

湘财证券研究所

银行业 / 金融

杨森： Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: ys2875@xcsc.com

朱毅： Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

本次评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价：**8 元**

现价：**6.68 元**

民生银行最近一年走势：



资料来源：Wind，湘财证券研究所

相关报告：

1、《UCBH 损失不影响民生 H 股发行，喜大于忧——民生银行配股与 UCB 银行倒闭》 09.11.10

2、《民生银行调研报告：息差仍在微升，风险维持低位》 09.12.10

3、《民生银行：资本充足，资产无忧》 10.04.20

事件：

□ 民生银行 5 月 27 日公告，公司接到中国人民银行准予行政许可决定书，同意公司在全国银行间债券市场公开发行不超过 58 亿元人民币的次级债券。

投资要点与关注：

□ 次级债后续发行空间大：

- 公司在 09 年成功完成了 H 股的发行，融资 250 亿元，H 股发行后公司的资本充足率达到了 11.1%，但由于但是 50 亿元次级债的偿还，使得公司资本充足率下降至了 10.70%。截至 09 年末，公司资本充足率 10.83%，核心资本充足率 8.93%，均高于银监会的建议监管水平。不过公司目前的资本充足率还不足以支撑未来 3 年符合 22%左右的信贷增速，公司的快速扩展需要更好的资本金的支持。
- 如果按照 09 年年末 9938 亿元的风险加权资产进行静态测算的话，本次发行 58 亿次级债对资本充足的提升在 0.6%左右。我们预计动态来看，10 年底公司的资本充足率有望由 10.1%提升至 10.57%左右。
- 公司目前次级债和混合资本债占核心资本的比重远小于 25%的红线，未来次级债补充空间较大。

□ 地产贷款占比适中，地方政府融资平台贷款较少：

公司 09 年末地产相关贷款占比 23%左右，处于行业平均水平。公司 09 年地方政府融资平台贷款较少，风险可控。

□ 维持对公司的“增持”评级：

- 我们认为目前管理层对地产的调控可望短期企稳，银行业 6 月份也将获得阶段的反弹。不过后续市场对银行资产质量的担忧仍将持续。
- 我们预计公司 10/11/12 年的每股盈利分别为 0.63、0.79 和 0.93 元，每股净资产为 4.56、5.28 和 6.13 元。5 月 28 日现价为 6.68 元，对应 3 年 PE 分别为 10.66X/8.44X 和 7.15X，对应 3 年 PB 分别为 1.99X，1.71X 和 1.48X。

□ 风险：短期地产调控对银行的负面作用；经济复苏反复引起的资产质量风险。

主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	35,017.00	42,060.00	51,199.06	64,590.89	74,202.49
拨备前利润	16,930.00	20,912.00	26,009.12	32,812.17	37,694.86
YoY%	47.67%	23.52%	24.37%	26.16%	14.88%
净利润	7,893.00	12,108.00	13,947.96	17,625.37	20,806.78
YoY%	24.46%	53.51%	15.23%	26.37%	18.05%
EPS	0.42	0.63	0.63	0.79	0.93
BVPS	2.90	3.99	4.56	5.28	6.13
PB(Trailing)	2.30	1.67	1.46	1.26	1.09
PE(Trailing)	15.90	10.60	10.66	8.44	7.15
ROAA	0.80%	0.98%	0.88%	0.91%	0.89%
ROAE	15.04%	16.86%	14.65%	16.09%	16.38%

