

民生银行：战略执行升级，政策促其成长

2011年11月15日

投资要点：

1、差异化战略保证的成长空间和盈利能力是银行内价值的的关键，民生银行保持高增长态势。从半年报来看，上市银行业绩继续保证较高的增长速度，这主要是由于银行一直享有垄断的制度红利，以及紧缩环境下金融资源的稀缺使银行在定价中具有议价的优势，从而享有较高的息差。因此，所有银行业的利润来源都具有同质性。战略定位清晰，转型升级及时就能保证银行适应市场，适应新金融时代的投资价值标准：资产规模大并不等于投资价值高，关键是企业成长空间和盈利能力。

2、股份制银行在发展差异化战略上具有天然的劣势，民生银行在业务结构上扬长避短，创造了拳头产品，非息收入高速增长。摆脱过度依赖于单一产品和利润来源，创造多样化的盈利模式的发展方向之一增加非息收入比重。民生银行在战略上准备定位，以“特色银行，效益银行”为经营目标，以“民营企业，小微企业，高端客户”为战略重点，战略清晰，市场定位准备，使其保持着较高盈利能力。同时，适应脱媒的趋势，非利息收入高于同业增长。整个业务结构领先行业转型，净利息收入结构下降，非利息收入不断上升。

3、零售银行模式转型继续，业务结构优化呈现资本节约特征，发行金融债提升公司业绩可期。民生银行的业务结构的优化和转型符合目前监管的趋势，民生银行的以“民营企业，小微企业，高端客户”为战略定位符合资本节约的要求，也顺应政府对小微企业贷款支持的政策。11月9日公司获准在全国银行间债券市场发行不超过500亿人民币的金融债券，所募资金将全部用于小微企业贷款，发债将有效提升公司的净利息收入、净息差和利润。预计民生银行在业务转型的道路上继续保持较高的业绩增长水平。

4、我们认为民生银行在所有上市银行中的盈利模式比较适合未来节约资本和市场转型的方向，战略定位清晰，执行有力，外加以发行金融债为代表的政策支持下将促使其在商贷通等零售业务发展上愈加发力，未来三年业绩的高增长是大概率事件。预计2011年实现利润315亿，2012年实现净利润322亿，按照11月15日6.01价格计算，PE分别为5.09,4.96倍；PB分别为1.2倍，0.99倍。给予买入评级。

5、风险因素：经济下滑的系统性风险。



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

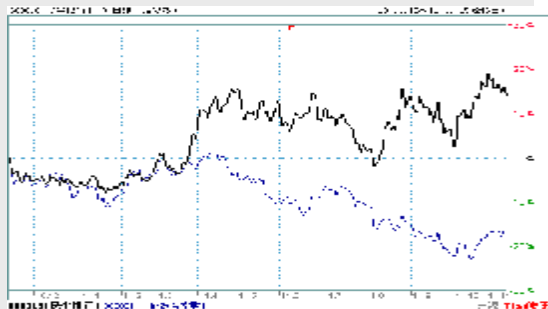
民生银行 600016 推荐

总市值(百万)	106823
总股本/流通股本(百万)	26715/22588
流通市值(百万)	135979.76
每股净资产	4.59
净资产收益率	18.79%

交易数据

52周内股价区间	6.33/4.92
10年市盈率	9.12
市净率	1.52

一年期走势图



联系人： 王建军

联系电话:021-32229888-6510

邮箱: wangjianjun@ajzq.com

行业研究员：张志鹏

证书编号 S0820209120024

电话 021-32229888-3502

E-mail zhangzhipeng@ajzq.com

相关报告

一、差异化战略保证的成长空间和盈利能力是银行内在价值的关键，民生银行保持高增长态势

从半年报来看，上市银行业绩继续保证较高的增长速度，这主要是由于银行一直享有垄断的制度红利，以及紧缩环境下金融资源的稀缺使银行在定价中具有议价的优势，从而享有较高的息差。因此，所有银行业的利润来源都具有同质性。

表 1:2011 年三季度上市银行利润总额和同比增长（单位：亿元，%）

	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2011Q3	2010Q 同 比增长	2011Q3 同比增长
工商银行	927.3	999.08	1,272.16	1,638.40	27.33%	28.79%
农业银行		514.79	701.46	1,007.57	36.26%	43.64%
中国银行	592	620.56	792.44	963.01	27.70%	21.52%
建设银行	842.34	861.19	1,104.99	1,390.12	28.31%	25.80%
交通银行	227.89	229.7	295.37	384.16	28.59%	30.06%
中信银行	124.51	113.95	171.93	242.26	50.88%	40.91%
光大银行		58.71	100.58	141.33	71.32%	40.52%
民生银行	86.37	102.01	130.07	213.86	27.51%	64.42%
招商银行	189.99	130.78	205.85	283.88	57.40%	37.91%
浦发银行	98.44	102.9	148.37	199.1	44.19%	34.19%
兴业银行	94.27	95.72	135.95	187.88	42.03%	38.20%
华夏银行	31.06	26.43	45.27	65.38	71.28%	44.42%
北京银行	43.89	43.93	59.47	77.73	35.37%	30.70%
深发展 A	33.17	36.37	47.34	76.87	30.16%	62.38%
南京银行	12.13	12.24	18.27	23.42	49.26%	28.19%
宁波银行	11.27	11.03	18.78	25.57	70.26%	36.16%

资料来源：WIND,公司公告

表 2:8 家股份制商业银行利润驱动因素分解

2011-9-30	民生	深发展 A	浦发	华夏	招商	兴业	光大	中信
规模增长	35.19%	69.14%	127.31%	98.99%	116.90%	111.14%	39.27%	43.51%
净息差	28.69%	16.20%	-23.11%	-18.54%	-20.93%	-41.39%	36.20%	46.33%
非息收入	15.58%	4.76%	2.25%	6.73%	2.44%	5.51%	-5.82%	7.94%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

	2010-9-30	民生	深发展 A	浦发	华夏银行	招商	兴业	光大	中信
成本		12.57%	10.14%	9.29%	-6.11%	18.75%	8.17%	26.52%	9.51%
拨备		7.81%	2.00%	-12.17%	19.01%	-12.70%	21.08%	5.57%	-0.37%
税收		0.15%	-2.23%	-3.57%	-0.09%	-4.46%	-4.51%	-1.73%	-6.92%
规模增长	101.19%	73.96%	50.44%	31.26%	39.83%	53.04%		79.78%	
净息差	59.77%	-8.04%	28.62%	79.46%	33.22%	47.48%		2.58%	
非息收入	-63.23%	-4.87%	4.19%	-49.04%	-9.47%	5.31%		7.34%	
成本	0.79%	-10.51%	2.94%	9.46%	31.51%	27.42%		8.91%	
拨备	-1.08%	57.08%	9.17%	34.23%	12.96%	-29.68%		0.30%	
税收	2.55%	-7.63%	4.64%	-5.37%	-8.06%	-3.58%		1.09%	
规模增长	132.26%	304.43%	592.42%	-196.95%	-98.45%	1906.78%		-292.53%	
净息差	-135.12%	-295.55%	-549.89%	281.84%	161.98%	-2077.92%		438.92%	
非息收入	77.84%	27.03%	-0.45%	-40.70%	-26.59%	65.24%		-3.06%	
成本	-5.82%	-65.86%	84.95%	53.86%	55.09%	-239.32%		-8.92%	
拨备	8.00%	84.18%	-19.98%	-28.48%	15.99%	658.29%		-26.87%	
税收	22.84%	45.78%	-7.05%	30.43%	-8.02%	-213.07%		-7.55%	

资料来源: WIND,公司公告

但是未来利率市场化是个必然的趋势,高利率环境必然会有周期性的回归,因此高息差的下降,以及监管上的去杠杆化所造成的银行扩张能力的下降都会降低银行的盈利能力,但也增加了对未来风险的抵御能力,借机卸除行业规模扩张带来的隐忧,走出同质化,体现差异化,创造多样化的盈利模式就显得至关重要。因此,战略定位清晰,转型升级及时就能保证银行适应市场,适应新金融时代的投资价值标准:资产规模大并不等于投资价值高,关键是企业成长空间和盈利能力。

