

# 走特色贷款之路

## 增持调高

目标价格：6.20 元

### 投资要点：

- 📖 专注商贷通业务
- 📖 净息差小幅反弹
- 📖 低 PB 提供高安全边际，增持评级

### 报告摘要：

- **专注商贷通业务。**到10月底商贷通余额1400亿元，民生银行计划明年商贷通新增1000亿，达到2500亿元。未来的商贷通目标是占比达到40%。风险控制方面，公司认为只有在规模达到4000-5000亿元时不良才会上升。目前商贷通属于半自动化管理状态，事业部改革时预留了端口从事商贷通业务。
- **贷款投向注重大消费类行业。**在专注商贷通业务同时，由于房地产贷款收益很好，目前还占用一些信贷资源，但是大消费行业是公司贷款的重点投向。
- **净息差仍小幅反弹。**三季度民生银行净息差2.93%，由于四季度活期存款占比提高，净息差小幅反弹1个BP。如果2011年信贷紧缩政策得以贯彻，净息差仍会小幅反弹。
- **资产质量维持现状。**三季度民生银行不良率仅为0.75%，拨备覆盖率259.4%。资产质量继续改善的空间不大。对于2.5%拨贷比问题，由于民生银行暂时还未被确定为系统性重要银行，明后两年压力不大。
- **投资建议。**我们预计民生银行2010年净利润增长25.9%，达到152.45亿元，每股收益0.57元，2011年净利润增速27.3%，达到194亿元，每股收益0.73元，对于PE7倍，PB1.11倍，增持评级。

### 分析师

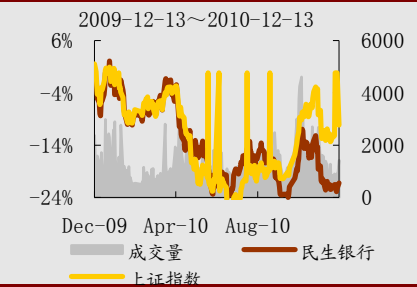
金融地产小组

联系人：张继袖

电话：010-88085976

Email: zhangjixiu@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	22859	
20100630	18892	
20100331	19348	

数据来源：港澳资讯

(百万元,元)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	41451	45305	55949	68128	82013
净利润	12108	15245	19401	23758	28805
摊薄 EPS(元)	0.54	0.57	0.73	0.89	1.08
BVPS(元)	3.95	3.87	4.57	5.39	6.38
PE(X)	9.34	8.90	7.00	5.71	4.71
PB(X)	1.28	1.31	1.11	0.94	0.80
P/POP(X)	5.41	5.74	4.65	3.82	3.17
市值/总资产	7.93%	7.83%	6.62%	5.60%	4.72%

### 相关研究

- 1 《宏源证券\*公司研究\*民生银行：商贷通业务快速增长\*600016\*银行\*张继袖》，2010.10
- 2 《宏源证券\*公司研究\*民生银行：三因素推动利润增长，NIM 反弹\*600016\*银行\*张继袖》，2010.8

## 目录

一、商贷通业务情况 .....	4
(一) 规模增长 .....	4
(二) 利率浮动 .....	4
(三) 风险控制 .....	4
二、贷款投向问题 .....	4
三、净息差走势 .....	5
四、资产质量：维持现状 .....	6
五、盈利预测和估值 .....	6

## 插图

图 1: 单季度净息差年化走势.....5

## 表格

表 1: 民生银行贷款行业投向.....5  
表 2: 民生银行不良贷款历史变化.....6  
表 3: 民生银行不良净生成率变化.....6  
表 4: 民生银行盈利预测.....7  
表 5: 上市银行估值.....8

