

日期: 2011年7月11日
行业: 银行业



郭敏, CFA
021-53519888-1920
guomin@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120028

商贷通市场巨大, 平台贷风险可控

基本数据 (2010)

报告日股价 (元)	5.75
12mth A 股价格区间 (元)	4.92/6.29
总股本 (百万股)	26714.733
无限售 A 股/总股本	84.55%
流通市值 (百万元)	129875.25
每股净资产 (元)	4.03
PBR (X)	1.33
DPS (Y10, 元)	0.10

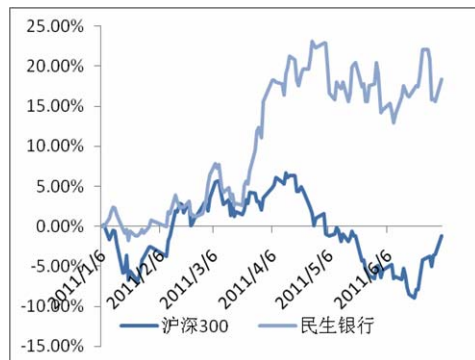
主要股东 (2010)

新希望投资有限公司	4.99%
中国平安人寿保险公司	4.31%
中国船东互保协会	3.39%

收入结构 (2010)

利息净收入	83.76%
手续费净收入	15.13%
汇兑损益	1.04%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

首次报告日期: 2008年3月5日

■ 报告背景:

近期我们对民生银行进行调研, 并对近期政策以及公司发展战略做进一步沟通了解, 本报告对此次调研情况做梳理总结。

■ 主要观点:

地方融资平台贷款风险可控

公司的平台贷款约为 1700 亿, 其中, 有约 1300 亿贷款可转入普通类贷款进行监管。故严格意义上的平台贷为 400 亿, 全覆盖和基本覆盖占 88.5%, 半覆盖及无覆盖贷款占比较少。90% 的贷款为省市级以上。

未来息差判断较为乐观

息差乐观, 虽然成本上升, 但贷款利率上升较快, 目前新增“商贷通”贷款上浮幅度为 50% 以上, 预计未来息差将稳定上升。

业务发展的重点仍将集中于商贷通业务

目前公司商贷通业务余额超过 2000 亿。预计今年新增贷款 1500 亿, 贷款增速在 15% 左右, 商贷通新增贷款占全部信贷贷款的 50% 左右。

小微企业市场巨大, 公司优中选优, 不良率可以得到控制

小微企业市场巨大, 目前的信贷支持可能仅有需求的 1%, 公司可以在这些小企业中优中选优, 目前商贷通的新增不良率为 0.11%。公司通过行业互保、担保、抵押等多种方式进行风险控制。

未来成本收入比的目标: 达到行业平均水平

公司主动调控目标, 但如降幅太大会影响公司的竞争力。未来成本收入比的目标是在行业中达到平均水平。

投资建议

公司商贷通业务发展已初具规模, 我们仍看好公司未来这个业务的发展。目前公司股价对应 11 年、12 年市净率 1.28 倍、1.11 倍。公司目前估值在股份制银行中偏低, 维持其“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	42,060	54,768	66,669	79,304
年增长率 (%)	20.11	30.21	21.73	18.95
归属于母公司的净利润	12,104	17,581	22,548	26,944
年增长率 (%)	53.51	45.25	28.25	19.50
每股收益 (元)	0.453	0.658	0.844	1.009
PBR (X)	1.74	1.48	1.28	1.11

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、关于资产质量

1、地方融资平台贷款风险可控

公司的平台贷款主要还是一对一的项目贷款。余额的逐渐下降主要是由于公司采取措施，按照规定进行处理，一部分重组，一部分转让。平台贷的余额从 1900 亿下降到 1700 亿，其中，有约 1300 亿贷款是符合商业贷款条件，可转入普通类贷款进行监管。仍按平台管理贷款 400 亿元左右，全覆盖和基本覆盖占 88.5%，半覆盖及无覆盖贷款占比较少，但是这部分覆盖不足的贷款是有抵押和担保的。不良贷款为零。

公司认为大多数平台贷款更多由国开行和地方商业银行发放。从层级上来看，存在风险贷款更多为县级及以下，而公司 90% 绝大部分是省市级以上。从期限来看，中长期贷款为主，以 2-3 年的贷款居多。

