第一创业 FIRST CAPITAL

2010 年 4 月 21 日

评级：审慎推荐 （维持） 金融/银行 公司研究

第一创业研究所
陈曦 S1080209110060
电话：0755-25832903
邮件：chenxi@fcsc.cn

民生银行（600016.SH）2009 年报点评

——存款与商贷通是两大亮点

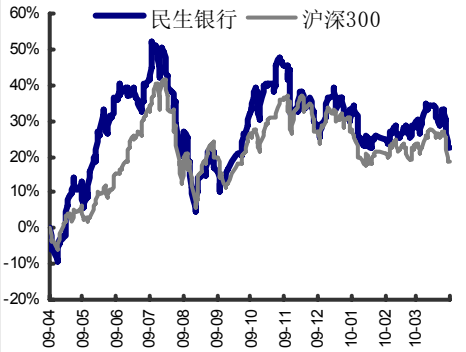
交易数据（10/4/20）

收盘价（元）	7.09
52 周内股价区间（元）	5.28-8.87
总市值（百万元）	157394.00
流通股本（百万股）	22262.28
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要(09/12/31)

资产总额（百万元）	1426393.00
股东权益（百万元）	88034.00
每股净资产（元）	3.95
市净率	1.79

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

报告要点：

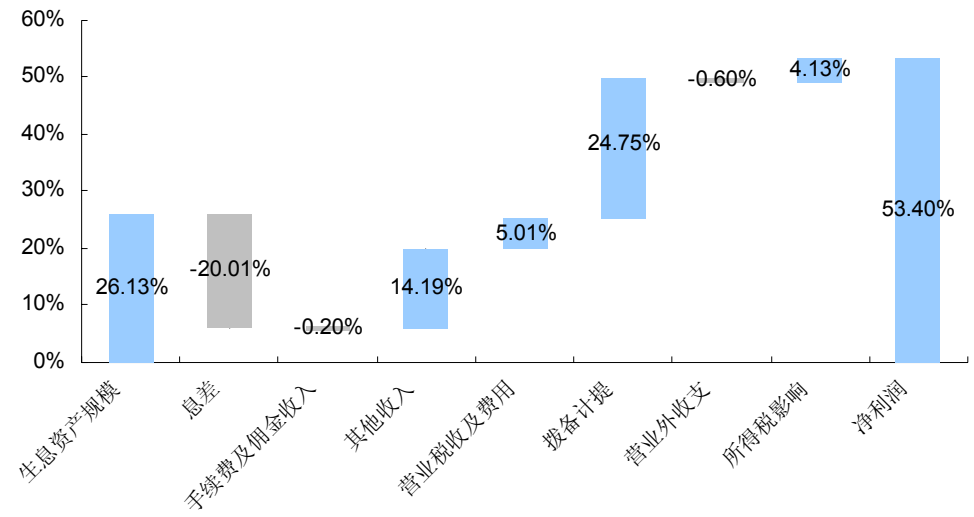
- 民生银行 09 年利息净收入同比增长 6.12%，营业收入同比增长 20.11%，营业利润同比增长 49.88%，净利润同比增长 53.4%。ROAA 为 0.98%，ROAE 为 20.19%。每股收益 0.63 元。
- 2009 年业绩主要的正面影响因素是生息资产规模的增长、处置海通证券股权产生的大额投资收益以及拨备支出的减少；主要的负面影响因素是息差的收窄。民生银行 09 年第 2 季度因处置海通证券股权产生了 49.02 亿的投资收益，扣除该部分税后影响后，净利润同比增长约 6.9%。
- 09 年全年民生银行贷款增长 34.23%，存款增长 43.54%。存款增速远高于行业水平，公司经营上的这一积极变化非常可喜。分季度来看，民生银行 09 年第 2 季度贷款增长最快，3、4 季度主要受资本充足率的限制，贷款出现小幅负增长。随着民生银行 H 股 IPO 的完成，目前资本较为充足，2010 年的风险资产扩张能力得到保证。
- 民生银行 09 年全年息差下降 57BP，降幅相对较小，主要受益于付息负债成本率下降较多。一方面是由于低成本的存款在付息负债中的占比上升；另一方面，民生银行在 09 年主动压缩了高成本的协议存款近 100 亿元；此外，活期存款占总存款比重的明显上升也对付息负债成本率的下降起到一定作用。
- 09 年民生银行手续费及佣金收入同比仅增长 4.55%。其中，财务顾问费收入同比下降 7.34%，成为最大的拖累因素，银行卡服务手续费收入同比正增长 31.20%，是手续费及佣金收入的主要亮点。
- 09 年民生银行业务及管理费用同比增加 19%，在上市银行中处于较高水平。09 年成本收入比为 42.17%，该指标较 08 年小幅下降。但如果将处置海通股权所得的非经常性损益从营业收入中扣除，则公司 09 年成本收入比高达 48%，在上市银行中处于很高的水平。
- 09 年末民生银行不良贷款总额较 08 年末下降 5.24 亿，不良贷款率 0.84%，较 08 年末下降了 37BP。拨备覆盖率达 206%。09 年末民生银行资本充足率 10.83%，核心资本充足率 8.92%，具有较大的发行债务工具补充附属资本的空间。
- 我们预计民生银行 2010 年 EPS0.58 元，对应当前股价的 PE 为 12.2 倍，维持“审慎推荐”评级。

