



结构调整显著, 业绩超预期增长

郭敏, CFA

021-53519888-1920

guomin@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120028

基本数据 (2010)

报告日股价 (元)	5.67
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)	128,072
每股净资产 (元)	4.31
PBR (X)	1.32
DPS (Y10, 元)	0.10

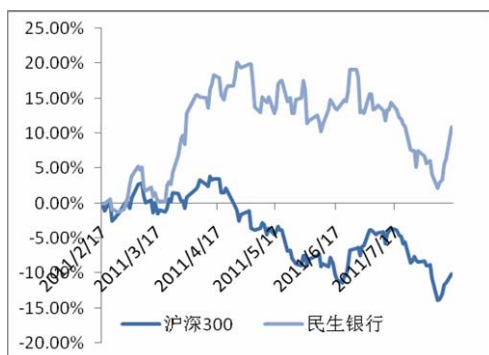
主要股东 (2010)

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 (2010H)

利息净收入	76.04%
手续费净收入	20.38%
汇兑损益	3.08%

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:

民生银行公布 2011 年半年报: 半年报显示公司实现营业收入 388.56 亿元, 同比增长 48.95%, 实现归属于母公司的净利润 139.18 亿元, 同比增长 56.98%, 每股收益 0.52 元。

■ 主要观点:

业绩超预期, 利息收入、管理费用和中间业务是三大驱动因素

公司业绩增长超过我们的预期, 公司业绩驱动因素较为均衡。进一步分解业绩来看, 利息收入增长、成本收入比下降和中间业务的增长是业绩的主要贡献因素, 分别贡献 39.59%、11.58%、9.36%。

资金成本压力较大使息差仅小幅提升

公司加大贷款结构调整, 报告期末, 公司“商贷通”贷款占全部贷款的 18.18%, 促进公司贷款平均利率的提升。但公司定期存款成本上升较快。在下半年吸存压力较大的情况下, 我们预计息差将小幅增长。

中间业务持续高增长

银行卡、托管业务以及信用承诺手续费增长较快, 公司非息业务收入占比 23.96%, 已接近大型银行水平。中间业务将保持快速增长势头。

逾期贷款有所增加, 拨备覆盖率大幅提升

公司不良贷款实现双降, 但逾期贷款有所增加, 未来仍需观察。二季度加大拨备计提力度后, 拨备覆盖率水平有较大提升达 334.3%。预计 2012 年末, 拨贷比可达 2.30%, 后续计提压力不大。

公司商贷通业务受益新资本管理办法

公司商贷通业务、小企业业务将受益新资本充足率管理办法, 风险权重降低至 75%, 这将有助于公司节约资本金, 扩大效益水平。

■ 投资建议

小幅上调公司 11 年、12 年盈利预测至 0.92 元和 1.10 元 (分别上调 8.90% 和 8.93%), 目前股价对应 1.22x11PB, 6.17x11PE。公司估值在股份制银行中偏低, 我们维持其“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	73,227	87,931
年增长率 (%)	20.11	30.21	33.70	20.08
归属于母公司的净利润	12,104	17,581	24,561	29,351
年增长率 (%)	53.51	45.25	39.70	19.50
每股收益 (元)	0.453	0.658	0.919	1.099
PBR (X)	1.72	1.45	1.22	1.03

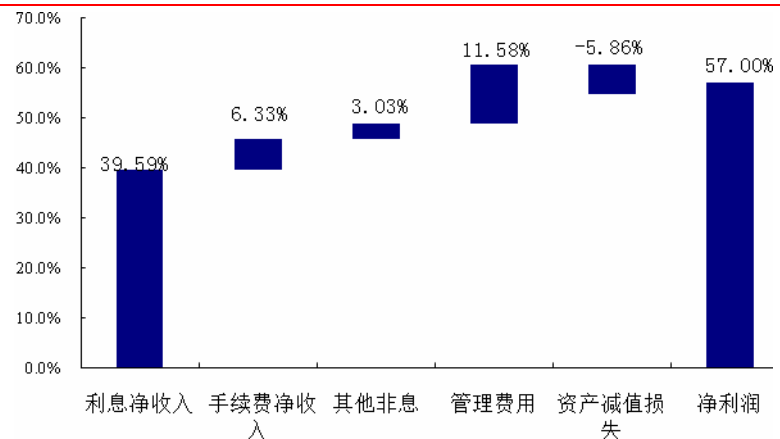
资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 8 月 17 日收盘价

