

息差改善明显，资产质量良好

——兴业银行09年报点评

评级：推荐

目标价位：40元

2010年3月5日

公司研究/跟踪报告

行业相对市场表现



公司基本数据 (100304)

收盘价 (元)	34.8
总股本 (百万股)	5000
无限售条件流通股 (百万股)	5000
流通股比例%	100%
流通市值 (亿元)	161.09

财务数据 (4Q/09)

股东权益 (亿元)	595.97
每股净资产 (元)	11.92
净资产收益率%	24.46
净利润 (亿元)	132.82
每股收益 (元)	2.66

民生证券研究所

联系人 卢婷

执业证书编号: S0100108090657

(8610)85127655

luting@mszq.com

北京市建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 16 层 100005

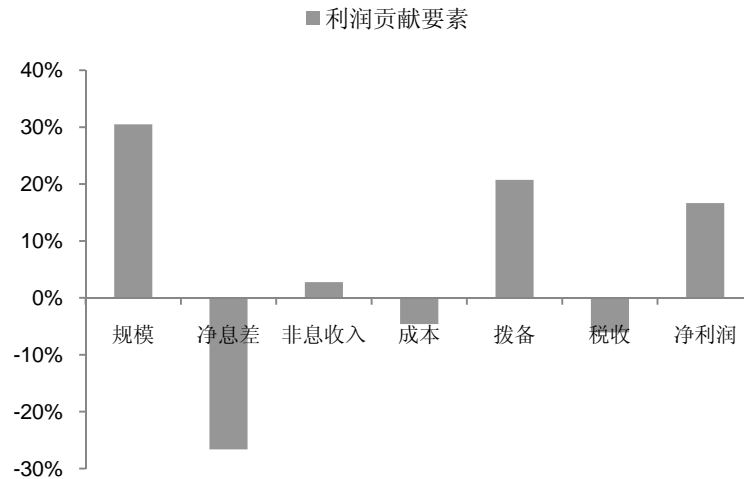
投资要点

- ◆ **兴业银行09年业绩：**兴业银行09年实现净利润132.82亿元，同比增长16.66%。规模增长和拨备支出减少是增长的主要贡献因素。从季度数据来看，净利润在季度之间分配比较均衡。由于规模累积的作用，4季度利息净收入同比增长24%。而手续费净收入同比增速高达65.82%，环比增长61.4%，在收入中的占比由8.8%提高至9.8%，收入结构改善明显
- ◆ **资产负债均衡增长，息差改善趋势明显：**兴业银行09年资产增长较快，且贷款增速高于资产增速。资产配置方面，3、4季度减少了债券和同业资产配置，资产结构上更加倾斜于收益率较高的贷款资产。负债方面，存款同比增长42.25%，核心负债能力进一步提高。净息差从08年第4季度以来开始下滑，直至09年第3季度，随着公司贷款结构的改善、货币市场和债券市场利率的上升以及存贷款重定价的完成，公司净息差开始企稳回升。活期存款占比由中期的30.86%上升至年底的35.83%，也有效缓解了付息压力。
- ◆ **资产质量良好，拨备压力不大。**截至09年底，公司不良贷款余额37.79亿元，较期初减少3.69亿元；不良贷款率0.54%，较期初下降0.29个百分点；其中关注类贷款74.79亿元，较期初下降35.74亿元，达到公司历史最好水平。由于资产质量较好，期末拨备覆盖率达254.93%，在同类型银行中处于较高水平，远超过监管部门的要求，拨备计提压力较小，因此09年公司计提拨备大大减少。另外，由于2008年公司涉及雷曼公司的债券投资充分计提了减值准备；目前雷曼公司相关交易的部分债券投资已收回，期内相应冲回了2008年末计提的部分减值准备。
- ◆ **维持“推荐”评级。**预计10年/11年eps分别为3.11元/3.69元，bvps分别为14.63元/17.77元。目前股价对应10年/11年PE分别为11.17倍/9.43倍、10年/11年PB分别为2.23倍/1.96倍，目前中型银行10年平均PE为13倍，给与平均PE水平，对应目标价为40元，维持“推荐”评级。风险在于配股方案尚不确定，对eps的稀释程度尚不确定。