## 一、商贷通业务情况

### (一) 规模增长

到10月份商贷通余额1400多亿,全年1500亿,明年2500亿元,增量利率上浮30%,太原分行利率上浮51%,一般是南京、江苏、宁波、杭州上浮比较多。贷款定价,首先考虑资金安全性,抵押不到60%,无抵押占比40%,但都有担保(手续相对简单,7天之内肯定放款,一般2-3天放款),信用贷款占比不到4%。商贷通目前的客户主要是大消费类方向的商户。期限上看,商贷通业务一年以下占90%以上。公司计划明年商贷通新增1000亿,到2500亿元。民生银行资产结构调整未来目标:大量做商贷通,占到40%。以事业部为基础,做专业性银行。

### (二) 利率浮动

09年商贷通贷款利率上浮9%,10年增加到20%,原因就是抵押放开了。商贷通抵押方式多种多样,仓单、存货、汽车和应收款等都可以抵押,抵押采取平均利率,联保互保至少上浮20%。未来的担保比例会上升,抵押缩小。担保占比40-50%之间。不良容忍度是1%,民生银行目前不良率是0.75%,小企业和个体户可以高于大企业不良贷款率。在两三年之内不会出现不良快速上涨,公司认为,当商贷通规模达到4000-5000亿左右,占比30-40%,不良才会上升。

### (三) 风险控制

商贷通业务风险控制分两段:第一阶段类似于信用卡,但介于信用卡和公司贷款之间,主要是贷前审查,一定要包括市场预测和产品前景,综合评估,主要把握选择优质客户,主动选择客户的好处是风险控制会比较好。但也有问题,优质客户不需要贷款,主要是通过优质客户的示范和带头作用,改变了商户的经营习惯,原来都是一次性付款,现在选择贷款,可以享受优惠和资产周转的好处。第二阶段是贷中和贷后的监控,与公司业务不一样,商贷通都是以个人为贷款对象的,计入个人征信记录,对贷款负无限责任,贷后这一块人力还不能完全覆盖,电话随时监控,还有其他方式,比如和批发市场的管理者合作,类似于委托监督。

商贷通核算比较人工化,分行用总行的平台系统,资金池和核算都是统一的,统一标准和操作。

## 二、贷款投向问题

由于贷存比问题,中报时贷款增速缓慢,1-9月份新增到1000多亿,10月和11月每月新增500亿,完全全年1200亿元新增任务。民生银行预计明年信贷目标7万亿以上。根据我们年度策略中全年新增贷款6.5万亿元的测算,2011年贷款增速15.45%,而根据7万亿测算,明年贷款增速18%。

投向上，房地产行业由于效益好，仍占用了一些资源，按揭 900 多亿，基本上不新增贷款，开发贷在 1000 亿左右，明年开发贷策略维持稳定，维持中长期老客户信贷需求。

