

民生银行(600016.SH)

手续费收入再给惊喜

——2011Q1 业绩点评

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

7.28-7.76

分析师

分析师

程娇翼

谢刚

S0740210080001

S0740210090003

021-20315179

金融小组

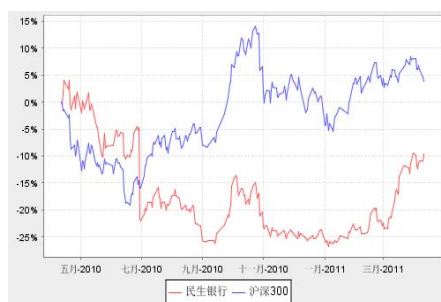
chengjiy@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 27 日

基本状况

总股本(百万股)	26714.73
流通股本(百万股)	22587.60
市价(元)	6.19
市值(百万元)	162692.72
流通市值(百万元)	137558.50

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	35,017	42,060	54,768	68,151	79,186
营业收入增速	38.40%	20.11%	30.21%	24.44%	16.19%
净利润增长率	24.46%	53.51%	45.25%	27.44%	17.96%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.54	0.66	0.79	0.93
前次预测每股收益(元)	0.42	0.54	0.64	0.77	0.91
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	12.82	9.88	8.16	6.80	5.76
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	2.86	3.95	3.90	4.79	5.72
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	15.15%	17.06%	18.30%	18.67%	17.72%
市净率	1.88	.36	1.38	1.12	0.94
总股本(百万股)	18,823	22,262	26,715	28,366	28,366

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 民生银行今日发布 2011Q1 季报, 当季实现净利润约 62 亿, 同比增长 45%, 实现每股收益 0.23 元(全面摊薄), 每股净资产 4.13 元。
- 业绩略超我们预期。不同于其他银行的是, 民生银行Q1的手续费净收入环比增加额远高于利息净收入成为营业收入环比增长16.5%的最主要驱动力, Q1手续费实现净收入近30亿, 环比增长61%, 同比增长43%, 主要是理财业务、贸易融资业务、资产托管业务发展较好所拉动。费用同比虽然仅增长14%对业绩同比和环比均形成明显正向贡献, 但由于Q1费用支出占到我们全年预测值的21%左右, 故我们认为处于合理水平。拨备绝对数额较多使得对业绩同比和环比均没有正向贡献。
- 新增贷款近 60%投向“商贷通”, 虽然 Q1 总贷款仅增长 3%, 但“商贷通”却较年初增长 11%, 余额达到 1770 亿, 在零售贷款和全部贷款中的比重分别为 60%和 16%。我们预计“商贷通”的存款派生率提升使得存款结构中零售存款占比有 1 个百分点的提升。
- 我们按照期初期末口径计算的 2011Q1NIM 值为 2.88%, 较 2010Q4 环比下降 9 个 BP, 我们预计 NIM 下降的主要原因有两方面: (1) 贷存比日均监管导致存款日均规模明显扩大成本明显上升, 因为我们看到 Q1 民生银行的利息支出增速是明显高于利息收入增速的(不论同比还是环比); (2) 低利差的同业业务占比提升拉低了净息差(这也是部分银行去年下半年息差没有改善的原因)。
- 不良“双降”, 拨贷比提升至2%: Q1末, 民生银行的不良继续双降, 期末不良率为0.66%, 如前所述该行的拨备额较多(对应的平均信贷成本为0.7%)使得拨备覆盖率和拨贷比均有明显提升, 分别较年初提升30个PC和10个BP, 抗风险能力进一步增强。

- **维持民生银行2011年盈利预测：**预计2011-2013 年民生银行的净利润分别为224/264/313亿，分别增长27%/18%/18%；考虑H股发行对股本摊薄后（但暂不考虑可转债转股的摊薄），2011-2013年EPS分别为0.79/0.93/1.10元， BVPS分别为4.79/5.72/6.83元。
- **维持对民生银行“买入”投资评级：**当前股价对应 2011 年 1.3XPB 和 7.8XPE，估值仍为中型银行最低。我们按照 2011 年 1.5X-1.6X 作为民生银行的合理估值区间，对应的目标价为 7.28-7.76 元，我们维持对民生银行的“买入”评级。
- **依旧维持对“商贷通”提升版三大目标中贷款定价能力提升和存款派生率的提高这两者在 2011 年的效果更为明显的判断，存款派生率预计在 Q1 已有提升。继续看好民生银行信贷额度大力向“商贷通”倾斜的转型效果，**预计 2011-2013 年“商贷通”余额将分别达到 2800 亿，4000 亿和 5000 亿左右，三年复合增长率为 46%，在总贷款中的比重将快速上升至 32%，高定价能力资产占比的上升将显著提升民生银行的资产盈利能力。（关于民生银行商贷通业务请参考我们于 3 月 6 日发布的深度报告《“商贷通”：变小为美，助力增长》）
- **风险提示：**（1）“商贷通”未来将探索多种担保方式，若在规模快速扩张中风控效果低于预期，使得不良率超出我们预想的水平导致业绩低于预期。（2）国内外经济形势出现波动，房地产价格若出现较大幅度的下跌，将会对银行资产质量产生较大的负面影响，进而导致估值下行风险加大。

