

兴业银行(601166)调研报告

——二季度环比增长态势优于同业，未来拨备政策有一定不确定性

金融/银行

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 8 月 23 日

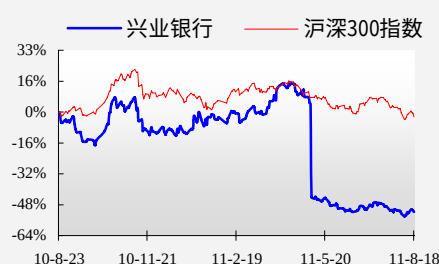
投资要点：

- 2011 年中期，兴业银行实现营业收入 262.46 亿元，同比增长 28.92%，实现净利润 122.32 亿元，同比增长 39.57%；实现每股收益 1.13 元，每股净资产 9.38 元，实现加权平均净资产收益率 12.55%；比去年同期下降了 1.38 个百分点。
- 2011 年第二季度单季度兴业银行的净息差为 2.49%，环比上升了 37 个基点，是已经公布中报的银行同业中净息差环比上升最多的银行，贷款定价能力提升和非信贷资产收益率的提升是主要原因。
- 2011 年中期我们初步计算年化的信贷成本仅为 0.12%，信贷成本继续大幅度减少，是银行二季度利润增幅的主要来源，如果我们假设银行按照去年的信贷成本计提拨备，兴业银行应该计提 12.55 亿元的拨备，税后利润应该减少 5.47 亿元，净利润增幅下降为 33%。
- 截至中期末，兴业银行的拨贷比为 1.33%，比年初和一季度末的水平反而有所下降，未来如果要达到 2.5%的拨贷比的要求，兴业银行未来的信贷成本和拨备政策还面临较大的不确定性。
- 按照新的口径，兴业银行上半年末平台贷款的规模和占比都有所下降，目前占比下降了 7 个百分点，我们按照年初的数据粗略计算，中期平台贷款的占比为 11.61%，余额为 1079 亿元，比年初的 1590 亿元有了明显下降。
- 从四分类的情况看，全覆盖的接近 80%，半覆盖和无覆盖的为 10%，下半年，银行希望能够将后三类（也就是 20%）左右的余额降低一半以上，整个平台贷款的余额控制在中期的水平上。
- 维持前期盈利预测和推荐评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2010	4,345,600	37.18	1,852,100	39.44	3.28	24.64	7.18	
2011E	5,562,368	28	2,426,251	31	2.25	24.15	5.81	
2012E	6,952,960	25	3,018,600	24.41	2.8	25.23	4.67	
2013E								

走势图



市场数据 2011-8-23

收盘价：	13.07 元
52 周最高价：	31.48 元
52 周最低价：	12.01 元
平均持仓成本：	14.07 元

基本数据 2011Q2

总股本（万股）：	1,078,641
流通 A 股（万股）：	1,078,641
每股收益（元）：	1.13
每股净资产（元）：	9.38
每股经营现金流（元）：	(8.28)
市净率：	1.39

分析师：唐亚轲

执业证书编号：S0550511020010

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: tangyy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2011 年中期，兴业银行净利润保持较高增长：11 年 6 月 30 日，兴业银行资产总额达到 20899.06 亿元，比年底增长 12.99%，存款余额 12229.79 亿元，比年底增长 7.96%，各项贷款总额为 9294.74 亿元，比年底增长 8.79%；比年初新增了 751.35 亿元的贷款；10 年全年新增了 1527.42 亿元的贷款，10 年第一季度和第二季度分别增加贷款 463 亿元和 446 亿元，11 年第一季度和第二季度分别新增了 381.39 和 369.96 亿元的贷款，贷款同比增速有所放缓，11 年中期实现营业收入 262.46 亿元，同比增长 28.92%，实现净利润 122.32 亿元，同比增长 39.57%；实现每股收益 1.13 元，每股净资产 9.38 元，实现加权平均净资产收益率 12.55%；比去年同期下降了 1.38 个百分点。

