

预计息差见底，中期业绩符合预期

--民生银行 2009 年中报点评

报告关键点：

- 信贷投放较晚和定期化导致上半年息差收窄，预计下半年息差小幅反弹；
- 一旦经济反弹趋势确立，民生的弹性较大；
- 不确定性：短期资本约束；海通股权抬高09年盈利基数。

报告摘要：

- 上半年，民生银行实现净利润73.74亿，同比增长22.05%。2季度单季实现净利润48.8亿元，环比增长95.75%。业绩符合市场预期。

1、息差

- 上半年银行息差受到贷款利率浮动区间下移、降息、信贷投放启动较晚、存款定期化等影响而明显收窄，预期上述因素在下半年都将有所改善。判断银行息差已经到达底部。

2、新增信贷

- 1季度民生银行的放贷速度并不突出，但银行的信贷增速在2季度开始明显加快，并导致贷存比的迅速上升。2季度，新增信贷中票据和中长期分别超过2成和5成。

- 对公贷款中，房地产贷款比重显著降低。零售贷款方面，商贷通业务占到新发放零售贷款的接近60%；相比之下，按揭贷款业务及信用卡贷款业务增长缓慢。

3、资产质量

- 上半年，民生银行不良贷款实现双降，2季度资产质量情况明显好转，不良毛生成率也较去年下半年有所下降。预计银行的资产质量也得益于信贷宽松的宏观环境。

- 在资产质量短期转好的背景下，银行上半年的信用成本较往年有大幅度的降低。

4、存款

- 从存款结构看，民生银行的对公存款与对私存款占比保持相对的稳定，但活期占比都较年初降低了2个百分点以上。依照行业趋势判断，我们预计银行的这种存款定期化现象在下半年减缓，并很可能逆转。

5、投资建议

- 银行盈利最糟糕的时候已经过去。中长期角度来看，一旦股权融资成功，资本约束将得到解除；且，民生的业务经营特征决定其在经济反转阶段的业绩反弹速度会高于行业平均。

- 民生银行的不确定因素有2点：1、资本充足率约束。目前监管部门对银行的资本充足率考核转向严格，预计可能从之前的期末考核转向更为严格的时点考核，可能造成短期的压力。2、公司09年的营业收入中预计有10%以上来自于海通股权收益，这大大抬高了银行的盈利基数，对2010年银行利润持续高增长造成了一定的压力。

- 预测2009 - 2011年的EPS分别为0.56元，0.71元和0.9元。目前价格对应PE分别为12.8，10.2和8.03倍，对应2009年末PB×2.15倍。维持“增持 - B”评级，对应12个月目标价9.10元。

评级：

增持-B

上次评级：增持-B

目标价格：

9.10 元

期限：12 个月 上次预测：9.10 元

现价：7.21 元

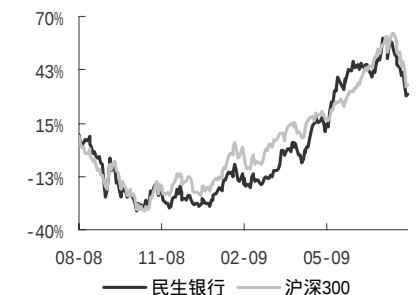
报告日期：

2009-08-19

市场数据

总市值(百万元)	135,713.84
流通市值(百万元)	129,021.52
总股本(百万股)	18,823.00
流通股本(百万股)	17,894.80
12 个月最高/最低	3.78/8.87 元
十大流通股股东(%)	30.93%
股东户数	927,285

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.90)	(1.25)	(4.93)
绝对收益	(10.78)	10.44	30.14

研究员

高源

高级行业分析师

021-68765372

gaoyuan@essence.com.cn

前期研究成果

民生银行：调研纪要（2009.6）

2009-06-29

民生银行：息差收窄，资产质量持续恶化

2009-04-23

民生银行：资产扩张速度仍高于行业平均，资产质量持续恶化

2008-10-27

上半年，民生银行实现净利润 73.74 亿，同比增长 22.05%。2 季度单季实现净利润 48.8 亿元，环比增长 95.75%。2 季度的高增长很大程度上是由于海通股权变现带来的投资收益。

