

利息净收入大幅增长，成本收入显著下降

——2010年中报点评

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

- 2010年上半年,实现归属于母公司净利润132亿元,同比增长约60%。按期末股本计算的EPS为0.61元。其中2010Q2实现净利约73亿元,折每股收益0.34元,环比Q1增长23%,同比增长接近80%。
- 上半年实现净利息收入约263亿元,同比增长近41.5%。这主要是利息收入增幅远快于利息支出的结果,前者同比增长了24%,而后者同比仅微增0.03%。
- 受计息负债成本率下降的推动,净利差与净息差分别同比上升33bp和32bp,分别为2.47%和2.56%。
- 中间业务重回快速增长的轨道,共实现手续费及佣金净收入13.04亿元,同比增长32%。
- 另一个亮点是成本收入比出现显著下降。上半年业务及管理费为人民币115.44亿元,同比仅增长10.76%,远低于33.5%的收入增速,致成本收入比同比下降7个百分点至35.05%。
- 贷款质量进一步提升。2010年中期不良贷款余额88.5亿元,比年初减少近8.8亿元。同时,不良率也下降0.15个百分点至0.67%。拨备覆盖率则进一步提高至297.6%的高水平,均居同行前列。
- 预计10/11/12年分别实现利息净收入555.9/672.2/804.6亿元,年均复合增长25%;实现净利润282.4/335.6/398.6亿元,EPS为1.31/1.56/1.85元,年均复合增长29.8%。
- 按13.88元的股价计算,10/11/12年动态PE为10.6x/8.9x/7.5x, PB分别为2.2x/1.8x/1.5x,维持谨慎推荐评级。

主要财务指标

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	55308	51446	68556	82346	98174
增长%	35.04%	-6.98%	33.26%	20.11%	19.22%
拨备前利润	31672	25239	39260	46435	55260
增长%	30.77%	-20.31%	55.55%	18.27%	19.01%
净利润(百万元)	21077	18235	28235	33564	39845
增长%	27.16%	-16.35%	57.68%	18.87%	18.71%
摊薄EPS(元)	1.43	0.95	1.31	1.56	1.85
PE	9.7	14.6	10.6	8.9	7.5
P/PPOP	6.4	10.5	7.6	6.4	5.4
PB	2.6	2.9	2.2	1.8	1.5

资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

叶云燕, CFA

✉: yeyunyan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8028

执业证书编号: S0130207091555

杨欢

✉: yanghuan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8865

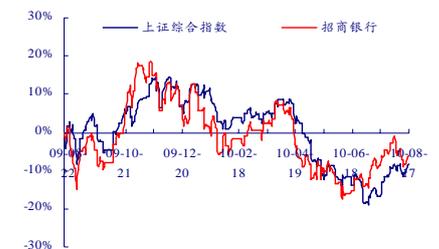
执业证书编号: S0130110014592

市场数据

时间 2010.8.18

A股收盘价(元)	13.88
A股一年内最高价(元)	19.38
A股一年内最低价(元)	12.31
上证指数	2,666.30
市净率	3.23
总股本(万股)	2157661
实际流通A股(万股)	1766613
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	2452.06

相对上证指数



资料来源: 中国银河证券研究部

8月19日，公司发布其中期业绩报告。2010年上半年，实现归属于母公司净利润132亿元，同比增长约60%。按期末股本计算的EPS为0.61元。年化ROAE与ROAA分别为24.27%和1.21%，同比均有显著提升。其中2010Q2实现净利约73亿元，折每股收益0.34元，环比Q1增长23%，同比增长接近80%。

一、规模增长与NIM提升共推净利息收入增长

2010年上半年，公司实现净利息收入约263亿元，同比增长近41.5%。这主要是利息收入增幅远快于利息支出的结果，前者同比增长了24%，而后者同比仅微增0.03%：

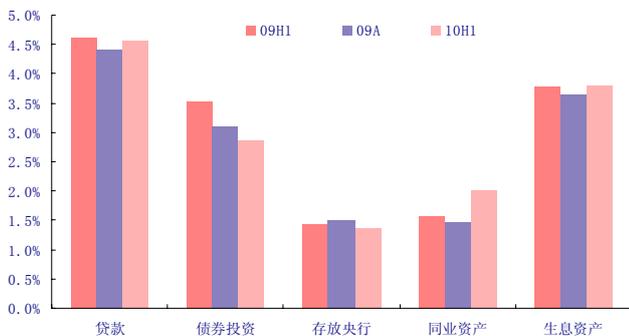
■ 利息收入的增长几乎完全受惠于生息资产日均余额的继续扩大。2010年1-6月份，生息资产日均余额约2.08万亿元，同比增加23.7%。而生息资产收益率同比仅略微提升3bp至3.81%。各项生息资产中，仅有同业资产的收益率有所提升，幅度近43bp，而贷款收益率小幅下降了3bp，债券投资收益率大幅下降近70bp。但是由于收益率更高的贷款在生息资产中的比重有所提升，因此生息资产收益率仍获得小幅提升。

