

评级：强烈推荐（维持）

金融行业/银行

公司研究报告

 第一创业研究所
 陈曦 S1080209110060

 电话：0755-25832903
 邮件：chenxi@fcsc.cn

民生银行（600016.SH）11年1季报点评

——商贷通增长良好，吸存作用或开始显现

报告要点：

- **11年1季度净利润62.6亿，同比增长46.3%** 基本每股收益0.23元。ROAA（未年化）0.32%，较去年1季上升0.09个百分点。ROAE（未年化）5.79%，较去年1季度上升1.06个百分点。

表1 利润表各项目同比及环比增速

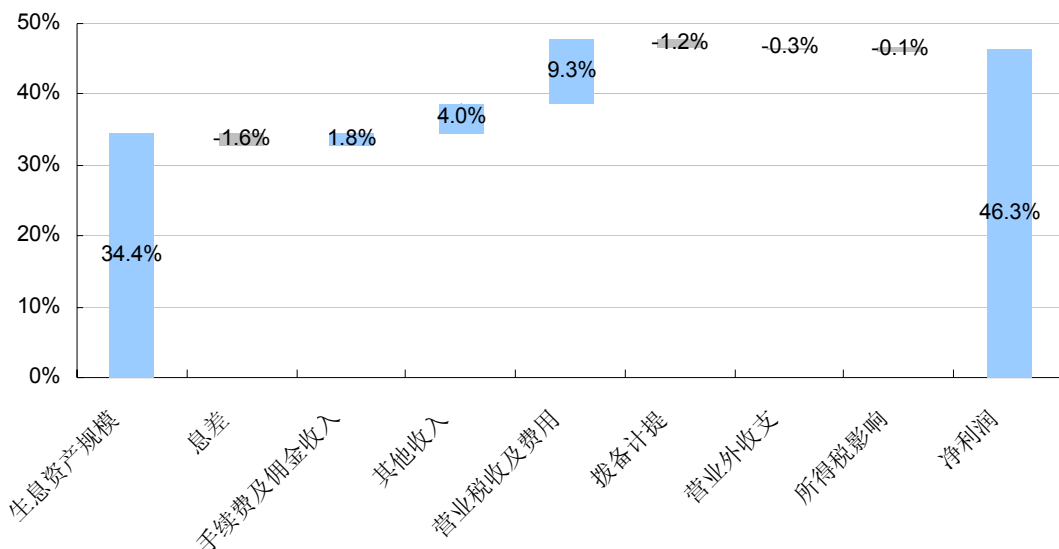
	累计同比			单季环比				
	2008	2009	2010	1Q11	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
营业收入	38.4%	20.1%	30.2%	38.6%	10.7%	1.8%	5.5%	16.5%
利息净收入	34.5%	6.1%	42.3%	32.8%	9.7%	7.1%	8.4%	4.3%
手续费及佣金净收入	86.5%	4.6%	77.7%	43.3%	19.0%	-20.5%	-5.9%	61.0%
营业支出	52.8%	7.5%	20.0%	31.9%	13.3%	9.6%	6.6%	-0.4%
管理费用	27.3%	19.0%	21.9%	13.7%	6.7%	5.6%	22.5%	-17.6%
资产减值损失	187.8%	-18.6%	3.7%	53.5%	-5.8%	79.7%	-35.7%	41.0%
拨备前营业利润	47.7%	23.5%	36.4%	47.9%	5.3%	5.4%	-6.5%	42.4%
营业利润	13.2%	49.9%	47.5%	46.7%	7.6%	-8.0%	3.9%	42.7%
利润总额	13.8%	49.3%	46.8%	46.4%	7.0%	-7.2%	3.9%	41.9%
净利润	24.6%	53.4%	46.1%	46.3%	8.4%	-10.0%	9.8%	36.6%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **规模增长较快，息差排除账务调整因素后上升迅速**
 - **规模与成本收入比是主要贡献因素** 在公司1季度净利润46.3%的大幅增长中，生息资产规模增长贡献了34.4个百分点，是最主要的盈利驱动因素；其次是成本收入比的降低，贡献了9.3个百分点。公司1季度业务及管理费同比增长仅13.7%，同时在营业收入迅速增长的情况下，公司1季度成本收入比大幅下降至31%，较去年1季度的38%下降了7个百分点。中间业务收入以外的其他非息收入也贡献了净利润增速的4个百分点，主要是公司1季度投资收益同比大幅增长977%，主要是由于公司1季度改进了票据系统的核算，将未摊销贴现利息收入与转贴现成本之间的差额，由利差收益改记为价差收益所致。



