

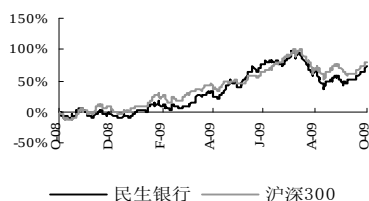
金融服务业 - 银行业

Financial Service - Bank

2009 年 10 月 21 日

市场数据	2009 年 10 月 21 日
当前价格 (元)	7.75
52 周价格区间 (元)	3.78-8.87
总市值 (百万)	145878.2654
流通市值 (百万)	145878.2654
总股本 (百万股)	1882300
流通股 (百万股)	1882300
日均成交额 (百万)	1415
近一月换手 (%)	1.0
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



表现	1m	3m	12m
民生银行	14.6	-11.8	74.2
沪深 300	5.3	-7.7	79.1

相关报告

《业绩加速增长的拐点即将出现——民生银行 2009 年中报点评》 2009.8

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。

信贷结构优化，净息差大幅回升

—民生银行 (600016. SH) 2009 年三季度报点评

评级： 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	350.17	394.41	441.52	479.80
净利润 (亿元)	78.85	119.93	119.11	137.91
每股收益 (元)	0.42	0.55	0.55	0.64
净利润增长率%	24.47%	52.10%	-0.68%	15.78%
每股净资产 (元)	2.86	3.53	4.23	4.55
市盈率	18.45	13.99	14.08	12.16
市净率	2.71	2.20	1.83	1.70

资料来源：世纪证券研究所

- **主营业务复苏态势明显：**剔除海通证券投资收益因素干扰，与中期数据相比，公司各项业绩收入指标降幅较中报均有显著收窄，一方面表明投资收益的爆发性增长仍是公司今年以来业绩正增长的最主要原因，另一方面也显示公司主营业务复苏迹象日益明显。
- **信贷结构优化，息差大幅回升：**公司前三季度净息差为 2.61%，较中期上升了 18 个 pbs，符合我们中报点评中“公司净息差已经处于谷底，三季度以后将逐步回升”的判断。除存款活期化因素外，贷款结构中低收益率的票据贴现部分朝高收益的一般性贷款转化，是净息差上升的主要原因。未来仍有超过 600 亿元置换空间。
- **手续费收入环比基本持平，全年有望实现正增长：**公司前三季度实现手续费及佣金净收入同比下降了 25.20%，其中三季度实现净收入 12.54 亿元，基本与第二季度持平，高于去年同期 3.63 个百分点，由于去年四季度基数低，预计全年有望实现正增长。
- **H 股发行将有力提升公司资本实力：**如果 300 亿元的融资规模能够最终顺利实现，公司资本充足率将从中期的 8.48% 上升到 10.5% 以上，公司上半年面临的资本充足率不足问题将得到一次性解决。
- **资产质量良好：**公司不良贷款持续“双降”，拨备覆盖率大幅上升至 185.82%，较中期再次大幅提高了 16 个百分点。前三季度信用成本下降至 0.38%，同比下降了约 13bps。
- **投资要点：**我们看好 H 股融资对公司实力的提升效应，考虑 2009 年处置海通证券股票投资收益以及假设年底前 H 股融资能够完成并增加股本，由于三季度超预期增长，我们略微调高公司 2009-2011 年每股收益分别至 0.55 元、0.55 元和 0.64 元，每股净资产分别为 3.53、3.67 和 4.25 元。在公司信贷结构不断优化，净息差大幅回升，中间业务逐步复苏以及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，维持“增持”评级。

主营业务复苏态势明显

2009 年前三季度，公司实现营业收入 313.49 亿元，比上年同期增加 41.21 亿元，同比增幅 15.14%；其中利息净收入 226.9 亿元，同比减少 0.51%，非息净收入 86.59 亿元，同比大增 95.82%，如扣除处置海通证券股权收益，则同比减少了 15.04%。与中期数据相比，降幅较中报的-5.08%和-19.44%均有收窄，这一方面表明投资收益的爆发性增长仍是公司今年以来业绩正增长的最主要原因，另一方面也显示公司主营业务复苏迹象日益明显。

