

银行III

署名人: 张 镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 张中阳

S0960110080064

0755-82026914

zhangzhongyang@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.00元

当前股价: 5.67元

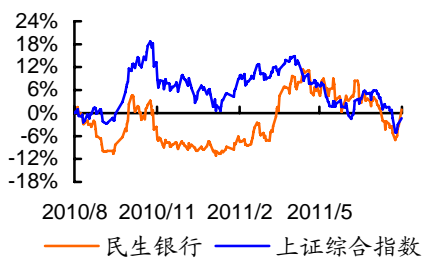
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	26715
流通股本(百万)	26715
流通市值(亿)	1515
EPS (TTM)	0.73
每股净资产(元)	3.94
资产负债率	94.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
民生银行	-2.07	-0.68	12.26
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



相关报告

- 《民生银行-业绩持续高增长 灵活配置资产负债》2011-4-28
- 《民生银行-融资规模增大 方式更易被接受——再融资方案调整点评》2011-2-27
- 《民生银行-厚积薄发 二次腾飞》2011-2-16

民生银行

600016

强烈推荐

扎实的高增长 持续改善的盈利能力

民生银行公布 2011 年中报, 实现净利润 140.56 亿, 同比增长 57.51%, 归属母公司股东净利润 139.18 亿, 同比增长 56.98%, 每股收益 0.52 元, 每股净资产 4.31 元, 超预期。

- **决定业绩增长的正面因素:** 生息资产规模快速增长, 同比增长 32.33%, 贷款同比增长 19.63%; 净息差 2.99%, 同比扩大 20BP, 季度环比扩大 30BP, 共同带动利息收入同比增长 39.59%; 成本收入比从去年同期的 39.64% 下降 5.58% 至 34.06%; 手续费及佣金净收入的同比增长 75.63%。**影响业绩增长的负面因素:** 拨备同比增加 91.65%, 信用成本同比大幅上升 30BP 达 0.79%。
- **贷款与年初比增长 8.01%, 二季度增长加快, 贷款结构不断优化, 高收益的商贷通贷款占比持续提升。**“商贷通”贷款余额达到 2,076.49 亿, 比年初增长 30.61%, 远高于贷款的整体增速 8.01%, 余额占比达到全部贷款的 18.18%, “商贷通”客户总数达到 12 万户。
- **小微金融 2.0 升级版初见成效。1、商贷通带来的议价能力继续体现。**上半年新发放“商贷通”贷款平均利率较上年提高 1.7 个百分点。**2、客户综合贡献度提升, 结算、渠道、财富管理多方面的需求被挖掘, 存款基础和收入结构持续改善。**零售存款比年初增长 20.35%, 明显快于整体水平 8.44%, 余额占比持续提升达到 18.15%, 客户结构的变化带来存款基础的改善, 手续费及佣金净收入同比高速增长 75.63%, 非利息收入占比上升到 23.96%, 收入结构持续改善。
- **净息差达 2.99%, 同比扩大 20BP, 单季度净息差达 3.10%。环比扩大 30BP。**在偏紧的信贷环境下, 以商贷通为代表的贷款收益率仍在提升, 较短的贷款重定价期也能更快体现加息的正面影响, 虽然贷款定价向上的空间已经有限, 存款的重定价也将开始体现, 定期存款的占比也在提升, 未来对净息差产生影响的负面因素将多于正面因素, 但民生凭借商贷通的快速发展, 余额占比不断提升, 贷款结构的优化能带来净息差进一步走高的空间。
- **信贷增长受限的环境下, 在优化贷款结构的同时, 民生加大了同业资金业务的运作规模和力度。**资产和负债中同业的占比明显提升, 同业业务收益相对较低, 看似拉低了净息差, 但客观上可以在少消耗资本的情况下扩大资产规模, 带来更多的收入, 从分部经营业绩看, 资金业务带来的营业收入和税前利润占比也很高, 在 30% 左右。
- **资产质量保持稳定, 商贷通不良率仅为 0.13%, 拨备力度加大凸显增长的高质量。**不良率降至 0.67%, 不良贷款余额 71.73 亿, 环比微增 0.37 亿, 同时加大拨备计提力度, 信用成本达 0.79%, 同比增加 30BP, 拨备比提升至 2.10%, 拨备覆盖率 334.30%。
- **ROAA、ROAE、RORWA 等核心指标持续快速提升, 印证我们民生盈利能力迎来的今年迎来拐点的判断。**ROAA 年化达 1.41%, ROAE 年化达 25.32%, RORWA 年化达 2.03%, 已处于上市银行领先水平。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**凭借事业部和商贷通, 民生已走在国内银行差异化转型前列, 经过阵痛磨合期和战略投入期, 经营的不确定性消除, 厚积薄发, 进入收获期, 盈利能力持续大幅提升得到不断的验证。预测公司 11-13 年每股盈利为 0.84、1.02、1.28 元, 目标价 7 元。
- **风险提示:** 小微贷款资产质量恶化; 超预期监管政策变化; 宏观经济和利率市场化风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	42,060	54,768	69,775	83,616	99,725
同比增长	20.11%	30.21%	27.40%	19.84%	19.27%
净利润	12,108	17,688	23,735	28,999	36,268
同比增长	53.40%	46.09%	34.19%	22.18%	25.07%
ROAA	0.98%	1.09%	1.20%	1.25%	1.32%
ROAE	16.87%	18.22%	19.82%	19.77%	20.74%
每股收益(元)	0.54	0.66	0.84	1.02	1.28
每股净资产(元)	3.95	3.90	4.69	5.57	6.68
PE	10.43	8.62	6.78	5.55	4.43
PB	1.43	1.45	1.21	1.02	0.85

