

2011年4月28日

买入
A

600016.SS - 人民币 6.19

目标价格: 人民币 7.02(▲6.41)

买入
H

1988.HK - 港币 7.59

目标价格: 港币 8.13(▲8.00)

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

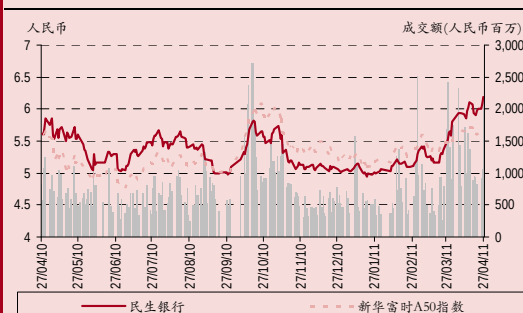
袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	23	15	24	10
相对新华富时A50指数(%)	18	15	17	12

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	84.55
流通股市值(人民币 百万)	139,817
3个月日均交易额(人民币 百万)	797
主要股东(%)	
新希望集团	7.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

民生银行

规模带动增长

2011年1季度民生银行实现归属母公司净利润62.1亿元, 同比增长45.5%, 同我们的预期基本一致。在资金成本上升和同业规模大幅扩张的情况下, 1季度净息差表现一般。但是, 在贷款规模受限的情况下, 商贷通业务仍然发展较快。此外, 在资产质量改善的情况下, 该行出于审慎的考虑大幅提高拨备费用。考虑到该行估值水平仍然具有一定的安全边际, 资产结构在加息周期中具有优势, 我们仍然维持对该行A、H股的买入评级。

季报要点

- 在资金成本压力和低收益的同业资产拖累下, 民生1季度的净息差表现一般, 即使剔除不可比因素, 1季度净息差表现可能仍然不及去年四季度;
- 1季度民生银行的手续费收入仍然维持了快速增长的态势, 预计与贷款相关的业务增长较快;
- 民生银行1季度总共305亿新增贷款中, 商贷通占59%, 业务发展仍然较快;
- 1季度该行在积极控制成本的同时, 也加大了拨备费用的计提, 体现了较为审慎的意图;
- 展望未来, 我们仍然认为该行的资产结构在加息周期中较为有利, 生息资产收益率仍有上升的空间; 拨备的大幅计提也在逐渐释放拨贷比压力, 业绩仍有挖潜的空间。

估值

- 考虑到已经公布的融资方案, 民生银行A股目前的估值水平分别相当于1.3倍和7.5倍2011年预期市净率和预期市盈率。H股目前的估值, 分别相当于1.4倍和7.8倍2011年预期市净率和预期市盈率。我们维持对该行的买入评级, 但分别将A股和H股的目标价从6.41元和8.00港币提高至7.02元和8.13元港币。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币百万)	32,240	45,873	59,088	68,609	79,029
净利润(人民币百万)	12,104	17,581	22,635	25,889	29,308
全面摊薄每股收益(人民币)	0.585	0.658	0.822	0.907	0.992
变动(%)	39.7	12.4	24.9	10.4	9.4
市盈率(倍)	10.6	9.4	7.5	6.8	6.2
每股净资产值(人民币 元)	4.0	3.9	4.7	5.4	6.2
市净率(倍)	1.6	1.6	1.3	1.1	1.0
净资产收益率(%)	17.1	18.3	19.1	17.4	16.1
每股股息(人民币 元)	0.068	0.208	0.117	0.125	0.133
股息收益率(%)	1.1	3.4	1.9	2.0	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	14	8	16	10
相对恒生中国企 业指数 (%)	8	4	10	(1)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	15.45
流通股市值(港币 百万)	31,286
3 个月日均交易额(港币 百万)	279

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入 (人民币 百万)	32,240	45,873	59,088	68,609	79,029
净利润	12,104	17,581	22,635	25,889	29,308
完全摊薄每股收 益(人民币 元)	0.585	0.658	0.822	0.907	0.992
增长率(%)	39.7	12.4	24.9	10.4	9.4
市盈率(倍)	10.9	9.7	7.8	7.0	6.4
每股净资产值 (人民币 元)	4.0	3.9	4.7	5.4	6.2
市净率(倍)	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0
净资产收益率(%)	17.1	18.3	19.1	17.4	16.1
每股股息 (人民币 元)	0.068	0.208	0.117	0.125	0.133
股息收益率(%)	1.1	3.3	1.8	2.0	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2011 年 1 季度业绩基本符合预期

2011 年 1 季度民生银行实现归属母公司净利润 62.1 亿元，同比增速为 46%，比我们的预期略低 1%。由于一季度息差表现比较疲软，导致净利息收入较我们的预期偏低，但是公司较好的控制了成本，使得营业费用较我们的预期偏低。此外，值得注意的是，民生银行在 1 季度同样大幅计提拨备，拨备费用同比多提 6.2 亿。季度环比来看，在手续费收入和成本控制的带动下，该行 1 季度净利润环比增长 35.8%。

图表 2. 2011 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1 季度	11 年 1 季度	同比变动 (%)	季度环比变动(%)
净利息收入	10,093	13,404	32.8	4.3
净手续费及佣金收入	2,059	2,951	43.3	61.0
其他非息收入	227	802	253.3	1,809.5
营业收入	12,379	17,157	38.6	16.5
营业费用	(4,743)	(5,864)	23.6	(11.8)
拨备前营业利润	7,636	11,293	47.9	39.8
拨备费用	(1,165)	(1,788)	53.5	41.0
营业利润	6,471	9,505	46.9	39.5
营业税	(850)	(1,259)	48.1	22.0
非经营性收入	(9)	(32)	255.6	(455.6)
税前利润	5,612	8,214	46.4	41.9
所得税	(1,329)	(1,950)	46.7	62.1
净利润	4,283	6,264	46.3	36.6
少数股东损益	(14)	(54)	285.7	350.0
归属母公司净利润	4,269	6,210	45.5	35.8

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2011 年 1 季度实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度 业绩实际值	2010 年 1 季度 业绩预测值	差异(%)
净利息收入	13,404	13,635	(1.7)
手续费收入	2,951	3,397	(13.1)
其他非息收入	802	152	429.4
营业收入	17,157	17,183	(0.2)
营业费用	(5,864)	(6,670)	(12.1)
拨备前营业利润	11,293	10,514	7.4
拨备费用	(1,788)	(1,185)	50.9
营业利润	9,505	9,329	1.9
营业税	(1,259)	(1,095)	15.0
非经常项目损益	(32)	0-	
税前利润	8,214	8,234	(0.2)
所得税	(1,950)	(1,950)	0.0
净利润	6,264	6,284	(0.3)
少数股东损益	(54)	(10)	440.0
归属母公司净利润	6,210	6,274	(1.0)

资料来源：公司数据，中银国际研究

季报要点

1. 净息差表现一般

民生银行 2011 年 1 季度的息差表现并没有去年 4 季度那样出色。虽然该行表示，由于 2011 年 1 季度对票据系统进行了改造，将票据买卖价差收入由净利息收入调整至净非利息收入进行核算。如果不考虑该因素，今年 1 季度净息差是环比上升的。我们大概的测算表明，即使把上述因素考虑进去，该行 1 季度的息差提升可能在 5 个基点左右。

我们认为主要原因在于：一方面，资金成本上升较快，根据我们的测算，1 季度该行的付息成本上升了大概 23 个基点，而生息资产方面，即使乐观估计，收益率也只能上升不到 30 个基点。存款一直以来都是民生银行的弱势，展望未来，如何在商贷通业务大力发展的同时，有效地拓展核心负债，将是未来净息差表现的关键。另一方面，收益率较低的同业资产规模扩张较快。根据我们的测算，民生银行 1 季度的同业资产规模较年初增长了 66.5%，较去年 1 季度末增长了 259%。

图表 4. 2008 年以来民生银行的季度净息差变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

2. 手续费收入增长

2011 年 1 季度，民生银行的手续费收入仍然维持了较高增速，手续费及佣金净收入达到 30 亿元，同比增速达到 43.3%。我们预计，在信贷额度控制较严的情况下，同贷款相关的咨询顾问和信用承诺等业务可能增长较快。

3. 同业资产规模大幅扩张

在贷款规模扩张受限的情况下，各家银行都把资产扩张的目标对准了同业资产。根据我们的测算，民生银行的同业资产规模较年初增长了 66.5%，绝对额超过了 4,500 亿。同业资产的规模扩张一方面提高了银行的利息收入和营业收入，但另一方面也拉低了银行的净息差。

