

经营提升明显 价格显著低估

研究结论

- 民生银行是近年来经营能力提升最显著的银行。近年来该行改革方向可概括为：事业部制改革提升传统对公业务能力；商贷通替代民间借贷进入小微市场；贸易金融投行化运作改善风险回报；中高端零售理财拓展利润最丰厚部分客户。
- 商贷通已开始逐步贡献利润。该行商贷通规模快速增长，今年余额占比超过贷款的 10% 已成定局。新增商贷通贷款的贷款上浮比例已经提高到 20% 以上，议价能力优势逐步显现。根据我们的测算，商贷通占比提高 1 个百分点，可提高民生的净息差 0.7BP，提高净利润 0.4%。若商贷通经过 2-3 年的增长能够实现 20% 以上的占比，则可以长期提升民生的息差 14BP，从而提高净利润 8%。
- 贸易金融投行化运作改善风险回报。根据我们前期对民生银行贸易金融事业部的调研，我们认为民生银行贸易金融的经营特点与另一专攻贸易金融的深发展存在很大的不同。民生银行贸易金融的风险容忍度更高，这虽然使得该行承担了高于深发展的风险，但（1）供应链金融技术的引入使得风险可控，即，民生通过信贷管理技术的提升进入了一个低竞争、高收益的细分市场；（2）收益成倍放大。今年 1 季度，贸易金融部的手续费贡献实现了 800% 的成长。
- 事业部制改革巩固传统对公业务，这一点市场已经有比较充分的认识。
- 中高端零售经营收益最丰厚的客户群。我们认为，民生银行的零售理财思路很清醒：对于这样一家处于后发劣势，且缺乏渠道优势的银行来说，全面转型零售是不现实的。而民生的优势在于：（1）没有社会责任负担；（2）灵活的创新体制优势。因此，近年来民生选择了针对“一九”想象中，贡献 90% 利润的高净值客户群体作为目标客户群。我们认为，清晰的定位和强大的中后台支撑将使得中高端零售理财业务成为民生盈利丰厚的业务部门。
- 估值创历史新低，买入。目前民生银行的估值为 1.47 倍 2010 年 PB，而行业平均 PB 为 1.8 倍。民生银行的相对 PB 已经达到历史新低(77%)，但事实上 2009-2010 年民生银行的净利润成长迅速，ROA 已经达到行业平均水平，因此不应再有折价。建议买入民生银行。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业高级分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

王鸣飞

银行业分析师

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109051253

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 28 日)	5.54 元
目标价格	8.00 元
总股本/A 股 (万股)	2671473/2258760
A 股市值 (百万元)	203288
国家/地区	中国
行业	银行
报告日期	2010 年 7 月 29 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	5.44	-0.37	-18.55
相对表现 (%)	1.98	0.75	-0.13

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	42,060	50,728	62,684	76,764
营业收入增长率	20.11%	20.61%	23.57%	22.46%
净利润 (百万元)	12,108	14,882	19,013	22,878
净利润增长率	53.40%	22.91%	27.76%	20.33%
EPS (元)	0.54	0.56	0.71	0.86
P/E(X)	10.2	9.9	7.8	6.5
P/B(X)	1.40	1.47	1.27	1.09
P/POP	4.99	5.91	4.83	4.01

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

注：目标价及 EPS 经除权调整

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	53,441	67,726	81,674	97,840
利息支出	21,201	24,908	29,630	35,400
净利息收入	32,240	42,818	52,044	62,441
手续费和佣金净收入	4,664	7,383	10,061	13,686
营业收入	42,060	50,728	62,684	76,764
营业税金及附加	2,802	3,297	4,074	4,990
业务及管理费	17,737	22,171	27,714	34,643
资产减值损失	5,307	5,875	6,287	7,528
营业支出	26,455	31,544	38,305	47,425
营业利润	15,605	19,184	24,379	29,339
利润总额	15,656	19,243	24,447	29,417
所得税	3,548	4,361	5,434	6,538
净利润	12,108	14,882	19,013	22,878
EPS	0.54	0.56	0.71	0.86

其他指标

	2009	2010E	2011E	2012E
信用成本率	0.63%	0.60%	0.55%	0.55%
股利收益率	1.44%	1.96%	2.01%	2.57%
P/S	2.93	2.92	2.36	1.93
P/PPOP	4.99	5.91	4.83	4.01
每股拨备前利润	0.94	0.94	1.15	1.38
不良贷款率	0.84%	0.88%	0.84%	0.82%
拨备覆盖率	206.04%	211.11%	214.39%	215.24%
拨备充足率	346.40%	354.91%	360.43%	361.87%

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,426,392	1,702,963	2,035,751	2,434,738
现金及存放央行	226,054	235,596	275,631	328,407
存放同业	61,848	83,495	99,359	118,237
拆出资金	20,716	27,967	33,280	39,604
买入返售金融资产	52,299	70,604	83,312	98,309
发放贷款和垫款	867,738	1,022,570	1,227,759	1,473,863
交易性金融资产	45,567	61,515	73,819	87,106
证券投资-可供出售金融资产	48,910	66,029	79,234	93,496
证券投资-持有至到期投资	57,142	77,142	92,570	109,233
总负债	1,337,498	1,601,539	1,918,214	2,298,044
同业及其他金融机构存放	138,470	166,164	199,397	239,276
拆入资金	7,500	9,000	10,800	12,960
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	6,347	7,616	9,140	10,968
客户存款	1,127,938	1,353,526	1,624,231	1,949,077
股东权益	88,034	100,490	116,523	135,593
股本	22,262	26,714	26,714	26,714
资本公积	38,181	38,181	38,181	38,181
盈余公积	4,184	4,184	4,184	4,184
未分配利润	12,503	20,507	36,539	55,610
少数股东权益	860	934	1,014	1,101

CAMEL 分析

	2009	2010E	2011E	2012E
C:核心资本充足率	8.92%	8.64%	7.51%	7.28%
C:资本充足率	10.83%	12.60%	10.67%	10.09%
C:权益/贷款	10.15%	10.92%	9.49%	9.20%
C:权益/资产	6.17%	5.90%	5.72%	5.57%
A:不良贷款比率	0.84%	0.88%	0.84%	0.82%
A:拨备覆盖率	206.04%	211.11%	214.39%	215.24%
A:拨备充足率	346.40%	354.91%	360.43%	361.87%
A:贷款总额准备金率	1.73%	1.86%	1.80%	1.77%
A:不良资产/（权益+拨备）	7.16%	7.65%	7.56%	7.59%
E:ROA	0.85%	0.87%	0.93%	1.12%
E:ROE	13.75%	14.80%	16.31%	16.87%
E:ROAA	0.49%	0.48%	0.51%	0.51%
E:ROAE	8.53%	7.89%	8.76%	9.07%
E:成本收入比	42.17%	38.20%	44.21%	45.13%
E:手续费和佣金收入占比	11.09%	14.55%	16.05%	17.83%
E:股利分配比例	19.10%	20.00%	20.00%	20.00%
L:人民币存贷比	76.84%	76.48%	76.52%	76.55%
L:外汇存贷比	84.26%	0.00%	0.00%	0.00%
L:平均存贷比	76.93%	75.55%	75.59%	75.62%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	65.27%	63.52%	62.67%	62.82%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	98.23%	97.77%	97.83%	97.95%

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn