

净息差再创新高—三季度报点评

增持维持

目标价格：7.10元

投资要点：

- 📖 商贷通增长 34.73%
- 📖 NIM 再创新高至 3.30%
- 📖 上调盈利预测，维持增持评级

事件：2011年前三季度，公司实现归属于母公司股东的净利润 213.86 亿元，同比增长 64.42%；实现营业收入 602.16 亿元，增长 50.39%。前三季度 EPS 为 0.80 元，三季度单季度净利润 75.44 亿元，环比下降 3.18%。三季度年化 ROE 为 25.12%，提高 8.24 个百分点。

点评：

- **规模稳定增长。**截止 9 月底生息资产规模比年初增长 15.3%，贷款增长 9.66%。规模拉动净利润增长 38.87 个百分点。截至报告期末，“商贷通”贷款余额 2141.96 亿元，比上年末增加 552.10 亿元，增长 34.73%。
- **净息差再创新高。**前三季度年化 NIM 为 3.30%，同比提高 44 个 BP，拉动净利润增长 16.22 个百分点。三季度单季度 NIM 为 3.38%，环比提高 15 个 BP，拉动净利润环比增长 4.36 个百分点。
- **手续费增长 83%，拉动净利润增长 12.9 个百分点。**三季度手续费净收入 38.75 亿元，环比下降 22%。
- **资产质量风险暂未体现。**报告期末，不良贷款比率为 0.62%，比上年末下降 0.07 个百分点；拨备覆盖率 355.44%，比上年末提高 84.99 个百分点；贷款拨备率 2.19%，比上年末提高 0.31 个百分点。
- **投资建议。**鉴于净息差的大幅上行，我们调高了 2011 年盈利预测至 254.5 亿元，增长 43.9%，2012 年净利润增速 20.2%，达到 306 亿元。2011 年和 12 年每股收益分别为 0.95 元和 1.14 元，维持增持评级。
- **风险提示。**净息差见顶。

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41451	53967	70433	83926	99871
净利润	12108	17688	25452	30601	36400
摊薄 EPS	0.54	0.66	0.95	1.14	1.35
BVPS	3.95	3.90	4.78	5.75	6.91
PE(X)	11.16	9.22	6.41	5.33	4.48
PB(X)	1.53	1.56	1.27	1.06	0.88

银行业研究组

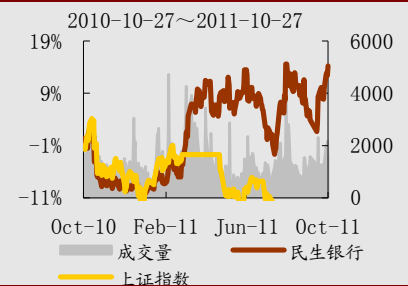
分析师：

张继袖 (S1180511010006)

电话：010-88085227

Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

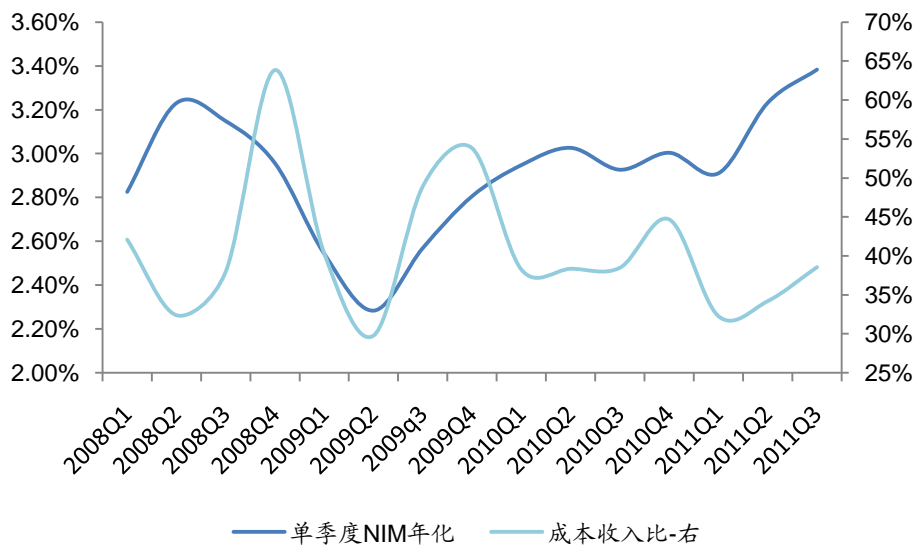
股本 (亿股)	267.15
市值 (亿元)	1621
大股东	新希望投资
持股比例	4.99%

数据来源：wind

相关研究

- 1 《宏源证券*公司研究*民生银行：量价齐升——中报点评*600016*银行*张继袖》，2011.8
- 2 《宏源证券*公司研究*民生银行：杭州分行商贷通调研*600016*银行*张继袖》，2011.5
- 3 《宏源证券*公司研究*民生银行：规模效果更为明显——年报点评*银行*600016*张继袖》，2011.3
- 4 《宏源证券*公司研究*民生银行：走特色贷款之路*600016*银行*张继袖》，2010.12

图 1: NIM 和成本收入比走势图



资料来源: 宏源证券

表 1: 净利润同比增长归因分析

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2010Q1-3	2010	2011Q1	2011Q2	2011H	2011Q1-3	2011Q3
生息资产规模	30.26	22.13	18.83	43.83	26.27	31.30	34.04	36.68	29.53	23.89	38.87
NIM	21.96	26.61	16.06	14.94	15.47	12.63	-1.66	9.20	9.86	19.53	16.22
手续费净收入	18.29	5.81	7.76	12.83	11.73	11.68	8.72	22.79	16.03	16.94	12.90
其他收支	-12.69	-36.06	-0.09	-0.57	-19.03	-15.28	1.02	9.36	5.35	4.02	4.85
费用收入比	7.66	-19.19	37.22	61.09	1.86	9.37	17.77	15.04	16.34	10.94	-0.75
营业税率	-0.31	-3.33	1.61	1.83	-1.58	-1.14	-2.01	0.36	-0.86	-0.76	0.35
拨备支出	4.77	-7.09	-37.07	30.05	-6.33	-1.26	-11.10	-24.17	-17.86	-9.20	-6.36
营业外收支	-0.39	-0.10	-0.98	1.19	-0.83	-0.55	-0.41	0.55	0.09	-0.60	-0.97
所得税率	2.12	-3.24	4.07	-23.18	0.72	-0.67	-0.11	-1.90	-0.97	0.10	-2.55
净利润增长率	71.66	-14.46	47.42	142.01	28.29	46.09	46.25	67.89	57.51	64.86	62.55

资料来源: 宏源证券

表 2: 净利润环比增长归因分析

	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
生息资产规模	17.57	6.72	0.14	1.11	6.79	10.71	6.53	8.15	8.41	1.49
NIM	-12.81	9.93	8.93	8.56	2.78	-3.62	3.20	-3.55	11.65	4.36
手续费净收入	7.48	-1.33	-1.59	16.85	3.82	-4.55	-1.11	9.32	14.78	-6.28
其他收支	40.49	-35.98	-1.05	4.63	-5.68	3.68	-1.15	3.30	2.56	-2.86
费用收入比	38.29	-30.65	-13.33	88.17	-0.24	-0.30	-16.26	35.76	-5.13	-9.06
营业税率	4.41	-3.14	0.55	2.63	-1.06	0.56	0.06	-1.40	0.86	0.00
拨备支出	-6.19	15.87	-35.81	34.77	1.19	-14.58	12.65	-8.98	-9.26	10.49
营业外收支	0.36	0.51	-1.67	0.37	-0.64	0.92	-0.02	-0.71	0.24	-0.89
所得税率	6.14	-3.91	10.71	-31.06	1.39	-2.80	5.87	-5.30	0.30	-0.42
净利润增长率	95.75	-41.97	-33.13	126.02	8.36	-9.98	9.77	36.59	24.39	-3.18

资料来源: 宏源证券

表 3: 盈利预测 (百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表	2010	2011E	2012E	2013E
现金及存放央行	266835	328542	394338	461856	净利息收入	45873	59424	70273	84123
存放同业和其它	125462	154476	185412	217158	手续费及佣金净收入	8289	11187	13863	15995
拆出资金	36453	44883	53871	63095	其他净收入	-195	-178	-209	-247
证券投资	180818	270129	397176	525907	营业收入合计	53967	70433	83926	99871
买入返售金融资产	112932	139048	166895	195470	营业税金及附加	3827	4995	5952	7082
衍生金融资产	476	576	691	809	业务及管理费	21625	28223	33630	40019
发放贷款及垫款	1037723	1192792	1358152	1526851	资产减值损失	5504	4119	4559	5450
固定资产	8119	6260	5860	5536	营业支出合计	30956	37336	44140	52551
递延所得税资产	4455	5391	6469	7568	营业利润	23011	33097	39786	47320
无形资产	1519	141	126	105	营业外收支净额	-35	-36	-37	-38
其他资产合计	19657	64485	79077	93882	拨备前利润	28515	37215	44345	52769
资产合计	1823737	2206722	2648066	3098237	利润总额	22976	33061	39749	47282
同业和其它金融机构存放	190296	198897	207278	239178	减: 所得税	5288	7609	9148	10882
拆入资金	10975	11471	17273	19931	净利润	17688	25452	30601	36400
卖出回购金融资产款	23873	36774	31987	41680	归属于母公司的净利润	17581	25298	30416	36179
吸收存款	1416939	1686157	1974490	2278364	少数股东损益	107	154	185	220
应付债券	21496	11785	5785	5785	基本每股收益	0.66	0.95	1.14	1.35
其他负债合计	29357	107175	230563	301404	稀释每股收益	0.66	0.95	1.14	1.35
负债合计	1718480	2077819	2492939	2911959	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	26715	26715	26715	26715	成长性				
资本公积金	37787	38653	38899	39149	营收增长率	30.2%	30.5%	19.2%	19.0%
盈余公积金	5903	8433	11474	15092	EBIT 增长率	41.5%	42.3%	19.7%	18.5%
未分配利润	19881	39977	62729	89791	净利润增长率	45.2%	43.9%	20.2%	19.0%
一般风险准备	13822	13822	13822	13822	盈利性				
少数股东权益	1149	1303	1488	1708	ROA	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%
股东权益合计	104108	127600	153639	184570	ROE	16.7%	19.6%	19.6%	19.4%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	43.7%	47.6%	47.8%	47.6%
净利润	17581	25298	30416	36179	净息差	2.94%	3.15%	3.10%	3.15%
EBIT	23564	33520	40125	47567	成本收入比	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%
NOPLAT	18141	25806	30890	36620	估值倍数				
资产准备	5504	4119	4559	5450	PE	9.22	6.41	5.33	4.48
折旧与摊销	635	635	780	700	P/S	3.00	2.30	1.93	1.62
来源	380982	359339	415120	419021	P/B	1.56	1.27	1.06	0.88
运用	397345	382985	441344	450171	股息收益率	0.69%	1.65%	2.85%	3.39%
自由现金流	2413	2794	5446	6169	EV/EBITDA	7.63	5.13	4.14	3.51

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

张继袖: 银行业高级研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学博士后, 8年资本市场研究经验, 今日投资2009年度综合金融类最佳分析师。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。