



民生银行 (600016.SH)

推荐 (维持)

所属行业: 银行业
行业评级: 谨慎推荐

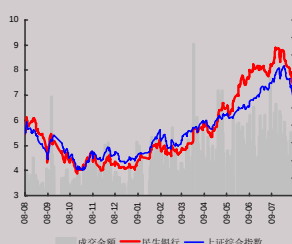
股价数据

12个月区间(元)	3.70—8.87
收益率	28.76%

股本结构

总市值(亿元)	1306.3
流通市值(亿元)	1306.3
总股本(亿股)	188
流通A股(亿股)	188
流通B股(亿股)	0

股价表现图



相关报告:

1. 《规模增长和资产质量为全年业绩保驾护航: 民生银行深度跟踪报告》, 20090819
2. 《民生银行: 维持推荐评级》, 20090423
3. 《民生银行投资者见面会纪要》, 20090210

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
程娇翼

Tel: (8621) 58303675
Fax: (8621) 58318543
E-mail: chengjy@qlzq.com.cn

融资进展若顺利, 快速成长则可期

——民生银行调研报告

投资要点:

- **经营目标的实现依赖于再融资进展顺利:** 公司新的管理层到任后, 提出了三年利润翻番的经营目标(复合增长率达 26%), 但这是建立在H股IPO顺利进行和可分离转债顺利发行的基础之上。由于目前的盈利模式还是利差, 所以利润的高增长依赖于规模的增长。只有H股IPO顺利发行和可分离转债的顺利完成, 民生银行未来三年的规模增长和经营目标才有可能实现。
- **下半年票据是否会置换成一般贷款主要看资本情况:** 如果H股顺利发行, 资本限制缓解, 则置换成贷款的空间比较大。否则空间不会太大, 由于贷款占用资本较多, 甚至有可能继续做票据。所以全年的贷款增长也和H股进展相关, 如果H股进展慢于预期, 贷款增速有可能低于中期 37% 的水平。
- **净息差 7、8 月份已经开始回升, 但上升幅度不大:** 新增贷款的利率向上走, 但由于新增量较少, 所以环比回升的幅度还是比较小的。我们判断 8 月底较 6 月底上升的幅度可能小于 10 个基点。
- **事业部的各方利益进一步梳理, 上半年的关键工作是进一步完善了事业部和分行的考核制度以带动各方的积极性:** 原先事业部和分支行最大的利益冲突在于分支行的业务开展和客户开拓短期有一定挑战, 因为原有的客户资源可能被事业部剥夺了。现在的考核制度是分支行做什么业务都可以赚钱赚绩效, 关键看自己如何把握当地的区域特点, 这样分支行就有了开拓新客户和新领域的动力。
- **我们比较看好民生银行商贷通的发展前景, 主要原因如下:** 首先, 根据穷人的诚信原则, 我们认为越是不容易向银行贷到款的个人越珍视自己的信用, 尤其是资金周转渠道有限的个体工商户。其次, 商贷通由于期限短, 具有船小好掉头的特点。目前中国经济已经步入复苏向上的通道, 所以可以大力开拓这项业务。一旦周期逆转, 可以迅速放缓业务发展速度。第三, 民生银行的事业部改制后, 零售业务是分支行, 尤其是支行的最主要业务, 所以分支行有动力去做好这块业务。
- **上半年出售海通证券股权获得投资收益约 49 亿, 其中 28 亿进入拨备, 实际上只释放了 15.8 亿的税后利润, 折合每股收益 0.08 元。**
- **盈利预测:** 我们预计民生银行 2009 年和 2010 年净利润增速分别达 37% 和 9%, 每股收益(含处置海通股权因素)为 0.58 元和 0.63 元, 每股净资产分别为 3.36 和 3.93 元, 当前股价对应的 09 年 PE 为 12 倍, PB 为 2.1 倍。
- **维持对其“推荐”的投资评级:** 扣除海通因素, 2009 年业绩增速预计仍达 17%, 在上市银行中较高。若赴港 IPO 成功, 则资本的补充将为未来三年民生银行的大发展打开空间, 未来两到三年净利润复合增速有望达到 30% 以上。2009 年中期资产质量显著改善, 使得市场对民生银行最大的担忧短期得到释放。我们维持对其“推荐”的投资评级。



正文目录

1. 经营目标及发展规划.....	- 3 -
1.1 经营目标的实现依赖于再融资进展顺利	- 3 -
1.2 下半年净利息收入相关	- 4 -
2. 事业部发展	- 5 -
2.1 事业部和分支行利益梳理	- 5 -
2.2 贸易融资事业部	- 6 -
2.3 中小企业金融事业部	- 6 -
3. 零售业务之“商贷通”贷款.....	- 7 -
3.1 按揭贷款VS商贷通	- 7 -
3.2 商贷通	- 7 -
4. 资产质量展望	- 8 -
5. 盈利预测及投资建议.....	- 9 -
5.1 盈利预测	- 9 -
5.2 投资建议	- 10 -
5.3 风险提示	- 10 -