1. 09年净利润同比增长53%，非经常性损益贡献大

民生银行09年实现净利润121亿元，较08年增长53%。2009年业绩主要的正面影响因素是生息资产规模的增长、处置海通证券股权产生的大额投资收益以及拨备支出的减少；主要的负面影响因素是息差的收窄。

民生银行09年第2季度因处置海通证券股权产生了49.02亿的投资收益，扣除该部分税后影响后，净利润同比增长约6.9%。

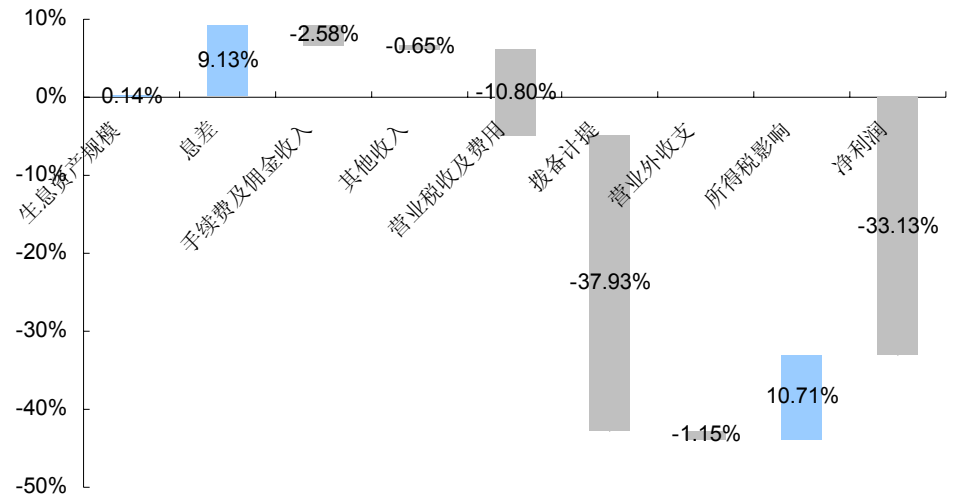
图 1　2009 年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

分季度看，09年第4季度民生银行净利润较第3季度环比减少33.13%。息差的回升以及所得税实际税率的下降是主要的正面影响因素；管理费用的高增长以及拨备计提力度的加大是主要的负面影响因素。

图 2　2009 年第 4 季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

2. 09年存款增速远超行业水平，贷款增速与行业水平相当

09年全年民生银行贷款增长34.23%，与32.99%的行业水平基本持平；存款增长43.54%，远高于27.92%的行业水平。民生银行在过去几年吸存能力并不突出，07、08年存款增速都略低于行业水平，09年存款出现远超行业水平的高增长，公司经营上的这一积极变化非常可喜。

