

强烈推荐-A (维持)

民生银行 600016.SH

目标估值: 7 元

当前股价: 6.19 元

2011 年 4 月 27 日

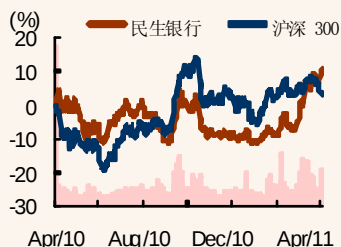
价值成长刚刚开始

基础数据

上证综指	2925
总股本 (万股)	2671473
已上市流通股 (万股)	2258760
总市值 (亿元)	1654
流通市值 (亿元)	1398
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	94.2%
主要股东	新希望投资有限公司
主要股东持股比例	5.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	9	8
相对表现	19	16	6



相关报告

- 1、《民生银行(600016.SH)-商贷通成绩斐然,事业部升级竞争力》2011/4/5
- 2、《民生银行(600016.SH)-“二次腾飞”初露峥嵘,估值提升空间巨大》2011/3/25
- 3、《民生银行深度报告(600016.SH)-双重低估,空间巨大》2011/3/16

罗毅

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

肖立强 (研究助理)

0755-82940734
xiaoliq@cmschina.com.cn

公司 2011 年一季度实现净利润 62.1 亿,同比增长 45.5%。业绩高速增长与盈利能力的提高再次印证我们前期关于公司竞争力升级的判断。公司目前估值依旧较低,后续上涨动力十足,看好公司未来价值成长,维持“强烈推荐-A”。

- **11 年一季度净利润同比增长 45.5%。**公司 11 年一季度净利息收入 134.04 亿元,手续费净收入 29.51 亿元,净利润 62.10 亿元,同比分别增长 32.8%、43.3%、45.5%;中间业务收入占比提升至 17.7%,较年初提升 2.3%。
- **存贷款稳步增长,息差保持高位。**公司一季度贷款投放相对稳健,新增贷款 305 亿,季度环比增长 2.89%。其中商贷通继续保持较快增长,一季末商贷通余额 1769 亿,较年初增长 11.3%。一季度净息差 2.90% (期初期末平均余额计算),继续保持行业领先水平。
- **资产结构灵活调整,利息收入较快增长。**一季度公司抓住货币市场资金紧缺时机,加大对同业资产及买入返售资产配置。一季末存放同业余额 2294 亿,较年初增长 82.9%;买入返售资产余额 1294 亿元,较年初增长 73.2%。资金紧张情况下加大同业资产配置一方面节约资本,另一方面促进利息收入快速增长。
- **不良继续双降,资产质量良好。**11 年一季度公司不良贷款率 0.66%,较年初下降 0.03 个百分点。不良贷款较年初减少 2.03 亿元,拨备覆盖率大幅提升至 300.69%,资产质量继续向好。一季度末商贷通贷款不良率 0.11%。
- **中间业务高速增长,价值成长刚开始。**11 年一季度公司实现手续费收入 30.5 亿,同比增长 42.5%。11 年事业部改革和商贷通的成功推广对公司盈利能力提升及业绩增长促进的能量才刚释放,未来潜力值得期待。
- **继续“强烈推荐”:**预计公司 2011-2013 年净利润分别为 249 亿、306 亿、363 亿元,考虑最新增发方案,预计 EPS 为 0.88、1.08、1.28 元,11 年 PE7.07 倍, PB1.39 倍。继续“强烈推荐-A”。
- **风险提示:** 货币政策过紧带来的系统性风险。

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿)	415	540	710	833	955
年增长率	19.3%	30.2%	31.6%	17.2%	14.6%
拨备前利润(亿)	210	285	395	462	534
年增长率	23.3%	35.9%	38.7%	17.0%	15.6%
净利润(亿)	121	177	249	306	363
年增长率	53.4%	46.1%	40.7%	23.1%	18.7%
每股收益(元)	0.63	0.66	0.88	1.08	1.28
每股净资产(元)	4.0	3.9	4.4	5.2	6.0
PE	9.8	9.4	7.1	5.7	4.8
PB	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0

