

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

同业业务特色鲜明，息差波动偏大

—兴业银行（601166）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 21 日

报告关键要素：

公司全年净利润255亿，同比增长38%。11年公司单季度营收的环比增长极不稳定，主要是息差的波动很大，推测与其在同业市场的大量操作有关。预计公司2012年、2013年EPS分别为2.23元/股、2.73元/股，对应PE6.13倍、5.00倍。公司再融资摊薄后相对估值仍保持在较低水平，我们维持对公司的“增持”评级，后续主要应警惕同业业务暴利机会消失后，公司短期业绩低于预期的可能。

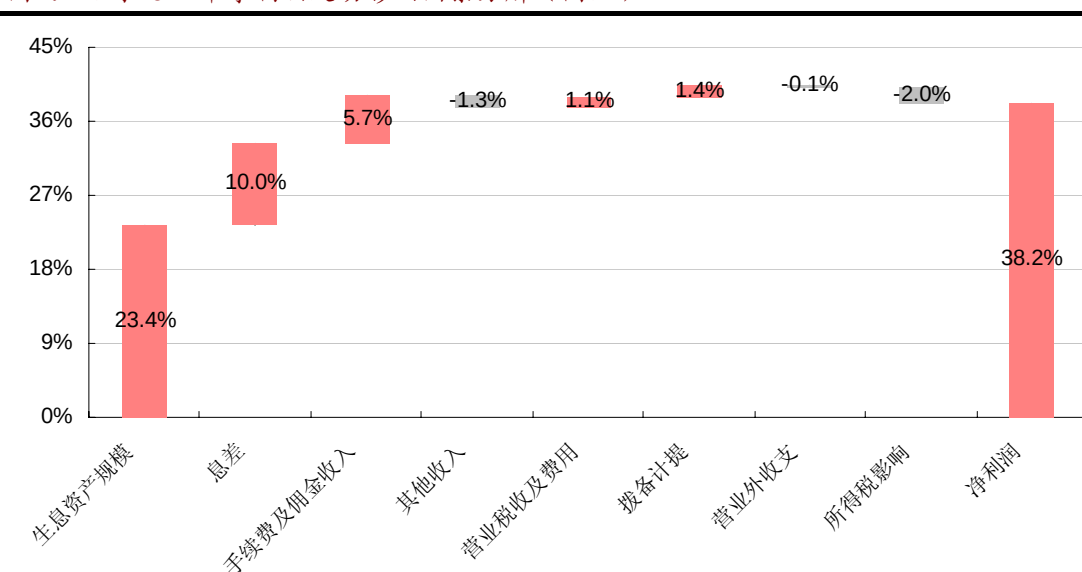
事件：

- 公司发布2011年年度报告。

点评：

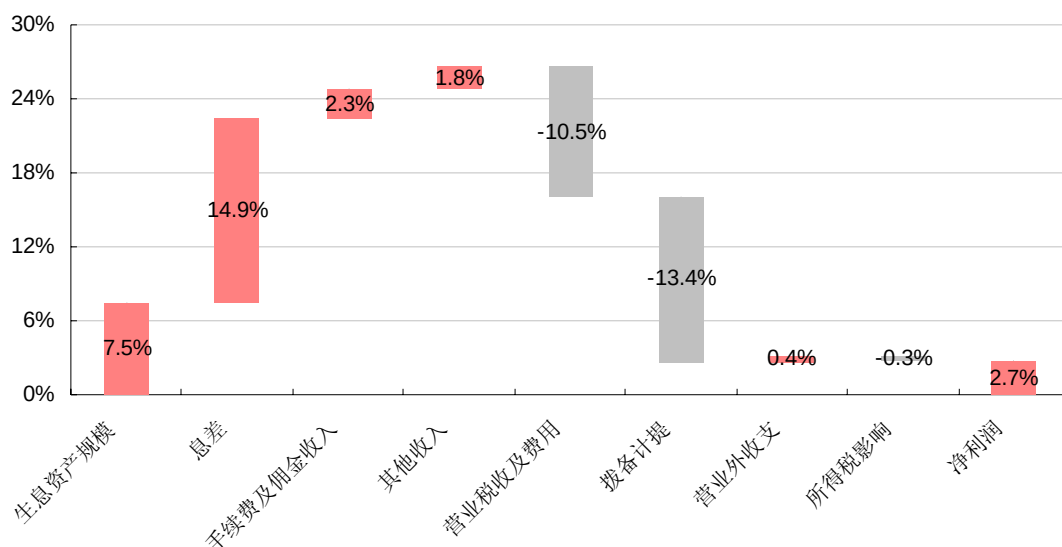
- **11年净利润255亿，同比增长38%，EPS2.36元。**公司营业收入同比增长38%，拨备前营业利润同比增长39%，营业利润同比增长40%。ROAA1.20%，同比上升0.04个百分点；ROAE24.67%，同比上升0.03个百分点。环比看，4季度营业收入大幅增长27%，拨备前营业利润增长16%，营业利润增长3%。11年公司单季度营业收入的环比增长极不稳定，2、4季度增速在25%以上，1、3季度则接近于0，主要是息差的波动很大。
- **规模增长与息差是最主要的驱动因素。**对公司11年净利润增长贡献最大的因素是生息资产规模的增长，其次是息差的提升，中间业务收入的增长亦有明显贡献。4季度净利润的环比增长主要源于息差的大幅提升以及生息资产规模的增长，费用支出及拨备计提是主要的拖累因素。

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