图1 2011年1季度净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **1季度同业业务快速扩张** 公司1季度贷款环比增长2.9%，存款环比增长4.9%，均于行业水平大致持平。季末贷存比73%，1季度公司同业业务规模增长迅速，同业资产与同业负债环比增速均高达66%，季末占生息资产与付息负债的比重较季初均大幅上升7个百分点左右。这一点与前日披露1季报的深发展也较为相似。

表2 资产负债余额同比增速

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产	32.2%	31.3%	34.1%	23.3%	15.3%	25.9%	27.1%	41.8%
贷款	47.6%	41.5%	34.1%	28.5%	7.2%	12.8%	19.8%	16.2%
全行业贷款	30.3%	31.5%	33.0%	24.1%	19.2%	18.7%	19.6%	16.0%
付息负债	34.0%	33.1%	33.0%	24.8%	12.2%	22.6%	27.6%	40.5%
存款	41.4%	39.3%	43.5%	21.6%	22.7%	24.9%	25.6%	32.3%
全行业存款	28.9%	28.1%	27.9%	21.7%	18.6%	19.8%	19.8%	17.7%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所

表3 资产负债余额环比增速

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产	21.6%	-1.1%	2.5%	0.0%	13.7%	8.0%	3.5%	11.5%
贷款	22.2%	-1.2%	0.3%	6.1%	2.0%	3.9%	6.6%	2.9%
全行业贷款	8.8%	4.1%	2.8%	6.6%	4.5%	3.6%	3.7%	3.3%
付息负债	22.7%	-1.0%	-0.6%	3.4%	10.4%	8.1%	3.4%	13.8%
存款	16.3%	2.2%	2.6%	-0.4%	17.4%	4.1%	3.2%	4.9%
全行业存款	8.2%	3.0%	2.4%	6.6%	5.5%	4.0%	2.4%	4.8%

资料来源：公司公告，中国人民银行，第一创业研究所



表4 生息资产/付息负债结构

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
现金及存放央行	9.9%	12.3%	16.1%	16.1%	14.9%	13.8%	15.0%	13.2%
同业资产	14.2%	12.0%	9.6%	9.1%	12.6%	17.1%	15.4%	23.0%
债券投资	11.4%	11.3%	11.2%	7.9%	12.5%	11.4%	10.2%	8.9%
贷款	64.5%	64.4%	63.1%	66.9%	59.9%	57.7%	59.4%	54.8%
同业负债	16.7%	13.9%	11.7%	14.9%	9.8%	13.2%	13.5%	19.8%
存款	81.1%	83.8%	86.5%	83.4%	88.7%	85.4%	85.2%	78.5%
发行债券	2.2%	2.2%	1.8%	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.7%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **息差排除账务调整因素后上升迅速** 受加息以及货币市场利率上升影响，公司1季度生息资产收益率与付息负债成本率均较去年4季度大幅上升，但净息差则环比小幅回落2BP。公司在1季度改进了票据系统的核算，将未摊销贴现利息收入与转贴现成本之间的差额，由利差收益改记为价差收益，从而导致利息净收入的核算口径不一致。我们将投资收益加入利息净收入后估算公司1季度的息差约3.04%，环比去年4季度有13BP的较大幅度提升。

表5 累计息差（资产负债平均余额在季度平均数的基础上再平均计算得出）

	1H09	1-3Q09	2009	1Q10	1H10	1-3Q10	2010	1Q11
生息资产收益率	4.23%	4.17%	4.19%	4.36%	4.41%	4.40%	4.49%	4.95%
付息负债成本率	1.93%	1.81%	1.75%	1.52%	1.55%	1.59%	1.68%	2.18%
净利差	2.30%	2.36%	2.44%	2.84%	2.86%	2.82%	2.81%	2.77%
净利息收益率	2.40%	2.44%	2.53%	2.92%	2.95%	2.91%	2.91%	2.89%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

表6 单季息差（资产负债平均余额以期初期末平均数计算）

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
生息资产收益率	4.01%	4.07%	4.22%	4.36%	4.46%	4.39%	4.71%	4.95%
付息负债成本率	1.82%	1.62%	1.56%	1.52%	1.57%	1.66%	1.92%	2.18%
净利差	2.19%	2.46%	2.65%	2.84%	2.88%	2.73%	2.79%	2.77%
净利息收益率	2.27%	2.52%	2.74%	2.92%	2.97%	2.84%	2.91%	2.89%

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **1季度拨备力度较大，拨贷比上升较多** 公司1季度末不良贷款余额71.36亿，不良贷款率0.66%，继续保持双降。1季度末年化信贷成本0.17%，较去年1季度及上季度均有所上升。公司拨贷比由季初的1.88%上升至1.97%，拨备覆盖率上升至301%。