一、 兴业银行中期公司业绩增长的主要原因

1.1 09、10 年大量增加的存量信贷和净息差同比上升使得净利息收入快速增长 2011 年 1-6 月，兴业银行实现利息净收入 221.61 亿元，同比增长 25.96%，净利息收入同比增长的原因主要是生息资产同比的大幅增长和净息差的环比上升：

1.1a 贷款稳健增长和存贷款结构变化

10 年全年，兴业银行贷款规模相对于年初的增速达到 21.77%，在 09 年全年新增了 2021 亿元贷款的基础上，10 年第一季度和第二季度分别新增了 463 亿元和 446 亿元的贷款，上半年贷款投放相对来说较为均衡，第三季度和第四季度贷款增速有所放缓，但是也分别增加了 330.72 亿元和 287.7 亿元的贷款，虽然 10 年新增贷款 1527 亿元，相对于 09 年全年的增量有所下降，但是由于存量信贷持续产生利息收入，因此对于 10 年的利息收入产生了很大的积极影响。11 年第一季度和第二季度兴业银行又新增了 381.39 亿元和 369.96 亿元的贷款，贷款增量同比依旧继续下滑。

此外从存贷款结构的具体变化看，票据贴现余额在 09 年年底达到 267 亿元，占比达到 3.81%，10 年一季度票据融资继续冲回，票据贴现的余额下降为 52 亿元，冲回了 215 亿元，占比达到了 0.71%，也就是说如果考虑到票据的冲回，兴业银行 10 年一季度的一般贷款的增长实际上接近 700 亿元，10 年年末，票据贴现的余额为 97.28 亿元，票据贴现占比为 1.14%，比年初的水平继续下降，但是比第三季度的水平有所上升，这一点实际在我们的预期之中，票据贴现下降到一定额度之后很难再持续下降，11 年第一季度末，票据贴现的余额为 81.81 亿元，整体比 10 年年末的水平继续冲回，票据贴现的占比已经下降到 0.92%，11 年中期末，票据贴现的余额为 133.81 亿元，相比年初和一季度的情况有所上升，票据贴现的占比为 1.44%；10 年年末个人贷款的余额为 2250.07 亿元，占比从去年年底的 22.50%上升到 26.34%，11 年第一季度末，个人贷款的余额上升到 2364.85 亿元，占比也上升到 26.50%。11 年中期末，个人贷款的余额上升到 2485.71 亿元，个人贷款的占比为 26.74%，从存款结构的变化看，活期存款占比在时点数据上看有所下降，10 年第一季度末为 47.58%，比 09 年全年的 50.61%下降了 3.03 个百分点 10 年年末活期存款的占比为 48.80%，比 09 年全年的水平有所下降，但是比中期和第三季度末的水平都有恢复性上升。11 年第一季度末，兴业银行活期存款的占比为 45.57%，比 10 年年末的水平继续下降；11 年中期末，兴业银行活期存款的占比为 43.65%，比一季度末的水平继续下降。

1.1b 净息差 10 年下半年环比有所上升，但是同比下降，11 年一季度依旧维持这样的趋势，主要原因是买入返售资产规模的迅速扩大对净息差的拖累。11 年中期实现了同比和环比的上升

2010 年兴业银行的净息差为 2.32%，比去年同期下降了 2 个百分点，但是第三季度和第四季度的环比都出现了上升，从存贷利差的角度看，兴业银行的存贷利差同比提高了 12 个基本点，净息差同比下降的主要原因是因为同业资产特别是买入返售资产规模的迅速扩大，10 年年末兴业银行买入返售资产规模为 3740.05 亿元，同比增长 90%，占资产规模的比重从去年同期的 12% 上升到 20.22%，买入返售的年化收益率为 88 个基本点，而且买入返售占用资本较少，因此虽然对净息差有拖累作用，但是对于银行整体的收入和利润有正向贡献。