2、不良贷款的趋势

二季度不良贷款持续双降，新增不良率较低。其中，商贷通业务新增不良仅为 0.11%。

3、小微企业目前是优中选优，风险可控

从集中和分散原则来看，大企业的集中度更高，小企业非常分散，不会出现地雷。小微企业贷款的行业主要集中在大消费类，而并不是单一行业。小微企业的市场非常大，目前贷款满足了仅约 1% 的市场。银行可以精选企业。在市场发展的初期，风险是可以控的。

新增“商贷通¹”贷款目前利率上浮幅度为基准利率的 50%，采取多样的担保方式进行担保，如行业互保、抵押品，还有地方半官方的基金和担保公司进行。公司贷款注重第一还款人，现金必须专款专用。小企业主可以通过贷款来增加流动性，增加需求，并可以降低进货成本。贷款额度平均为 100 万的资金。

与其他银行相比，公司率先进入市场，已经积累了一定的经验和客户群；另一方面，公司的主要资源都集中在商贷通，而其他银行很难有这样的投入。

4、房地产下跌幅度超 30%，不良率将明显上升

公司目前开发贷款余额约为 1000 亿，新增开发贷款不多，但有一定的维持。如果房地产价格下跌 30% 以上，不良率将有明显提升。

¹ “商贷通”产品是专门向个体工商户、小型企业主以及微型企业提供专用于生产或投资等经营活动的人民币授信业务及结算、存取款、理财、消费信贷和咨询等一揽子金融服务。

二、对息差持乐观态度

公司对息差较为乐观。虽然资金成本有所上升，但贷款利率上升较快，主要目前新增“商贷通”贷款上浮幅度为 50% 以上。预计未来息差将稳定上升。

公司小微企业贷款期限较短，大都为 1 年以下的流动资金贷款。重新定价非常快，大部分每 1 个月就重新定价一次，因此公司资产定价结构也将受益于加息周期。

三、关于信贷规划和业务发展重点

1、信贷投放规划

2011 年贷款实现 15% 的增长，约 1500 亿。下半年贷款投放仍要取决于央行的货币政策。在新增贷款中，约 50% 投向商贷通业务。小企业贷款目前余额 900 亿左右，约占比 6%-7%。目前中型企业投入较少，主要是由于中型企业市场竞争比较激烈。

2、同经济区域支行可视为同城支行

目前监管机构并没有停止分支行的审批。对于新设分支行的政策目前对于监管标准达不到或有问题的银行采取先停止开办的策略。对资本充足率达 8%，每年可以新设“2+1”家分行（即 2 家分行，1 家西北或东北分行）；如资本充足率达到 9%，可新设“3+1”家分行（即 3 家分行，1 家西北或东北分行），且设立分行家数如在上一年额度没有完成，次年可以继续使用。对于支行，目前规定在同经济区域内设立支行，可视为同城支行。如广州设分行，东莞支行则可视为同广州地区的支行，这有助于公司业务的发展，今年公司的计划是新设 100 家分支机构。

四、关于成本收入比

公司对成本收入比采取主动调控目标的方式，但总体的下降幅度不能太大。成本中员工费用占大头，如降幅太大会影响公司的竞争力。目前，公司有 100 家分支行在建，此外 IT 投入等都需要消耗成本。“商贷通”业务成本并不会出现大量上升，公司已经有自己的平台，系统以及批量化的体系。未来成本收入比的目标是在行业中达到平均水平。

五、投资建议

公司目前股价对应 2011 年、2012 年的市净率估值为 1.28 倍、1.11 倍，市盈率估值为 6.81 倍、5.70 倍。市净率、市盈率估值均处在市场低端。

公司以“商贷通”业务作为突破口，加强了公司小企业以及零售贷款的规模，并增强了公司的盈利能力。我们认为，公司以小企业、零售贷款为主的发展方向符合未来银行业转型需求。这部分市场规模较大，目前来看，银行可以优选客户，风险可控。我们看好公司未来以“商贷通”“小企业”和“零售企业”为主的经营政策，维持公司“跑赢大市”评级。

