

2011-03-26

银行业

民生银行 600016-SH

转型初现成效，估值显著偏低

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

民生银行 2010 年收入和净利润同比增长 30% 和 45%，EPS 为 0.66 元。四季度收入和净利润环比增长 5.53% 和 10.46%。ROAA 1.09%、ROAE 18.29%，分别比上年变动 0.11 和 -1.90 个百分点；剔除非经常性损益（主要为海通股权处置影响）后的净资产收益率较 09 年大幅提升了 4.28 个百分点。

◆ 息差强劲回升 35BP，存款基础仍待夯实

利息净收入同比增长 42%，全年净息差和净利差提升 35BP 和 33BP，提升幅度和绝对水平均处同业较高水平。息差的回升主要来自议价能力提升带来贷款收益率上升、重定价因素带来的存款成本下降以及同业业务的良好收益。

全年存款增速（26%）高于贷款增速（20%），但储蓄和活期存款占比分别较上年下降了 0.89 和 2.66 个百分点至 16.32% 和 46.0%，存款基础仍待夯实。作为战略重点的商贷通贷款增幅高达 255%，总额达到 1590 亿元，占个人贷款比重由上年的 27% 大幅提升至 57%。

◆ 事业部主攻投行等中间业务，手续费收入同比大增 78%

手续费及佣金净收入同比增 78%，占比提升了 4.04 个百分点至 15.13%。增长主要来自财务顾问、托管、结算清算等业务。财务顾问业务已占手续费收入的三分之一。在信贷偏紧环境下，适应公司战略调整，事业部额度被挤占并开始主攻投行等中间业务，成效显著。对公投行咨询等中间业务的增长体现了公司转型的方向之一。

◆ 资产质量指标改善，拨备和成本控制贡献利润

资产质量指标持续改善：不良贷款率降至 0.69%；期末拨备覆盖率和总贷款拨备率分别提升至 270% 和 1.88%。全年信用成本率为 0.64%，保持平稳。此外，可供出售金融资产减值损失大幅减少亦对利润有正面贡献。全年成本收入比下降 2.69 个百分点至 39.48%，显示运营效率改善明显。

◆ 具备转型潜力，估值显著偏低，“买入”评级

公司核心资本充足率 8.07%、资本充足率 10.44%；新融资方案实施后预计提升公司资本充足率 2.2 个百分点左右。受制于资本充足和贷存比监管，公司去年下半年以来贷款规模增速放缓，同时积极拓展业务转型新方向，并在商贷通领域及对公投行咨询等中间业务领域初现端倪。预计未来资本消耗速度会减缓。

公司中长期是具备转型潜力的银行，调升公司 11/12 年 EPS（融资摊薄后）至 0.87/1.04 元，目前股价对应 11/12 年 PE 为 6.2 倍、5.2 倍，静态 PB 1.4 倍，估值显著偏低，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	42,060	54,768	76,474	92,586	118,363
营业收入增长率	20.11%	30.21%	39.63%	21.07%	27.84%
净利润（百万元）	12,108	17,688	24,669	29,611	36,584
净利润增长率	53.40%	46.09%	39.46%	20.03%	23.55%
EPS（元）	0.54	0.66	0.87	1.04	1.29
ROE	13.75%	16.89%	18.15%	18.44%	19.13%
P/E	9.87	8.11	6.17	5.14	4.16
P/B	1.36	1.38	1.12	0.95	0.80

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	5.37 元
目标价格	7.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

沈维（执业证书编号：S0930510120026）

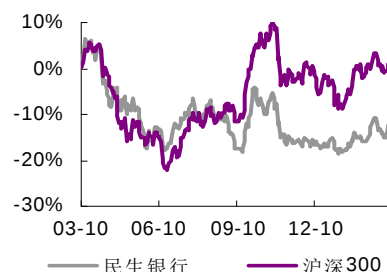
021-22169121

shenwei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	26,715
总市值(百万元)	203,833
流通比例(%)	84.55%
12 个月最高/最低(元)	7.87/4.92
近 3 月日均成交量(百万股)	125.95
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.47	1.14	-13.47
绝对收益	5.50	5.30	-11.44