■ 主要观点:

业绩驱动因素较为均衡

公司的业绩表现高于我们的预期，利息净收入的增长、管理费用和中间业务收入的增长是业绩增长的最主要驱动因素，分别对利润贡献为39.59%、11.58%、9.36%，是业绩增长的第三大动因。主要负面的影响因素是资产减值损失，公司在二季度加大拨备计提的力度，使信贷成本有所升高。

图 1 10 年业绩驱动因素分解



数据来源：公司报告，上海证券研究所

资产规模快速增长

公司 2011 年 6 月末总资产达到 21.6 万亿，较年初增长 18.49%，同比增长 32.51%；总负债 2.04 万亿，较年初增长 18.95%，同比增长 33.27%。贷款总额 1.14 万亿，较年初增长 8.01%，存款总额 1.54 万亿，较年初增长 8.44%。二季度信贷增长明显提速，二季度当季新增贷款 541.65 亿，较一季度的 305.38 亿元增长近 77.36%。

贷款结构调整助息差显著提升

公司调整贷款结构，民营企业和小微企业贷款占比显著提升。“商贷通”贷款余额 2076.49 亿元，占比 18.18%。商贷通业务贷款利率上浮可达 50%以上，随着商贷通业务占贷款规模比重的提升，公司的贷款收益率明显高于同业。公司上半年的贷款收益率为 6.68%，较去年同期提升了 118BP，明显高于其他股份制银行。

虽然贷款收益率显著上升，但存款成本上升也较快。上半年，客户存款利率 1.89%，较去年同期上升 46BP。其中，客户定期存款上升的幅度最大，由去年的 2.16% 上升至 2.94%，上升了 74BP。考虑到 6 月末的存贷比为 73.26%，接近监管上限，且下半年采用的日均存贷比监管措施将对公司的资金来源产生较大的压力。未来存款成本上升仍将较快，这将制约公司息差进一步提升。预计下半年息差将呈现小

幅上升并保持基本稳定态势。

中间业务收入持续高增长

公司上半年实现净手续费收入 79.19 亿,同比大幅增长 75.63%。其中,银行卡服务费、托管业务以及信用承诺手续费实现高速增长,分别增长 238.68%、152.40%和 117.25%。公司非息业务收入占比达 23.96%,已经接近大型银行水平。未来公司的资产业务仍有望带动如顾问咨询、结算和信用承诺手续费等实现快速增长。

逾期贷款略有反弹,拨备覆盖率大幅提升

截至 2011 年 6 月末,公司的不良贷款余额 71.73 亿,较年初小幅下降 1.66 亿。值得注意的是,公司逾期贷款有明显的上升,从年初的 79.96 亿上升至 99.72 亿,未来不良贷款的发展态势仍需观察。二季度公司加大了贷款拨备的计提,使拨备覆盖率从年初的 270.45% 上升至 334.30%,提升了近 64 个百分点。拨贷比从 1.88% 上升至 2.10%,预计未来两年公司信贷成本将维持高位,拨贷比在 2012 年末达到 2.30%。

成本收入比显著改善

由于公司的营业收入实现大幅增长,上半年公司的成本收入比下降至 33.01%,较去年同期下降了 4.45 个百分点。公司上半年新增机构网点 28 家,按照全年规划 100 家来看未来成本收入比不会下降过快。我们预计全年的成本收入比能略好于 2010 年。

新资本管理办法将缓解压力

上半年,公司的核心资本充足率为 7.75%,下降了 0.25 个百分点。由于 100 亿次级债的发行,公司资本充足率上升了 0.29 个百分点至 10.73%。根据银监会公布的《商业银行资本管理办法(征求意见稿)》,非按揭信贷和小企业贷款风险权重可下降至 75%,新办法将在 2012 年 1 月 1 日实施,将有助于公司节省资本金。根据我们测算,静态情况下可提升资本充足率 0.35 个百分点。

■ 投资建议:

未来六个月内,维持“跑赢大市”

不考虑再融资的影响,我们上调公司 11 年、12 年的每股收益至 0.92 元和 1.10 元(分别上调 8.90%和 8.93%),每股净资产为 4.63 元和 5.51 元,对应 11 年、12 年市盈率和市净率分别为 6.17 倍、5.16 倍和 1.22 倍、1.03 倍。公司目前估值在股份制银行中偏低,我们维持其“跑赢大市”评级。

