



民生銀行 (600016.SH/1988.HK)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	600016.SH
	買進
	目標價：6.72RMB
H 股	1988.HK
	買進
	目標價：8.50HKD

基本資料

股票資訊	H股	A股
目前股價	7.09	5.35
股票代碼	1988.sh	600016.sh
日成交量	65,228,000	176,477,284
52周最高價/最低價	8.9/6.3	8.21/4.92
發行股數(百萬股)	26,715	26,715
其中：流通股(百萬)	26,366	26,366
第一大股東	香港中央結算(代理人)有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600016.SH	4.7%	6.4%	4.3%	-26.8%
000001.SH	2.4%	7.2%	3.5%	1.4%

資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

主營業務收入



資料來源：元富上海

元富上海代表處

分析師：袁曉雨 Rainy Yuan
電郵：rainy.sh@masterlink-cn.com

資本有效補給，業務發展更有保證

- **商貸通業務成為公司信貸業務發展亮點。**預計2010年公司貸款餘額增長15%，低於行業平均水平，在股份制銀行中也處於低位。但以微小企業為主要對象的商貸通業務發展迅速，占比不斷提升，有利於公司息差水平提高。預計2011年公司貸款餘額增速將達到16%，淨息差提升18-20bps，公司淨息差水平仍然領先全行業。
- **對公貸款的過度依賴和較高的成本收入比或制約公司利潤增長。**公司對公貸款占比達到75%，對公存款占比達到83%，在股份制銀行中均較高。並且由於民生銀行在業績考核和員工激勵方面更為市場化，其成本收入比水平也較行業為高，此兩點若不改善則將成為制約公司長期發展的桎梏。
- **公司新修訂的融資方案優于原方案，有利於公司資本儘快補充。**公司近期公告決定取消原來的定向增發融資方案，改為在A股可轉債融資和H股公開發行，預計融資規模將達290億元，較原方案的215億元高。融資完成后將提升公司核心資本充足率和資本充足率至8.6%和12.7%，A股可轉債轉股后公司核心資本充足率將繼續提升至9.5%。
- **評價及投資建議：**預計公司2011年實現淨利潤225.07億元，同比增長36.2%，實現EPS 0.84元（攤薄前），對應2011年6.37倍PE和1.28倍PB，估值極具吸引力。給予公司A股和H股均“買進”評級，對應目標價分別為6.72元和8.5港元。

主要財務分析

	2007	2008	2009	2010(F)	2011(F)
淨利息收入	22,580	30,380	32,240	45,812	56,836
年增率(%)	39.64%	34.54%	6.12%	42.10%	24.06%
手續費及傭金淨收入	2,391	4,461	4,664	7,915	10,346
年增率(%)	117.82%	86.55%	4.55%	69.70%	30.72%
淨利潤	6,335	7,893	12,048	16,648	22,627
年增率(%)	65.33%	24.46%	52.75%	37.18%	36.22%
每股收益	0.44	0.42	0.54	0.74	0.84
市盈率(倍)	32.54	11.05	17.28	7.21	6.35
市淨率(倍)	4.51	1.60	2.34	1.21	1.28
股價/經營現金	(7.12)	1.16	4.22	1.89	1.34
ROA(%)	0.69%	0.75%	0.85%	0.99%	1.19%
ROE(%)	12.62%	14.44%	13.55%	16.94%	20.21%
現金股利率	0.38%	2.36%	1.41%	2.97%	2.97%