2011 年一季报兴业银行的净息差为 2.12%，但是我们初步计算，同比依旧维持下降趋势，环比有轻微上升，但是上升趋势不明显，主要原因依旧是买入返售资产规模的迅速扩大对净息差的拖累。

2011 年第二季度单季度兴业银行的净息差为 2.49%，环比上升了 37 个基本点，是已经公布中报的银行同业中净息差环比上升最多的银行，主要原因，一是贷款定价能力提高，二季度新增贷款中利率上浮贷款的占比由一季度的 52.53% 上升到 66.74%；导致存贷利差二季度上升到 4.32%；环比上升 24 个基本点，达到 2009 年以来季度最高点，非信贷资产中买入返售票据业务的年化息差环比提升了 72 个基本点。

1.2 中间业务收入高速增长：随着整体内外宏观经济环境的转好，与其他银行同业类似，兴业银行的中间业务收入也实现了高速增长，11 年中期，银行实现手续费净收入约 37.92 亿元，比去年同期增长 78%，主要原因是因为各项业务条线同时增长，占营业收入的比重达到 14.48%；比去年同期的 10.47% 上升了 4.01 个百分点；银行整体实现非利息业务收入 40.85 亿元，同比增长了 47.74%，占营业净收入的比重为 15.56%。除了手续费收入以外，其他非息业务收入中占比较高的主要有投资收益，不过投资收益本期下降；公允价值变动本期大幅度减少，不过汇兑收益整体比去年的情况出现了明显的上升，由亏损转为收益，整体除了手续费收入之外的其他业务收入同比出现了一定的下降。

1.3 实际税率同比有所上升：11 年中期兴业银行的实际税率仅为 23.65%，比去年同期的 23.08% 同比轻微上升了 1.57 个百分点。

1.4 成本收入比同比有所下降 虽然兴业银行 10 年中期的成本收入比没有实现同比下降，但 2010 年前三季度兴业银行的成本收入比恢复了同比下降的势头；其中，10 年 1 季度的成本收入比为 31.5%，比去年同期的 33.86% 下降了 2.36 个百分点。10 年中期的成本收入比为 44.99% 而去年同期的成本收入比为 41.25%，同比上升了 3.74 个百分点。成为阻挠银行净利润增速的主要原因。2010 年前三季度，兴业银行的成本收入比为 31.36%，比去年同期的 34.64% 相比下降了 3.28 个百分点，2010 年全年，兴业银行的成本收入比为 32.91%，比去年同期的 36.69% 下降了 3.78 个百分点。2011 年第一季度，兴业银行的成本收入比为 29.97%，比去年同期的 31.5% 下降了 1.53 个百分点。2011 年中期，兴业银行的成本收入比为 29.40%，同比下降 2.32 个百分点。

1.5 资产质量继续保持稳定，继续实现不良贷款的双降：11 年中期末兴业银行恢复

了不良贷款的双降趋势，不良贷款余额为 32.49 亿元，比年初的水平下降了 3.67 亿元，不良贷款比率为 0.35%，比年初的水平下降了 7 个百分点，拨备覆盖率为 379.96%，比年初的水平提高 54.45 个百分点。

1.6 有关资本充足率情况：10 年年末，兴业银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.22%和 8.80%亿元，考虑到未来的发展，兴业银行有进一步增加资本的需要，兴业银行董事会已经通过了发行 100-150 亿元的次级债补充附属资本的规划，补充核心资本的工作在目前监管要求和业务发展的要求下要到 2012 年。11 年一季度末，兴业银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 10.72%和 8.42%，和 10 年年末的水平进一步下降。11 年中期末，兴业银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 11.22%和 8.24%，如果按照最新的资本监管办法，核心资本充足率已经不达标。