一、规模是利润增长的最大贡献因素

兴业银行09年实现净利润132.82亿元，同比增长16.66%。规模增长和拨备支出减少是增长的主要贡献因素。从季度数据来看，净利润在季度之间分配比较均衡。由于规模累积的作用，4季度利息净收入同比增长24%。而手续费净收入同比增速高达65.82%，环比增长61.4%，在收入中的占比由8.8%提高至9.8%，收入结构改善明显。

图1：09年净利润贡献因素分解



数据来源：公司公告，民生证券研究所

表1：兴业银行09年单季度收支情况

单季度 (百万)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
净利润	2941	3282	3349	3710
yoy	-4.75%	-5.04%	16.17%	89.43%
环比	50.17%	11.59%	2.03%	10.79%
拨备前利润	4026	3977	4540	5205
yoy	-7.82%	-18.57%	13.58%	23.77%
环比	-4.25%	-1.22%	14.14%	14.66%
营业收入	6723	7199	8034	9723
yoy	-8.39%	-6.23%	10.79%	30.56%
环比	-9.71%	7.08%	11.59%	21.02%
利息净收入	5940	6140	7206	7915
yoy	-6.67%	-9.47%	8.16%	24.00%
环比	-6.94%	3.36%	17.36%	9.85%
手续费净收入	498	796	697	1125
yoy	-19.45%	4.32%	23.49%	65.82%
环比	-26.67%	59.84%	-12.35%	61.40%
营业费用	2243	2531	2831	3869
yoy	-10.59%	10.51%	2.30%	39.05%
环比	-19.38%	12.84%	11.84%	36.66%
拨备支出	297	-261	253	229
yoy	-39.96%	-136.45%	-27.53%	-87.65%
环比	-84.01%	-187.77%	-196.88%	-9.16%

数据来源：公司公告，民生证券研究所

二、资产负债均衡增长，息差改善趋势明显

资产负债均衡增长

兴业银行09年资产增长较快，且贷款增速高于资产增速。资产配置方面，3、4季度减少了债券和同业资产配置，资产结构上更加倾斜于收益率较高的贷款资产。负债方面，存款同比增长42.25%，核心负债能力进一步提高。

表2：兴业银行资产负债配置

百万	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
总资产新增	76308	116398	52677	65850
yoy	26.68%	32.35%	36.85%	30.49%
环比	7.47%	10.61%	4.34%	5.20%
贷款新增	85428	56183	52582	7784
yoy	39.30%	45.19%	52.61%	40.49%
环比	17.43%	9.76%	8.33%	1.14%
同业资产新增	3237	-25876	-20323	-10913
yoy	133.96%	156.08%	-4.92%	-49.01%
环比	2.95%	-22.87%	-23.28%	-16.30%
债券投资新增	4269	29061	27501	-21229
yoy	14.95%	37.82%	51.95%	25.06%
环比	2.70%	17.90%	14.37%	-9.70%
总负债新增	73368	11151	14208	18532
yoy	26.83%	32.92%	37.77%	30.94%
环比	7.55%	11.03%	4.30%	5.13%
存款新增	95033	98498	20221	54707
yoy	45.09%	54.63%	50.02%	42.45%
环比	15.03%	13.54%	2.45%	6.47%
同业负债新增	70199	119566	51398	62081
yoy	45.09%	54.63%	50.02%	42.45%
环比	15.03%	13.54%	2.45%	6.47%

