

息差明显反弹 财务隐忧仍存

事件：

公司公布中报,实现归属上市公司股东净利润122.32亿元,同比增长39.58%,好于我们此前预期的119.05亿元;实现EPS 1.13元。

研究结论

2 季度业绩超预期多来自于成本端的节约。同比归因来看,上半年近40%增长的主要推动力来自于规模(28.12%),此外手续费收入(5.60%,同比增长74.8%,好于预期)、拨备节约(9.90%)和费用节约(4.32%)都有正贡献。环比来看,2季度超预期的主要驱动力来自于息差反弹(19.88%)和规模增长(6.60%),而拨备节约(4.98%)和费用节约(4.64%)仍然有不小贡献。

息差报复性反弹。1季度由于复杂而剧烈的货币市场利率波动与银行预期相左,导致兴业银行净息差环比下降了23BP(我们的测算数据)。2季度这一非经常性因素影响消除后,该行净息差出现反弹就是意料中的。即使如此,2季度兴业银行净息差环比上升了39BP之多,报复性反弹力度之强仍然超出我们的预期,这还是在贷款占生息资产比重比年初下降1.15个百分点的情况下取得的,更为难得。同比来看,上半年存款成本虽然比去年同期上升33BP,但贷款收益上升更达70BP,存贷利差同比改善37BP。对于兴业银行这种交易性银行来说,存贷利差的改善更具意义。

风控优异,但拨贷比对信用成本的压力明显,逾期存款的反弹与同业类似。上半年兴业银行的不良生成率仅为-8BP,与其他多家银行一样继续比2010年有改善,且处于同业中较好水平。不过由于继续节约拨备,上半年信用成本率仅有12BP,导致拨贷比比年初下降7BP至1.31%,这进一步加大了未来计提拨备的压力。与其他银行类似,兴业中报的逾期贷款比年初有一定增长,从47.36亿元反弹至51.07亿元,但逾期贷款占贷款总额的比例还比年初下降了1BP。公司不良贷款/逾期贷款的比率在行业平均水平之下,这通常意味着一定的不良反弹风险。

存在一定财务隐忧,下一阶段应以化解问题为主。兴业银行在2季度的净息差和手续费收入表现好于预期,不过前期几个方面的隐忧没有得到缓和。一是拨贷比对信用成本的压力;二是资本充足率的压力,2季度末其8.24%的核心资本充足率水平已经低于当前的监管要求,而7月份兴业银行做出的增资兴业信托和兴业租赁50亿元的决定还将消耗该行的核心资本;三是行业面临贷款质量波动的挑战,而通常认为兴业银行客户基础的风险度高于平均。所以我们认为,兴业银行下一阶段的发展应主要以化解问题为主,特别是计提拨备和计划再融资。公司拥有上市银行中最灵活之一的经营机制和原创创新力,仍然值得长期看好,维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

8621-63325888 x 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209120209

联系人

姚栋

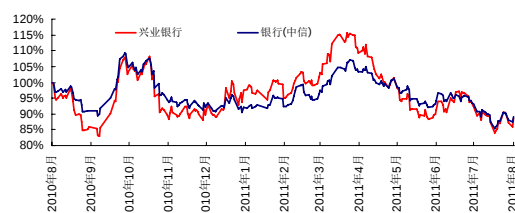
8621-63325888 x 7541

yaodong@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年8月23日)	13.07元
目标价格	16.60元
总股本/A股(亿股)	107.86/107.86
A股市值(亿元)	1409
国家/地区	中国
行业	银行业
报告发布日期	2011年8月24日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	43,456	55,052	65,337	76,954
营业收入增长率	37.18%	26.68%	18.68%	17.78%
净利润(百万元)	18,521	23,752	27,867	32,633
净利润增长率	39.44%	28.25%	17.32%	17.10%
EPS(元)	3.09	2.20	2.58	3.03
P/E(倍)	4.2	5.9	5.1	4.3
P/B(倍)	0.85	1.26	1.07	0.92
P/PPOP(倍)	2.49	4.14	3.51	3.01

相关报告

时间

存款成本上升显著 拨贷比压力仍存	2011-4-28
存贷款与资金业务两条腿大步迈进	2011-3-28

附表：财务报表预测与比率分析

损益表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	66,447	82,870	96,727	112,058
利息支出	28,415	35,381	41,175	47,776
净利息收入	38,032	47,489	55,552	64,281
手续费和佣金净收入	4,801	7,069	9,241	12,074
营业收入	43,456	55,052	65,337	76,954
营业税金及附加	2,915	3,692	4,382	5,161
业务及管理费	14,007	17,089	20,507	24,608
资产减值损失	2,343	3,212	4,226	4,834
营业支出	19,559	24,243	29,402	34,934
营业利润	23,897	30,809	35,935	42,020
利润总额	24,005	30,934	36,078	42,185
所得税	5,485	7,181	8,211	9,552
净利润	18,521	23,752	27,867	32,633
EPS	3.09	3.96	4.65	5.45

其他指标

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.29%	0.35%	0.40%	0.40%
股利收益率	1.66%	1.93%	4.59%	6.16%
P/S	1.80	2.56	2.16	1.83
P/PPOP	2.49	4.14	3.51	3.01
每股拨备前利润	4.38	5.68	6.70	7.82
不良贷款率	0.42%	0.46%	0.51%	0.56%
拨备覆盖率	325.53%	321.40%	282.51%	258.40%
拨备充足率	529.75%	523.03%	459.74%	420.51%

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,849,673	2,189,196	2,547,221	2,949,001
现金及存放央行	288,641	337,472	375,150	415,150
存放同业	39,867	48,638	58,852	71,211
拆出资金	21,099	25,741	31,147	37,688
买入返售金融资产	374,005	456,286	542,980	657,006
发放贷款和垫款	842,568	976,453	1,123,110	1,280,360
交易性金融资产	61,321	74,812	90,522	105,911
证券投资—可供出售金融资产	147,232	179,623	217,344	254,292
证券投资—持有至到期投资	34,290	41,834	50,619	59,224
总负债	1,757,678	2,076,934	2,415,405	2,795,699
同业及其他金融机构存放	417,655	501,185	601,423	721,707
拆入资金	26,137	31,364	37,637	45,165
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	89,585	107,502	129,003	154,803
客户存款	1,132,767	1,336,666	1,537,165	1,752,368
股东权益	91,995	112,262	131,815	153,302
股本	5,992	5,992	5,992	5,992
资本公积	32,624	32,624	32,624	32,624
盈余公积	3,403	3,403	3,403	3,403
未分配利润	40,039	60,305	79,859	101,346
少数股东权益	0	0	0	0

CAMEL 分析

	2010	2011E	2012E	2013E
C:核心资本充足率	8.79%	9.34%	9.60%	9.85%
C:资本充足率	11.21%	8.13%	8.85%	9.49%
C:权益/贷款	10.92%	12.75%	11.74%	11.97%
C:权益/资产	4.97%	5.13%	5.17%	5.20%
A:不良贷款比率	0.42%	0.46%	0.51%	0.56%
A:拨备覆盖率	325.53%	321.40%	282.51%	258.40%
A:拨备充足率	529.75%	523.03%	459.74%	420.51%
A:贷款总额准备金率	1.38%	1.47%	1.45%	1.45%
A:不良资产/（权益+拨备）	3.48%	3.58%	3.95%	4.24%
E:ROA	1.00%	1.08%	1.09%	1.28%
E:ROE	20.13%	21.16%	21.14%	21.29%
E:ROAA	1.16%	1.18%	1.18%	1.19%
E:ROAE	24.43%	23.26%	22.83%	22.89%
E:成本收入比	32.23%	28.25%	31.39%	31.98%
E:手续费和佣金收入占比	11.05%	12.84%	14.14%	15.69%
E:股利分配比例	18.82%	18.82%	35.00%	40.00%
L:人民币存贷比	74.56%	73.22%	73.25%	73.28%
L:外汇存贷比	53.30%	52.63%	49.21%	46.20%
L:平均存贷比	74.38%	73.05%	73.06%	73.06%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	46.25%	46.17%	45.41%	44.88%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.78%	98.87%	99.07%	98.88%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn