

战略转型成效显著，业绩高速增长——民生银行

2011 年报点评

2012 年 3 月 26 日


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

民生银行发布 2011 年报，公司 2011 年实现净利润 279.2 亿元，同比增长 58.81%，基本每股收益 1.05 元，同比增长 59.09%。平均总资产收益率（ROAA）1.40%，同比提升 0.31 个百分点，平均净资产收益率（ROAE）23.95%，比上年同期上升 5.66 个百分点。

点评：

1、生息资产规模、净息差是利润增长主驱动

2011 年公司实现每股收益 1.05 元，生息资产规模稳步扩张、净息差逐步提升、是盈利增长的主要驱动因素。2011 年公司生息资产规模同比增长 21.21%，净息差稳步回升，由 2010 年的 2.94% 回升到 2011 年的 3.014%，提升了 20 个 BP。

2、资产负债业务稳健发展，战略业务结构调整进一步深化

2011 资产总额 22,290.64 亿元，比上年末增加 4,053.27 亿元，增幅 22.23%；负债总额 20,949.54 亿元，比上年末增加 3,764.74 亿元，增幅 21.91%。贷款和垫款总额 12,052.21 亿元，比上年末增加 1,476.50 亿元，增幅 13.96%；客户存款总额 16,447.38 亿元，比上年末增加 2,268.61 亿元，增幅 16.00%。2011 年作为公司战略业务的“商贷通”贷款余额达到 2,324.95 亿元，比上年末增加 735.09 亿元，增幅 46.24%。“商贷通”贷款不良率继续维持 0.14% 的较低水平。

3、中间业务高速增长，运营效率不断提升

2011 年手续费及佣金净收入 151.01 亿元，同比增加 68.12 亿元，增幅 82.18%，高于行业增速，业务及管理费 293.33 亿元，同比增幅 35.64%，主要是员工薪酬、业务及发展费用增加。由于营业收入不断增加和成本有效控制，公司成本收入比进一步改善，成本收入比为 35.61%，同比下降 3.87 个百分点。

4、资产质量上升，拨备计提充足，但核心资本充足率面临压力

资产质量保持优良，不良贷款余额 75.39 亿元，较期初略增 2 亿元；不良贷款比率 0.63%，下降 0.06 个百分点，但关注类贷款有所上升，可能会影响 2012 年的不良贷款率的温和上升。拨备计提充足，拨备覆盖率 357.29，2011 年信用成本比 2010 年有所提高为 0.76%。核心资本充足率和资本充足率分别为 7.87%、10.86%。公司核心资本充足率偏低，有待增发批复获得提升。

5、维持公司目标价 10.83 元和“强烈推荐”评级

预计公司 2012-2014 年净利润分别为 335.68 亿元、429.61 亿元、606.01 亿元、对应 EPS 为 1.26 元，1.61 元，2.27 元；BVPS 6.17 元，7.65 元，9.76 元。对应的 PE 5.01X，3.92X，2.78X，对应的 PB 1.02X，0.82X，0.65X。运用 DDM 模型，给予公司 10% 的股权回报率进行估值，公司的目标价为 10.83 元，我们给予公司“强烈推荐”评级。

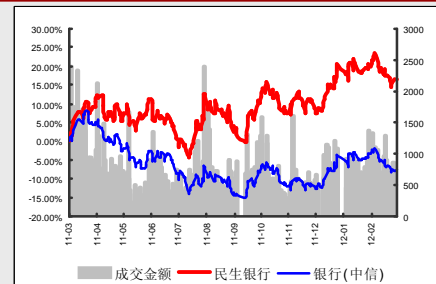
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	53967	81110	76601.97	104866.1	147243.29
年增长率	30.19%	50.30%	-5.56%	36.90%	40.41%
净利润	17688	28443	33568.93	42961.65	60601.5
年增长率	46.09%	60.80%	18.02%	27.98%	41.06%
EPS	0.66	1.05	1.26	1.61	2.27
BVPS	3.94	5.02	6.17	7.65	9.76

请务必阅读正文之后的重要声明

公司评级 **强烈推荐**

市盈率(2011): 6.0
市净率:(2011) 1.25

公司表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
市场表现 (%)	-2.52	-16.52	-30.19
行业表现 (%)	-4.15	5.11	-2.76