**表 1: 民生银行贷款行业投向**

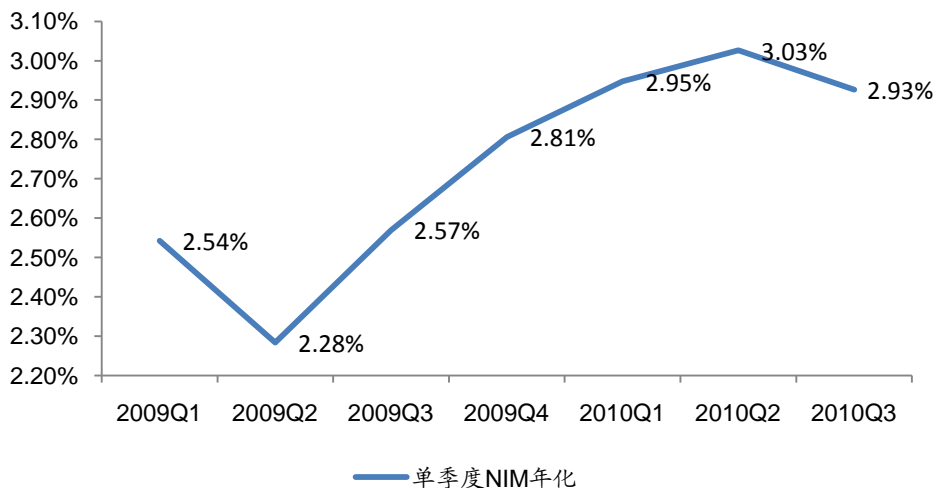
百万	2010H		2009		2008	
	账面余额	占比 (%)	账面余额	占比 (%)	账面余额	占比 (%)
公司贷款和垫款						
制造业	122,711	12.85	121,940	13.81	103,132	15.67
房地产业	121,917	12.77	103,713	11.75	90,158	13.69
租赁和商务服务业	102,963	10.78	94,644	10.72	51,045	7.75
交通运输、仓储和邮政业	65,009	6.81	75,137	8.51	69,840	10.61
水利、环境和公共设施管理业	57,565	6.03	60,967	6.9	40,262	6.12
电力、燃气及水的生产和供应业	35,388	3.71	48,515	5.49	46,761	7.1
采矿业	65,572	6.87	41,680	4.72	28,601	4.34
金融业	17,589	1.84	37,835	4.28	25,135	3.82
公共管理和社会组织	36,021	3.77	36,051	4.08	13,942	2.12
批发和零售业	52,660	5.52	35,772	4.05	25,811	3.92
建筑业	26,149	2.74	26,144	2.96	25,307	3.85
教育和社会服务业	24,593	2.58	22,125	2.51	14,290	2.17
信息传输、计算机服务和软件业	3,410	0.36	3,816	0.43	4,960	0.75
其他	13,223	1.37	10,760	1.22	10,545	1.6
小计	744,770	78	719,099	81.43	549,789	83.51
个人贷款和垫款	210,076	22	163,880	18.57	108,571	16.49
总额	954,846	100	882,979	100	658,360	100

资料来源：公司数据，宏源证券

### 三、净息差走势

由于活期存款在四季度略增，净息差继续小幅反弹。三季度民生银行净息差 2.93%，目前上升 01 个 BP。我们预测，明年信贷紧缩背景下，民生银行净息差会持续反弹，除非信贷量脱离管制。

**图 1: 单季度净息差年化走势**



资料来源：宏源证券

## 四、资产质量：维持现状

三季度末，民生不良率 0.75%，拨备覆盖率 259.4%。中报时，拨贷比 1.80%，由于目前民生银行并没有被认定为系统性重要银行，2.5%拨贷比的压力并不大。

表 2: 民生银行不良贷款历史变化

	占总贷款的比重						
	2006	2007	1H2008	2008	2009H	2009	2010h
正常	96.13%	97.40%	96.92%	96.31%	97.45%	97.70%	97.93%
关注	2.62%	1.38%	1.88%	2.49%	1.69%	1.46%	1.29%
次级	0.49%	0.41%	0.50%	0.53%	0.31%	0.28%	0.34%
可疑	0.47%	0.49%	0.49%	0.48%	0.27%	0.32%	0.23%
损失	0.29%	0.31%	0.22%	0.19%	0.28%	0.24%	0.22%
不良贷款	1.25%	1.22%	1.21%	1.20%	0.86%	0.84%	0.79%
贷款合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：宏源证券

表 3: 民生银行不良净生成率变化

	2006	2007	1H2008	2008	2009H	2009	2010h
不良余额变化		880	616.659	1,148	-120	-524	115
核销		792	465	1,340	911	1345	172
新增不良（除核销）/贷款平均余额		0.17%	0.11%	0.19%	-0.02%	-0.07%	0.01%
新增不良（含核销）/贷款平均余额		0.33%	0.19%	0.41%	0.10%	0.11%	0.03%
新增不良（除核销）/上年新增贷款		1.06%	1.08%	1.11%	-0.05%	-0.23%	0.16%
新增不良（含核销）/上年新增贷款		2.02%	1.89%	2.41%	0.32%	0.37%	0.40%
贷款平均余额		513,523.3	583,504.80	606,659.50	781,147	770,669.5	918,912.5
上年新增贷款		82,871.4	57,091.60	103,401	245,574	224,619	71,867
拨备覆盖率 %	116.62	113.14	114.2	150.04	169.93	206.04	229.42