图 3　贷款、生息资产同比增速

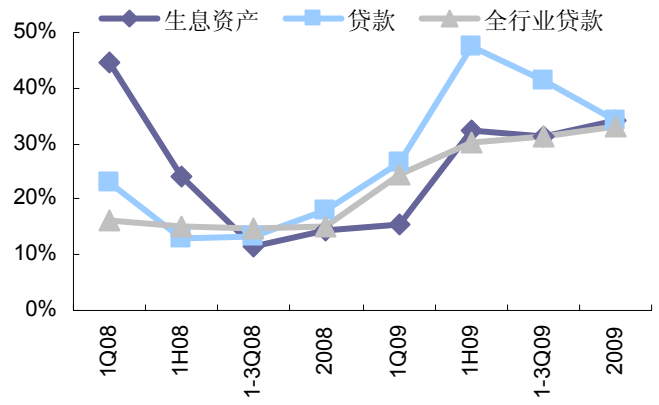
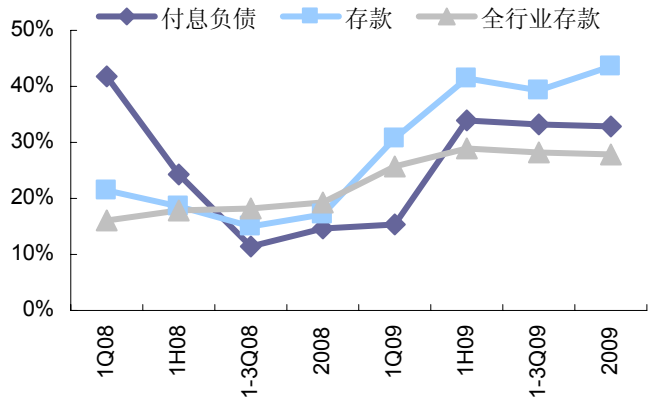


图 4　存款、付息负债同比增速



资料来源：公司公告，第一创业研究所

分季度来看，民生银行09年第2季度贷款增长最快，3、4季度主要受资本充足率的限制，贷款出现小幅负增长。（和浦发银行较为类似，浦发银行09年第3季度贷款负增长，3季度末再融资完成，第4季度贷款重回正增长轨道。）民生银行H股的IPO在09年11月完成，净募集资金267.5亿，目前资本较为充足，2010年的风险资产扩张能力得到保证。

图 5　贷款、生息资产季环比增速

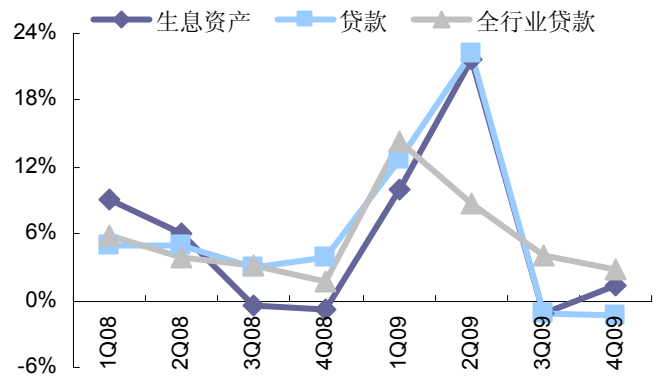
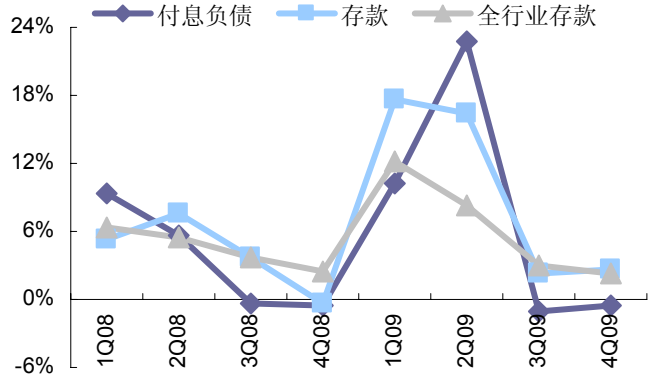


