

兴业银行(601166)三季度报点评

——拨贷比依旧保持较低水平，未来拨备政策压力大

金融/银行

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 10 月 29 日

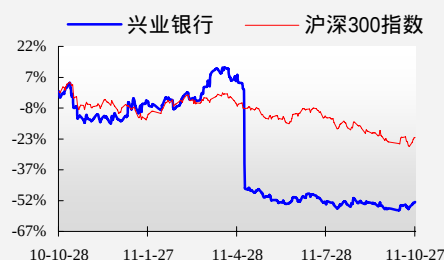
投资要点：

- 2011 年前三季度，兴业银行实现营业收入 410.87 亿元，同比增长 29.23%，实现净利润 187.88 亿元，同比增长 38.2%；实现每股收益 1.74 元，每股净资产 9.91 元，实现加权平均净资产收益率 18.87%；比去年同期下降了 0.31 个百分点。
- 9 月末，整体资产质量保持稳定，不良贷款余额环比有轻微上升，逾期贷款余额 55.6 亿元，增加了 8.3 亿元，逾期占比 0.58%，比年初上升 3 个基点，主要是企业资金链紧张引起的临时性逾期情况，此外零售贷款中个人经营性贷款中逾期也略有增加，整体风险还是可控。
- 银行目前统计的国标小企业不良贷款 11.28 亿元，不良率 0.32%，由于小企业收益率较高，因此目前的风险还在可以接受的范围内。江浙地区的民间高利贷主要集中在温州，银行在温州地区涉及跑路的企业的贷款余额是 8100 万，整体规模不大，大多数都落实了抵押和质押品，而且还有第三方担保，银行预计不会造成太大的损失。
- 虽然第三季度比第二季度略微加大了拨备计提力度，不过整体信贷成本同比依旧下降，拨备释放力度明显，三季度末的拨贷比仅为 1.32%，未来拨备政策的压力较大。
- 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	4.12	
2011E	5,562,368	28	2,426,251	31	2.25	24.15	6	
2012E	6,952,960	25	3,018,600	24.41	2.8	25.23	4.83	
2013E	8,482,611	22	3,712,878	23	3.44	25.18	3.93	

走势图



市场数据 2011-10-28

收盘价：	13.51 元
52 周最高价：	31.48 元
52 周最低价：	12.01 元
平均持仓成本：	13.62 元

基本数据 2011Q3

总股本（万股）：	1,078,641
流通 A 股（万股）：	1,078,641
每股收益（元）：	1.74
每股净资产（元）：	9.91
每股经营现金流（元）：	(8.18)
市净率：	1.36

分析师：唐亚韞

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

事件：

兴业银行于 10 月 28 日公布 11 年三季度季报，11 年前三季度兴业银行净利润保持较高增长：11 年 9 月 30 日，兴业银行资产总额达到 20921.09 亿元，比年底增长 13.11%，存款余额 12668.30 亿元，比年底增长 11.84%，各项贷款总额为 9583.49 亿元，比年底增长 12.17%；比年初新增了 1040.1 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，11 年第三季度又新增了 288.75 亿元的贷款，贷款同比增速有所放缓，11 年前三季度实现营业收入 410.87 亿元，同比增长 29.23%，实现净利润 187.88 亿元，同比增长 38.2%；实现每股收益 1.74 元，每股净资产 9.91 元，实现加权平均净资产收益率 18.87%；比去年同期下降了 0.31 个百分点。

一、 兴业银行前三季度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 1-9 月，兴业银行实现利息净收入 350.07 亿元，同比增长 27.60%，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。11 年第三季度兴业银行又新增了 288.75 亿元的贷款，比去年同期贷款增量依旧下滑。

此外从存贷款结构的具体变化看，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%；11 年第三季度末，票据贴现的余额为 177.40 亿元，比中期的情况继续明显上升，票据贴现的占比为 1.85%；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%，11 年三季度末，个人贷款的余额上升到 2562.27 亿元，个人贷款的占比为 26.74%，与中期的情况基本持平；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。11 年第三季度末，兴业银行活期存款的占比为 41.66%，占比继续下降。

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，第三季度维持了中期同比和环比上升的格局

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。

2011 年第三季度末，兴业银行的存贷利差上升到 4.37%，其中第三季度存贷利差上升到 4.42%，同比和环比继续维持上升趋势，从净息差的角度看我们初步计算，2011 年第三季度单季度兴业银行的净息差为 2.56%，环比上升了 7 个基本点，前三季度的净息差上升为 2.4% 左右，维持了同比和环比上升的趋势，不过与银行同业类似，第三季度净息差环比上升的幅度有所缩减。