■ 利息支出得以保持稳定，则是由于计息负债规模的增长几乎全部被成本率的下降所抵消所致。期间生息资产日均余额增加22.3%，但是计息负债成本率则下降30bp。

■ 计息负债的各部分的成本率同比均有不同程度的下降，其中最主要的存款成本率下降了29bp至1.23%。主要受益于存款重订价，同时活期占比的提升也有所贡献。

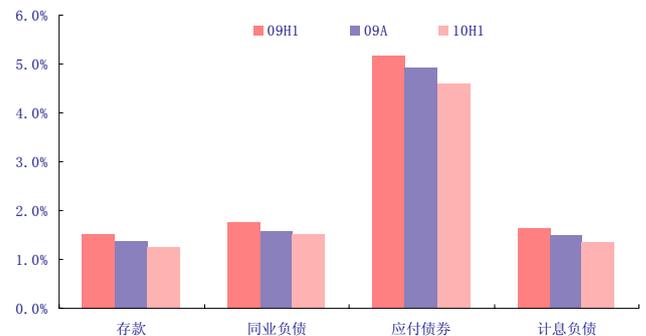
受计息负债成本率下降的推动，净利差与净息差分别同比上升33bp和32bp，分别为2.47%和2.56%。

图1：生息资产收益率



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图2：计息负债成本率



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

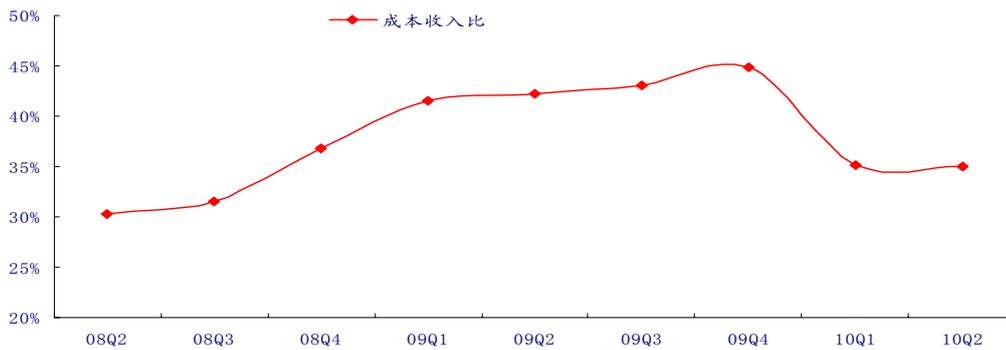
二、手续费及佣金净收入恢复快速增长

2010年上半年公司的中间业务重回快速增长的轨道，共实现手续费及佣金净收入13.04亿元，同比增长32%。其中的代理服务手续费、银行卡手续费和信贷承诺及贷款业务佣金增加显著。

三、业务成本增长慢于收入，致成本收入比显著下降

2010 年中期业绩的另一个亮点，则是成本收入比出现显著下降。上半年业务及管理费为人民币 115.44 亿元，同比仅增长 10.76%，远低于 33.5% 的收入增速，致成本收入比同比下降 7 个百分点至 35.05%。

图 3: 成本收入显著下降



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

四、资产质量明显好于同业

贷款质量进一步提升。2010 年中期不良贷款余额 88.5 亿元，比年初减少近 8.8 亿元。同时，不良率也下降 0.15 个百分点至 0.67%。拨备覆盖率则进一步提高至 297.6% 的高水平。从目前已公布中报的上市银行来看，属于最佳水平。

五、盈利预测及投资建议

考虑到公司的净息差反弹较快，我们上调了盈利预测。预计 10/11/12 年分别实现利息净收入 555.9/672.2/804.6 亿元，年均复合增长 25%；实现净利润 282.4/335.6/398.6 亿元，EPS 为 1.31/1.56/1.85 元，年均复合增长 29.8%。