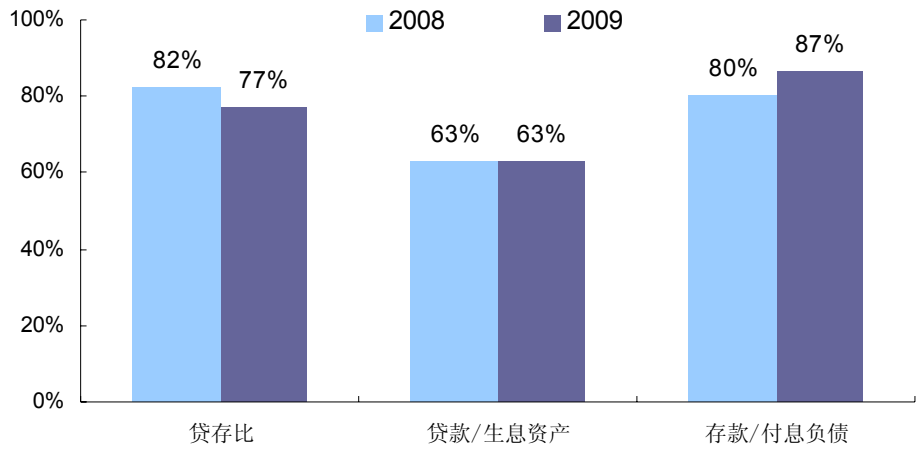
图 6　存款、付息负债季环比增速



资料来源：公司公告，第一创业研究所

受益于存款的高增长，民生银行09年末的贷存比较08年末明显下降，由82%下降至77%。但77%的水平仍然略高于监管指标，2010年公司仍然面临一定的吸存压力。09年末民生银行付息负债的结构进一步优化，低成本的存款占付息负债的比重由08年末的80%大幅上升至87%。贷款占生息资产的比重较08年末保持稳定。

图 7　资产负债结构性指标



资料来源：公司公告，第一创业研究所

09年末民生银行贷款构成中，企业一般贷款和个人贷款占比都较08年末明显上升，票据贴现压缩明显，09年末占总贷款比重仅4%，进一步替换的空间有限。存款构成中，企业存款与零售存款的占比较08年末基本保持不变，活期存款占存款总额的比重则较08年末有较大幅度上升。

图 8　贷款构成

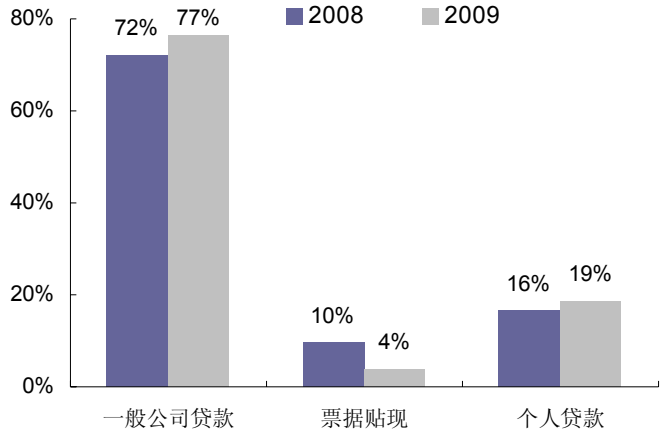
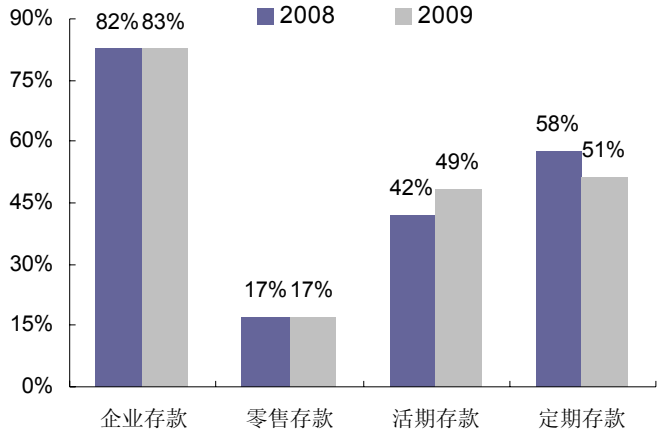


图 9　存款构成



资料来源：公司公告，第一创业研究所

09年民生银行个人贷款中，商贷通贷款的增长是一大亮点，09年末该类贷款余额同比增长575%。“商贷通”产品是专门向个体工商户、小型企业主及微型企业主提供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。目前的业务定位主要是满足融资需求在500万元以下的小微客户。09年“商贷通”处于新产品的市场拓展阶段，业务进展情况理想。商贷通贷款余额占个人贷款的比重由08年末的6%快速上升至27%，

占总贷款的比重由08年末的1%上升至5%。商贷通贷款面对微小客户，银行的议价能力强，风险溢价高，市场空间也很大，未来几年有望成为民生银行经营业绩的主要看点。不确定因素主要是风险管理及风险定价模式是否完善还需要时间的检验；另外管理层是否会坚持对该项业务进行战略资源的倾斜有待进一步观察。