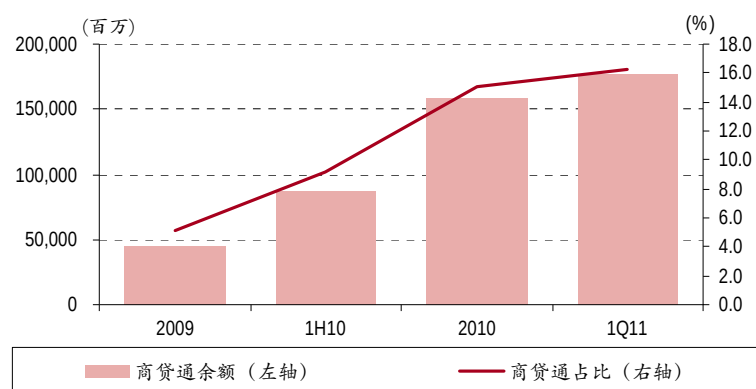
4. 1 季度大幅计提拨备

今年 1 季度很多银行都不约而同的大幅计提拨备，民生银行也不例外，该行 1 季度的拨备费用同比多提了 6.2 亿。在不良贷款实现双降的情况下，拨备覆盖率达到 300.7%，较年初提高了 30 个百分点。拨贷比也提升至 1.97%，较年初提高了 0.1 个百分点。大幅计提拨备，显示了管理层较为审慎的态度，以及逐渐释放拨备压力的意图。

5. 商贷通增速仍然较快

2011 年 1 季度民生银行的贷款增长较慢，贷款总额较上年末增长 305 亿，较年初增长 2.89%。同期，“商贷通”业务继续保持增长态势。截至 3 月末，民生银行“商贷通”贷款余额为人民币 1,769 亿元，比上年末增加 179 亿元，较上年末增长 11.29%。商贷通新增贷款占整体新增贷款的 59%，虽然去年全年这一数字为 65%，但该行在商贷通业务上仍然比较积极。

图表 5. 民生银行 2009 年以来的商贷通发展情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

估值

考虑到已经公布的融资方案，民生银行 A 股目前的估值水平分别相当于 1.3 倍和 7.5 倍 2011 年预期市净率和预期市盈率。H 股目前的估值，分别相当于 1.4 倍和 8 倍 2011 年预期市净率和预期市盈率。在股份制商业银行中仍然估值偏低，具有一定的安全边际，加之加息周期中，该行的生息资产结构仍然具有优势，我们维持对该行的买入评级，但分别将 A 股和 H 股的目标价从 6.41 元和 8.00 港币提高至 7.02 元和 8.13 元港币，均相当于 1.5 倍 2011 年预期市净率。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	32,240	45,873	59,088	68,609	79,029
净手续费及佣金	4,664	8,289	10,829	12,581	14,693
其他非息收入	5,156	606	42	38	32
经营收入	42,060	54,768	69,959	81,228	93,753
经营费用	(18,346)	(22,426)	(27,888)	(33,040)	(38,026)
拨备前经营利润	23,714	32,342	42,071	48,188	55,727
贷款损失拨备	(4,792)	(5,303)	(6,421)	(8,025)	(10,528)
其他风险拨备	(515)	(201)	(1,438)	(1,082)	(1,081)
经营利润	18,407	26,838	34,213	39,080	44,118
非经常性项目	51	(35)	10	10	10
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	18,458	26,803	34,223	39,090	44,128
营业税	(2,802)	(3,827)	(4,591)	(5,343)	(6,139)
所得税	(3,548)	(5,288)	(6,889)	(7,752)	(8,574)
税后利润	12,108	17,688	22,742	25,996	29,415
少数股东权益	(4)	(107)	(107)	(107)	(107)
净利润	12,104	17,581	22,635	25,889	29,308
变动(%)	54	45	29	14	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	4,464	4,597	5,057	5,562	6,119
银行间贷款	356,453	537,085	655,058	766,313	884,625
衍生产品交易投资	465	476	619	804	1,046
总客户预付款	882,979	1,057,571	1,211,534	1,366,118	1,518,713
减: 拨备	(15,241)	(19,848)	(24,819)	(31,394)	(40,472)
长期投资	156,366	180,818	207,725	238,989	275,330
联营公司权益	125	125	125	125	125
净固定资产	4,519	7,764	8,163	9,507	10,795
其他资产	36,262	55,149	63,218	73,280	86,776
总资产	1,426,392	1,823,737	2,126,680	2,429,306	2,743,057
负债及权益					
客户存款	1,127,938	1,416,939	1,634,166	1,842,676	2,048,502
银行存款及结余	166,579	250,688	273,370	319,252	373,909
其他借款	23,060	21,496	42,547	42,547	42,547
总借款	1,317,577	1,689,123	1,950,083	2,204,475	2,464,958
其他负债	19,921	29,357	42,606	58,650	76,812
总负债	1,337,498	1,718,480	1,992,689	2,263,125	2,541,770
普通股股本(面值)	22,262	26,715	28,366	30,366	32,366
准备金(包括股本溢价)	53,269	57,512	69,933	83,370	97,525
留存收益	12,503	19,881	34,435	51,082	69,927
总股东权益	88,034	104,108	132,735	164,818	199,817
少数股东权益	860	1,149	1,256	1,363	1,470
已运用资本	88,894	105,257	133,991	166,181	201,287
总负债及权益	1,426,392	1,823,737	2,126,680	2,429,306	2,743,057