资料来源: Wind 资讯

联系人: 王建军

联系电话: 021-32229888-25509

邮箱: wangjianjun@ajzq.com

张志鹏

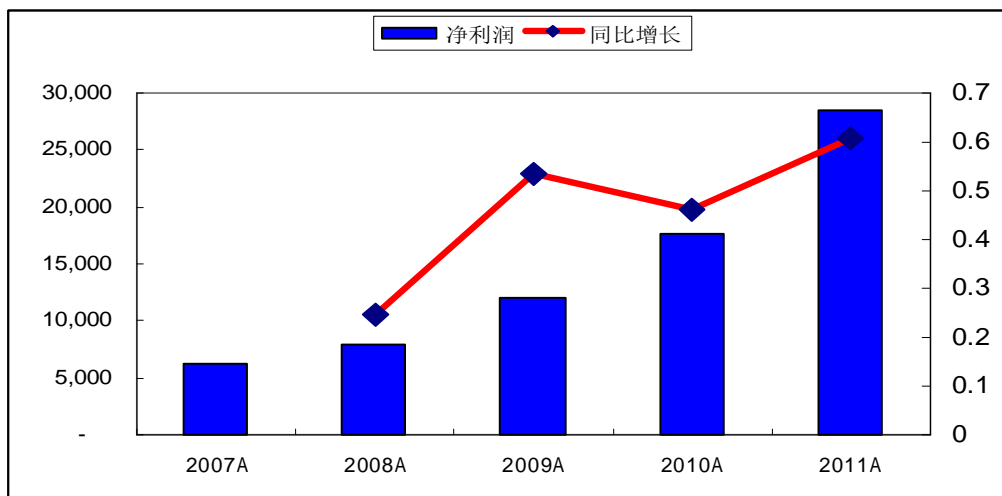
执业编号: S0820209120024

邮箱: zhangzhipeng@ajzq.com

电话: 021-32229888-25506

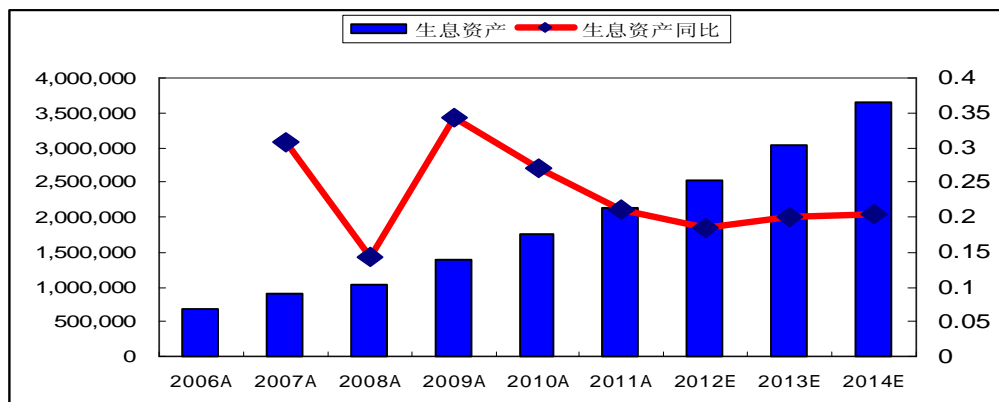
相关报告

图 1: 资产规模和净息差是利润提升主要因素 (百万元, %)