扣除海通因素，上半年银行实现净利润 37 亿，同比减少 61%，2 季度单季净利润 19 亿元，环比实现 12% 的正增长。中报业绩符合市场预期。

上半年银行息差受到放贷较晚及存款定期化的影响而明显收窄，预期这两个因素在下半年都有所改善。不良贷款双降，预期全年信用成本将维持在较低水平。

1. 剔除海通因素，收入和利润的环比增速开始转正

2 季度单季，民生银行净利润环比出现了 96% 的高增长，比较各项季度数据可以发现，单季净利润的高增长主要是由于：1、贷款规模扩张，导致银行净利息收入 2 季度环比出现 4.3% 的增长；2、海通股权变现带来的投资收益（归入非息收入）。

由于海通股权变现收入属于一次性不可持续收益，我们将这一因素剔除，观察民生银行利润表各要素如下：

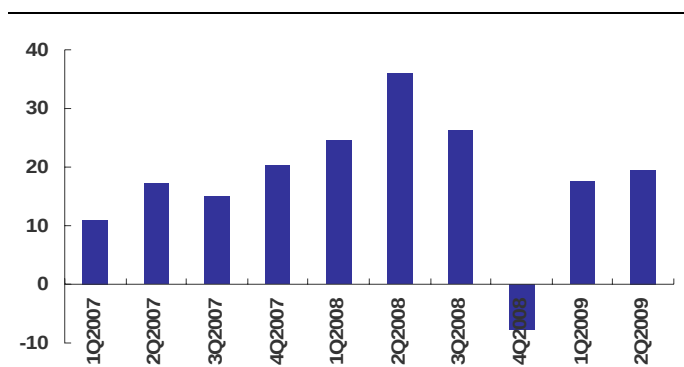
表 1：民生银行利润表细项（收入及费用部分剔除所有今年以来海通股权带来的税前和税后影响）

	2009Q1		2009Q2	
	余额	环比增速	余额	环比增速
净利息收入（百万元）	6,826	-9.88%	7,124	4.37%
非息收入（百万元）	922	-	1,476	60.09%
营业收入（百万元）	7,748	2.86%	8,600	11.00%
费用率	40.29%		32.32%	
信用成本	77bp		75bp	
所得税率	24.62%		22.18%	

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

2 季度单季净利息收入出现环比正增长，止住 08 年 4 季度开始的跌势；非息收入（扣除海通）单季实现 14 亿，虽然较去年同期仍为同比负增长，但环比增速开始大幅提高。

图 1 民生银行单季净利润（单位：亿元，扣除海通股权因素）



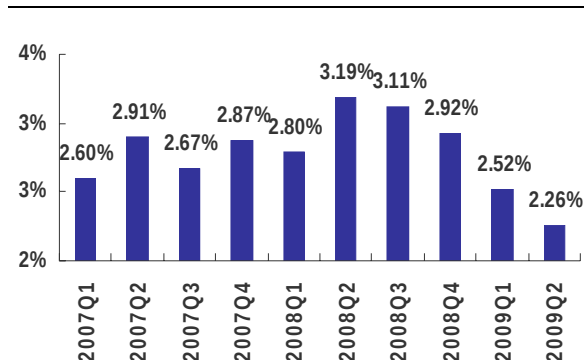
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

同时，2 季度单季的费用率得到了大幅度的压缩，也对单季利润增长构成正面的贡献。但由于银行的费用计提在季度之间存在严重不均衡的状态，且通常表现为 4 季度的大幅度计提，因此我们暂不调整全年的费用预测。

2. 信贷启动晚和定期化导致息差收窄

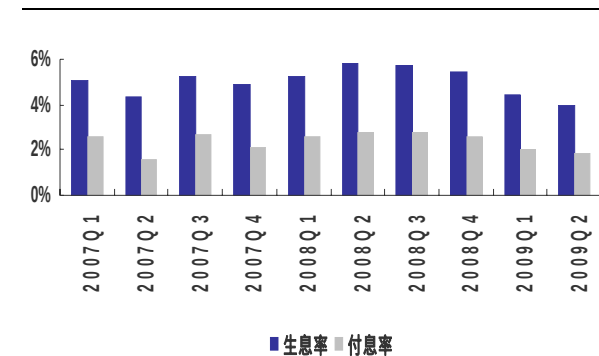
在过去 4 个季度中,民生银行的息差持续收窄,但 2 季度生息率的降低速度开始放缓,我们判断,存贷款的重定价很可能接近尾声或者已经结束,银行息差已经到达底部。

