

陈曦

执业证书编号: S0730511080002

021-50588666-8110

chenxi@ccnew.com

商贷通资产质量平稳，私人银行有待发力

—民生银行（601166）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012 年 3 月 23 日

报告关键要素：

公司全年净利润279亿，同比增长59%。公司商贷通业务推进良好，对盈利的贡献作用不断显现。并且在偏弱的宏观环境下，公司的不良贷款生成情况并未明显坏于同业，可缓解投资者的担忧。公司是我们长期看好的品种之一，除了商贷通外，私人银行业务也是未来的看点之一，风险方面后续仍应重点关注贷款质量的变化情况。预计公司2012年、2013年EPS（再融资摊薄后）分别为1.00元/股、1.12元/股，对应PE6.28倍、5.61倍，维持对公司的“增持”评级。

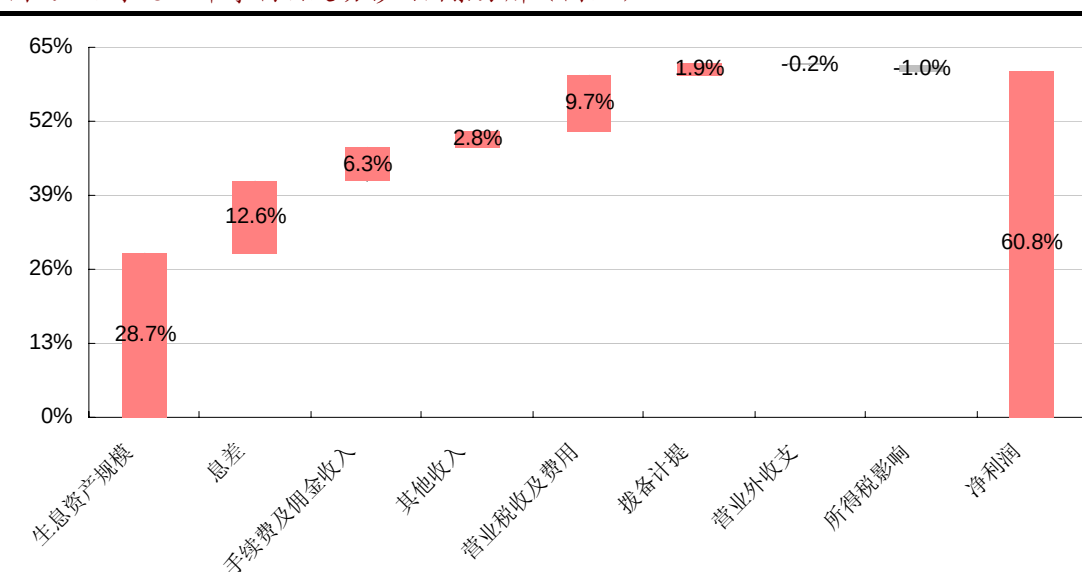
事件：

- 公司发布2011年年度报告。

点评：

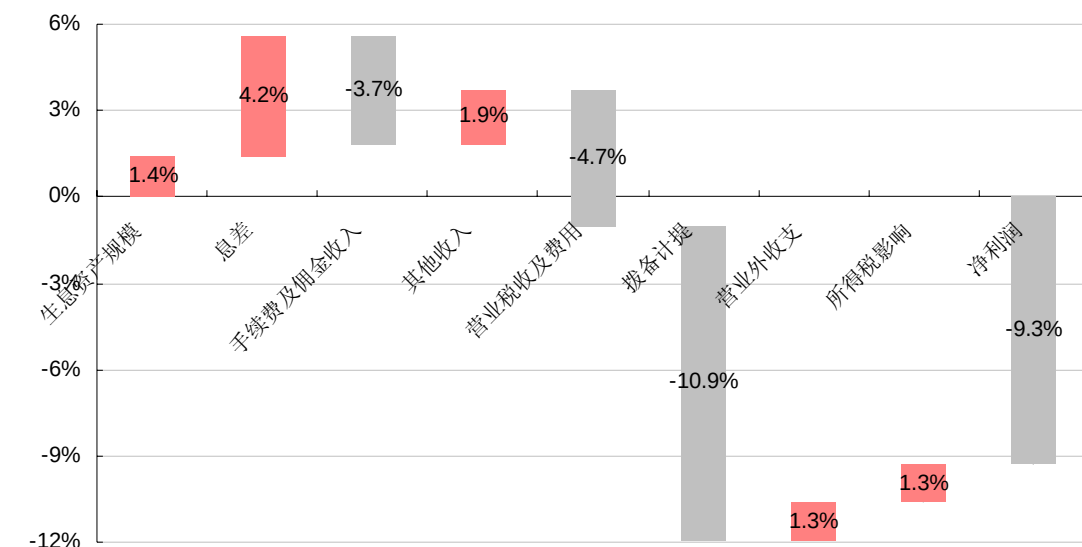
- **11年净利润279亿，同比增长59%，EPS1.06元。**公司营业收入同比增长50%，拨备前营业利润同比增长60%，营业利润同比增长62%。ROAA1.40%，同比大幅提升0.31个百分点；ROAE23.95%，同比提升5.66个百分点。环比看，4季度营业收入增长3.7%，拨备前营业利润下降1.0%，营业利润下降11.9%，主要是4季度营业税收增长较多以及拨备计提力度加大。
- **规模增长与息差是最主要的驱动因素。**从驱动因子上看，对公司11年净利润增长贡献较大的因素依次是生息资产规模的增长、息差的是升、成本收入比的降低以及中间业务收入的增长，中间业务收入的增长亦有明显贡献。4季度净利润环比增长的主要贡献因素是息差的提升。

