

分析师: 陈志华 (8621) 68751569 chenzh@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490210060007

联系人: 许荣聪 (8621) 68751569 xurc@cjsc.com.cn

民生银行三季报点评：同业资产占比提升摊薄息差，未来看点在商贷通

事件描述

民生银行2010年前三季度实现利息净收入330.21亿元，同比增长45.53%；手续费净收入64.56亿，同比增长81.76%；营业费用(扣除拨备)185.74亿，同比增长27.56%；净利润130.07亿元，同比增长27.51%。

公司前三季度业绩增长源于规模增长、净息差上升和中间业务收入增加等因素。

公司净息差环比有所下降，三季度息差较二季度小幅下滑3个基点。公司三季度净息差下滑主要是：（1）是同业资产与同业负债环比大幅上升，同业利息收入提升幅度不明显，加上同业资产带动生息资产规模扩张，进而摊薄净息差。

（2）存贷比小幅下滑。商贷通较年初同比增长167.83%，新增商贷通贷款占总新增贷款约70%；随着商贷通发展，贷款议价能力提升，加上资产负债结构调整，息差将保持小幅增长。

公司手续费净收入同比增长较快。融资顾问、理财业务、贸易融资业务、托管及其他受托业务等收入有所增加。未来手续费收入受益于经济发展和居民收入的增加，可能仍将保持较高速增长。

资产质量良好，拨备覆盖率提升较快。不良贷款余额74.43亿元，较中期减少0.69亿元，不良率0.75%，较中期减少0.04个百分点；贷款拨备覆盖率259.40%，较上季上升29.98个百分点。核销前不良毛生成率为0.03%，与二季度持平；当前拨贷率为1.92%，处于行业平均水平，但低于2.5%，未来计提拨备的压力较大。

公司第三季度成本收入比为48.51%，环比下降3.56个百分点。预计公司四季度成本增加，成本收入比将有所回升，预计达到53.37%。

公司同比增速较慢的主要原因是去年出售海通股权取得一次性收入致利润大幅增长，剔除掉这因素，公司前三季度同比增长约100%。贷款议价能力提升（商贷通发展迅速）和资产负债结构调整助推息差反弹，资产规模平稳增加，公司业绩增长有保障。我们预计2010年和2011年盈利分别为171.52亿元和222.45亿元，每股收益分别为0.64元和0.83元，对应10年动态市盈率为8.50倍，动态市净率为1.41倍，给予“推荐”评级。

事件评论

公司主要财务数据比较（同比）

单位：百万	3Q09	3Q10	同比	
生息资产	1,366,377	1,700,687	24.47%	
贷款	880,008	973,261	10.60%	
证券投资	153,932	195,233	26.83%	
同业资产	164,467	294,848	79.27%	加大存放同业及买入返售回购规模
存放央行	167,970	237,345	41.30%	存款增长及央行上调存款准备金所致
负债	1,342,525	1,663,171	23.88%	
存款	1,099,483	1,373,025	24.88%	
同业负债	182,729	212,372	16.22%	
利息净收入	22,690	33,021	45.53%	主要是由于净息差回升和规模增长所致
手续费净收入	3,552	6,456	81.76%	融资顾问、理财业务、贸易融资业务、托管等收入
其他收益	5,107	564	-88.96%	由于处置海通证券股权收益因素，去年基数较高
营业收入	31,349	40,041	27.73%	
营业费用（扣除拨备）	14,561	18,574	27.56%	业务规模扩大所致，但略小于营业收入增长
拨备前利润	16,788	21,467	27.87%	
拨备	3,383	4,236	25.21%	
税前利润	13,473	17,187	27.57%	
净利润	10,201	13,007	27.51%	主要源于净息差反弹、规模增长和中间业务增长

公司主要财务数据比较（环比）

单位：百万	2Q10	3Q10	环比	
生息资产	1,575,538	1,700,687	7.94%	
贷款	937,612	973,261	3.80%	三季度贷款增长稳健
证券投资	199,211	195,233	-2.00%	
同业资产	201,150	294,848	46.58%	同业负债增长引致同业资产
存放央行	237,565	237,345	-0.09%	
负债	1,533,882	1,663,171	8.43%	
存款	1,319,560	1,373,025	4.05%	存款平稳增长
同业负债	145,146	212,372	46.32%	同业存款和卖出回购票据余额增加所致
利息净收入	11,072	11,856	7.08%	
手续费净收入	2,450	1,947	-20.53%	
其他收益	185	152	-17.84%	投资收益和汇兑收益较第二季度减少所致
营业收入	13,707	13,955	1.81%	
营业费用（扣除拨备）	6,561	6,420	-2.15%	
拨备前利润	7,146	7,535	5.44%	
拨备	1,098	1,973	79.69%	谨慎政策导致拨备上升
税前利润	6,003	5,572	-7.18%	
净利润	4,597	4,141	-9.92%	主要由于手续费收入环比减少所致

