

业绩略超预期，四季度营收大幅增长是主因

2012年1月12日

• 公司研究

• 银行业

• 公告点评

• 兴业银行（601166）

事件：

- 兴业银行公布 2011 年业绩预告，公司 2011 年实现营业收入 597.58 亿，同比增长 37.51%；归属母公司股东净利润 255.1 亿，同比增长 37.74%；每股收益 2.37 元。

点评：

- **净利润增速略超我们预期，四季度营收大幅增长是主因。**公司净利润（归属母公司）同比增长37.74%略超出我们的年度预期（31.1%），我们认为这主要是公司四季度营收增长大幅超预期。根据公司披露的2011年全年营业收入597.58亿推算，四季度单季营业收入增长186.71亿，环比增长25.81%，而相比三季度单季营业收入环比仅增长1.7%。我们猜测，四季度营业收入环比大幅提升可能和两个原因有关：1、公司贷款重定价过程中，可能四季度贷款收益率提高；2、随着公司三季度票据类买入返售的规模继续下降，收益率较高的同业拆借规模可能增长较快。在这两因素推动下，四季度单季利息净收入环比提升，从而带动四季度单季净息差大幅提高。
- **成本收入比和拨备支出略高于我们预期，可能意味着四季度不良贷款的环比提升。**公司披露的2011年营业利润为334.39亿，以此推算公司2011年营业成本支出为263.19亿，总成本收入比（营业总支出/营业收入）为44.01%，略高于我们41.9%的预期。考虑到稳定的成本收入比（管理费用/营业收入，我们预计为30%），营业总支出略超我们预期可能是因为四季度拨备支出略高超预期到0.3%（我们预期的信用成本为0.25%，较三季度0.17%环比提高8BP）。拨备支出的环比提高可能意味着经济下行过程中，公司四季度不良贷款小幅回升。
- **300亿中小企业金融债获批，有望小幅提升公司2012年信贷和业绩增速。**公司已经于2011年12月28日在银行间市场发行了300亿中小企业专项金融债，票面利率为4.2%，预计300亿金融债的发行有利于公司2012年信贷和业绩增长。据我们粗略的测算，300亿金融债的发行将提升公司2012年信贷增速约2.8个百分点，考虑到中小企业贷款收益率较高，约提升公司2012年净利润增速1个百分点。
- **预计公司2012年净利润增长16.9%，股权融资压力仍是制约公司股价表现的因素。**基于公司良好的四季度业绩表现、300亿中小金融债的发行及拨备率指标的放缓执行，我们小幅上调对公司2012-2013年归属母公司净利润增速至16.90%和17.8%，较此前的预期提高1.4和2.4个百分点；对应动态P/B分别为1.03X和0.86X，P/E分别为4.81X和4.08X，估值处于历史底部。但由于目前公司加权风险资产增速较快，三季度末达到32.64%，对资本的消耗较快。根据我们的测算，公司2011-2013年的核心资本充足率将分别下降至7.97%、7.74%和7.6%；总资本充足率下降至10.6%、9.91%和9.42%。按照8.5%和10.5%的核心充足率和总资本充足率的监管要求，公司未来两年面临至少193-230亿的股权融资压力，这或许会成为制约公司股价表现的一个重要因素。