图1：公司2011年净利润变动影响因素分解（同比）



资料来源：公司公告、中原证券

图2：公司2011年4季度净利润变动影响因素分解（环比）



资料来源：公司公告、中原证券

- **商贷通业务稳步推进。**公司11年贷款增长13.96%，略低于14.27%的行业增速。公司特色业务“商贷通”贷款余额2325亿，同比增长46%，占总贷款比重达到19.3%，较年初提高4个百分点。除商贷通外，个人贷款中的信用卡透支余额也有135%的快速增长，但占总贷款比重较小，目前仅3.2%。住房按揭贷款则较年初负增长15%。个人贷款合计较年初增长30.4%。企业贷款中制造业与批发零售业贷款增长较快，而基础设施领域的贷款大多是负增长。企业贷款合计较年初增长8.1%。
- **存款增速高于行业水平，保证金存款与个人存款贡献大。**公司11年存款增长16.08%，高出12.72%的行业增速，年末存贷比为72.85%。结构上看，与披露年报的其他股份制银行类似，保证金存款较年初有大幅增长，增速59%，占存款比重由13%上升至17%。个人存款也增长较快，增速25%，占存款比重由16%上升至17%。
- **存贷利差快速上升。**公司11年度存贷利差5.08%，较10年的4.26%提升了82BP。分上下半年看的话，上半年存贷利差是4.79%，下半年则快速上升至5.35%，提升了56BP。公司的存贷利差在上市银行中处于领先水平，主要受益于贷款结构，存款成本方面公司并没有优势，存款利率高于已披露年报的其他银行。公司11年净息差3.26%，较10年的2.96%提升了20BP。尽管公司11年同业业务也扩张较快，但得益于存贷利差大幅提升，净息差仍同比上升较多。
- **中间业务收入高增长，三类业务贡献大。**公司11年中间业务收入同比大幅增长82%。分业务类别来看，增长最快的分别是托管及其他受托业务，增长131%；银行卡手续费收入，增长111%；清算与结算业务收入，增长82%。这一情况与兴业银行较为类似。
- **业务转型背景下费用增长较快。**公司业务及管理费用增长36%，增长较快的项目有员工薪酬，增长44%；业务发展费用，增长41%；电子设备运转费，增长40%。由于公司业务重心转向小微企业，单位规模的成本投入将加大，因而公司费用的高增长有其合理性。由于营业收入增长迅速，公司11年成本收入比36%，同比下降近4个百分点。
- **不良贷款余额上升，商贷通风险控制良好。**公司不良贷款余额75.39亿，加回核销后较年初上升10.61亿。不良贷款率0.63%，较年初下降0.06个百分点，但较3季度末上升0.01个百分点。

关注类贷款与逾期贷款也皆较年初有明显上升。公司全年的不良贷款毛生成率为0.09%，下半年为0.10%（未年化），略高于浦发的0.07%与兴业的0.06%，低于深发展的0.19%。市场普遍较为担心业务结构的转变是否会加大公司的资产质量风险，但从商贷通贷款的不良率来看，11年末是0.14%，虽较年初上升0.05个百分点，但仍处于非常低的水平。并且从贷款整体上看，虽然公司的小微企业贷款占比将近20%，但下半年不良贷款的生成率与浦发、兴业等相差并不大，显示公司对商贷通的风险控制是有效的。

