

银行 II

2010 年 1 月 26 日

民生银行(600016) 当前股价: 7.55 目标价: 8.62

盈利稳定、经营进取的中型银行

投资要点:

公司成立以来各项业务拓展和规模增速较快,并保持了较为良好的资产质量。2009 年前三季度民生银行取得良好增长,净利润增加较为显著;9 月末资产总额达到 14029.36 亿元,比年初增长 33.06%;负债总额达到 13425.25 亿元,比年初增长 34.3%;实现归属于上市公司股东的净利润 102.01 亿元,比上年同期增长 18.11%,实现基本每股收益 0.54 元。

公司资产负债结构属于偏重资本消耗型,贷款资产占比偏高,公司吸储能力较为薄弱;公司在各类业务上积极创新,事业部改制和“商贷通”模式初现成效,提高了公司的议价能力;公司对自身经营目标的定位是转变粗放扩张的方式,向资本集约化转变,不断提高公司的资本运用效率和盈利能力。

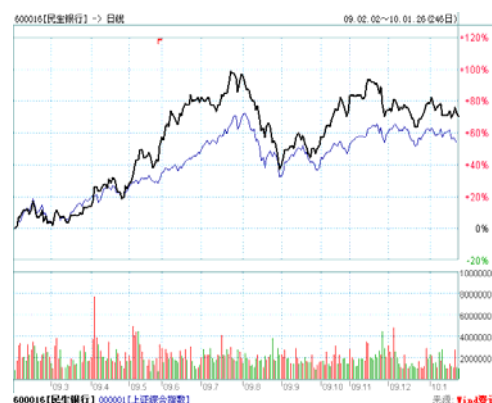
公司 2009 年第三季度息差出现较大幅度的反弹,主要原因来自于贷款结构的优化、存款成本的下降和议价能力的提高;公司中间业务逐步提高;公司资产质量保持稳定,拨备覆盖率进一步提高;未来网点开设和系统上线将进一步推行;H 股融资所得有利于增加核心资本和促进各项业务的发展,资本瓶颈得到进一步解决,我们预计民生银行短期内业务发展将不再受资本充足率制约。

公司盈利能力较为稳定;经营较有特色,创新的业务模式提高了公司的议价能力;资产质量保持平稳态势;预计公司 09 年实现净利润 111.31 亿元,比上年增长 41%,折合每股收益 0.5 元;目前公司估值合理,维持“推荐”评级。

研究员: 刘晓昶 许国玉
电 话: 025-84457777-933
E-mail: xiaochangliu@sina.com
地 址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	2226227.75
流通 A 股(万)	1882300.20
52 周内股价区间(元)	4.43-8.97
总市值(亿)	1732.01
总资产(亿)	10543.50
H 股发行后每股净资产(元)	3.88

主要经营指标预测

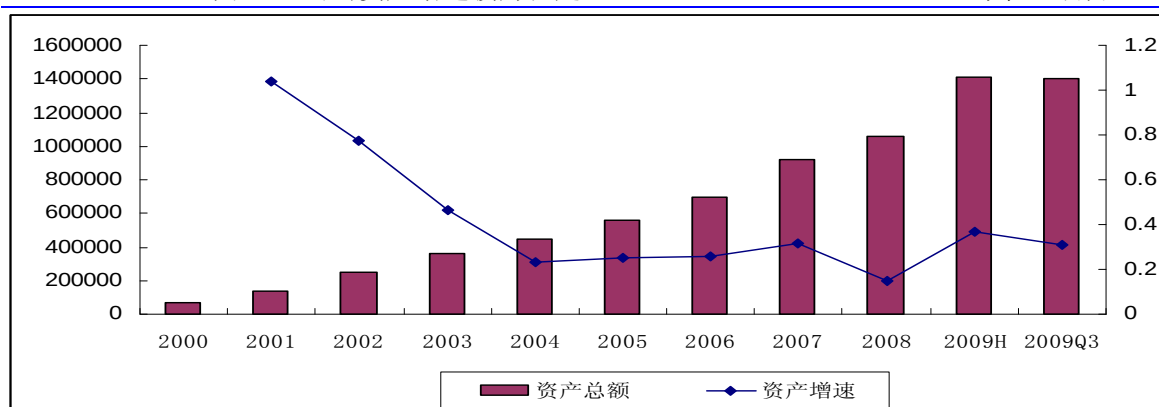
	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	350.17	392.46	478.71	606.08
+/-%	38.40	12.10	21.9	26.6
净利润(亿)	78.85	111.41	127.01	144.82
+/-%	24.46	41.3	14.0	14.1
EPS(元)	0.35	0.5	0.57	0.65
P/E	21.57	15.10	13.25	11.62

1、公司基本状况

中国民生银行成立于 1996 年 1 月 12 日，是我国首家由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，成立以来业务快速拓展，规模不断扩大，并保持了较为良好的资产质量。2000 年公司在上海证券交易所挂牌上市，2004 年公司通过银行间债券市场成功发行了 58 亿元人民币次级债券，成为中国第一家在全国银行间债券市场成功私募发行次级债券的商业银行；2005 年公司成功完成股权分置改革，成为国内首家完成股权分置改革的商业银行。截至 2008 年底，中国民生银行总资产规模达 10544 亿元，存款总额 7858 亿元，贷款总额 6584 亿元，实现净利润 78.85 亿元；2009 年前三季度民生银行取得良好增长，净利润显著增加；9 月末资产总额达到 14029.36 亿元，比年初增长 33.06%；负债总额达到 13425.25 亿元，比年初增长 34.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 102.01 亿元，比上年同期增长 18.11%，实现基本每股收益 0.54 元。

图 1：公司资产增速较为稳定

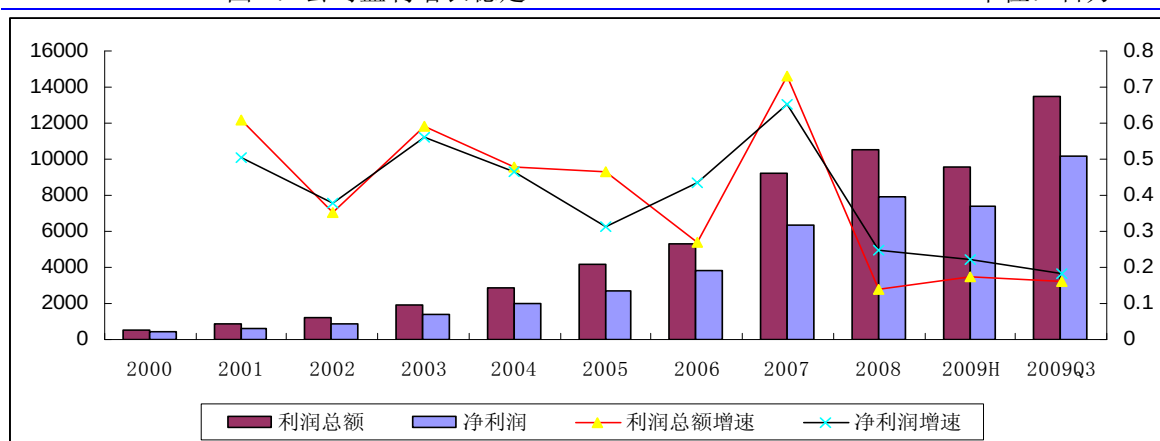
单位：百万



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 2：公司盈利增长稳定

单位：百万

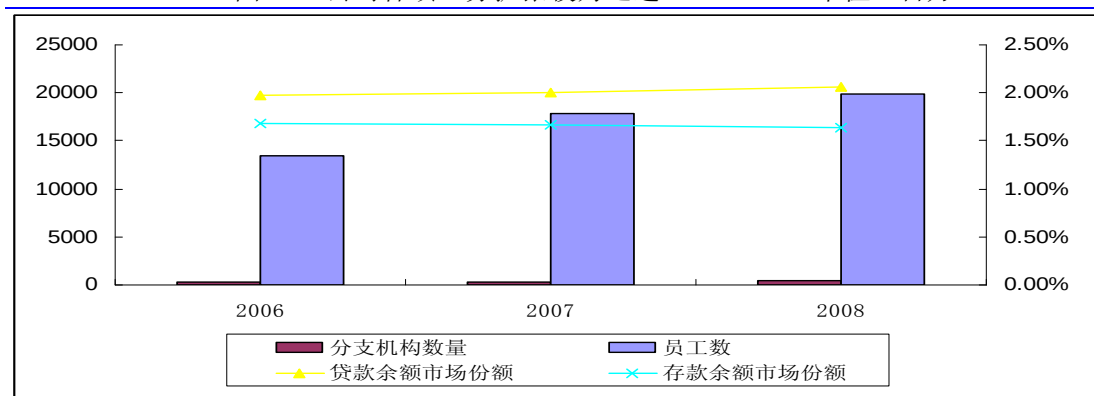


资料来源：WIND，华泰证券研究所

公司独特的股权结构使得民生银行的公司治理较为有效；成立之初非国有企业拥有 85% 的股权，截止 2009 年 6 月末，新希望投资及其关联公司拥有民生银行 8.42% 的股份；2009 年 11 月份公司实现 H 股上市，资金来源和股东结构更为多元化，新希望投资有限公司持股 7.16%，中国人寿持股 4.33%，H 股投资者持有 15.45% 的股份，2000 年公司仅有 63 个分支机构，上市以后各项业务得到了较快发展；2008 年公司在全国开设了 406 个网点，拥有 130429 家公司储户和 1720 万名零售业务客户，规模不断壮大。2008 年公司位列第四大股份制银行，贷款市场份额和存款市场份额分别占整个市场的 2.1% 和 1.6%。