资料来源: 中投证券研究所 注: 此表已考虑再融资方案

表格 1 收入增长和成本控制成效显著，净利润同比分别增长 57.51%，超预期，盈利能力显著增强

利润表 (累计 百万)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
净利息收入	6,826	13,950	22,690	32,240	10,093	21,165	33,021	45,873	13,404	29,545
净手续费及佣金收入	915	2,298	3,552	4,664	2,059	4,509	6,456	8,289	2,951	7,919
其他非息收入	1,007	5,000	5,107	5,156	227	412	564	606	802	1,392
营业收入	8,748	21,248	31,349	42,060	12,379	26,086	40,041	54,768	17,157	38,856
业务及管理费	3,525	7,112	12,025	17,737	4,729	9,773	15,099	21,625	5,379	12,826
拨备前利润	4,633	12,437	16,856	20,963	6,777	13,878	21,423	28,480	10,002	22,744
资产减值损失	1,323	2,851	3,383	5,307	1,165	2,263	4,236	5,504	1,788	4,337
税前利润	3,310	9,586	13,473	15,656	5,612	11,615	17,187	22,976	8,214	18,407
所得税率	24.62%	23.02%	24.20%	22.66%	23.68%	23.17%	23.77%	23.02%	23.74%	23.64%
净利润	2,495	7,379	10,213	12,108	4,283	8,924	13,102	17,688	6,264	14,056
归属母公司净利润	2,499	7,374	10,201	12,104	4,269	8,866	13,007	17,581	6,210	13,918
EPS (元)	0.13	0.39	0.54	0.54	0.19	0.40	0.49	0.66	0.23	0.52
成本收入比	40.29%	35.60%	39.99%	43.62%	38.31%	39.64%	39.41%	40.95%	34.18%	34.06%
ROAA (累计年化)	0.90%	1.20%	1.11%	0.98%	1.18%	1.17%	1.09%	1.09%	1.30%	1.41%
ROAE (累计年化)	17.78%	26.18%	23.67%	16.87%	18.78%	19.21%	18.38%	18.22%	23.11%	25.32%
RORWA (累计年化)	n.a.	1.70%	n.a.	1.37%	n.a.	1.68%	n.a.	1.56%	n.a.	2.03%

