

评级：强烈推荐（维持）

金融行业/银行

公司研究报告

 第一创业研究所
 陈曦 S1080209110060

 电话：0755-25832903
 邮件：chenxi@fcsc.cn

民生银行（60016.SH）10 年年报点评

——转型成效明显，存款与费用担忧略可缓解

报告要点：

- **10年净利润176.88亿，同比增长46.1%** 基本每股收益0.66元。ROAA1.09%（总资产按期初期末数平均），较09年提高0.11个百分点，ROAE18.29%（净资产加权平均），扣除非经常性损益后18.27%，较09年提高4.28个百分点。公司10年的业绩基本符合我们的预期。公司09年有一笔处理海通证券股权的非经常性收益49亿元，扣除该部分税后影响后，公司10年净利润同比增速高达109%，是上市银行中增长最快的一家。

表1 利润表各项目同比及环比增速

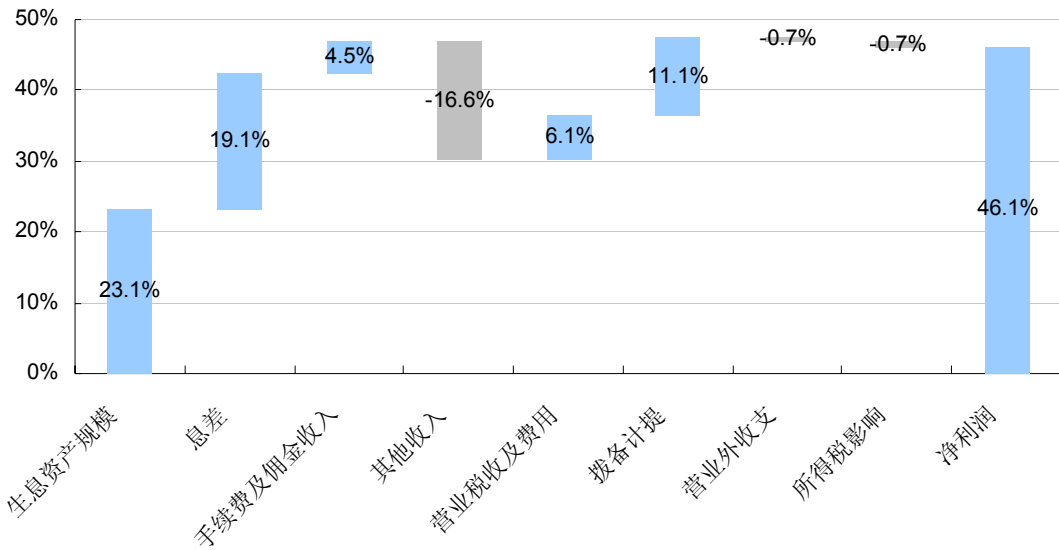
	累计同比				单季环比			
	2007	2008	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
营业收入	45.0%	38.4%	20.1%	30.2%	15.6%	10.7%	1.8%	5.5%
利息净收入	39.6%	34.5%	6.1%	42.3%	5.7%	9.7%	7.1%	8.4%
手续费及佣金净收入	133.0%	86.5%	4.6%	77.7%	85.2%	19.0%	-20.5%	-5.9%
营业支出	32.8%	52.8%	7.5%	20.0%	-20.6%	13.3%	9.6%	6.6%
管理费用	40.5%	27.3%	19.0%	21.9%	-17.2%	6.7%	5.6%	22.5%
资产减值损失	6.7%	187.8%	-18.6%	3.7%	-39.4%	-5.8%	79.7%	-35.7%
拨备前营业利润	53.8%	47.7%	23.5%	36.4%	64.5%	5.3%	5.4%	-6.5%
营业利润	72.5%	13.2%	49.9%	47.5%	155.5%	7.6%	-8.0%	3.9%
利润总额	73.0%	13.8%	49.3%	46.8%	157.1%	7.0%	-7.2%	3.9%
净利润	65.3%	24.6%	53.4%	46.1%	126.0%	8.4%	-10.0%	9.8%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **收入已甚佳，费用尤可喜**
 - **各项关键驱动因子皆表现亮眼** 10年公司在驱动业绩的各核心因素上亮点层出不穷。行业性的三大驱动因素——平均生息资产规模、息差以及拨备计提，同样也是驱动公司利润增长的主因，分别贡献了净利润增速的23.1、19.1以及11.1个百分点。此外，成本收入比的降低约贡献了6.1个百分点，而中间业务收入增长贡献了4.5个百分点。利润增长的最大拖累因素是其他营业收入的减少，主要是由于09年公司处置海通证券股权获得了49亿的收入，从而导致09年的基数过高。