图 3：公司各项业务扩张较为迅速

单位：百万



资料来源：WIND、华泰证券研究所

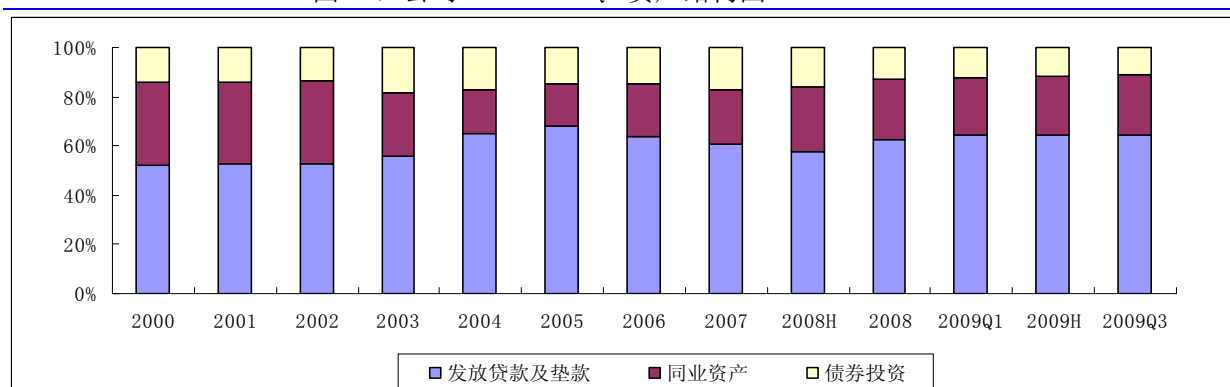
2、公司经营状况

2.1 资产负债结构：偏重资本消耗型、贷款资产占比偏高、风险资产收益率偏低

公司资产负债保持较为稳定的增长态势；2009 年上半年公司资产总额达到 14100.14 亿元，比年初增长 33.73%；负债总额达到 13519.62 亿元，比年初增长 35.24%；虽然净利差有所缩小，但是由于存贷款继续保持较高增速，公司业绩大体平稳；9 月末资产总额达到 14029.36 亿元，比年初增长 33.06%；负债总额达到 13425.25 亿元，比年初增长 34.3%；公司存款余额为 10994.83 亿元，比年初增长 39.92%；贷款余额为 8935.43 亿元，比年初增长 36.12%；公司业绩总体平稳增长，净利息收入与去年同期基本持平，以量补价的效果基本实现。

公司的资产结构属于偏重资本消耗型，公司生息资产结构中贷款占据较大比重；2000 年至 2003 年占比稳定在 55%左右，至 2004 年贷款占比有了一定幅度的提高，2008 年至 2009 年三季度末贷款占生息资产比重稳定在 64%左右；同业资产占比存在一定的波动幅度，2000 年至 2002 年占比较高，稳定在 33%左右，2003 年开始占比有所降低，2008 年至 2009 年三季度末占比稳定在 24%左右；债券投资占生息资产比重较为稳定，2006 年至 2009 年三季度末占比稳定在 14%左右。

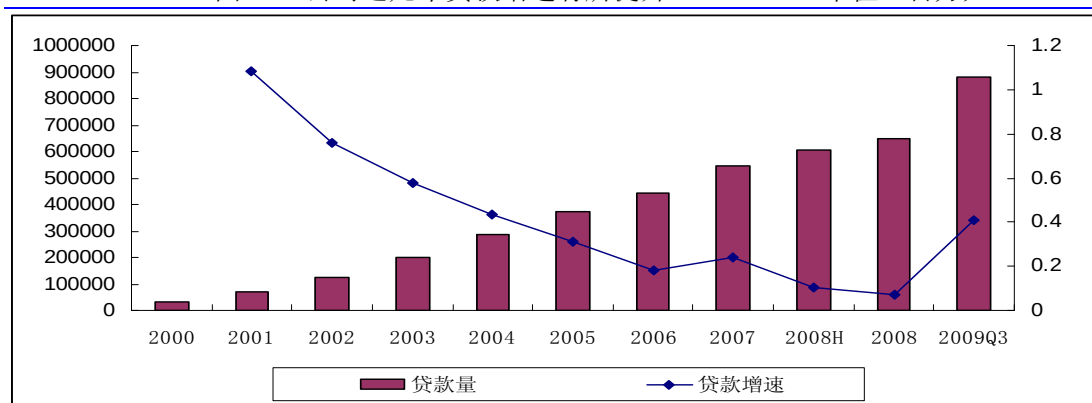
图 4：公司 2000-2009Q3 资产结构图



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 5：公司近几年贷款增速有所提升

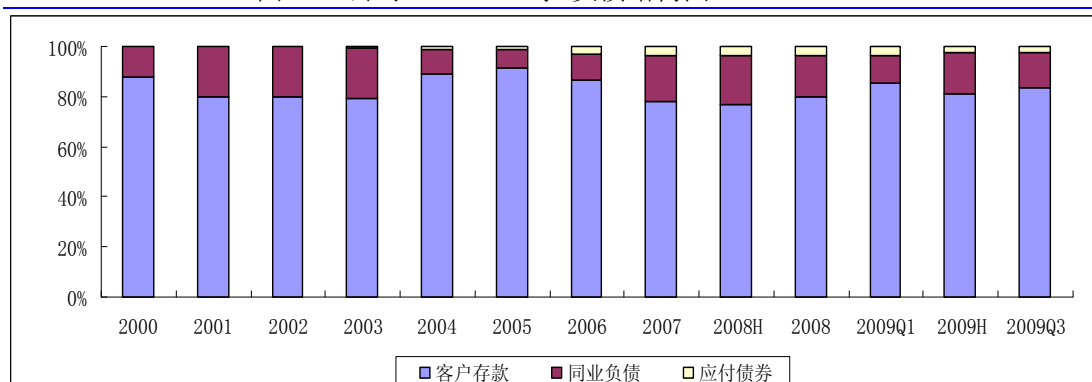
单位：百万元



资料来源：WIND，华泰证券研究所

公司的计息负债结构中存款占据较大比重，2000-2005 年占比不断上升（2005 年占比达到 91.3%），2006 年至 2009 年三季度末占比有所下降，稳定在 80%左右；同业负债和应付债券波动则较为平稳，前者 2006 年至 2009 年三季度末占比稳定在 15%左右，后者 2006 年至 2009 年三季度末占比稳定在 3%左右。

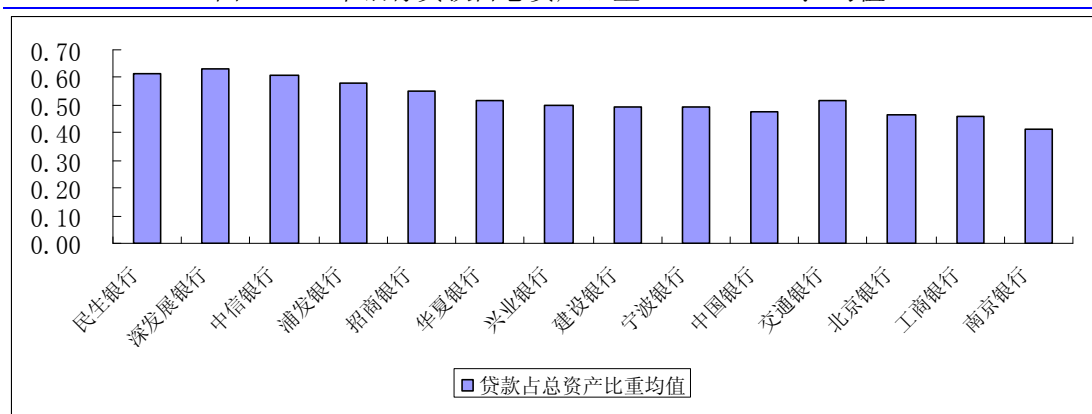
图 6：公司 2000-2009Q3 负债结构图



资料来源：WIND，华泰证券研究所

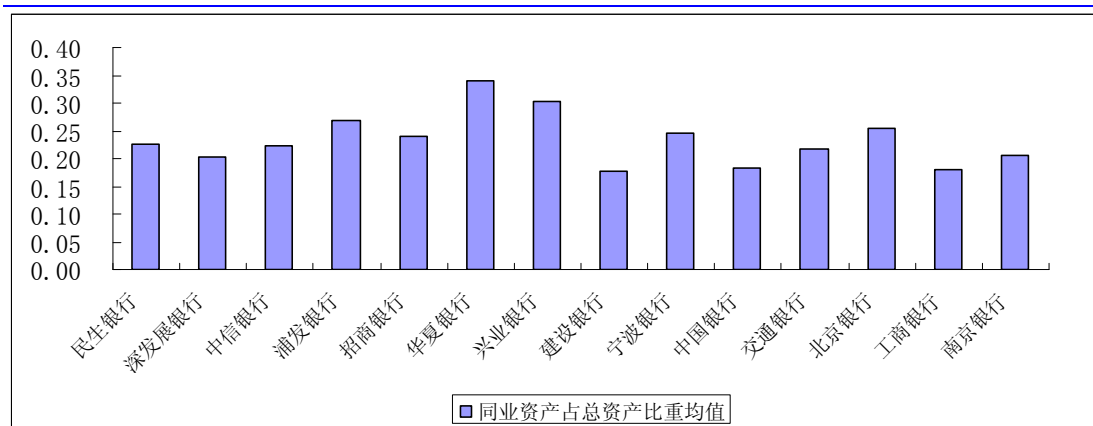
与同业的资产结构比较而言，公司风险资产权重较高的贷款资产占比较高，而风险资产权重较低的同业资产和债券资产占比较低。从下图可以看出，2006 年至 2009 三季度末民生银行贷款占总资产比重均值为 62%，在上市银行中排在第二位；2006 年至 2009 三季度末民生银行同业资产占总资产比重均值为 23%，在上市银行中排在第七位；2006 年至 2009 三季度末民生银行债券资产占总资产比重均值为 14%，在上市银行中排名较为靠后。