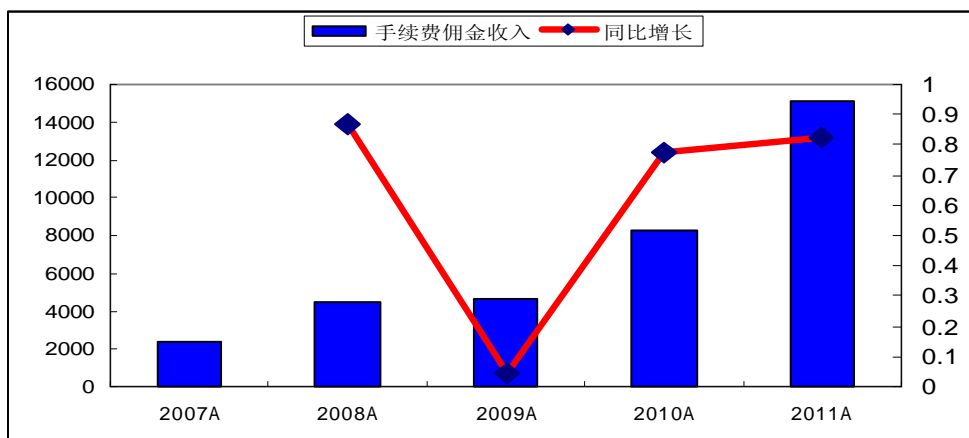
资料来源:WIND,公司公告

图 2: 生息资产规模稳步扩张



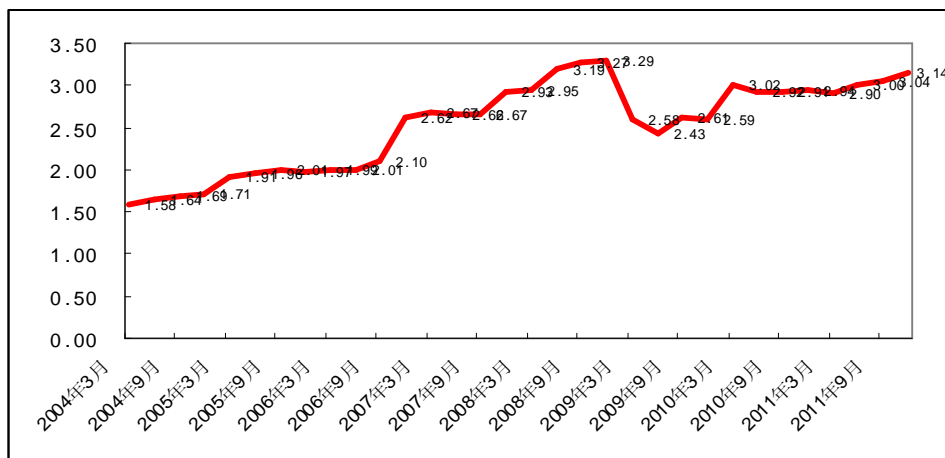
资料来源: WIND,公司公告,爱建证券研发总部

图 3: 中间业务收入持续增长 (百万元, %)



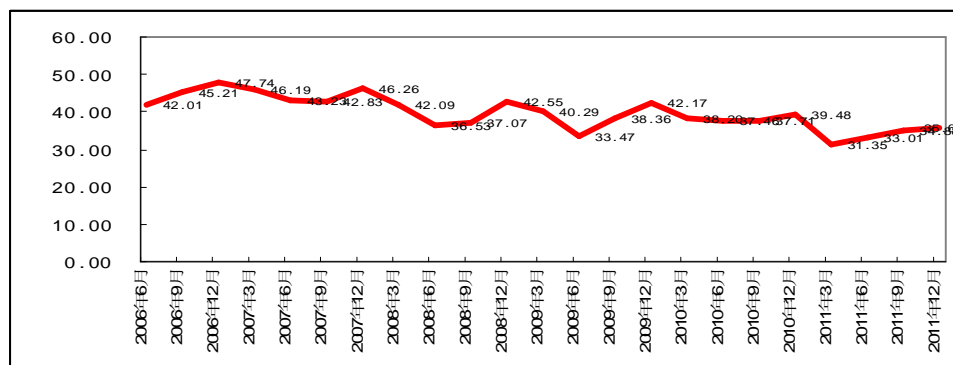
资料来源: WIND,公司公告,爱建证券研发总部

图 4: 净息差全年有所提升 (%)



