

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

存款制肘，存贷利差前高后低

—浦发银行（600000）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012 年 3 月 16 日

报告关键要素：

11年公司净利润273亿，同比增长43%。母公司净利润92亿，同比增长47%。公司存款结构有恶化迹象。活期存款较年初负增长，保证金存款下半年增长的势头比上半年更猛。受此影响，公司下半年存款成本上升较快，存贷利差较上半年反而有所收窄。公司在经营方面缺乏突出的亮点，并且由于存款基础薄弱，受存贷比考核影响较大。另一方面公司的相对估值在银行股中也是最低的之一，已反应了公司基本面上的一些弱点。预计公司2012年、2013年EPS分别为1.76元/股、2.20元/股，对应PE5.21倍、4.17倍。我们维持对公司的“增持”评级。

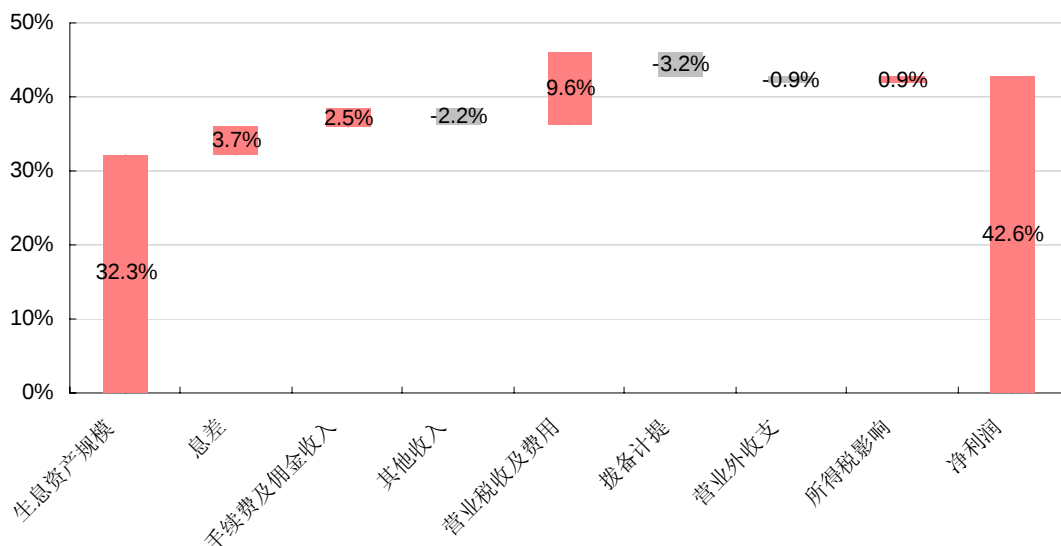
事件：

- 公司发布2011年年度报告。

点评：

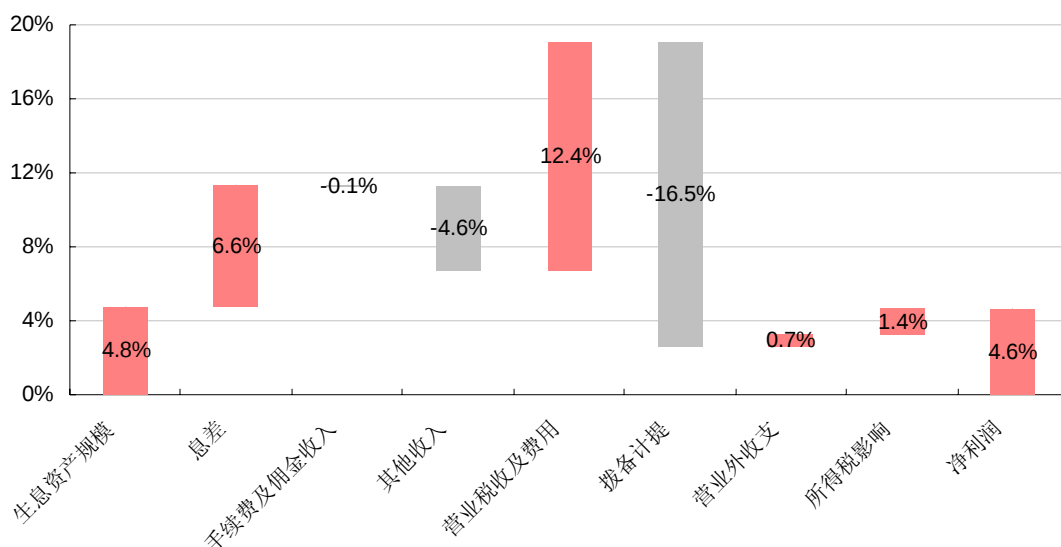
- **11年净利润273亿，同比增长43%，EPS1.46元。**公司营业收入同比增长36%，拨备前营业利润同比增长46%，营业利润同比增长43%。ROAA1.12%，同比上升0.11个百分点；ROAE20.07%，同比下降3.2个百分点，主要是受10年4季度定向增发影响。环比看，4季度营业收入增长6.7%，增速低于1、2季度的水平，但略高于3季度，拨备前营业利润增长19.1%，营业利润增长2.6%。
- **规模增长与费用控制是最主要的驱动因素。**对公司11年净利润增长贡献最大的因素是生息资产规模的增长，其实是成本收入比的降低。4季度净利润的环比增长主要源于成本的控制、息差的提升以及规模的增长，拨备计提力度的加大是最主要的拖累因素。