图 7：上市银行贷款占总资产比重（2006-2009Q3 均值）



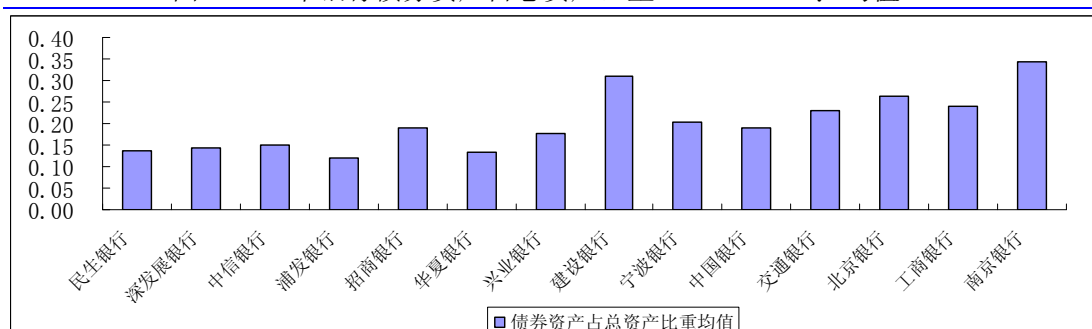
资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 8：上市银行同业资产占总资产比重（2006-2009Q3 均值）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

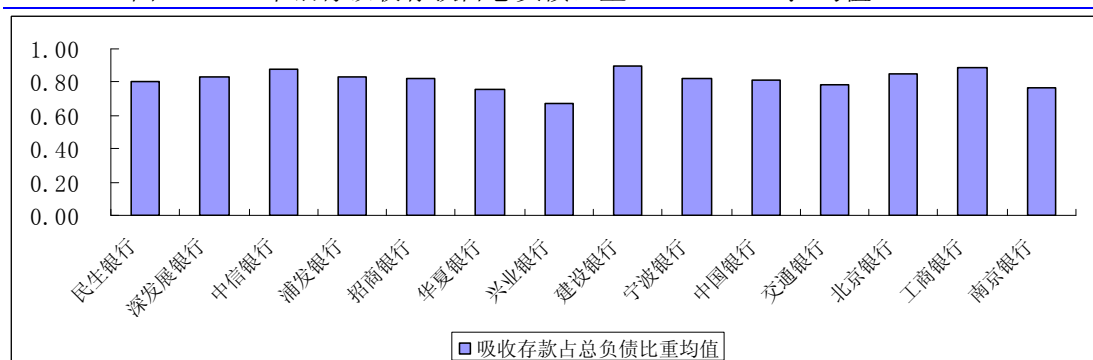
图 9：上市银行债券资产占总资产比重（2006-2009Q3 均值）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

与国有银行相比较，存款基础薄弱是中小型银行面临的共同问题；与同业的负债结构比较而言，民生银行的存款基础较为薄弱，2006 年至 2009 三季度末民生银行吸收存款占总资产比重均值为 81%，在上市银行中排在第十位。

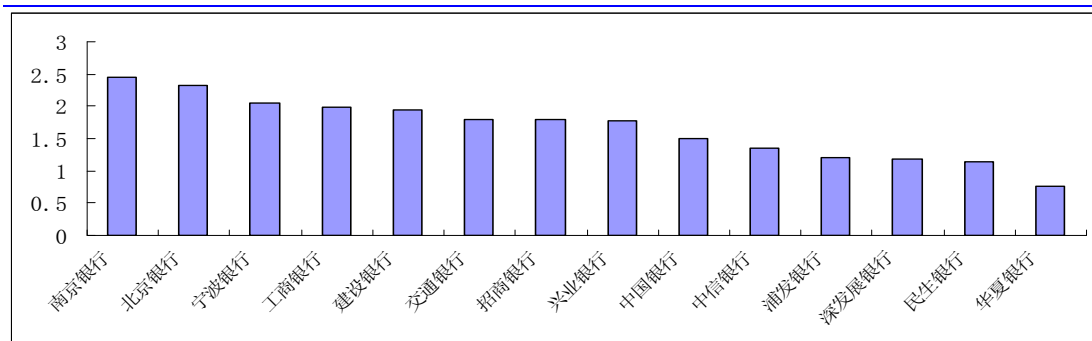
图 10：上市银行吸收存款占总负债比重（2006-2009Q3 均值）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

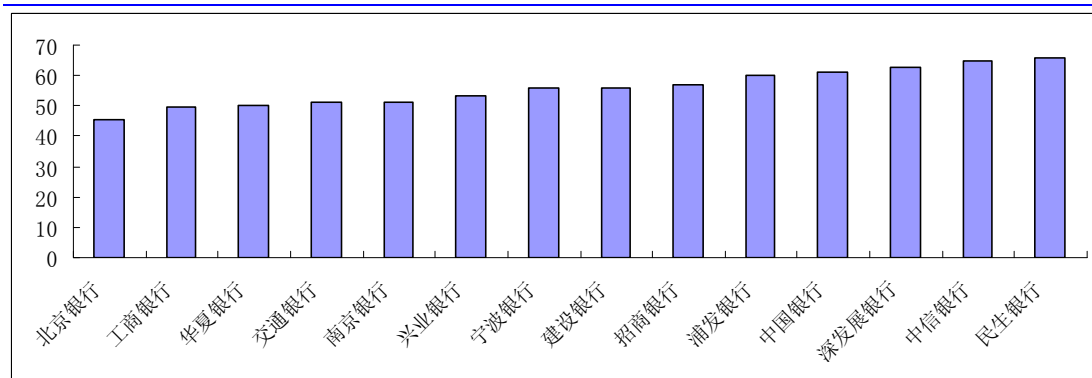
公司风险资产收益率偏低，在上市银行 2006 年至 2009 年中期平均的风险资产收益率比较中，公司位居倒数第二；公司风险资产收益率较低的主要原因在于公司资产结构属于偏重资本消耗型，风险资产占总资产的权重较高（在上市银行 2006 年至 2009 年中期平均的风险资产权重比较中，公司位居第一）。

图11：上市银行风险资产收益率（2006-2009H均值）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图12：上市银行风险资产权重（2006-2009H均值）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

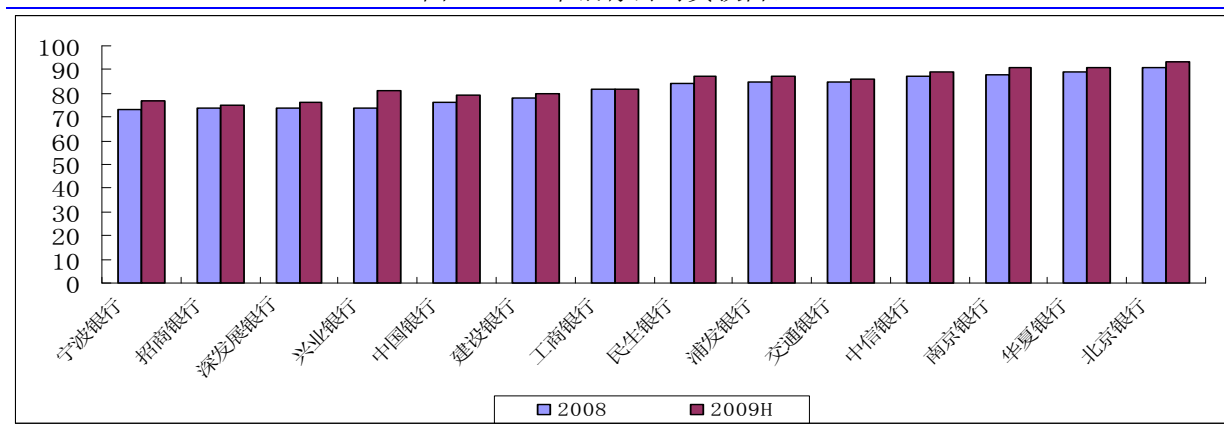
公司管理层预计 2010 年行业的贷款规划在 7-8 万亿，行业平均信贷增速在 17%-20%之间，其中国有银行一般低于平均 1-2%，股份制通常高于平均 2-3%。根据调研了解，公司计划信贷增速能够达到股份制银行平均增速；银行表示不追求规模的高速增长，重点在提高资产质量，提高议价能力，追求在有限资本消耗下的盈利能力的提升；结构上重点投向战略定位的领域，主要为中小民营企业及零售高端客户，规避产能过剩的行业，保持平衡发展的同时向重点战略行业倾斜；在放贷速度上，按照监管机构要求，做到信贷总量合适，增速较为均衡。

2.2 公司存贷款业务结构：创新的事业部改制和“商贷通”模式

公司业务：事业部改制初现成效

民生银行较为着重发展公司业务，截止 2009 年 6 月末，公司共有 130429 位企业存款客户。由于公司的民营背景，民生银行公司贷款占比低于对公业务优势较为明显的中信银行、浦发银行等股份制银行和北京银行、南京银行等城市商业银行；在 2008 年和 2009 年中期上市银行对公贷款占比中，民生银行排名均处于中间位置。

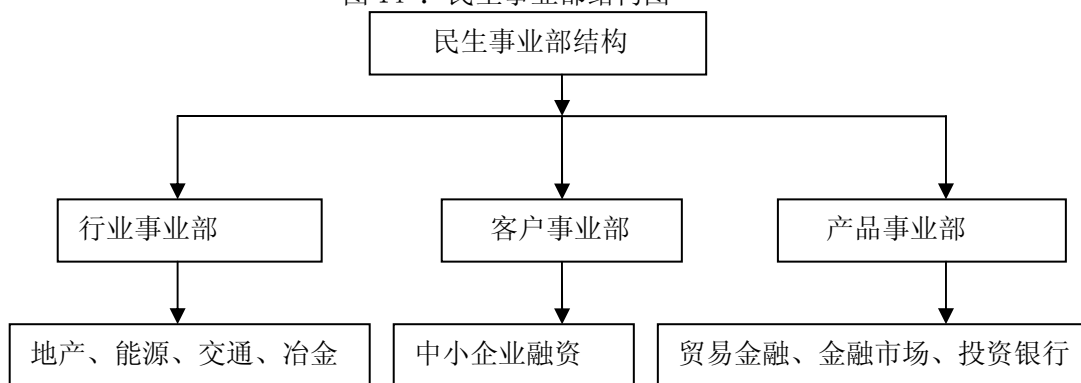
图13：上市银行公司贷款占比



资料来源：WIND，华泰证券研究所

随着利率的市场化趋势和客户日益复杂的需求，公司于 2007 年末启动事业部改革。事业部制是分级管理、分级核算、自负盈亏的一种形式，各事业部拥有独立的营销、管理、客户服务和风险管理职能以及人力和财务的支持职能。民生银行是首家推进事业部改革的银行，通过事业部制改革，民生银行希望把支行的公司业务全部上收到分行，支行只从事零售业务。2007 年公司正式全面启动公司业务事业部制改革，贸易金融部、金融市场部、投资银行部和工商企业金融部首批四家事业部成立；2008 年初成立地产、能源、交通和冶金四家行业金融事业部。每个行业事业部通常建立数家分支机构，作为事业部的支持部门；公司的事业部改革取得了一定的成效：