資料來源：元富上海



信貸持續緊縮，銀行業進入“以價補量”的增長模式

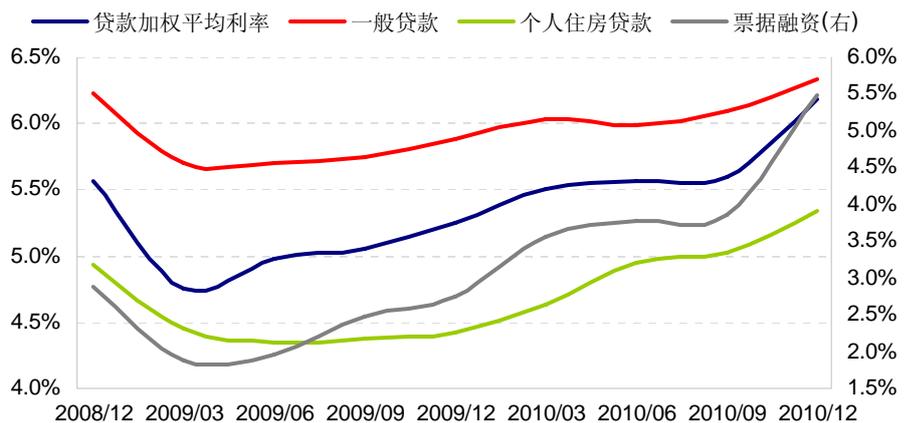
銀行業加權平均淨息差



資料來源：元富上海

為抑制日益高企的通脹，自2010年10月起，央行三次上調基準利率，五次上調存款準備金率，累計凍結資金約1.8萬億元，貨幣政策持續緊縮。4Q10央行開始嚴控信貸，但4Q10銀行業整體信貸仍然連續數月超預期，信貸需求的旺盛程度超出監管層預期。進入2011年，不僅央行加息，各家商業銀行也一方面取消首套住房貸款利率優惠，另一方面爭相將其他貸款收益率上浮，但仍未阻擋實體經濟旺盛的貸款熱情，一二月份首周均有大量媒體關於信貸額度緊張的報導。元富對2011年宏觀經濟的整體看法是平穩運行，持續旺盛的信貸需求難以出現急速轉向，而信貸資源供給端則在監管層的嚴控下不會大幅增長，預計2011年新增信貸七萬億元，較2010年下降近萬億元，此種狀況有利於銀行業提升貸款議價能力及提高行業淨息差。銀行業將從2009年開始的“以量補價”的增長模式進入“以價補量”，預計2011年上市銀行加權平均淨息差將提升15-20bps，達到2.75%。

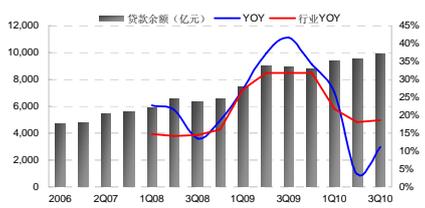
貸款加權平均利率



資料來源：元富上海

民生銀行2010年貸款增長低於行業平均水平，商貸通業務是亮點，預計公司2011年貸款餘額增長16%

民生銀行貸款增長



資料來源：元富上海

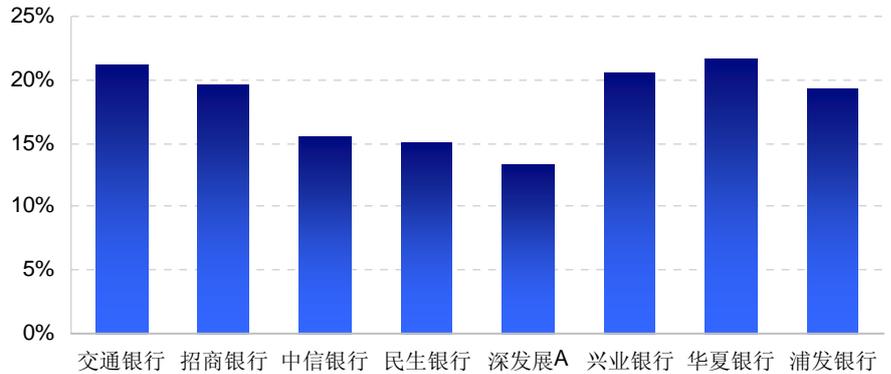
3Q10末，民生銀行貸款餘額較年初增長12%，預計2010年貸款餘額增長15%，低於上市銀行約20%的水平，在股份制銀行中也僅高於深發展。主要是由於公司在年初忽略存款業務發展，致使上半年貸存比直逼監管紅線，公司在上半年貸款業務發展受到限制，下半年貸款增速與股份制銀行平均水平相當。儘管公司整體貸款增速表現不佳，但“商貸通”業務發展迅速。“商貸通”是民生銀行于2009年2月推出，專門向個體工商戶、小型企業主及微型企業主提供用於生產或投資等經營活動的人民幣授信業務及結算、存取款、理財、消費信貸和諮詢等一攬子金融服務，融資金額500萬元以下，平均在100萬元左右。目前公司擁有“商貸通”客戶數量超過10萬。截止3Q10末，“商貸通”餘額達到1200億元，同比增速接近170%，在貸款總額中占比升至12.09%。而公司在2009年制定的三年規劃中的提出將“商貸通”貸款量占比升至20%，該業務未來仍有較大發展空間，“商貸通”業務發展的好處在於一方面直接提升公司零售業務占比，另一方面由於該業務平均貸款議價能力提升15%左右，直接為公司息差增長貢獻力量。