资料来源：宏源证券

## 五、盈利预测和估值

我们预计民生银行 2010 年净利润增长 25.9%，达到 152.45 亿元，每股收益 0.57 元，2011 年净利润增速 27.3%，达到 194 亿元，每股收益 0.73 元，对应的 PE 为 7 倍，PB 为 1.11 倍，增持评级。

**表 4: 民生银行盈利预测**

资产负债表					利润表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及存放央行	226054	291603	348261	412349	净利息收入	32240	39976	49876	61509
存放同业和其它	61848	76135	90928	107661	手续费及佣金净收入	4664	5648	6412	6978
拆出资金	20716	25502	30456	36061	其他净收入	4547	-320	-340	-359
证券投资	156366	183105	246400	344709	营业收入合计	41451	45305	55949	68128
买入返售金融资产	52299	51052	60971	72191	营业税金及附加	2802	3062	3782	4605
衍生金融资产	465	565	668	790	业务及管理费	17737	18611	22983	27986
发放贷款及垫款	867738	1055404	1213315	1381094	资产减值损失	5307	3985	4167	4889
固定资产	7440	6481	6260	5860	营业支出合计	25846	25658	30932	37481
递延所得税资产	3181	3865	4571	5407	营业利润	15605	19647	25016	30648
无形资产	209	149	141	126	营业外收支净额	51	50	49	48
其他资产合计	13202	39206	47812	58134	拨备前利润	20912	23632	29184	35537
资产合计	1426392	1733066	2049784	2424382	利润总额	15656	19697	25065	30696
同业和其它金融机 构存放	138470	143050	143908	140245	减: 所得税	3548	4451	5665	6937
拆入资金	7500	10074	10134	11687	净利润	12108	15245	19401	23758
卖出回购金融资产 款	6347	22284	22571	22795	归属于母公司的 净利润	12104	15240	19394	23751
吸收存款	1127938	1387364	1650963	1933277	少数股东损益	4	5	6	8
应付债券	23060	11785	11785	5785	基本每股收益	0.54	0.57	0.73	0.89
其他负债合计	19921	39943	73246	151550	稀释每股收益	0.54	0.57	0.73	0.89
负债合计	1337498	1628785	1926896	2279613	<b>财务指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	22262	26714	26714	26714	<b>成长性</b>				
资本公积金	38181	39436	40425	40733	营收增长率	19.3%	9.3%	23.5%	21.8%
盈余公积金	4184	5708	7647	10022	EBIT 增长率	41.0%	21.8%	25.8%	21.7%
未分配利润	12503	20654	36325	55516	净利润增长率	53.5%	25.9%	27.3%	22.5%
一般风险准备	10904	10904	10904	10904	<b>盈利性</b>				
少数股东权益	860	865	871	879	ROA	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
股东权益合计	88034	103416	122016	143890	ROE	13.6%	14.6%	15.8%	16.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT 率	40.2%	44.8%	45.6%	45.6%
净利润	12104	15240	19394	23751	净息差	2.65%	2.72%	2.85%	2.97%
EBIT	16649	20285	25525	31071	成本收入比	42.8%	41.1%	41.1%	41.1%
NOPLAT	12876	15701	19756	24049	<b>估值倍数</b>				
资产准备	5307	3985	4167	4889	PE	9.34	8.90	7.00	5.71
折旧与摊销	435	635	635	780	P/S	2.73	3.00	2.43	1.99
来源	337820	291287	298111	352716	P/B	1.28	1.31	1.11	0.94
运用	372042	306674	316718	374598	股息收益率	1.33%	0.82%	1.31%	1.61%
自由现金流	-20912	949	1784	2948	EV/EBITDA	8.01	7.08	5.66	4.46