相关报告：

民生银行2010年收入和净利润同比增长30%和45%，EPS为0.66元。四季度收入和净利润环比增长5.53%和10.46%。ROAA 1.09%、ROAE18.29%，分别比上年变动0.11和-1.90个百分点；剔除非经常性损益（主要为海通股权处置影响）后的净资产收益率较09年大幅提升了4.28个百分点。净利息收入同比增42%，手续费及佣金净收入同比增78%。信用成本率稳定和成本收入比改善对利润有正面贡献。

◆ 息差强劲回升35BP，存款基础仍待夯实

受益于息差强劲回升和规模扩大，公司利息净收入同比增长42%。全年净息差和净利差分别为2.94%和2.82%，在同业中处较高水平，并分别较上年提升35BP和33BP。息差的回升主要来自：（1）贷款收益率提升了47BP至5.79%，其中公司和零售贷款收益率分别提升了49BP和41BP。商贷通业务发展对零售业务有明显贡献，个人贷款的利息收入占比较上年提升5.89个百分点至21.49%。（2）主要由于定期存款重定价因素，同期存款成本率下降了13BP至1.53%。（3）同业业务对息差有正面贡献。同业资产收益率提升幅度（109BP）显著高于同业负债成本率提升幅度（35BP）。

全年存款增速高于贷款。2010年新增存款2890亿元，增幅26%，主要为一般性存款的增长，但存款结构仍待优化。储蓄存款和活期存款占比分别较上年下降了0.89和2.66个百分点至16.32%和46.0%。此外，全年新增贷款1746亿元，增幅20%。商贷通贷款总额达到1590亿元，增幅高达255%；占个人贷款比重由上年的27%大幅提升至57%。同时住房贷款占比下降至35%，绝对额较去年亦略有下滑。期末人民币存贷比73%。

◆ 事业部主攻投行等中间业务，手续费收入同比大增78%

剔除海通股权处置因素后的非息收入同比增长81%。其中手续费及佣金净收入同比增78%，占比提升了4.04个百分点至15.13%。增长主要来自财务顾问、托管业务、结算与清算、证券承销以及用承诺业务。财务顾问业务已占手续费收入的三分之一。在当前信贷偏紧的环境下，适应公司的战略调整事业部贷款额度被挤占，并开始主攻投行业务等中间业务，成效显著。对公投行咨询等中间业务的高速增长体现了公司转型的方向之一。

◆ 资产质量指标改善，拨备和成本控制贡献利润

资产质量指标持续改善：不良贷款率较上年下降0.15个百分点致0.69%；期末拨备覆盖率提升至270%，处同业中较高水平；总贷款拨备率提升至1.88%。关注类贷款占比下降0.50个百分点致0.96%。全年信用成本率为0.64%，保持相对平稳。贷款减值损失较上年增长了11%。由于可供出售金融资产规模下降，相应减值损失大幅减少。总资产减值损失仅较上年提升3.71%，对利润有正面贡献。

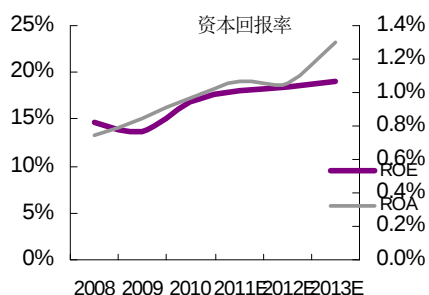
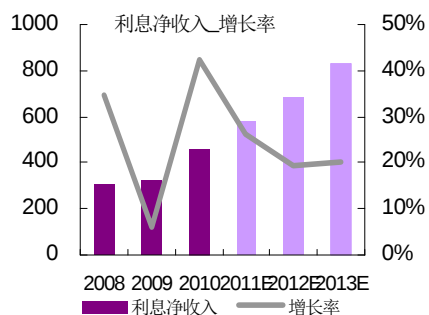
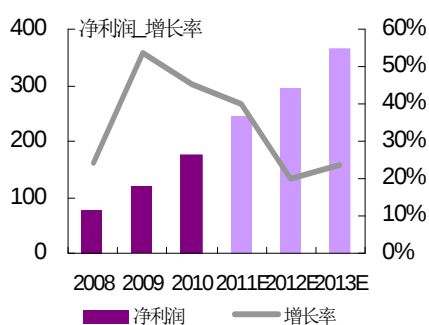
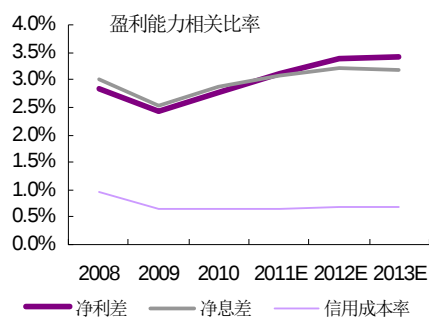
此外，全年成本收入比39.48%，较上年下降了2.69个百分点；剔除海通股权因素则大幅下降了8.35个百分点。运营效率改善明显。

