

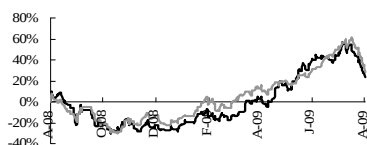
金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2009 年 8 月 19 日

市场数据	2009 年 8 月 19 日
当前价格(元)	6.95
52 周价格区间(元)	3.78-8.87
总市值(百万)	130819.8638
流通市值(百万)	124368.8738
总股本(百万股)	1882300
流通股(百万股)	1789480
日均成交额(百万)	1719
近一月换手(%)	1.1
第一大股东	新希望投资有限公司
公司网址	www.cmbc.com.cn

一年期行情走势比较



—— 民生银行 —— 沪深300

表现	1m	3m	12m
民生银行	-14.0	12.1	23.9
沪深 300	-14.4	9.6	28.4

俞冲

+86 755 83199599ext8218

Yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 俞冲, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

业绩加速增长的拐点即将出现

— 民生银行 2009 年中报点评

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)	350.17	421.56	458.70	476.44
净利润(亿元)	78.93	128.79	125.51	136.67
每股收益(元)	0.42	0.68	0.67	0.73
净利润增长率%	24.47%	63.20%	-2.55%	8.90%
每股净资产(元)	2.86	3.26	3.70	4.03
市盈率	16.55	10.17	10.43	9.58
市净率	2.43	2.13	1.88	1.72

资料来源: 世纪证券研究所

- 2009 年上半年, 公司实现净利润 74 亿元, 同比增幅 22.05%。从收入构成看, 利息净收入、手续费及佣金净收入等均出现了不同幅度的下滑, 而处置海通证券股权带来的投资收益爆发性增长, 是拉动业绩同比正增长的最主要原因。
- 与历史数据比较, 资本总额、存款总额、贷款总额指标均显示在上半年来宽松的货币政策背景下, 公司规模得到了迅速扩张。
- 公司 2009 年上半年净息差为 2.43%, 较去年同期下降了 0.79 个百分点, 因此尽管贷款规模增长显著, 但“增量”仍不足以弥补“价跌”, 造成公司净利息收入同比下降了 5.08%。
- 我们认为公司净息差已经处于谷底, 三季度以后将逐步回升。在信贷规模已经得到大幅扩张的基础上, 随着净息差的稳步提高, 公司净利息收入同比负增长的局面将被扭转。
- 公司上半年实现手续费及佣金净收入 22.98 亿元, 同比下降了 25.20%, 但二季度则环比增长了 51.15%, 表明了公司中间业务显著复苏。主要原因是公司银行卡业务与代理买卖债券业务分别大幅增长了 62.82% 和 25.86%。
- 公司 2009 年不良贷款持续“双降”, 但资本充足率接近监管红线。
- 考虑 2009 年处置海通证券股票投资收益在内, 我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.68 元、0.67 元和 0.73 元, 折合 10.17、10.43 和 9.58 倍 PE, 每股净资产分别为 3.26、3.70 和 4.03 元, 折合 2.13、1.88 和 1.72 倍 PB, 处于合理区间。在公司信贷业务由以量补价逐渐向“量价齐升”过渡, 中间业务逐步复苏, 信用成本处于低水平的背景下, 预计公司仍将保持良好的增长势头, 给予“增持”投资评级。

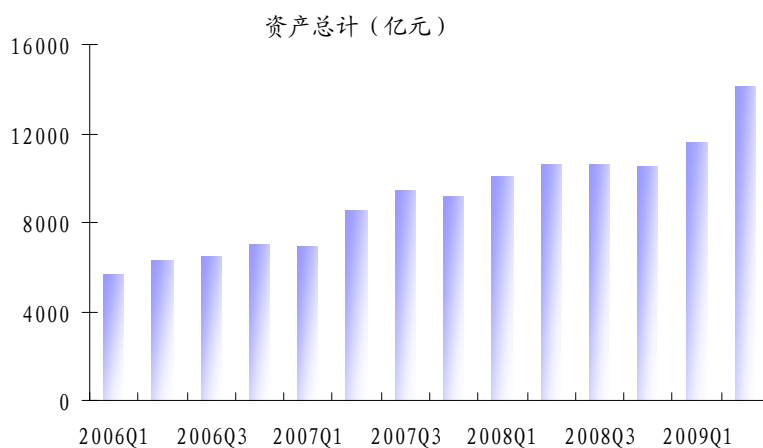
业绩同比增长

2009 年上半年，公司实现营业收入 212 亿元，比上年同期增加 36 亿元，同比增幅 20.24%；实现净利润 74 亿元，比上年同期增加 13 亿元，同比增幅 22.05%。从收入构成看，利息净收入、手续费及佣金净收入等均出现了不同幅度的下滑，而处置海通证券股权，带来的投资收益爆发性增长，是拉动业绩同比正增长的最主要原因。