附表 1：民生银行损益简表及预测（单位：百万元人民币）

项 目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	42,060	54,768	66,621	79,247
利息净收入	32,240	45,873	56,302	66,936
利息收入	53,441	70,776	86,867	103,273
减：利息支出	21,201	24,903	30,565	36,337
手续费及佣金净收入	4,664	8,289	9,532	11,439
手续费及佣金收入	5,006	8,753	10,066	12,079
减：手续费及佣金支出	342	464	534	640
投资净收益	4,995	-56	30	31
公允价值变动净收益	44	-4	-5	-5
汇兑净收益	94	569	228	205
其他业务净收益	23	97	0	1
营业支出	26,455	31,757	37,338	44,227
营业税金及附加	2,802	3,827	4,655	5,537
管理费用	17,737	21,625	25,982	30,906
资产减值损失	5,307	5,504	5,739	6,630
其他业务成本	725	801	961	1,153
营业利润	15,605	23,011	29,283	35,019
加：营业外收入	197	134	0	0
减：营业外支出	146	169	0	0
利润总额	15,656	22,976	29,283	35,019
减：所得税	3,548	5,288	6,735	8,054
净利润	12,104	17,581	22,548	26,965
总股本（百万股）	26,715	26,715	26,715	26,716
EPS(元)	0.453	0.658	0.844	1.009
BVPS(元)*	3.295	3.897	4.488	5.194

资料来源：公司报告，上海证券研究所 *未考虑 H 股增发和可转债因素影响

附表 2 银行股相对估值比较

股票名称	股票		7/7 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
	代码	货币		09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
深发展 A	000001	RMB	17.29	1.80	2.54	3.13	9.59	6.81	5.52	9.62	12.16	14.66	1.80	1.42	1.18
浦发银行	600000	RMB	9.93	1.03	1.35	1.61	9.66	7.38	6.17	6.59	7.81	9.25	1.51	1.27	1.07
华夏银行	600015	RMB	10.99	0.87	1.10	1.34	12.57	10.03	8.21	5.18	7.99	9.06	2.12	1.38	1.21
民生银行	600016	RMB	5.75	0.66	0.84	1.01	8.74	6.81	5.70	3.90	4.49	5.19	1.48	1.28	1.11
招商银行	600036	RMB	13.23	1.19	1.60	1.90	11.08	8.28	6.96	6.21	6.76	8.28	2.13	1.96	1.60
兴业银行	601166	RMB	13.83	1.72	2.06	2.41	8.05	6.71	5.74	8.53	10.18	12.11	1.62	1.36	1.14
农业银行	601288	RMB	2.67	0.29	0.39	0.46	9.14	6.83	5.77	1.67	1.90	2.18	1.60	1.40	1.22
交通银行	601328	RMB	5.54	0.69	0.89	1.04	7.98	6.26	5.32	3.96	4.58	5.31	1.40	1.21	1.04
工商银行	601398	RMB	4.31	0.47	0.58	0.69	9.11	7.39	6.24	2.35	2.79	3.31	1.83	1.55	1.30
光大银行	601818	RMB	3.34	0.32	0.44	0.54	10.56	7.62	6.19	2.01	2.32	2.70	1.66	1.44	1.24
建设银行	601939	RMB	4.83	0.54	0.70	0.82	8.96	6.91	5.86	2.79	3.28	3.85	1.73	1.47	1.25
中国银行	601988	RMB	3.11	0.37	0.46	0.54	8.31	6.72	5.75	2.31	2.65	3.06	1.35	1.17	1.02
中信银行	601998	RMB	4.48	0.49	0.69	0.83	9.23	6.54	5.42	2.71	3.74	4.40	1.65	1.20	1.02
宁波银行	002142	RMB	11.08	0.81	0.94	1.15	13.76	11.82	9.64	5.51	6.26	7.18	2.01	1.77	1.54
南京银行	601009	RMB	9.05	0.78	1.03	1.31	11.63	8.79	6.91	6.34	7.17	8.22	1.43	1.26	1.10
北京银行	601169	RMB	10.07	1.09	1.53	1.85	9.22	6.59	5.45	6.83	8.05	9.53	1.47	1.25	1.06
大银行平均							8.70	6.82	5.79				1.58	1.36	1.17
中型银行平均							9.93	7.52	6.24				1.75	1.41	1.20
城商行平均							11.54	9.07	7.33				1.64	1.43	1.23
平均							9.85	7.59	6.30				1.67	1.40	1.19