图表目录

图表 1: 民生银行资本充足率测算.....	- 3 -
图表 2: 民生银行上半年贷款增长迅猛.....	- 4 -
图表 3: 民生银行生息资产和计息负债结构.....	- 4 -
图表 4: 上市银行 2009 年上半年贷款（不含贴现）增长情况.....	- 5 -
图表 5: 民生银行活期存款占比较低.....	- 5 -
图表 6: 民生银行贷款行业分布（单位：百万元）.....	- 8 -
图表 7: 民生银行资产质量一览表（单位：百万元）.....	- 8 -
图表 8: 民生银行重要财务比率一览（未扣除海通股权因素）.....	- 10 -
图表 9: 民生银行盈利预测和估值（不考虑股权融资，未扣除处置海通股权收益）.....	- 10 -
图表 11: 民生银行资产负债表和利润表预测摘要（未考虑再融资，单位：百万元）.....	- 12 -
图表 12: A股上市银行盈利预测及估值比较.....	- 13 -



1. 经营目标及发展规划

1.1 经营目标的实现依赖于再融资进展顺利

公司新的管理层到任后，提出了三年利润翻番的经营目标（复合增长率达 26%），但这是建立在H股IPO顺利进行和可分离转债顺利发行的基础之上。由于目前的盈利模式还是利差，所以利润的高增长依赖于规模的增长，由此看来，上半年民生银行的贷款增速明显不难理解。

我们测算，如果民生银行在今年底顺利融资 200 亿（我们估计融资额在 200 亿-250 亿之间），加上自身的利润积累，其 2009 年核心资本充足率和资本充足率将分别达到 8.22%和 10.13%。按照 10%的资本充足底线，可支持民生银行 2000 亿-2500 亿的加权风险资产增长，可支持 3300-4200 亿的总资产增长，其中可支持 2000-2500 亿的贷款增长（假设加权风险资产与总资产的比例为 60%），加上内部利润补充资本，这也仅可支持民生银行两年左右的发展。

民生银行曾在 2007 年公布了其拟发行 150 亿可分离转债的融资方案，正等待监管层批准。如果 2010 年这 150 亿可分离债顺利发行，则可补充附属资本。完成后可支持民生银行 1500 亿的加权风险资产增长，2500 亿总资产增长。

只有 H 股 IPO 顺利发行和可分离转债的顺利完成，民生银行未来三年的规模增长和经营目标才有可能实现。目前银监会对中小银行的要求是中小银行资本充足率须持续保持在 10%以上，我们认为民生银行的股权融资比较紧迫，如果不及时补充资本，今后的发展将受到资本的极大制约。

图表 1：民生银行资本充足率测算

民生银行	2007A	2008A	2009H	2009E	2010E
资本净额	61,513	70,767	81,788	101,117	128,004
其中：核心资本	42,730	51,307	57,249	82,378	94,265
附属资本	19,397	20,700	25,228	19,428	34,428
扣减项	614	1,240	689	689	689
加权风险资产净额	573,514	767,895	964,246	998,264	1,247,829
核心资本充足率	7.40%	6.60%	5.90%	8.22%	7.53%
资本充足率	10.73%	9.22%	8.48%	10.13%	10.26%
加权风险资产增速	35.57%	33.89%	25.57%	30.00%	25.00%
附属资本中“两债”（次级债+混合资本债）		11,510	16,460	10,660	10,660
附属资本中“两债”/核心资本			28.75%	12.94%	11.31%

备注：假设 H 股融资 09 年完成，可分离债在 10 年完成；假设民生银行在今年底选择赎回 58 亿次级债（2004 年）。

资料来源：齐鲁证券研究所



1.2 下半年净利息收入相关

上半年票据新增量约 520 亿，下半年是否会置换成一般贷款主要看资本情况。如果 H 股顺利发行，资本限制缓解，则置换成贷款的空间比较大。否则空间不会太大，由于贷款占用资本较多，甚至有可能继续做票据。所以全年的贷款增长也和 H 股进展相关，如果 H 股进展慢于预期，贷款增速有可能低于中期 37% 的水平。

中期资产负债结构中高成本的同业负债占比有所上升（环比激增 91%，占比上升 6 个百分点），主要是和上半年票据贴现增加较多导致的保证金增加，随着 7、8 月份票据的逐步到期将逐步回落。

债券投资中在今年到期需要重新配置和定价的部分占比不足 15%，民生银行的债券久期一直在缩短，目前已经到 3 以下，今年的目标是 2.6。

净息差 7、8 月份已经开始回升，新增贷款的利率向上走，但由于新增量较少，所以环比回升的幅度还是比较小的。我们判断 8 月底较 6 月底上升的幅度可能小于 10 个基点。2009 年中期公司披露的净息差水平为 2.43%，我们按期初期末平均余额计算的净息差为 2.31%。

图表 2：民生银行上半年贷款增长迅猛

	2007A	2008A	2009Q1	2009H	2009Q1 新增	2009Q2 新增	2009H1 新增	2009H1 较 年初增长
贷款总额	554,959	658,360	741,589	903,934	83,229	162,345	245,574	37.30%
贷款总额(扣除贴现)		594,429	663,035	787,995	68,606	124,960	193,566	32.56%
其中：公司贷款	420,837	485,858		663,342			177,484	36.53%
贴现	34,662	63,931	78,554	115,939			52,008	81.35%
零售贷款	99,460	108,571		124,653			16,082	14.81%
占比：公司贷款	75.83%	73.80%		73.38%			72.27%	
贴现	6.25%	9.71%	10.59%	12.83%			21.18%	
零售贷款	17.92%	16.49%		13.79%			6.55%	