宽松货币政策背景下，规模增长迅速

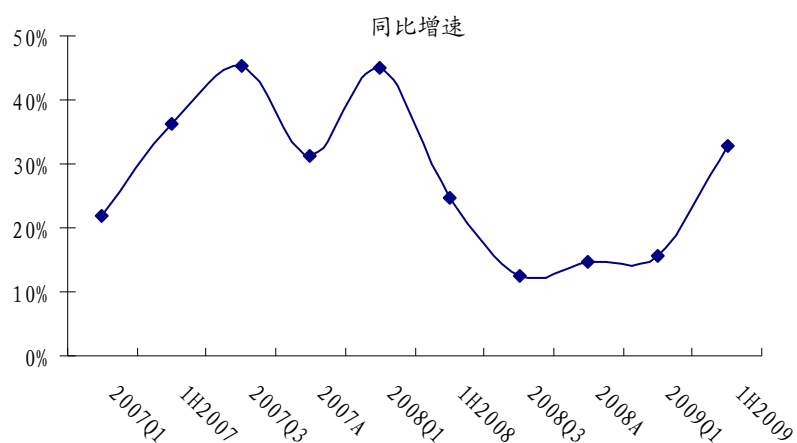
公司上半年规模增长迅速，截至报告期末，公司资产总额为 14,100 亿元，比上年末增加 3,557 亿元，增幅 33.73%；存款总额为 10,753 亿元，比上年末增加 2,895 亿元，增幅为 36.85%，而同比增速高达 41.41%；贷款总额（含贴现）为 9,039 亿元，比上年末增加 2,456 亿元，增幅为 37.30%，而同比增速更是攀升到历史性高度的 47.69%。与历史数据比较，上述各项指标均显示在上半年来宽松的货币政策背景下，公司规模得到了迅速扩张。

Figure 1 公司资产规模逐年增长



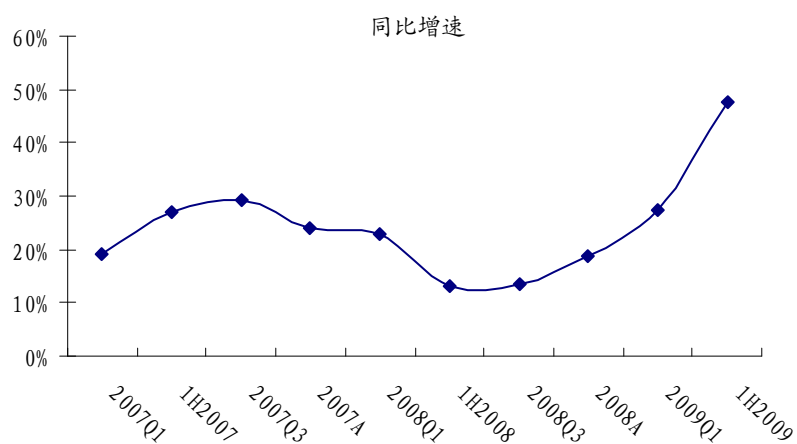
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 2 2009 年上半年资产规模增速显著回升



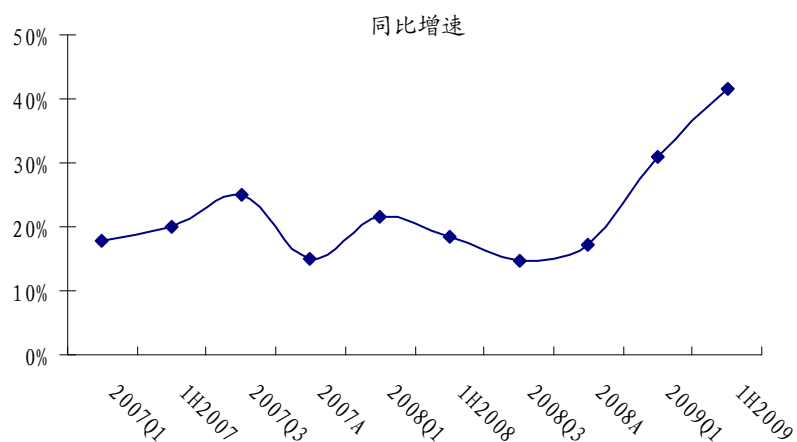
资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 3 2009 年上半年贷款同比增速高达 47.69%