利润表 (YoY %)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
净利息收入	3.45%	-5.08%	-0.51%	6.12%	47.86%	51.72%	45.53%	42.29%	32.80%	39.59%
净手续费及佣金收入	-31.96%	-25.20%	-17.05%	4.55%	125.03%	96.21%	81.76%	77.72%	43.32%	75.63%
其他非息收入	-460.76%	-5224.00%	3549.94%	2829.55%	-77.46%	-91.76%	-88.96%	-88.25%	253.30%	237.86%
营业收入	14.15%	20.25%	15.14%	20.11%	41.51%	22.77%	27.73%	30.21%	38.60%	48.95%
业务及管理费	9.31%	10.19%	19.15%	19.03%	34.16%	37.42%	25.56%	21.92%	13.74%	31.24%
拨备前利润	23.27%	27.29%	13.29%	23.27%	46.28%	11.59%	27.09%	35.86%	47.59%	63.89%
资产减值损失	162.57%	76.56%	11.71%	-18.58%	-11.94%	-20.62%	25.21%	3.71%	53.48%	91.65%
税前利润	1.70%	17.53%	13.70%	49.28%	69.55%	21.17%	27.57%	46.76%	46.36%	58.48%
所得税率	0.12%	-2.85%	-2.61%	-2.08%	-0.94%	0.15%	-0.43%	0.35%	0.06%	0.47%
净利润	1.54%	22.06%	17.75%	53.40%	71.66%	20.94%	28.29%	46.09%	46.25%	57.51%
归属母公司净利润	1.63%	22.08%	18.11%	53.51%	70.83%	20.23%	27.51%	45.25%	45.47%	56.98%
EPS (元)	1.63%	22.08%	18.11%	29.79%	44.44%	1.66%	-10.16%	21.04%	21.22%	30.82%
成本收入比	-1.81%	-1.13%	2.88%	0.29%	-1.98%	4.03%	-0.59%	-2.67%	-4.14%	-5.58%
ROAA (累计年化)	-0.12%	-0.02%	-0.06%	0.18%	0.28%	-0.03%	-0.01%	0.11%	0.12%	0.24%
ROAE (累计年化)	-1.97%	3.24%	2.22%	1.81%	1.00%	-6.97%	-5.29%	1.35%	4.33%	6.11%
RORWA (累计年化)	n.a.	-0.18%	n.a.	0.20%	n.a.	-0.03%	n.a.	0.18%	n.a.	0.35%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 2 营业收入环比快速增长，拨备计提力度加大

利润表 (单季 百万)	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
净利息收入	6,826	7,124	8,740	9,550	10,093	11,072	11,856	12,852	13,404	16,141
净手续费及佣金收入	915	1,383	1,254	1,112	2,059	2,450	1,947	1,833	2,951	4,968
其他非息收入	1,007	3,993	107	49	227	185	152	42	802	590
营业收入	8,748	12,500	10,101	10,711	12,379	13,707	13,955	14,727	17,157	21,699
业务及管理费	3,525	4,040	4,973	5,808	4,743	5,597	5,439	6,647	5,864	7,371
拨备前利润	4,633	7,804	4,419	4,107	6,777	7,101	7,545	7,057	10,002	12,742
资产减值损失	1,323	1,528	532	1,924	1,165	1,098	1,973	1,268	1,788	2,549
税前利润	3,310	6,276	3,887	2,183	5,612	6,003	5,572	5,789	8,214	10,193
所得税率	24.62%	22.18%	27.09%	13.19%	23.68%	22.69%	25.02%	20.78%	23.74%	23.56%
净利润	2,495	4,884	2,834	1,895	4,283	4,641	4,178	4,586	6,264	7,792
归属母公司净利润	2,499	4,875	2,827	1,903	4,269	4,597	4,141	4,574	6,210	7,708
EPS (元)	0.13	0.26	0.15	0.09	0.19	0.21	0.16	0.17	0.23	0.29
成本收入比	40.29%	32.32%	49.23%	54.22%	38.31%	40.83%	38.98%	45.13%	34.18%	33.97%
ROAA (单季年化)	0.90%	1.52%	0.81%	0.54%	1.18%	1.19%	0.98%	1.02%	1.30%	1.48%
ROAB (单季年化)	17.78%	33.79%	19.14%	10.15%	18.78%	19.50%	16.87%	17.77%	23.11%	27.29%
RORWA (半年年化)	n.a.	1.70%	n.a.	0.97%	n.a.	1.68%	n.a.	1.45%	n.a.	2.03%