二、股份制银行在发展差异化战略上具有天然的劣势,民生银行在业务结构上扬长避短,创造了拳头产品,非息收入高速增长。

摆脱过度依赖于单一产品和利润来源,创造多样化的盈利模式的发展方向之一增加非息收入比重。民生银行在战略上准备定位,以“特色银行,效益银行”为经营目标,以“民营企业,小微企业,高端客户”为战略重点,战略清晰,市场定位准确,从2008年开发了商贷通产品,定位于小微企业贷款,商贷通贷款占比逐年提高,且贷款很低的不良率,2010年不良率为0.09%;2011年半年不良率为0.13%。公司以商贷通贷款业务带动了公司零售贷款业务快速增长,业务机构持续改善。

表 3: 民生银行商贷通贷款占比逐年提高(单位:百万元,%)

请务必阅读正文之后的重要声明

	2008		2009		2010		2011.6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贷款余额	658360	100%	889790	100%	157571	100%	1142274	100%
公司贷款	549789	83.51%	719099	80.82%	78409	73.60%	813074	71.18%
个人贷款	108571	0.1649	163880	18.42%	279162	26.40%	329200	28.82%
商贷通贷款	6637	1%	44809	5.07%	158986	15.03%	207649	18.18%
住房贷款	87401	13.28%	9969	11.28%	7494	9.22%	88405	7.74%
信用卡透支	12727	1.93%	14266	1.60%	16432	1.55%	24720	2.16%
其他	1806	0.27%	5186	0.59%	6250	0.59%	8426	0.74%

资料来源: WIND,公司公告

从利润驱动因素来看,民生银行资产规模受制于机构网点具有天然的劣势,其规模扩张低于其他股份制银行,但是却保持着较高盈利能力,主要是由于其创新型的产品和市场定位,在经济紧缩,金融资源稀缺下,利用重定价能力取得了较高的净息差,净利息收入增长率一直高于同业。同时,适应脱媒的趋势,非利息收入高于同业增长。整个业务结构领先行业转型,净利息收入结构下降,非利息收入不断上升。

表:4: 民生银行利息收入增长情况比较

	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2011Q3	2009Q 同比增长	2010Q 同比增长	2011Q3 同 比增长
工商银行	3,274.26	1,782.49	2,216.63	2,670.87	-45.56%	24.36%	20.49%
农业银行		1,278.78	1,740.23	2,233.64		36.09%	28.35%
中国银行	2,146.13	1,156.10	1,408.04	1,673.02	-46.13%	21.79%	18.82%
建设银行	2,644.97	1,555.80	1,821.81	2,230.10	-41.18%	17.10%	22.41%
交通银行	872.97	470.68	615	758.85	-46.08%	30.66%	23.39%
中信银行	445.76	242.02	348	469.66	-45.71%	43.79%	34.96%
光大银行		137.68	221.8	289.84		61.10%	30.68%
民生银行	422.86	226.9	330.21	467.04	-46.34%	45.53%	41.44%
招商银行	541.46	290.07	408.69	556.24	-46.43%	40.89%	36.10%
浦发银行	428.15	239.85	323.68	440.18	-43.98%	34.95%	35.99%

请务必阅读正文之后的重要声明

兴业银行	397.59	192.86	274.35	350.07	-51.49%	42.25%	27.60%
华夏银行	256.6	91.59	163.93	222.52	-64.31%	78.98%	35.74%
北京银行	139.09	79.51	104.13	135.14	-42.84%	30.96%	29.78%
全行业	11,569.84	7,744.33	9,976.50	12,497.17	-33.06%	28.82%	25.27%