图 2 民生银行 NIM (季度年化)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 3 民生银行生息率和付息率 (季度年化)



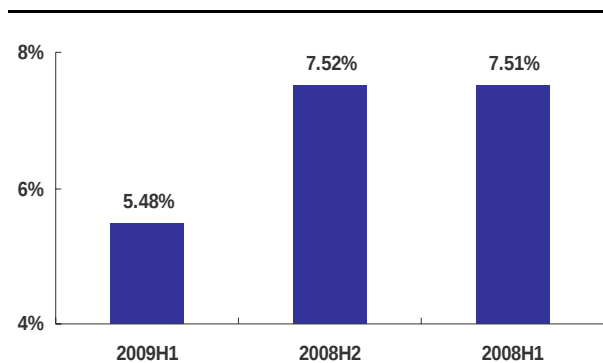
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

从息差的细项数据来看：

1、利息收入方面：

- 贷款利息收入占到银行全部利息收入的 8 成左右,而 09 年上半年银行贷款业务无论从“量”还是“价”的角度情况都不理想。
- 价：贷款利率较去年下半年降低 204bp,大大超出降息幅度,估计受贷款利率下浮影响较大。
- 量：上半年,银行贷款日均余额增速(16%)严重低于期末余额增速(37%),显然,银行 09 年上半年信贷投放启动较晚对息差造成了一定的负面影响

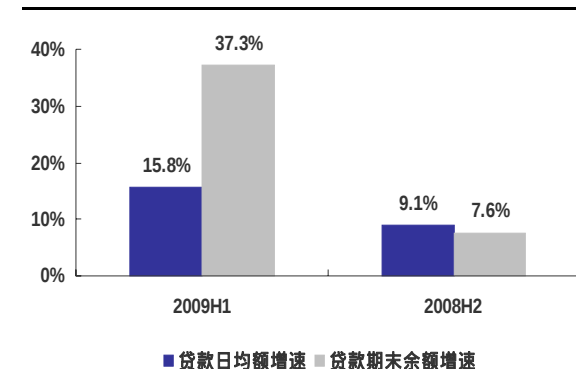
图 4 民生银行贷款利率 (季度)



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：数据采用日均额计算

图 5 民生银行贷款增速 (环比)



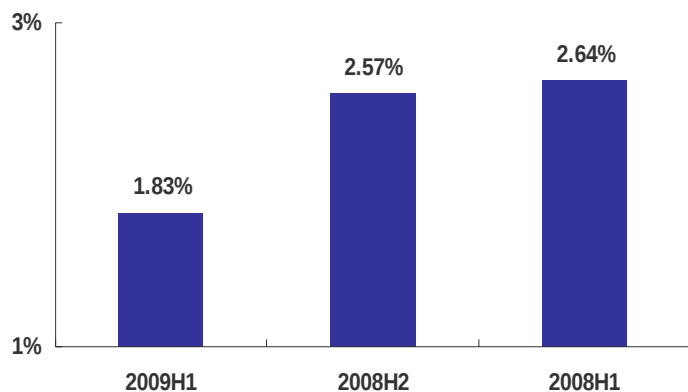
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

注：数据采用日均额计算

2、利息支出方面：

- 虽然降息造成法定存款利率降低，但民生银行的实际存款利率下降幅度不明显（仅较去年下半年降低 74bp），主要原因是存在严重的定期化趋势。
- 银行压缩了部分同业负债（包括同业存放、卖出回购等），对降低资金成本起到了一定的作用。
- 存款和同业成本的节省，对银行上半年的利息支出减少各起到一半的贡献。

图 6 民生银行存款利率（季度）



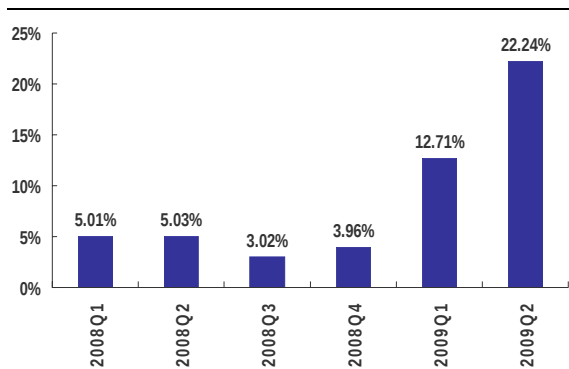
数据来源：公司数据，安信证券研究中心
注：数据采用日均额计算

3. 2 季度信贷开始加速，新增贷款半数以上为中长期

在股份制银行中，1 季度民生银行的放贷速度并不突出，但银行的信贷增速在 2 季度开始明显加快（1、2 季度贷款环比增速分别为 12.7%及 22.2%），并导致贷存比的迅速上升。银行上半年的信贷投放存在明显的“较慢启动、较慢收益”特征，详细情况请参照本报告前一部分的息差分析。