数据来源：公司公告，民生证券研究所

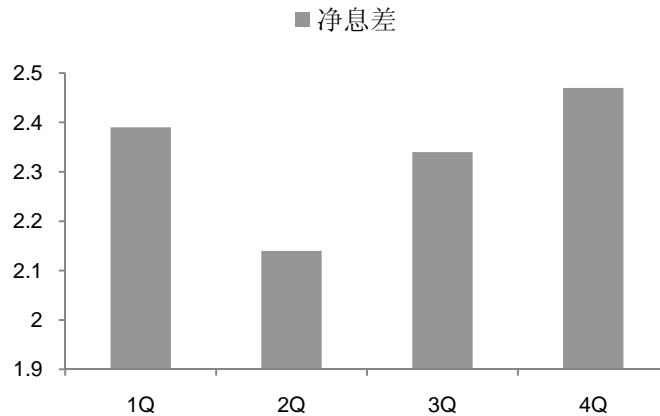
继续加大个贷投放

从贷款投放占比来看，房地产业、交运行业的贷款占比降低，个人贷款增加较多，主要是住房和商用房贷款新增较多，

息差改善趋势明显

净息差从08年第4季度以来开始下滑，直至09年第3季度，随着公司贷款结构的改善、货币市场和债券市场利率的上升以及存贷款重定价的完成，公司净息差开始企稳回升。活期存款占比由中期的30.86%上升至年底的35.83%，也有效缓解了付息压力。

图2: 兴业银行单季度净息差变化



数据来源: 公司公告, 民生证券研究所

三、资产质量良好, 拨备压力不大

截至09年底, 公司不良贷款余额37.79亿元, 较期初减少3.69亿元; 不良贷款率0.54%, 较期初下降0.29个百分点; 其中关注类贷款74.79亿元, 较期初下降35.74亿元, 达到公司历史最好水平。

由于资产质量较好, 期末拨备覆盖率达254.93%, 在同类型银行中处于较高水平, 远超过监管部门的要求, 拨备计提压力较小, 因此09年公司计提拨备大大减少。另外, 由于2008年公司对涉及雷曼公司的债券投资充分计提了减值准备; 目前雷曼公司相关交易的部分债券投资已收回, 期内相应冲回了2008年末计提的部分减值准备。

四、盈利预测和评级

12月末公司资本充足率从年中的11.29%下降至10.75%, 核心资本充足率从9%下降至7.91%, 在配股完成之前资本面临一定压力。从兴业银行09年的业绩来看: (1) 资产与负债扩张能力比较匹配; (2) 核心负债的增长能力较好; (3) 受益于资金和信贷市场利率回升, 息差回升幅度较大; (4) 资产质量良好, 拨备压力较小。

预计10年/11年eps分别为3.11元/3.69元, bvps分别为14.63元/17.77元。目前股价对应10年/11年PE分别为11.17倍/9.43倍、10年/11年PB分别为2.23倍/1.96倍, 目前中型银行10年平均PE为13倍, 给与平均PE水平, 对应目标价为40元, 维持“推荐”评级。风险在于配股方案尚不确定, 对eps的稀释程度尚不确定。

图3: 兴业银行PE



数据来源: wind, 民生证券研究所

图4: 兴业银行PB



数据来源: wind, 民生证券研究所

公司财务报表数据汇总:

利润表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	29,715	31,201	40,479	46,271
净利息收入	26,192	26,833	34,407	39,330
利息收入	52,525	49,556	60,979	73,054
利息支出	(26,332)	(22,723)	(26,571)	(33,724)
非息收入	3,523	4,368	6,072	6,941
手续费及佣金净收入	2,624	3,276	4,554	5,205
投资净收益	451	437	607	694
公允价值变动净收益	(124)	262	364	416
汇兑收益	526	349	486	555
其他收入	47	44	61	69
营业支出	(15,745)	(14,894)	(20,517)	(22,606)
营业税金及附加	(1,957)	(2,028)	(2,955)	(3,378)
业务及管理费	(10,349)	(10,920)	(14,168)	(16,195)
资产减值损失	(3,416)	(1,945)	(3,394)	(3,033)
其他业务成本	(23)	0	0	0
营业利润	13,970	16,308	19,962	23,665
营业外收支	67	0	0	0
利润总额	14,037	16,308	19,962	23,665
所得税	(2,652)	(3,425)	(4,392)	(5,206)
拨备前利润	17,454	18,253	23,357	26,698
净利润	11,385	12,883	15,571	18,459