按 13.88 元的股价计算，10/11/12 年动态 PE 为 10.6x/8.9x/7.5x，PB 分别为 2.2x/1.8x/1.5x，维持谨慎推荐评级。

业绩增长归因分析

项目	08H1	08Q3	08A	09Q1	09H1	09Q3	09A	10Q1	10H1
规模增长	34.8%	29.4%	22.9%	20.9%	24.8%	22.6%	25.5%	21.4%	17.2%
净息差	19.1%	14.7%	8.8%	-38.4%	-43.9%	-38.5%	-37.3%	4.0%	14.1%
非息收入	10.5%	6.8%	3.3%	4.5%	5.0%	4.9%	4.8%	5.5%	2.2%
成本	10.9%	9.5%	-4.3%	-15.6%	-16.5%	-16.7%	-13.3%	16.8%	18.8%
拨备	15.4%	10.6%	-4.5%	-6.8%	-10.5%	-5.8%	3.3%	-6.3%	16.8%
营业外净收入	-0.6%	-0.6%	0.9%	0.6%	0.6%	0.3%	0.7%	-0.4%	-1.7%
税收	26.3%	20.1%	11.1%	1.3%	2.9%	2.1%	2.9%	-0.5%	-7.5%
净利润	116.4%	90.6%	38.3%	-33.4%	-37.6%	-31.2%	-13.5%	40.4%	59.8%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

单季业绩数据

单季度业绩	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
利息净收入	12252	11675	11085	9481	9142	10384	11357	12514	13829
手续费净收入	2166	1764	1886	1737	2305	2136	1815	2416	2930
业务及管理费	4518	4708	6945	4961	5462	5854	6801	5481	6063
资产减值损失	956	756	3006	790	1813	132	236	1557	837
税前利润	8809	7537	2100	5425	4753	6279	5927	7647	9383
净利润	6926	5754	2078	4208	4054	4816	5157	5909	7294
每股收益	0.47	0.39	0.14	0.29	0.28	0.25	0.27	0.28	0.34

季同比

利息净收入	55.66%	34.69%	5.19%	-20.15%	-25.38%	-11.06%	2.45%	31.99%	51.27%
手续费净收入	26.37%	2.44%	-8.13%	-9.91%	6.42%	21.09%	-3.76%	39.09%	27.11%
业务及管理费	40.31%	18.92%	55.06%	19.00%	20.89%	24.34%	-2.07%	10.48%	11.00%
资产减值损失	62.03%	6.78%	195.28%	81.19%	89.64%	-82.54%	-92.15%	97.09%	-53.83%
税前利润	65.18%	38.14%	-68.09%	-34.74%	-46.04%	-16.69%	182.24%	40.96%	97.41%
净利润	89.34%	49.45%	-60.59%	-33.41%	-41.47%	-16.30%	148.17%	40.42%	79.92%

季环比

利息净收入	3.19%	-4.71%	-5.05%	-14.47%	-3.58%	13.59%	9.37%	10.19%	10.51%
手续费净收入	12.34%	-18.56%	6.92%	-7.90%	32.70%	-7.33%	-15.03%	33.11%	21.27%
业务及管理费	119.27%	-20.92%	297.62%	-73.72%	129.49%	-92.72%	78.79%	559.75%	-46.24%
资产减值损失	119.27%	-20.92%	297.62%	-73.72%	129.49%	-92.72%	78.79%	559.75%	-46.24%
税前利润	5.97%	-14.44%	-72.14%	158.33%	-12.39%	32.11%	-5.61%	29.02%	22.70%
净利润	9.61%	-16.92%	-63.89%	102.50%	-3.66%	18.80%	7.08%	14.58%	23.44%