图 10　各类型公司贷款增长率

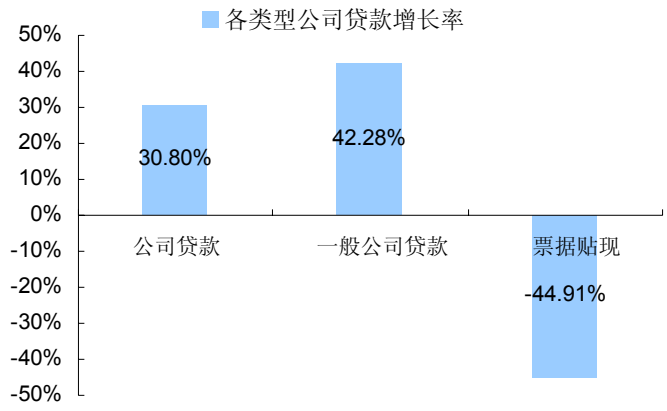
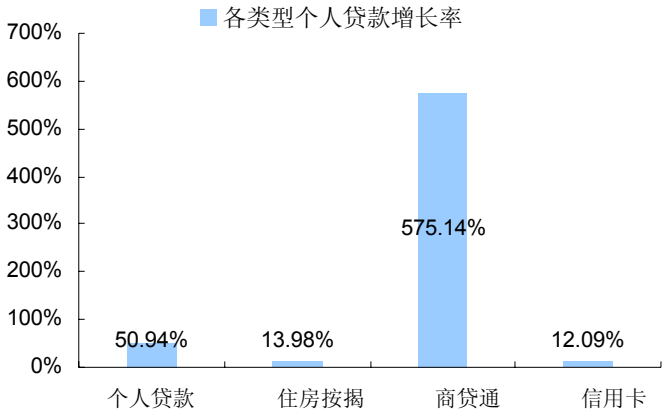


图 11　各类型个人贷款增长率

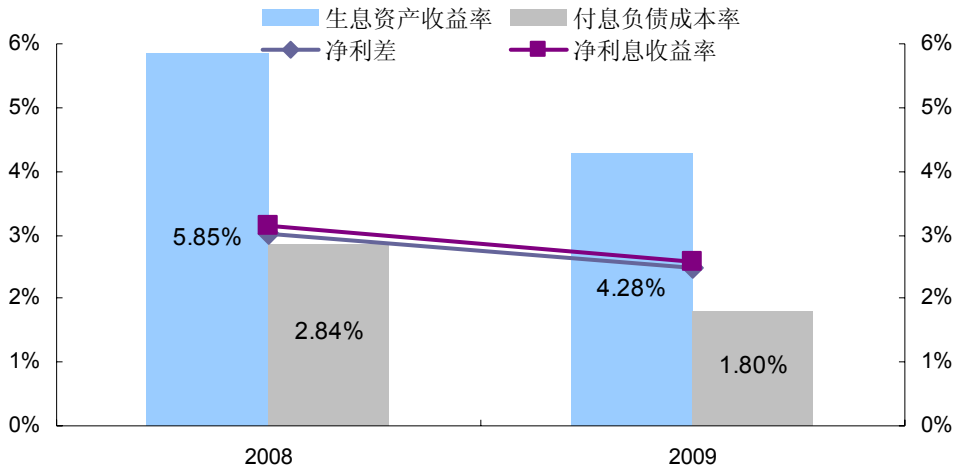


资料来源：公司公告，第一创业研究所

3. 全年息差下降57BP

09年民生银行净利息收益率由08年的3.15%下降57BP至2.58%，净利差由08年的3.00%下降52BP至2.48%，其中生息资产收益率下降1.57个百分点，付息负债成本率下降1.04个百分点。由于付息负债成本下降较多，民生银行09年息差收窄的幅度在上市银行中较小。

图 12　息差变化



资料来源：公司公告，第一创业研究所

民生银行付息负债成本率下降较多，一方面是由于低成本的存款在付息负债中的占比上升；另一方面，民生银行在09年主动压缩了高成本的协议存款近100亿元，通过报表数据可以观察到占存款总额比重最大的企业定期存款的成本率由

08年的4.06%下降到2.37%。08年定期存款4.06%的成本率在上市银行中属于相当高的水平，而09年定期存款2.37%的成本率在上市银行中则属于相对较低的水平。民生银行09年在存款高增长的同时做到了存款成本超过行业水平的下降，这一点值得关注。此外，活期存款占总存款比重的明显上升也对付息负债成本率的下降起到一定作用。

