

方正证券研究所

分析师：周伟

执业证书编号：S1220511020001

TEL: 010-68584841

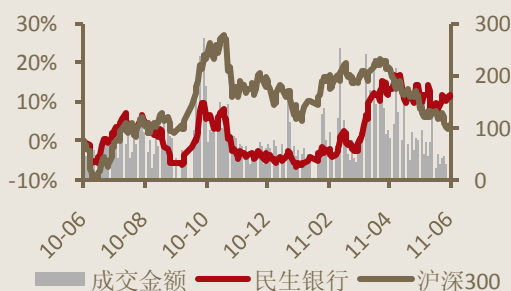
E-mail: zhouwei@foundersc.com

联系人：赵莎莎

TEL: 010-68584843

Email: zhaoshasha@foundersc.com

历史表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

民生银行(600016)

公司投资价值分析报告
2011.06.22 增持

银行业

投资要点

※战略转型成效显著，净息差领先行业

2009年下半年，民生银行在对之前的战略规划进行调整的基础上提出了新的战略定位：做民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行。2010年，公司实现营业收入547.68亿元，同比增长30.21%，归属于母公司股东净利润175.81亿元，同比增长45.25%。2010年，针对小微贷设计的“商贷通”产品爆发性增长，带动公司的净息差大幅提高35个BP至2.94%，居16家上市银行之首。

※“商贷通”领航零售业务新蓝海

2010年，公司将信贷资源进一步向“商贷通”倾斜，全年新投放“商贷通”贷款1142亿，占全年新增贷款的65%，“商贷通”贷款余额达到1589.9亿元，增幅高达254.81%。我们估计2011年民生银行计划仍会将50%以上的新增贷款投向“商贷通”。预计到2011年年底，“商贷通”贷款规模将逾3000亿元。

※中间业务收入突飞猛进

2010年，民生银行实现中间业务收入占比15.13%，在8家全国股份制商业银行中，规模和占比仅次于招行；公司中间业务收入同比增长77.72%，比招行高出35.97%，赶超之势鲜明。将中间业务收入分拆来看，公司的高附加值中间业务收入占比达到50%以上，利润空间较大，具备盈利模式转型的比较优势。

※事业部改革，效率与专业化的同时提升

2007年下半年，民生银行启动了公司事业部制改革：把高风险的公司业务从总行-分行-支行“三级经营、三级管理”的体制改革为事业部“一级经营、一级管理”的体制，实现了效率和专业化的同时提升。

※盈利预测

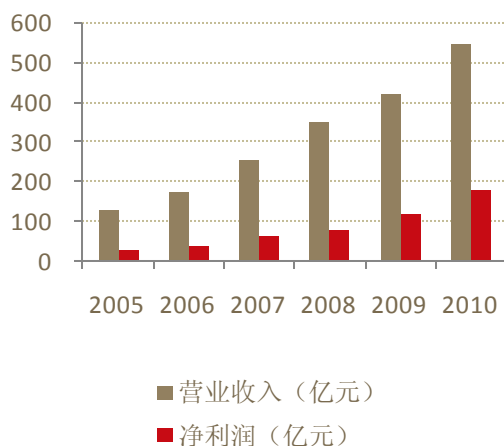
单位:百万 元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	41,451	53,967	71,198	88,998	108,578
(+/-)	19.29%	30.19%	31.93%	25.00%	22.00%
净利润	12,108	17,688	23,574	29,467	36,786
(+/-)	53.40%	46.09%	33.28%	25.00%	24.84%
EPS(元)	0.544	0.662	0.882	1.103	1.377
BVPS(元)	3.993	3.940	5.083	5.650	6.950