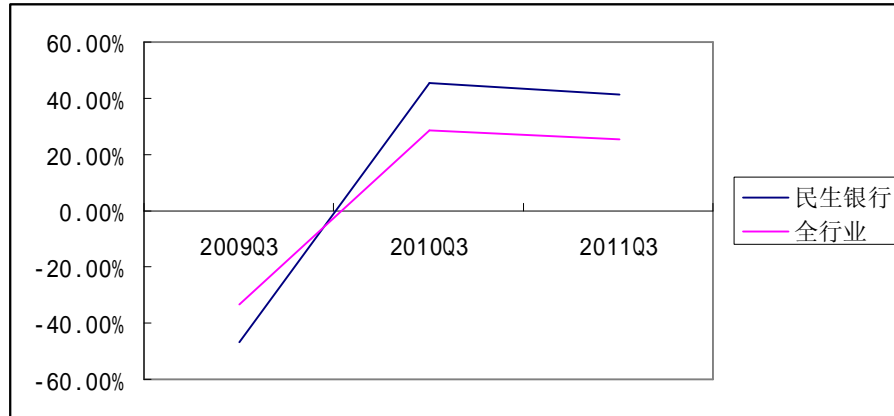
资料来源: WIND,公司公告

表 5: 民生银行非利息收入增长情况比较

	2008Q3	2009Q3	2010Q3	2011Q3	2009Q 同比增长	2010Q 同比增长	2011Q3 同 比增长
工商银行	345.83	410.61	545.63	782.95	18.73%	32.88%	43.49%
农业银行		255.97	340.32	548.24		32.95%	61.10%
中国银行	318.41	345.13	413.44	508.27	8.39%	19.79%	22.94%
建设银行	295.72	357.63	486.81	687.92	20.94%	36.12%	41.31%
交通银行	68.14	85.33	106.65	150.44	25.23%	24.99%	41.06%
中信银行	21.75	25.96	41.33	62.04	19.36%	59.21%	50.11%
光大银行		25.87	37.19	53.5		43.76%	43.86%
民生银行	42.82	35.52	64.56	117.94	-0.1705	81.76%	82.68%
招商银行	58.58	61.78	81.43	118.65	5.46%	31.81%	45.71%
浦发银行	13.49	15.69	28.01	49.22	16.31%	78.52%	75.72%
兴业银行	19.45	19.91	34.26	59.07	2.37%	72.07%	72.42%
华夏银行	5.94	8.62	11.6	21.83	45.12%	34.57%	88.19%
北京银行	3.74	4.91	7.5	12.62	31.28%	52.75%	68.27%
全行业	1193.87	1652.93	2198.73	3172.69	0.3845	33.02%	44.30%