- **贷款增速与行业水平相当，结构继续调整。**公司11年贷款增长15.09%，略高于14.27%的行业增速。企业贷款中增长较快的行业主要是制造业与商贸业，而交通运输、公共设施以及房地产等行业增长缓慢。个人贷款方面，按揭贷款是负增长，而个人经营贷款与信用卡透支都有爆发式的增长。今年公司对按揭贷款的态度是适度支持，将有一定幅度的正增长。
- **存款增长迅速，12年核心负债增长目标23%。**公司11年存款增长18.76%，高出12.72%的行业增速较多，年末存贷比为71.46%。结构上看，主要是由保证金存款的快速增长带动。公司保证金存款年末较年初增长107%，占存款比重由7%上升至13%。公司12年提出了核心负债（包括一部分非银行金融机构的同业存款）增长23%的目标。
- **同业业务继续高速扩张。**11年末公司同业资产较年初增长90%，同业负债较年初增长54%。同业资产中有64%都是买入返售金融资产，其中又有54%是信托受益权的买入返售，这一部分在年初的时候占比还微不足道。票据的买入返售占比37%，无论余额或是占比较年初都有较大幅度的下降，或是受票据业务清理整顿的影响。
- **存贷利差稳步提升。**公司11年度存贷利差4.38%，较10年的3.90%提升了48BP。从各季度的情况看，存贷利差也保持着稳步上升的趋势，1至4季度分别是4.08%、4.32%、4.41%以及4.70%，4季度加速提升。公司全年贷款平均利率6.35%，存款平均利率1.93%。
- **息差波动剧烈，或受同业业务影响。**虽然存贷利差在稳步提升，但公司单季度息差的波动较大，1至4季度的计算值分别为2.14%、2.52%、2.48%以及2.83%。由于公司的买入返售业务中绝大多数（95%以上）都是非债券资产的买入返售，这块业务在信贷监管严格时期收益水平上升很快，因而我们推断公司息差的大幅波动是由于此类业务引起。公司11年全年息差计算值2.51%，较10年的2.32%提升19BP。
- **中间业务收入猛增84%，未来持续性较强。**分业务类别来看，贡献最大的有银行卡、支付结算业务以及托管业务。由于这几类业务的周期性不像担保承诺类业务那么强，未来增长的可持续性也较强。