一、战略转型成效显著，净息差领先行业

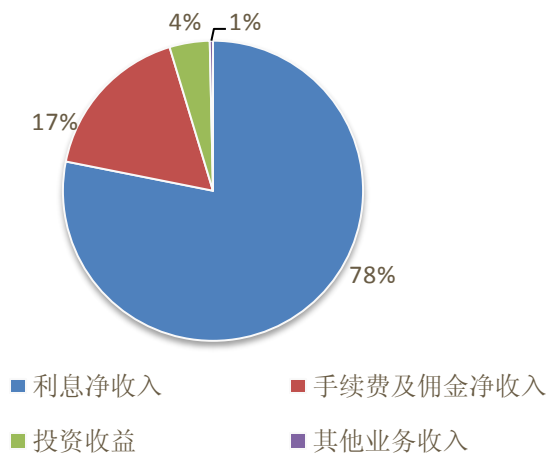
民生银行2010年实现营业收入547.68亿元，同比增长30.21%，归属于母公司股东净利润175.81亿元，同比增长45.25%。2011年1季度实现营业收入123.79亿元，同比增长38.60%，净利润62.64亿元，同比增长46.25%，其中中间业务收入占比提升到17%。自2000年到2010年的10年间，公司资产总额、贷款总额、存款总额的复合增长率分别达到38.93%、40.65%、38.97%。

这与公司不断优化客户结构和推进战略转型分不开。2009年下半年起，公司在对以前战略规划进行调整的基础上提出了新的战略定位：做民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行。2010年，高收益的“商贷通”产品爆发式增长，助推公司的净息差大幅提高了35个BP至2.94%，位列16家上市银行之首。截止2011年1季度末，公司净息差为2.90%，微低于招行，领先行业。

