

民生银行 (600016.SH) 银行业
评级：买入 维持评级
公司点评
陈建刚
 联系人
 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

张英
 联系人
 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

李伟奇
 分析师 SAC 执业编号：S1130208120260
 (8621)61038291
 liweiqi@gjzq.com.cn

年报点评-符合预期

事件

民生银行 2009 年实现归属母公司净利润 121.04 亿元，EPS(摊薄)0.544 元，同比增长 53.6%，符合我们及市场预期。其中 4 季度单季实现净利润 18.95 亿元，环比增长-33.25%，公司年末增加费用和拨备计提力度是净利润环比下降的原因。

评论

存款结构大幅调整，公司资金成本过高的劣势有所改善；事业部改革优势初步体现，商贷通快速发展；贷款质量保持稳定，覆盖率大幅提高。

存款结构大幅调整，存款成本率过高的劣势有所改善。09 年公司通过大幅压缩协议存款及定期存款的比重，活期存款年初的 41.89%提高至 48.61%，存款成本率较 08 年大幅下降 94BP，为已公布年报上市银行中下降幅度最大者。公司历史 ROA 较低的原因在于资金成本率及费用率偏高。我们认为公司存款成本的改善是可以维持的。虽然受流动性收缩及监管要求，2010 年公司面临吸收存款的压力，但是我们判断公司存款成本较行业水平不会出现大幅上升，原因在于公司更加重视结算类存款的吸收，大力发展动产融资。

规模增长前高后低，结构调整十分明显。09 年公司生息资产/计息负债同比增长 34.19%/32.99%，其中贷/存款同比增长 32.23%/43.54%是规模快速扩张主要推动因素。分季度来看，09 年公司资产负债结构的调整十分明显。年初由于风险偏好较高，1 季度票据贴现及买入返售大幅增加；2 季度是公司规模扩张最迅速的时期，贷款环比增长 22.24%，为全年最高点；3-4 季度受资本限制，公司规模环比增长-1.07%和 1.36%，票据及同业大幅缩水。

贷款质量保持稳定，覆盖率大幅提高。09 年公司实现不良贷款余额与不良率双降，通过不良贷款减值准备变动，我们测算出不良贷款毛生成率为 0.24%，较历史水平更低。09 年公司加大拨备计提力度，风险成本 0.59%，不良贷款覆盖率提高至 206.04%，其中组合拨备持续提升，2009 年末组合拨备/贷款总额为 1.23%，为公司历史最高水平，单项拨备余额较 3 季末下降，反映公司不良贷款损失率保持稳定。

事业部改革优势初步体现，商贷通快速发展。事业部的优势主要体现在市场端及风险端。市场端的专业化运作有利于深度营销，争取优质大客户及发展中间业务收入；风险端由总行集中信贷审批，更多的从行业发展趋势及政策方向进行行业风险判断，有效规避了行业风险。公司年报显示，市场端事业部中间业务收入/贷款余额为 0.47%，较对公业务高 5BP；风险端事业部不良率为 0.33%，远低于对公业务 0.91%的水平。09 年公司开展专门针对小微企业客户的商贷通，快速发展，截止 09 年底贷款余额 448.09 亿元，客户累计 3 万余户，我们估算 09 年商贷通实际贷款投放为 900 亿元，贷款周转率较高并且贷款收益率均上浮，预计 2010 年公司商贷通将新增 1000 亿，占全行新增贷款 50%。

H 股融资增厚公司核心资本，但依然面临资本约束的难题。09 年公司通过发行 H 股融资募集人民币资金 267.50 亿元，09 年末公司核心资本充足率和资本充足率分别为 8.93%及 10.83%，满足监管要求。由于 09 年末，监管提出股份制银行资本充足率不得低于 10%，较之前 8%有所提高，公司未来规模扩张仍将面临资本约束的难题。