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 3：民生银行生息资产和计息负债结构

	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
生息资产配置结构	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
贷款发放占比	60.52%	58.33%	57.73%	59.70%	62.57%	64.10%	64.46%
证券投资占比	17.31%	15.20%	15.95%	13.03%	12.94%	12.47%	11.38%
现金、存放央行及同业占比	13.16%	13.09%	14.86%	15.48%	19.31%	13.46%	11.49%
拆出和买入返售占比	9.01%	13.37%	11.46%	11.80%	5.19%	9.97%	12.67%
计息负债配置结构	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
吸收存款	78.34%	75.51%	76.80%	79.99%	80.08%	85.53%	81.11%
发行债券	3.96%	3.66%	3.42%	3.47%	3.46%	3.64%	2.18%



其他计息负债

21.66%

24.49%

23.20%

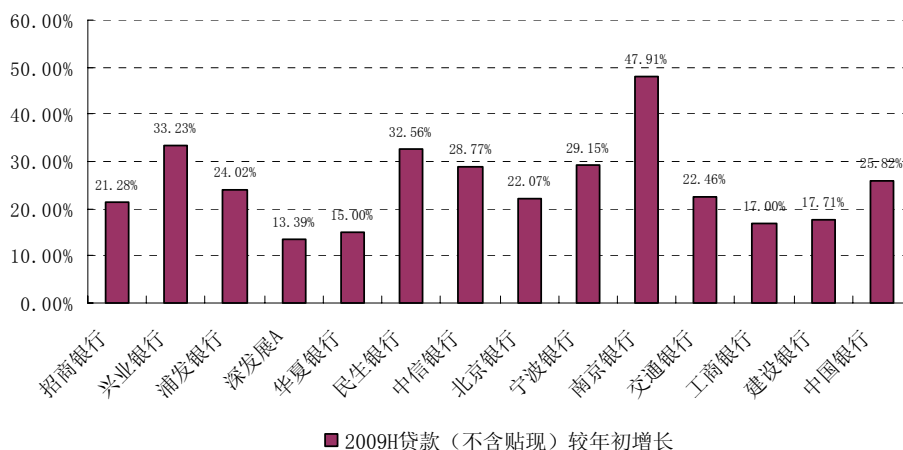
20.01%

19.92%

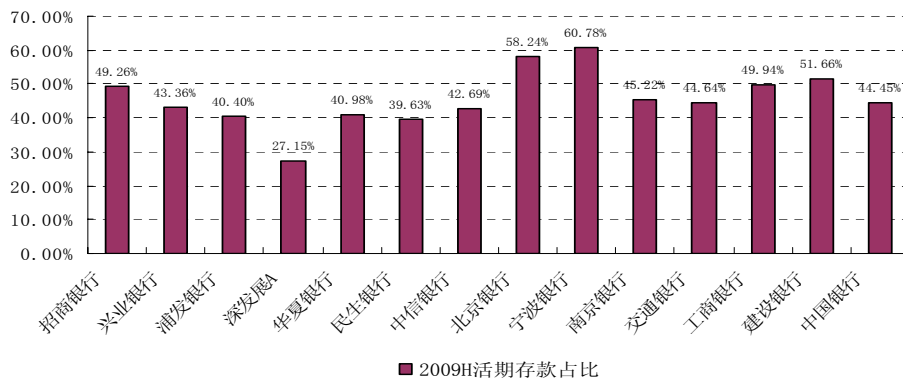
14.47%

18.89%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 4：上市银行 2009 年上半年贷款（不含贴现）增长情况


数据来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 5：民生银行活期存款占比较低


数据来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

2. 事业部发展

2.1 事业部和分支行利益梳理

事业部的各方利益进一步梳理：针对上半年事业部运行中的主要问题，民生银行对事业部授权授责体系、交叉销售、利益共享及相关考核制度安排等做了进一步优化调整，发挥分行营销渠道和事业部专业经营双重优势，促进专业化分工格局下全行资源充分利用及共同发展。



事业部上半年的关键工作是进一步完善了事业部和分行的考核制度以带动各方的积极性。首先，不论是事业部还是分支行，所有的存款都拿到总行来定价，资金出去又重新定价，根据存款的贡献度不同，在资金使用利率和绩效考核上都有区别。其次，原先事业部和分支行最大的利益冲突在于分支行的业务开展和客户开拓短期有一定挑战，因为原有的客户资源可能被事业部剥夺了。第三，现在的考核制度是分支行做什么业务都可以赚钱赚绩效，关键看自己如何把握当地的区域特点，这样分支行就有了开拓新客户和新领域的动力，如上半年民生银行的业绩中来自于新增客户的贡献比较多。