图表 1：民生银行净利润单季环比/累计同比增长驱动力

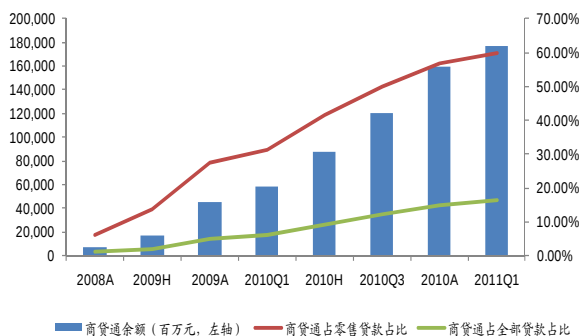
净利润增长 驱动力分解	单季环比				累计同比			
	10Q2/10Q1	10Q3/10Q2	10Q4/10Q3	11Q1/10Q4	10H1/09H1	10Q3/09Q3	10Q4/09Q4	11Q1/10Q1
营业收入贡献	10.73%	1.81%	5.53%	16.50%	22.77%	27.73%	30.21%	38.60%
利息净收入贡献	7.91%	5.72%	7.14%	3.75%	33.96%	32.95%	32.41%	26.75%
手续费净收入贡献	3.16%	-3.67%	-0.82%	7.59%	10.41%	9.26%	8.62%	7.21%
其他净收益贡献	-0.34%	-0.24%	-0.79%	5.16%	-21.59%	-14.49%	-10.82%	4.64%
营业支出贡献	-5.42%	3.63%	-12.00%	25.87%	-10.57%	0.14%	6.14%	9.27%
拨备贡献利润	2.19%	-13.43%	10.36%	0.16%	9.58%	0.47%	10.90%	-1.22%
营业外收支贡献	-0.52%	0.81%	0.00%	-0.64%	-0.61%	-0.78%	-0.50%	-0.28%
实际税率变化贡献	1.39%	-2.80%	5.87%	-5.30%	-0.23%	0.72%	-0.7%	-0.11%
母公司净利润增长	7.68%	-9.92%	10.46%	35.77%	20.23%	27.51%	45.25%	45.47%

来源：齐鲁证券研究所

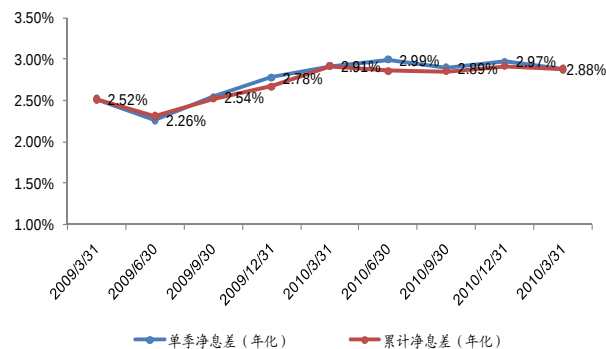
图表 2：民生银行利润表项增长

累计值	010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	YoY	QoQ
营业收入	12,379	26,086	40,041	54,768	17,157	38.60%	16.50%
利息净收入	10,093	21,165	33,021	45,873	13,404	32.80%	4.30%
手续费及佣金净收入	2,059	4,509	6,456	8,289	2,951	43.32%	60.99%
非息净收入合计	2,286	4,921	7,020	8,895	3,753	64.17%	100.16%
营业支出	(6,758)	(14,417)	(22,810)	(31,757)	(8,911)	31.86%	-0.40%
营业税金及附加	(850)	(1,814)	(2,795)	(3,827)	(1,259)	48.12%	22.00%
管理费用	(4,729)	(9,773)	(15,099)	(21,625)	(5,379)	13.74%	-17.58%
资产减值损失	(1,165)	(2,263)	(4,236)	(5,504)	(1,788)	53.48%	41.01%
营业利润	5,621	11,669	17,231	23,011	8,246	46.70%	42.66%
归属母公司股东净利润	4,269	8,866	13,007	17,581	6,210	45.47%	35.77%