◆ 具备转型潜力，估值显著偏低，“买入”评级

目前公司核心资本充足率8.07%、资本充足率10.44%；新融资方案实施后预计提升公司资本充足率 2.2个百分点左右，可转债转股前提升核心资本充足率0.65个百分点左右。因受制于资本充足和贷存比监管，公司去年下半年以来贷款规模增速明显放缓，同时积极拓展业务转型新方向，并在商贷通领域及对公投行咨询等中间业务领域初现端倪。随着转型推进，预计资本消耗速度减缓，将能够支撑未来几年业务拓展。

公司中长期是具备转型潜力的银行，调升公司11/12年EPS（融资摊薄后）至0.87/1.04元，目前股价对应11/12年PE为6.2倍、5.2倍，静态PB 1.4倍，估值显著偏低，维持“买入”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	53,441	70,776	93,877	112,909	139,283
利息支出	21,201	24,903	36,070	43,960	56,414
净利息收入	32,240	45,873	57,807	68,949	82,870
手续费和佣金净收入	4,664	8,289	14,347	23,195	35,007
营业收入	42,060	54,768	76,474	92,586	118,363
营业税金及附加	2,802	3,827	5,344	6,470	8,271
业务及管理费	17,737	21,625	31,356	38,255	51,261
资产减值损失	5,307	5,504	7,486	9,604	11,495
营业支出	26,455	31,757	44,216	54,330	71,027
营业利润	15,605	23,011	32,258	38,257	47,336
利润总额	15,656	22,976	32,216	38,206	47,276
所得税	3,548	5,288	7,548	8,595	10,692
净利润	12,108.00	17,688.00	24,668.52	29,610.81	36,583.81

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,426,392	1,823,737	2,300,757	2,815,436	3,465,036
现金及存放央行	226,054	266,835	567,451	724,644	952,905
存放同业	61,848	125,462	40,000	46,000	52,900
拆出资金	20,716	36,453	47,389	61,606	80,087
买入返售金融资产	52,299	112,932	90,000	103,500	119,025
发放贷款和垫款	867,738	1,037,723	1,234,334	1,479,806	1,774,352
交易性金融资产	45,567	11,117	15,008	18,760	22,512
证券投资-可供出售金融资产	48,910	35,067	46,288	57,861	72,326
证券投资-持有至到期投资	57,142	128,610	173,624	217,029	260,435
总负债	1,337,498	1,718,480	2,163,481	2,652,994	3,271,273
同业及其他金融机构存放	138,470	190,296	228,355	274,026	328,831
拆入资金	7,500	10,975	13,170	15,804	18,965
交易性金融负债	0	0	0	0	0
卖出回购	6,347	23,873	29,841	37,302	46,627
客户存款	1,127,938	1,416,939	1,757,004	2,143,545	2,615,125
股东权益	88,034	104,108	135,741	160,391	191,023
股本	22,262	26,715	28,365	28,365	28,365
资本公积	38,181	37,787	44,637	44,637	44,637
盈余公积	4,184	5,903	5,903	5,903	5,903
未分配利润	12,503	19,881	43,014	67,664	98,296
少数股东权益	860	1,149	1,535	2,051	2,740