利润表 (QoQ %)	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
净利息收入	-9.88%	4.37%	22.68%	9.27%	5.69%	9.70%	7.08%	8.40%	4.30%	20.42%
净手续费及佣金收入	411.14%	51.15%	-9.33%	-11.32%	85.16%	18.99%	-20.53%	-5.86%	60.99%	68.35%
其他非息收入	2691.02%	296.52%	-97.32%	-54.21%	363.27%	-18.50%	-17.84%	-72.37%	1809.52%	-26.43%
营业收入	12.31%	42.89%	-19.19%	6.04%	15.57%	10.73%	1.81%	5.53%	16.50%	26.47%
业务及管理费	-30.41%	14.61%	23.09%	16.79%	-18.34%	18.01%	-2.82%	22.21%	-11.78%	25.70%
拨备前利润	117.76%	68.44%	-43.38%	-7.06%	65.01%	4.78%	6.25%	-6.47%	41.73%	27.39%
资产减值损失	-62.09%	15.50%	-65.18%	261.65%	-39.45%	-5.75%	79.69%	-35.73%	41.01%	42.56%
税前利润	-343.02%	89.61%	-38.07%	-43.84%	157.08%	6.97%	-7.18%	3.89%	41.89%	24.09%
所得税率	-18.07%	-2.44%	4.91%	-13.90%	10.49%	-0.99%	2.33%	-4.24%	2.96%	-0.18%
净利润	-419.67%	95.75%	-41.97%	-33.13%	126.02%	8.36%	-9.98%	9.77%	36.59%	24.39%
归属母公司净利润	-432.28%	95.08%	-42.01%	-32.68%	124.33%	7.68%	-9.92%	10.46%	35.77%	24.12%
EPS (元)	-432.28%	95.08%	-42.01%	-43.08%	124.33%	7.68%	-24.93%	10.46%	35.77%	24.12%
成本收入比	-24.73%	-7.97%	16.91%	4.99%	-15.91%	2.52%	-1.86%	6.16%	-10.96%	-0.21%
ROAA (单季年化)	1.20%	0.62%	-0.71%	-0.27%	0.64%	0.01%	-0.21%	0.04%	0.27%	0.19%
ROAB (单季年化)	23.34%	16.01%	-14.65%	-8.98%	8.63%	0.71%	-2.62%	0.90%	5.34%	4.18%
RORWA (半年年化)	n.a.	1.20%	n.a.	-0.74%	n.a.	0.71%	n.a.	-0.23%	n.a.	0.58%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 3 贷款、存款比年初分别增长 8.01%和 8.44%，二季度贷款环比增长加快，同业资产和负债大幅增加