表 1：盈利预测及估值表（股价截止至 2012/1/12）

业绩及估值水平	2010	2011E	2012E	2013E	利润表摘要(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
EPS(最新股本)	1.72	2.36	2.76	3.26	利息净收入	38,032	50,054	58,168	68,492
BVPS	8.53	10.64	12.89	15.53	利息收入	70,976	100,627	117,342	139,745
PB	1.56	1.25	1.03	0.86	利息支出	32,944	50,573	59,173	71,253
PE	7.75	5.62	4.81	4.08	手续费净收入	4,801	8,042	10,857	13,028
					其他经营净收益	328	885	1,051	1,241
盈利驱动因素	2010	2011E	2012E	2013E	营业净收入	43,456	58,981	70,076	82,762
贷款增速	21.77%	16.55%	18.09%	14.40%	管理费用	14,007	17,989	21,023	24,415
存款增速	25.74%	16.70%	15.18%	15.25%	营业税金及附加	2,915	4,306	5,045	5,959
贷存比	75.42%	75.32%	75.27%	75.43%	资产减值损失	2,343	2,775	4,343	5,672
总生息资产增速	38.07%	16.73%	18.09%	15.63%	营业支出	19,559	25,452	30,875	36,595
总计息负债增速	37.99%	16.59%	17.88%	15.25%	拨备前利润	26,239	36,304	43,545	51,839
贷存利差	3.78%	4.26%	4.25%	4.23%	营业利润	23,897	33,529	39,201	46,167
净息差（NIM）	2.42%	2.49%	2.46%	2.53%	营业外净收入	109	117	137	162
中间业务收入占比	11.05%	13.63%	15.49%	15.74%	税前利润	24,005	33,646	39,339	46,328
成本收入比	32.23%	30.50%	30.00%	29.50%	所得税	5,485	8,075	9,441	11,119
信用成本	0.30%	0.30%	0.40%	0.45%	净利润	18,521	25,571	29,897	35,210
有效所得税率	22.85%	24.00%	24.00%	24.00%	少数股东利润	0	64	75	88
					归属母公司净利润	18,521	25,507	29,823	35,122
年增长率	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表摘要(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
利息净收入	39.81%	31.61%	16.21%	17.75%	贷款	854,339	995,752	1,175,844	1,345,161
手续费净收入	54.08%	67.50%	35.00%	20.00%	证券投资	622,384	622,384	684,623	753,085
营业净收入	37.18%	35.73%	18.81%	18.10%	存放央行款项	285,073	230,909	212,437	212,437
管理费用	22.08%	28.43%	16.86%	16.13%	同业拆放	60,967	258,636	404,595	524,654
拨备前利润	47.95%	38.36%	19.94%	19.05%	总生息资产	1,831,456	2,127,675	2,512,487	2,905,315
归属母公司净利润	39.44%	37.72%	16.92%	17.77%	总资产	1,849,673	2,172,182	2,564,231	2,962,574
盈利能力	2010	2011E	2012E	2013E	存款	1,132,767	1,321,975	1,522,640	1,754,830
ROAE	24.43%	24.67%	23.50%	22.91%	债券负债	154,520	159,319	238,949	276,925
ROAA	1.16%	1.27%	1.26%	1.27%	同业拆借	443,792	536,988	617,536	710,166
					总计息负债	1,731,079	2,018,282	2,379,126	2,741,922
资产质量	2010	2011E	2012E	2013E	总负债	1,757,678	2,057,372	2,425,204	2,795,027
不良贷款率	0.42%	0.36%	0.42%	0.47%	股本	5,992	10,786	10,786	10,786
次级类占比	0.08%	0.07%	0.10%	0.12%	股东权益合计	91,995	114,810	139,027	167,547
可疑类占比	0.24%	0.18%	0.20%	0.22%	负债和股东权益	1,849,673	2,172,182	2,564,231	2,962,574
损失类占比	0.11%	0.12%	0.12%	0.13%	贷款结构(%)	2010	2011E	2012E	2013E
不良贷款生成					公司贷款	72.5%	71.0%	71.3%	71.5%
关注类占比	0.78%	0.57%	0.66%	0.71%	票据贴现	26.3%	27.5%	27.2%	27.2%
拨备覆盖率	287.06%	401.79%	379.59%	386.23%	个人贷款	1.1%	1.5%	1.5%	1.3%
拨备率	1.39%	1.45%	1.59%	1.82%	存款结构(%)	2010	2011E	2012E	2013E
资本管理	2010	2011E	2012E	2013E	公司活期存款	41.6%	33.5%	34.5%	36.5%
核心资本充足率	8.79%	8.12%	7.75%	7.61%	公司定期存款	34.5%	37.0%	37.2%	36.8%
资本充足率	11.30%	10.78%	9.92%	9.43%	个人活期存款	7.2%	7.5%	7.8%	8.3%
财务杠杆系数	19.11	17.92	17.44	16.68	个人定期存款	9.2%	9.0%	9.0%	8.4%
风险加权资产占比	54.17%	62.00%	67.50%	72.50%					

资料来源：公司公告，Wind，恒泰证券研发中心

重要声明

恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券研发中心力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券研发中心授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

联系方式

恒泰证券研发中心

地址：上海市浦东新区松林路 357 号通茂大酒店 26 楼

邮编：200122

联系人：沈知

联系电话：021-68405202

电子邮件：shenzhi@cnht.com.cn