2011年公司貸款業務發展仍然依靠存款增長狀況，在完成再融資提升資本充足率后，預計2011年公司貸款餘額增速將達到16%，與行業平均水平相當。

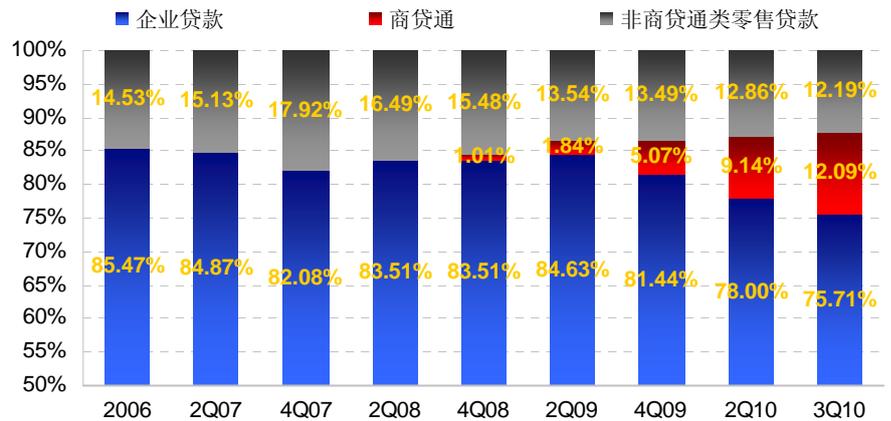
股份制銀行 2010 年貸款增速

主要股份制銀行2010年貸款增速預測



資料來源：元富上海

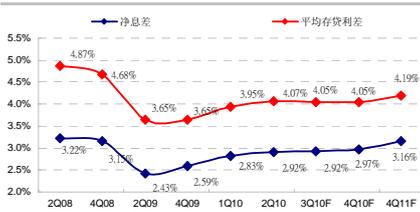
民生銀行貸款結構



資料來源：元富上海

公司淨息差水平高於股份制銀行及行業平均，預計2011年淨息差提升18-20bps

民生銀行淨息差

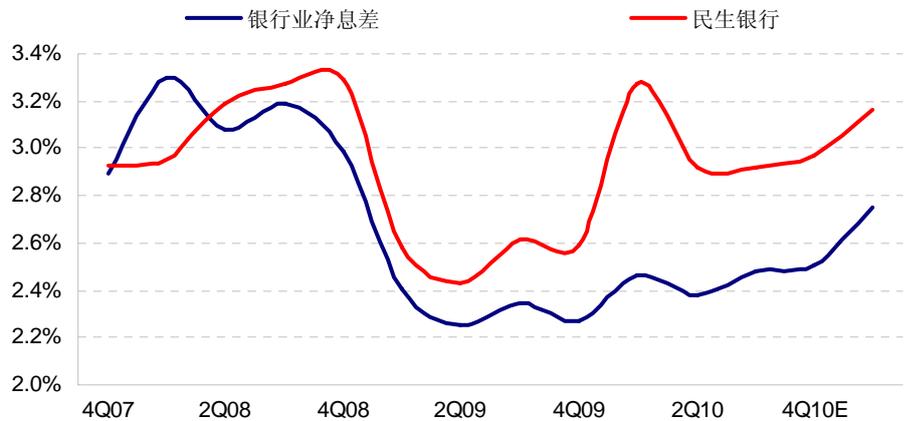


資料來源：元富上海

得益于規模擴張、資本消耗的增長模式，民生銀行生息資產中貸款占比及風險資產權重顯著高於行業平均水平，再加上近年來中小企業、民營企業、小微企業貸款占比得到極大提升，平均貸款的議價能力提升較快，民生銀行生息資產收益率水平顯著高於其他股份制銀行及行業平均水平。另一方面，公司活期存款占比高，使得付息負債成本率下降較快。整體來看，公司近年淨息差水平持續高於行業平均水平，成為業績增長的一大亮點。2011年，旺盛的信貸需求及緊縮的貨幣政策將推升銀行業整體息差水平的提高，對於貸款在生息資產中占比較高的民生銀行將受益明顯。預計2011年公司淨息差水平將比2010年提升18-20bps左右，達到3.16%，仍然行業領先。