图 14：民生事业部结构图

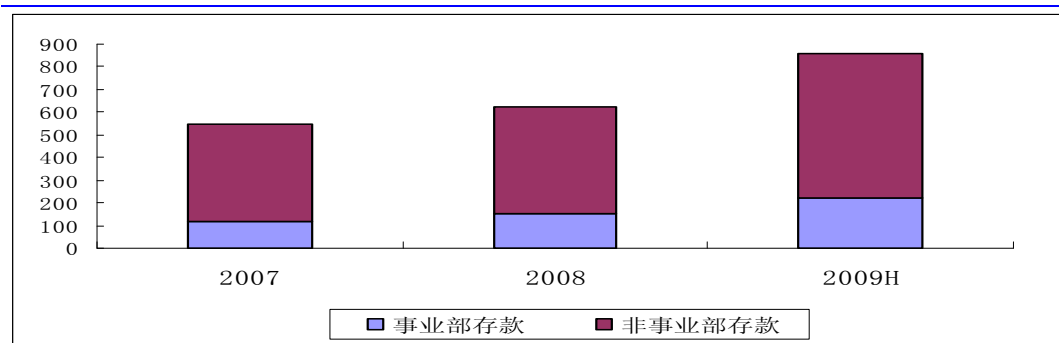


资料来源：WIND，华泰证券研究所

从规模增长看，事业部在受经济危机影响较大的业务领域经营，仍然保持了业务规模较快发展。截至 2009 年 6 月末，事业部存款余额 2208.38 亿元，比年初增长 44.09%；事业部贷款余额 2918.19 亿元，比年初增长 36.66%；事业部存、贷款余额分别比 2007 年末成立之初增长 89 个百分点和 58 个百分点，分别比民生银行公司业务同期存贷款增幅高出 32 个和 1 个百分点；分部门来看，地产金融事业部存款余额和贷款余额为 419.62 亿元和 668.53 亿元，较 2009 年初分别增长 65.06%和 11.04%；能源金融事业部存款余额和贷款余额为 424.16 亿元和 978.6 亿元，较 2009 年初分别增长 64.47%和 52.3%；交通金融事业部存款余额和贷款余额为 439.33 亿元和 456.41 亿元，较 2009 年初分别增长 36.53%和 62.43%；冶金金融事业部存款余额和贷款余额为 470.46 亿元和 358.87 亿元，较 2009 年初分别增长 46.42%和 62.54%；

图 15：事业部存款规模扩张较快

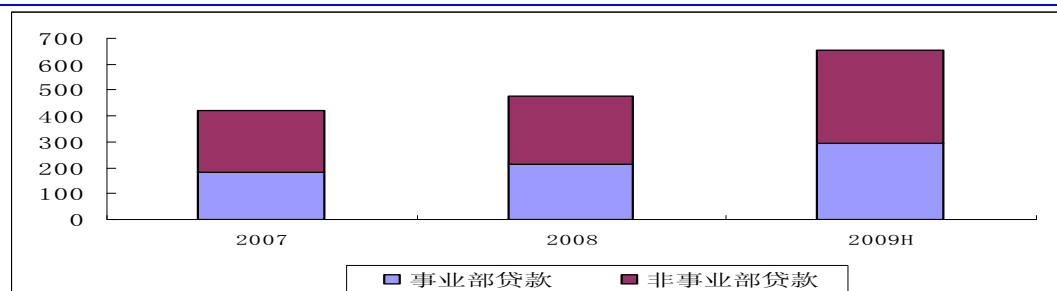
单位：十亿元



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 16：事业部贷款规模扩张较快

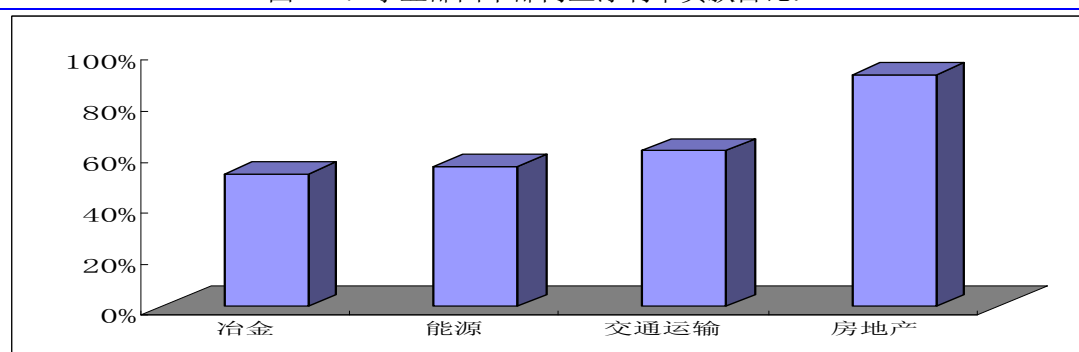
单位：十亿元



资料来源：WIND，华泰证券研究所

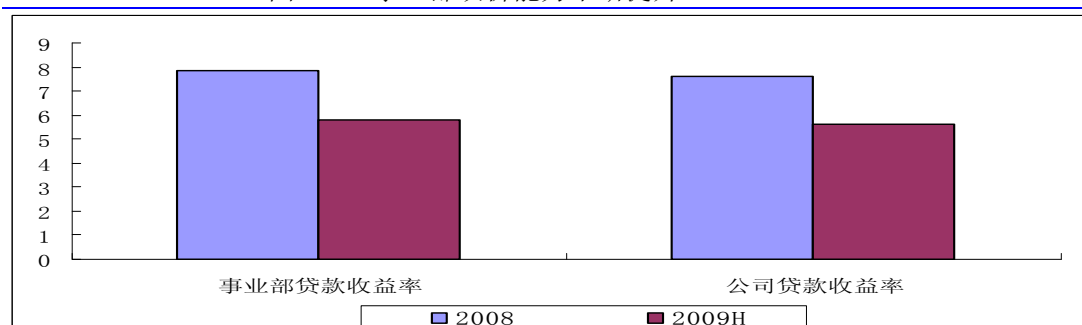
从风险控制及资产质量看，得益于专业评审、分级监控、专业贷后管理等多层次风险防控体系和专业化经营体制下的风险控制防线前移，事业部资产质量呈现稳定向好的态势，2009年6月末不良额和不良率比2008年末下降5.34亿元和0.48个百分点；从客户选择与风险定价能力看，2009年6月末事业部贷款平均利率5.77%，高于民生银行全行公司贷款平均利率0.18个百分点；事业部新投放贷款中，基准利率以上占比29.79%，比同期全行新投放公司贷款基准利率以上占比高出8.69个百分点。

图 17：事业部四个部门上浮利率贷款占比：



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 18：事业部议价能力不断提升



资料来源：WIND，华泰证券研究所

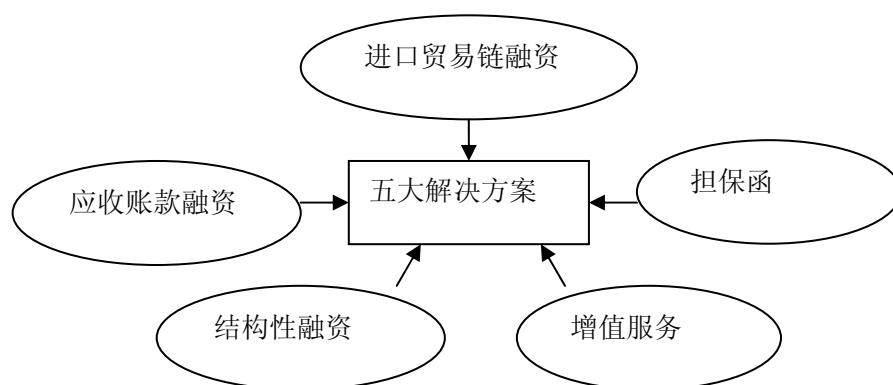
根据调研了解，民生银行对事业部改革目标定位为：利用有限的资本创造更高的收益；推出更多创新和富有

竞争力的产品；获得更高的资本周转率，提高贷款的议价能力；在对公业务的资源配置上，银行注重更高的资产周转率，通过压力给予各分支行盘活存量资产的动力，并设计相对应的激励机制；银行的品牌效应初步显现，在牵头银团贷款、分离交易贷款、并购贷款等方面均有所表现；不断加强事业部的行业研究，思考业务结构调整的步伐，在产能过剩行业考虑资金的安全退出；综合以上可以看出，民生银行对自身的经营目标是转变粗放扩张的方式，向资本集约化转变，不断提高公司的资本运用效率和盈利能力。

公司业务的另一亮点：贸易金融

2007 年公司抓住市场机会大力发展船运和大宗商品贸易融资业务，2008 年公司加大了对应收账款融资和电子贸易的关注程度。2009 年上半年，公司贸易金融业务实现总收入 6.17 亿元，其中，中间业务收入 4.64 亿元，净利息收入 1.53 亿元；人民币存款余额为 120.8 亿元，同比增长 44.5%；外币贷款余额为 8.8 亿美元，人民币贷款余额 42.2 亿元，同比增长 7.7%，无新增不良。2009 年年初公司贸易金融部推出 1+2+5 的经营策略，即一个延伸、两个转变、五大综合解决方案，主要包括应收账款融资、进口贸易链融资、担保函、增值服务和结构性融资等解决方案；这些经营策略构建了较为先进的贸易金融平台，促进了公司盈利能力的提高。

图19：公司贸易金融的五大创新解决方案



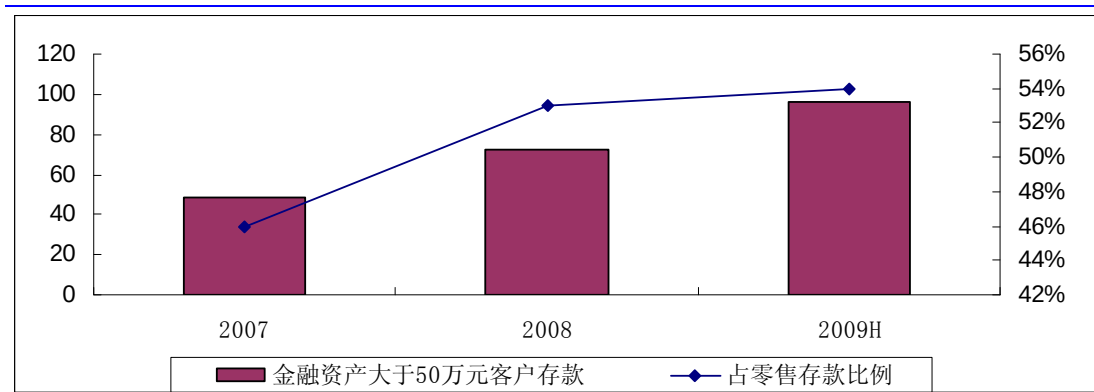
资料来源：WIND，华泰证券研究所

零售业务的亮点：商贷通的大力推行

公司零售业务近几年取得了较为快速的发展；2006 年末公司拥有个人客户 1243 万户，储蓄存款余额 947 亿元，占各项存款比率达 16.2%，储蓄存款余额在股份制银行中位列第四；个人贷款余额 675 亿元，占各项贷款比率为 15.1%，个人贷款余额在股份制银行中位列第三；零售银行发售 31 期、60 个理财产品，金额超过 200 亿。2007 年末零售贷款余额 994.59 亿元，占客户贷款总额的 17.92%，零售存款总额为人民币 1075.34 亿元，占客户存款总额的 16.02%。2008 年末零售贷款余额为 1086 亿元，占客户贷款总额的 16%，零售存款总额为 1363 亿元，占客户存款总额的 17%。2009 年上半年储蓄存款余额达到 1786 亿元，占公司存款总额的 17%；个人贷款余额 1247 亿元，占公司贷款总额的 14%；客户总数达到 1692 万户，其中个人金融资产大于 50 万以上的客户为 6.99 万户，存款总额为 960 亿元，占公司零售存款总额的 54%。

图20：公司中高端零售客户发展较为迅速

单位：十亿元



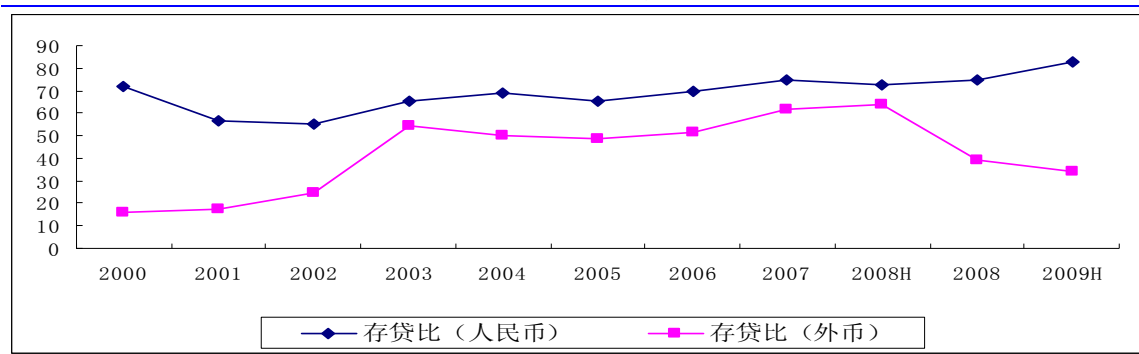
资料来源：WIND，华泰证券研究所

2008年下半年民生银行把小微企业融资确定为大力发展零售资产业务的突破口，商贷通可为微型企业主提供一体化金融服务，包括授信、结算、理财和财务顾问服务。商贷通的推出加强了分支行服务中小企业客户的能力，也表现出银行对客户群体的进一步细分与准确定位。

商贷通的正式启动开始于2009年4月份，定位为贷款规模50-500万的客户，初期在10家分行进行试点，在9个月内业务量迅速增至500亿，其中80%份额均由10家试点分行完成。通过试点推行，公司管理层认为这块业务尚属蓝海领域，对于调动分支行人力物力，加快资产周转均起到良好效果，并由此确立了商贷通作为民生银行最重要的战略之一。截至2009年上半年，公司商贷通贷款余额达到169亿元，占公司个贷余额比重由2008年底的7%提升至14%，其中2009年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%。商贷通客户金融资产总计51.55亿元，户均金融资产29.90万元；在已放的500亿商贷通中，利率平均上浮10%，不良新生成率仅0.06%；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。根据我们对公司的调研了解，银行提出2010年底发展小商户到10万户，发放规模达1000亿的计划，由于现有的500亿存量较多在2010年4月到期，因此新增规模在1500亿左右；在利率定价上，争取2010年的上浮比率提高至20%。以小微客户和高端客户为重点，民生计划在三年内小商户数达到30-40万户，总量达到3000-4000亿。

银行发放贷款的力度除了取决于资本充足率，存贷比的限制也是一个重要因素。公司上市之初，存贷比控制在较低水平；近几年公司贷存比呈现不断上升趋势，09年三季度达80.04%。根据我们的调研了解，银行在09年四季度开始大力吸收存款，09年末该指标已有改善，基本符合监管要求，但存款方面仍存在不稳定因素。公司管理层表示将在2010年继续加大吸收存款力度，追求贷存比的逐月下降，通过定价引导达到指标要求。

图 21：公司人民币贷存比呈现上升趋势



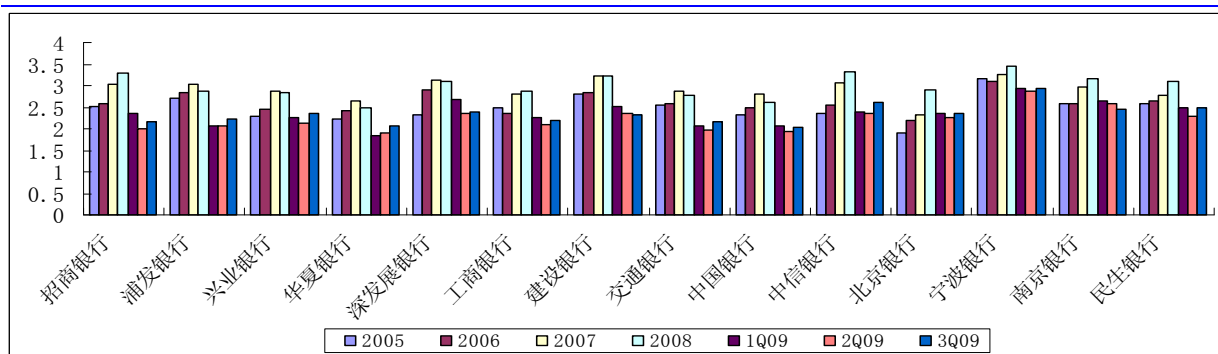
资料来源：WIND，华泰证券研究所

2.3 公司净息差：反弹幅度较大

2008 年公司净息差较 2007 年提高 34 个基点，主要因为以下三个原因：2007 年央行连续升息的影响在 2008 年滞后体现，基础利率水平的提高对利差的扩大带来积极影响；2008 年初公司积极投放贷款并严格贷款定价管理，有效提高贷款收益能力；2008 年公司继续实施对大额主动性负债的统一管理，并通过资金转移价格引导各经营机构积极吸收低成本负债、提高负债业务的稳定性，将负债成本控制在合理区间。

上市银行净息差和净利差在 2009 年上半年探底后，三季度已经出现了明显的回升。2009 年上半年上市银行平均净息差和净利差分别位于谷底的 2.32%和 2.22%，至第三季度末期，上市银行平均净息差和净利差已经增加到 2.39%和 2.34%；民生银行 2009 年第三季度净息差较第二季度上升 28 个基点，反弹幅度较大，主要原因有如下三方面：

图 22：公司息差反弹幅度较高



资料来源：WIND，华泰证券研究所

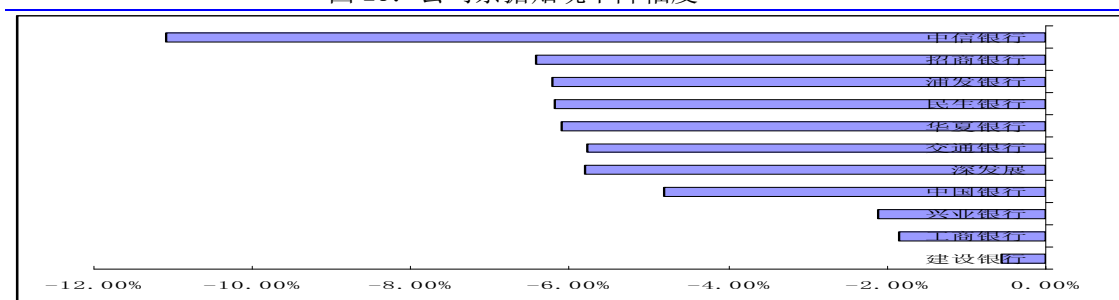
1) 贷款结构的优化：2009 年上半年民生银行采取高资本金消耗的大量放贷政策，一方面为了实现“以量补价”，另一方面也为下半年用一般性贷款置换票据融资留下空间；为了提高贷款收益率，公司第三季度大幅压缩收益较低的票据融资用以置换利率较高的一般性贷款，对净息差贡献度有所提高。

2) 存款成本有所下降：在存款余额增加较少的情况下，民生银行通过大力压缩与票据融资相关的保证金存款，主动压缩高成本的同业负债，提高活期存款占比，使其存款成本有所下降；

3) 议价能力有所提升：民生银行一般性贷款收益率日均水平在中型股份制银行中保持较高水平，2008 年和 2009 年上半年分别达到 7.67%和 5.94%，2009 年 9 月份贷款平均利率达到 5.61%。由于对相关行业有较为深入的了解，事业部改制使得公司议价能力得到了提升；2008 年上半年行业事业部一般性贷款加权收益率较全行平均水平高 13 个基点，2009 年上半年高 18 个基点。