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 年前三季度，银行实现手续费净收入约 59.07 亿元，比去年同期增长 72.47%，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 14.38%；比去年同期的 10.77% 上升了 3.61 个百分点；银行整体实现非利息业务收入 60.8 亿元，同比增长了 39.51%，占营业净收入的比重为 14.80%。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，公允价值变动本期转变为净损失，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 年前三季度兴业银行的实际税率仅为 23.82%，比去年同期的 22.71% 同比轻微上升了 1.11 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。2011 年前三季度，兴业银行的成本收入比为 29.17%，同比下降了 2.19 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 年前三季度末，兴业银行恢复了不良贷款的双降趋势，不良贷款余额为 32.99 亿元，比年初的水平下降了 3.17 亿元，不过不良贷款余额比中期的水平环比上升了 5000 万，不良贷款比率为 0.34%，比年初的水平下降了 8 个基本点，拨备覆盖率为 387.81%，比年初的水平提高 62.3 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%，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%，11 年三季度末，兴业银行的资本充足率和核心资本充足率分别为 10.92% 和 8.08%。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

2011 年中期，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%。

2011 年前三季度，兴业银行仅仅计提资产减值损失 11.66 亿元，相比第二季度，第三季度计提拨备的力度有所加强，但是与去年同期的 19.79 亿元相比，计提力度依旧明显减弱，2011 年前三季度，我们初步计算的年化信贷成本为 0.17%，依旧比去年全年的信贷成本有所下降，不过比第二季度有所提高，如果我们依旧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 19 亿元的坏账准备，税后利润应该减少 5.59 亿元，净利润增幅下降为 34%。

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%，截止 11 年第三季度末，兴业银行的拨贷比为 1.32%，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

10 月 28 日晚间，兴业银行在福州召开了前三季度业绩发布会，我们参与了此次会议，会议的主要内容如下：

1、有关混业综合经营

银行已经对信托和租赁进行了综合经营，目前进展良好，未来的规划首先是以客户为中心，希望能够对客户为提供全面的服务，所以在大同业方面有所布局，提高银行整体前台运营的协调效应，希望能够加快对不占用资本的中间业务的发展。

2、有关存款压力

今年以来，宏观经济环境和宏观调控对于银行吸收存款非常不利，年初银行对于整体负债策略进行了安排，从资源安排、经营模式和考核配置等方面进行安排，通过贸易融资、供应链金融等新的业务模式和产品促进存款的增长，另外要促进负债多元化，安排更灵活的资产带动性的负债来源，同时适当加大一些协议存款，同时下一步在银监会的批准下，也要发行一些支持小企业贷款的金融债，实际上，从年初到现在，银行的存贷比一直是达标的。

3、有关同业业务

从货币市场看，由于收紧导致货币市场利率提升这对银行同业业务的开展是非常有利的，今年同业负债的增长可喜，同业存款比年初增长了 12%；主要是由于银行推出银银平台，加强了与银行同业的合作，从结构来看，今年银行类的同业增长较快，9 月末比年初增长了 29%，证券类的同业存款反而出现了下降。

有关非信贷资产配置的问题，去年增长较快的是票据的买入返售，今年第三季度以来，由于监管的原因，整体买入返售的规模在下降，但是银行已经找到了新的渠道来运用同业资产，总量上，三季度末还是增长的，但是买入返售明显下降，同业借款（银行类、租赁）等的资产在上升。

从收益率情况看，同业借款的收益率不低于买入返售的平均收益率，银行预期未来还可以持续，保持稳定的收益率。

4、有关再融资

三季度的核心资本充足率为 8.08%，在同业中处于较低的水平，兴业银行在过去的十年中，以内源性的资本补充为主，内源性补充了 500 亿左右，远远超过了 IPO 和配股的融资规模，兴业银行在资本补充上要考虑股东和资本市场的承受能力和业务发展的需要上均衡，同时要全面的资本管理，其次减持以内源性的资本补充为主，适当性的考虑股权融资和债权融资，兴业银行名列前茅的 ROE 也可以说明这一点。不过由于银监会新的监管要求，兴业银行也在考虑如何组织资本，满足业务发展的需要，2011 年还没有计划。

关于支持小微企业的发行金融债问题，兴业银行已经获得了银监会的首批批准，要发行一些金融债支持小微企业的发展。

5、有关银银平台

银银平台已经经过 5 年多的时间运行,第一通过平台为银行和银行的客户发展结算网络,这一网络目前已经扩充到 1.5 万个网点,从签约的情况看,已经超过 2 万个,交易量和结算量都超过去年全年的水平,第二是可以通过平台吸收同业的负债,因为银行是核心的结算银行,所以可以吸收银行同业的负债资金来源,其中有很多是低成本结算类的客户,第三是可以通过平台贡献中间业务收入,通过平台创设产品,销售理财产品,这也是未来银银平台上主要的盈利模式和增长点。