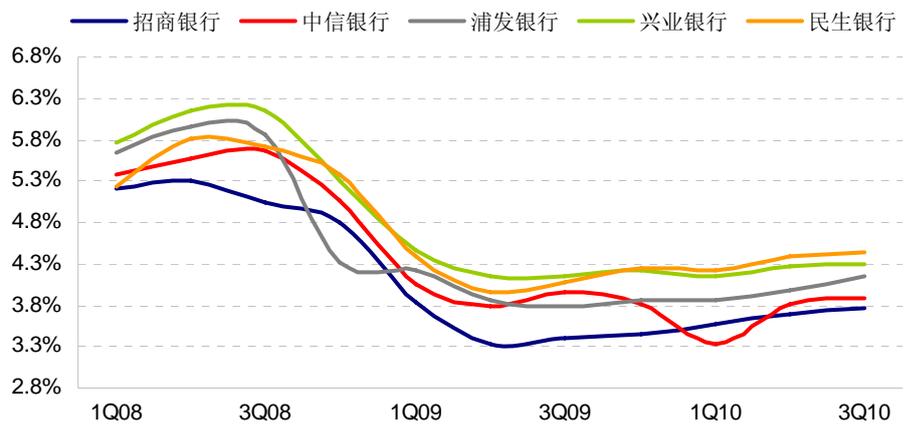


民生銀行淨息差與行業平均對比



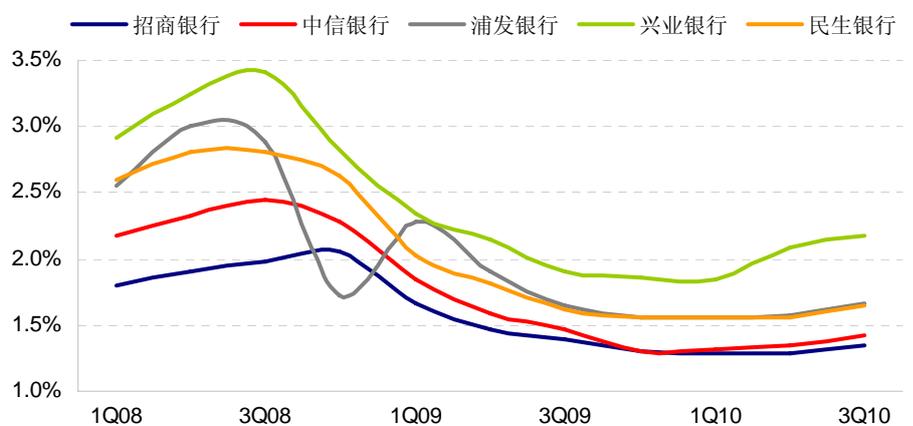
資料來源：元富上海

主要股份制銀行生息資產收益率比較



資料來源：元富上海

主要股份制銀行付息負債成本率比較



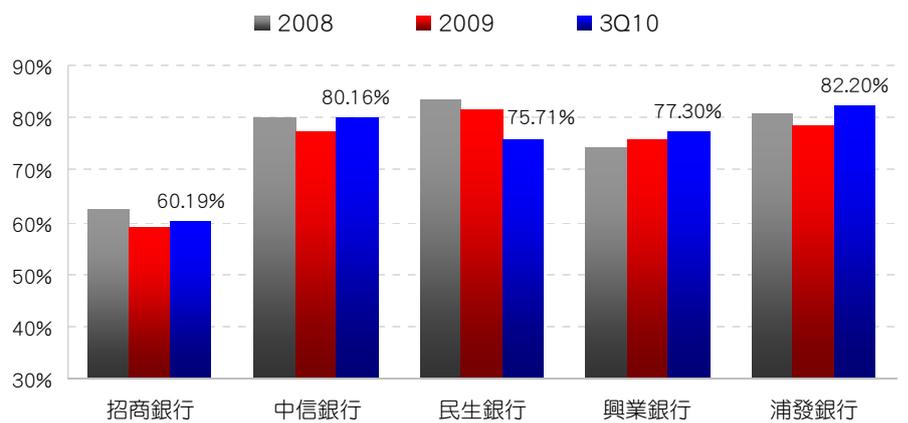
資料來源：元富上海



制約民生銀行發展的桎梏之一在於 對公業務的過度依賴

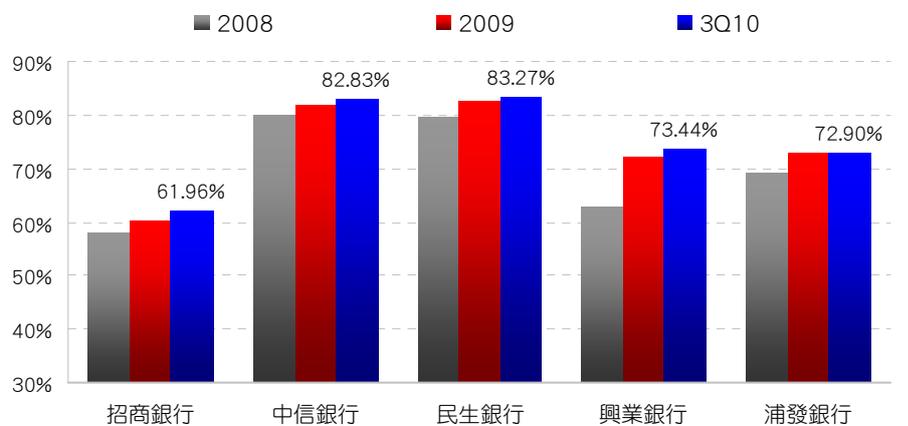
按資產規模排名，民生銀行在股份制銀行中排名第四，但民生銀行在對公業務的依賴程度上較其他股份制銀行相對嚴重。貸款方面，由於2009年以來民生銀行開始注重零售業務和微小企業的發展，對公貸款占比逐步下降，3Q10末公司對公貸款占比下降至75.71%，股份制銀行中排名第四。但在存款方面，公司對公存款占比達到83.27%，股份制銀行中排名第一。在商業銀行發展初期，將對公業務作為主要發展對象是無可厚非的，但由於對公業務資本消耗大、成本佔用高，與零售業務相比較為低效，若持續對公業務過分依賴將不能適應未來利率市場化、資本節約的發展模式。以民生銀行來看，對公客戶定期存款平均利率較零售客戶高出近30bps，對公客戶活期存款平均利率較零售客戶高出35bps，而對公貸款收益率僅比零售貸款高10bps，明顯看出對公業務的效率低下。民生銀行對公貸款的高依賴程度將成為未來制約公司發展的桎梏。