资产负债表 (百万)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H	
贷款	741,589	903,934	893,543	882,979	936,486	954,846	992,449	1,057,571	1,088,109	1,142,274	
存放中央银行款项	109,276	137,293	167,970	226,054	226,053	237,565	237,345	266,835	262,264	282,795	
存放及拆放同业	59,425	37,541	73,429	82,564	101,345	163,278	182,351	161,915	262,019	191,309	
买入返售	96,832	158,482	91,038	52,299	26,144	37,872	112,497	112,932	195,631	267,039	
投资	141,799	157,188	153,932	156,366	110,571	199,211	195,233	180,818	177,568	219,615	
长期应收款	5,971	9,890	13,930	16,874	71,054	25,645	28,344	29,288	32,507	38,627	
生息资产总额	1,154,892	1,404,32	1,393,84	1,417,13	1,471,653	1,618,417	1,748,219	1,809,359	2,018,098	2,141,659	
总资产	1,161,551	1,410,01	1,402,93	1,426,39	1,484,917	1,630,776	1,764,395	1,823,737	2,042,700	2,161,005	
存款	924,355	1,075,30	1,099,48	1,127,93	1,123,603	1,319,560	1,373,025	1,416,939	1,486,335	1,536,586	
同业存放及拆入	111,410	166,976	178,268	145,970	189,135	132,897	191,984	201,271	341,509	328,740	
卖出回购	4,848	54,114	4,461	6,347	11,977	12,249	20,388	23,873	33,983	68,571	
应付债券	39,349	28,877	29,171	23,060	23,008	22,666	22,910	21,496	31,446	31,026	
向其他金融机构借款	4,315	8,789	12,246	14,262	20,119	21,361	24,070	25,544	401	34,855	
付息负债总额	1,084,277	1,334,06	1,323,62	1,317,57	1,367,842	1,508,733	1,632,377	1,689,123	1,893,674	1,999,778	
总负债	1,103,978	1,351,96	1,342,52	1,337,49	1,391,362	1,533,882	1,663,171	1,718,480	1,931,092	2,044,196	
存贷比	80.23%	84.06%	81.27%	78.28%	83.35%	72.36%	72.28%	74.64%	73.21%	74.34%	
YoY (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H	
贷款	27.24%	47.69%	41.51%	34.12%	26.28%	5.63%	11.07%	19.77%	16.19%	19.63%	
存放中央银行款项	-10.65%	-6.39%	13.94%	22.34%	106.86%	73.04%	41.30%	18.04%	16.02%	19.04%	
存放及拆放同业	180.75%	53.13%	98.53%	159.28%	70.54%	334.93%	148.34%	96.11%	158.54%	17.17%	
买入返售	-17.16%	54.15%	-7.43%	48.10%	-73.00%	-76.10%	23.57%	115.94%	648.28%	605.11%	
投资	-5.32%	-5.77%	13.40%	16.99%	-22.02%	26.73%	26.83%	15.64%	60.59%	10.24%	
长期应收款	n.a.	294.80%	175.36%	221.23%	1089.98	159.30%	103.47%	73.57%	-54.25%	50.62%	
生息资产总额	16.31%	33.07%	32.12%	35.07%	27.43%	15.24%	25.42%	27.68%	37.13%	32.33%	
总资产	15.75%	32.74%	31.85%	35.29%	27.84%	15.66%	25.76%	27.86%	37.56%	32.51%	
存款	30.84%	41.41%	39.31%	43.54%	21.56%	22.71%	24.88%	25.62%	32.28%	16.45%	
同业存放及拆入	-29.46%	25.96%	59.64%	-4.12%	69.76%	-20.41%	7.69%	37.89%	80.56%	147.36%	
卖出回购	-86.70%	-12.50%	-91.14%	-20.78%	147.05%	-77.36%	357.03%	276.13%	183.74%	459.81%	
应付债券	14.87%	-14.71%	-14.77%	-32.17%	-41.53%	-21.51%	-21.46%	-6.78%	36.67%	36.88%	
向其他金融机构借款	881.51%	1940.92	348.27%	376.83%	366.26%	143.04%	96.55%	79.11%	-98.01%	63.17%	
付息负债总额	15.90%	34.88%	33.94%	34.03%	26.15%	13.09%	23.33%	28.20%	38.44%	32.55%	
总负债	15.69%	34.26%	33.40%	33.79%	26.03%	13.46%	23.88%	28.48%	38.79%	33.27%	
存贷比	-2.27%	3.57%	1.26%	-5.50%	3.12%	-11.70%	-8.99%	-3.64%	-10.14%	1.98%	
		比年初增长 (%)					QoQ (%)				
	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H	
贷款	8.14%	12.40%	19.77%	2.89%	8.01%	1.96%	3.94%	6.56%	2.89%	4.98%	
存放中央银行款项	5.09%	4.99%	18.04%	-1.71%	5.98%	5.09%	-0.09%	12.42%	-1.71%	7.83%	
存放及拆放同业	97.76%	120.86%	96.11%	61.83%	18.15%	61.11%	11.68%	-11.21%	61.83%	-26.99%	
买入返售	-27.59%	115.10%	115.94%	73.23%	136.46%	44.86%	197.05%	0.39%	73.23%	36.50%	
投资	27.40%	24.86%	15.64%	-1.80%	21.46%	80.17%	-2.00%	-7.38%	-1.80%	23.68%	
长期应收款	51.98%	67.97%	73.57%	10.99%	31.89%	-63.91%	10.52%	3.33%	10.99%	18.83%	
生息资产总额	14.20%	23.36%	27.68%	11.54%	18.37%	9.97%	8.02%	3.50%	11.54%	6.12%	
总资产	14.33%	23.70%	27.86%	12.01%	18.49%	9.82%	8.19%	3.36%	12.01%	5.79%	
存款	16.99%	21.73%	25.62%	4.90%	8.44%	17.44%	4.05%	3.20%	4.90%	3.38%	
同业存放及拆入	-8.96%	31.52%	37.89%	69.68%	63.33%	-29.73%	44.46%	4.84%	69.68%	-3.74%	
卖出回购	92.99%	221.22%	276.13%	42.35%	187.23%	2.27%	66.45%	17.09%	42.35%	101.78%	
应付债券	-1.71%	-0.65%	-6.78%	46.29%	44.33%	-1.49%	1.08%	-6.17%	46.29%	-1.34%	
向其他金融机构借款	49.78%	68.77%	79.11%	-98.43%	36.45%	6.17%	12.68%	6.12%	-98.43%	8592.02	
付息负债总额	14.51%	23.89%	28.20%	12.11%	18.39%	10.30%	8.20%	3.48%	12.11%	5.60%	
总负债	14.68%	24.35%	28.48%	12.37%	18.95%	10.24%	8.43%	3.33%	12.37%	5.86%	
存贷比	-5.92%	-6.00%	-3.64%	-1.43%	-0.30%	-10.99%	-0.08%	2.36%	-1.43%	1.13%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 4 生息资产结构同比同业资产占比大幅上升，贷款和投资占比下降，环比保持稳定

生息资产结构 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
贷款	64.21%	64.37%	64.11%	62.31%	63.63%	59.00%	56.77%	58.45%	53.92%	53.34%
存放及拆放同业	5.15%	2.67%	5.27%	5.83%	6.89%	10.09%	10.43%	8.95%	12.98%	8.93%
买入返售	8.38%	11.29%	6.53%	3.69%	1.78%	2.34%	6.43%	6.24%	9.69%	12.47%
投资	12.28%	11.19%	11.04%	11.03%	7.51%	12.31%	11.17%	9.99%	8.80%	10.25%
存放央行款项	9.46%	9.78%	12.05%	15.95%	15.36%	14.68%	13.58%	14.75%	13.00%	13.20%
长期应收款	0.52%	0.70%	1.00%	1.19%	4.83%	1.58%	1.62%	1.62%	1.61%	1.80%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 5 付息负债中存款占比持续下降，同业负债大幅上升

付息负债结构 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
存款	85.25%	80.60%	83.07%	85.61%	82.14%	87.46%	84.11%	83.89%	78.49%	76.84%
同业存放及拆入	10.28%	12.52%	13.47%	11.08%	13.83%	8.81%	11.76%	11.92%	18.03%	16.44%
卖出回购	0.45%	4.06%	0.34%	0.48%	0.88%	0.81%	1.25%	1.41%	1.79%	3.43%
应付债券	3.63%	2.16%	2.20%	1.75%	1.68%	1.50%	1.40%	1.27%	1.66%	1.55%
向其他金融机构借款	0.40%	0.66%	0.93%	1.08%	1.47%	1.42%	1.47%	1.51%	0.02%	1.74%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 6 “商贷通”贷款快速发展使得零售贷款占比提高到 28.82%

贷款结构 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
公司贷款(含贴现)	n.a	86.21%	n.a	81.44%	80.02%	78.00%	75.71%	73.60%	72.82%	71.18%
零售贷款	n.a	13.79%	n.a	18.56%	19.98%	22.00%	24.29%	26.40%	27.18%	28.82%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 7 商贷通继续带动零售存款持续占比上升

存款结构 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
公司存款	n.a	83.21%	n.a	82.68%	82.67%	83.38%	83.27%	83.57%	82.46%	81.64%
零售存款	n.a	16.61%	n.a	17.21%	17.18%	16.41%	16.47%	16.32%	17.38%	18.15%
其它	n.a	0.18%	n.a	0.11%	0.15%	0.20%	0.26%	0.11%	0.15%	0.21%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 8 活期存款占比开始下降，存款成本压力加大

存款结构 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
活期存款	n.a	39.63%	n.a	48.61%	n.a	47.76%	n.a	45.95%	n.a	42.58%
定期存款	n.a	60.19%	n.a	51.28%	n.a	52.03%	n.a	53.94%	n.a	57.21%
其它	n.a	0.18%	n.a	0.11%	n.a	0.20%	n.a	0.11%	n.a	0.21%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 9 理财、信用卡、贸易金融和托管带动手续费及佣金净收入同比增长 75.63%，非利息收入占比持续提高至 23.96%

中间业务收入 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
手续费及佣金净收入同比增长	-31.96%	-25.20%	-17.05%	4.55%	125.03%	96.21%	81.76%	77.72%	43.32%	75.63%
手续费及佣金净收入占比	10.46%	10.82%	11.33%	11.09%	16.63%	17.29%	16.12%	15.13%	17.20%	20.38%
非利息收入同比增长	80.35%	145.36%	95.82%	111.77%	18.94%	-32.57%	-18.93%	-9.42%	64.17%	89.21%
非利息收入占比	21.97%	34.35%	27.62%	23.35%	18.47%	18.86%	17.53%	16.24%	21.87%	23.96%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 10 净息差同比提升 20BP，环比大幅提升 30BP，受益于贷款强大的定价能力和较短的重定价周期

息差 (%)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
净息差(累计)	2.48%	2.27%	2.48%	2.61%	2.80%	2.79%	2.78%	2.84%	2.80%	2.99%
生息资产生息率(累计)	4.37%	4.02%	4.23%	4.33%	4.17%	4.18%	4.21%	4.39%	4.80%	5.25%
付息负债付息率(累计)	2.03%	1.85%	1.87%	1.86%	1.50%	1.51%	1.56%	1.68%	2.15%	2.46%
净利差(累计)	2.34%	2.16%	2.36%	2.48%	2.67%	2.67%	2.66%	2.71%	2.65%	2.79%
净息差(单季)	2.48%	2.23%	2.50%	2.72%	2.80%	2.87%	2.82%	2.89%	2.80%	3.10%
生息资产生息率(单季)	4.37%	3.93%	4.03%	4.18%	4.17%	4.31%	4.35%	4.67%	4.80%	5.56%
付息负债付息率(单季)	2.03%	1.82%	1.63%	1.58%	1.50%	1.57%	1.67%	1.94%	2.15%	2.64%
净利差(单季)	2.34%	2.12%	2.40%	2.61%	2.67%	2.74%	2.68%	2.73%	2.65%	2.91%

资料来源：公司公告、中投证券研究所 注：期初期末平均余额计算值，可能与公布值有差异

表格 11 不良率降至 0.66%，不良余额环比小幅增加 0.37 亿，拨备力度同比环比均大幅加大

贷款质量 (% 百万)	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
正常类	n.a	97.45%	n.a	97.70%	n.a	97.93%	n.a	98.35%	n.a	98.54%
关注类	n.a	1.69%	n.a	1.46%	n.a	1.29%	n.a	0.96%	n.a	0.83%
次级类	n.a	0.31%	n.a	0.28%	n.a	0.34%	n.a	0.35%	n.a	0.32%
可疑类	n.a	0.27%	n.a	0.32%	n.a	0.23%	n.a	0.19%	n.a	0.16%
损失类	n.a	0.28%	n.a	0.24%	n.a	0.22%	n.a	0.16%	n.a	0.15%
不良贷款	8,671	7,801	7,284	7,397	7,455	7,512	7,397	7,339	7,136	7,173
不良贷款率	1.17%	0.86%	0.82%	0.84%	0.80%	0.79%	0.75%	0.69%	0.66%	0.63%
贷款减值准备余额	13,128	13,256	13,535	15,241	16,330	17,234	19,188	19,848	21,457	23,979
拨备覆盖率	151.40%	169.93%	185.82%	206.04%	219.05%	229.42%	259.40%	270.45%	300.69%	334.30%
信用成本(累计)	0.76%	0.73%	0.58%	0.69%	0.51%	0.49%	0.60%	0.57%	0.67%	0.79%
信用成本(单季)	0.76%	0.74%	0.24%	0.87%	0.51%	0.46%	0.81%	0.49%	0.67%	0.91%
拨贷比	1.77%	1.47%	1.51%	1.73%	1.74%	1.80%	1.93%	1.88%	1.97%	2.10%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表格 12 100 亿次级债发行小幅提升了资本充足率，核心资本充足率亟待提升

资本状况 (百万, %)	2005A	2006A	2007A	2008A	2009H	2009A	2010H	2010A	2011H
核心资本充足率	4.81%	4.40%	7.40%	6.60%	5.90%	8.92%	8.34%	8.07%	7.75%
资本充足率	8.26%	8.20%	10.73%	9.22%	8.54%	10.83%	10.79%	10.44%	10.73%
加权风险总资产	317,653	423,046	573,514	767,895	964,246	993,773	1,135,769	1,280,847	1,490,984
加权风险资产/总资产	56.98%	60.40%	62.35%	72.83%	68.39%	69.67%	69.65%	70.23%	68.99%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	32,240	45,873	58,467	69,205	81,304
非利息收入	9,820	8,895	11,308	14,411	18,421
营业收入	42,060	54,768	69,775	83,616	99,725
营业税金及附加	2,802	3,827	5,027	6,056	7,178
营业费用	17,737	21,625	26,482	31,571	37,430
拨备前营业利润	20,963	28,480	37,566	45,389	54,418
当期拨备	4,792	5,303	6,741	7,729	7,316
税前利润	15,605	23,011	30,825	37,661	47,102
所得税	3,548	5,288	7,090	8,662	10,833
净利润	12,108	17,688	23,735	28,999	36,268