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	12,104	17,581	22,635	25,889	29,308
非现金项目	(3,478)	1,605	8,101	9,400	11,953
其他变动	144	(68)	107	107	107
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	403	7,795	(54,614)	(38,276)	(43,694)
经营产生的现金流	9,173	26,913	(23,771)	(2,881)	(2,326)
投资及融资回报	(15,845)	(19,177)	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(6,672)	7,736	(23,771)	(2,881)	(2,326)
投资	(4,827)	(4,153)	(2,811)	(2,808)	(2,810)
自由现金流	(11,499)	3,583	(26,583)	(5,689)	(5,135)
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(11,499)	3,583	(26,583)	(5,689)	(5,135)
融资活动产生的净现金	13,063	(3,450)	27,042	6,194	5,692
现金增(减)	1,564	133	460	506	556

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	4.4	4.5	5.0	5.0	5.1
资金成本	1.8	1.7	2.0	2.1	2.1
利差	2.5	2.8	3.0	2.9	3.0
净息差	2.6	2.9	3.1	3.1	3.1
其他收入总收入	23.3	16.2	15.5	15.5	15.7
成本收入比	43.6	40.9	39.9	40.7	40.6
有效税率	34.4	34.0	33.5	33.5	33.3
增长率					
贷款增长率	34.1	19.8	14.6	12.8	11.2
存款增长率	43.5	25.6	15.3	12.8	11.2
资产增长率	35.3	27.9	16.6	14.2	12.9
可持续增长率	46.3	57.8	50.1	48.1	46.7
流动性					
贷存比	78.3	74.6	74.1	74.1	74.1
贷款资金比	67.0	62.6	62.1	62.0	61.6
贷款资产比	61.9	58.0	57.0	56.2	55.4
核心负债/总负债	66.5	65.9	67.2	66.9	66.4
超额准备金率	8.8	4.5	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	0.8	0.7	0.9	1.3	1.7
一般拨备比率	1.2	1.5	1.0	1.1	1.2
特殊拨备覆盖率	59.2	48.8	122.4	95.2	89.1
总拨备覆盖率	206.0	270.4	236.4	179.4	158.7
信用成本	(0.54)	(0.50)	(0.53)	(0.59)	(0.69)
需特别关注贷款比例	1.46	0.96	3.16	4.16	5.16
资本充足率					
权益资产比率	6.2	5.7	6.2	6.8	7.3
盈余资本	3.1	2.4	4.6	4.2	3.9
总资本充足率	11.1	10.4	12.6	12.2	11.9
一级资本充足率	8.9	8.1	8.8	9.4	9.8
回报率					
资产收益率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
净资产收益率	17.1	18.3	19.1	17.4	16.1
已运用资本收益率	16.9	18.1	18.9	17.2	16.0
结构性已运用资本收益率	17.2	19.3	20.3	19.8	19.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371