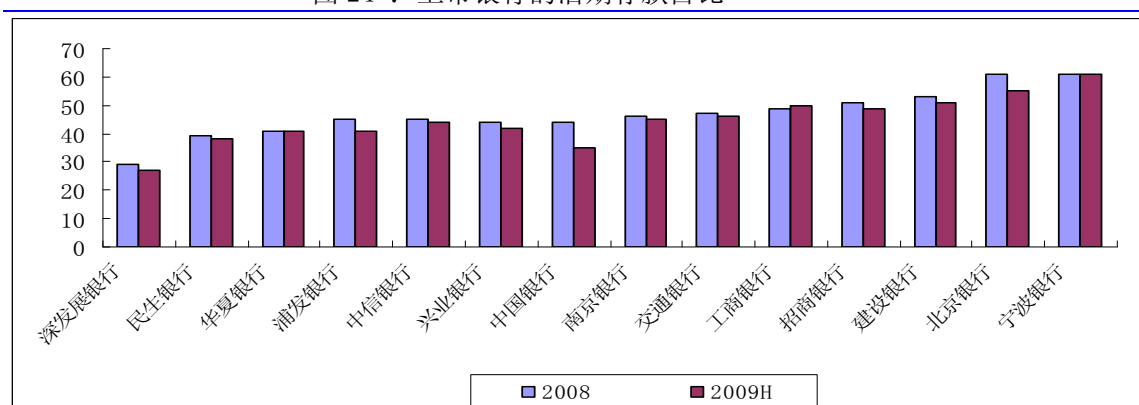
第四季度由于存款成本下降和票据替换空间已经较为有限，预计民生银行第四季度净息差的回升幅度较第三季将会有所减小。随着宏观经济的持续复苏，银行议价能力、存款活期化以及货币市场利率都将随之提升；民生银行事业部改革的继续推进和融资产品“商贷通”的推出也将进一步强化其贷款议价能力。

图 23：公司票据贴现下降幅度



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 24：上市银行的活期存款占比



资料来源：WIND，华泰证券研究所

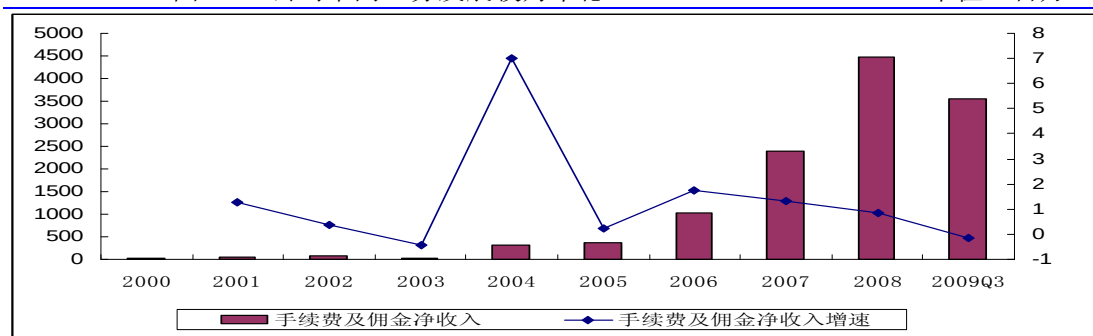
根据调研了解，民生银行要求 2010 年一季度新放贷款可以在基准利率附近，二季度开始要求上浮；2010 年大部分新增贷款目标定位在中小企业和小微企业上，其中计划新放 1500 亿小微贷款（即商贷通贷款），2009 年此部分利率上浮 10%左右，2010 年希望上浮 20%以上；同时中小企业也有上千亿的新放贷款量，这块利率上浮比例预计也将较高。负债方面存款活期化趋势还在继续；银行计划加大吸收高端零售客户存款及通过理财产品吸收储蓄存款，如果实施效果未达要求，资金成本可能会上升。综合考虑，公司管理层认为未来利差存在较大不确定性。

2.4 中间业务收入：保持平稳增长

公司近几年中间业务收入保持较为快速的增长，2000 年上市之初手续费及佣金净收入仅为 0.22 亿元，2004 年开始步入快速增长的阶段，2008 年实现手续费及佣金净收入 44.61 亿元，2009 年三季度末实现手续费及佣金净收入 35.52 亿元，其中 2009 年第三季度民生银行实现手续费及佣金净收入 12.54 亿元，同比增长 3.64%，环比下降 9.33%。其中，手续费及佣金收入为 13.43 亿元，同比增长 4.65%，环比下降 7.57%；手续费及佣金支出为 0.7 亿元，同比增加 21.37%，环比增加 27.14%。白金和钻石信用卡增长较快，截止 2009 年 6 月公司已发行 120000 张白金和钻石信用卡。

图25：公司中间业务发展较为平稳

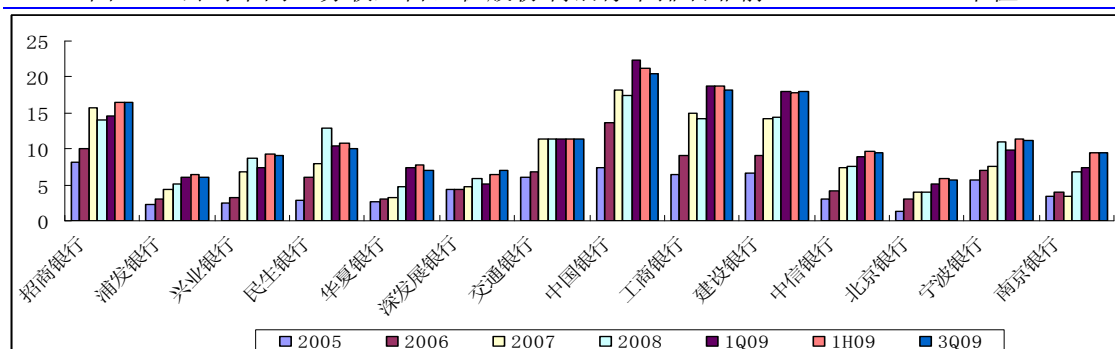
单位：百万



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 26：公司中间业务收入占比在股份制银行中排名靠前

单位：%

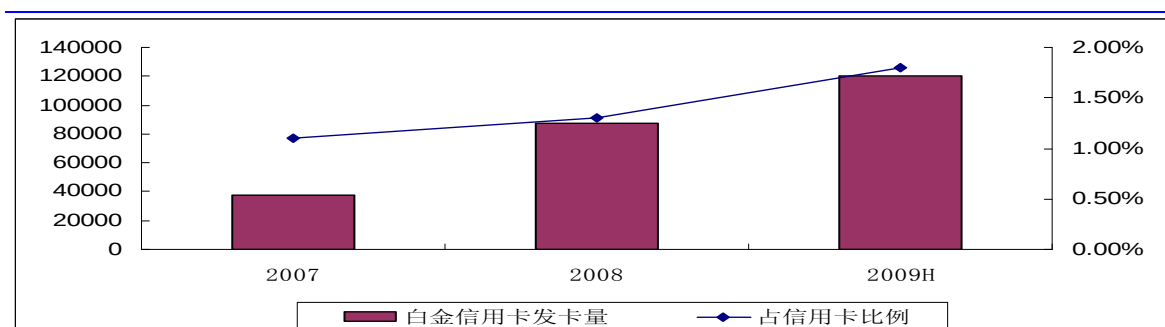


资料来源：WIND，华泰证券研究所

截至 2009 年 6 月 30 日，民生信用卡累计发卡量达到 678 万张，有效卡量 567 万张。本年新增发卡 29 万张，同比减少 86%；新增交易额 455 亿元，同比增长 52%；营业收入 10.8 亿元，同比增长 79%；税前利润 2.71 亿元，同比增长 281%；贷款余额 127.55 亿元，比上期末增长 0.22%。截止到 2009 年 6 月 30 日，民生白金、钻石信用卡累计发卡量达 12 万张。

图 27：公司高端客户发展迅速

单位：百万



资料来源：WIND，华泰证券研究所

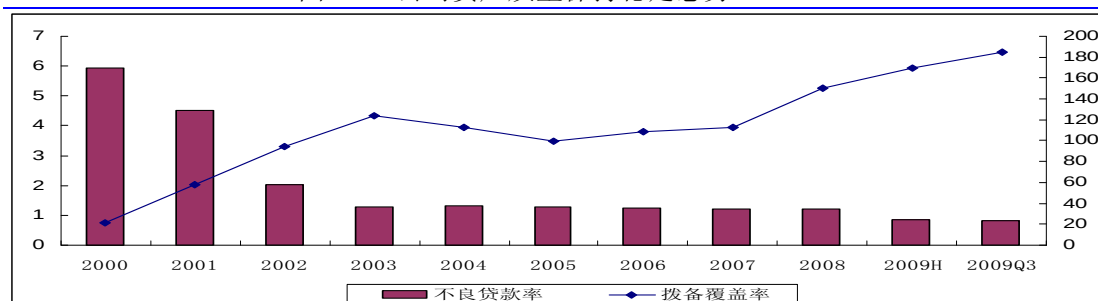
2010 年在资本补充新规定的监管要求下，银行进一步向资本消耗较低的中间业务转型是行业发展的未来趋势。宏观经济复苏和资本市场转暖、银行综合化经营趋势不断加强、人民币升值预期增强的大背景也有利于中间业务的良好发展；同时随着资产价格的上升和证券市场持续走好，银行理财产品和基金需求将保持较为旺盛的局面。因此我们预计未来公司的非利息收入增速将保持平稳增长。

2.5 资产质量：保持稳定态势

民生银行在成立之初由于业务经营和管理能力相对薄弱，不良贷款居高不下。2000 年不良贷款余额增长相对平稳，自 2002 年开始不良贷款余额出现持续稳定的下降趋势，2008 年底公司不良贷款比率为 1.2%；2009 年

公司资产质量继续保持稳定态势，不良贷款余额和不良贷款比率“双降”，准备金覆盖率继续提高；2009 年 9 月末公司不良贷款余额为 72.84 亿元，不良贷款率为 0.82%，分别比 2008 年末下降 6.37 亿元和 0.38 个百分点。期末贷款损失准备金为 135.35 亿元，准备金覆盖率达到 185.82%，分别比 2008 年末增加 16.5 亿元和 35.78 个百分点。由于不良贷款余额继续下降，公司的拨备覆盖率上升至 185.8%，在同业中仍保持较高比例。公司保持较高的拨备覆盖率不但为冲减未来可能上升的信用成本保留了一定空间，也有利于未来平滑利润。

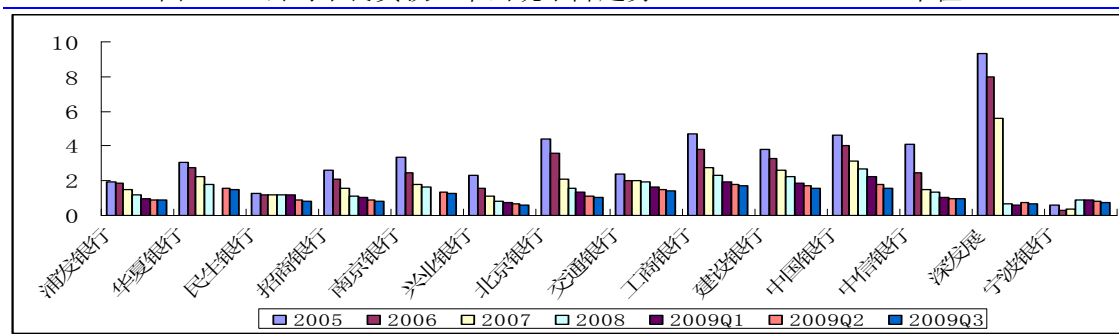
图 28：公司资产质量保持稳定态势



资料来源：WIND，华泰证券研究所

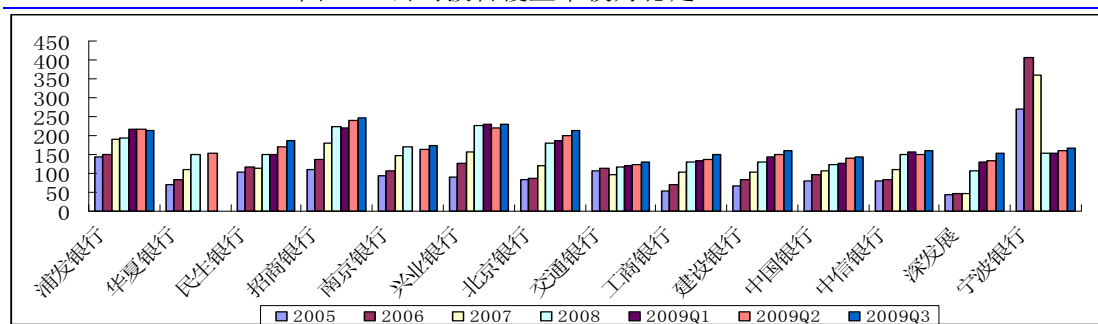
图 29：公司不良贷款比率出现下降趋势

单位：%



资料来源：WIND，华泰证券研究所

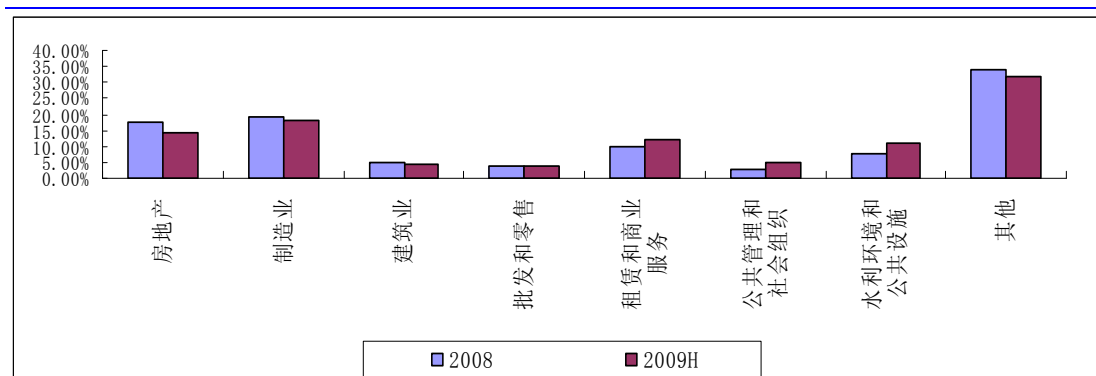
图 30：公司拨备覆盖率较为稳定



资料来源：WIND，华泰证券研究所

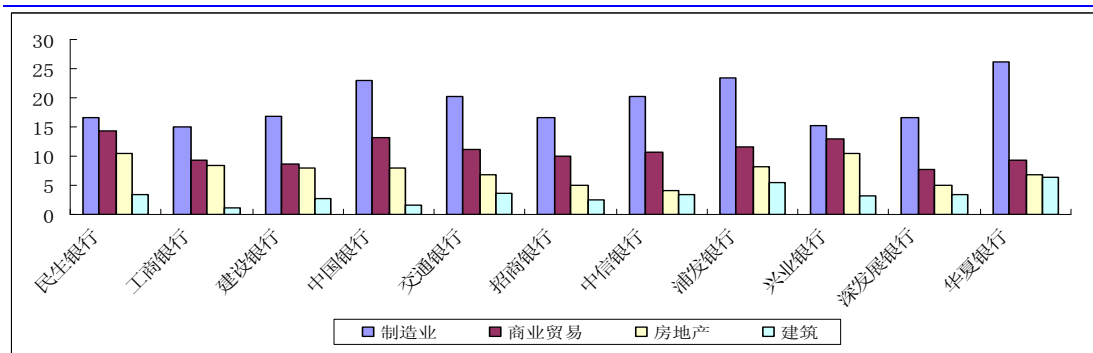
根据我们对公司的调研了解，民生银行积极调整贷款行业配置，降低高风险行业的贷款余额占比，以降低公司整体的贷款风险。截至 09 年末公司不良贷款余额约为 65 亿，继续实现双降趋势；一方面由于事业部均配备所覆盖行业的专门风险团队，四个事业部的不良贷款均有下降，房地产行业贷款质量改善尤为显著；另一方面贷款具有较高的抵押率（09 年 90% 以上的商贷通为 1 年期内的短期贷款，93% 采用全额抵押）。从资产质量的监控角度出发，公司拟通过正在开发中的信贷识别和评审系统实现对商贷通等零售产品的批量审批、并按照审贷分离的原则在贷后进行实时监控。在不良的处置方面执行总行统一管理、分层处置的办法，按照总行每年下达的处置办法、经营单位有权对一定限额以下的不良贷款进行处置，09 年全年核销 10 亿左右。

图31：公司2009年上半年高风险行业贷款占比下降



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 32：上市银行 2009 年中期高风险行业贷款余额占比



资料来源：WIND，华泰证券研究所

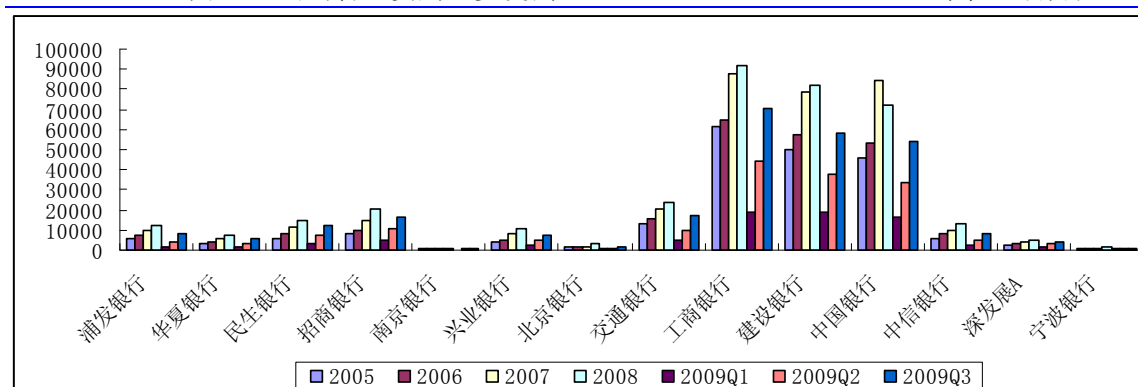
2.6 营业支出情况：控制较为良好

公司近几年高速的业务扩张带来了较高的管理费用支出，2000年至2003年营业支出和管理费用较为稳定，2004年开始公司支出有了较快的增长，管理费用占营业支出的比重也由上市之初的61.9%提高到2009年三季度末的67.1%；2009年三季度末管理费用同比上涨19.15%。主要原因在于网点建设、信息系统建设继续带动费用大幅上涨。由于较高的人力资源成本支出，公司成本收入比处于股份制银行前列，2007年、2008和2009年上半年成本收入比分别为46.42%、42.55%和33.47%。

相对于国有商业银行强大的网点优势，民生银行为了增强吸储能力，预计未来将继续加大新设网点的建设。目前民生银行仍处于高速成长期，一方面继续以高薪吸引人才加盟，另一方面积极进行业务创新，谋求更快发展（如事业部改制和商贷通模式的继续推行），目前银行的办公系统已上新系统，其他系统测试已基本完成，未来仍会继续加大IT系统投入，业务拓展费用预计将有所增加。