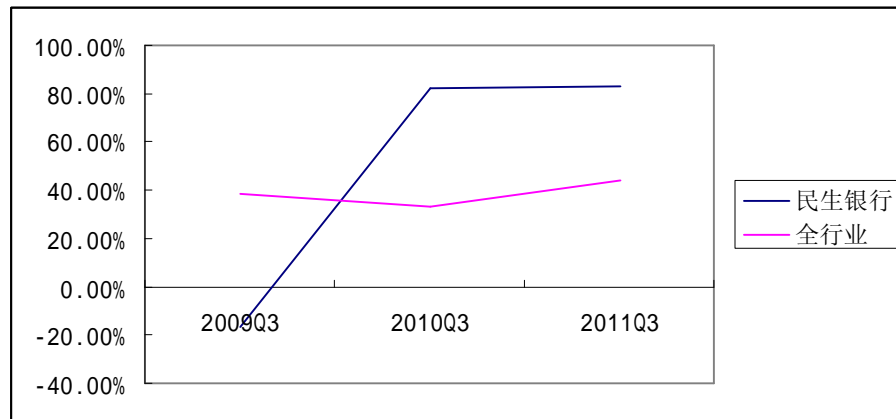
资料来源: WIND,公司公告

图 1：民生银行净利息增长高于行业增长



资源来源：WIND,公司公告

图 2：民生银行非息收入增长高于行业增长



资源来源：WIND,公司公告

三、零售银行模式转型继续，业务结构优化呈现资本节约特征，发行金融债提升公司业绩可期。

民生银行的业务结构的优化和转型符合目前监管的趋势。目前，银行业去杠杆化特征明显，根据银监会的资本监管思路，对零售贷款的风险权重明显低于对公贷款：首套房按揭贷款权重为 45%；二套房贷款风险权重为 60%；其他零售贷款风险权重为 75%；单笔贷款规模在 500 万以下的小企业贷款风险权重为 75%。这就相当于在同等条件下，零售贷款的加权风险资本回报率要明显高于一般贷款。因此，民生银行的以“民营企业，小微企业，高端客户”为战略定位符合资本节约的要求，也顺应政府对小微企业贷款支持的政策。11 月 9 日公司获准在全国银行间债券市场发行不超过 500 亿人民币的金融债券，所募资金将全部用于小微企业贷款，由于这 500 亿人民币的金融债券对应的贷款不计入存贷比，更加节约公司的资本资源。同时，根据我们的预测，由于 500 亿金融债的发行利率在 5%左右，目前 5 年期协议存款利率在 6.5%左右，债券的发行将降低公司未来付息率 1.5%，有效提升

请务必阅读正文之后的重要声明

公司的净利息收入、净息差和利润。预计民生银行在业务转型的道路上继续保持较高的业绩增长水平。

表 6：民生银行发行金融债对 2012 年净息差影响（单位：百万元）

金融债券规模	金融债替换降低的付息率	2012 年生息资产规模	2012 年发行债券前预测净息差	2012 年发行债券后预测净息差	提升净息差
50000	1.50%	2403657.82	2.90%	2.93%	0.03%

资料来源：爱建证券研发总部

表 7：民生发行金融债对 2012 年净利润影响（单位：百万元）

金融债券规模	金融债替换降低的付息率	净利息收入增加额	净利润增加	未考虑金融债的 2012 年净利润	净利润提升比率
50000	1.50%	750	52500.00%	3227534.00%	1.62%

注：假设 2012 年所得税为 30%。

资料来源：爱建证券研发总部

四、盈利预测

2011 年三季度，民生银行实现净利润 214 元，同比增长 64.62%。我们认为民生银行在所有上市银行中的盈利模式比较符合未来节约资本和市场转型的方向，战略定位清晰，执行有力，外加以发行金融债为代表的政策支持下将促使其在商贷通等零售业务发展上愈加发力，未来三年业绩的高增长是大概率事件。预计 2011 年实现利润 315 亿，2012 年实现净利润 322 亿，按照 11 月 15 日 6.01 价格计算，PE 分别为 5.09,4.96 倍；PB 分别为 1.2 倍，0.99 倍。给予推荐评级。

附表：财务预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表摘要 (人民币百万元)				
净利息收入	32240.00	45873.00	63416.24	64661.23
非利息收入	9211.00	8094.00	13508.00	21799.52
经营收入合计	41451.00	53967.00	76924.24	86460.75
营业费用	17737.00	21625.00	30769.70	35448.91
拨备前利润	20912.00	28515.00	41539.09	45824.20
当期提取各项准备金	5307.00	5504.00	729.39	4009.18
税前利润	15656.00	22976.00	40909.70	41916.02
净利润	12108.00	17688.00	31500.47	32275.34
资产负债表摘要 (人民币百万元)				
总资产	1426392.00	1823737.00	2163040.14	2520035.71
贷款余额 (毛额)	882979.00	1057571.00	1245267.60	1556584.50
其他生息资产	512819.00	717903.00	817912.66	847073.32
非生息资产	45835.00	68111.00	80032.49	93241.32
存款余额	1127938.00	1416939.00	1629479.85	1955375.82
其他付息负债	175377.00	246640.00	334564.82	327404.29
股东权益	88894.00	105257.00	134104.27	161654.53
主要驱动因素 (%)				
总资产年增长率	35.29%	27.86%	18.60%	16.50%
净息差 (NIM)	2.68%	2.93%	3.32%	2.90%
净利差 (Spread)	2.58%	2.83%	3.21%	2.77%
平均贷款生息率	5.70%	5.90%	6.00%	6.00%
平均债券投资收益率	3.78%	3.13%	3.50%	3.50%
平均生息资产产生息率	4.44%	4.51%	5.41%	5.26%
平均存款付息率	1.68%	1.46%	2.08%	2.44%
平均付息负债付息率	1.86%	1.68%	2.20%	2.49%
非利息收入/经营收	22.22%	15.00%	17.56%	25.21%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

