

两大阻滞因素缓解，关注商贷通综合效益

— 民生银行（600016）2010 年年报点评

要点：

- **业绩同比增长 45%，好于市场预期。**民生 2010 年实现归属母公司股东净利润 175.81 亿元，同比增长 45%，实现每股收益 0.66 元，其中四季度 EPS 环比增长 80%，**业绩略超预期是：**（1）最主要推动因素是四季度拨备计提力度小于预期；（2）净利息收入在息差支撑下环比持续上升。
- **正面因素：**（1）四季度息差一改三季度环比下滑、再次恢复上升趋势（环比 8BP），主要是由于平均生息资产收益率扭转了三季度时的环比下滑，且上升幅度超过平均付息负债成本率的环比上升幅度；全年息差和净利差皆上升 30BP 以上。（2）贷款如公司预期般在四季度恢复了增长，净额新增值环比上升 80%，实现全年 19% 的贷款增速；（3）不良贷款出现双降，不良额较三季度末环比下降 0.8% 至 73.39 亿元，不良率环比下降 0.06 个 PC 至 0.69%。
- **负面因素：**（1）四季度拨备及税前净利润环比负增长，主要由于四季度非息收入持续环比负增长（手续费及多类其他非息业务皆表现欠佳）、年末管理费用环比上升；（2）四季度资产负债新增规模较三季度缩水，存款市场环境竞争激烈是主因；（3）实际所得税率同比小幅上升。
- **展望未来：**未来拨备计提存在压力，四季度未如预期般持续加大拨备计提力度，拨贷比较三季度下降 0.05 个 PC 至 1.88%，未来六年内需逐步加大拨备计提以满足 2.5% 的监管要求。
- **资本情况：**2010 年底民生的资本充足率和核心资本充足率分别为 10.44% 和 8.07%，今年 2 月份所公布的融资方案如获顺利实施，有望消除资本压力，为未来业务发展提供保障。
- **投资评级：**按昨日收盘价计算，2010 年 PE 为 8.16，PB 为 1.38，2011 年的 PE 和 PB 分别为 6.77 和 1.1，估值处于行业较低水平。公司致力于业务转型效应显现，近年来 ROAA 逐步提升，商贷通业务如能做好风险管理和综合效益兼顾，有望给公司带来更多收益，维持推荐评级。
- **风险提示：**商贷通业务发展进一步提高公司资产质量与微观经济的关联度，需密切跟踪未来质量变化。

报告日期：2011 年 03 月 28 日

分析师

吴小玲

☎0755-83516255 ✉ wuxl@cgws.com

执业证书编号：S1070210090003

程宾宾, CFA

☎0755-83511215 ✉ cbb@cgws.com

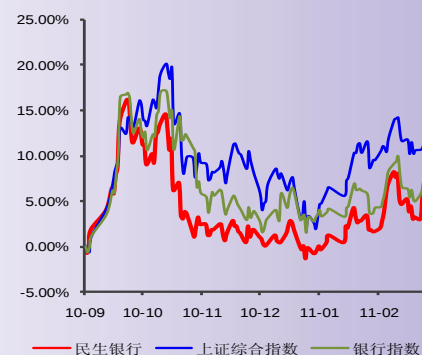
执业证书编号：S1070210070008

投资评级：推荐（维持）

公司盈利预测

每股指标与估值	2010年	2011年	2012年
EPS	0.66	0.79	0.99
每股净资产	3.90	4.87	5.93
市盈率 (P/E)	8.16	6.77	5.42
P/B	1.38	1.10	0.91

行业表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



表 1：当年累计业绩

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
当年累计同比								
利息收入	-2.99%	-9.63%	-8.38%	-5.10%	24.91%	28.64%	29.07%	32.44%
利息支出	-10.30%	-14.96%	-17.59%	-18.24%	-5.09%	-1.51%	5.79%	17.46%
净利息收入	3.45%	-5.08%	-0.51%	6.12%	47.86%	51.72%	45.53%	42.29%
非利息净收入	-58.55%	279.71%	18.65%	13.41%	-76.72%	115.27%	42.65%	26.71%
营业收入	13.51%	20.25%	15.14%	20.11%	41.51%	22.77%	27.73%	30.21%
营业支出	22.39%	22.74%	17.25%	7.52%	24.18%	23.41%	27.12%	20.04%
拨备及税前利润	23.27%	27.29%	13.29%	23.27%	46.28%	11.59%	27.09%	35.86%
税前利润	1.70%	17.53%	13.70%	49.28%	69.55%	21.17%	27.57%	46.76%
所得税	2.20%	4.58%	2.63%	36.72%	63.07%	21.93%	25.31%	49.04%
净利润	1.54%	22.05%	17.75%	53.40%	71.66%	20.94%	28.29%	46.09%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