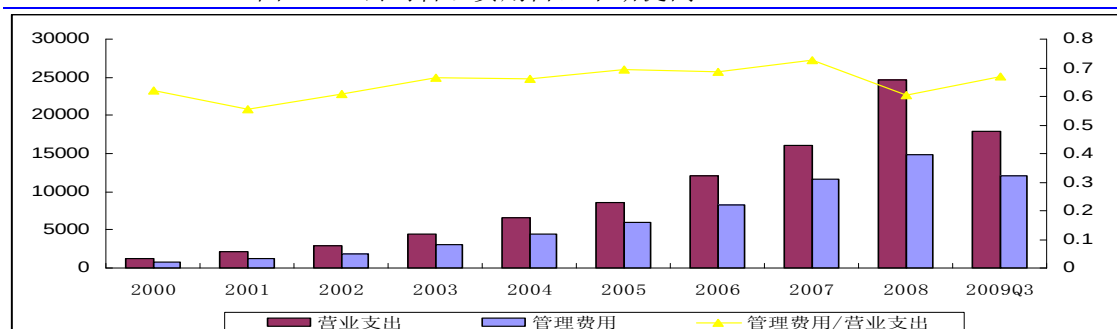
图 33：公司管理费用逐步提高

单位：百万元



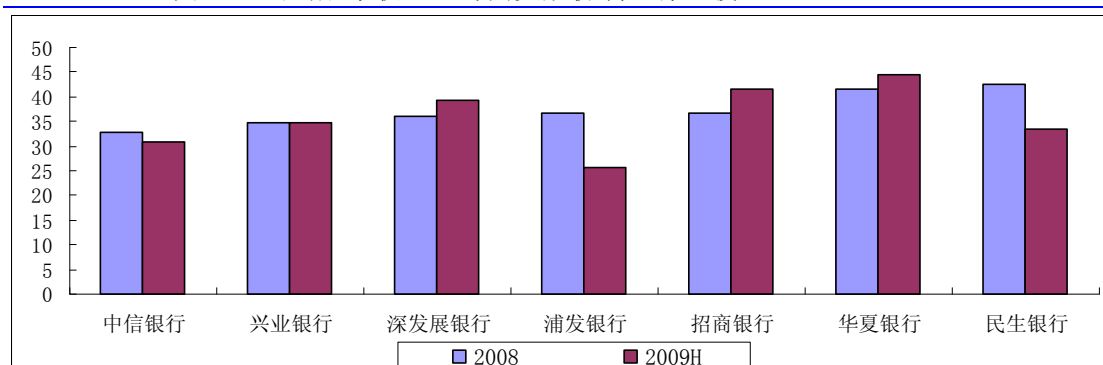
资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 34：公司管理费用占比不断提高



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 35：公司成本收入比与同类股份制银行比较



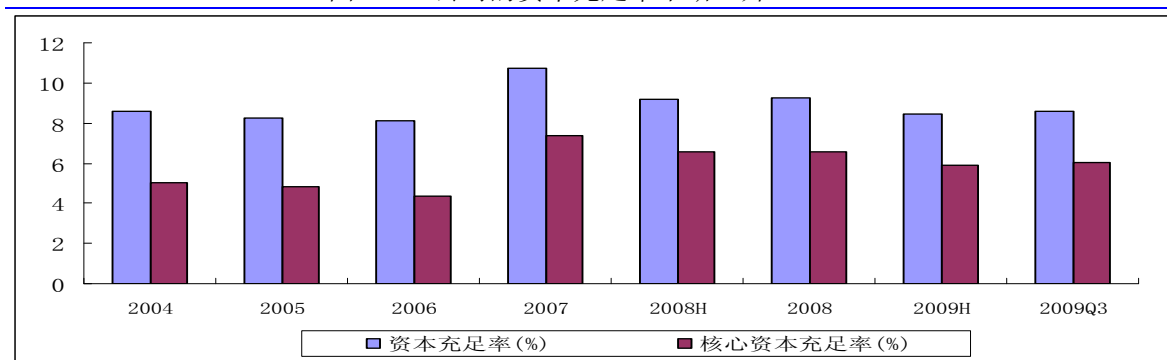
资料来源：WIND，华泰证券研究所

根据我们对公司的调研了解，目前公司网点数量在股份制银行中仍属偏少，公司将持续进行以二线城市为主的网点扩张，公司认为此类城市的布局和制度设计较为有效。管理层表示从中长期角度来看，尤其是在网点基本饱和后、整体的费用率将进一步趋于下降，计划用 3—5 年的时间达到股份制银行的平均水平。我们预计 09 年民生银行的费用收入比将与 08 年基本持平，10 年则会略有上升。

2.7 公司资本充足率：稳步提高

公司资本充足率逐步提高，2004 年公司的资本充足率为 8.59，核心资本充足率为 5.04；2009 年 6 月末公司资本充足率为 8.48%，核心资本充足率为 5.90%；三季度末公司资本充足为 8.57%，核心资本充足率为 6.02%，资本充足率逼近监管底线。2009 年 11 月份 H 股发行是公司迈向国际化的重要一步，共融资 301.61 亿港元，扣除相关费用后净募集资金约 293.37 亿港元；融资所得有利于增加核心资本和促进各项业务的发展，资本瓶颈得到进一步解决，我们预计民生银行短期内业务拓展将不再受资本充足率制约，债权融资将会是公司未来融资的主要选择。

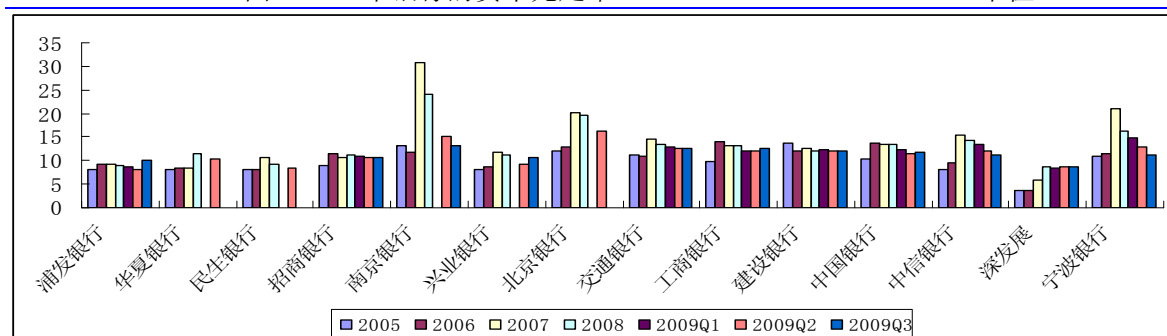
图 36：公司的资本充足率不断上升



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图 37：上市银行的资本充足率

单位：%



资料来源：WIND，华泰证券研究所

3、盈利预测与估值

（1）总资产规模、贷款规模和存款规模增速：

民生银行在 07、08 年的总资产规模增速分别为 31%和 15%；在经济逐渐复苏的宏观趋势下，结合公司各项业务的扩张和分支机构的设立，我们预计公司 09-11 年的总资产增速分别为 40%、25%和 20%。

存款业务在 07、08 年增速分别为 15%和 18%，09 年前三季度存款业务发展态势较为稳定，我们预计 09-11 年的存款增速分别为 38%，23%、23%。

贷款业务在 07、08 年的增速分别为 24%和 17%，10-11 年在新增贷款总量下降的假设下，民生银行贷款增速将有所回落；我们预计 09-11 年的贷款增速为分别为 39%、24%、31%。

表 1：民生银行 2009-2011 年总资产、存款和贷款增速预测

	2008	2009E	2010E	2011E
总资产增速	0.15	0.40	0.25	0.20
存款增速	0.18	0.38	0.23	0.25
贷款增速	0.17	0.39	0.24	0.31

（2）净息差：

上市银行净息差在 09 年三季度已经出现企稳回升的态势，随着宏观经济向好趋势的延续，我们预计四季度息差将保持小幅回升的态势，此外通胀预期增强和货币市场利率的上升也会使得商业银行息差受益；公司净息差在三季度已经出现了环比较大程度上升的态势，随着公司资产负债结构的进一步优化、“事业部”和“商贷通”等业务议价能力的提高；通过对公司各项业务的逐项测算，我们预测出公司 09 年-11 年净息差分别为 2.45%、2.51%

和 2.59%。

（3）不良贷款和拨备覆盖率：

公司资产负债结构的调整带来了贷款质量的优化，进一步提高了公司抵御风险的能力；我们预计公司不良贷款率 09 年将降至 0.8%，由于公司经营较为稳健、不良贷款的显现需要较长的一段时间，我们预计公司不良贷款率在 10 和 11 年将保持稳定，公司未来三年拨备覆盖率将稳定在 190%的水平。

（4）成本收入比及所得税：

民生银行 07、08 年的成本收入比分别为 46.42%、42.55%，逐年下降的成本收入比体现了公司管理能力的逐步提升；公司正处于高速成长期，新设网点和系统上线还将继续推进，我们预计未来 09-11 年的成本收入比将保持稳定水平，基本保持在 40%的水平；银行所得税率在 08 年由 33%统一降至 25%，公司各项业务进展较为平稳，我们预计公司 09-11 的平均所得税率为 23.5%。

表 2：民生银行利润表预测

单位：百万

	2008 A	2009 E	2010E	2011 E
一、营业收入	35017	39246	47871	60608
利息净收入	30380	30401	40691	51517
利息收入	56311	51557	68341	85850
减：利息支出	25931	21156	27651	34333
手续费及佣金净收入	4461	4155	6463	8182
手续费及佣金收入	4755	4544	6931	8805
减：手续费及佣金支出	294	389	468	623
投资净收益	20	5000	55	60
公允价值变动净收益	206	30	350	380
汇兑净收益	-57	-50	180	190
其他业务净收益	-263	-290	133	279
二、营业支出	24605	24745	31337	41760
营业税金及附加	2916	2969	3760	5011
管理费用	14901	17220	21981	28090
资产减值损失	6518	4556	5589	8657
三、营业利润	10412	14501	16534	18848
加：营业外收入	157	167	193	238
减：营业外支出	81	104	124	155
四、利润总额	10488	14564	16603	18931
减：所得税	2595	3422	3902	4449
五、净利润	7893	11141	12701	14482
减：少数股东损益	8	10	12	12
归属于母公司所有者净利润	7885	11131	12689	14470
六、每股收益（元）	0.42	0.5	0.57	0.65

资料来源：华泰证券研究所

预计民生银行 09 年实现净利润 111.31 亿元，比上年增长 41%，折合每股收益 0.5 元；公司 09 年动态市盈率和动态市净率分别为 15.1 倍和 1.94 倍；目前公司估值合理，维持“推荐”评级。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。