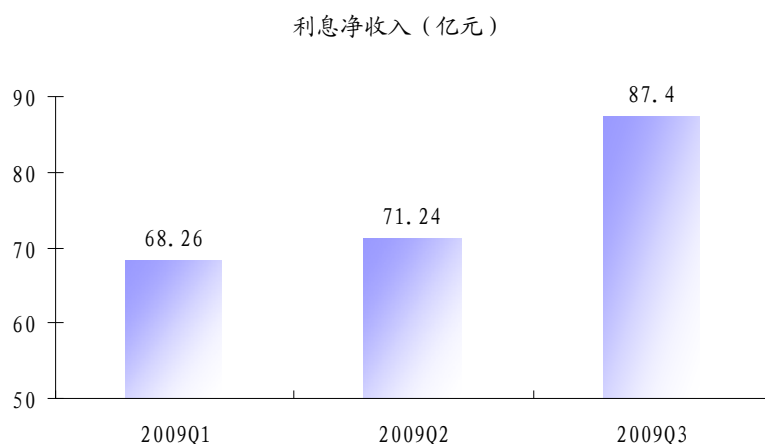
生息资产规模环比负增长，净息差显著回升

公司前三季度净息差为 2.61%，较中期上升了 18 个 pbs，符合我们中报点评中“公司净息差已经处于谷底，三季度以后将逐步回升”的判断。除存款活期化因素外，贷款结构中低收益率的票据贴现部分朝高收益的一般性贷款转化，是净息差上升的主要原因。由于票据融资到期，以及公司将票据贴现转化为一般性贷款，票据贴现贷款规模环比大幅减少了 545.87 亿元，占贷款比重从中期的 12.83% 下降到 6.87%。与此同时，中长期贷款却环比增加了 553.7 亿元，占比从 45.43% 上升到 52.16%。

因此，尽管公司上述贷款结构的调整令生息资产规模减少了 162.24 亿元，降幅为约 1%，但是结构优化带来的净息差大幅提升冲抵了规模缩小的消极影响，令公司利息净收入环比保持增长。

从目前票据贴现贷款余额看，仍有 613.52 亿元的置换空间。

Figure 1 2009 年利息净收入单季度统计



资料来源：公司报告、世纪证券研究所

手续费收入环比基本持平

公司前三季度实现手续费及佣金净收入 35.52 亿元，同比下降了 25.20%，其中三季度实现净收入 12.54 亿元，基本与第二季度持平，高于去年同期 3.63 个百分点，由于去年四季度基数很低，预计全年有望实现正增长。

H 股发行将有力提升公司资本实力

公司未公布 3 季度资本充足率数据，目前，H 股发行已经进入实质性阶段，目前各项工作进展顺利，如果 300 亿元的融资规模能够最终顺利实现，公司资本充足率将从中期的 8.48% 上升到 10.5% 以上，核心资本充足率也将上升到 8% 以上，公司上半年面临的资本充足率不足问题将得到一次性解决。

资产质量良好

公司不良贷款持续“双降”，不良贷款余额 72.84 亿元，比今年中期进一步减少了 5.17 亿元，不良率 0.82%，比去年末降低了 0.04 个百分点。拨备覆盖率大幅上升至 185.82%，较中期再次大幅提高了 16 个百分点。前三季度信用成本下降至 0.38%，同比下降了约 13bps。

盈利预测与投资评级

我们看好 H 股融资对公司实力的提升效应，考虑 2009 年处置海通证券股票投资收益以及假设年底前 H 股融资能够完成，股本增加，由于三季度超预期增长，我们略微调高公司 2009-2011 年每股收益分别至 0.55 元、0.55 元和 0.64 元，每股净资产分别为 3.53、3.67 和 4.25 元。在公司信贷结构不断优化，净息差大幅回升，中间业务逐步复苏以及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，维持“增持”投资评级。

Figure 2 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	394.41	441.52	479.80
利息净收入	161.70	225.80	303.80	306.05	390.68	418.73
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	50.00	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	234.77	283.05	296.36
营业税金及附加	13.91	20.47	29.16	32.06	35.89	39.00
管理费用	83.32	117.05	149.01	139.31	168.14	162.36
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	159.64	158.47	183.44
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	160.04	158.95	184.01
减: 所得税	14.93	28.77	25.95	40.01	39.74	46.00
五、净利润	38.32	63.35	78.93	120.03	119.21	138.01
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	119.93	119.11	137.91
六、每股收益	0.20	0.48	0.42	0.55	0.55	0.64

资料来源: 世纪证券研究所

风险提示

- 1、H 股融资未能顺利实现, 资本充足率不足问题未能及时解决。
- 2、资产质量超预期恶化

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.