表 1: 民生银行预测与估值表

盈利驱动因素 (期初期末均)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
总资产增长率 (%YoY)	14.63%	35.29%	22.91%	22.09%	17.78%	利息净收入	30,380	32,240	42,809	54,657	62,447
生息资产增长率	14.24%	34.21%	21.08%	22.42%	18.00%	手续费及佣金净收入	4,461	4,664	5,830	6,705	8,045
净息差 (NIM)	3.14%	2.67%	2.80%	2.93%	2.79%	其他业务收入	(94)	4,547	2,560	3,230	3,710
净利差 (NIS)	2.99%	2.56%	2.71%	2.86%	2.72%	营业税金及附加	2,916	2,802	3,430	4,328	4,972
平均生息资产生息率	5.82%	4.42%	4.63%	4.86%	4.62%	业务管理费用	14,901	17,737	21,760	27,451	31,536
平均计息负债付息率	2.83%	1.86%	1.93%	2.00%	1.90%	EBIT	11,898	15,656	17,997	22,742	26,847
成本收入比	42.55%	42.17%	42.50%	42.50%	42.50%	拨备前利润	16,930	20,912	26,009	32,812	37,695
有效税率	24.74%	22.66%	22.50%	22.50%	22.50%	资产减值准备	6,518	5,307	8,070	10,144	10,935
信用成本	1.07%	0.69%	0.77%	0.80%	0.72%	NOPLAT	8,954	12,108	13,948	17,625	20,807
成长性 (%YoY)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	利润总额	10,488	15,656	17,997	22,742	26,847
贷款及垫款	18.12%	34.23%	21.78%	22.42%	20.00%	所得税	2,595	3,548	4,049	5,117	6,041
客户存款	17.07%	43.54%	22.00%	22.00%	20.00%	净利润	7,893	12,108	13,948	17,625	20,807
净利息收入	34.54%	6.12%	32.78%	27.68%	14.25%	少数股东损益	8	4	0	0	0
手续费及佣金净收入	86.55%	4.55%	25.00%	15.00%	20.00%	归属母公司净利润	7,885.00	12,104.00	13,947.96	17,625.37	20,806.78
非息收入	65.63%	110.92%	-8.91%	18.40%	18.34%	EPS	0.42	0.63	0.63	0.79	0.93
营业收入	38.40%	20.11%	21.73%	26.16%	14.88%	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
业务及管理费	27.31%	19.03%	22.68%	26.16%	14.88%	现金及存放央行款项	184,778	226,054	273,716	335,084	395,399
PPOP	47.67%	23.52%	24.37%	26.16%	14.88%	存放同业和其他金融机	67,266	135,128	11,436	36,588	17,300
EBIT	15.33%	31.59%	14.96%	26.37%	18.05%	贷款和垫款	646,475	867,738	1,056,738	1,293,663	1,552,396
税前利润	13.85%	49.28%	14.96%	26.37%	18.05%	债券投资	133,659	156,366	335,472	388,099	457,957
净利润	24.46%	53.51%	15.23%	26.37%	18.05%	生息资产 (起初期末均)	1,032,178	1,385,286	1,677,362	2,053,433	2,423,051
估值指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	资产合计	1,054,350	1,426,392	1,753,135	2,140,365	2,520,951
PE (Trailing)	15.90	10.60	10.66	8.44	7.15	客户存款	785,786	1,127,938	1,376,084	1,678,823	2,014,588
PE (Leading)	21.56	14.37	14.45	11.44	9.69	同业和其它金融机构存	160,248	152,317	223,037	286,077	307,025
PB (Trailing)	2.30	1.67	1.46	1.26	1.09	发行债务	33,999	23,060	19,423	17,445	15,189
PB (Leading)	3.12	2.27	1.99	1.71	1.48	计息负债 (起初期末均)	980,033	1,303,315	1,618,543	1,982,344	2,336,802
PEG	0.65	0.20	0.70	0.32	0.40	负债总计	999,678	1,337,498	1,651,575	2,022,800	2,384,492
P/POP	7.43	9.64	7.75	6.14	5.35	股本	18,823	22,262	22,262	22,262	22,262
每股指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	一般准备	8,001	10,904	13,103	16,102	18,964
EPS	0.42	0.63	0.63	0.79	0.93	少数股东权益	792	860	0	0	0
BVPS	2.90	3.99	4.56	5.28	6.13	股东权益	54,672	88,894	101,560	117,565	136,459
每股拨备前利润	0.90	0.94	1.17	1.47	1.69	资产负债结构	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
股息派发率	19.08%	9.19%	15.00%	20.00%	20.00%	资本充足率	9.22%	10.83%	10.10%	9.57%	9.43%
资产质量指标	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	核心资本充足率	6.68%	8.93%	8.19%	7.77%	7.66%
不良贷款	9,261.00	8,671.00	10,039.01	14,230.29	15,115.43	风险加权资产平均系数	72.83%	69.67%	70.00%	70.00%	70.00%
不良贷款率	1.41%	0.98%	0.95%	1.10%	0.97%	存贷比	81.54%	82.27%	76.93%	76.79%	77.06%
拨备覆盖率	128.33%	175.77%	190.00%	190.00%	190.00%	财务杠杆 X	19.29	16.05	17.26	18.21	18.47
贷款核销率	0.20%	0.15%	0.20%	0.22%	0.18%	生息资产/总资产	97.90%	97.12%	95.68%	95.94%	96.12%
新增 NPL/贷款均值	0.28%	-0.08%	0.14%	0.35%	0.06%	贷款及垫款/总资产	61.32%	60.83%	60.28%	60.44%	61.58%
拨备余额/贷款余额	1.84%	1.76%	1.81%	2.09%	1.85%	计息负债/总负债	98.03%	97.44%	98.00%	98.00%	98.00%
资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	贷款结构					
RoAA	0.80%	0.98%	0.88%	0.91%	0.89%	企业贷款	73.80%				
RoAE	15.04%	16.86%	14.65%	16.09%	16.38%	贴现贷款	9.71%				
RoRWA	1.18%	1.37%	1.26%	1.29%	1.28%	零售贷款	16.49%				
营业收入/资产余额	3.32%	2.95%	2.92%	3.02%	2.94%	中小企业贷款	3.77%				
营业费用/资产余额	2.33%	1.85%	1.90%	1.96%	1.88%	存款结构					
业务数据	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	活期存款	41.89%				
分支机构 (个)	374.00					定期存款	57.90%				
员工数 (人)	19,853.00					其他存款	0.21%				

资料来源: 公司公告, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。