

量价齐升

增持维持

目标价格：7.1元

投资要点：

- 📖 量价齐升
- 📖 手续费大增
- 📖 商贷通突破两千亿

事件：民生银行2011年上半年实现营业收入388.56亿元，比上年同期增加127.70亿元，增幅48.95%，实现归属于母公司股东的净利润139.18亿元，比上年同期增加50.52亿元，增幅56.98%；年化平均总资产收益率1.41%，较上年同期增加0.24个百分点；基本每股收益0.52元，比上年同期增加0.19元，增幅57.58%。

点评：

- **净利润驱动因素分解。**半年报看，净利润同比增长57%主要是由于规模增长、手续费收入增长、成本收入比下降推动的，三者合计贡献61.9个百分点。手续费及佣金净收入79.19亿元，占营业收入比率为20.38%，较上年同期提高3.09个百分点，手续费中，托管费大增152%，信用承诺费增长117%。半年度年化NIM3.10%，同比提高22个BP。二季度环比看，手续费增长和净息差提高是利润增长的主要贡献因素，前者贡献14.78个百分点，后者贡献11.65个百分点。单季度年化净息差达到3.23%，环比提高32个BP。
- **“商贷通”增长达到30.61%。**截至2011年6月30日，“商贷通”贷款余额达到2,076.49亿元，增幅30.61%，“商贷通”客户总数达到12万余户；有余额民企贷款客户达到9,605户。
- **投资建议。**我们预计民生银行2011-2012年归属于母公司股东的净利润增长33.6%和25.1%，达到235亿元和294亿元，每股收益分别为0.88元和1.10元，每股净资产为4.71元和5.65元，目前股价对应2011年PE和PB分别为6.45X和1.20X，维持增持评级，目标价7.10元。

(百万元,元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41451	53967	66790	82850	100922
净利润	12108	17688	23628	29552	36294
摊薄EPS	0.54	0.66	0.88	1.10	1.35
BVPS	3.95	3.90	4.71	5.65	6.81
PE(X)	10.43	8.62	6.45	5.16	4.20
PB(X)	1.43	1.45	1.20	1.00	0.83

银行行业研究组

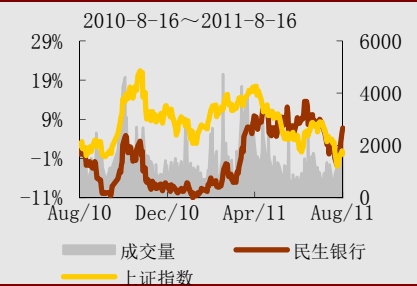
分析师：

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)	1514.7
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：杭州分行商贷通调研*600016*银行*张继袖》，2011.5
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《宏源证券*公司研究*民生银行：商贷通业务快速增长*600016*银行*张继袖》，2010.10

点评:

第一，净利润驱动因素分解。

- 半年报看，净利润同比增长 57% 主要是由于规模增长、手续费收入增长、成本收入比下降推动的，三者合计贡献 61.9 个百分点。拨备支出同比增长 92% 使净利润增长减少 17.86 个百分点。
- 手续费及佣金净收入 79.19 亿元，占营业收入比率为 20.38%，较上年同期提高 3.09 个百分点，手续费中，托管费大增 152%，信用承诺费增长 117%；成本收入比 33.01%，比上年同期下降 4.45 个百分点。半年度年化 NIM 3.10%，同比提高 22 个 BP。
- 二季度环比看，手续费增长和净息差提高是利润增长的主要贡献因素，前者贡献 14.78 个百分点，后者贡献 11.65 个百分点。单季度年化净息差达到 3.23%，环比提高 32 个 BP。

表 1：净利润同比增长分解

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

资料来源：公司数据，宏源证券

表 2：净利润环比增长分解

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

资料来源：公司数据，宏源证券

第二，资产负债业务稳步开展。

- 截止 6 月 30 日，公司资产总额 21,610.05 亿元，比上年末增加 3,372.68 亿元，增幅 18.49%；其中贷款和垫款总额 11,422.74 亿元，比上年末增加 847.03 亿元，增幅 8.01%。负债总额

20,441.96 亿元，比上年末增加 3,257.16 亿元，增幅 18.95%；其中，客户存款总额 15,365.86 亿元，比上年末增加 1,196.47 亿元，增幅 8.44%。