二、有关信贷成本和拨贷比

1、信贷成本

报告期内，兴业银行计提贷款减值损失 5.33 亿元，其中第二季度仅仅新增加 1 亿元，比去年同期少计提 7.41 亿元，2010 年全年的信贷成本为 0.28%，而 2009 年兴业银行整体的信贷成本是非常低的，不到 0.1%，2011 年第一季度我们初步计算年化的信贷成本在 0.20%左右，相比 10 年度的情况整体拨备力度有所减弱。2011 年中期我们初步计算年化的信贷成本仅为 0.12%，信贷成本继续大幅度减少，是银行二季度利润增幅的主要来源，如果我们假设银行按照去年的信贷成本计提拨备，兴业银行应该计提 12.55 亿元的拨备，税后利润应该减少 5.47 亿元，净利润增幅下降为 33%。

2、截至 10 年第三季度末，兴业银行的拨贷比为 1.38%，截止 10 年年末，兴业银行的拨贷比为 1.37%，较三季度末的情况略有下降，截至 2011 年一季度末，兴业银行的拨贷比为 1.37%，与年末持平。截至中期末，兴业银行的拨贷比为 1.33%，比年初和一季度末的水平反而有所下降，未来如果要达到 2.5%的拨贷比的要求，兴业银行未来的信贷成本和拨备政策还面临较大的不确定性。

三、业绩发布会的主要内容

8 月 24 日晚间，兴业银行在北京召开了中期业绩发布会，我们参与了此次会议，会议的主要内容如下：

1、未来同业业务的发展趋势

新的资本监管办法征求意见稿将同业业务的风险权重从原先的 0-20%提高到 25%，目前正在征求意见，首先兴业银行认为这种一刀切的办法具有一定的不合理性，其次即使未来真的实施 25%的风险权重，对兴业银行具有一定的不良影响，但是影响较为有限，因为目前兴业银行买入返售的票据期限一般都是在 3-6 个月之间，未来如果风险权重真的提高，兴业银行可以通过安排到期日（在季度末时点之前到期）来缓解对于资本充足率的影响，其次，如果新的办法真的实施，同业业务的收益率肯定会进一步提高，因此从策略上，兴业银行会继续拓展同业业务，从目前的情况看，同业业务的收益率高达 100 个百分点以上，即使考虑 25%的风险权重，也比某些信贷业务的综合收益率要高，银行还会继续在

此方面积极发展，提高银行的综合收益水平。

2、有关不良率

截至 2011 年中期，兴业银行的不良率只有 0.35%，在可比同业中是非常低的，兴业银行控制资产质量主要从以下三个途径入手，一是严把客户的准入关，以客户为中心控制资产质量，二是加强全流程化管理，坚持在贷前调查和贷时审查时识别和过滤风险，在贷后管理上加强风险的预警、排查和处理工作，三是加大不良和清收处置的力度。

3、未来发展战略

兴业银行未来发展的重点是投资银行、财富管理和资产管理业务，投资银行业务方面争取成为企业的财务顾问，帮助企业安排整体的融资和投资事宜，财富管理和资产管理方面，银行拥有客户资源丰富和产品链条长的优势，未来有很大的发展空间。

4、有关金融租赁公司未来的发展战略

2010 年 9 月 1 日，兴业银行第一家全资子公司兴业金融租赁公司正式开业运营，兴业金融租赁公司将依托兴业银行大平台作业，以设备中长期融资为主要业务，以优质客户为主要目标客户，积极拓展节能减排、金融同业等领域的融资租赁业务，截至报告期末，兴业金融租赁公司资产总额为 198.38 亿元，租赁项目本金余额为 192.14 亿元，主要投向制造业、租赁和商务服务业以及电力燃气以及水的生产供应、水利、环境、公共设施管理业等行业，节能减排项目投放金额 717 亿元，占总投放金额比例为 40%。