图1：公司2011年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告、中原证券

图2：公司2011年4季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **存贷款增长略快于行业水平，同业负债占比明显提升。**公司11年贷款增长16.13%，略高于14.27%的行业增速；存款增长12.96%，与12.72%的行业增速基本持平。存贷比71.93%。公司11年同业业务增长较快，同业资产增长34%，同业负债增长61%，此外债券资产增长28%。同业负债占付息负债的比重由年初的18%提升至24%。
- **个人按揭贷款仍增长较快。**贷款增长较快的行业主要是制造业以及商贸餐饮业，而房地产业以及地质勘查、水利管理业是负增长。个人贷款增长20%，快于企业贷款，其中按揭贷款增长18%，信用卡透支增长52%。信用卡透支增长十分迅速，但绝对金额较小，占贷款比重不足1%。
- **存款结构不乐观，活期存款负增长，保证金存款占比大幅提升。**公司存款增速虽与行业增速基本持平，但结构有恶化的迹象。活期存款较年初负增长5.2%，主要是企业的活期存款在下降，个人活期存款正增长，但增幅仅有4.3%。保证金存款较年初大幅增长71%，下半年增长的势头比上半年更猛。保证金存款占总存款的比重年初9.5%，上半年末10.6%，至年末迅速升至14.3%。受存款结构的影响，公司下半年存款成本也上升较快。
- **息差受结构影响提升偏慢，4季度上升较快。**公司11年净息差2.60%，同比10年的2.49%上升11BP，上升幅度偏低，主要是受低利差的同业业务占比提升的影响。我们计算的公司单季度的息差情况，1至4季度呈现持续上升走势，且4季度环比提升幅度较大，由3季度的2.51%提升至2.67%。
- **下半年存贷利差较上半年收窄。**11年公司存贷4.09%，较10年的3.91%上升18BP。其中贷款收益率5.98%，存款成本率1.89%。公司下半年的存贷利差水平较上半年反而有所收窄，其中上半年是4.12%，下半年是4.03%，主要是由于存款成本上升较快所致。下半年公司存款成本率为2.06%，环比上半年上升了35BP，而贷款收益率为6.09%，环比上半年上升26BP。
- **中间业务收入增长迅速，信用承诺业务贡献大。**公司手续费及佣金净收入同比大幅增长66%，增长最快的项目分别是信用承诺、结算与清算以及代理业务，并且这三项历来在中间业务收入中的占比也较高，合计接近60%。11年末公司表外信贷承诺余额达6856亿，较年初增长了57%，增长最快的是开出信用证（其中包括了同业代付）以及应付承兑信用证汇票。