图1 2010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

- 4季度贷款增长较快，全年增速赶上行业水平** 公司上半年贷款增速低于行业水平较多，4季度则开始发力，全年贷款增速达19.8%，略微高于行业增速。存款增长方面公司今年全年的表现依然不错，增速达25.6%，明显高于行业水平，也在一定程度上缓解了投资者对于公司吸存能力的担忧。10年公司加大了在同业资产上的配置力度，以吸收存款的较快增长，同时也增加了一部分同业负债作为支持。10年公司同业资产与同业负债的利差水平有大幅提高，公司在同业业务上取得了不得的收益。

表2 资产负债余额同比增速

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产	15.3%	32.2%	31.3%	34.1%	21.9%	15.3%	25.9%	27.1%
贷款	26.8%	47.6%	41.5%	34.1%	26.3%	7.2%	12.8%	19.8%
全行业贷款	24.4%	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%
付息负债	15.5%	34.0%	33.1%	33.0%	24.8%	12.2%	22.6%	27.6%
存款	30.8%	41.4%	39.3%	43.5%	21.6%	22.7%	24.9%	25.6%
全行业存款	24.4%	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所

表3 资产负债余额环比增速

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产	8.8%	21.6%	-1.1%	2.5%	-1.1%	15.1%	8.0%	3.5%
贷款	10.7%	22.2%	-1.2%	0.3%	4.2%	3.8%	3.9%	6.6%
全行业贷款	14.2%	8.8%	4.1%	2.8%	6.6%	4.5%	3.6%	3.7%
付息负债	10.2%	22.7%	-1.0%	-0.6%	3.4%	10.4%	8.1%	3.4%
存款	17.6%	16.3%	2.2%	2.6%	-0.4%	17.4%	4.1%	3.2%
全行业存款	12.1%	8.2%	3.0%	2.4%	6.6%	5.5%	4.0%	2.4%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所



表4 生息资产/付息负债结构

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
现金及存放央行	9.6%	9.9%	12.3%	16.1%	16.3%	14.9%	13.8%	15.0%
同业资产	13.8%	14.2%	12.0%	9.6%	9.2%	12.6%	17.1%	15.4%
债券投资	12.5%	11.4%	11.3%	11.2%	8.0%	12.5%	11.4%	10.2%
贷款	64.1%	64.5%	64.4%	63.1%	66.5%	59.9%	57.7%	59.4%
同业负债	10.8%	16.7%	13.9%	11.7%	14.9%	9.8%	13.2%	13.5%
存款	85.6%	81.1%	83.8%	86.5%	83.4%	88.7%	85.4%	85.2%
发行债券	3.6%	2.2%	2.2%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **息差水平行业领先** 10年息差是行业性的利润正向驱动因素，然而公司在息差上的表现仍然较行业水平强劲得多。就全行业情况来看，付息负债成本率的下降是今年息差扩大的最重要因素，但公司息差的提升更多是受益于生息资产收益率的提升，同时付息负债成本率的下降也有着重要贡献。公司资产收益率的提升除了行业环境变化的外部因素外，主动调整贷款结构的公司内部因素功不可没。10年公司贷款平均收益率5.79%，较09年上升47BP；存款收益率1.53%，较09年下降13BP。10年公司增加了在高收益的同业资产上的配置，09年公司同业资产与同业负债的利差是-59BP，10年这一利差提升至15BP。

表5 累计息差（资产负债平均余额在季度平均数的基础上再平均计算得出）

	1Q09	1H09	1-3Q09	2009	1Q10	1H10	1-3Q10	2010
生息资产收益率	4.48%	4.23%	4.17%	4.19%	4.38%	4.44%	4.42%	4.50%
付息负债成本率	2.06%	1.93%	1.81%	1.75%	1.52%	1.55%	1.59%	1.68%
净利差	2.43%	2.30%	2.36%	2.44%	2.87%	2.89%	2.83%	2.82%
净利息收益率	2.54%	2.40%	2.44%	2.53%	2.94%	2.96%	2.92%	2.92%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

表6 单季息差（资产负债平均余额以期初期末平均数计算）

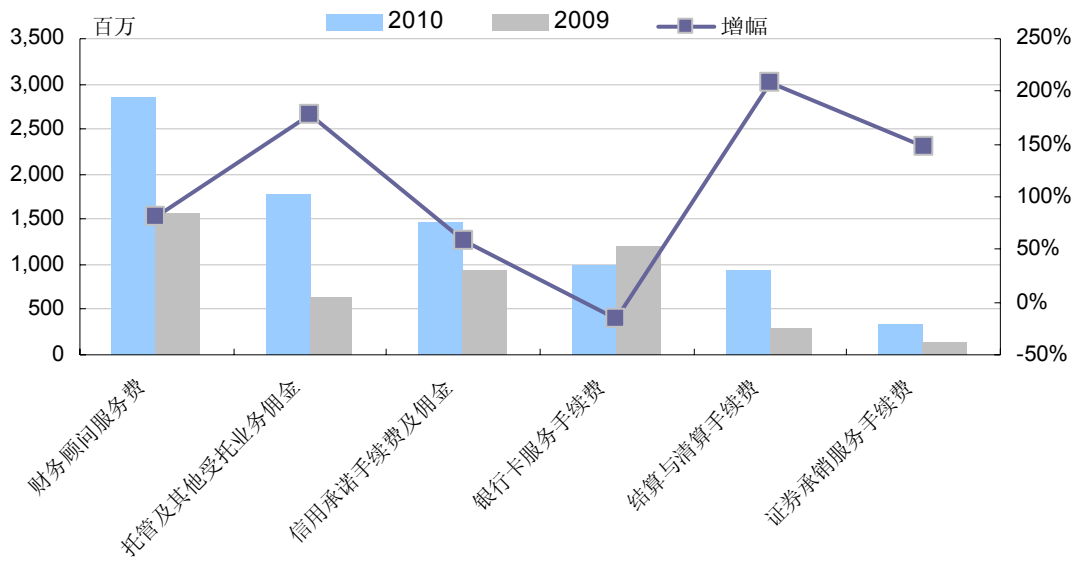
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
生息资产收益率	4.48%	4.01%	4.07%	4.22%	4.38%	4.48%	4.39%	4.71%
付息负债成本率	2.06%	1.82%	1.62%	1.56%	1.52%	1.57%	1.66%	1.92%
净利差	2.43%	2.19%	2.46%	2.65%	2.87%	2.91%	2.73%	2.79%
净利息收益率	2.54%	2.27%	2.52%	2.74%	2.94%	2.98%	2.84%	2.91%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **中间业务收入增速高达78%** 公司10年在中间业务方面取得了不俗业绩，78%的增速在上市银行中预计是排在前列的。收入绝对额增长是多是财务顾问服务费以及托管及其他受托业务佣金，增长最快的是结算与清算手续费、托管及其他受托以及证券承销服务手续费，这三项的增速约在150%以上。



