%	152.45%	154.00%
A:关注/不良贷款余额	231.36%	151.30%	125.61%	121.09%	97.89%	113.04%	110.93%	136.69%
A:拨备/贷款余额	2.80%	2.77%	2.78%	2.34%	1.98%	1.86%	1.95%	1.91%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 10：浦发银行财务预测简表

每股盈利及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	1.50	1.34	1.73	2.00	生息资产规模增长	24.09%	35.45%	16.87%	14.44%
每股拨备前收益	2.32	2.08	2.76	3.19	生息资产平均收益率	4.13%	3.84%	4.22%	4.18%
每股净资产 (BVPS)	7.70	8.57	10.30	12.29	计息负债平均付息率	1.94%	1.56%	1.87%	1.86%
P/E	9.77	10.94	8.47	7.33	净利差 (SPREAD)	2.19%	2.28%	2.34%	2.32%
P/PPOP	6.30	7.02	5.29	4.58	净息差 (NIM)	2.33%	2.41%	2.52%	2.52%
P/B	1.90	1.71	1.42	1.19	业务支出/营业净收入	37.03%	33.70%	32.08%	32.82%
ROAE	24.11%	20.09%	18.30%	17.66%	有效税率	23.59%	24.14%	24.20%	24.00%
ROAA	0.90%	1.01%	1.04%	1.04%	权益倍数 (A/E)	23.88	17.82	17.31	16.59
资产负债表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010A	2011E	2012E
总资产	1,622,718	2,191,411	2,558,489	2,925,862	总资产	23.93%	35.05%	16.75%	14.36%
贷款总额	928,855	1,146,489	1,352,857	1,569,315	贷款净额	33.65%	23.46%	17.80%	15.80%
证券投资	260,225	252,440	277,684	316,559	证券投资	34.47%	-2.99%	10.00%	14.00%
央行及同业资产	425,855	785,976	925,449	1,042,218	央行及同业资产	3.40%	84.56%	17.75%	12.62%
总负债	1,554,631	2,068,131	2,410,720	2,749,462	总负债	22.63%	33.03%	16.57%	14.05%
存款总额	1,295,342	1,638,680	1,917,255	2,204,843	存款总额	36.74%	26.51%	17.00%	15.00%
其它计息负债	230,666	387,220	424,261	424,261	其它计息负债	-15.76%	67.87%	9.57%	0.00%
股东权益	67,953	122,996	147,769	176,400	股东权益	63.04%	81.00%	20.14%	19.38%
损益表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010A	2011E	2012E
净利息收入	33,538	45,204	59,058	68,410	净利息收入	6.36%	34.78%	30.65%	15.84%
非利息收入	3,286	4,652	6,123	7,884	非利息收入	8.57%	41.60%	31.61%	28.76%
营业净收入	36,824	49,856	65,180	76,294	营业净收入	6.55%	35.39%	30.74%	17.05%
营业支出	-16,463	-20,196	-25,525	-30,486	营业支出	6.15%	22.67%	26.39%	19.43%
营业利润	20,361	29,659	39,655	45,808	营业利润	6.88%	45.67%	33.70%	15.52%
计提准备金前利润	20,478	29,868	39,655	45,808	计提准备金前利润	7.66%	45.85%	32.77%	15.52%
当期计提准备金	-3,182	-4,587	-6,973	-8,136	当期计提准备金	-14.42%	44.16%	52.01%	16.67%
税前利润	17,296	25,281	32,682	37,672	税前利润	13.02%	46.17%	29.28%	15.27%
净利润	13,214	19,177	24,773	28,631	净利润	5.58%	45.13%	29.18%	15.57%
资产负债结构	2009A	2010A	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010A	2011E	2012E
央行及同业/总资产	26.24%	35.87%	36.17%	35.62%	不良贷款率	0.80%	0.51%	0.50%	0.50%
证券投资/总资产	16.04%	11.52%	10.85%	10.82%	信贷成本	0.38%	0.44%	0.55%	0.55%
贷款净额/总资产	56.11%	51.30%	51.76%	52.41%	拨备覆盖率	245.93%	380.56%	424.19%	457.75%
存款/总负债	83.32%	79.23%	79.53%	80.19%	拨备/贷款余额	1.98%	1.95%	2.12%	2.29%
贷款结构	2009A	2010A	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010A	2011E	2012E
企业贷款	78.68%	79.09%			分支机构数量	565	655		
票据贴现	4.34%	1.91%			员工数量	21,877	28,081		
个人贷款	16.98%	19.00%			总股本数量 (百万股)	8,830	14,349	14,349	14,349

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501