表7 不良贷款与拨备

	2008	2009	2010	1Q11	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
不良贷款（百万）	7,921	7,397	7,339	7,136	7,512	7,397	7,339	7,136
不良贷款率	1.20%	0.84%	0.69%	0.66%	0.79%	0.75%	0.69%	0.66%
拨备覆盖率	150%	206%	270%	301%	229%	259%	270%	301%
拨贷比	1.81%	1.73%	1.88%	1.97%	1.80%	1.93%	1.88%	1.97%

资料来源：公司公告，第一创业研究所



- **商贷通保持良好增长，对负债的作用或开始显现** 1季度公司“商贷通”贷款余额1769亿，较年初增长11.29%，远高于全部贷款2.9%的增速。“商贷通”贷款占总贷款的比重由年初的15.03%继续提升至16.26%。1季度末“商贷通”贷款的不良率为0.11%，仍维持在较低水平。公司此前提出要做“商贷通”的“升级版”，深度开发客户资源，注重资产负债的平衡。从今年1季度的情况来看，公司个人存款环比增速高达12%，远超过4%的公司存款增速，或是受益于“商贷通”业务的影响。
- **维持对公司的“强烈推荐”评级** 公司富有创新精神，定位明确，发展思路清晰。以近两年的经营成果衡量，公司以“民营企业银行、小微企业银行、高端客户银行”为重点的战略转型已初显成效。预计公司2011年、2012年摊薄后EPS分别为0.89元、0.98元（假设H股融资在年底前完成，A股转债成功发行并在2012年底前全部转股），对应PE6.96倍、6.34倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 经济增速出现大幅下滑。



财务预测

每股指标与估值	2009	2010	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.54	0.66	0.89	0.98
BVPS	3.95	3.90	4.72	5.59
P/E	11.38	9.41	6.96	6.34
P/B	1.57	1.59	1.31	1.11

盈利能力	2009	2010	2011E	2012E
ROAA	0.98%	1.09%	1.21%	1.18%
ROAE	17.06%	18.30%	21.19%	19.92%
净利差 (SPREAD)	2.44%	2.81%	2.76%	2.64%
净息差 (NIM)	2.53%	2.91%	2.89%	2.78%
信贷成本	0.65%	0.57%	0.62%	0.63%
成本收入比	42.17%	39.48%	36.92%	37.39%
所得税有效税率	22.66%	23.02%	23.74%	23.74%

利润表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
利息净收入	32,240	45,873	60,356	72,513
手续费净收入	4,664	8,289	12,372	17,381
其他非息收入	4,547	-195	658	689
营业收入	42,060	54,768	73,386	90,582
营业费用与税金	20,539	25,452	32,477	40,512
资产减值损失	5,307	5,504	7,086	8,816
营业利润	15,605	23,011	33,338	41,255
营业外收支净额	51	-35	-32	0
利润总额	15,656	22,976	33,306	41,255
所得税	3,548	5,288	7,907	9,794
少数股东利润	4	107	175	227
母公司所有者利润	12,104	17,581	25,224	31,233

资产负债表 (百万)	2009	2010	2011E	2012E
现金及存放央行	226,054	266,835	321,346	398,073
同业资产	134,863	274,847	534,833	662,534
证券投资	156,366	180,818	218,698	319,249
贷款总额	882,979	1,057,571	1,247,513	1,501,507
贷款损失准备	15,241	19,848	26,755	35,572
贷款净额	867,738	1,037,723	1,220,757	1,465,935
生息资产总额	1,400,262	1,780,071	2,322,389	2,881,363
总资产	1,426,392	1,823,737	2,375,768	2,941,544
同业负债	152,317	225,144	386,113	498,983
存款	1,127,938	1,416,939	1,737,005	2,151,748
应付债券	23,060	21,496	51,446	31,446
付息负债	1,303,315	1,663,579	2,174,565	2,682,178
总负债	1,337,498	1,718,480	2,240,446	2,761,235
少数股东权益	860	1,149	1,324	1,506
母公司所有者权益	88,034	104,108	133,998	178,803

资产质量	2009	2010	2011E	2012E
不良贷款率	0.84%	0.69%	0.81%	1.23%
不良贷款净生成率	-0.06%	-0.01%	0.24%	0.60%
拨备覆盖率	206.04%	270.45%	265.00%	193.00%
拨备/贷款总额	1.73%	1.88%	2.14%	2.37%

资本	2009	2010	2011E	2012E
资本充足率	10.83%	10.44%	11.66%	10.82%
核心资本充足率	8.92%	8.07%	8.38%	9.05%
杠杆倍数	16.05	17.33	17.52	16.28

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120