- **员工费用增长较慢，成本收入比降至业内较优水平。**公司近三年都较注重费用控制，09年增长5%，10年增速升至24%后，11年又降至19%。其中员工工资、资金、津贴和补贴一项11年增长16%。4季度由于奖金提取等因素，通常是一年中费用支出的高峰，但11年4季度公司管理费用却环比3季度下降12%，后续需确认是否有账务处理方面的因素。由于费用增长缓慢，11年公司成本收入比降到30%以内，为28.8%，在股份制银行中属于较优的水平。
- **4季度不良贷款余额比例双升，逾期贷款则较中报下降。**公司不良贷款余额58.3亿，较年初略有下降，但较3季度末的51.7亿上升6.6亿。不良贷款率0.44%，较年初的0.51%下降，但较3季度末的0.40%上升0.04个百分点。关注类贷款余额104亿，较3季度末增加31亿，增幅达42%。4季度公司年化的不良贷款毛生成率为0.20%—0.28%（由于无法确定下半年不良贷款的核销在3、4季度分别有多少，因而这里是一个区间值）。拨备覆盖率接近500%，拨贷比2.19%，较年初提升了0.24个百分点。上半年公司以及全行业的逾期贷款都有明显的上升，但公司下半年逾期贷款方面的情况有所好转，余额58亿，较上半年末略降3亿。
- **资本充足率达标。**11年末公司资本充足率12.70%，核心资本充足率9.20%，高于监管要求。
- **维持对公司的“增持”评级。**预计公司2012年、2013年EPS分别为1.76元/股、2.20元/股，对应PE5.21倍、4.17倍。公司在经营方面缺乏突出的亮点，并且由于存款基础薄弱，受存贷比考核影响较大。另一方面公司的相对估值在银行股中也是最低的之一，应该说已反应了公司基本面上的一些弱点，我们维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示。**1、经济增长明显回落；2、房地产价格大幅下挫。

市场数据（2012年3月14日）

收盘价（元）	9.19
一年内最高（元）	15.26
一年内最低（元）	8.25
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	1,714.25
A股流通市值（亿元）	1,371.40

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	7.98
总资产（亿元）	26,846.94
所有者权益（亿元）	1,488.91
净资产收益率（%）	20.07
总股本（亿股）	186.53
H股股本（亿股）	0.00

相关研究

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	1.34	1.46	1.76	2.20
BVPS	8.57	7.98	9.39	11.15
P/E	6.88	6.28	5.21	4.17
P/B	1.07	1.15	0.98	0.82

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.01%	1.12%	1.13%	1.23%
ROAE	20.09%	20.07%	20.25%	21.45%
净利差 (SPREAD)	2.38%	2.35%	2.28%	2.31%
净息差 (NIM)	2.48%	2.54%	2.46%	2.58%
信贷成本	0.44%	0.60%	0.55%	0.50%
成本收入比	33.06%	28.79%	29.94%	30.44%
所得税有效税率	24.14%	23.67%	24.00%	24.00%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	45,204	61,442	71,752	86,816
手续费净收入	4,049	6,716	9,451	13,295
其他非息收入	283	-448	424	257
营业收入	49,856	67,918	81,626	100,368
营业费用与税金	19,876	24,452	30,319	37,779
资产减值损失	4,587	7,500	7,891	8,376
营业利润	25,072	35,757	43,416	54,213
营业外收支净额	209	83	0	0
利润总额	25,281	35,839	43,416	54,213
所得税	6,102	8,484	10,420	13,011
少数股东利润	1	69	90	117
母公司所有者净利润	19,177	27,286	32,906	41,085

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	293,249	366,957	418,207	479,880
同业资产	492,725	660,802	765,611	878,516
证券投资	251,406	321,091	389,690	452,402
贷款总额	1,146,489	1,331,436	1,542,615	1,770,104
贷款损失准备	22,376	29,112	37,003	45,379
贷款净额	1,124,113	1,302,324	1,505,612	1,724,724
生息资产总额	2,183,870	2,680,286	3,116,123	3,580,901
总资产	2,191,411	2,684,694	3,124,798	3,589,825
同业负债	369,197	593,898	705,499	546,740
存款	1,638,680	1,851,055	2,144,651	2,460,921
应付债券	16,800	32,600	32,600	32,600
付息负债	2,024,677	2,477,553	2,882,750	3,040,261
总负债	2,068,131	2,535,151	2,948,930	3,381,089
少数股东权益	284	652	723	817
母公司所有者权益	122,996	148,891	175,144	207,919

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	0.51%	0.44%	0.57%	0.61%
不良贷款净生成率	-0.15%	0.00%	0.21%	0.12%
拨备覆盖率	380.56%	499.60%	420.00%	420.00%
拨备/贷款总额	1.95%	2.19%	2.40%	2.56%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	12.02%	12.70%	12.57%	12.62%
核心资本充足率	9.37%	9.20%	9.42%	9.78%
杠杆倍数	17.78	17.95	17.73	17.15

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。