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

Figure 4 2009 年上半年贷款同比增速高达 41.41%



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

信贷业务有望出现“量价齐升”

由于基准利率的数次下调，年初公司存贷款利率调整未同步，以及存款定期化的影响，公司 2009 年上半年净息差为 2.43%，较去年同期大幅下降了 0.79 个百分点，因此尽管贷款规模增长显著，但“增量”仍不足以弥补“价跌”，造成公司净利息收入同比下降了 5.08%。

但我们认为公司净息差已经处于谷底，三季度以后将逐步回升。一是因为行业整体变动趋势将令存款定期化得到逐步扭转，公司付息成本将逐步下降；二是公司年初新增的票据融资将逐渐向一般性贷款转化，从而提升资产收益率，且资金市场收益率的回升，也会提升票据融资业务本身的收益率；三是存贷款定价不同步的消极影响会随着存款定价的全部完成而逐步削减。

我们预计，在信贷规模已经得到大幅扩张的基础上，随着净息差的稳步提高，公司净利息收入同比负增长的局面将被扭转。

二季度中间业务显著复苏

公司上半年实现手续费及佣金净收入 22.98 亿元，同比下降了 25.20%，但二季度则环比增长了 51.15%，公司中间业务显著复苏。主要原因是公司银行卡业务与代理买卖债券业务分别大幅增长了 62.82% 和 25.86%。

处置海通证券股权带来巨额投资收益

截至 6 月 22 日，公司已经出售了所持有的海通证券全部股票共计 3.8 亿股，减持均价 14.33 元/股，获得股权收益高达 49.02 亿元，这是公司上半年业绩得以保持正增长的最直接原因。

资产质量持续向好，资本充足率接近 8% “红线”

公司 2009 年不良贷款持续“双降”，不良贷款余额 78.01 亿元，比 2008 年末减少了 1.2 亿元，不良率 0.86%，比去年末降低了 0.34 个百分点。拨备覆盖率大幅上升至 169.93，较去年末提高了近 20 个百分点。从贷款发放行业结构看，房地产、交运和个人按揭贷款占比分别下降了 3%、2% 和 2%，而金融、公共事业和商业分别上升了 2%、2% 和 1%。

公司上半年末资本充足率下降至 8.48%，已经接近监管标准 8% 的“红

线”。

盈利预测与投资评级

考虑 2009 年处置海通证券股票投资收益在内，我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.68 元、0.67 元和 0.73 元，折合 10.17、10.43 和 9.58 倍 PE，每股净资产分别为 3.26、3.70 和 4.03 元，折合 2.13、1.88 和 1.72 倍 PB，处于合理区间。在公司信贷业务由以量补价逐渐向“量价齐升”过渡，中间业务逐步复苏，信用成本处于低水平的背景下，预计公司仍将保持良好的增长势头，给予“增持”投资评级。

Figure 5 民生银行盈利预测表

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	174.54	253.01	350.17	421.56	458.70	476.44
利息净收入	161.70	225.80	303.80	335.20	407.86	415.38
手续费及佣金净收入	10.26	23.91	44.61	41.36	49.64	59.56
投资净收益	0.46	(1.43)	0.20	48.00	1.00	1.00
公允价值变动净收益	0.42	0.44	2.06	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	1.58	3.88	(0.57)	2.00	2.20	2.50
其他业务净收益	(2.64)	(0.44)	(2.63)	(5.00)	(2.00)	(2.00)
二、营业支出	121.22	161.02	246.05	250.25	291.84	294.79
营业税金及附加	13.91	20.47	29.16	34.27	37.29	38.73
管理费用	83.32	117.05	149.01	152.57	175.53	161.05
资产减值损失	21.24	22.65	65.18	63.40	79.02	95.00
三、营业利润	53.32	92.00	104.12	171.32	166.86	181.65
加：营业外收入	0.19	0.60	1.57	1.16	1.39	1.67
减：营业外支出	0.27	0.47	0.81	0.76	0.91	1.09
四、利润总额	53.24	92.12	104.88	171.72	167.34	182.23
减：所得税	14.93	28.77	25.95	42.93	41.84	45.56
五、净利润	38.32	63.35	78.93	128.79	125.51	136.67
减：少数股东损益			0.08	0.10	0.10	0.10
归属于母公司净利润	38.32	63.35	78.85	128.69	125.41	136.57
六、每股收益	0.20	0.48	0.42	0.68	0.67	0.73

资料来源：世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.