资料来源: 招商证券

我们在此再次重申 3 月深度报告的观点，民生银行强劲创新增长能力和制度变革的能量释放将通过未来几年优异业绩表现得到认可，业绩高速增长提升绝对估值，盈利能力增强提升相对估值，公司股价上涨空间依旧较大，建议积极关注。

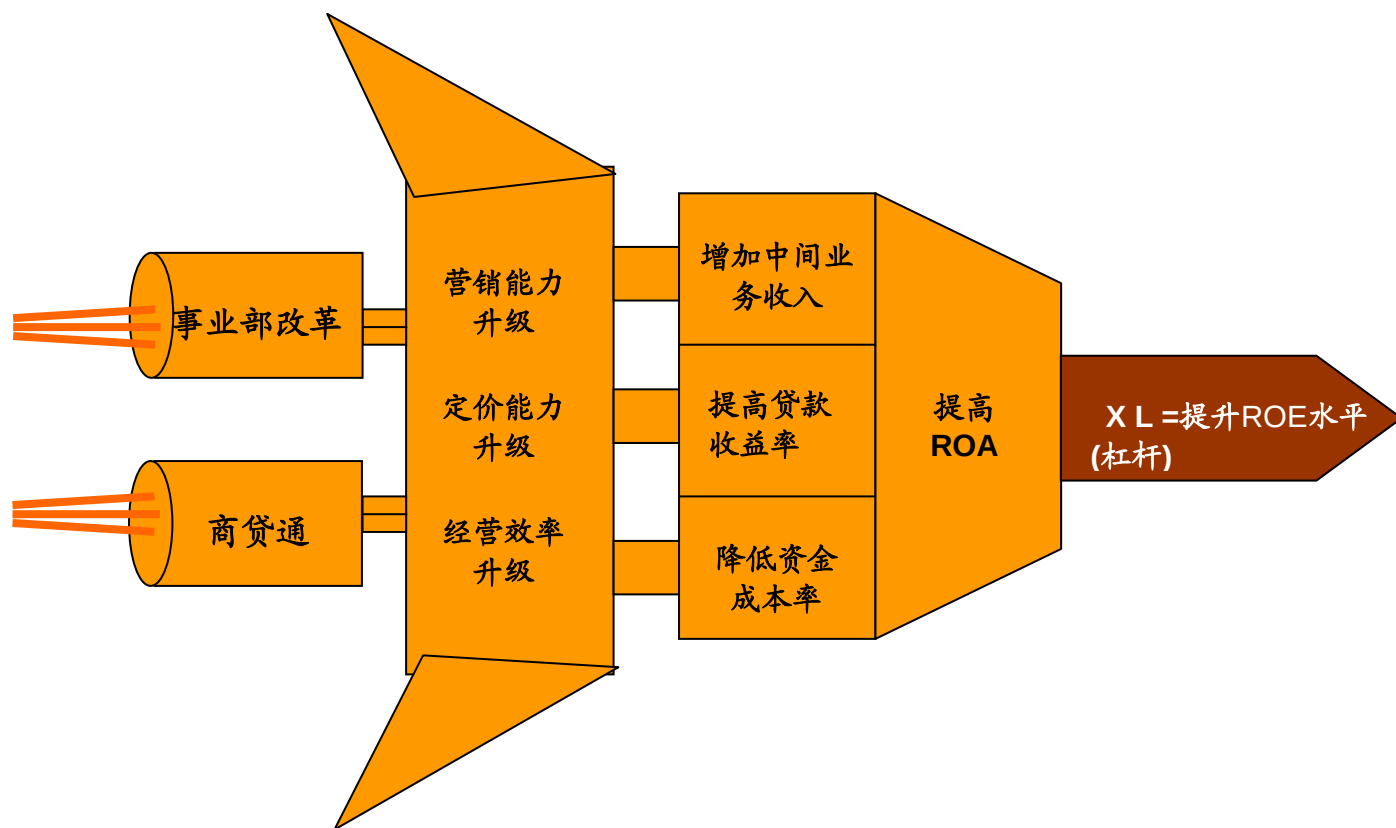
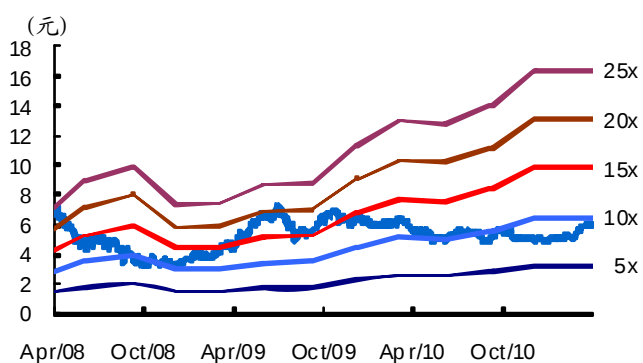
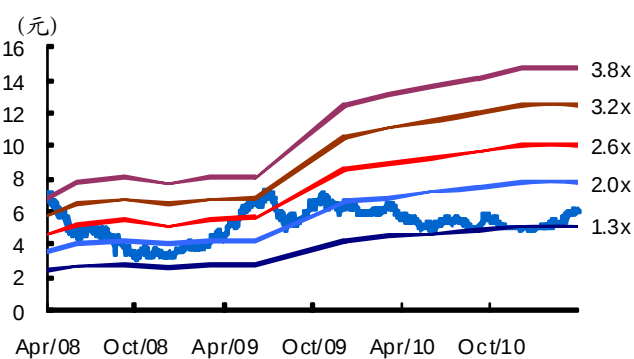