投资建议

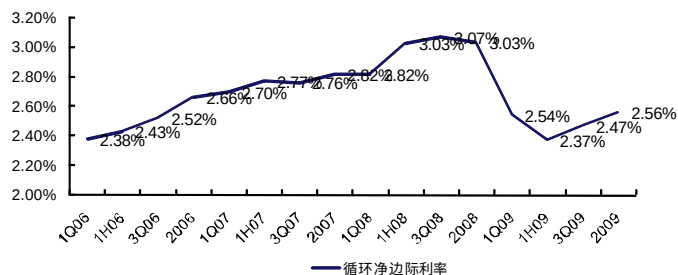
我们维持此前 2010 年实现净利润 140.85 亿，同比增长 16.4%，EPS0.527（10 送 2 摊薄）的盈利预测，公司目前股价对应 1.58x10PB/11.19x10PE 和 1.38x11PB/9.18x11PE，维持“买入”的投资建议。

图表1：民生银行规模扩张

	1Q07	1H07	3Q07	2007	1Q08	1H08	3Q08	2008	1Q09	1H09	3Q09	2009
同比增长率												
生息资产	22.36%	35.76%	42.16%	33.27%	44.52%	25.47%	14.59%	13.82%	15.34%	32.25%	31.34%	34.19%
贷款	19.15%	27.20%	29.11%	24.09%	22.99%	12.86%	13.43%	18.12%	26.78%	47.56%	41.52%	34.23%
其中企业贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	25.24%	30.07%	71.12%	73.05%	37.87%	47.66%	-16.36%	-14.62%	-5.32%	-5.77%	13.40%	16.99%
同业	35.34%	74.49%	65.55%	36.29%	146.69%	48.44%	43.23%	24.17%	1.98%	21.66%	17.57%	43.21%
季度环比增长												
生息资产	0.15%	22.15%	9.07%	-0.12%	8.60%	6.05%	-0.39%	-0.79%	10.06%	21.59%	-1.07%	1.36%
贷款	5.95%	14.46%	2.50%	-0.17%	5.01%	5.03%	3.02%	3.96%	12.71%	22.24%	-1.20%	-1.39%
其中企业贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
其中个人贷款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
投资	20.08%	3.99%	43.67%	-3.54%	-4.34%	11.38%	-18.62%	-1.54%	6.09%	10.85%	-2.07%	1.58%
同业	-29.12%	74.88%	6.95%	2.81%	28.28%	5.23%	3.20%	-10.87%	5.36%	25.53%	-0.26%	8.57%
同比增长												
计息负债	27.25%	41.64%	24.15%	11.47%	14.57%	15.49%	30.06%	33.07%	32.99%			
存款	15.07%	21.55%	18.47%	14.83%	17.07%	30.84%	36.23%	39.31%	43.54%			
活期存款	28.73%	n.a.	14.56%	n.a.	11.90%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
定期存款	11.32%	n.a.	20.45%	n.a.	21.00%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
债券	56.30%	59.58%	0.14%	0.26%	0.23%	14.87%	-14.71%	-14.77%	-32.17%			
同业	123.66%	237.96%	61.02%	-0.37%	6.65%	-40.19%	13.72%	12.78%	-4.95%			
季度环比增长												
计息负债	-3.24%	9.32%	5.73%	-0.32%	-0.55%	10.20%	19.06%	1.99%	-0.62%			
存款	-2.33%	5.25%	7.64%	3.79%	-0.43%	17.63%	12.06%	6.14%	2.59%			
活期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
定期存款	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
债券	-0.63%	0.99%	-1.16%	1.09%	-0.66%	15.74%	-26.61%	1.02%	-20.95%			
同业	-7.61%	29.37%	0.01%	-16.66%	-1.10%	-27.45%	90.17%	-17.35%	-16.64%			