附表 1 民生银行盈利预测

项 目	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	25,301	35,017	42,060	54,768	73,227	87,931
利息净收入	22,580	30,380	32,240	45,873	59,963	71,766

利息收入	40,070	56,311	53,441	70,776	92,514	110,726
减：利息支出	17,490	25,931	21,201	24,903	32,552	38,960
手续费及佣金净收入	2,391	4,461	4,664	8,289	11,439	14,299
手续费及佣金收入	2,665	4,755	5,006	8,753	12,079	15,099
减：手续费及佣金支出	274	294	342	464	640	800
投资净收益	-143	20	4,995	-56	905	815
公允价值变动净收益	44	206	44	-4	-5	-5
汇兑净收益	388	-57	94	569	285	256
其他业务净收益	-44	7	23	97	0	0
营业支出	16,017	24,605	26,455	31,757	41,329	49,812
营业税金及附加	2,047	2,916	2,802	3,827	5,117	6,144
管理费用	11,705	14,901	17,737	21,625	28,192	34,293
资产减值损失	2,265	6,518	5,307	5,504	7,059	8,222
其他业务成本			725	801	961	1,153
营业利润	9,200	10,412	15,605	23,011	31,898	38,118
加：营业外收入	60	157	197	134	0	0
减：营业外支出	47	81	146	169	0	0
利润总额	9,212	10,488	15,656	22,976	31,898	38,118
减：所得税	2,877	2,595	3,548	5,288	7,336	8,767
净利润	6,335	7,885	12,104	17,581	24,561	29,351
总股本（百万股）	26,715	26,715	26,715	26,715	26,715	26,714.73
EPS(元)	0.237	0.295	0.453	0.658	0.919	1.099
BVPS(元)	3.470	2.860	3.295	3.897	4.633	5.511

数据来源：公司报告，上海证券研究所

附表 2 民生银行主要指标假设

主要经营指标	2008	2009	2010	11H	主要假设	2009	2010A	2011E	2012E
核心资本充足率	6.60%	8.92%	8.07%	7.75%	生息资产	1,231,704	1,755,030	2,211,338	2,587,265
资本充足率	9.22%	10.83%	10.44%	10.73%	增长率(%)	27.68%	26.50%	26.00%	17.00%
不良贷款率	1.20%	0.84%	0.69%	0.63%	生息负债	1,165,740	1,448,255	1,824,801	2,135,018
存贷比	75.00%	76.77%	72.74%	73.26%	增长率(%)	27.66%	24.23%	26.00%	17.00%
拨备覆盖率	150.04%	206.04%	270.45%	334.30%	存款总额	1,127,938	1,416,939	1,654,985	1,944,607
成本收入比	42.55%	42.17%	39.48%	33.01%	增长率(%)	43.54%	25.62%	16.80%	17.50%
杠杆比例	18.97	13.73	16.92	18.03	贷款余额	882,979	1,057,571	1,219,379	1,432,771
收入结构	2008	2009	2010	11H	平均贷款余额	770,670	970,275	1,138,475	1,326,075
利息净收入	86.76%	76.65%	83.76%	76.04%	增长率(%)	34.12%	19.77%	15.30%	17.50%
手续费净收入	12.74%	11.09%	15.13%	20.38%	贷款拨备总额	15,241	19,848	25,940	32,954
投资净收益	0.06%	11.88%	-0.10%	3.08%	贷款净额	867,738	1,037,723	1,193,439	1,399,817
公允价值变动	0.59%	0.10%	-0.01%	-0.14%	净息差(NIM)	2.59%	2.94%	3.05%	3.12%
汇兑损失	-0.16%	0.22%	1.04%	0.49%	手续费净增速	4.55%	77.72%	38.00%	25.00%
其他	0.02%	0.05%	0.18%	0.14%	成本收入比	42.17%	39.48%	38.50%	39.00%
总计	100.00%	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	2008	2009	2010	11H	信贷成本	0.62%	0.56%	0.62%	0.62%