入

营业费用/经营收入	42.79%	40.07%	40.00%	41.00%
提取准备金/贷款平均余额	0.61%	0.53%	0.06%	0.26%

年增长率 (%)

贷款余额	34.23%	19.59%	20.00%	25.00%
存款余额	43.54%	25.62%	15.00%	20.00%
净利息收入	6.12%	42.29%	38.24%	1.96%
非利息收入	110.92%	-12.13%	66.89%	61.38%
经营收入合计	19.29%	30.19%	42.54%	12.40%
营业费用	19.03%	21.92%	42.29%	15.21%
拨备前利润	23.52%	36.36%	45.67%	10.32%
税前利润	49.28%	46.76%	78.05%	35.00%
净利润	53.40%	46.09%	60.00%	40.00%

盈利结构杜邦分析 (以下按占平均总资产%)

净利息收入	2.60%	2.82%	3.18%	2.76%
非利息收入	0.74%	0.50%	0.68%	0.93%
经营收入合计	3.44%	3.44%	4.03%	3.87%
营业费用	1.43%	1.33%	1.54%	1.51%
拨备前利润	1.69%	1.75%	2.08%	1.96%
当年提取各项准备金	0.43%	0.34%	0.04%	0.17%
税前利润	1.26%	1.41%	2.05%	1.79%
所得税	0.29%	0.33%	0.47%	0.41%
ROAA	0.98%	1.09%	1.58%	1.38%
X(平均总资产/平均净资产)	17.28	16.74	16.66	15.83
ROAE	16.87%	18.22%	26.32%	21.83%

	2009A	2010A	2011E	2012E
每股盈利及估值指标				

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

每股净利润(元)	0.45	0.66	1.18	1.21
每股拨备前利润(元)	0.78	1.07	1.55	1.72
每股净资产(元)	3.33	3.94	5.02	6.05
P/E(假设股价为 6.01 元)	13.68	9.36	5.09	4.96
P/PPOP	7.92	5.81	3.88	3.49
P/B	1.86	1.57	1.20	0.99
股息派发率(%)				
股息收益率(%)				
资产质量指标				
NPL 余额 (百万元)	7397.00	7339.00	7324.16	7490.72
正常贷款比例 (%)	0.98	0.98	0.00	0.00
关注贷款比例 (%)	0.01	0.01	0.00	0.00
次级贷款比例 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
可疑贷款比例 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
损失贷款比例 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
NPL/贷款余额(%)	0.01	0.01	0.0059	0.0048
逾期贷款/贷款余额 (%)				
准备金余额/NPL(%)	206.04%	270.45%	270.71%	308.87%
准备金余额/贷款余额 (%)	1.76%	1.91%	1.59%	1.49%
资产负债配置结构 (%)				
核心资本充足率	8.92%	8.07%	8.92%	9.35%
资本充足率(CAR)	10.83%	10.44%	11.05%	11.33%
风险加权资产平均系数	69.67%	70.23%	70.00%	71.00%
股东权益/总资产	6.23%	5.77%	6.20%	6.41%

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

生息资产/总资产	96.79%	96.27%	95.38%	95.38%
贷款/总资产	61.90%	57.99%	57.57%	61.77%
债券投资/总资产	10.96%	9.91%	10.01%	6.97%
贷款/存款(含贴现)	78.28%	74.64%	76.42%	79.61%
存款结构 (占存款余额%)				
短期存款				
长期存款				
短期储蓄存款				
长期储蓄存款				
其他存款				
贷款结构 (占贷款余额%)				
公司贷款	81.44%	73.60%	75.00%	75.00%
个人贷款	18.56%	26.40%	25.00%	25.00%
票据贴现	3.99%	1.13%	1.50%	1.50%

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。