5、有关负债战略

目前的大背景对于银行的负债业务提出了一些新的挑战，银行今年负债业务的顺利发展得益于负债的业务模式的改变，从单纯的拉存款转为通过产品服务来增加存款，比如在公司业务上，通过贸易融资和供应链金融的发展，加大了存款的增加力度，今年保证金存款增加了 500 亿元，下半年依旧继续推进这个策略，2011 年上半年，银行新增存款 900 亿元左右，增幅 7.96%，整体看低于行业的平均增幅，不过银行的存贷比一直控制在 72% 左右，而且去年年底有临时充规模的 400-500 亿元的临时存款，如果扣除这一影响，银行的存款增速可以达到 10% 以上。

6、有关未来的拨备政策的变化

银行认为拨贷比 2.5% 一刀切是存在一定问题的，而且国际上也没有这个指标的说法，并且监管层也提到允许各家银行依据自己的实际情况，适当进行差别化安排，银行认为如果从国际通用的拨备充足率和拨备覆盖率来看，银行的拨备水平非常充足，暂时没有大幅度增加拨备的打算。

7、有关平台贷款

上半年兴业银行按照监管的最新要求，降旧控新，保在建、压重建、控新建的要求下继续清理病态贷款，目前的新的口径是，必须符合企业法人+定性一致+分类一致+三方签字+当地银监局的审核认可才能退出平台贷款，转为一般公司贷款，按照新的口径，兴业银行上半年末平台贷款的规模和占比都有所下降，目前占比下降了 7 个百分点，我们按照年初的数据粗略计算，中期平台贷款的占比为 11.61%，余额为 1079 亿元，比年初的 1590 亿元有了明显下降。

从四分类的情况看，全覆盖的接近 80%，半覆盖和无覆盖的为 10%，下半年，银行

希望能够将后三类（也就是 20%）左右的余额降低一半以上，整个平台贷款的余额控制在中期的水平上。

8、有关资本管理和未来的融资计划

银行在 09 年配股的时候，承诺 2-3 年内不再进行股权融资，也就是说即使情况不发生变化，在 2012 年以后银行也要考虑新的融资事宜，目前新的资本要求出台以后，银行已经有一定的补充资本的计划，但是考虑到目前还没有通过董事会和股东大会的批准，因此 2011 年肯定不会实施，要到 2012 年以后，所以和原先的计划基本一致，不存在提前融资的变故。目前具体的融资方案还没有成形。

四、结论：

1、兴业银行的投资亮点在于兴业银行在中型银行中有望逐渐确立领头羊的位置，综合素质较高；2、市场前期将其定义为半个地产股，但其实其地产贷款占比在上市银行中仅是中游水平，随着年报和季报公布，有望逐渐扭转这种看法；3、海西题材，估值偏低；4、与中国联通合作在中长期内进一步增强其在零售业务方面的竞争能力；5、拨贷比虽然较低（半年末为 1.33%），但是作为非系统重要银行将在 2016 年达标，对于经营业绩的影响将非常平滑。6、综合化经营取得一定进步。

2、在考虑到银行下半年可能会适当增加拨备的基础上；我们维持前期的盈利预测，11 年我们预测兴业银行实现净利润在 242.6 亿元，利润增幅在 31%左右，实现每股收益为 2.25 元，实现每股净资产为 10.1 元，12 年我们预测兴业银行实现净利润在 301.86 亿元，实现每股收益为 2.8 元，实现每股净资产为 12 元，按照 8 月 24 日最新收盘价 13.07 计算，目前 11 年的动态 PE 和动态 PB 分别为 5.81 倍和 1.29 倍

3、我们前期考虑到监管政策的不确定性和拨贷比新政对于兴业银行的影响，将兴业银行的评级由推荐下调为谨慎推荐，但是目前房地产新政和拨贷比新政的影响都逐渐明确，兴业银行整体在 2011 年以及 2012 年的利润增长依旧有保障，收购联华信托和银银平台业务在 2011 年上半年的迅速发展又增强了银行的持续发展能力，因此我们维持推荐评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。