净利息收入/平均资产	3.08%	2.60%	2.82%	1.48%	当期计提准备	4,792	5,441	7,059	8,222
利息收入/平均资产	5.70%	4.31%	4.36%	2.60%	有效税率	22.66%	23.02%	23.00%	23.00%
利息费用/平均资产	2.63%	1.71%	1.53%	1.12%	拨备覆盖率	206.04%	294.78%	330.22%	360.16%
净手续费收入/平均资产	0.45%	0.38%	0.51%	0.40%	其他	2008	2009	2010	2011
手续费收入/平均资产	0.48%	0.40%	0.54%	0.41%	个人贷款	108,571	163,880	279,162	329,200
手续费支出/平均资产	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	增长率	9.16%	50.94%	70.35%	17.92%
投资净收益/平均资产	0.00%	0.40%	0.00%	0.06%	个贷占比	16.49%	18.56%	26.40%	28.82%
公允价值变动/平均资产	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	活期存款	329,196	548,316	651,092	654,248
汇兑收益/平均资产	-0.01%	0.01%	0.04%	0.01%	活期存款占比	41.89%	48.61%	45.95%	42.58%
管理费用/平均资产	1.51%	1.43%	1.33%	0.64%	个人存款	136,268	194,104	231,215	278,887
拨备前利润/平均资产	1.72%	1.69%	1.75%	1.14%	增长率	25.51%	35.40%	19.12%	20.62%
税前利润/平均资产	1.06%	1.26%	1.41%	0.92%	零售存款占比	17.34%	17.21%	16.32%	18.15%
ROAA	0.80%	0.98%	1.08%	0.70%	员工人数	19,853	26,039	30,931	33,695
ROAE	15.15%	13.40%	18.30%	12.69%	营业网点	374	434	509	538

资料来源：公司报告，上海证券研究所

附表3 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	8/16 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
深发展 A	000001	RMB	17.05	1.23	1.73	2.13	13.90	9.87	8.00	6.54	13.38	15.08	2.61	1.27	1.13
浦发银行	600000	RMB	9.35	1.03	1.35	1.61	9.09	6.94	5.81	6.59	7.81	9.25	1.42	1.20	1.01
华夏银行	600015	RMB	10.70	0.87	1.10	1.34	12.24	9.73	8.00	5.18	8.77	9.84	2.06	1.22	1.09
民生银行	600016	RMB	5.67	0.66	0.92	1.10	8.62	6.17	5.16	3.90	4.63	5.51	1.45	1.22	1.03
招商银行	600036	RMB	11.95	1.19	1.60	1.90	10.01	7.48	6.29	6.21	6.76	8.28	1.92	1.77	1.44
兴业银行	601166	RMB	13.34	1.72	2.06	2.41	7.77	6.47	5.53	8.53	10.18	12.11	1.56	1.31	1.10
农业银行	601288	RMB	2.63	0.29	0.39	0.46	9.00	6.73	5.69	1.67	1.90	2.18	1.58	1.38	1.21
交通银行	601328	RMB	4.74	0.63	0.81	0.95	7.51	5.89	5.00	3.60	3.39	4.05	1.32	1.40	1.17
工商银行	601398	RMB	4.16	0.47	0.58	0.69	8.79	7.13	6.02	2.35	2.79	3.31	1.77	1.49	1.26
光大银行	601818	RMB	3.13	0.32	0.44	0.54	9.90	7.14	5.80	2.01	2.32	2.70	1.56	1.35	1.16
建设银行	601939	RMB	4.55	0.54	0.70	0.80	8.44	6.49	5.66	2.79	3.28	3.84	1.63	1.39	1.18
中国银行	601988	RMB	2.99	0.37	0.46	0.54	7.99	6.46	5.52	2.31	2.65	3.06	1.30	1.13	0.98
中信银行	601998	RMB	4.51	0.46	0.57	0.69	9.81	7.89	6.54	2.57	3.68	4.23	1.76	1.23	1.07
宁波银行	002142	RMB	10.39	0.81	1.05	1.27	12.90	9.91	8.16	5.51	6.38	7.40	1.89	1.63	1.40
南京银行	601009	RMB	8.36	0.78	1.03	1.31	10.74	8.12	6.38	6.34	7.17	8.22	1.32	1.17	1.02
北京银行	601169	RMB	9.34	1.09	1.17	1.44	8.55	8.00	6.48	6.83	8.37	9.52	1.37	1.12	0.98
大银行平均							8.35	6.54	5.58				1.52	1.36	1.16
中型银行平均							10.17	7.71	6.39				1.79	1.32	1.13
城商行平均							10.73	8.68	7.01				1.52	1.30	1.13
平均							9.70	7.53	6.25				1.66	1.33	1.14

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

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。