主要股份制銀行對公貸款占比



資料來源：元富上海

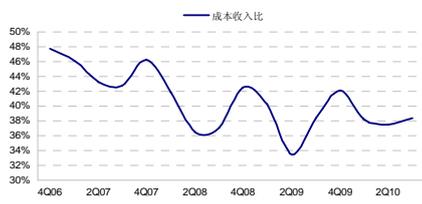
主要股份制銀行對公存款占比



資料來源：元富上海

制約民生銀行發展的桎梏之二在於較高的成本收入比率

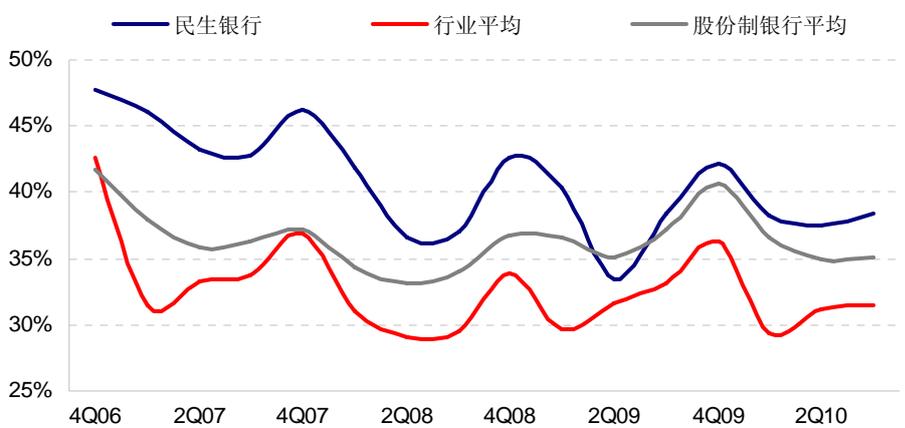
民生銀行成本收入比



資料來源：元富上海

與其他股份制銀行相似，由於自身客戶基礎與大型商業銀行相比處於劣勢，民生銀行的發展更多的是依靠網點的擴展、員工的激勵，使其成本收入比顯著高於上市銀行平均水平。作為唯一一家由非國有企業發起成立的全國性股份制商業銀行，民生銀行在業績考核、員工激勵方面顯得更為市場化和更具競爭力，其成本收入比在股份制銀行中處於高位，且由於民生銀行的發展仍處於擴張階段，未來成本收入比也難以在短期內有大幅下降，高成本收入比將成為未來幾年限制公司淨利潤增長的重要因素。

主要股份制銀行對公存款占比



資料來源：元富上海

新修訂的再融資方案優於原方案，有利於公司資本的儘快補充

民生銀行近期公告稱，決定取消原來的定向增發融資，擬採用在A股進行可轉債融資不超過200億元，在H股採用公開發行的方式融資，發行數量不超過16.5億股。公司曾于2011年1月7日提出對上海健特生命科技有限公司等七家公司進行定向增發的方案，增發價格為每股4.57元，募資不超過214.79億元。我們認為新融資方案好於原方案，1、由於原方案僅對A股大股東定向增發，并未考慮到A股中小股東及H股股東的利益，新方案則更顧及全體股東利益，使所有股東均有參與機會；2、若按照目前H股股價九折6.4港元計算，新方案融資規模將達到290億元，較之前的214.79億元更高。公司可將H股募集資金90億元直接用於補充核心資本，A股可轉債募集200億元先作為附屬資本，轉股后再用於補充核心資本。截止4Q10末，公司核心資本充足率為8.20%，資本充足率為10.55%，融資完成后可將核心資本充足率提升至8.60%，資本充足率提升至12.70%，若可轉債全部轉股，核心資本充足率則提升至9.5%。不僅使民生銀行資本充足率狀況達到監管層最低標準，而且有利於公司未來2-3年的快速擴張和做大做強民營企業和小微企業業務，有利於公司長期發展。