图 1: 民生银行历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 民生银行历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《民生银行(600016.SH)-商贷通成绩斐然，事业部升级竞争力》2011/4/5
- 2、《民生银行(600016.SH)-“二次腾飞”初露峥嵘，估值提升空间巨大》2011/3/25
- 3、《民生银行(600016.SH)-双重低估，空间巨大》2011/3/16

附：财务预测表

资产负债表概要	2009	2010	2011E	2012E	2013E	利润表概要	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	14,264	18,237	21,155	24,121	27,400	净利息收入	322	459	590	683	771
贷款余额	8,829	10,576	12,192	13,801	15,737	手续费净收入	47	83	116	148	178
债券投资	1,564	1,808	2,197	2,483	2,829	其他非息收入	45	-2	4	2	6
其他生息资产	3,565	5,371	6,372	7,169	7,948	营业费用	177	216	274	322	365
总负债	13,375	17,185	19,907	22,661	25,706	拨备前利润	210	285	395	462	534
存款余额	11,279	14,169	16,553	18,787	21,374	资产减值损失	53	55	72	64	62
应付债券	231	215	265	265	285	所得税	35	53	74	92	109
其他付息负债	1,662	2,251	2,531	3,042	3,471	净利润	121	177	249	306	363
股东权益	889	1,053	1,248	1,461	1,694						
盈利能力	2009	2010	2011E	2012E	2013E	资本管理	2009	2010	2011E	2012E	2013E
ROAA	0.57%	1.09%	1.26%	1.35%	1.41%	核心资本	886	1,034	1,218	1,391	1,574
ROAE	16.87%	18.22%	21.64%	22.61%	23.04%	资本净额	1,076	1,337	1,792	1,931	2,104
RORWA	1.22%	1.38%	1.76%	1.90%	1.98%	风险加权资产	9,938	12,808	14,174	16,161	18,358
贷款平均收益率	5.31%	5.79%	6.29%	6.41%	6.40%	风险资产权重	69.67%	70.23%	67.00%	67.00%	67.00%
存款平均付息率	1.66%	1.53%	1.85%	1.92%	1.91%	核心资本充足	8.92%	8.07%	8.60%	8.61%	8.58%
净息差 (NIM)	2.59%	2.89%	3.07%	3.09%	3.09%	资本充足率	10.83%	10.44%	12.64%	11.95%	11.46%
信用成本	0.62%	0.55%	0.59%	0.46%	0.39%	杠杆率	6.2%	5.8%	5.9%	6.1%	6.2%
人均利润(元)	46,499	57,185	69,979	76,888	85,270						
成长能力	2009	2010	2011E	2012E	2013E	资产质量	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率	53.4%	46.1%	40.7%	23.1%	18.7%	贷款减值准备	152	198	266	326	384
贷款余额增长率	34.1%	19.8%	15.3%	13.2%	14.0%	不良贷款额	74	73	95	110	149
