

战略转型成果初显 财务模式转换

事件：

公司公布年报：2010 年实现归属上市公司股东净利润 175.81 亿元，同比增长 45.25%，小幅超出我们此前的预期。

研究结论

规模、息差和拨备是三大主要贡献因素。分因素来看，民生银行 2010 年净利润增长的主要贡献因素分别是规模增长（23.43%）、净息差提升（18.86%）和拨备力度下降（10.64%）。在贷款增长受限情况下，公司扩大了同业资产的配置力度，进行了双回购，因此生息资产增速（27.20%）比贷款高出 7.6 个百分点。在贷款占生息资产比例下降的同时公司净息差仍实现上升，反映了“商贷通”转型的财务贡献。此外，拨备力度同比略有下降。

大力拓展“商贷通”带来息差提升。民生银行继续全力进入小微信贷市场，2010 年其信贷额度近 2/3 配置在“商贷通”上。由于“商贷通”本身收益率较高，且 2010 年“新发放贷款执行利率较上年提高 1 个百分点以上”，民生银行 2010 年贷款收益率达到 5.79%，比 2009 年提高 48BP。其中 2010 年下半年的贷款收益率达到 6.06%。主要在此推动下，即使 2010 年民生银行贷款占生息资产比重比年初下降了 3.69 个百分点，该行的净息差仍然比 2009 年上升了 39BP 达到 2.90%，其中 2010Q4 净息差达到 2.95%。我们认为，民生银行贷款收益率的显著上升一方面归因于行业性的周期性贷款议价能力上升，另一方面则与该行从中低风险客户迅速切换至中高风险小微客户有直接关系。

风控表现良好，“商贷通”质量尚未到检验期。公司 2010 年贷款风控表现良好。全年不良生成率为 8BP，比 2009 年的 11BP 还有所下降。另一方面，虽然不良贷款规模和年初比基本相当（73.39 亿 V.S 73.97 亿），但逾期贷款比年初有显著下降（79.96 亿 VS 96.53 亿），显示实际贷款风控执行情况发生了明显改善。由于 1.88% 的拨贷比还与监管要求有差距，民生银行在下半年提高了拨备力度，全年 56BP 的信用成本率比上半年的 47BP 有所提高。市场通常的观点是，民生的客户基础切换至中高风险的小微贷款会带来不良生成率的提高，显然 2010 年该行的风控要明显好于这种预期。不过民生的“商贷通”的质量尚未经过完整周期的检验，仍存在不确定性。

长期看好，近两年转型最成功的银行。民生银行是我们长期内最看好的银行之一。该行的优势在于对公业务战略的领先度，以及 2009 年“商贷通”转型体现出的战略执行力。加风险杠杆并非坏事，美国的富国银行即拥有高净息差—高不良生成率和高 ROE 的财务组合。民生还需要衰退周期的检验以确认成为中国的富国银行，但基于对公司业务的了解和判断，我们认为成功的可能性显著大于失败。维持公司“买入”评级，目标价 6.50 元。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

金麟

银行业资深分析师

8621-63325888 × 6084

Jinlin1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120209

联系人

王鸣飞

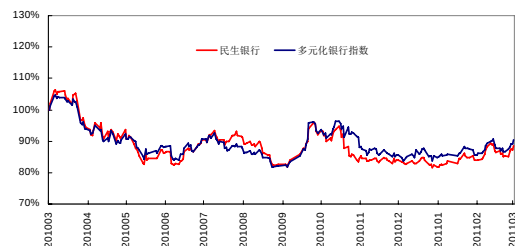
8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 25 日)	5.37 元
目标价格	6.50 元
总股本/A 股 (亿股)	265.15/225.88
A 股市值 (亿元)	1212.98
国家/地区	中国
行业	银行业
报告发布日期	2011 年 3 月 28 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	54768	67633	79482	92907
营业收入增长率	30.21%	23.49%	17.52%	16.89%
净利润 (百万元)	17581	20786	24064	27710
净利润增长率	45.25%	18.23%	15.77%	15.15%
EPS (元)	0.66	0.78	0.90	1.04
P/E (倍)	8.14	6.88	5.97	5.16
P/B (倍)	1.38	1.17	1.00	0.86
P/POP	5.03	4.26	3.61	3.06

相关报告

时间

财务调整较充分反映行业性负面因素	2010-10-31
经营风险 提升收益	2010-8-10

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
利息收入	53,441	70,776	27,942	30,396
利息支出	21,201	24,903	29,630	35,400
净利息收入	32,240	45,873	57,572	65,796
手续费和佣金净收入	4,664	8,289	10,061	13,686
营业收入	42,060	54,768	67,633	79,482
营业税金及附加	2,802	3,827	4,074	4,990
业务及管理费	17,737	21,625	27,714	34,643
资产减值损失	5,307	5,504	5,762	5,943
营业支出	26,455	31,757	35,144	42,170
营业利润	15,605	23,011	32,489	37,312
利润总额	15,656	22,976	32,402	37,244
所得税	3,548	5,288	7,238	8,335
净利润	12,108	17,581	24,064	27,710
EPS	0.54	0.66	0.78	0.90

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
总资产	1,426,392	182,373	2,035,751	2,434,738
现金及存放央行	226,054	266,835	275,631	328,407
存放同业	61,848	125,462	99,359	118,237
拆出资金	20,716	36,453	33,280	39,604
买入返售金融资产	52,299	112,932	83,312	98,309
发放贷款和垫款	867,738	1,037,723	1,227,759	1,473,863
交易性金融资产	45,567	11,117	73,819	87,106
证券投资-可供出售金融资产	48,910	35,067	79,234	93,496
证券投资-持有至到期投资	57,142	12,861	92,570	109,233
总负债	1,337,498	171,848	1,918,214	2,298,044
同业及其他金融机构存放	138,470	190,296	199,397	239,276
拆入资金	7,500	10,975	10,800	12,960
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	6,347	23,873	9,140	10,968
客户存款	1,127,938	141,693	1,624,231	1,949,077
股东权益	88,034	104,108	116,523	135,593
股本	22,262	26,715	26,714	26,714
资本公积	38,181	37,787	38,181	38,181
盈余公积	4,184	5,903	4,184	4,184
未分配利润	12,503	19,881	36,539	55,610
少数股东权益	860	1,149	1,014	1,101

其他指标

	2009	2010	2011E	2012E
信用成本率	0.63%	0.60%	0.55%	0.55%
股利收益率	1.48%	2.02%	2.07%	2.64%
P/S	2.89	2.88	2.33	1.90
P/POP	4.91	5.82	4.76	3.96
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%

CAMEL 分析

	2009	2010	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%	63.53%	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