图表 1 营业收入与净利润快速增长

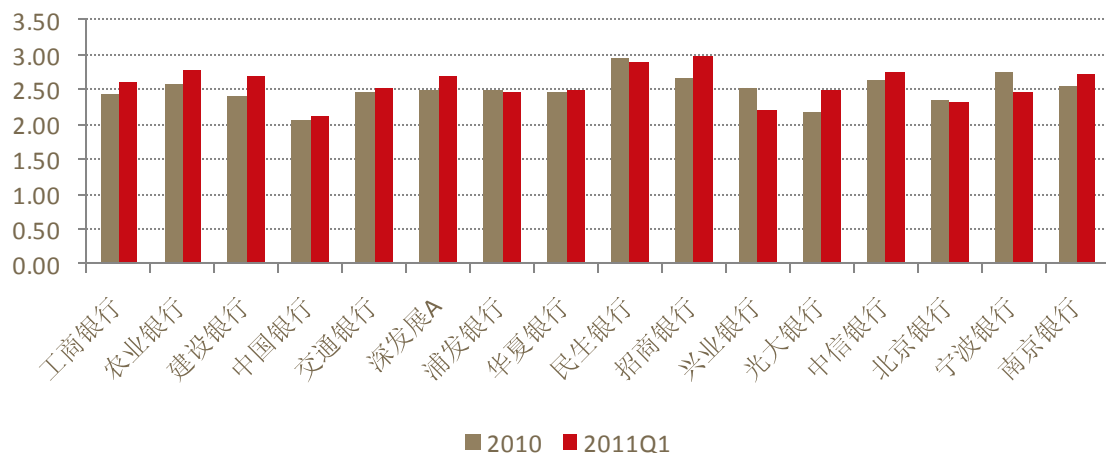


图表 2 2011Q1 中间业务收入占比达 17%



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3 民生银行净息差领先行业



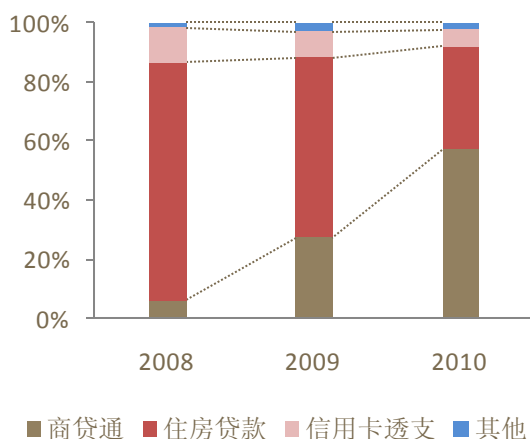
数据来源：WIND 方正证券研究所

二、“商贷通”突破零售业务发展瓶颈

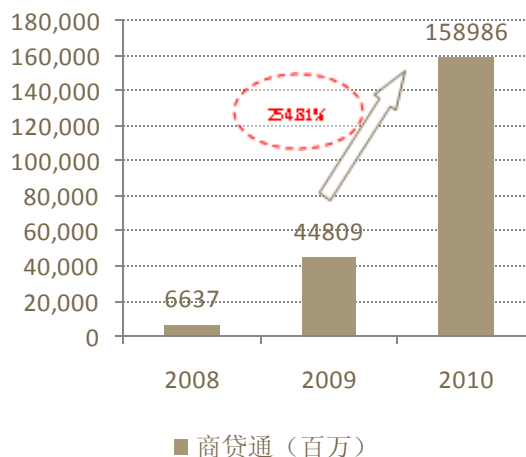
“商贷通”是民生银行向小微企业主、个体工商户等经营商户提供的快速融通资金、安全管理资金、提高资金效率等全方位的金融服务产品。“商贷通”在 2009 年一经推出就获得了显著的成功，截止 2009 年末“商贷通”贷款余额达到 448 亿元。2010 年，公司将信贷资源进一步向“商贷通”倾斜，全年新投放“商贷通”贷款 1142 亿，占全年新增贷款的 65%，“商贷通”贷款余额约达 1590 亿元，增幅高达 254.81%。“商贷通”存款派生力明显，已从今年年初的 20%左右提升至一季度末的 40%左右。我们估计 2011 年民生银行计划仍会将 50%以上的新增贷款投向“商贷通”。预计到 2011 年年底，“商贷通”贷款规模将逾 3000 亿元，在未来 3 年内，客户群规模有望达到 40 余万户。

“商贷通”带给民生银行的除了盈利水平的提升外，还有贷款结构的改善：在 2009 年之前，公司零售业务结构同国内其他银行相似，个人住房抵押贷款占比在 60%-80%之间。自 2009 年“商贷通”推出以来，民生银行零售贷款中房地产抵押贷款的比重由 2008 年的 80.5%下降至 2010 年的 34.92%，“商贷通”占比上升至 57%。2010 年以来，当一系列房地产调控政策使得其他银行面临零售贷款增长乏力的时候，民生银行凭借“商贷通”产品成功突破了零售业务的发展瓶颈。

图表 4 零售贷款结构改善



图表 5 “商贷通”贷款规模迅速增长



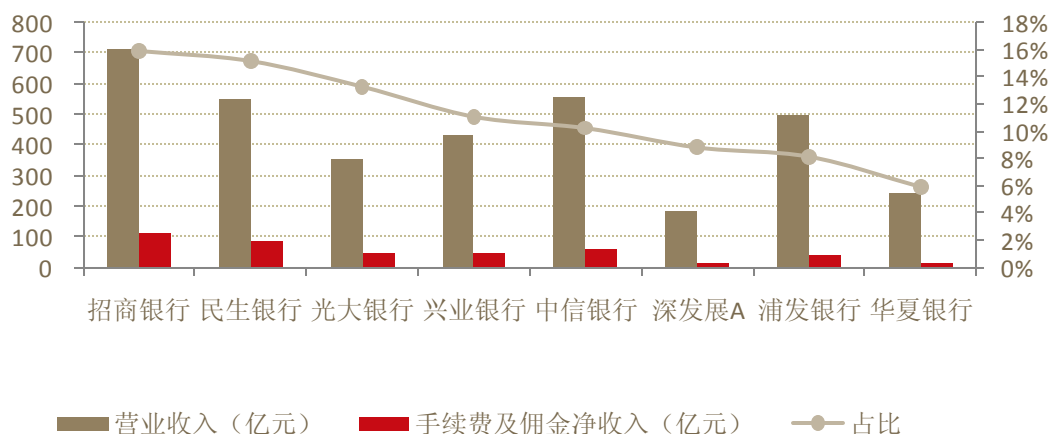
数据来源：公司公告 方正证券研究所

三、中间业务收入突飞猛进

2010 年，民生银行实现中间业务收入占比 15.13%，在 8 家全国股份制商业银行中，规模和占比仅次于招行；公司中间业务收入同比增长 77.72%，比招行高出 35.97%，赶超之势鲜明。将中间业务收入分拆来看，我们发现公司的高附加值中间业务收入占比较高，截止 2010 年末，该值达到 50%以上，如财务顾问服务费和证券承销服务费，其增速都已分别达 81.23%和 148.15%。这样的中间业务结构