表 2：单季度业绩

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
单季度环比								
利息收入	-14.09%	4.45%	12.11%	4.17%	2.39%	10.55%	10.09%	13.41%
利息支出	-19.03%	4.56%	-1.68%	-4.12%	-3.71%	12.29%	16.06%	22.60%
净利息收入	-9.88%	4.37%	22.68%	9.27%	5.69%	9.70%	7.08%	8.40%
非利息净收入	793.51%	179.71%	-74.68%	-14.70%	96.90%	15.27%	-20.34%	-10.67%
营业收入	12.31%	42.89%	-19.19%	6.04%	15.57%	10.73%	1.81%	5.53%
营业支出	-41.49%	14.66%	0.35%	35.92%	-20.60%	13.33%	9.58%	6.60%
拨备及税前利润	117.76%	68.44%	-43.38%	-7.06%	65.01%	4.78%	6.25%	-6.47%
税前利润	-343.01%	89.61%	-38.07%	-43.84%	157.08%	6.97%	-7.18%	3.89%
所得税	-240.15%	70.80%	-24.35%	-72.65%	361.46%	2.48%	2.35%	-13.70%
净利润	-419.63%	95.75%	-41.97%	-33.13%	126.02%	8.36%	-9.98%	9.77%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

表 3：单季度业绩表现分析

单季度业绩增长拆分								
规模增长	10.04%	21.45%	-1.09%	1.41%	-0.03%	13.78%	7.91%	3.52%
净息差	-19.92%	-17.08%	23.77%	7.86%	5.71%	-4.08%	-0.83%	4.88%
非息收入	22.19%	38.52%	-41.88%	-3.23%	9.89%	1.03%	-5.27%	-2.87%
管理成本	105.46%	25.55%	-24.18%	-13.10%	49.44%	-5.95%	4.44%	-12.00%
拨备	-460.77%	21.16%	5.31%	-36.78%	92.07%	2.19%	-13.43%	10.36%
税收	-76.62%	6.14%	-3.91%	10.71%	-31.06%	1.39%	-2.80%	5.87%
净利	-419.63%	95.75%	-41.97%	-33.13%	126.02%	8.36%	-9.98%	9.77%
单季度价格类（期初期末平均求得）								
净息差	2.51%	2.26%	2.54%	2.77%	2.91%	2.98%	2.89%	2.96%
净利差	2.41%	2.18%	2.48%	2.70%	2.86%	2.93%	2.81%	2.88%
资产收益率	4.43%	3.98%	4.10%	4.26%	4.33%	4.48%	4.46%	4.79%
负债成本率	2.02%	1.81%	1.62%	1.56%	1.48%	1.55%	1.64%	1.91%
单季度规模类（单季度增长额）								
生息资产合计	104,830	248,622	(11,040)	22,243	53,797	146,037	127,722	61,006
贷款类资产-净额	82,154	162,049	(10,670)	(12,270)	52,418	17,456	35,649	64,462
现金及央行存放款项	(75,502)	28,017	30,677	58,084	(1)	11,512	(220)	29,490
存放同业及其他金融机构资产	89,101	39,766	(31,556)	(29,604)	(7,374)	73,661	93,698	(20,001)
投资类资产	7,710	15,109	(3,342)	2,479	(45,822)	88,701	(3,981)	(14,435)
其他生息资产	1,367	3,681	3,851	3,554	54,576	(45,293)	2,576	1,490
付息负债合计	100,803	249,482	(10,515)	(6,061)	50,200	141,004	123,631	56,684
客户存款	138,569	150,954	24,174	28,455	(4,335)	195,957	53,465	43,914
央行借款	0	0	0	0	0	0	0	0
同业及其他金融机构拆放款项	(43,990)	104,832	(38,361)	(30,412)	48,795	(55,966)	67,226	12,772
金融负债	(450)	(306)	(79)	(9)	(65)	113	(13)	(62)
应付债券	5,350	(10,472)	294	(6,111)	(52)	(342)	244	(1,414)
其他类付息负债	1,324	4,474	3,457	2,016	5,857	1,242	2,709	1,474