图 13　各项生息资产收益率

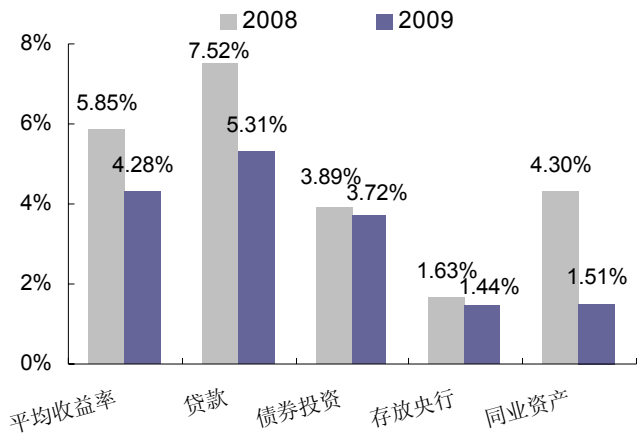
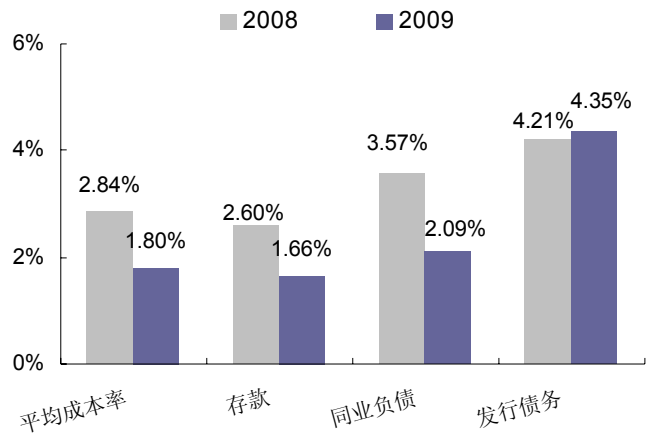


图 14　各项付息负债成本率



资料来源：公司公告，第一创业研究所

分季度来看，民生银行的息差水平在09年第2季度已经触底，第3、第4季度分别有25BP、23BP的回升幅度。息差的回升是第4季度民生银行净利润环比上升的重要驱动因素。

表1　单季度息差（资产负债平均余额以期初期末平均数计算）

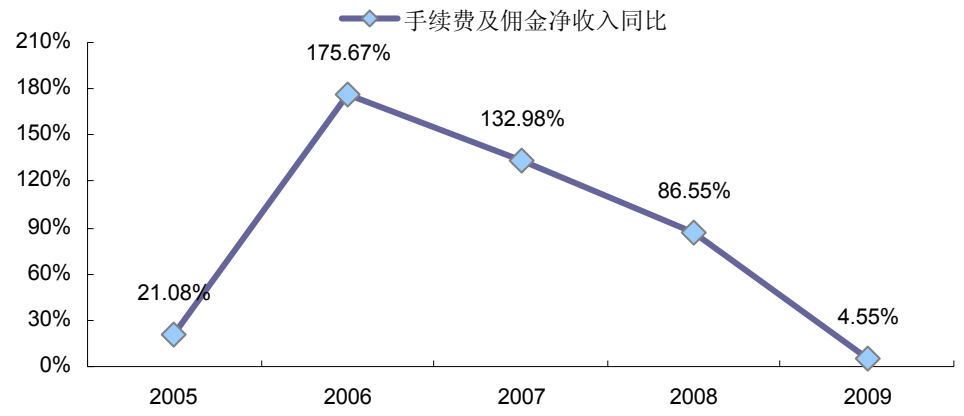
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
生息资产收益率	5.28%	5.87%	5.72%	5.37%	4.51%	4.01%	4.07%	4.24%
付息负债成本率	2.61%	2.81%	2.78%	2.60%	2.06%	1.82%	1.62%	1.56%
净利差	2.67%	3.06%	2.94%	2.77%	2.45%	2.19%	2.46%	2.68%
净利息收益率	2.80%	3.20%	3.09%	2.90%	2.55%	2.27%	2.52%	2.75%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

4. 手续费及佣金收入增长平平

09年民生银行手续费及佣金收入同比仅增长4.55%。其中，财务顾问费收入同比下降7.34%，成为最大的拖累因素，结算与清算手续费、证券承销服务手续费也分别负增长4.17%、2.88%。银行卡服务手续费收入是手续费及佣金收入的主要亮点，同比正增长31.20%，此外托管及其他受托业务佣金同比增长4.98%。