在业务分工上，四个行业事业部原则上只能选自己专业做业务，而分支行则根据具体情况和当地资源，做存款、做商贷通或者其他零售贷款。而且除了四个行业事业部外，还有很多行业事业部并没有覆盖到，这些都还是分行在做。

我们认为，事业部改革实际上也是分支行创新的过程。对分支行只要考核和薪酬上能适度侧重开拓零售业务等，分行的积极性被调动起来，则开拓新业务的空间也比较大。

2.2 贸易融资事业部

民生银行的贸易金融部，严格的说是一个产品事业部。民生银行的贸易融资和深发展、中国银行的贸易融资的区别在于民生银行在客户上倾向于大客户，但在服务上得益于事业部机制可以向客户提供一条龙服务。（深发展专注于做中小客户，中国银行贸易融资历史长，客户背景强大）。

我们认为民生银行在贸易融资领域相对于其他银行的竞争力在于：1）按照产品事业部运作的贸易融资业务可以动用全行资源深度服务客户，这是其他银行总分支三级组织架构短期内难以追赶的；2）事业部运作机制也决定了其服务的客户数量是有限的，所以专注服务大客户可能是比较适合民生银行的途径。

2.3 中小企业金融事业部

中小企业金融事业部（原工商企业金融事业部）采用事业部总部-区域总部-中小企业业务部的三级架构，其中前两级主要是管理和协调机构，中小企业业务部是按地区实际情况来进驻分行的，不是所有分行都有中小企业部。

民生银行的中小企业事业部服务的对象为总资产2亿元及以下，单户授信5000万元及以下的企业客户（民生自己的分类）。截止至2009年6月末，其中小企业业务的各项贷款余额308.28亿元，比年初增长24.28%，占公司贷款比重为约4%。新增量和占比还是比较少的。

设立中小企业事业部是民生银行开辟中小企业贷款客户，主动应对“金融脱媒”的策略和路径。在和城商行的客户竞争中，目前各自专注的领域界限还比较清晰，那就是作为中型银行的民生银行专注于区域龙头，多为中型企业。而城市商业银行规模远不及民生银行，其专注的更多是小企业。如在南京和宁波等地，相对比较大的



客户还是在民生银行手中。

3. 零售业务之“商贷通”贷款

3.1 按揭贷款 VS 商贷通

上半年民生银行按揭贷款仅较年初增长 6%，主要原因在于和招商银行等其他银行不同的是民生银行的资金成本偏高，所以按揭利率打 7 折对民生银行影响偏大，算下来基本不赚钱。

而同业是零售业务，今年新开发的“商贷通”贷款的利率基本都是上浮 5%，相比按揭贷款，其利率放大倍数是 1.5，收益更为可观。从以上分析，不难理解今年民生银行零售贷款业务的转变，即更侧重于发展商贷通业务。（图表 6）

3.2 商贷通

2009 年民生银行的商贷通业务全新启航，为小微企业主、个体工商户等客户提供一揽子金融服务。商贷通和中小企业贷款不同，属于个人行为融资，属于零售贷款。不同于传统的按揭和信用卡等消费贷款，“商贷通”贷款是个人拿这个钱去挣钱而不是消费，个人对贷款负无限责任，经营风险较大。

作为 2009 年民生银行的重点业务，商贷通贷款在上半年开局良好。商贷通贷款余额达到 169 亿元，占个贷余额比重由 2008 年底的 7% 提升至 14%，其中上半年累计发放商贷通贷款 166 亿元，占全部个贷发放量的 44%。同时商贷通客户金融资产也实现了快速增长，表现出良好的派生效应。

现在商贷通贷款主要在长三角和闽南地区试行，分区域集中做，客户经理可以负责批量联络，如小商品市场管理方，汽车配件厂等。慢慢系统运行成熟后，将在全国推广。

商贷通贷款期限以一年内居多，成功的关键在于风险控制，取决于分支行对当地经济的判断，对贷款对象的了解程度。在实践中，银行可采取房产抵押、商户经营权租赁权抵押、监控客户资金流向等方式控制风险。

我们比较看好民生银行商贷通的发展前景，主要原因如下：首先，根据穷人的诚信原则，我们认为越是不容易向银行贷到款的个人越珍视自己的信用，尤其是资金周转渠道有限的个体工商户。其次，商贷通由于期限短，具有船小好掉头的特点。目前中国经济已经步入复苏向上的通道，所以可以大力开拓这项业务。一旦周期逆转，可以迅速放缓业务发展速度。第三，民生银行的事业部改制后，零售业务是分支行，尤其是支行的最主要业务，所以分支行有动力去做好这块业务。


图表 6: 民生银行贷款行业分布 (单位: 百万元)

	2009H 较年初增长	2009H 占新增比	2009H 新增 量 (百万)	占比		余额 (百万)	
				2009H	2008A	2009H	2008A
制造业	45.56%	19.13%	46,988	16.61%	15.66%	150,120	103,132
房地产业	5.64%	2.07%	5,089	10.54%	13.69%	95,247	90,158
交通运输、仓储和邮政业	14.65%	4.17%	10,231	8.86%	10.61%	80,071	69,840
租赁和商贸服务业	59.52%	12.37%	30,384	9.01%	7.75%	81,429	51,045
电力、燃气及水的生产和供应业	26.66%	5.08%	12,465	6.55%	7.10%	59,226	46,761
水利、环境和公共设施管理业	76.79%	12.59%	30,917	7.87%	6.12%	71,179	40,262
采矿业	36.49%	4.25%	10,437	4.32%	4.34%	39,038	28,601
批发和零售业	86.88%	9.13%	22,424	5.34%	3.92%	48,235	25,811
建筑业	22.52%	2.32%	5,698	3.43%	3.84%	31,005	25,307
金融业	108.68%	11.12%	27,317	5.80%	3.82%	52,452	25,135
教育和社会服务业	50.35%	2.93%	7,195	2.38%	2.17%	21,485	14,290
公共管理和社会组织	143.54%	8.15%	20,013	3.76%	2.12%	33,955	13,942
信息传输、计算机服务和软件业	3.77%	0.08%	187	0.57%	0.75%	5,147	4,960
其他	1.39%	0.06%	147	1.18%	1.60%	10,692	10,545
公司贷款和垫款合计	41.74%	93.45%	229,492	86.21%	83.51%	779,281	549,789
个人住房贷款	6.34%	2.26%	5,539	10.28%	13.28%	92,940	87,401
信用卡透支	0.22%	0.01%	28	1.41%	1.93%	12,755	12,727
其他	124.54%	4.28%	10,515	2.10%	1.28%	18,958	8,443
个人贷款合计	14.81%	6.55%	16,082	13.79%	16.49%	124,653	108,571
贷款合计	37.30%	100.00%	245,574	100.00%	100.00%	903,934	658,360

资料来源: 公司定期报告, 齐鲁证券研究所

4. 资产质量展望

上半年核销 9 个亿, 全年预计会在 12-13 个亿的水平。上半年平均信贷成本年化后是 0.62%, 虽然下半年计提力度不会很大, 但由于分母即贷款量具有不确定性 (如前取决于融资进展), 我们预计全年不会明显下降。

上半年出售海通证券股权获得投资收益约 49 亿, 其中 28 亿进入拨备, 实际上只释放了 15.8 亿的税后利润, 折合每股收益 0.08 元。所以我们在后面剔除海通因素时, 仅考虑释放的这部分。

图表 7: 民生银行资产质量一览表 (单位: 百万元)

五级分类法	2005A	2006A	2007A	2008A	2009Q1	2009H
客户贷款总额	328,020	472,088	554,959	658,360		896,133
客户贷款净额	323,180	465,671	547,296	646,475		882,877
五级分类-余额						



正常类	314,452	453,836	540,521	634,073		880,855
关注类	8,644	12,359	7,665	16,366		15,278
不良贷款	4,923	5,893	6,773	7,921	8671	7,801
-次级类	2,475	2,328	2,292	3,459		2,813
-可疑类	1,836	2,202	2,736	3,189		2,464
-损失类	612	1,363	1,745	1,273		2,524
五级分类-占比						
正常类	95.86%	96.13%	97.40%	96.31%		98.30%
关注类	2.64%	2.62%	1.38%	2.49%		1.70%
不良贷款	1.50%	1.25%	1.22%	1.20%	1.17%	0.87%
-次级类	0.75%	0.49%	0.41%	0.53%		0.31%
-可疑类	0.56%	0.47%	0.49%	0.48%		0.27%
-损失类	0.19%	0.29%	0.31%	0.19%		0.28%
贷款损失准备期初余额	4,060	4,840	6,417	7,663		11,885
本年计提（信贷成本）	1,414	2,158	2,236	5,686		2,405
本年核销	(302)	(437)	(792)	(1,328)		(911)
贷款损失准备期末余额	4,840	6,417	7,663	11,885	13,128	13,256
必要拨备覆盖	5,466	7,831	9,244	10,400		13,573
不良贷款净形成率		0.44%	0.36%	0.45%		0.12%
A:不良贷款率	1.50%	1.25%	1.22%	1.20%		0.87%
A:平均信贷成本	0.43%	0.54%	0.44%	0.94%		0.31%
A:拨备覆盖率	98.30%	108.89%	113.14%	150.04%	151.40%	169.93%
A:拨备覆盖充分度	88.54%	81.93%	82.89%	114.27%		97.66%
A:关注/不良贷款余额	175.58%	209.72%	113.16%	206.62%		195.85%
A:拨备/贷款余额	1.48%	1.36%	1.38%	1.81%		1.48%
A:不良贷款净形成率		0.44%	0.36%	0.45%		0.31%
A:核销/（可疑+损失）	12.36%	12.25%	17.68%	29.76%		169.93%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

结合本次调研，我们调整了盈利预测假设如下：我们预计民生银行 2009/2010 年的贷款总额增速分别为 40%和 23%，存款总额增速分别为 40%和 23%，信贷成本均为 0.6%，成本收入比分别为 44%。

在以上关键假设下，我们预计民生银行 2009 年和 2010 年净利润增速分别达 37%和 9%，每股收益（含处置海通股权因素）为 0.58 元和 0.63 元，每股净资产分别为 3.36 和 3.93 元，当前股价对应的 09 年 PE 为 12 倍，PB 为 2.1 倍。如果剔除海通股权因素（0.08 元/股），09 年 PE 为 14 倍。



