

## 大陆与香港 — 消息快报

### 民生银行 3 季净利受拨备提升影响低于预期，股价短期可能调整

袁琳, CFA

#### 1. 扣除非经常损益的净利增长超过 100%

民生银行 (600016.SS/人民币 5.46; 1988.HK/港币 7.21, 买入) 公告 10 年 1-9 月份净利润达到 131 亿, 同比增长 27%, 该业绩略低于我们预期 2%。其中第三季度的净利达到 41 亿, 同比上升 46%, 环比下跌约 10%。民生 1-9 月份的净利占我们全年净利预测的 83%, 由于四季度往往费用和拨备上升, 因此我们维持全年的利润预测不变。

因为 09 年银行的盈利中包括约 37 亿出售海通证券的一次性收益, 因此如果扣除该部分, 银行今年前 9 个月的净利同比增长达到 100%。

#### 2010 年前三季业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	22,690	33,021	45.5	7.1
净手续费及佣金收入	3,552	6,456	81.8	(20.5)
其他非息收入	5,107	564	(89.0)	(17.8)
营业收入	31,349	40,041	27.7	1.8
营业费用	(12,538)	(15,779)	25.8	(2.8)
拨备前营业利润	18,811	24,262	29.0	5.0
拨备费用	(3,383)	(4,236)	25.2	79.7
营业利润	15,428	20,026	29.8	(6.7)
营业税	(2,023)	(2,795)	38.2	1.8
非经营性收入	68	(44)	(164.7)	(122.2)
税前利润	13,473	17,187	27.6	(7.2)
所得税	(3,260)	(4,085)	25.3	2.3
净利润	10,213	13,102	28.3	(10.0)
少数股东损益	(12)	(95)	691.7	(15.9)
归属母公司净利润	10,201	13,007	27.5	(9.9)

资料来源: 公司数据, 中银国际

#### 2. 拨备提高导致业绩低于预期

- 1) 净息收入略低于我们的预期 0.2%。公司 3 季度净息差由 2 季度的 2.92% 下降到 2.87%, 没有出现我们预期的略有上升, 贷款和投资占比下降, 同业资金占比上升是主要原因;
- 2) 拨备大幅高于预期。整体拨备费用较预期高出 22%, 我们认为提高拨备覆盖率是导致拨备大幅上升的原因。

### 业绩差异

(人民币, 百万)	前三季度业绩实际值	前三季度业绩预测值	差异(%)
净利息收入	33,021	33,089	(0.2)
净手续费及佣金收入	6,456	6,580	(1.9)
其他非息收入	564	462	22.1
营业收入	40,041	40,131	(0.2)
营业费用	(15,779)	(16,356)	(3.5)
拨备前营业利润	24,262	23,775	2.0
拨备费用	(4,236)	(3,470)	22.1
营业利润	20,026	20,304	(1.4)
营业税	(2,795)	(2,852)	(2.0)
非经营性收入	(44)	(54)	(18.5)
税前利润	17,187	17,398	(1.2)
所得税	(4,085)	(4,003)	2.0
净利润	13,102	13,395	(2.2)
少数股东损益	(95)	(72)	31.9
归属母公司净利润	13,007	13,323	(2.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 股价短期调整，建议逢低买入

由于净利低于预期，特别是净息差的环比下降会影响到投资者对未来增长的预期，我们预计股价特别是H股短期有调整的可能，但我们认为调整可买入。

#### 1. 商贷通模式盈利性和增长性超预期

截至9月份，民生商贷通的贷款余额达到1,200亿，占总贷款的比重达到12%，较年初的余额增长达到167%。市场对该类贷款的资产质量存在很大忧虑，但我们认为目前该类客户在中国属于大多数的富裕人群，其资质远好于国际上所谓小微企业的贷款质量。尽管目前历史尚短，但只要中国经济稳步增长，且公司在担保和审核上把好关，可能该类贷款的风险调整后的收益也超出预期。而民生在该市场的领先优势可能帮助其获得更好的增长空间。

#### 2. 11年增长恢复

展望11年，净息差和拨备是影响增长的两个重要因素。对于前者，我们认为民生有优于其它银行的优势：

- 短期资产占比高。民生的同业资金运用目前占比较高，而同业资金的收益率随市场可以灵活变动，在我们认为明年资金偏紧的情况下，该部分资产的收益有望提高；
- 商贷通占比提高，高收益资产占比高；
- 短期贷款占比高，重新定价快。

而在拨备方面，截至9月底，民生的拨贷比达到1.9%，高于股份制银行平均1.84%的水平，远高于**中信银行**（601998.SS/人民币5.71, 卖出; 0998.HK/港币5.62, 持有）的1.4%和**兴业银行**（601166.SS/人民币27.16, 持有）的1.38%。

综合上述，我们认为11年在基数效应消除后，民生自身核心业务的发展应略高于行业平均水平。

### 3. 估值折价较高

民生银行按照10年预测值计算的市盈率和市净率分别为9.26倍和1.44倍，低于股份制银行平均水平分别折价24%和23%，我们认为随着10年的结束，民生较其它银行的增长折价将基本消失，因此其目前估值具备吸引力，建议若今后调整可买入A和H股。

### 4. 投资风险

- 若宏观经济增长乏力，对资产质量的担心增加，则民生的微小企业业务受到的怀疑高于其它类贷款。
- 再融资。民生的核心资本充足率未来两年在8%左右徘徊，有再融资的压力。
- 成本增加。民生的人工成本较高，未来若上涨过快，将侵蚀利润增长。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371