A 股可轉債主要條款

A股可轉債主要條款	
發行規模	不超過人民幣200億元
票面金額	100元人民幣/張
發行價格	按面值發行
債券期限	六年
債券利率	提請股東大會授權本公司董事會在發行前根據國家政策、市場狀況和本公司具體情況確定
轉股期限	自可轉債發行借宿之日滿六個月後的第一個交易日起至可轉債到期日止
初始轉股價格	不低於公佈募集說明書之日前二十個交易日公司A股股票交易均價和前一個交易日公司A股股票交易均價，具體初始轉股價格提請股東大會授權董事會在發行前根據市場狀況確定
向原A股股東配售的安排	本次發行的可轉債給予原A股股東優先配售權。具體優先配售數量提請股東大會授權董事會在發行前根據市場情況確定，並在本次發行的可轉債的募集說明書中予以披露

資料來源：元富上海

H 股增發主要條款

H股增發主要條款	
發行規模	不超過16.51億股（不超過發行前公司發行在外的H股總股數的40%，2011年2月25日H股總股數41.27億股）
定價方式	在充分考慮公司現有股東利益的前提下，根據國際慣例、監管要求，依據當時國際資本市場情況，參照當時公司H股股價走勢以及同類公司在國際市場的估值水準進行定價。

資料來源：元富上海

融資完成后公司資本充足，信貸業務增長更有保證，維持公司“買進”評級

此次融資將使公司資本得到有效補給，更有利於開展民營企業及微小企業的信貸業務，有利於公司逐漸擺脫對公業務的過度依賴，也有利於公司降低資本消耗。預計公司2011年實現淨利潤225.07億元，同比增長36.2%，實現EPS 0.84元（攤薄前）。對應2011年6.37倍PE和1.28倍PB，估值極具吸引力，我們給予公司A股目標PE為8倍，對應目標價6.72元，給予H股目標PE為12倍，對應目標價8.5港元，給予公司A股及H股均“買進”評級。



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010(F)	2011(F)
淨利息收入	10,093	11,072	11,856	12,791	12,707	14,014	14,531	15,584	32,240	45,812	56,836
手續費及佣金淨收入	2,059	2,450	1,947	1,459	2,689	3,195	2,546	1,916	4,664	7,915	10,346
營業收入合計	12,365	13,154	13,842	14,399	15,546	17,359	17,227	17,650	36,904	53,726	67,182
營業費用	5,579	6,008	6,307	7,502	6,545	7,308	7,252	8,313	20,539	25,396	29,419
營業費用/營業收入	45.12%	45.67%	45.56%	52.10%	42.10%	42.10%	42.10%	47.10%	55.66%	47.27%	43.79%
撥備前利潤	6,786	7,146	7,535	6,897	9,001	10,051	9,974	9,337	16,365	28,330	37,763
資產減值損失	1,165	1,098	1,973	2,160	1,710	1,909	2,239	2,294	5,307	6,396	8,154
稅前利潤	5,621	6,048	5,562	4,737	7,291	8,141	7,735	7,042	11,058	21,934	29,610
淨利潤	4,283	4,641	4,178	3,546	5,461	6,099	5,794	5,274	12,048	16,648	22,627
歸屬於母公司淨利潤	4,269	4,597	4,141	3,516	5,431	6,069	5,764	5,244	12,044	16,523	22,507
EPS	0.19	0.21	0.16	0.13	0.20	0.23	0.22	0.20	0.54	0.74	0.84
YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2,009	2010(F)	2011(F)
淨利息收入	47.86	55.42	35.65	33.93	25.90	26.57	22.56	21.84	6.12	42.10	24.06
手續費及佣金淨收入	125.03	77.15	55.26	31.18	30.61	30.40	30.76	31.32	4.55	69.70	30.72
營業收入	41.35	5.23	37.85	35.65	25.73	31.97	24.45	22.57	5.23	37.85	35.65
淨利潤	70.83	(5.70)	49.66	84.74	27.22	32.01	39.18	49.17	52.75	37.18	36.22
主要驅動因素	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2009	2010(F)	2011(F)
平均生息資產收益率	4.37%	4.44%	4.52%	4.68%	4.74%	4.77%	4.80%	0.00%	3.98%	4.31%	4.71%
淨息差	2.83%	2.92%	2.92%	2.97%	3.12%	3.14%	3.14%	3.16%	2.59%	2.97%	3.16%
非利息收入/營業收入	18.37%	15.83%	14.35%	11.17%	18.26%	19.27%	15.65%	11.70%	12.64%	14.73%	15.40%
營業費用/營業收入	45.12%	45.67%	45.56%	52.10%	42.10%	42.10%	42.10%	47.10%	55.66%	47.27%	43.79%