表 3：存款结构

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
活期存款	41.97	43.83	41.89	39.63	48.61	47.76	41.97	43.83
· 企业客户	36.72	39.33	37.62	35.87	44.10	42.80	36.72	39.33
· 零售客户	5.25	4.50	4.28	3.77	4.51	4.97	5.25	4.50
定期存款	57.90	56.02	57.90	60.19	51.28	52.03	57.90	56.02
· 企业客户	46.92	44.49	44.83	47.35	38.58	40.59	46.92	44.49
· 零售客户	10.98	11.52	13.07	12.84	12.70	11.45	10.98	11.52
其他存款	0.13	0.16	0.21	0.18	0.11	0.20	0.13	0.16
吸收存款	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司数据，宏源证券

表 4：贷款结构

	2006	2007	2008	2009H	2009	2010h	2010	2011
贷款总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100	100	100	100
其中：公司贷款（不包括贴现）	73.19	75.83	73.80	73.38	77.45	76.42	78.05	70.51
贴现	12.28	6.25	9.71	12.83	3.99	1.58	1.23	0.68
个人贷款	14.53	17.92	16.49	13.79	18.56	22.00	21.95	28.82
其中：住房按揭	13.84	16.14	13.28	10.28	11.28	11.11	10.03	7.74
贷款损失准备	1.36	1.38	1.81	1.47	1.73	1.80	2.04	2.10
单项拨备	0.00	45.60	33.57	33.22	28.73	23.53	18.05	12.84
组合拨备	0.00	54.41	66.43	66.78	71.27	76.47	81.95	87.16
拨贷比	1.38%	1.40%	1.84%	1.49%	1.76%	1.84%	2.09%	2.14%

资料来源：公司数据，宏源证券

第三，“商贷通”增长达到 30.61%。

➢ 截至 2011 年 6 月 30 日，“商贷通”贷款余额已突破两千亿元，达到 2,076.49 亿元，比上年末增加 486.63 亿元，增幅 30.61%，“商贷通”客户总数达到 12 万余户；有余额民企贷款客户达到 9,605 户；私人银行客户数量达到 3,100 户。

表 5：商贷通业务稳健增长

	2008	2009	2010H	2010	2011H
商贷通贷款余额-亿元	66.37	448.09	872.68	1589.86	2076.49
占贷款比例	1.01%	5.07%	9.14%	16.36%	18.18%
比前期增长		575.14%	94.76%	82.18%	30.61%
不良率		0.00%	0.08%	0.09%	0.13%
客户数-万户		3.2	超过 7	11.0	12
贵宾客户占比			20.0%	20.0%	30%

资料来源：公司数据，宏源证券

第四，不良下降，拨备提高，拨贷比 2.10%。资本消耗较快。

- 报告期末，本集团不良贷款比率（五级分类法）为 0.63%，较上年末降低 0.06 个百分点，不良贷款率进一步下降；拨备覆盖率 334.30%，较上年末提高 63.85 个百分点；贷款拨备率比上年末提高 0.22 个百分点，达到 2.10%。
- 报告期末，公司核心资本充足率为 7.75%，比年初下降 0.32 个百分点。

表 6：不良生成率

	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
不良余额变化	880	616.659	1,148	-120	-524	115	-58	-166
核销	792	465	1,340	911	1345	172	773	82
新增不良（除核销）/贷款平均余额	0.17%	0.11%	0.19%	-0.02%	-0.07%	0.01%	-0.01%	-0.02%
新增不良（含核销）/贷款平均余额	0.33%	0.19%	0.41%	0.10%	0.11%	0.03%	0.07%	-0.01%
新增不良（除核销）/上年新增贷款	1.06%	1.08%	1.11%	-0.05%	-0.23%	0.16%	-0.03%	-0.20%
新增不良（含核销）/上年新增贷款	2.02%	1.89%	2.41%	0.32%	0.37%	0.40%	0.41%	-0.10%
拨备覆盖率%	113.14	114.2	150.04	169.93	206.04	229.42	270.45	334.3

