



中国：银行业

浦发业绩快报简评

中金公司研究部

分析员：毛军华、罗景

电子邮箱：maojh@cicc.com.cn, luojing@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

.....2009年1月6日

事件及评论：

浦发银行发布业绩快报，2008年税后利润为125.2亿，全面摊薄后每股收益2.21元，高出我们的预测约20%，与市场预测均值基本相同。不过，经营收入的差异只有2.4%，主要差异来自于第4季度拨备力度的判断以及一次性税收返还（表1）。

（1）**营业收入季度环比下降约3.3%**。这是过去几年来浦发银行第一次出现营业收入季度环比下降，其中净息差收缩是主要原因。我们预计1季度营业收入相比08年4季度继续环比下降的可能性较大。

（2）**经营费用计提和拨备力度低于预期**。我们的模型中预计浦发银行为平滑利润增长08年4季度将大幅计提费用和拨备，但目前看低于预期。

（3）**一次性税收返还9.4亿元**。由于计税工资税前扣除标准提高，公司收到税务机关06年和07年税收返还9.4亿元。

表 1：业绩快报分析

(Rmb, 百万元)	08年预测	08年实际	差异 (%)	分析
营业收入	33,598	34,412	2	收入基本符合预期, 第四季度信贷增长加速部分弥补了息差下降的影响
税前利润	13,547	15,220	12	我们预测第4季度银行将大幅提高拨备以平滑利润, 但实际情况低于预期
税后利润	10,431	12,512	20	第四季度银行收到以前年度员工费用抵税约9.4亿

资料来源：公司数据、中金公司研究

表 2：有效税率比较

(Rmb, 百万元)	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2009E
营业收入	6,697	7,566	8,038	8,668	9,001	8,705	33,101
税前利润	2,592	2,669	3,691	4,705	4,550	2,275	12,052
税后利润	1,369	1,576	2,812	3,563	3,469	2,668	
考虑一次性税收因素后的净利润	1,369	1,576	2,812	3,563	3,469	1,728	9,280
有效税率 (%)	47.2	41.0	23.8	24.3	23.8	-17.3	
调整后有效税率 (%)	47.2	41.0	23.8	24.3	23.8	24.0	23.0

资料来源：公司数据、中金公司研究部



仔细分析浦发银行 08 年业绩快报:

(1) 进一步确认了 2009 年上市银行收入增长面临的巨大压力。

(2) 08 年费用计提和拨备低于预期, 有两种可能性: 一是公开增发在即; 一是 09 年不良贷款上升在可控范围。我们 12 月初公司拜访时, 公司管理层也表示我们对于 09 年不良贷款余额增长近 60 亿的预测较为悲观, 公司内部估计在 30 亿左右。如同我们最近海外路演总结指出的, 由于银行 09 年将采取与企业共度难关的策略, 银行体系将向实体经济输血, 因此 09 年不良贷款的上升幅度不会像市场预期的那么悲观; 但这相当于银行将问题拖延到了 2010 年, 不良贷款是否会越积越多, 还要取决于 2010 年经济增长能恢复到什么水平, 而目前对此还没有结论。

浦发银行 08 年营业收入基本符合预期, 而差异最大科目主要是拨备和费用计提, 而这对管理层的意图有很大依赖性。因此, 我们维持浦发银行 2009 年净利润 93 亿、增发后全面摊薄每股收益 1.44 元的假设。虽然其 09 年/10 年 ROAE 还能保持在 18%-20%, 但在宏观经济预期改变之前, 1.73 倍的市净率基本合理, 维持中性的投资评级。



