

民生银行 (600016.SH) 银行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

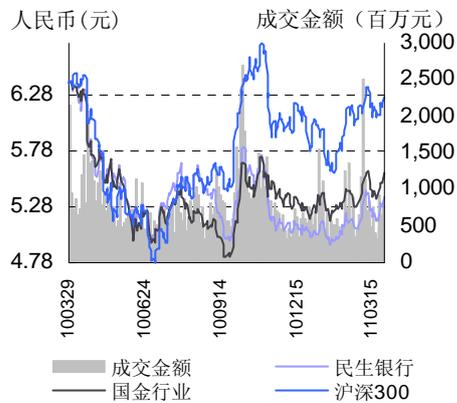
市价(人民币): 5.37元

年报点评 - 靓丽答卷;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	22,587.60
流通港股(百万股)	4,127.13
总市值(百万元)	143,458.12
年内股价最高最低(元)	6.41/4.94
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48



相关报告

1. 《反映股东诉求的融资方案修改》, 2011.2.28
2. 《定增解决资本金瓶颈,大股东增持彰显信心》, 2011.1.9
3. 《改革成基石,商贷助推二次腾飞》, 2010.11.30

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

张英 分析师 SAC 执业编号: S1130511030018
(8621)61038295
zhangying@gjzq.com.cn

业绩简评

- 民生银行 2010 年实现归属母公司净利润 175.81 亿元, EPS (摊薄) 0.658 元, 同比增长 45.2%, 符合我们及市场预期; 简单剔除去年海通投资收益(税前 49 亿, 税后 36.8 亿)的影响后, 业绩同比增长 108%。其中 4 季度单季实现净利润 45.74 亿元, 环比增长 10.5%, 规模增长和息差提升是 4 季度净利润环比上升的原因。

经营分析

- **存贷比达标后规模重回高增长:** 生息资产同比增长 27.1%, 其中贷款同比增长 19.8%, 同业资产同比增长 50%, 同业占生息资产的比重较去年提高 4.7 个百分点; 计息负债同比增长 27.6%, 其中存款同比增长 25.6%。6 月底存贷比达标压力消化后公司贷款投放力度明显增加, 4 季度单季新增贷款/新增存款为 117.8%, 较 3 季度 70.3% 继续提高。
- **息差维持高位:** 我们测算 4 季度单季度净息差 3.0%, 比 3 季度提升了 7BP。虽然公司 3 季度吸收了一些长期存款, 但通过高收益贷款项目消化了资金成本压力, 公司 10 年新增商贷通 1142 亿(贷款利率较去年提高 1% 以上), 占全年新增贷款的 65%。随着公司对商贷通投放力度的进一步加强, 预计公司未来息差仍将呈上升趋势。
- **手续费及佣净收入同比增长 78% 是亮点:** 其中融资顾问收入增长 81%、结算收入增长 209%、托管及其他受托业务增长 178%、信用承诺收入增长 58%, 这四项占手续费收入的 80%。
- **贷款质量保持稳定, 覆盖率大幅提高:** 10 年公司不良贷款余额与不良贷款率双降, 不良贷款余额从 09 年底的 73.97 亿元下降到 73.39 亿元, 不良率从 0.84% 下降至 0.69%。通过不良贷款减值准备变动, 我们测算出不良贷款净生成率为 0.07%, 较历史水平更低。10 年公司拨备计提力度平稳, 风险成本 0.55%, 与历史平均水平基本一致。不良贷款覆盖率大幅提高, 从 09 年底的 206% 上升到 270.4%。
- **A+H 融资摆脱资本约束:** 今年公司已发行 100 亿次级债补充附属资本, 未来 A 股可转债+H 股增发融资 290 亿左右, 预计 11 年末公司资本充足率/核心资本充足率分别为 13.18%/9.07%, 可保证公司 3 年以上的资本需求。

盈利调整

- 我们预计公司 2011/2012 年盈利预测至 234.4/298.8 亿(对应增发后 EPS0.83/1.05), 净利润同比增长 33.3%/27.5%, 2011/2012BVPS 分别为 4.71/5.60 元。