资料来源：光大证券、上市公司

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	20.11%	30.21%	39.63%	21.07%	27.84%
净利润增长率	53.40%	46.09%	39.46%	20.03%	23.55%
税前利润增长率	49.28%	46.76%	474.06%	18.59%	23.74%
拨备前利润增长率	23.52%	36.36%	485.68%	20.42%	22.92%
估值指标					
PE	10	8	6	5	4
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	14	10	-2	-4	-7
EV/EBIT	14	10	-2	-4	-7
EV/NOPLAT	19	13	-	-6	-9
EV/Sales	5	4	-1	-2	-3
EV/IC	2	2	1	2	2
盈利能力 (%)					
净利差率	2.43%	2.76%	3.13%	3.39%	3.44%
净利息收益率	2.51%	2.87%	3.07%	3.21%	3.20%
成本收入比	42.17%	39.48%	37.58%	41.32%	43.31%
拨备前利润率	49.72%	52.07%	51.97%	51.69%	49.70%
税前净利润率	37.22%	41.95%	42.13%	41.27%	39.94%
税后净利润率	28.79%	32.30%	32.26%	31.98%	30.91%
ROA	0.85%	0.97%	1.07%	1.05%	1.30%
ROE	13.75%	16.89%	18.15%	18.44%	19.13%
偿债能力					
超额准备金率	0.09	0.05	0.04	0.04	0.04
核心资本充足率	8.92%	8.07%	3.93%	4.14%	4.73%
资本充足率	0.11	0.10	0.07	0.07	0.07
拨备覆盖率	2.06	2.70	2.83	2.98	3.15
每股指标					
EPS	0.54	0.66	0.87	1.04	1.29
每股红利	0.08	0.05	0.06	0.17	0.21
每股经营现金流	0.00	0.00	10.78	4.68	5.23
每股净资产	3.95	3.90	4.79	5.65	6.73
每股销售收入	1.89	2.05	2.70	3.26	4.17
每股税前利润	0.70	0.86	1.14	1.35	1.67

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

沈维，CFA Charter Pending Candidate，武汉大学金融学硕士，2008 年 2 月加盟光大证券任非银行金融业分析师，目前任银行业分析师。此前就职于毕马威华振会计师事务所（KPMG）金融服务部门。

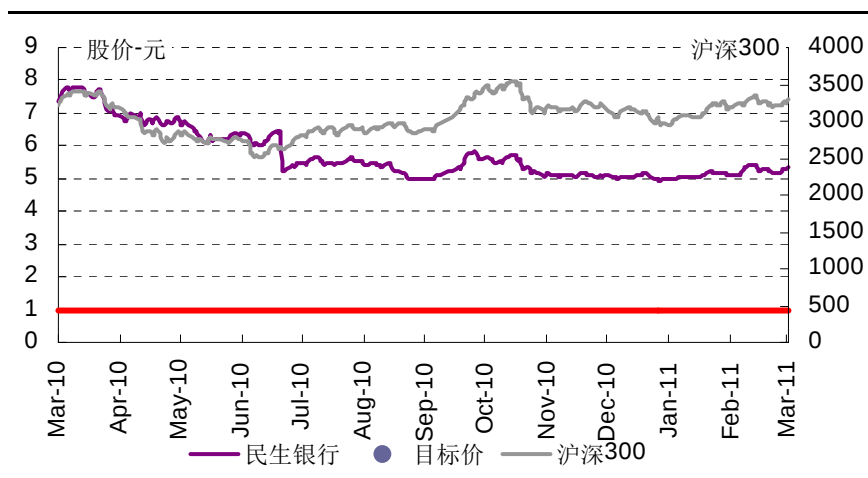
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

民生银行（600016）

分析师：沈维



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-06-07	7.27	9.00	增持
2009-08-19	7.14	10.00	买入
2009-10-21	7.63	10.00	买入
2010-04-20	7.08	7.80	买入
2010-08-11	5.39	7.00	买入
2010-11-02	5.52	7.00	买入
2011-01-10	5.52	7.00	买入
2011-01-23	5.52	7.00	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。