5.2 投资建议

民生银行将继续深化事业部改革，2009 年的重点在于中后台改革和业务集中处理的新系统的上线。目前事业部运行已近两年，我们认为事业部改革整体效果不错，在显著提升收益率的同时风险可控。我们认为民生银行未来三年的发展速度取决于再融资的进度，如果融资顺利，则新管理层的经营目标则有望实现。

由于上半年实际释放的海通股权收益低于我们预期，所以扣除海通因素，上半年净利润实际同比下降约 4%。由于去年三、四季度基数较低，尤其是去年四季度单季度亏损，所以三四季度净利润同比将出现正增长态势。

扣除海通因素，2009 年业绩增速预计仍达 17%，在上市银行中较高。若赴港 IPO 成功，则资本的补充将为未来三年民生银行的大发展打开空间，未来两到三年净利润复合增速有望达到 30%以上。2009 年中期资产质量显著改善，使得市场对民生银行最大的担忧短期得到释放。我们维持对其“推荐”的投资评级。

5.3 风险提示

如果国内外的经济形势低于预期，外需难以提振导致经济复苏状况低于预期，将对银行未来的信贷增长和资产质量产生一定负面影响。

央行收紧流动性时间和力度超出预期，将对整个 A 股市场估值水平产生负面影响，进而抑制银行股二级市场走势。

图表 8：民生银行重要财务比率一览（未扣除海通股权因素）

重要财务比率	2007-12-31	2008-3-31	2008-6-30	2008-9-30	2008-12-31	2009-3-31	2009-6-30
成本收入比(含营业税及附加)	54.69%	51.16%	44.72%	45.08%	51.65%	47.09%	41.56%
成本收入比	46.26%	41.84%	36.53%	37.07%	42.55%	40.29%	33.47%
有效税率（期末）	31.23%	24.50%	25.88%	26.81%	24.74%	24.62%	23.02%
ROA（期末未年化）	0.69%	0.25%	0.57%	0.82%	0.75%	0.22%	0.52%
ROE（期末未年化）	14.60%	5.05%	11.06%	15.15%	14.63%	4.40%	12.88%
贷存比（未扣除贴现）	81.54%	81.35%	79.38%	78.79%	82.27%	78.83%	82.83%
生息资产收益率（累计年化）	4.43%	5.04%	5.21%	5.41%	5.45%	4.24%	3.57%
付息负债成本率（累计年化）	2.04%	2.49%	2.54%	2.63%	2.64%	1.93%	1.61%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所

图表 9：民生银行盈利预测和估值（不考虑股权融资，未扣除处置海通股权收益）

Forecast	Summary	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
EPS		0.37	0.37	0.44	0.42	0.58	0.63
	YOY		0.37%	18.37%	-4.26%	37.51%	9.12%
NVPS		2.12	1.90	3.47	2.86	3.36	3.93





YOY		-10.21%	82.11%	-17.42%	17.33%	17.00%
Net Operating Sales (百万元)	12,826	17,452	25,301	35,017	40,537	47,437
YOY		36.06%	44.98%	38.40%	15.76%	17.02%
Preprovision Income (百万元)	5,818	7,452	11,478	17,006	19,797	22,741
YOY		28.08%	54.03%	48.16%	16.41%	14.87%
Net Income (百万元)	2,673	3,758	6,335	7,885	10,843	11,831
YOY		40.58%	68.58%	24.46%	37.51%	9.12%
ROE	17.38%	19.42%	12.62%	14.63%	17.15%	16.00%
ROAE		21.64%	18.22%	15.15%	18.52%	17.25%
ROAA		0.59%	0.77%	0.80%	0.89%	0.77%
Valuation	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
PE		19.13	16.16	16.88	12.27	11.25
P/PPOP		9.65	8.92	7.83	6.72	5.85
PB		3.71	2.04	2.47	2.11	1.80

资料来源：齐鲁证券研究所

图表 10：民生银行盈利驱动因素一览表

Growth Drivers	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
生息资产合计	30.32%	26.45%	14.22%	31.69%	22.08%
贷款合计	24.77%	17.53%	18.12%	40.20%	22.86%
证券投资	25.83%	56.42%	-14.55%	30.00%	25.00%
存款合计	19.33%	15.07%	17.07%	40.00%	23.00%
非存款计息负债	90.25%	107.41%	6.68%	10.81%	15.05%
总资产	30.06%	26.85%	14.63%	31.45%	21.86%
净利差	2.44%	2.62%	2.94%	2.45%	2.63%
净息差	2.53%	2.76%	3.10%	2.55%	2.71%
净利息收入	30.69%	39.66%	34.54%	1.49%	34.55%
手续费净收入	175.67%	132.98%	86.55%	2.97%	25.00%
其他净收入	211.00%	28.18%	-46.65%	2804.26%	-95.86%
营业净收入	36.06%	44.98%	38.40%	15.76%	17.02%
营业支出	42.54%	38.47%	30.72%	14.67%	19.07%
拨备前利润	28.26%	53.69%	47.67%	16.93%	14.87%
拨备支出	52.65%	3.65%	154.24%	-16.63%	30.08%
净利润	40.58%	68.58%	24.46%	37.51%	9.12%
A:不良贷款率	1.30%	1.25%	1.22%	1.20%	0.90%
A:信贷成本	0.37%	0.51%	0.44%	0.94%	0.60%
A:拨备覆盖率	98.30%	108.89%	113.14%	150.04%	185.35%
A:拨备覆盖充分度	88.54%	81.93%	82.89%	114.27%	103.32%
A:关注/不良贷款余额	175.58%	209.72%	113.17%	206.62%	177.78%
A:拨备/贷款余额	1.28%	1.36%	1.38%	1.81%	1.67%
M:业务支出/营业净收入(不含营业税金及附加)	49.28%	46.59%	43.32%	44.00%	44.00%
E:拨备前利润/平均总资产	1.16%	1.40%	1.72%	1.62%	1.48%