图 15　手续费及佣金收入增长情况



资料来源：公司公告，第一创业研究所

5. 费用增长偏快，实际税率下降

09年民生银行业务及管理费用同比增加19%，在上市银行中处于较高水平。从费用细项来看，办公费用、电子设备运转费以及业务发展费用三项增长最快，同比增速分别达到75%、63%和26%。

09年民生银行成本收入比为42.17%，该指标较08年小幅下降。但如果将处置海通股权所得的非经常性损益从营业收入中扣除，则公司09年成本收入比高达48%，在上市银行中处于很高的水平。

图 16　成本收入比

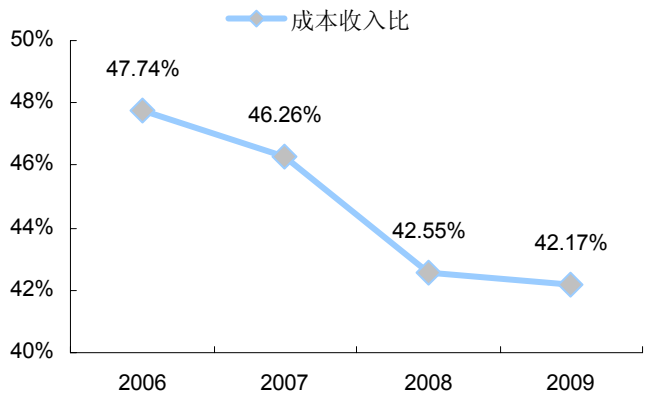
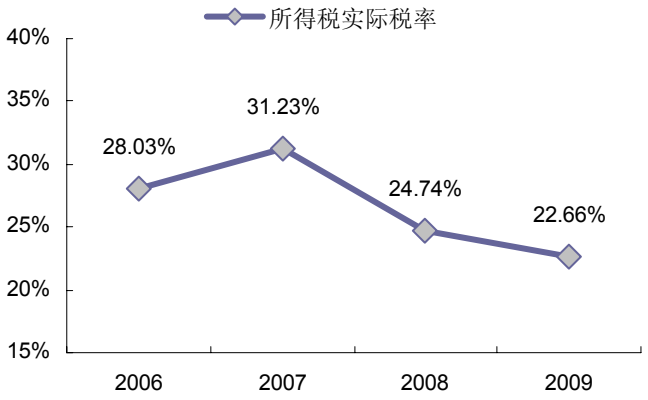


图 17　所得税实际税率



资料来源：公司公告，第一创业研究所

6. 资产质量稳定，拨备覆盖率高

09年末民生银行不良贷款总额73.97亿，较08年末下降5.24亿，不良贷款率0.84%，较08年末的1.20%下降了37BP。如果将09年核销的13.45亿不良贷款加回，则民生银行的不良贷款总额为87.42亿，较08年末上升8.21亿，不良贷款率0.99%，较08年末下降21BP。

09年末民生银行拨备覆盖率达206%，较08年末的150%上升56个百分点，预计公司2010年拨备压力较小。

7. 资本充足率不高，但有发行债务工具补充资本的空间

09年末民生银行资本充足率10.83%，核心资本充足率8.92%。资本充足率超出10%的监管红线不多，但公司在H股IPO完成后，核心资本充足率远高于7%，符合发行次级债券及混合资本债券补充附属资本的条件。公司目前有14.01亿未到期次级债券以及94.84亿未到期的混合资本债券，09年末核心资本887.56亿。根据主要商业银行发行长期次级债务不得超过核心资本的25%的规定（对混合资本债务没有明确规定），民生银行尚有200亿的次级债券发行空间，静态测算可以提高资本充足率约2个百分点。

民生银行的ROA与ROE在上市银行中均处于较低水平，09年平均ROA为0.98%，加权平均ROE为20.19，但扣除处置海通股权所得的非经常性捐益后仅有14%，而且这一水平的ROE还是在财务杠杆已利用得比较充分的情况下得到的。如果资本的盈利能力在未来几年不能够得到增强，以18%的ROE，20%的分红率测算，若2010-2012年公司的风险资产复合增长率超过24%，则公司在2012年前还将有在权益市场再融资的需求。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718
P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼
TEL:021-58365919 FAX:021-58362238
P.R.China:200120