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)	Year-end Dec. 31	2008	2009	2010(F)	2011(F)
貸款餘額	646,475	867,738	1,015,426	1,167,740	客戶存款和同業存放款項淨增加額	155,514	360,379	276,042	223,613
其他生息資產	353,380	476,540	597,579	666,436	收取利息和手續費淨增加額	57,587	52,890	69,537	86,367
非生息資產	54,495	64,975	70,327	73,779	客戶貸款及墊款淨增加額	104,729	225,964	147,688	152,314
總資產	1,054,350	1,409,253	1,683,332	1,907,955	存放央行和同業款項淨增加額	4,909	40,069	89,185	34,678
存款餘額	785,786	1,127,938	1,387,364	1,595,468	經營活動產生的淨現金流量	53,202	56,917	82,398	95,179
其他付息負債	205,969	188,694	202,510	220,834	收回投資收到的現金	115,192	102,339	110,000	110,000
總負債	999,678	1,320,359	1,585,046	1,796,011	投資支付的現金	96,242	128,070	125,000	130,000
普通股股本	18,823	22,262	22,262	26,715	投資活動產生的淨現金流量	21,118	(20,619)	(12,000)	(16,000)
資本公積金	18,064	38,181	40,000	42,000	發行債券收到的現金	0	4,983	(5,765)	25,000
累計留存收益	8,992	16,687	20,024	24,029	分配股利、利潤或償付利息支付的現金	2,060	2,943	3,532	4,238
少數股權	792	860	1,000	1,200	籌資活動產生的淨現金流量	1,340	13,063	(7,478)	27,215
股東權益	54,672	88,894	98,286	111,944	本期共產生的現金流量	75,660	49,361	62,920	106,394
資產負債配置結構	2008	2009	2010(F)	2011(F)	每股盈利及估值指標	2008	2009	2010(F)	2011(F)
核心資本充足率	9.53%	8.00%	7.76%	7.41%	每股淨利潤	0.42	0.54	0.74	0.84
資本充足率	13.47%	12.37%	11.34%	10.97%	每股撥備前利潤	0.77	0.78	1.04	1.15
風險加權資產平均係數	72.83%	69.67%	69.50%	68.50%	每股稅前利潤	0.56	0.70	0.98	1.13
股東權益/總資產	5.19%	6.31%	5.84%	5.87%	每股淨資產	2.90	3.99	4.41	4.19
生息資產/總資產	94.83%	95.39%	95.82%	96.13%	P/B	1.60	2.34	1.21	1.28
貸款/總資產	61.32%	61.57%	60.32%	61.20%	P/PPOP	6.06	11.99	5.17	4.64
貸款/存款	82.27%	76.93%	73.19%	73.19%	P/E	11.05	17.28	7.21	6.35
貸款餘額年增長率	18.12%	34.23%	17.02%	15.00%	股息派發率	26.06%	24.44%	21.37%	18.83%
存款餘額年增長率	17.07%	43.54%	23.00%	15.00%	股息收益率	2.36%	1.41%	2.97%	2.97%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			