资料来源：公司定期报告，齐鲁证券研究所


图表 11: 民生银行资产负债表和利润表预测摘要 (未考虑股权融资, 单位: 百万元)

Balance Sheet	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
资产合计	<u>557,505</u>	<u>725,090</u>	<u>919,796</u>	<u>1,054,350</u>	<u>1,385,993</u>	<u>1,688,915</u>
非贷款生息资产	<u>95,621</u>	<u>148,917</u>	<u>199,630</u>	<u>252,044</u>	<u>279,180</u>	<u>328,550</u>
证券投资	<u>80,191</u>	<u>100,905</u>	<u>157,839</u>	<u>134,875</u>	<u>175,338</u>	<u>219,172</u>
其他资产	<u>8,462</u>	<u>9,597</u>	<u>15,032</u>	<u>20,956</u>	<u>25,147</u>	<u>27,662</u>
贷款	<u>373,232</u>	<u>465,671</u>	<u>547,296</u>	<u>646,475</u>	<u>906,328</u>	<u>1,113,531</u>
负债合计	<u>542,119</u>	<u>705,739</u>	<u>869,610</u>	<u>999,678</u>	<u>1,321,985</u>	<u>1,614,159</u>
客户存款	<u>488,833</u>	<u>583,315</u>	<u>671,219</u>	<u>785,786</u>	<u>1,100,100</u>	<u>1,353,123</u>
非存款计息负债	<u>47,151</u>	<u>89,705</u>	<u>186,053</u>	<u>198,477</u>	<u>219,925</u>	<u>253,017</u>
非计息负债	<u>6,136</u>	<u>32,719</u>	<u>12,338</u>	<u>15,415</u>	<u>1,959</u>	<u>8,018</u>
股东权益合计	<u>15,386</u>	<u>19,351</u>	<u>50,186</u>	<u>53,880</u>	<u>63,217</u>	<u>73,964</u>
实收股本	<u>7,259</u>	<u>10,167</u>	<u>14,479</u>	<u>18,823</u>	<u>18,823</u>	<u>18,823</u>
公积和准备	<u>6,543</u>	<u>7,358</u>	<u>30,979</u>	<u>29,048</u>	<u>33,814</u>	<u>37,655</u>
未分配利润	<u>1,584</u>	<u>1,826</u>	<u>4,728</u>	<u>6,009</u>	<u>10,580</u>	<u>17,486</u>
Income Sheet	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
利息收入	<u>21,081</u>	<u>27,361</u>	<u>40,070</u>	<u>56,311</u>	<u>52,720</u>	<u>68,718</u>
利息支出	<u>(8,710)</u>	<u>(11,193)</u>	<u>(17,490)</u>	<u>(25,931)</u>	<u>(21,887)</u>	<u>(27,234)</u>
净利息收入	<u>12,371</u>	<u>16,168</u>	<u>22,580</u>	<u>30,380</u>	<u>30,833</u>	<u>41,484</u>
手续费收入	<u>494</u>	<u>1,224</u>	<u>2,665</u>	<u>4,755</u>	<u>4,993</u>	<u>6,241</u>
手续费支出	<u>(122)</u>	<u>(197)</u>	<u>(274)</u>	<u>(294)</u>	<u>(399)</u>	<u>(499)</u>
手续费净收入	<u>372</u>	<u>1,026</u>	<u>2,391</u>	<u>4,461</u>	<u>4,593</u>	<u>5,742</u>
营业净收入	<u>12,826</u>	<u>17,452</u>	<u>25,301</u>	<u>35,017</u>	<u>40,537</u>	<u>47,437</u>
营业支出	<u>(7,010)</u>	<u>(9,992)</u>	<u>(13,836)</u>	<u>(18,087)</u>	<u>(20,740)</u>	<u>(24,696)</u>
营业利润	<u>5,816</u>	<u>7,460</u>	<u>11,465</u>	<u>16,930</u>	<u>19,797</u>	<u>22,741</u>
营业外收入	<u>16</u>	<u>19</u>	<u>60</u>	<u>157</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
营业外支出	<u>(13)</u>	<u>(27)</u>	<u>(47)</u>	<u>(81)</u>	<u>0</u>	<u>0</u>
扣除资产减值准备前利润总额	<u>5,818</u>	<u>7,452</u>	<u>11,478</u>	<u>17,006</u>	<u>19,797</u>	<u>22,741</u>
资产减值准备	<u>(1,625)</u>	<u>(2,214)</u>	<u>(2,265)</u>	<u>(6,518)</u>	<u>(5,340)</u>	<u>(6,966)</u>
利润总额	<u>4,193</u>	<u>5,237</u>	<u>9,213</u>	<u>10,488</u>	<u>14,457</u>	<u>15,775</u>
所得税费用	<u>(1,520)</u>	<u>(1,479)</u>	<u>(2,877)</u>	<u>(2,595)</u>	<u>(3,614)</u>	<u>(3,944)</u>
净利润总额	<u>2,673</u>	<u>3,758</u>	<u>6,335</u>	<u>7,885</u>	<u>10,843</u>	<u>11,831</u>