第一，存贷市场份额与中期持平

公司存款余额为13730 亿元，较年初增长21.73%，存款市场份额为1.96%，与中期持平。贷款毛额为9924亿元，较年初增长12.40%，贷款市场份额为2.14%，与中期持平。

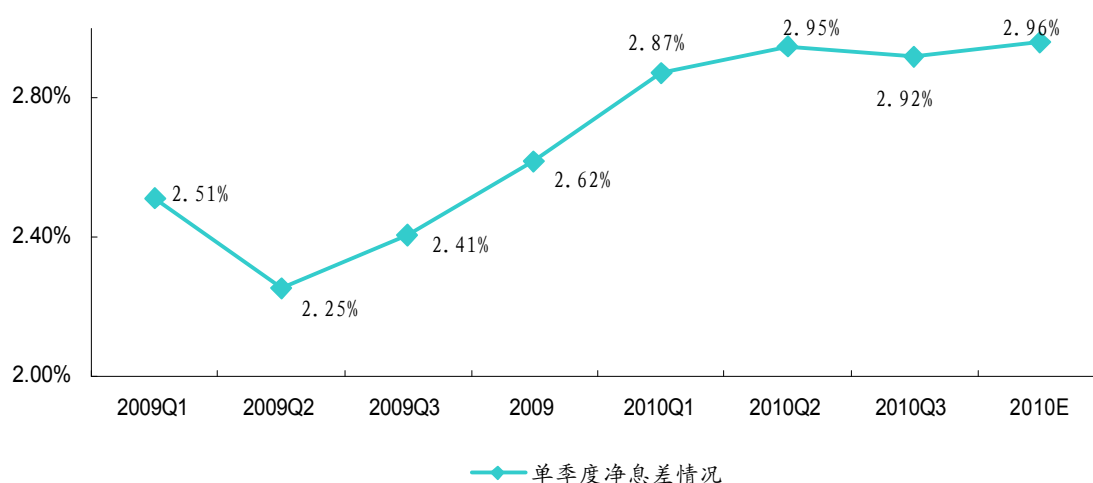
10 年三季度公司存贷比（含贴现）为 70.88%，较中期下降 1.61 个百分点。三季度公司的存款规模增速快于贷款规模。

第二， 净息差环比下滑主要由于存贷比下降和同业资产占比提升

公司净息差环比有所下降，三季度息差较二季度小幅下滑 3 个基点。公司三季度净息差下滑主要是：（1）是同业资产与同业负债环比大幅上升，同业利息收入提升幅度不明显，加上同业资产带动生息资产规模扩张，进而摊薄净息差。

（2）存贷比小幅下滑。商贷通较年初同比增长 167.83%，新增商贷通贷款占总新增贷款约 70%；随着商贷通发展，贷款议价能力提升，加上资产负债结构调整，息差将保持小幅增长。