数据来源：公司公告 长城证券研究所



表 4：全年业绩拆分

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
当年价格类（期初期末平均求得）								
净息差	2.51%	2.30%	2.51%	2.66%	2.91%	2.85%	2.84%	2.91%
净利差	2.41%	2.22%	2.44%	2.56%	2.86%	2.78%	2.77%	2.83%
资产收益率	4.43%	4.07%	4.29%	4.40%	4.33%	4.27%	4.31%	4.49%
负债成本率	2.02%	1.84%	1.85%	1.84%	1.48%	1.49%	1.53%	1.66%
当年规模类（同比增长）								
生息资产合计	10.04%	33.64%	32.19%	34.05%	-0.03%	13.75%	22.74%	27.06%
贷款类资产-净额	12.71%	37.77%	36.12%	34.23%	6.04%	8.05%	12.16%	19.59%
现金及央行存放款项	-40.86%	-25.70%	-9.10%	22.34%	0.00%	5.09%	4.99%	18.04%
存放同业及其他金融机构资产	132.68%	191.89%	144.90%	100.82%	-5.47%	49.15%	118.63%	103.80%
投资类资产	5.71%	16.90%	14.43%	16.26%	-29.19%	27.32%	24.78%	15.59%
其他生息资产	19.08%	12.08%	6.53%	24.46%	9.35%	12.09%	9.19%	22.08%
付息负债合计	10.24%	35.59%	34.52%	33.90%	3.81%	14.51%	23.89%	28.19%
客户存款	17.63%	36.85%	39.92%	43.54%	-0.38%	16.99%	21.73%	25.62%
央行借款	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
同业及其他金融机构拆放款项	-27.45%	37.97%	14.03%	-4.95%	32.04%	-4.71%	39.43%	47.81%
金融负债	-36.32%	-61.02%	-67.39%	-68.12%	-16.46%	12.15%	8.86%	-6.84%
应付债券	15.74%	-15.07%	-14.20%	-32.17%	-0.23%	-1.71%	-0.65%	-6.78%
其他类付息负债	44.27%	193.85%	309.43%	376.83%	41.07%	49.78%	68.77%	79.11%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

表 5：资产负债状况

	2009-03-31	2009-06-30	2009-09-30	2009-12-31	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31
各类生息资产细项占比（/生息资产）								
贷款类资产-净额	63.86%	64.28%	64.21%	62.43%	66.22%	59.31%	57.05%	58.76%
现金及央行存放款项	9.58%	9.91%	12.26%	16.26%	16.27%	15.03%	13.91%	15.11%
存放同业及其他金融机构资产	13.70%	14.15%	12.00%	9.70%	9.18%	12.72%	17.28%	15.56%
投资类资产	12.51%	11.39%	11.27%	11.29%	8.00%	12.64%	11.48%	10.27%
其他生息资产	0.36%	0.28%	0.26%	0.30%	0.33%	0.30%	0.27%	0.29%
各项付息负债细项占比（/付息负债）								
客户存款	85.19%	80.57%	83.04%	85.58%	82.12%	87.44%	84.09%	83.87%
央行借款	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
同业及其他金融机构拆放款项	10.71%	16.57%	13.80%	11.56%	14.70%	9.62%	13.01%	13.33%
金融负债	0.07%	0.04%	0.03%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%
应付债券	3.63%	2.16%	2.20%	1.75%	1.68%	1.50%	1.40%	1.27%
其他类付息负债	0.40%	0.66%	0.92%	1.08%	1.47%	1.42%	1.47%	1.51%

数据来源：公司公告 长城证券研究所

研究员介绍:

程 宾 宾: CFA, 中国人民大学管理学学士、经济学硕士, 2010 年加盟长城证券, 从事银行业研究。

吴 小 玲: 经济学理科硕士 (2008.3 毕业于英国约克大学), 2001 年 7 月自上海交大毕业后曾在银行工作五年, 期间任职于内部控制审查、信贷制度制定、贷款审查、包括逾期催收索赔在内的贷后管理以及会计等多个岗位, 拥有中国人民银行颁发的多项银行业资格证书; 国际特许公认会计师公会 ACCA 二阶段学员; 中级经济师; 2008 年加入长城证券, 任银行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>