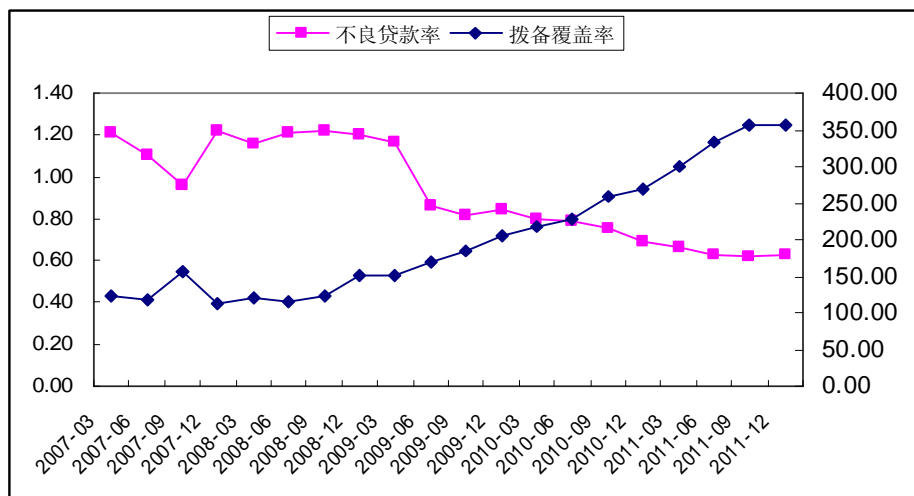
资料来源: WIND,公司公告

图 5: 全年成本收入比有所下降, 但四季度环比上升 (%)



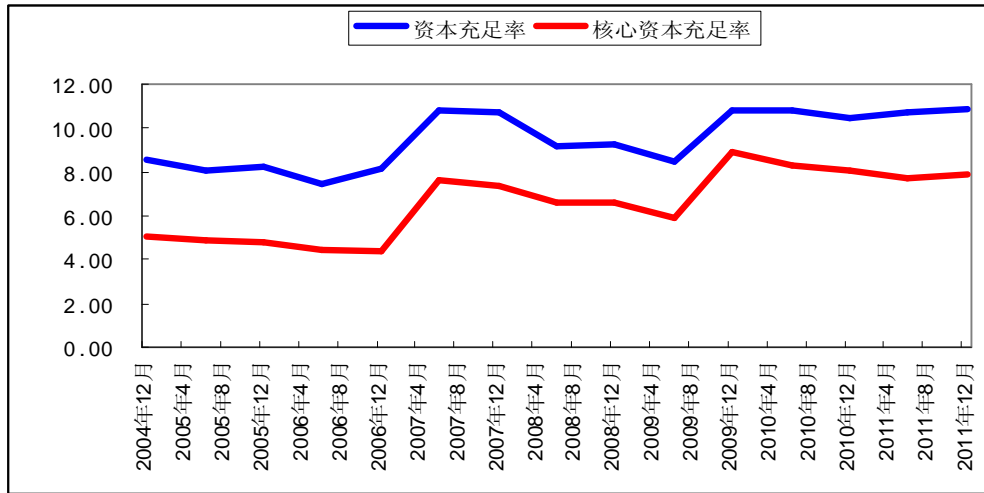
资料来源: WIND,公司公告

图 6: 不良贷款率持续下降, 拨备覆盖率持续提升 (%)