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

公司财务报表预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	每股指标及估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利息净收入	46885	40364	55594	67216	80460	EPS	1.43	0.95	1.31	1.56	1.85
非息净收入	8423	11082	12963	15130	17714	每股拨备前利润	2.15	1.32	1.82	2.15	2.56
营业收入	55308	51446	68556	82346	98174	DVPS	0.10	0.24	0.33	0.39	0.46
营业支出	23636	26207	29296	35911	42913	BVPS	5.41	4.85	6.41	7.64	9.09
拨备前利润	31672	25239	39260	46435	55260	P/E	9.7	14.6	10.6	8.9	7.5
拨备	5154	2971	3566	4029	4955	P/PPOP	6.4	10.5	7.6	6.4	5.4
税前利润	26759	22384	35294	41955	49806	P/B	2.6	2.9	2.2	1.8	1.5
净利润	21077	18235	28235	33564	39845	股息收益率	0.7%	1.7%	2.4%	2.8%	3.3%
资产负债表						杜邦分析					
资产总额	1571797	2067941	2465837	2921144	3416272	净利息收入	2.98%	1.95%	2.25%	2.30%	2.36%
贷款	852754	1161817	1395866	1648426	1895791	非净利息收入	0.54%	0.54%	0.53%	0.52%	0.52%
其他生息资产	675599	861678	1019212	1213753	1452574	营业收入	3.52%	2.49%	2.78%	2.82%	2.87%
其他资产	43444	44446	50758	58965	67907	营业支出	1.50%	1.27%	1.19%	1.23%	1.26%
负债总额	1492016	1975158	2327596	2756398	3220073	拨备前利润	2.02%	1.22%	1.59%	1.59%	1.62%
存款	1250648	1608146	1961938	2354326	2778104	拨备	0.33%	0.14%	0.14%	0.14%	0.15%
其他计息负债	206194	305850	319106	346944	377567	税前利润	1.70%	1.08%	1.43%	1.44%	1.46%
其他负债	35174	61162	46552	55128	64401	税收	0.37%	0.20%	0.29%	0.29%	0.29%
股东权益	79515	92783	138241	164746	196199	ROA	1.34%	0.88%	1.15%	1.15%	1.17%
盈利能力						权益倍数	19.8	22.3	17.8	17.7	17.4
生息资产收益率	5.08%	3.66%	3.69%	3.76%	3.90%	ROE	26.51%	19.65%	20.42%	20.37%	20.31%
计息负债成本率	1.92%	1.51%	1.30%	1.33%	1.43%	资产负债比例					
净利差	3.16%	2.15%	2.39%	2.43%	2.47%	生息资产/总资产	98.6%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
净息差	3.28%	2.24%	2.48%	2.52%	2.56%	贷款/生息资产	55.0%	56.7%	57.2%	57.0%	56.0%
贷款收益率	6.48%	5.16%	5.18%	5.28%	5.48%	债券/生息资产	19.8%	18.3%	17.1%	15.0%	15.9%
存款成本率	1.59%	1.22%	1.10%	1.14%	1.26%	同业资产/生息资产	12.0%	13.2%	13.1%	15.1%	15.1%
存贷利差	4.89%	3.94%	4.08%	4.14%	4.22%	计息负债/总负债	97.6%	96.9%	98.0%	98.0%	98.0%
成本收入比	42.74%	50.94%	42.73%	43.61%	43.71%	存款/计息负债	85.8%	84.0%	86.0%	87.2%	88.0%
增长率						同业融资/带息负债	11.4%	13.9%	12.2%	11.3%	10.7%
生息资产	18.4%	32.1%	19.3%	18.5%	17.0%	应付债券/带息负债	2.8%	2.1%	1.8%	1.5%	1.3%
贷款	30.3%	36.2%	20.1%	18.1%	15.0%	贷存比	68.2%	72.2%	71.1%	70.0%	68.2%
债券	26.0%	22.1%	11.4%	3.9%	23.7%	资本充足率					
总资产	19.9%	31.6%	19.2%	18.5%	16.9%	核心资本充足率	11.34%	10.45%	11.18%	10.93%	10.85%
计息负债	19.1%	31.4%	19.2%	18.4%	16.8%	资本充足率	6.56%	6.63%	8.12%	8.34%	8.64%
存款	32.5%	28.6%	22.0%	20.0%	18.0%	加权风险资产系数	0.58	0.58	0.61	0.61	0.61
利息净收入	38.3%	-13.9%	37.7%	20.9%	19.7%	资产质量					
非息净收入	19.4%	31.6%	17.0%	16.7%	17.1%	不良贷款余额	9677	9732	12736	16118	19815
营业收入	35.0%	-7.0%	33.3%	20.1%	19.2%	不良贷款/贷款	1.11%	0.82%	0.90%	0.96%	1.03%
营业支出	41.2%	10.9%	11.8%	22.6%	19.5%	拨备余额/不良贷款	223.3%	246.7%	212.9%	190.5%	177.6%
拨备前利润	30.8%	-20.3%	55.6%	18.3%	19.0%	当年拨备/不良贷款	38.27%	31.58%	28.00%	25.00%	25.00%
净利润	38.3%	-13.5%	54.8%	18.9%	18.7%	信用风险成本	0.49%	0.30%	0.27%	0.26%	0.27%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银行业分析师覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908