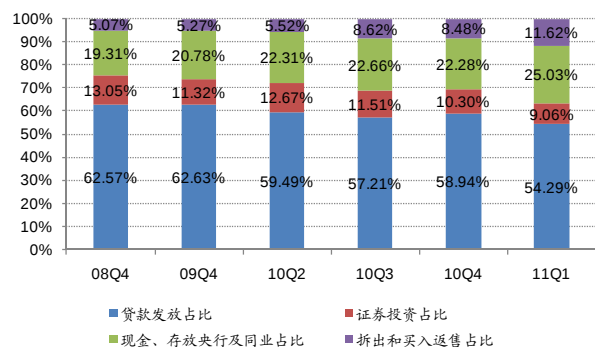
来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 3：民生银行“商贷通”业务


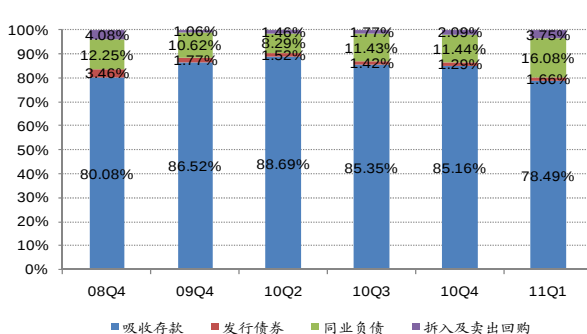
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：民生银行净息差 (期初期末平均余额口径)


来源：齐鲁证券研究所

图表 5：民生银行生息资产结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 6：民生银行负债结构


来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 7：民生银行重要财务比率一览表

重要财务比率	2009-9-30	2009-12-31	2010-3-31	2010-6-30	2010-9-30	2010-12-31	2011-3-31
成本收入比(累计)	38.36%	42.17%	38.20%	37.46%	37.71%	39.48%	31.35%
成本收入比(单季)	48.64%	53.33%	38.20%	36.80%	38.17%	44.31%	31.35%
有效税率(期末)	24.20%	22.66%	23.68%	23.17%	23.77%	23.02%	23.74%
ROA(期末简单年化)	0.98%	0.86%	1.21%	1.10%	1.00%	0.98%	1.26%
ROE(期末简单年化)	22.82%	13.75%	18.42%	18.48%	17.32%	16.89%	22.50%
贷存比(期末含贴现)	80.04%	76.93%	81.89%	71.05%	70.88%	73.24%	71.76%
生息资产收益率(累计年化)	4.30%	4.42%	4.35%	4.28%	4.32%	4.50%	4.93%
付息负债成本率(累计年化)	1.82%	1.86%	1.50%	1.51%	1.55%	1.68%	2.15%
单季净息差(期初期末口径)	2.54%	2.78%	2.91%	2.99%	2.89%	2.97%	2.88%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 8：民生银行资产质量一览表

五级分类法	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011Q1
不良贷款(余额, 百万元)	4,923	5,893	6,773	7,921	7,397	7,339	7,182
五级分类贷款占比							
——正常类贷款	95.86%	96.13%	97.40%	96.31%	97.70%	98.35%	
——关注类贷款	2.64%	2.62%	1.38%	2.49%	1.46%	0.96%	
——次级类贷款	0.75%	0.49%	0.41%	0.53%	0.28%	0.35%	
——可疑类贷款	0.56%	0.47%	0.49%	0.48%	0.32%	0.19%	
——损失类贷款	0.19%	0.29%	0.31%	0.19%	0.24%	0.16%	
A:不良贷款率	1.50%	1.25%	1.22%	1.20%	0.84%	0.69%	0.66%
A:不良贷款净形成率	0.51%	0.43%	0.35%	0.45%	0.12%	0.08%	-0.01%
A:期末信贷成本(年化)	0.43%	0.46%	0.40%	0.86%	0.55%	0.59%	0.66%
A:平均信贷成本(年化)	0.48%	0.54%	0.44%	0.94%	0.63%	0.63%	0.71%
A:拨备覆盖率	98.30%	108.89%	113.14%	150.04%	206.04%	270.45%	300.69%
A:拨备覆盖充分度	88.54%	81.93%	82.89%	114.27%	117.00%	140.02%	
A:关注/不良贷款余额	175.58%	209.72%	113.16%	206.62%	174.77%	138.04%	
A:拨备/贷款余额	1.48%	1.36%	1.38%	1.81%	1.73%	1.88%	1.98%