资料来源：公司数据，宏源证券

表 7：五级分类

	2006	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H	2010	2011H
正常	96.13%	97.40%	96.92%	96.31%	97.45%	97.70%	97.93%	98.35%	98.54%
关注	2.62%	1.38%	1.88%	2.49%	1.69%	1.46%	1.29%	0.96%	0.83%
次级	0.49%	0.41%	0.50%	0.53%	0.31%	0.28%	0.34%	0.35%	0.32%
可疑	0.47%	0.49%	0.49%	0.48%	0.27%	0.32%	0.23%	0.19%	0.16%
损失	0.29%	0.31%	0.22%	0.19%	0.28%	0.24%	0.22%	0.16%	0.15%
不良贷款	1.25%	1.22%	1.21%	1.20%	0.86%	0.84%	0.79%	0.69%	0.63%
贷款合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司数据，宏源证券

第五，投资建议

- 我们预计民生银行 2011-2012 年归属于母公司股东的净利润增长 33.6% 和 25.1%，达到 235 亿元和 294 亿元，每股收益分别为 0.88 元和 1.10 元，每股净资产为 4.71 元和 5.65 元，目前股价对应 2011 年 PE 和 PB 分别为 6.45X 和 1.20X，维持增持评级，目标价 7.10 元。

表 8: 盈利预测表 (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	327655	396786	478992	净利息收入	45873	55781	69196	85174
存放同业和其它	125462	154059	186563	225215	手续费及佣金净收入	8289	11187	13863	15995
拆出资金	36453	44762	54206	65436	其他净收入	-195	-178	-209	-247
证券投资	180818	270129	411858	621606	营业收入合计	53967	66790	82850	100922
买入返售金融资产	112932	138673	167931	202723	营业税金及附加	3827	4736	5875	7157
衍生金融资产	476	576	697	846	业务及管理费	21625	26763	33199	40440
发放贷款及垫款	1037723	1194593	1359800	1535194	资产减值损失	5504	4562	5352	6143
固定资产	8119	6260	5860	5536	营业支出合计	30956	36062	44426	53739
递延所得税资产	4455	5391	6523	7920	营业利润	23011	30728	38424	47182
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	79786	98502	拨备前利润	28515	35290	43776	53325
资产合计	1823737	2206722	2670133	3242076	利润总额	22976	30692	38387	47144
同业和其它金融机构存放	190296	198897	207278	239178	减: 所得税	5288	7064	8835	10850
拆入资金	10975	11471	17273	19931	净利润	17688	23628	29552	36294
卖出回购金融资产款	23873	36774	31987	41680	归属于母公司的净利润	17581	23486	29373	36074
吸收存款	1416939	1686157	1974490	2278364	少数股东损益	107	143	179	220
应付债券	21496	11785	5785	5785	基本每股收益	0.66	0.88	1.10	1.35
其他负债合计	29357	108999	255315	447860	稀释每股收益	0.66	0.88	1.10	1.35
负债合计	1718480	2079642	2517691	3058416	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
股本	26715	26715	26715	26715	成长性				
资本公积金	37787	38653	38928	39335	营收增长率	30.2%	23.8%	24.0%	21.8%
盈余公积金	5903	8252	11189	14796	EBIT 增长率	41.5%	32.2%	24.4%	22.4%
未分配利润	19881	38346	60318	87302	净利润增长率	45.2%	33.6%	25.1%	22.8%
一般风险准备	13822	13822	13822	13822	盈利性				
少数股东权益	1149	1292	1471	1690	ROA	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
股东权益合计	104108	125788	150971	181970	ROE	16.7%	18.5%	19.3%	19.6%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT 率	43.7%	46.6%	46.8%	47.0%
净利润	17581	23486	29373	36074	净息差	2.94%	2.96%	3.04%	3.10%
EBIT	23564	31152	38763	47430	成本收入比	40.1%	40.1%	40.1%	40.1%
NOPLAT	18141	23982	29841	36514	估值倍数				
资产准备	5504	4562	5352	6143	PE	8.62	6.45	5.16	4.20
折旧与摊销	635	635	780	700	P/S	2.81	2.27	1.83	1.50
来源	380982	361162	438049	540725	P/B	1.45	1.20	1.00	0.83
运用	397345	382985	463412	571943	股息收益率	0.73%	1.76%	2.95%	3.62%
自由现金流	2413	2794	5259	5996	EV/EBITDA	7.19	5.17	4.01	3.30

资料来源: 公司数据, 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 cuixihong@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。