投资建议

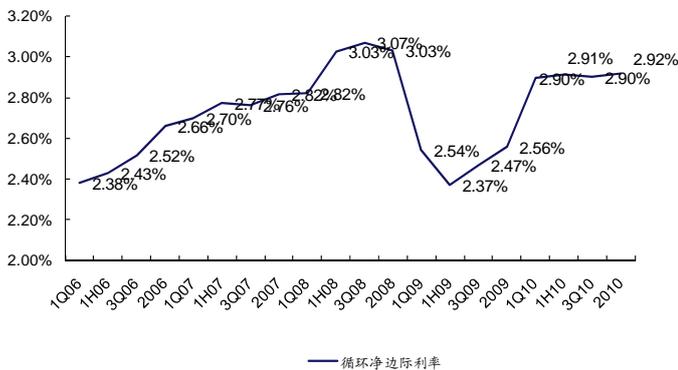
- 目前股价对应 1.14x11PB/6.5x11PE 和 0.96x12PB/5.1x12PE, PE、PB 估值为行业最低, 而公司的零售、中间业务相比同业均有不俗表现, 无论是绝对估值还是相对估值都偏低, 维持“买入”评级。

图表 1: 民生银行规模增长

	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
同比增长率									
生息资产	13.82%	15.34%	32.25%	31.34%	34.19%	26.05%	14.12%	24.47%	27.09%
贷款	18.12%	26.78%	47.56%	41.52%	34.23%	25.65%	5.27%	10.60%	19.59%
其中企业贷款	n.a.	n.a.							
其中个人贷款	n.a.	n.a.							
投资	-14.62%	-5.32%	-5.77%	13.40%	16.99%	14.81%	27.19%	26.83%	15.64%
同业	24.17%	1.98%	21.66%	17.57%	43.21%	33.14%	31.62%	60.09%	50.08%
季度环比增长									
生息资产	-0.79%	10.06%	21.59%	-1.07%	1.36%	3.38%	10.08%	7.89%	3.50%
贷款	3.96%	12.71%	22.24%	-1.20%	-1.39%	5.51%	2.41%	3.80%	6.62%
其中企业贷款	n.a.	n.a.							
其中个人贷款	n.a.	n.a.							
投资	-1.54%	6.09%	10.85%	-2.07%	1.58%	4.12%	22.81%	-2.35%	-7.38%
同业	-10.87%	5.36%	25.53%	-0.26%	8.57%	-2.04%	24.09%	21.31%	1.78%
同比增长									
计息负债	14.57%	15.49%	29.86%	33.07%	32.99%	24.79%	15.85%	22.64%	27.64%
存款	17.07%	30.84%	35.97%	39.31%	43.54%	21.56%	27.62%	24.88%	25.62%
活期存款	11.90%	n.a.	n.a.						
定期存款	21.00%	n.a.	n.a.						
债券	0.23%	14.87%	-14.71%	-14.77%	-32.17%	-41.53%	-21.51%	-21.46%	-6.78%
同业	6.65%	-40.19%	13.72%	12.78%	-4.95%	72.99%	-34.35%	16.22%	47.81%
季度环比增长									
计息负债	-0.55%	10.20%	18.89%	2.14%	-0.62%	3.41%	10.36%	8.13%	3.44%
存款	-0.43%	17.63%	11.86%	6.34%	2.59%	-0.38%	17.44%	4.05%	3.20%
活期存款	n.a.	n.a.							
定期存款	n.a.	n.a.							
债券	-0.66%	15.74%	-26.61%	1.02%	-20.95%	-0.23%	-1.49%	1.08%	-6.17%
同业	-1.10%	-27.45%	90.17%	-17.35%	-16.64%	32.04%	-27.83%	46.32%	6.01%

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 2: 民生银行循环净息差



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表 3: 民生银行单季净息差



图表 4: 民生银行资产质量

民生银行 (600016.SH): 资产质量
(RMB 百万)