表 3: 估值比较

	股价 (当地 货币)	总股本 百万股	流通股 百万股	总市值 (当地货币, 十亿)	PPoP ROA				ROAA				ROAE				利润增速							
					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	08-10 CAGR					
A股																								
国有大银行																								
工商银行	3.60	334,019	12,065	1202	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7					
建设银行	3.89	233,689	9,000	909	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1	35.0	2.5	2.2					
中国银行	3.01	253,839	6,494	764	1.93	2.08	1.72	1.61	1.10	1.14	0.95	0.93	13.0	14.9	13.3	13.7	25.2	-8.0	0.5					
交通银行	5.07	48,994	2,233	248	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	38.1	1.0	2.5					
中小股份制银行																								
招商银行	12.59	14,703	7,246	185	2.17	2.44	1.84	1.70	1.36	1.50	1.05	1.04	24.8	27.7	19.1	19.5	39.2	-18.0	-1.6					
中信银行	3.96	39,033	1,785	155	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	-14.0	-1.9					
民生银行	4.15	18,823	15,729	78	1.39	1.83	1.44	1.50	0.77	1.06	0.81	0.77	18.2	20.6	16.9	16.5	66.9	-10.4	0.6					
浦发银行	13.72	5,661	4,600	78	1.81	1.77	1.42	1.42	0.69	1.02	0.76	0.71	20.7	32.1	21.1	18.3	45.9	-22.1	-1.4					
兴业银行	15.07	5,000	3,980	75	1.71	1.91	1.71	1.54	1.17	1.25	1.04	0.94	31.2	26.4	21.3	19.4	34.8	-2.3	1.7					
华夏银行	7.46	4,997	1,687	37	1.43	1.40	1.38	1.28	0.41	0.62	0.55	0.53	17.0	19.4	14.1	14.0	59.5	5.4	8.0					
深发展	9.71	3,105	1,757	30	1.88	2.00	1.71	1.51	0.86	1.02	0.84	0.71	27.0	25.5	19.5	16.8	13.0	0.7	1.1					
城市商业银行																								
北京银行	9.17	6,228	1,200	57	1.67	2.22	1.95	1.63	1.07	1.44	1.23	1.03	18.3	19.0	16.7	15.1	64.9	2.2	2.3					
南京银行	8.68	1,837	630	16	1.83	2.27	2.17	1.95	1.36	1.66	1.37	1.26	14.5	13.9	13.3	13.7	58.8	4.2	7.9					
宁波银行	6.98	2,500	450	17	1.94	2.06	1.81	1.81	1.44	1.58	1.11	0.95	17.0	16.3	13.3	12.9	45.2	-10.9	-2.9					
H股																								
大型银行																								
工商银行	4.34	334,019	83,057	1450	1.89	2.02	1.89	1.70	1.02	1.19	1.12	1.04	16.2	18.8	17.9	16.9	33.3	4.4	3.7					
建设银行	4.65	233,689	52,271	1087	2.13	2.21	1.92	1.75	1.15	1.33	1.21	1.08	18.4	20.6	18.7	17.1	35.0	2.5	2.2					
中国银行	2.21	253,839	76,020	561	1.93	2.08	1.72	1.61	1.10	1.14	0.95	0.93	13.0	14.9	13.3	13.7	25.2	-8.0	0.5					
交通银行	6.21	48,994	6,734	304	1.96	2.03	1.72	1.61	1.07	1.22	1.05	0.94	18.2	19.6	17.5	16.4	38.1	1.0	2.5					
中小股份制银行																								
招商银行	16.00	14,703	2,662	235	2.17	2.44	1.84	1.70	1.36	1.50	1.05	1.04	24.8	27.7	19.1	19.5	39.2	-18.0	-1.6					
中信银行	2.95	39,033	12,402	115	1.88	2.12	1.61	1.63	0.97	1.31	0.97	0.93	14.4	15.8	12.2	12.6	70.6	-14.0	-1.9					
每股收益																								
	07A	08E	09E	10E	每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率			
A股					07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	08E	09E	10E	
国有大银行									7.1	5.9	5.9	5.7	13.4	10.1	10.2	9.7	2.02	1.78	1.63	1.49	4.8	4.4	4.6	
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	7.9	6.5	6.3	6.3	14.8	11.1	10.6	10.3	2.23	1.99	1.84	1.69	5.4	4.7	4.9	
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	7.1	5.9	6.0	5.7	13.2	9.8	9.5	9.3	2.15	1.87	1.69	1.52	4.6	4.2	4.3	
中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.66	1.83	1.95	2.10	7.0	5.7	6.2	5.9	13.6	10.9	11.8	10.7	1.82	1.64	1.55	1.43	4.6	4.2	4.7	