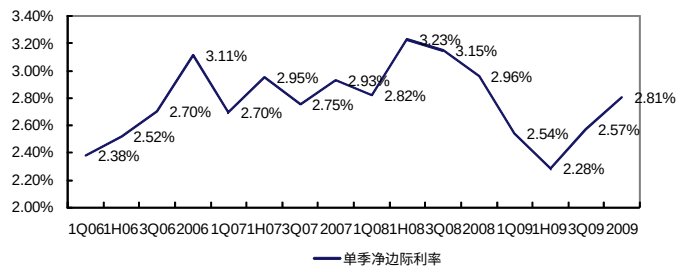
来源：国金证券研究所

图表2：民生银行循环净息差



来源：国金证券研究所

图表3：民生银行单季净息差



图表4：民生银行贷款质量

民生银行(600016.SH)：资产质量 (RMB 百万)																	
	2001	1H02	2H02	1H03	2H03	1H04	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009
五级分类																	
	49,938	74,256	101,198	142,810	176,171	232,199	255,102	297,375	364,600	413,103	402,327	527,228	540,521	593,172	634,073	880,855	862,654
	4,274	3,554	3,192	2,033	2,967	4,035	4,844	6,751	8,644	8,218	12,019	8,692	7,665	11,489	16,366	15,278	12,928
	1,937	1,745	1,270	1,773	869	1,158	1,985	2,357	2,475	2,496	2,154	1,724	2,292	3,074	3,459	2,813	2,475
	1,050	968	1,154	931	1,280	1,421	1,292	1,765	1,836	1,679	1,983	2,270	2,736	2,969	3,189	2,464	2,799
	329	412	364	435	620	792	594	430	517	909	1,461	1,970	1,745	1,347	1,273	2,524	2,123
	3,316	3,125	2,788	3,140	2,769	3,372	3,870	4,552	4,828	5,083	5,598	5,965	6,773	7,390	7,921	7,801	7,397
		(192)	(337)	352	(371)	603	1,101	682			770		1,175	617	187	0.12%	
	73,564	112,399	128,346	170,271	201,773	249,564	288,362	317,753	378,062	426,404	447,447	541,885	554,959	612,051	658,360	903,934	882,979
	5.81%	3.16%	2.49%	1.19%	1.47%	1.62%	1.68%	2.12%	2.29%	1.93%	2.69%	1.60%	1.38%	1.88%	2.49%	1.69%	1.46%
	58.42%	55.85%	45.55%	56.48%	31.40%	34.34%	51.28%	51.77%	51.27%	49.09%	38.48%	28.90%	33.84%	41.59%	43.67%	36.06%	33.46%
	31.66%	30.97%	41.40%	29.65%	46.22%	42.16%	33.37%	38.78%	38.03%	33.03%	35.42%	38.07%	40.40%	40.18%	40.26%	31.59%	37.84%
	9.92%	13.18%	13.05%	13.87%	22.38%	23.50%	15.35%	9.45%	10.70%	17.87%	26.10%	33.03%	25.76%	18.23%	16.07%	32.35%	28.70%
	4.25%	2.61%	2.04%	0.0174	0.0129	1.28%											
	4.51%	2.78%	2.17%	1.84%	1.37%	1.35%	1.34%	1.43%	1.28%	1.19%	1.25%	1.10%	1.22%	1.21%	1.20%	0.86%	0.84%
	(1,909)	(2,183)	(2,455)	(2,933)	(3,391)	(4,226)	(4,248)	(4,964)	(4,991)	(5,922)	(6,417)	(7,048)	(7,663)	(8,439)	(11,885)	(13,256)	(15,241)
	(736)	(1,124)	(1,283)	(1,703)	(2,018)	(2,496)	(2,716)	(3,178)	(3,214)	(4,264)	(3,000)	(4,192)	(4,169)	(4,916)	(7,895)	(8,852)	(10,863)
	(1,173)	(1,059)	(1,172)	(1,230)	(1,373)	(1,730)	(1,532)	(1,787)	(1,778)	(1,658)	(3,417)	(2,856)	(3,494)	(3,523)	(3,990)	(4,404)	(4,378)
	57.55%	69.86%	88.07%	86.99%	122.45%	125.33%	109.75%	109.05%	103.39%	116.50%	114.63%	118.17%	113.14%	114.20%	150.04%	169.93%	206.04%
	52.88%		86.28%	92.36%	128.92%	133.11%	111.51%	110.00%	103.80%	120.09%	119.79%	127.13%	117.70%	117.37%	159.63%	203.37%	248.73%
	(564.39)	(274.50)	(546.69)	(478)	(1,056)	(880)	(1,360)	(1,094)	(1,358)	(938)	(2,158)	(968)	(2,236)	(1,389)	(5,686)	(2,405)	(4,792)
	17.02%	8.78%	19.61%	15.22%	38.14%	26.11%	35.14%	24.03%	28.13%	18.45%	38.55%	16.23%	33.02%	18.80%	71.78%	61.66%	64.78%
	0.77%	0.49%	0.43%	0.56%	0.52%	0.71%	0.47%	0.69%	0.36%	0.44%	0.48%	0.36%	0.40%	0.48%	0.94%	0.68%	0.59%
	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	0.94%	1.00%	0.85%	1.00%	0.67%	0.77%	0.75%	0.80%	1.20%	0.98%	1.23%
	35.37%	33.89%	42.03%	39.19%	49.58%	51.31%	39.57%	39.25%	36.83%	32.62%	61.03%	47.88%	51.59%	47.67%	50.37%	56.45%	59.19%

来源：国金证券研究所

图表5：民生银行盈利预测

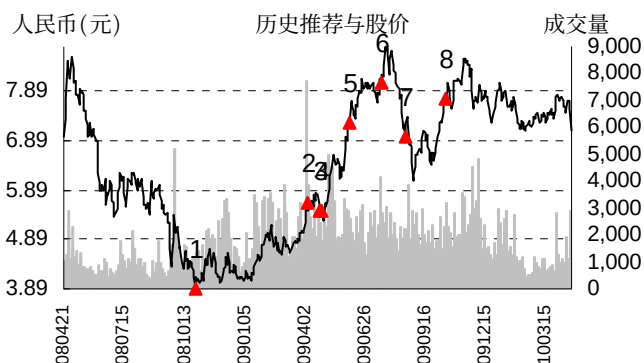
民生银行(600016.SH)：利润表							
YE 31 Dec (RMB 百万)							
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	27,361	40,070	56,311	53,441	66,581	83,654	103,367
利息支出	(11,191)	(17,490)	(25,931)	(21,201)	(24,088)	(29,549)	(35,777)
净利息收入	16,170	22,580	30,380	32,240	42,493	54,106	67,590
手续费净收入	1,026	2,391	4,461	4,664	5,376	6,498	7,433
其他营业净收入	(72)	230	(18)	4,598	690	690	690
非利息净收入	955	2,621	4,443	9,262	6,066	7,188	8,123
营业收入	17,125	25,201	34,823	41,502	48,559	61,293	75,713
营业税金及附加	(1,391)	(2,047)	(2,916)	(2,802)	(3,487)	(4,360)	(5,352)
营业费用	(8,332)	(11,705)	(14,901)	(17,737)	(20,395)	(25,743)	(31,799)
营业支出	(9,723)	(13,752)	(17,817)	(20,539)	(23,882)	(30,104)	(37,151)
拨备前利润	7,402	11,449	17,006	20,963	24,677	31,190	38,562
拨备	(2,158)	(2,236)	(6,518)	(5,307)	(6,380)	(8,893)	(11,702)
税前利润	5,244	9,212	10,488	15,656	18,297	22,297	26,860
所得税	(1,493)	(2,877)	(2,595)	(3,548)	(4,208)	(5,128)	(6,178)
税率	28.5%	31.2%	24.7%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
少数股东权益			8.00	4.00	4.00	4.00	4.00
			0	0			
税后利润	3,751	6,335	7,885	12,104	14,085	17,165	20,678
股利					16.4%		
roe	38.8%	68.9%	24.5%	53.5%	16.4%	21.9%	20.5%
	19.4%	12.6%	14.6%	13.6%	14.1%	15.1%	15.8%
	0.54%	0.69%	0.75%	0.85%	0.78%	0.77%	0.76%
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本，期末(mn)	10,167	14,479	18,823	22,262	26,714	26,714	26,714
每股拨备前利润	0.73	0.79	0.90	0.94	0.92	1.17	1.44
EPS(basic)	0.369	0.438	0.419	0.544	0.527	0.643	0.774
BVPS	1.90	3.47	2.86	3.99	3.73	4.27	4.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend	-	0.05	0.08	0.05	0.08	0.10	0.12
Dividend Ratio	0.0%	11.4%	19.1%	9.2%	15.0%	15.0%	15.0%

来源：国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2008-10-27	买入	3.89	N/A
2	2009-04-07	买入	5.61	N/A
3	2009-04-23	买入	5.46	N/A
4	2009-04-23	买入	5.46	N/A
5	2009-06-07	买入	7.27	N/A
6	2009-07-17	买入	8.08	N/A
7	2009-08-19	买入	6.95	N/A
8	2009-10-21	买入	7.75	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；
 持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；
 卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室