- **成本收入比下降，但费用增长较快。**公司业务及管理费用增长34%，主要是公司的职工薪酬及福利一项增长较多，增幅达到67%。由于营业收入增长更快，公司11年成本收入比31%，同比下降约1个百分点。
- **4季度不良贷款余额比例双升。**公司不良贷款余额37.2亿，较年初下降1个亿，但较3季度末的33亿上升4.2亿。不良贷款率0.38%，较年初的0.42%下降，但较3季度末的0.34%上升0.04个百分点。关注类贷款余额57亿，较3季度末增加5亿。4季度公司年化的不良贷款毛生成率为0.17%—0.20%（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），略高于深发展与浦发银行的情况。拨备覆盖率385%，拨贷比1.46%，皆较年初提升，但公司的拨贷比仍然偏低。逾期贷款方面，11年末余额62亿，较中报时又上升了11个亿。
- **定增提升资本充足率约1.8个百分点。**11年末公司资本充足率11.04%，核心资本充足率8.20%。公司近期公布了约264亿的再融资计划，完成后将提升资本充足率约1.8个百分点。
- **维持对公司的“增持”评级。**预计公司2012年、2013年EPS分别为2.23元/股、2.73元/股，对应PE6.04倍、4.93倍。公司再融资摊薄后相对估值仍保持在较低水平，我们维持对公司的“增持”评级，后续主要应警惕同业业务暴利机会消失后，公司短期业绩的低于预期的可能。
- **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20日）

收盘价（元）	13.44
一年内最高（元）	31.48
一年内最低（元）	12.00
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	1,449.69
A股流通市值（亿元）	1,449.69

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	10.68
总资产（亿元）	24,087.98
所有者权益（亿元）	1,152.09
净资产收益率（%）	24.67
总股本（亿股）	107.86
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)	3.09	2.36	2.23	2.73
BVPS	15.35	10.68	12.79	14.96
P/E	4.41	5.77	6.13	5.00
P/B	0.89	1.28	1.07	0.91

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.16%	1.20%	1.10%	1.16%
ROAE	24.43%	24.62%	20.42%	19.66%
净利差 (SPREAD)	2.21%	2.35%	2.17%	2.15%
净息差 (NIM)	2.32%	2.51%	2.32%	2.30%
信贷成本	0.30%	0.32%	0.54%	0.48%
成本收入比	32.23%	31.37%	32.44%	32.47%
所得税有效税率	22.85%	23.96%	24.37%	24.37%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	38,032	50,734	59,457	68,857
手续费净收入	4,801	8,845	12,440	17,491
其他非息收入	328	-56	473	428
营业收入	43,456	59,870	72,370	86,777
营业费用与税金	16,922	23,075	28,546	34,250
资产减值损失	2,342	2,916	5,810	5,957
营业利润	23,897	33,532	38,014	46,570
营业外收支净额	109	132	0	0
利润总额	24,005	33,664	38,014	46,570
所得税	5,485	8,067	9,264	11,349
少数股东利润	0	92	120	155
母公司所有者利润	18,521	25,505	28,630	35,065

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	288,641	296,591	314,728	368,153
同业资产	434,971	825,303	965,399	1,129,275
证券投资	248,380	258,575	315,644	394,671
贷款总额	854,339	983,254	1,139,208	1,319,898
贷款损失准备	11,771	14,314	20,124	26,081
贷款净额	842,568	968,940	1,119,083	1,293,817
生息资产总额	1,826,331	2,363,723	2,734,979	3,211,997
总资产	1,849,673	2,408,352	2,790,620	3,277,260
同业负债	533,377	821,009	916,102	1,096,663
存款	1,132,767	1,345,279	1,573,641	1,840,767
应付债券	64,935	81,013	81,013	81,013
付息负债	1,731,079	2,247,301	2,570,755	3,018,442
总负债	1,757,678	2,292,720	2,625,258	3,083,846
少数股东权益	0	869	965	1,089
母公司所有者权益	91,995	115,209	164,397	192,325

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	0.42%	0.38%	0.46%	0.51%
不良贷款净生成率	-0.02%	0.01%	0.15%	0.12%
拨备覆盖率	325.53%	385.30%	380.00%	385.00%
拨备/贷款总额	1.38%	1.46%	1.77%	1.98%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	11.29%	11.04%	12.02%	11.86%
核心资本充足率	8.79%	8.20%	10.23%	10.24%
杠杆倍数	20.11	20.75	16.85	16.91

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。

免责声明

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、个人不得转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。