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	6.6	5.3	5.3	4.9	12.2	8.8	8.7	8.4	1.86	1.61	1.45	1.31	4.5	4.6	4.8	
中小股份制银行																								
招商银行	1.04	1.44	1.18	1.40	4.62	5.79	6.61	7.71	7.6	5.4	6.1	5.5	12.1	8.7	10.6	9.0	2.72	2.18	1.91	1.63	2.9	2.3	2.8	
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	9.6	6.7	7.6	6.5	18.6	10.9	12.7	11.3	1.84	1.61	1.49	1.37	3.2	2.8	3.1	
民生银行	0.34	0.56	0.50	0.57	2.67	2.78	3.20	3.69	6.8	4.3	4.6	3.8	12.3	7.4	8.2	7.3	1.56	1.49	1.30	1.13	2.0	1.8	2.1	
浦发银行	1.26	1.84	1.44	1.57	6.50	6.49	7.95	9.24	4.1	4.3	5.1	4.3	10.9	7.4	9.6	8.7	2.11	2.11	1.72	1.49	3.4	2.1	2.3	
兴业银行	1.72	2.31	2.26	2.39	7.78	9.77	11.46	13.29	6.0	4.3	4.1	3.8	8.8	6.5	6.7	6.3	1.94	1.54	1.32	1.13	3.8	3.8	4.0	
华夏银行	0.50	0.80	0.84	0.93	3.11	5.63	6.27	6.99	4.2	4.1	3.6	3.3	14.9	9.4	8.9	8.0	2.40	1.32	1.19	1.07	2.7	2.8	3.1	
深发展	1.16	1.31	1.32	1.34	5.67	6.07	7.39	8.52	3.9	3.8	3.6	3.4	8.4	7.4	7.4	7.3	1.71	1.60	1.31	1.14	0.0	0.0	2.1	
城市商业银行																								
北京银行	0.54	0.89	0.91	0.93	4.28	5.05	5.78	6.52	10.9	6.7	6.4	6.2	17.1	10.3	10.1	9.9	2.14	1.82	1.59	1.41	1.9	2.0	2.0	
南京银行	0.50	0.79	0.82	0.92	5.41	5.90	6.40	6.99	13.0	8.1	6.7	6.1	17.5	11.0	10.6	9.5	1.60	1.47	1.36	1.24	3.6	3.8	4.2	
宁波银行	0.38	0.55	0.49	0.52	3.21	3.56	3.86	4.21	13.6	9.7	8.7	7.1	18.3	12.6	14.2	13.4	2.18	1.96	1.81	1.66	2.8	2.5	2.6	
A股大银行平均									7.1	5.9	5.9	5.7	13.4	10.1	10.2	9.7	2.02	1.78	1.63	1.49	4.8	4.4	4.6	
A股中小银行平均									6.0	4.7	4.9	4.4	12.3	8.2	9.1	8.3	2.04	1.69	1.46	1.28	2.6	2.2	2.8	
A股城商行平均									12.5	8.2	7.3	6.5	17.6	11.3	11.6	10.9	1.97	1.75	1.58	1.44	2.8	2.7	3.0	
A股银行平均									7.7	5.8	5.7	5.2	13.8	9.4	10.0	9.2	2.02	1.73	1.54	1.37	3.2	3.0	3.3	
H股																								
大型银行																								
工商银行	0.24	0.33	0.34	0.35	1.61	1.81	1.96	2.14	8.9	6.8	6.7	6.9	16.8	11.6	11.3	11.3	2.54	2.07	1.96	1.85	5.2	4.4	4.4	
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.42	1.81	2.07	2.30	2.56	8.0	6.1	6.3	6.2	14.8	10.1	10.0	10.1	2.42	1.94	1.78	1.65	4.5	4.0	3.9	
中国银行	0.22	0.28	0.26	0.28	1.66	1.83	1.95	2.10	4.8	3.7	4.0	4.0	9.4	6.9	7.6	7.2	1.26	1.05	1.00	0.96	7.2	6.5	7.0	
交通银行	0.42	0.58	0.58	0.60	2.72	3.15	3.50	3.87	7.6	5.6	5.8	5.4	14.0	9.3	9.4	9.3	2.15	1.71	1.57	1.46	4.3	4.2	4.3	
中小股份制银行																								
招商银行	1.04	1.44	1.18	1.40	4.62	5.79	6.61	7.71	9.1	5.9	6.8	6.4	14.5	9.6	11.9	10.4	3.26	2.39	2.14	1.89	2.6	2.1	2.4	
中信银行	0.21	0.36	0.31	0.35	2.15	2.46	2.65	2.89	6.7	4.3	5.0	4.4	13.0	7.0	8.3	7.7	1.29	1.04	0.98	0.93	5.0	4.2	4.6	
H股银行平均									7.5	5.4	5.8	5.5	13.8	9.1	9.8	9.3	2.15	1.70	1.57	1.46	4.8	4.3	4.4	

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部; 注: HKS/RMB@08=1.15, HKS/RMB@09=1.13, HKS/RMB@10=1.10

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
SK大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期29楼
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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。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。我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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。