图 1：公司三季度净息差环比下滑



资料来源：长江证券研究部

第三， 手续费净收入同比增长较快

公司手续费净收入 64.56 亿，同比增长 81.76%，主要由于融资顾问、理财业务、贸易融资业务、托管等收入增加。

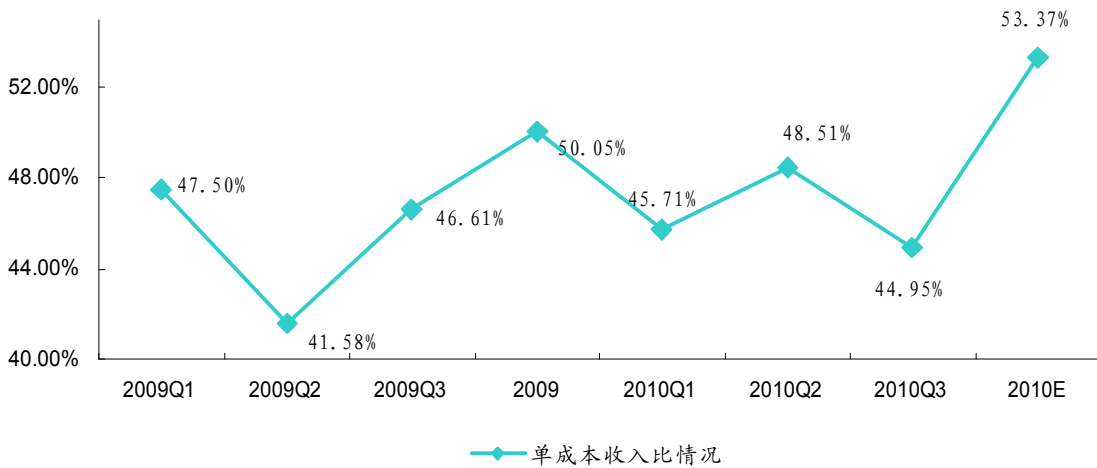
从单季度来看，第三季度公司各项手续费及佣金收入实现手续费净收入 19.47 亿元，环比 20.53%，可能跟银信理财产品发行受限有关。

第四， 三季度成本收入比环比下降

公司第三季度成本收入比为 48.51%，环比下降 3.56 个百分点。预计公司四季度成本增加，成本收入比将有所回升，预计达到 53.37%。

公司第三季度资产减值损失为 19.73 亿元，环比上升 79.69%。测算信用成本为 0.43%，预计未来信用成本有所反弹，10 年全年为 0.59%。

图 2：公司第三季度成本收入比下降



资料来源：长江证券研究部

注：(成本收入比=(营业税金及附加+业务及管理费+其他营业成本)/营业收入)

第五，不良双降，拨备大幅提高

资产质量良好，拨备覆盖率提升较快。不良贷款余额 74.43 亿元，较中期减少 0.69 亿元，不良率 0.75%，较中期减少 0.04 个百分点；贷款拨备覆盖率 259.40%，较上季上升 29.98 个百分点。核销前不良毛生成率为 0.03%，与二季度持平；当前拨贷率为 1.92%，处于行业平均水平，但低于 2.5%，未来计提拨备的压力较大。

民生银行估值表

盈利与估值	2007	2008	2009	2010E	2011E
ROAA	0.78%	0.79%	0.98%	1.06%	1.14%
ROAE	18.19%	14.91%	16.85%	17.73%	19.54%
拨备前每股收益	0.79	0.94	0.94	1.06	1.35
每股收益	0.36	0.42	0.63	0.64	0.83
每股净资产	3.47	2.86	3.96	3.88	4.58
拨备前每股市盈率	6.90	5.83	5.78	5.17	4.05
市盈率	15.20	13.02	8.62	8.50	6.56
市净率	1.58	1.91	1.38	1.41	1.19
股息收益率	0.92%	1.47%	0.92%	1.18%	2.29%

利润表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入	22,578	30,380	32,279	46,126	56,923
手续费净收入	2,391	4,461	4,664	7,727	9,490
其他非利息净收入	330	176	5,156	700	210
经营收入合计	25,299	35,017	42,099	54,553	66,623
营业费用	(13,836)	(18,087)	(21,069)	(26,331)	(30,647)
拨备前利润	11,463	16,930	21,030	28,222	35,976
当期提取各项准备金	(2,265)	(6,518)	(5,310)	(5,947)	(7,087)
税前利润	9,198	10,412	15,720	22,275	28,889
所得税	(2,877)	(2,595)	(3,623)	(5,123)	(6,645)
净利润	6,321	7,817	12,097	17,152	22,245

盈利驱动因素	2007	2008	2009	2010E	2011E
贷款增长（毛额）	24.03%	18.63%	34.12%	16.00%	17.00%
存款增长	15.07%	17.07%	43.54%	26.00%	19.00%
平均生息资产增长	20.91%	21.28%	29.66%	26.49%	19.48%
贷存比（含贴现）	82.68%	83.78%	78.29%	72.07%	70.86%
NIM	2.31%	2.58%	2.59%	2.93%	3.03%
非利息收入占比	10.76%	13.24%	23.33%	15.45%	14.56%
信用成本	0.45%	0.96%	0.58%	0.59%	0.58%
成本收入比（含营业税）	54.69%	51.65%	50.05%	48.27%	46.00%
有效税率	31.23%	24.74%	23.00%	23.00%	23.00%