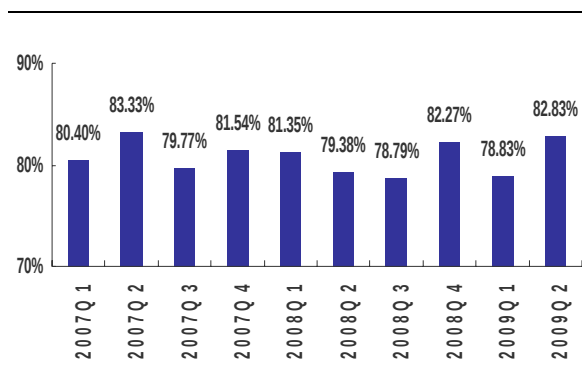
3.1. 2 季度，新增信贷中票据和中长期分别超过 2 成和 5 成

图 7 贷款环比增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

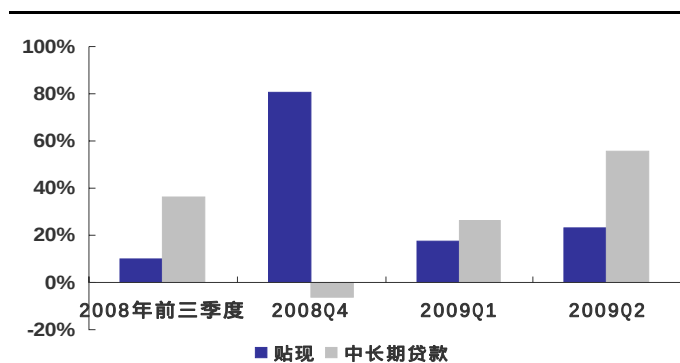
图 8 贷存比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

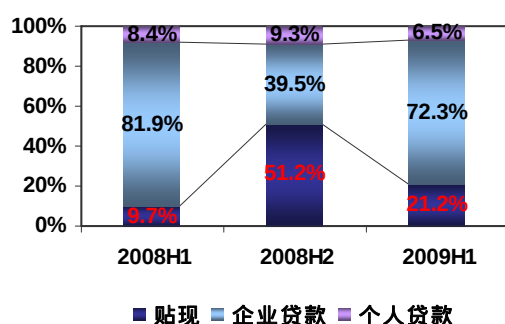
从新增信贷结构来看，今年以来民生银行新增贷款中票据占比维持在 20%左右，显著低于去年 2 季度。而中长期贷款（含对私）占新增贷款比重在 2 季度明显加速。换言之，2 季度的信贷加速在很大程度上是依靠中长期贷款的投放。

图 9 票据贷款及中长期贷款占新增贷款比



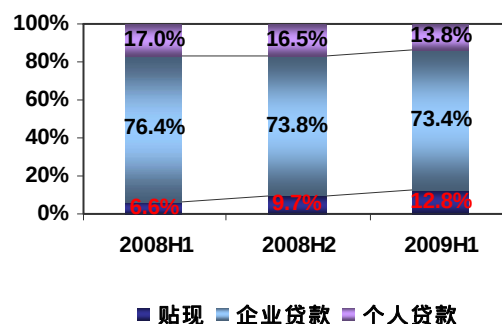
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 10 新增贷款的结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 11 贷款余额结构



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3.2. 对公贷款中，房地产贷款比重显著降低

从贷款行业来看，公司对制造业的贷款增长有所恢复，此外对一些公共财政项目（如水利，公共管理等）投入有所增多，但是对房地产及建筑行业贷款增长相对较慢。

表 2：民生银行对公信贷结构

	2009-6-30		2008-12-31		2007-12-31	
	贷款余额	占比	贷款余额	占比	贷款余额	占比
制造业	150,120	19.3%	103,132	18.8%	106,276	23.3%
房地产业	95,247	12.2%	90,158	16.4%	71,903	15.8%
交通运输、仓储和邮政业	81,429	10.4%	69,840	12.7%	48,452	10.6%
租赁和商务服务业	80,071	10.3%	51,045	9.3%	26,687	5.9%
电力、燃气及水的生产和供应业	59,226	7.6%	46,761	8.5%	50,563	11.1%
水利、环境和公共设施管理业	71,179	9.1%	40,262	7.3%	37,678	8.3%
采矿业	39,038	5.0%	28,601	5.2%	15,470	3.4%
批发和零售业	48,235	6.2%	25,811	4.7%	26,108	5.7%
建筑业	31,005	4.0%	25,307	4.6%	24,786	5.4%
金融业	52,452	6.7%	25,135	4.6%	8,704	1.9%
教育和社会服务业	21,485	2.8%	14,290	2.6%	17,418	3.8%
公共管理和社会组织	33,955	4.4%	13,942	2.5%	7,811	1.7%
信息传输、计算机服务和软件业	5,147	0.7%	4,960	0.9%	4,307	0.9%
其他	10,692	1.4%	10,545	1.9%	9,336	2.0%
合计	779,281	100.0%	549,789	100.0%	455,499	100.0%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

3.3. 零售贷款方面，商贷通业务迅速崛起

零售贷款方面，商贷通业务迅速发展，占到上半年新发放零售贷款的接近 60%，余额占比也提高到 13.6%。上半年按揭贷款业务缓慢增长，信用卡贷款业务几乎无增长。

表 3：民生银行零售贷款业务

	2008		1H2009		09 上半年新增	
	百万元	%	百万元	%	百万元	%
按揭	87,401	80.50%	92,940	74.56%	5,539	34.44%
信用卡	12,727	11.72%	12,755	10.23%	28	0.17%
商贷通	7,600	7.00%	16,900	13.56%	9,300	57.83%
其他	843	0.78%	2,058	1.65%	1,215	7.55%
合计	108,571	100.00%	124,653	100.00%	16,082	100.00%

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

4. 不良双降，资产质量情况优于预期

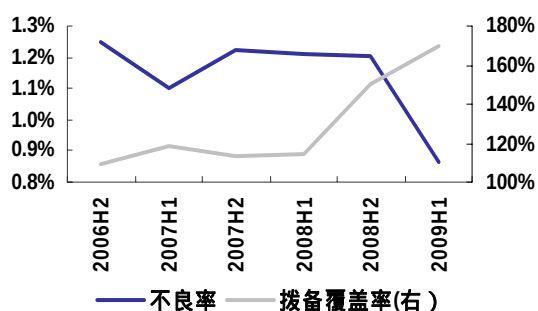
上半年，民生银行不良贷款实现双降，关注类贷款实现单降（关注类余额的上升预计一部分是由于不良贷款的向上升级所致）。考虑核销，较年初不良贷款增加 7.9 亿，较 1 季度大约增加 0.41 亿，显示 2 季度资产质量情况明显好转。公司不良毛生成率也较去年下半年有所下降。

表 4：民生银行五级分类

	2Q2009		1Q2009		2008	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常	880,855	97.45%			593,172	96.92%
关注	15,278	1.69%			11,489	1.88%
次级	2,813	0.31%			3,074	0.50%
可疑	2,464	0.27%			2,969	0.49%
损失	2,524	0.28%			1,347	0.22%
不良贷款	7,801	0.86%	8,677	1.17%	7,390	1.21%
贷款总额	903,934	100.00%	741,589	100.00%	612,051	100.00%

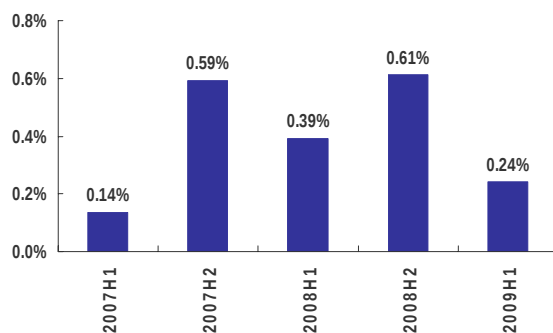
数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 12 不良率和拨备覆盖率