资产负债表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E
现金及存放央行	127,824	153,389	184,066	220,880
存放同业/拆出	109,923	137,404	171,754	214,693
买入返售资产	117,275	152,458	167,704	184,474
债券投资	158,051	189,661	227,594	273,112
贷款和垫款总额	499,386	724,110	905,138	1,086,165
资产减值准备	9,401	11,229	14,420	17,271
贷款和垫款净额	489,986	712,881	890,718	1,068,895
总生息资产	1,012,460	1,357,022	1,656,256	1,979,325
非生息资产	17,870	38,761	15,324	29,277
资产总计	1,020,929	1,384,554	1,657,160	1,991,331
同业存放/拆入	195,632	215,195	236,715	260,386
卖出回购金融资产	58,296	69,956	83,947	100,736
吸收存款	632,426	948,639	1,166,826	1,435,196
应付债券	64,941	68,188	71,598	78,758
总付息负债	951,296	1,301,978	1,559,085	1,875,076
非付息负债	20,581	22,639	24,903	27,394
负债合计	971,877	1,324,617	1,583,988	1,902,469
实收资本 (或股本)	5,000	5,000	5,000	5,000
资本公积	17,696	17,660	17,660	17,660
减: 库存股				
盈余公积	3,403	4,692	6,249	8,094
未分配利润	16,543	23,722	33,184	44,812
一般风险准备	6,380	8,863	11,079	13,295
所有者权益	49,022	59,937	73,172	88,862

数据来源: 公司公告, 民生证券研究所

业绩指标	2008	2009	2010E	2011E
EPS (元)	2.28	2.58	3.11	3.69
BVPS (元)	9.80	11.99	14.63	17.77
PPoP (元)	3.49	3.65	4.67	5.34

估值指标	2008	2009	2010E	2011E
P/E	15.26	13.51	11.17	9.43
P/B	3.55	2.90	2.38	1.96
P/PPoP	9.97	9.53	7.45	6.52

盈利驱动因素	2008	2009	2010E	2011E
存款增长	25.1%	42.4%	23.0%	23.0%
贷款增长	24.7%	41.2%	24.9%	20.0%
存贷比	79.0%	77.9%	76.3%	77.6%
总生息资产增长率	19.8%	30.7%	22.1%	19.5%
总付息负债增长率	18.8%	31.9%	19.7%	20.3%
生息资产平均生息率	5.7%	4.2%	4.0%	4.0%
付息负债平均付息率	3.0%	2.0%	1.9%	2.0%
净息差 (NIM)	2.8%	2.3%	2.3%	2.2%
净利差 (Spread)	2.6%	2.2%	2.2%	2.1%
信用成本	0.7%	0.3%	0.4%	0.3%

盈利增长 (%)	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	25.6%	3.9%	26.5%	14.3%
非息收入	191.3%	27.1%	35.6%	14.3%
营业收入	34.7%	6.6%	27.8%	14.3%
拨备前利润	38.6%	1.7%	31.6%	14.3%
税前利润	28.7%	22.7%	15.9%	18.5%
净利润	32.6%	16.7%	17.2%	18.5%

资产质量	2008	2009	2010E	2011E
拨备覆盖率	226.6%	310.1%	265.5%	318.0%
拨备余额/贷款总额	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%
一般拨备覆盖率	153.8%	244.8%	204.0%	244.8%
专项拨备覆盖率	82.3%	53.7%	62.5%	55.9%

杜邦分析	2008	2009	2010E	2011E
ROAE	25.90%	23.65%	23.40%	22.78%
权益乘数	21.30	22.08	22.85	22.52
ROAA	1.22%	1.07%	1.02%	1.01%
利息净收入	2.80%	2.23%	2.26%	2.16%
非息收入	0.38%	0.36%	0.40%	0.38%
营业支出	-1.11%	-0.91%	-0.93%	-0.89%
拨备前营业利润	1.86%	1.52%	1.54%	1.46%
拨备	-0.36%	-0.16%	-0.22%	-0.17%
税收	-0.28%	-0.28%	-0.29%	-0.29%

民生证券评级标准

公司评级标准

- 强烈推荐：**我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

- 推荐：**我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。