对于公司传统业务规模的依赖度较低，但是利润空间却很大。因此，我们认为公司在商业银行盈利模式转型的过程中，具备比较优势。

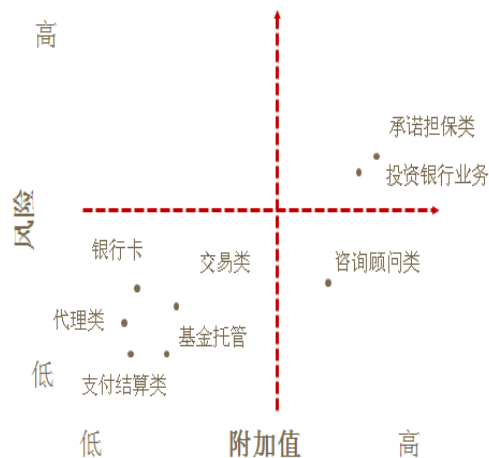
图表 6 2010 年民生银行中间业务收入占比仅次于招商银行



数据来源：公司公告 方正证券研究所

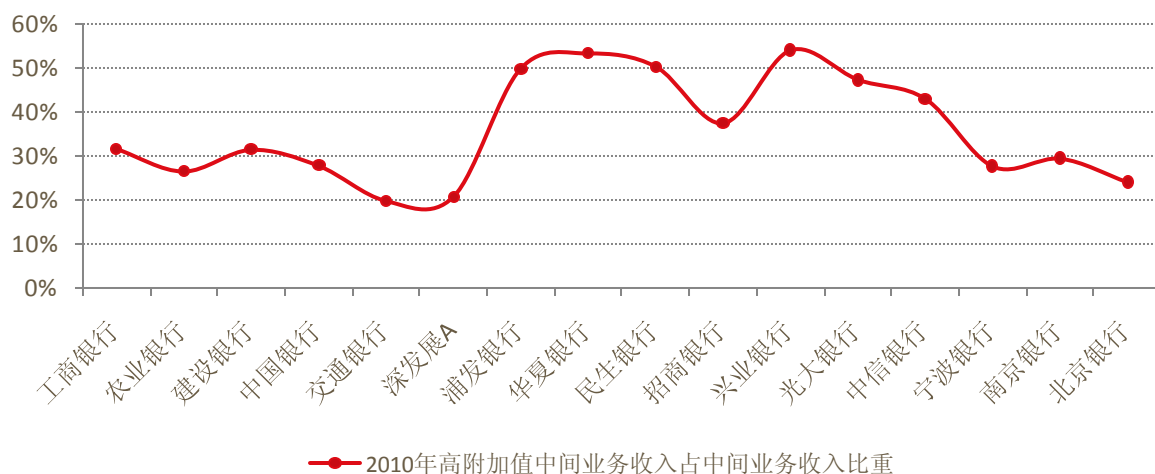
图表 7 2010 民生银行中间业务收入快速增长

	2009年(百万)	2010年(百万)	同比增长(%)
财务顾问服务费	1577	2858	81.23
托管及其他受托业务佣金	633	1764	178.67
信用承诺手续费及佣金	926	1462	57.88
银行卡服务手续费	1207	1007	-16.57
结算与清算手续费	299	924	209.03
证券承销服务手续费	135	335	148.15
其他	229	403	75.98
手续费及佣金收入	5006	8753	74.85
减：手续费及佣金支出	342	464	35.67
手续费及佣金净收入	4664	8289	77.72



数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 8 2010 年上市银行高附加值中间业务收入占中间业务收入比重

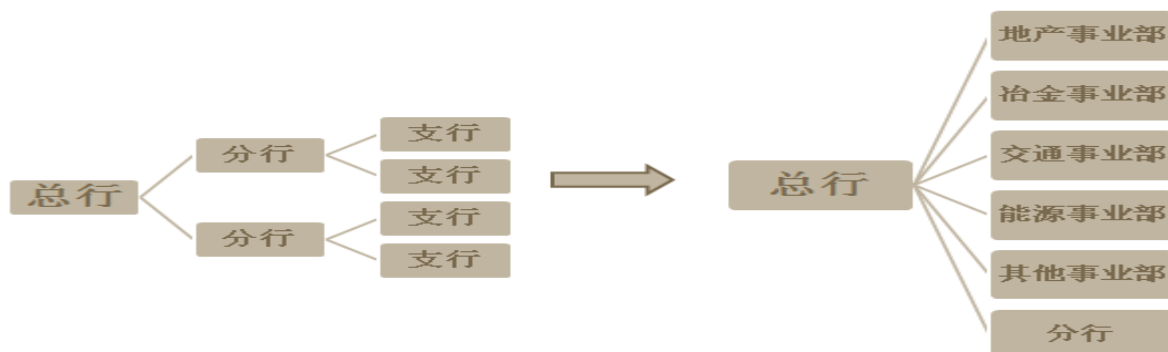


数据来源: WIND 资讯 方正证券研究所

四、事业部制改革提高效率与专业化程度

目前,国内银行普遍采取的是总行、分行、支行的行政式分层管理体制。2007 年下半年,民生银行借鉴国际先进商业银行的事业部制运作经验,启动了公司事业部改革。把高风险的公司业务从总行-分行-支行“三级经营、三级管理”的体制改革为事业部“一级经营、一级管理”的体制。事业部专注于特定市场、特定行业的服务。专业化评审、专业化营销和专业化团队全面保障和提升了服务的专业化水平。通过事业部制改革,公司的信贷审批效率明显提高。以能源事业部为例,在分支行体系下,一笔煤炭企业贷款从支行上报到总行终审同意,经常需要一个月到三个月的时间,事业部改革之后,删减了大量中间环节,如果申请资料齐全,整个过程一周左右便可完成。

图表 8 事业部改革前后公司金融业务的组织结构变化



数据来源: 公司公告 方正证券研究所

五、风险考虑因素

内需被严重压制，实际投资增速滑落，企业利润不佳，经济出现“滞胀”，信贷需求滑落、资产质量隐患重重；通胀水平高居难下，银行吸存压力大，负债成本较大，盈利能力受影响，监管压力大。

六、盈利预测与估值

短期内，公司存贷比监管压力较大，公司将继续通过产品创新、管理创新、网银建设、物理网点和 ATM 机商圈布局的路径提升存款吸收能力。我们预计未来三年公司净利润同比增速平均在 25%以上，2011 年至 2013 年 EPS 分别为 0.9 元、1.1 元和 1.4 元，给予“增持”评级。

日期	2011-6-22	股价	5.80				
价值评估（倍）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
P/E	13.26	13.83	10.66	8.76	6.57	5.26	4.21
P/B	1.67	2.00	1.45	1.47	1.14	1.03	0.83
每股指标（元）							
EPS	0.438	0.419	0.544	0.662	0.882	1.103	1.377
BVPS	3.466	2.905	3.993	3.940	5.083	5.650	6.950

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利息收入	22,580	30,380	32,240	45,873	58,717	73,984	88,781
手续费净收入	2,391	4,461	4,664	8,289	12,104	16,020	20,630
其他经营净收益	245	(94)	4,547	(195)	377	(1,006)	(833)
营业收入	25,217	34,747	41,451	53,967	71,198	88,998	108,578
管理费用	11,705	14,901	17,737	21,625	27,055	32,929	38,002
营业利润	9,200	10,412	15,605	23,011	31,502	38,981	46,056
资产减值准备	2,265	6,518	5,307	5,504	7,528	6,899	8,855
税前利润	9,212	10,488	15,656	22,976	30,615	38,269	47,774
所得税	2,877	2,595	3,548	5,288	7,042	8,802	10,988
净利润	6,335	7,893	12,108	17,688	23,574	29,467	36,786

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
生息资产规模	910,725	1,043,921	1,400,262	1,776,572	2,295,891	2,935,048	3,610,348
贷款	554,959	658,328	882,979	1,054,072	1,275,427	1,517,758	1,806,132
债券	156,553	133,659	156,366	180,818	207,941	239,132	272,610
同业	199,213	251,934	360,917	541,682	812,523	1,178,158	1,531,606
其他资产	9,072	10,429	26,130	47,165	56,730	64,543	79,149
资产总额	919,796	1,054,350	1,426,392	1,823,737	2,352,621	2,999,591	3,689,497
存款	671,219	785,814	1,127,938	1,411,725	1,750,539	2,170,668	2,648,215
股本	14,479	18,823	22,262	26,715	26,715	26,715	26,715
所有者权益	50,186	54,672	88,894	105,257	135,782	150,953	185,672

数据来源：公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com