图 1 2010 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

- 成本收入比不升反降** 公司的费用控制良好, 在10年营业收入高速增长的同时, 费用仅增长22%, 在一定程度上降低了投资者关于“商贷通”模式将增加成本支出的担忧。公司10年成本收入比39.48%, 较09年下降2.69个百分点。
- 资产质量平稳, 拨贷比偏低** 公司10年末不良贷款余额73.39亿, 不良贷款率0.69%, 皆较年初下降。公司全年信贷成本0.57%, 较09年的0.65%下降8BP。拨备覆盖率达270%, 但拨贷比1.88%仍然偏低, 预计公司11、12年信贷成本继续下降的空间有限。

表7 不良贷款与拨备

	2007	2008	2009	2010	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
不良贷款 (百万)	6,773	7,921	7,397	7,339	7,455	7,512	7,397	7,339
不良贷款率	1.22%	1.20%	0.84%	0.69%	0.80%	0.79%	0.75%	0.69%
拨备覆盖率	113%	150%	206%	270%	219%	229%	259%	270%
拨贷比	1.38%	1.81%	1.73%	1.88%	1.74%	1.80%	1.93%	1.88%

资料来源: 公司公告, 第一创业研究所

- 维持对公司的“强烈推荐”评级** 公司富有创新精神, 定位明确, 发展思路清晰。以近两年的经营成果衡量, 公司以“民营企业银行、小微企业银行、高端客户银行”为重点的战略转型已初显成效。我们预计公司2011年、2012年EPS分别为0.83元、0.91元, 对应PE6.46倍、5.90倍, 维持“强烈推荐”评级。



财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.54	0.66	0.83	0.91
BVPS	3.95	3.90	4.63	5.44
P/E	9.88	8.16	6.46	5.90
P/B	1.36	1.38	1.16	0.99

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	0.98%	1.09%	1.16%	1.13%
ROAE	17.06%	18.30%	20.05%	19.02%
净利差 (SPREAD)	2.44%	2.81%	2.73%	2.66%
净息差 (NIM)	2.53%	2.91%	2.81%	2.71%
信贷成本	0.65%	0.57%	0.55%	0.57%
成本收入比	42.17%	39.48%	39.46%	39.64%
所得税有效税率	22.66%	23.02%	20.78%	20.78%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	32,240	45,873	56,046	67,731
手续费净收入	4,664	8,289	12,526	17,597
其他非息收入	4,547	-195	-69	-79
营业收入	42,060	54,768	68,503	85,249
营业费用与税金	20,539	25,452	31,832	39,763
资产减值损失	5,307	5,504	6,445	8,157
营业利润	15,605	23,011	30,226	37,329
营业外收支净额	51	-35	0	0
利润总额	15,656	22,976	30,226	37,329
所得税	3,548	5,288	6,281	7,757
少数股东利润	4	202	356	463
母公司所有者利润	12,104	17,581	23,589	29,108

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	226,054	266,835	333,499	413,129
同业资产	134,863	274,847	340,472	421,766
证券投资	156,366	180,818	259,097	391,441
贷款总额	882,979	1,057,571	1,285,251	1,546,928
贷款损失准备	15,241	19,848	26,293	34,450
贷款净额	867,738	1,037,723	1,258,958	1,512,478
生息资产总额	1,400,262	1,780,071	2,218,319	2,773,264
总资产	1,426,392	1,823,737	2,295,970	2,902,164
同业负债	152,317	225,144	300,702	451,331
存款	1,127,938	1,416,939	1,755,260	2,174,362
应付债券	23,060	21,496	41,496	21,496
付息负债	1,303,315	1,663,579	2,097,458	2,647,189
总负债	1,337,498	1,718,480	2,163,339	2,726,246
少数股东权益	860	1,149	1,434	1,804
母公司所有者权益	88,034	104,108	131,197	174,113

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	0.84%	0.69%	0.72%	0.78%
不良贷款净生成率	-0.06%	-0.01%	0.16%	0.20%
拨备覆盖率	206.04%	270.45%	285.00%	285.00%
拨备/贷款总额	1.73%	1.88%	2.05%	2.23%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.83%	10.44%	11.38%	10.27%
核心资本充足率	8.92%	8.07%	8.11%	8.54%
杠杆倍数	16.05	17.33	17.28	16.47

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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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