资料来源: 宏源证券

**表 5: 上市银行估值**

	收盘价		市盈率 (倍)				市净率(倍)				P/PPOP		
	2010-12-13	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E	09	10E	11E	12E
深发展 A	16.34	11.32	9.04	7.16	5.68	2.78	1.76	1.48	1.24	6.56	5.46	4.43	3.56
宁波银行	12.12	23.98	15.50	9.88	7.20	3.59	2.19	1.91	1.63	13.93	10.40	6.83	4.99
浦发银行	12.78	13.87	10.12	8.01	6.59	2.70	1.39	1.17	0.98	5.54	6.69	5.36	4.40
华夏银行	11.10	14.73	13.12	9.46	7.50	1.83	1.36	1.21	1.07	6.77	6.49	5.06	4.17
民生银行	5.08	11.21	8.87	6.94	5.67	1.54	1.31	1.11	0.94	5.41	5.73	4.62	3.79
招商银行	13.15	15.56	11.57	8.66	7.17	3.06	2.10	1.76	1.48	10.10	8.53	6.39	5.37
南京银行	10.01	19.25	12.63	9.47	7.72	2.47	1.45	1.27	1.11	8.24	8.53	6.46	5.25
兴业银行	24.26	10.95	8.80	6.68	4.93	2.44	1.56	1.27	1.02	6.84	6.38	4.72	3.53
北京银行	11.70	12.93	10.11	7.78	6.25	1.94	1.66	1.41	1.19	9.32	7.16	5.57	4.49
交通银行	5.58	10.44	8.37	6.67	5.26	1.92	1.37	1.17	0.98	5.57	4.94	4.08	3.25
工商银行	4.23	11.36	9.32	7.83	6.60	2.17	1.83	1.61	1.41	7.47	6.25	5.14	4.38
建设银行	4.74	10.40	8.54	6.91	5.54	2.00	1.69	1.49	1.30	6.79	5.64	4.59	3.72
中国银行	3.27	10.99	9.54	8.06	6.63	1.72	1.40	1.28	1.16	6.61	6.06	5.04	4.00
中信银行	5.40	14.72	10.68	8.24	6.75	2.05	1.76	1.50	1.26	9.69	7.08	5.46	4.55
农业银行	2.63	13.14	9.40	7.39	5.88	2.49	1.58	1.38	1.19	6.00	5.51	4.52	3.67
光大银行	3.74	19.79	12.55	9.38	7.46	3.14	1.90	1.68	1.47	9.71	8.08	5.97	4.78
行业平均		14.04	10.51	8.03	6.43	2.37	1.65	1.42	1.21	7.78	6.81	5.26	4.24
国有大行平均		11.27	9.04	7.37	5.98	2.06	1.58	1.39	1.21	6.49	5.68	4.67	3.80
股份制银行		14.02	10.60	8.06	6.47	2.44	1.64	1.40	1.18	7.58	6.81	5.25	4.27
城商行平均		18.72	12.75	9.05	7.06	2.67	1.77	1.53	1.31	10.50	8.69	6.29	4.91

资料来源: 宏源证券

**分析师简介:**

**张继袖:** 宏源证券研究所高级行业研究员, 南开大学会计学博士, 北京交通大学金融学博士后。

**主要研究覆盖公司:** 工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行、光大银行、农业银行

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 <a href="mailto:muxiaofeng@hysec.com">muxiaofeng@hysec.com</a>	<b>曾利洁</b> 010-88085790 <a href="mailto:zenglijie@hysec.com">zenglijie@hysec.com</a>	<b>雷增明</b> 010-88085989 <a href="mailto:leizengming@hysec.com">leizengming@hysec.com</a>
	<b>孙利群</b> 010-88085096 <a href="mailto:sunliqun@hysec.com">sunliqun@hysec.com</a>	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。