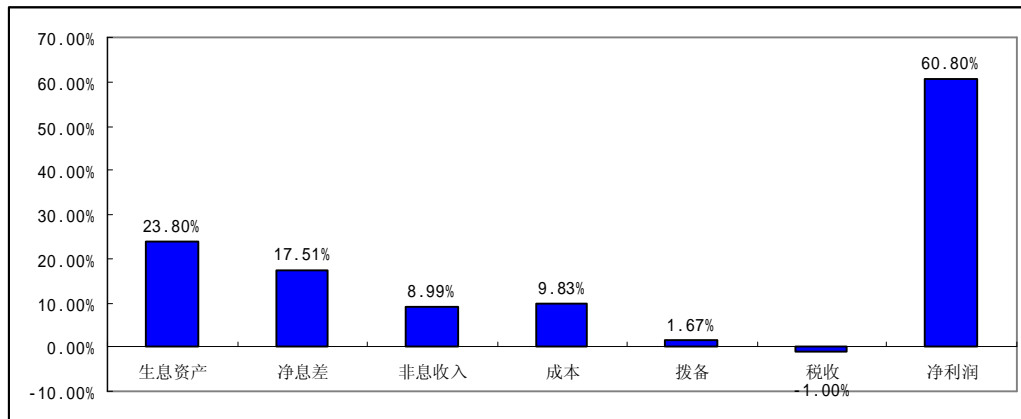
资料来源: WIND,公司公告

图 7：核心资本充足率和资本充足率的变动（%）



资料来源: WIND,公司公告

图 8：民生银行 2011 年利润增长驱动分解（%）



资料来源: WIND,公司公告, 爱建证券研发总部

附表：财务预测表

损益表摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利息收入	32240.00	45873.00	64821.00	49663.27	59396.51	70121.67
非利息收入	9211.00	8094.00	16289.00	26938.70	45469.59	77121.62
经营收入合计	41451.00	53967.00	81110.00	76601.97	104866.10	147243.29
营业费用	17737.00	21625.00	29333.00	27576.71	37751.80	53007.59
拨备前利润	20963.00	28480.00	45551.00	43763.12	59873.68	84028.68
当期提取各项准备金	5307.00	5504.00	8376.00	167.12	4079.33	5325.43
税前利润	15656.00	22976.00	37175.00	43596.01	55794.35	78703.25
净利润	12108.00	17688.00	28443.00	33568.93	42961.65	60601.50
资产负债表摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
总资产	1409518.00	1794449.00	2184169.00	2594032.93	3113371.99	3747404.53
贷款余额 (毛额)	882979.00	1057571.00	1205221.00	1398056.36	1635725.94	1913799.35
其他生息资产	512819.00	717903.00	950093.00	1157427.86	1429393.19	1774026.94
非生息资产	28961.00	38823.00	55791.00	64850.82	77834.30	93685.11
存款余额	1127938.00	1416939.00	1644738.00	1907896.08	2289475.30	2747370.36
其他付息负债	175377.00	246640.00	364325.00	420134.94	498035.80	593140.68
股东权益	88894.00	105257.00	134110.00	164834.63	204439.38	260744.72
主要驱动因素 (%)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
总资产年增长率	34.36%	27.31%	21.72%	18.77%	20.02%	20.36%
净息差 (NIM)	2.68%	2.93%	3.34%	2.13%	2.13%	2.10%
净利差 (Spread)	2.58%	2.83%	3.18%	1.91%	1.88%	1.83%
平均贷款生息率	5.71%	5.90%	7.31%	7.85%	7.87%	7.87%
平均债券投资收益	3.78%	3.13%	3.34%	3.97%	3.77%	3.78%
平均生息资产生息率	4.44%	4.51%	6.04%	5.13%	5.07%	5.02%
平均存款付息率	1.68%	1.46%	2.02%	2.17%	2.07%	1.89%
平均付息负债付息率	1.86%	1.68%	2.86%	3.22%	3.20%	3.19%
非利息收入/经营收入	22.22%	15.00%	20.08%	35.17%	43.36%	52.38%
营业费用/经营收入	42.79%	40.07%	36.16%	36.00%	36.00%	36.00%
提取准备金/贷款平均余额	0.70%	0.58%	0.76%	0.01%	0.27%	0.31%
年增长率 (%)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
贷款余额	34.12%	19.77%	13.96%	16.00%	17.00%	17.00%
存款余额	43.54%	25.62%	16.08%	16.00%	17.09%	17.03%
净利息收入	6.12%	42.29%	41.31%	-23.38%	19.60%	18.06%
非利息收入	110.92%	-12.13%	101.25%	65.38%	68.79%	69.61%
经营收入合计	19.29%	30.19%	50.30%	-5.56%	36.90%	40.41%
营业费用	19.03%	21.92%	35.64%	-5.99%	36.90%	40.41%
拨备前利润	23.27%	35.86%	59.94%	-3.92%	36.81%	40.34%
税前利润	49.28%	46.76%	61.80%	17.27%	27.98%	41.06%
净利润	53.40%	46.09%	60.80%	18.02%	27.98%	41.06%
盈利结构杜邦分析	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利息收入	2.62%	2.86%	3.26%	2.08%	2.08%	2.04%
非利息收入	0.75%	0.51%	0.82%	1.13%	1.59%	2.25%
经营收入合计	3.37%	3.37%	4.08%	3.21%	3.77%	4.40%
营业费用	1.44%	1.35%	1.47%	1.15%	1.32%	1.55%