资料来源：公司报告，上海证券研究所 不考虑尚未完成的增发、配股、H 股等影响

附表3 民生银行主要指标假设

主要经营指标	2007	2008	2009	2010	主要假设	2009	2010A	2011E	2012E
核心资本充足率	7.40%	6.60%	8.92%	8.07%	生息资产	1,231,704	1,558,093	2,042,855	2,390,140
资本充足率	10.73%	9.22%	10.83%	10.44%	增长率(%)	27.68%	26.50%	16.40%	17.00%
不良贷款率	1.22%	1.20%	0.84%	69.00%	生息负债	1,165,740	1,448,255	1,688,665	1,975,738
存贷比	74.44%	75.00%	76.77%	72.74%	增长率(%)	27.66%	24.23%	16.60%	17.00%
拨备覆盖率	113.14%	150.04%	206.04%	270.45%	存款总额	1,127,938	1,416,939	1,654,985	1,944,607
成本收入比	46.26%	42.55%	42.17%	39.48%	增长率(%)	43.54%	25.62%	16.80%	17.50%
杠杆比例	23.32	18.97	13.73	16.92	贷款余额	882,979	1,057,571	1,219,379	1,432,771
收入结构	2007	2008	2009	2010	平均贷款余额	770,670	970,275	1,138,475	1,326,075
利息净收入	89.24%	86.76%	76.65%	83.76%	增长率(%)	34.12%	19.77%	15.30%	17.50%
手续费净收入	9.45%	12.74%	11.09%	15.13%	贷款拨备总额	15,241	19,848	24,621	30,044
投资净收益	-0.57%	0.06%	11.88%	-0.10%	贷款净额	867,738	1,037,723	1,194,758	1,402,727
公允价值变动	0.17%	0.59%	0.10%	-0.01%	净息差(NIM)	2.59%	2.94%	3.10%	3.15%
汇兑损失	1.54%	-0.16%	0.22%	1.04%	手续费净增速	4.55%	77.72%	15.00%	20.00%
其他	-0.17%	0.02%	0.05%	0.18%	成本收入比	42.17%	39.48%	39.00%	39.00%
总计	99.67%	100.00%	100.00%	100.00%	不良贷款率	0.84%	0.69%	0.69%	0.69%
					不良贷款余额	7,397	6,733	7,855	9,150
平均资产指标	2007	2008	2009	2010	信贷成本	0.63%	0.66%	0.50%	0.50%
净利息收入/平均资产	2.79%	3.08%	2.60%	2.82%	当期计提准备	4,866	6,399	5,739	6,630
利息收入/平均资产	4.95%	5.70%	4.31%	4.36%	有效税率	22.66%	23.02%	23.00%	23.00%
利息费用/平均资产	2.16%	2.63%	1.71%	1.53%	拨备覆盖率	206.04%	294.78%	313.43%	328.35%
净手续费收入/平均资产	0.30%	0.45%	0.38%	0.51%	其他	2007	2008	2009	2010
手续费收入/平均资产	0.33%	0.48%	0.40%	0.54%	个人贷款	99,459	108,571	163,880	279,162
手续费支出/平均资产	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	增长率	45.04%	9.16%	50.94%	70.35%
投资净收益/平均资产	-0.02%	0.00%	0.40%	0.00%	个贷占比	17.92%	16.49%	18.56%	26.40%
公允价值变动/平均资产	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	活期存款	294,191	329,196	548,316	651,092
汇兑收益/平均资产	0.05%	-0.01%	0.01%	0.04%	活期存款占比	43.83%	41.89%	48.61%	45.95%
管理费用/平均资产	1.44%	1.51%	1.43%	1.33%	个人存款	108,575	136,268	194,104	231,215
拨备前利润/平均资产	1.42%	1.72%	1.69%	1.75%	增长率	13.79%	25.51%	35.40%	19.12%
税前利润/平均资产	1.14%	1.06%	1.26%	1.41%	零售存款占比	16.18%	17.34%	17.21%	16.32%
ROAA	0.78%	0.80%	0.98%	1.08%	员工人数	17,766	19,853	26,039	30,931
ROAE	18.23%	15.15%	13.40%	18.30%	营业网点	327	374	434	509

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。