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 13 不良贷款毛生成率（年化）

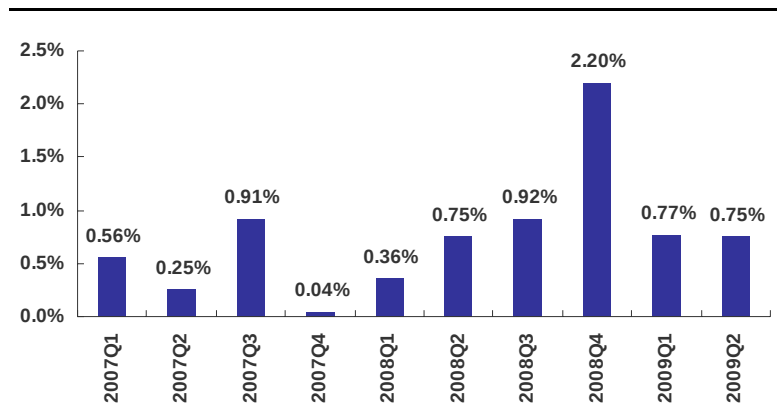


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

应当说银行的资产质量情况优于我们之前的预期，考虑到上半年全行业实现了不良的双降，预计民生银行的资产质量也得益于信贷宽松的宏观环境。

在资产质量短期转好的背景下，银行上半年的信用成本较往年有大幅度的降低，即，信用成本的降低对上半年的净利润产生一定正面贡献。

图 14 民生银行单季度信用成本

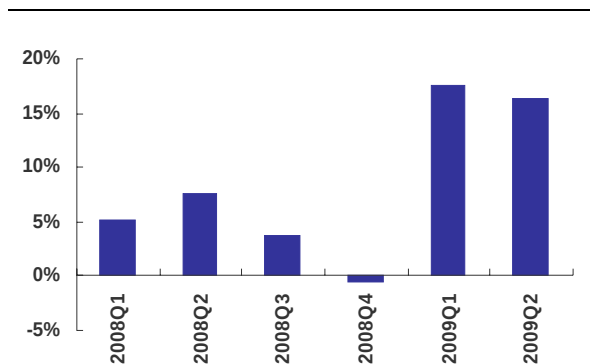


数据来源：公司数据，安信证券研究中心

5. 存款增长放缓，定期存款占比上升

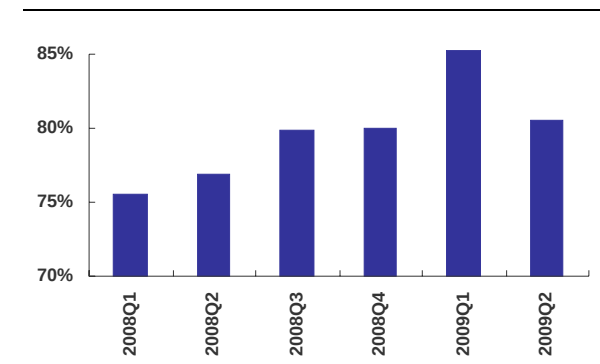
整体来看，民生银行的存款在上半年保持了较高的增长势头，但 2 季度由于贷款增速的突然提高，导致贷存比上升。

图 15 存款余额环比增速



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

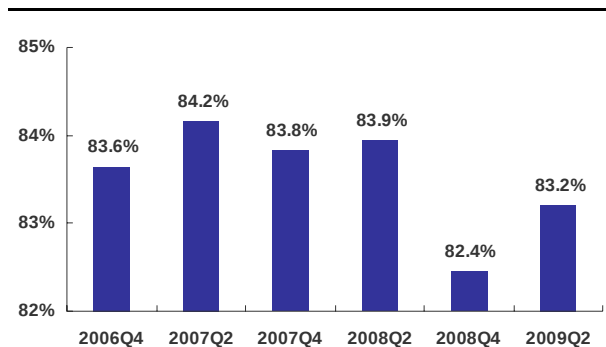
图 16 存款占计息负债余额的比例



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

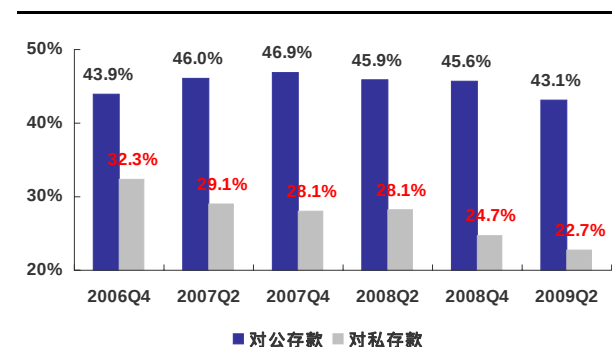
从存款结构看，民生银行的对公存款与对私存款占比保持相对的稳定，但活期占比都较年初降低了 2 个百分点以上。依照行业趋势判断，我们预计银行的这种存款定期化现象在下半年减缓，并很可能逆转。