请务必阅读正文之后的重要声明

行业研究

拨备前利润	1.71%	1.78%	2.29%	1.83%	2.10%	2.45%
当年提取各项准备金	0.43%	0.34%	0.42%	0.01%	0.14%	0.16%
税前利润	1.27%	1.43%	1.87%	1.82%	1.96%	2.29%
所得税	0.29%	0.33%	0.44%	0.42%	0.45%	0.53%
ROAA	0.64%	0.76%	0.89%	1.19%	1.18%	1.25%
X(平均总资产/平均净资产)	17.13	16.50	16.62	15.98	15.46	14.75
ROAE	16.87%	18.22%	23.77%	22.46%	23.27%	26.05%
每股盈利及估值指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
每股净利润(元)	0.63	0.66	1.05	1.26	1.61	2.27
每股拨备前利润(元)	0.94	1.07	1.71	1.64	2.24	3.15
每股净资产(元)	3.99	3.94	5.02	6.17	7.65	9.76
P/E	10.00	9.55	6.00	5.01	3.92	2.78
P/PPOP	6.69	5.91	3.69	3.85	2.81	2.00
P/B	1.58	1.60	1.25	1.02	0.82	0.65
股息派发率(%)	15.87%	31.82%	9.52%	10.00%	10.00%	10.00%
股息收益率(%)	1.59%	3.33%	1.59%	1.99%	2.55%	3.60%
资产质量指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
NPL 余额(百万元)	7397.00	7339.00	7539.00	8176.22	8766.10	9918.45
正常贷款比例(%)	97.70%	98.35%	98.27%	N.A	N.A	N.A
关注贷款比例(%)	1.46%	0.96%	1.11%	N.A	N.A	N.A
次级贷款比例(%)	0.28%	0.35%	0.32%	N.A	N.A	N.A
可疑贷款比例(%)	0.32%	0.19%	0.20%	N.A	N.A	N.A
损失贷款比例(%)	0.24%	0.16%	0.10%	N.A	N.A	N.A
NPL/贷款余额(%)	0.84%	0.69%	0.63%	0.58%	0.54%	0.52%
逾期贷款/贷款余额(%)	1.11%	0.77%	0.88%	0.00%	0.00%	0.00%
准备金余额/NPL(%)	206.03%	270.43%	357.28%	321.69%	337.45%	343.87%
准备金余额/贷款余额(%)	1.73%	1.88%	2.23%	1.88%	1.81%	1.78%
资产负债配置结构(%)	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
核心资本充足率	8.92%	8.07%	7.87%	8.66%	8.96%	9.50%
资本充足率(CAR)	10.83%	10.44%	10.86%	10.49%	10.59%	10.96%
风险加权资产平均系数	70.50%	71.38%	71.00%	71.00%	71.00%	71.00%
股东权益/总资产	6.31%	5.87%	6.14%	6.35%	6.57%	6.96%
生息资产/总资产	97.95%	97.84%	97.45%	97.50%	97.50%	97.50%
贷款/总资产	62.64%	58.94%	55.18%	53.90%	52.54%	51.07%
债券投资/总资产	11.09%	10.08%	9.68%	11.91%	13.20%	14.68%
贷款/存款(含贴现)	78.28%	74.64%	73.28%	73.28%	71.45%	69.66%
存款结构(占存款余额%)						
企业活期存款	35.29%	32.30%	27.92%	N.A	N.A	N.A
个人活期存款	3.61%	4.00%	3.90%	N.A	N.A	N.A
企业定期存款	30.87%	33.71%	34.02%	N.A	N.A	N.A
个人定期存款	10.16%	8.89%	9.31%	N.A	N.A	N.A
贷款结构(占贷款余额%)						
公司贷款	0.00%	43.38%	38.51%	36.65%	57.62%	56.27%
个人贷款	0.00%	15.56%	16.67%	16.17%	47.87%	45.98%

请务必阅读正文之后的重要声明

票据贴现	0.00%	0.66%	0.64%	1.08%	1.05%	1.02%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: WIND,公司公告, 爱建证券研发总部

分析师简介:

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

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 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, 本报告的任一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。