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,426,392	1,823,737	2,139,746	2,514,601	2,971,716
贷款	882,979	1,057,571	1,226,782	1,423,068	1,650,758
生息资产	1,400,262	1,780,071	2,080,407	2,447,204	2,892,540
总负债	1,337,498	1,718,480	2,005,511	2,355,428	2,781,124
存款	1,127,938	1,416,939	1,657,819	1,939,648	2,269,388
付息负债	1,303,315	1,663,579	1,979,348	2,309,125	2,703,707
股东权益	88,893	105,257	134,235	159,173	190,592

增长驱动 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
存款增长	43.5%	25.6%	17.0%	17.0%	17.0%
贷款增长	34.1%	19.8%	16.0%	16.0%	16.0%
生息资产增长	34.1%	27.1%	16.9%	17.6%	18.2%
生息资产平均生息率	4.37%	4.45%	4.86%	4.90%	4.84%
付息负债平均付息率	1.86%	1.68%	2.00%	2.06%	2.06%
净息差 (NIM)	2.64%	2.88%	3.00%	2.99%	2.96%
净利差 (Spread)	2.52%	2.77%	2.86%	2.83%	2.78%
非利息收入/营业收入	23.3%	16.2%	16.2%	17.2%	18.5%
成本收入比	42.2%	39.5%	38.0%	37.8%	37.5%
当年拨备/平均贷款	0.69%	0.57%	0.59%	0.58%	0.48%
有效所得税率	22.66%	23.01%	23.00%	23.00%	23.00%

盈利增长率 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	6.1%	42.3%	27.5%	18.4%	17.5%
非利息收入	111.8%	-9.4%	27.1%	27.4%	27.8%
营业收入	20.1%	30.2%	27.4%	19.8%	19.3%
拨备前利润	23.3%	35.9%	31.9%	20.8%	19.9%
税前利润	49.9%	47.5%	34.0%	22.2%	25.1%
净利润	53.4%	46.1%	34.2%	22.2%	25.1%

资本管理 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
核心资本充足率	8.92%	8.07%	8.95%	9.03%	9.15%
资本充足率	10.83%	10.44%	12.98%	12.61%	12.34%
风险加权资产系数	69.7%	70.23%	70.00%	70.00%	70.00%

盈利能力 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
ROAE	16.9%	18.2%	19.8%	19.8%	20.7%
ROAA	0.98%	1.09%	1.20%	1.25%	1.32%
RORWA	1.37%	1.56%	1.71%	1.78%	1.89%

资产质量 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
不良贷款率	0.84%	0.69%	0.85%	0.91%	0.89%
拨备覆盖率	206.0%	270.4%	238.2%	241.8%	252.0%
拨备余额/贷款余额	1.73%	1.88%	2.01%	2.19%	2.23%

资产负债结构 (%)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
股东权益/总资产	6.2%	5.8%	6.3%	6.3%	6.4%
生息资产/总资产	98.2%	97.6%	97.2%	97.3%	97.3%
贷款/总资产	61.9%	58.0%	57.3%	56.6%	55.5%
贷存比 (含贴现)	78.3%	74.6%	74.0%	73.4%	72.7%
存款/总负债	84.3%	82.5%	82.7%	82.3%	81.6%
存款结构					
活期存款	48.6%	46.0%			
定期存款	90.7%	89.0%			
公司存款	82.7%	83.6%			
零售存款	17.2%	16.3%			
贷款结构					
公司贷款	77.5%	72.5%			
个人贷款	18.6%	26.4%			
贴现	4.0%	1.1%			

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股拨备前利润	0.94	1.07	1.32	1.60	1.92
每股收益	0.54	0.66	0.84	1.02	1.28
每股净资产	3.95	3.90	4.69	5.57	6.68
P/PPOP	6.04	5.31	4.28	3.54	2.96
P/E	10.43	8.62	6.78	5.55	4.43
P/B	1.43	1.45	1.21	1.02	0.85

其他数据	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总股本 (百万)	22,262	26,715	28,365	28,365	28,365
网点数量 (个)	434	509			
员工数量 (人)	26,039	30,931			

资料来源：中投证券研究所、公司报表 注：此表已考虑再融资方案

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

张中阳: 中投证券研究所银行业分析师, 金融学硕士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434