图 17 民生银行对公存款占比



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

图 18 各类存款中的活期化比例



数据来源：公司数据，安信证券研究中心

6. 投资建议

剔除海通因素，尽管同比数据仍不理想，但 2 季度民生银行净利润出现环比正增长。随着 2 季度信贷的提速，银行盈利最糟糕的时候已经过去。

中长期角度来看，一旦股权融资成功，资本约束将得到解除；且，民生的业务经营特征决定其在经济反转阶段的业绩反弹速度会高于行业平均。

民生银行的不确定因素有 2 点：

1、资本充足率约束。目前监管部门对银行的资本充足率考核转向严格，预计可能从之前的期末考核转向更为严格的时点考核，对于包括民生在内的各家资本充足率低于 10% 的银行而言可能造成短期的压力。

2、公司 09 年的营业收入中预计有 10% 以上来自于海通股权收益，这大大抬高了银行的盈利基数，对 2010 年银行利润持续高增长造成了一定的压力。

预测 2009 - 2011 年的 EPS 分别为 0.56 元，0.71 元和 0.9 元。目前价格对应 PE 分别为 12.8，10.2 和 8.03 倍，对应 2009 年末 PB × 2.15 倍。维持“增持 - B”评级，对应目标价 9.10 元。

表 5：民生银行财务报表预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表（百万元）						
净利息收入	16,168	22,580	30,380	30,171	41,443	53,431
利息收入	27,361	40,070	56,311	52,505	73,806	92,702
利息支出	-11,193	-17,490	-25,931	-22,335	-32,363	-39,271
净手续费及佣金收入	1,026	2,391	4,461	4,684	6,558	8,197
手续费及佣金收入	1,224	2,665	4,755	4,993	6,990	8,737
手续费及佣金支出	-197	-274	-294	-309	-432	-540
其它净收入	-18	245	-94	5,000	300	200
营业总收入	17,176	25,216	34,747	39,855	48,300	61,829
营业税费	-1,391	-2,047	-2,916	-3,308	-4,009	-5,132
经营费用	-8,326	-11,705	-14,901	-17,935	-21,735	-25,968
资产减值准备	-2,214	-2,265	-6,518	-4,478	-4,566	-7,899
税前利润	5,237	9,212	10,488	14,134	17,990	22,830
所得税	-1,479	-2,877	-2,595	-3,534	-4,677	-5,936
归属于母公司股东的净利润	3,758	6,335	7,885	10,593	13,305	16,886
资产负债表（百万元）						
客户贷款	465,671	547,296	646,475	925,215	1,098,096	1,293,776
证券投资	100,693	156,502	133,659	176,793	212,535	275,723
其他生息资产	148,917	199,213	251,934	338,853	416,214	477,212
其他资产	9,807	15,826	22,282	32,412	44,278	74,233
资产总额	725,087	918,837	1,054,350	1,473,273	1,771,122	2,120,944
客户存款	583,315	671,219	785,786	1,123,587	1,360,795	1,617,868
应付债券	21,691	33,920	33,999	33,708	54,432	80,893
其它计息负债	92,251	150,688	163,239	224,717	258,551	296,070
其他负债	8,520	12,823	16,654	28,107	23,547	38,806
负债总额	705,777	868,650	999,678	1,410,119	1,697,325	2,033,637
归属于母公司股东权益	19,310	50,187	53,880	62,354	72,998	86,507
股本	10,167	14,479	18,823	18,823	18,823	18,823
负债和股东权益合计	725,087	918,837	1,054,350	1,473,273	1,771,122	2,120,944

数据来源：公司数据，安信证券研究中心

作者简介

高源，复旦大学财务金融系学士，伦敦政治经济学院（LSE）会计与金融系硕士，CFA。2005 年 10 月至 2007 年 4 月就职于光大证券研究所，先后从事石化、银行行业研究；2007 年 5 月加入安信证券研究中心。2006 年度“新财富最佳分析师石化行业”第三名，2008 年度“新财富最佳分析师银行行业”第六名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034