存款余额增长率	43.5%	25.6%	16.8%	13.5%	13.8%	不良贷款率	0.84%	0.69%	0.78%	0.80%	0.95%
利息收入增长率	6.1%	42.3%	28.7%	15.7%	12.9%	拨备覆盖率	205.2%	272.0%	279.8%	295.6%	257.1%
非利息收入增长率	4.6%	77.7%	40.0%	27.3%	20.3%	正常	97.7%	98.4%	97.3%	97.3%	97.3%
营业费用增长率	19.0%	21.9%	26.6%	17.4%	13.5%	关注	1.46%	0.96%	1.92%	1.90%	1.39%
拨备计提增长率	-18.6%	3.7%	30.1%	-10.2%	-3.4%	次级	0.28%	0.35%	0.30%	0.40%	0.41%
						可疑	0.32%	0.19%	0.20%	0.21%	0.21%
						损失	0.24%	0.15%	0.28%	0.19%	0.33%
资产负债结构	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入结构	2009	2010	2011E	2012E	2013E
存贷比	78.3%	74.6%	73.7%	73.5%	73.6%	利息占比	77.8%	85.0%	83.1%	82.0%	80.8%
贷款/总资产	60.8%	56.9%	56.4%	55.9%	56.0%	手续费收入占	11.3%	15.4%	16.3%	17.7%	18.6%
债券投资/总资产	11.0%	9.9%	10.4%	10.3%	10.3%	业务费用占比	42.8%	40.1%	38.6%	38.6%	38.2%
存款结构						计提拨备占比	12.8%	10.2%	10.1%	7.7%	6.5%
储蓄活期	4.5%	5.1%	5.2%	5.3%	5.5%	估值分析	2009	2010	2011E	2012E	2013E
储蓄定期	12.7%	11.3%	11.3%	11.2%	11.2%	PE	9.8	9.4	7.1	5.7	4.8
企业活期	44.1%	40.9%	41.1%	41.4%	41.4%	PB	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0
企业定期	38.6%	42.7%	42.4%	42.1%	41.9%	P/POPP	6.6	5.8	4.4	3.8	3.3
活期存款占比	48.6%	46.0%	46.3%	46.7%	46.9%	EPS	0.63	0.66	0.88	1.08	1.28
定期存款占比	51.3%	53.9%	53.7%	53.3%	53.1%	BVPS	3.99	3.94	4.40	5.15	5.97
贷款结构						每股股利	0.05	0.10	0.16	0.19	0.26
个人贷款	18.6%	26.4%	26.6%	26.8%	26.8%	股息收益率	0.81%	1.59%	2.55%	3.14%	4.14%
公司贷款	77.5%	72.5%	72.3%	72.1%	72.1%						
贴现贷款	4.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%						

资料来源：公司报表、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03年诺贝尔经济学奖获得者）

经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报（FINANCIAL TIMES）2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

肖立强，中山大学金融学硕士、南京大学管理学学士，两年银行业监管工作经验，2010年加入招商证券，现从事银行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。