	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009	1Q10	1H10	3Q10	2010
五级分类									
正常类	634,073		880,855		862,654		935,044		1,040,101
关注类	16,366	100-120亿	15,278		12,928		12,290		10,131
次级类	3,459		2,813		2,475		3,208		3,701
可疑类	3,189		2,464		2,799		2,160		1,983
损失类	1,273		2,524		2,123		2,144		1,655
不良贷款总额	7,921	8,671	7,801	7,284	7,397	7,455	7,512	7,397	7,339
增加额	187		0.12%			58	57	(115)	
贷款总额	658,360	741,111	903,934	893,543	882,979	931,875	954,846	992,449	1,057,571
关注类占贷款比重	2.49%	2.49%	1.69%		1.46%		1.29%		0.96%
次级占不良贷款比重	43.67%		36.06%		33.46%		42.71%		50.43%
可疑占不良贷款比重	40.26%		31.59%		37.84%		28.75%		27.02%
损失占不良贷款比重	16.07%		32.35%		28.70%		28.54%		22.55%
不良贷款率 (reported)									
不良贷款率	1.20%	1.17%	0.86%	0.82%	0.84%	0.80%	0.79%	0.75%	0.69%
不良贷款准备	(11,885)	(13,128)	(13,256)	(13,535)	(15,241)	(16,330)	(17,234)	(19,188)	(19,848)
一般准备/组合贷款准备 ⁰⁶	(7,895)		(8,852)		(10,863)		(13,179)		(16,265)
专项准备/单项贷款准备	(3,990)		(4,404)		(4,378)		(4,055)		(3,583)
不良贷款覆盖率	150.04%	151.40%	169.93%	185.82%	206.04%	219.05%	229.42%	259.40%	270.45%
不良贷款覆盖率 (剔除损失类)	159.63%	151.40%	203.37%	185.82%	248.73%		281.11%		320.07%
不良贷款拨备	(5,686)	(1,323)	(2,405)	(2,937)	(4,792)	(1,165)	(2,117)	(4,236)	(5,303)
拨备/不良贷款	71.78%	61.03%	61.66%	53.76%	64.78%	62.51%	56.36%	76.36%	72.26%
拨备/贷款总额 (风险成本)	0.94%	0.76%	0.63%	0.50%	0.59%	0.51%	0.46%	0.60%	0.55%
组合计提/贷款总额	1.20%		0.98%		1.23%		1.38%		1.54%
单项计提/不良贷款	50.37%		56.45%		59.19%		53.98%		48.82%

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 5: 民生银行利润表预测

民生银行(600016.SH): 利润表							
YE 31 Dec (RMB 百万)							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	27,361	40,070	56,311	53,441	70,776	94,050	116,607
利息支出	(11,191)	(17,490)	(25,931)	(21,201)	(24,903)	(32,896)	(40,385)
净利息收入	16,170	22,580	30,380	32,240	45,873	61,155	76,221
手续费净收入	1,026	2,391	4,461	4,664	8,289	11,109	13,504
其他营业净收入	(72)	230	(18)	4,598	(230)	(230)	(230)
非利息净收入	955	2,621	4,443	9,262	8,059	10,879	13,274
营业收入	17,125	25,201	34,823	41,502	53,932	72,034	89,495
营业税金及附加	(1,391)	(2,047)	(2,916)	(2,802)	(3,827)	(5,037)	(6,234)
营业费用	(8,332)	(11,705)	(14,901)	(17,737)	(21,625)	(28,813)	(35,798)
营业支出	(9,723)	(13,752)	(17,817)	(20,539)	(25,452)	(33,850)	(42,032)
拨备前利润	7,402	11,449	17,006	20,963	28,480	38,184	47,463
拨备	(2,158)	(2,236)	(6,518)	(5,307)	(5,504)	(7,601)	(8,513)
税前利润	5,244	9,212	10,488	15,656	22,976	30,582	38,950
所得税	(1,493)	(2,877)	(2,595)	(3,548)	(5,288)	(7,034)	(8,959)
税率	28.5%	31.2%	24.7%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
少数股东权益			8.00	4.00	107.00	107.00	107.00
			0	0			
税后利润	3,751	6,335	7,885	12,104	17,581	23,441	29,885
股利							
roe	38.8%	68.9%	24.5%	53.5%	45.2%	33.3%	27.5%
	19.4%	12.6%	14.6%	13.6%	16.7%	17.5%	18.8%
	0.54%	0.69%	0.75%	0.85%	0.96%	1.04%	1.08%
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
股本, 期末(mn)	10,167	14,479	18,823	22,262	26,715	28,366	28,366
每股拨备前利润	0.73	0.79	0.90	0.94	1.07	1.35	1.67
EPS(basic)	0.369	0.438	0.419	0.544	0.658	0.826	1.054
BVPS	1.90	3.47	2.86	3.99	3.94	4.71	5.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend	-	0.05	0.08	0.05	0.10	0.08	0.11
Dividend Ratio	0.0%	11.4%	19.1%	9.2%	15.2%	10.0%	10.0%

来源: 公司数据、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室