- **资本充足率偏低，有待再融资缓解。**11年末公司资本充足率10.86%，核心资本充足率7.87%。公司核心资本充足率指标偏低，A股可转债+H股增发的再融资方案去年3季度已获银监会批准，尚待证监会的批复。H股增发后，公司核心资本充足率应能超过8.5%的标准，待A股可转债转股后核心资本充足率会有明显提高。
- **维持对公司的“增持”评级。**公司商贷通业务推进良好，对盈利的贡献作用不断显现。并且在偏弱的宏观环境下，不良贷款生成情况并未明显坏于同业，可缓解投资者的担忧。私人银行是公司未来的发展重点。公司目前15万的商贷通客户中，贵宾客户占比在30%以上，为私人银行业务的发展奠定了良好的客户基础。公司是我们长期看好的品种之一，除了商贷通外，私人银行业务也是未来的看点之一，风险方面后续仍应重点关注贷款质量的变化情况。预计公司2012年、2013年EPS（再融资摊薄后）分别为1.00元/股、1.12元/股，对应PE6.28倍、5.61倍，维持对公司的“增持”评级。
- **风险提示。**1、经济增长明显回落；2、房地产价格大幅下挫。

市场数据（2012年3月22日）

收盘价（元）	6.27
一年内最高（元）	6.71
一年内最低（元）	5.06
市净率（倍）	0.00
总市值（亿元）	1,675.01
A股流通市值（亿元）	1,416.24

基础数据（2011年12月31日）

每股净资产（元）	4.85
总资产（亿元）	22,290.64
所有者权益（亿元）	1,295.97
净资产收益率（%）	23.95
总股本（亿股）	267.15
H股股本（亿股）	41.27

相关研究

财务预测

每股指标与估值	2010	2011	2012E	2013E
EPS (摊薄)	0.66	1.05	1.00	1.12
BVPS	3.90	4.85	5.73	6.55
P/E	9.53	6.00	6.28	5.61
P/B	1.61	1.29	1.09	0.96

盈利能力	2010	2011	2012E	2013E
ROAA	1.09%	1.40%	1.35%	1.37%
ROAE	18.30%	23.89%	20.35%	18.18%
净利差 (SPREAD)	2.81%	3.02%	3.07%	3.10%
净息差 (NIM)	2.91%	3.20%	3.26%	3.30%
信贷成本	0.57%	0.74%	0.75%	0.72%
成本收入比	39.48%	35.61%	39.67%	41.93%
所得税有效税率	23.02%	23.49%	22.74%	22.74%

利润表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
利息净收入	45,873	64,821	76,097	90,058
手续费净收入	8,289	15,101	21,230	29,838
其他非息收入	-195	1,188	2,494	2,869
营业收入	54,768	82,368	99,821	122,765
营业费用与税金	25,452	35,449	47,485	61,178
资产减值损失	5,504	8,376	10,099	11,348
营业利润	23,011	37,285	42,237	50,239
营业外收支净额	-35	-110	0	0
利润总额	22,976	37,175	42,237	50,239
所得税	5,288	8,732	9,604	11,424
少数股东利润	107	523	680	3,076
母公司所有者利润	17,581	27,920	31,953	35,740

资产负债表 (百万)	2010	2011	2012E	2013E
现金及存放央行	266,835	332,805	384,822	450,188
同业资产	274,847	411,103	480,932	562,623
证券投资	180,818	211,360	200,915	267,751
贷款总额	1,057,571	1,205,221	1,450,604	1,680,529
贷款损失准备	19,848	26,936	37,035	48,382
贷款净额	1,037,723	1,178,285	1,413,570	1,632,147
生息资产总额	1,780,071	2,160,489	2,517,274	2,961,090
总资产	1,823,737	2,229,064	2,599,812	3,054,573
同业负债	225,144	333,135	373,014	451,743
存款	1,416,939	1,644,738	1,924,111	2,250,938
应付债券	21,496	31,030	11,030	11,030
付息负债	1,663,579	2,008,903	2,308,155	2,713,711
总负债	1,718,480	2,094,954	2,411,224	2,837,394
少数股东权益	1,149	4,513	5,057	7,517
母公司所有者权益	104,108	129,597	183,531	209,662

资产质量	2010	2011	2012E	2013E
不良贷款率	0.69%	0.63%	0.85%	0.96%
不良贷款净生成率	-0.01%	0.02%	0.36%	0.24%
拨备覆盖率	270.45%	357.29%	300.00%	300.00%
拨备/贷款总额	1.88%	2.23%	2.55%	2.88%

资本	2010	2011	2012E	2013E
资本充足率	10.44%	10.86%	8.79%	8.89%
核心资本充足率	8.07%	7.87%	9.66%	9.53%
杠杆倍数	17.33	16.62	13.76	14.04

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。