来源：公司数据，齐鲁证券研究所

图表 9：民生银行财务预测简表

每股盈利及估值	2009A	2010A	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010A	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.54	0.66	0.79	0.93	生息资产规模增长	34.10%	27.08%	17.41%	14.35%
每股拨备前收益	0.94	1.07	1.31	1.51	生息资产平均收益率	4.37%	4.45%	4.90%	4.85%
每股净资产 (BVPS)	3.95	3.90	4.79	5.72	计息负债平均付息率	1.84%	1.66%	2.04%	2.05%
P/E	9.88	8.16	6.80	5.76	净利差 (SPREAD)	2.53%	2.79%	2.86%	2.80%
P/PPOP	5.70	5.04	4.11	3.56	净息差 (NIM)	2.67%	2.92%	3.00%	2.95%
P/B	1.36	1.38	1.12	0.94	业务支出/营业净收入	43.62%	40.95%	38.64%	38.89%
ROAE	17.06%	18.30%	18.67%	17.72%	有效税率	22.66%	23.02%	23.00%	23.00%
ROAA	0.75%	1.08%	1.13%	1.15%	权益倍数 (A/E)	16.20	17.52	15.72	15.03
资产负债表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010A	2011E	2012E
总资产	1,426,392	1,823,737	2,136,684	2,440,192	总资产	35.29%	27.86%	17.16%	14.20%
贷款总额	882,979	1,057,571	1,226,782	1,398,532	贷款净额	34.23%	19.59%	15.60%	13.66%
证券投资	156,831	181,294	217,553	271,941	证券投资	16.28%	15.60%	20.00%	25.00%
央行及同业资产	361,182	541,961	650,472	728,815	央行及同业资产	43.30%	50.05%	20.02%	12.04%
总负债	1,337,498	1,718,480	2,000,772	2,277,851	总负债	33.79%	28.48%	16.43%	13.85%
存款总额	1,127,938	1,416,939	1,671,988	1,922,786	存款总额	43.54%	25.62%	18.00%	15.00%
其它计息负债	190,034	272,552	315,105	341,466	其它计息负债	-4.25%	43.42%	15.61%	8.37%
股东权益	88,034	104,108	135,911	162,341	股东权益	63.39%	18.26%	30.55%	19.45%
损益表摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010A	2011E	2012E
净利息收入	32,240	45,873	57,454	65,433	净利息收入	6.12%	42.29%	25.25%	13.89%
非利息收入	9,820	8,895	10,697	13,752	非利息收入	111.77%	-9.42%	20.26%	28.56%
营业净收入	42,060	54,768	68,151	79,186	营业净收入	20.11%	30.21%	24.44%	16.19%
营业支出	-21,148	-26,253	-31,075	-36,377	营业支出	16.92%	24.14%	18.37%	17.06%
营业利润	20,912	28,515	37,076	42,808	营业利润	23.52%	36.36%	30.02%	15.46%
计提准备金前利润	20,963	28,480	37,076	42,808	计提准备金前利润	23.27%	35.86%	30.18%	15.46%
当期计提准备金	-5,307	-5,504	-7,810	-8,276	当期计提准备金	-18.58%	3.71%	41.90%	5.97%
税前利润	15,656	22,976	29,266	34,532	税前利润	49.28%	46.76%	27.38%	17.99%
净利润	12,104	17,581	22,405	26,430	净利润	53.51%	45.25%	27.44%	17.96%
资产负债结构	2009A	2010A	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010A	2011E	2012E
央行及同业/总资产	25.30%	29.70%	30.44%	29.87%	不良贷款率	0.84%	0.69%	0.70%	0.70%
证券投资/总资产	10.99%	9.94%	10.18%	11.14%	信贷成本	0.63%	0.64%	0.64%	0.60%
贷款净额/总资产	60.83%	56.90%	56.14%	55.88%	拨备覆盖率	206.04%	270.45%	316.25%	357.86%
存款/总负债	84.33%	82.45%	83.57%	84.41%	拨备/贷款余额	1.73%	1.88%	2.21%	2.51%
贷款结构	2009A	2010A	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010A	2011E	2012E
企业贷款	77.45%	72.48%			分支机构数量	434	509		
票据贴现	3.99%	1.13%			员工数量	26,039	30,931		
个人贷款	18.56%	26.40%			总股本数量 (百万股)	22,262	26,715	28,366	28,366

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501