有关银银平台未来的竞争问题,竞争是在逐步加剧,如何保持和发挥优势呢,第一银行具有成熟和强大的团队,已经在市场上取得了领先的优势,这种优势在未来较长的时间内还会保持,第二总体来看同业的竞争虽然加剧了,但是市场的认识加深了,业务模式更加清晰,有利于银行业务的发展,此外银行在银银平台的 IT 输出和网络建设是不可替代的,具有技术壁垒。

6、有关融资租赁业务

金融租赁业务目前增长较快,租赁业务的客户大部分都是银行原来的公司业务客户,对于大型企业的大型设备而进行的,同时注册地在天津,所得税免三减二,对于银行的税收也带来了不少的优惠,而且有助于和公司银行业务协调,综合的收益水平大约相当于平均公司贷款收益上浮 30%左右,再加上免税效应,分行也具有积极性,因此银行预计这个业务的发展也具有可持续性。

7、有关逾期贷款和小微企业发展策略

9 月末,逾期贷款余额 55.6 亿元,增加了 8.3 亿元,逾期占比 0.58%,比年初上升 3 个百分点,主要是企业资金链紧张引起的临时性逾期情况,此外零售贷款中个人经营性贷款中逾期也略有增加,整体风险还是可控。

对于小微企业来说,策略上银行还是会继续加大小微企业的投入,但是也要关注风险控制,不冒进,建立和健全差别化的风险管理体系,希望能够做到收益和风险均衡发展的可持续发展。

8、有关活期存款占比

三季度末的活期存款占比为 41.66%,比中期的水平下降了 2 个百分点,主要与整体市场大环境有关,银行预计到年底以前还是会随着市场的趋势而变化,总体上,银行认为总的比例还是会基本稳定。

9、有关手续费收入

今年大幅增长的主要是传统的支付结算类和银行卡业务,从未来的发展趋势看,今年的银行卡业务发展模式还是非常好,传统的业务发展势头依然良好,从代理类和咨询顾问类来看,目前发展势头正常,未来还有储备的项目和客户来源,理财方面上,银行不合规的比率低,未来受到的不利影响少,从投行上看,银行同样有一定的储备项目,因此银行预计未来的中间业务收入还将保持较快的发展速度。

10、有关负债的利息支出

三季度负债的利息支出有了较快的增长,今年法定存贷款利率都上升,但是贷款的收益上升快于存款的成本上升,但是在同业方面,因为同业资产收益上升的速度略高于同业

负债，同业负债的成本今年翻了一番，从净息差上看还是有扩大，只是规模上，同业负债的规模大，因此反映出同业负债的利息支出增长较快。

11、有关平台贷款

融资平台能不能展期主要看项目能否完成，银行公司法人的平台贷款占比是 72%，都有对应的项目现金流的来源，除了因为政策和不可控因素影响项目进度，大部分贷款都可以正常还款，银行目前没有对平台贷款进行展期，对于机关事业类单位平台贷款，由于政策的清理，有可能带来一定的还款不及时的问题，银行已经有 90% 多以上的平台贷款已经签订了一年还款两次的合同，还款期限都进行了明确的安排，因此，从目前银行的情况看，是没有展期的需求。

12、小微贷款的资产质量

银行目前统计的国标小企业不良贷款 11.28 亿元，不良率 0.32%，由于小企业收益率较高，因此目前的风险还在可以接受的范围内。

江浙地区的民间高利贷主要集中在温州，银行在温州地区涉及跑路的企业的贷款余额是 8100 万，整体规模不大，大多数都落实了抵押和质押品，而且还有第三方担保，银行预计不会造成太大的损失。未来主要从以下几个方面加强控制：一是加强与地方政府的沟通，二是加强对小企业的贷款管理，三是加强小企业贷款的抵押和质押措施，四是审慎的选择客户。

13、净息差

总体上兴业银行的净息差略低于银行同业，首先是结构问题，兴业银行存贷款的占比在同业中占比较低，但是这样也会减少兴业银行的资本占用，由于同业资产很少占用资本，因此从股东回报上看，不低于存贷款的息差，其次从存贷款的息差情况，今年以来持续上升，已经提高了 40 个基点，从净息差未来的趋势看，银行认为总体平稳中会有小幅度上升。

14、有关成本收入比

兴业银行的成本收入比一直处于较低的水平，客观的原因是银行的资产负债结构中，非存贷款的占比会比较高，同业的占比较高，一般性存款和贷款对费用的依赖度会高于同业资产负债，此外，从管理层的管理措施上，从制度和机制上对成本的安排较为有效，一方面从费用预算严格把控，另一方面又确保业务发展的费用支持。

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 301.8651 计算，目前 11 年的动态 PE 和动态 PB 分别为 6 倍和 1.34 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。