

民生银行 600016.SH

存款成本压力显现 双回购力度加大

事件：

公司公布 1 季报，1 季度实现净利润 62.10 亿元，同比增长 45.47%。这一增速水平基本符合我们的预期。

研究结论

规模增长和成本收入比下降是高增长的主因。归因来看，民生银行 2011 年净利润增长的主要贡献因素是规模增长，贡献 32.10 个百分点的增长。此外成本收入比的下降贡献 16.8 个百分点。与同业有区别的是，民生息差同比没有明显提高。此外，1 季度该行在“其他业务支出”科目下发生了一笔 4.85 亿元的成本，产生了 8.58 个百分点的负贡献。

1 季度双回购力度大。在 1 季度货币市场利率显著走高的背景下，民生银行显著加大了同业负债力度，同业负债规模比年初扩大了 66.78%；同时存放同业和买入返售的同业资产业务规模亦明显增长，同业资产比年初增加 66.51%。相信此种双回购行为能增加民生的利息收入，不过对该行净息差会有一定的摊薄。

吸存力度大，净息差环比下降。1 季度另一个对民生银行净息差不利的因素是存贷比日均考核的挑战。为此民生银行 1 季度吸存力度颇大，季末存款余额比年初增长 4.9%，存贷比因此从 73.24%下降至 71.76%。在双回购和吸存两方面的影响之下，民生银行 1 季度净息差环比下降 10BP 达到 2.85%。但从“提前体现存贷比日均考核压力”和“双回购摊薄息差但能赚钱”两方面来说，1 季度该行净息差的环比下滑也有积极意义。

风控良好，拨贷比上升。1 季度民生银行继续有好的风控表现，不良贷款继续双降，不良率已经降低到 0.66%。同时民生银行小幅加大了拨备的计提力度，所提拨备同比增长 53.5%。在此推动下，该行拨贷比达到了 1.97%，环比上升 9BP。

继续构筑战略优势，长期看好。1 季度民生继续快速地进入小微信贷市场。该行将 1 季度信贷增量的 62.02%配置在“商贷通”产品上，“商贷通”占该行贷款的比例进一步提高 1.36 个百分点达到 16.68%。公司正在积极为抗御利率市场化和脱媒化冲击构筑“护城河”，这种战略转型的决心和这个过程中体现出来的组织能力让我们更看好公司的长远发展。继续维持公司“买入”评级，目标价 7 元，即 1.5 倍 2011PB。

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

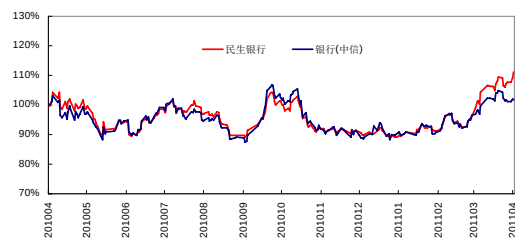
8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 27 日)	6.19 元
目标价格	7.00 元
总股本/A 股 (亿股)	265.15/225.88
A 股市值 (亿元)	1584
国家/地区	中国
行业	银行业
报告发布日期	2011 年 4 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)	54,768	69,165	82,194	97,844
营业收入增长率	30.21%	26.29%	18.84%	19.04%
净利润 (百万元)	17,688	23,720	28,584	34,370
净利润增长率	46.09%	34.10%	20.50%	20.24%
EPS (元)	0.66	0.84	0.88	1.06
P/E	9.3	7.4	7.0	5.8
P/B	1.59	1.33	1.14	0.99
P/POP	4.83	4.69	4.50	3.77

相关报告

时间

战略转型成果初显 财务模式转换	2011-3-28
财务调整较充分反映行业性负面因素	2010-10-31

附表：财务报表预测与比率分析
损益表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
利息收入	70,776	86,350	100,197	116,247
利息支出	24,903	30,616	35,402	40,956
净利息收入	45,873	55,734	64,795	75,291
手续费和佣金净收入	8,289	12,619	16,507	21,571
营业收入	54,768	69,165	82,194	97,844
营业税金及附加	3,827	4,833	5,743	6,837
业务及管理费	21,625	25,950	30,881	36,748
资产减值损失	5,504	6,393	7,270	8,347
营业支出	31,757	38,097	44,907	53,046
营业利润	23,011	31,068	37,287	44,798
利润总额	22,976	31,028	37,241	44,745
所得税	5,288	7,308	8,657	10,375
净利润	17,688	23,720	28,584	34,370
EPS	0.66	0.84	0.88	1.06

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,823,737	2,150,459	2,511,765	2,907,443
现金及存放央行	266,835	370,345	403,420	445,330
存放同业	125,462	135,499	172,084	204,780
拆出资金	36,453	39,369	49,999	60,499
买入返售金融资产	112,932	121,967	154,898	187,426
发放贷款和垫款	1,037,723	1,212,708	1,394,762	1,604,113
交易性金融资产	11,117	12,006	14,768	17,869
证券投资-可供出售金融资产	35,067	37,872	48,098	58,198
证券投资-持有至到期投资	128,610	138,899	176,401	213,446
总负债	1,718,480	2,016,480	2,333,548	2,701,440
同业及其他金融机构存放	190,296	228,355	274,026	328,831
拆入资金	10,975	13,170	15,804	18,965
交易性金融负债	0	0	0	0
卖出回购	23,873	28,648	34,377	41,253
客户存款	1,416,939	1,657,819	1,906,491	2,192,465
股东权益	104,108	132,444	176,167	203,263
股本	26,715	28,366	32,366	32,366
资本公积	37,787	44,391	60,391	60,391
盈余公积	5,903	5,903	5,903	5,903
未分配利润	19,881	39,962	63,685	90,781
少数股东权益	1,149	1,535	2,051	2,740

其他指标

	2010	2011E	2012E	2013E
信用成本率	0.56%	0.55%	0.55%	0.55%
股利收益率	0.81%	2.13%	2.69%	3.55%
P/S	3.02	2.54	2.44	2.05
P/POP	4.83	4.69	4.50	3.77
每股拨备前利润	1.07	1.32	1.38	1.64
不良贷款率	0.69%	0.67%	0.65%	0.63%
拨备覆盖率	270.45%	295.50%	304.54%	310.86%
拨备充足率	525.86%	574.58%	592.15%	604.44%

CAMEL 分析

	2010	2011E	2012E	2013E
C:核心资本充足率	8.07%	8.80%	10.19%	10.23%
C:资本充足率	10.44%	11.61%	12.88%	12.81%
C:权益/贷款	10.03%	12.16%	12.63%	12.67%
C:权益/资产	5.71%	6.16%	7.01%	6.99%
A:不良贷款比率	0.69%	0.67%	0.65%	0.63%
A:拨备覆盖率	270.45%	295.50%	304.54%	310.86%
A:拨备充足率	525.86%	574.58%	592.15%	604.44%
A:贷款总额准备金率	1.88%	1.99%	1.98%	1.97%
A:不良资产/（权益+拨备）	5.92%	5.31%	4.53%	4.41%
E:ROA	0.97%	1.10%	1.14%	1.37%
E:ROE	16.89%	17.82%	16.15%	16.83%
E:ROAA	1.08%	1.19%	1.22%	1.26%
E:ROAE	18.30%	19.95%	18.43%	18.03%
E:成本收入比	39.48%	33.63%	37.57%	37.56%
E:手续费和佣金收入占比	15.13%	18.24%	20.08%	22.05%
E:股利分配比例	9.20%	20.00%	20.00%	25.00%
L:人民币存贷比	73.22%	73.14%	73.20%	73.26%
L:外汇存贷比	74.39%	74.33%	69.52%	65.01%
L:平均存贷比	73.24%	73.15%	73.16%	73.16%
L:贷款平均余额/生息资产平均余额	62.36%	59.47%	58.65%	58.07%
L:生息资产平均余额/总资产平均余额	97.57%	97.30%	97.29%	97.21%

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