数据来源: 上市银行定期报告, 齐鲁证券研究所


图表 12: A 股上市银行盈利预测及估值比较

股票代码	股票简称	投资评级	0914 收盘价	A 股总股本 (百万)	A 股总市值 (百万)	每股收益 EPS			每股净资产 BVPS		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	谨慎推荐	5.08	250,962	1,274,889	0.33	0.36	0.42	1.81	2.03	2.38
601939.SH	建设银行	中性	6.05	9,000	54,450	0.40	0.41	0.48	1.99	2.33	2.73
601988.SH	中国银行	中性	4.08	177,819	725,501	0.25	0.27	0.30	1.84	2.03	2.25
601328.SH	交通银行	推荐	9.39	25,930	243,482	0.58	0.63	0.75	2.96	3.51	4.14
600036.SH	招商银行	推荐	15.90	15,659	248,975	1.42	0.92	1.15	5.41	5.00	5.96
601166.SH	兴业银行	推荐	36.60	5,000	183,000	2.28	2.38	2.78	9.80	11.74	14.04
600000.SH	浦发银行	谨慎推荐	21.62	7,926	171,358	2.21	1.53	1.76	7.36	7.90	9.35
000001.SZ	深发展 A	谨慎推荐	21.98	3,105	68,257	0.20	1.51	1.83	5.28	6.55	8.08
600015.SH	华夏银行	谨慎推荐	10.17	4,991	50,754	0.62	0.69	0.81	5.49	6.06	6.87
600016.SH	民生银行	推荐	7.07	18,823	133,079	0.42	0.58	0.63	2.86	3.36	3.93
601998.SH	中信银行	中性	5.83	26,632	155,262	0.34	0.36	0.41	2.44	2.71	3.06
601169.SH	北京银行	谨慎推荐	17.84	6,228	111,100	0.87	0.92	1.14	5.43	6.18	7.14
002142.SZ	宁波银行	谨慎推荐	8.69	2,500	32,375	0.53	0.54	0.61	3.52	3.86	4.36
601009.SH	南京银行	推荐	18.07	1,837	33,190	0.79	0.91	1.26	6.15	6.76	7.84

股票代码	股票简称	2008ROAA	2008ROAE	核心资本充 足率	资本充足率	市盈率 PE			市净率 PB		
						2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E
601398.SH	工商银行	1.17%	19.40%	9.97	12.09	15.32	14.00	12.15	2.81	2.50	2.14
601939.SH	建设银行	1.27%	20.88%	9.30	11.97	15.27	14.84	12.58	3.03	2.60	2.22
601988.SH	中国银行	0.98%	14.23%	9.43	11.53	16.30	15.31	13.70	2.21	2.01	1.81
601328.SH	交通银行	1.19%	20.78%	8.81	12.57	16.19	15.00	12.49	3.17	2.67	2.27
600036.SH	招商银行	1.45%	28.40%	6.50	10.63	11.16	17.37	13.88	2.94	3.18	2.67
601166.SH	兴业银行	1.22%	25.90%	7.41	9.21	16.07	15.35	13.18	3.73	3.12	2.61
600000.SH	浦发银行	1.13%	36.31%	4.68	8.11	9.78	14.14	12.25	2.94	2.74	2.31
000001.SZ	深发展 A	0.15%	4.18%	5.08	8.62	110.97	14.54	12.03	4.16	3.35	2.72
600015.SH	华夏银行	0.46%	15.17%	6.84	10.36	16.53	14.68	12.53	1.85	1.68	1.48
600016.SH	民生银行	0.80%	15.15%	5.90	8.48	16.88	12.27	11.25	2.47	2.11	1.80
601998.SH	中信银行	1.21%	14.84%	10.45	12.04	17.08	16.32	14.15	2.39	2.15	1.91
601169.SH	北京银行	1.40%	17.92%	13.48	16.12	20.51	19.33	15.61	3.29	2.89	2.50
002142.SZ	宁波银行	1.49%	15.83%	11.56	12.84	16.31	16.07	14.26	2.47	2.25	1.99
601009.SH	南京银行	1.72%	13.76%	13.31	15.20	22.79	19.76	14.30	2.94	2.67	2.30

备 注: 假设浦发 2009 年完成股权融资, 民生和深发展暂未考虑股权融资

数据来源: 上市银行定期报告, 齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791