收入盈利增长	2007	2008	2009	2010E	2011E
净利息收入增长	39.61%	34.56%	6.25%	42.90%	23.41%
手续费收入增长	133.04%	86.57%	4.55%	65.68%	22.82%
营业收入增长	44.94%	38.41%	20.23%	29.58%	22.13%
拨备前利润增长率	53.72%	47.69%	24.22%	34.20%	27.47%
净利润增长率	64.65%	23.67%	54.76%	41.78%	29.69%

资产负债表摘要	2007	2008	2009	2010E	2011E
总资产	919,796	1,049,097	1,426,840	1,802,589	2,114,710
贷款余额（毛额）	554,958	658,360	882,992	1,024,271	1,198,397
存放央行款	106,992	181,878	218,816	248,706	304,416
同业资产	88,932	67,156	142,684	281,204	296,059
债券投资	156,552	133,659	161,649	223,948	289,911
存款余额	671,218	785,786	1,127,917	1,421,176	1,691,199
同业负债	150,253	160,248	165,513	225,324	243,192
发行债券	33,920	33,999	23,060	22,666	23,349
拨备余额	7,663	11,885	15,257	20,605	26,941
股东权益	50,186	54,672	88,947	104,582	123,135
平均股东权益	34,746	52,429	71,810	96,765	113,858
平均生息资产	791,235	959,594	1,244,195	1,573,783	1,880,323
平均总资产	810,122	984,447	1,237,969	1,614,715	1,958,649

资产风险与经营杠杆	2007	2008	2009	2010E	2011E
不良贷款余额	6,773	7,921	7,397	7,609	10,205
不良贷款率	1.22%	1.20%	0.84%	0.74%	0.85%
不良毛生成率	0.33%	0.41%	0.11%	0.05%	0.27%
贷款拨备覆盖率	113.14%	150.04%	206.25%	270.78%	263.99%
贷款总额准备率	1.38%	1.81%	1.73%	2.01%	2.25%
当年核销	(792)	(1,340)	(1,345)	(300)	(400)
资本充足率	10.73%	9.22%	10.67%	10.77%	11.10%
核心资本充足率	7.40%	6.60%	8.90%	8.59%	9.05%
风险加权资产系数	62.35%	72.83%	69.60%	67.60%	65.20%
个人贷款占比	17.92%	16.49%	18.60%	21.00%	20.40%
企业贷款占比	75.83%	73.80%	77.40%	77.00%	76.60%
其中票据贴现	6.25%	9.71%	4.00%	2.00%	3.00%
活期存款占比	43.83%	41.89%	48.60%	50.20%	50.20%
其中对公活期	39.33%	37.62%	44.10%	45.00%	45.00%
其中居民储蓄活期	4.50%	4.28%	4.50%	5.20%	5.20%

其他数据	2007	2008	2009	2010E	2011E
网点数	327	374	434		
员工数	17,766	19,853	26,039		
贷款余额市场份额	2.12%	2.17%	2.21%	2.16%	2.17%
其中个人贷款	1.94%	1.93%	2.00%		
存款余额市场份额	1.72%	1.69%	1.89%	1.98%	1.99%
总股本	14,479	18,823	18,823	22,262	22,262
其中流通股	14,479	18,823	18,823	22,262	22,262

分析师介绍

陈志华，安徽师范大学生命科学学院理学学士，中山大学岭南学院世界经济专业硕士，具有2年宏观策略、银行研究经历，2010年4月加入长江证券从事银行研究。

许荣聪，厦门大学经济学学士、数学双学士，武汉大学经济学硕士，从事银行行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 13564079561	68752398 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 13701696936	68751916 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 13917628525	68751003 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 13817196202	68751863 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 13564638080	68753198 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 13818973382	68751926 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 13502836130	82766999 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 15818552093	82750396 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场

中性： 相对表现与市场持平

看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

重要声明 推荐： 相对大盘涨幅大于10%

谨慎推荐： 相对大盘涨幅在5%~10%之间

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。相对大盘涨幅在5%~10%之间，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。相对大盘涨幅在5%~10%之间，信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性，或者我们没有足够的时间进行调研，或者有其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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或者有其他原因，也可能会为这些公司提供银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。