

民生银行 (600016)

证券研究报告

2020年04月03日

业绩略超预期，资产质量拐点或已现

事件:3月30日晚,民生银行公布2019年年报。19年实现营业收入1,804.41亿元, YoY + 15.10%; 归属母公司净利润为538.19亿元, YoY + 6.94%; 年化加权平均 ROE 为 12.40%, 同比下降 0.54 pct。截至 2019 年末, 资产总额 66,818.41 亿元, 较年初增长 11.46 个百分点; 不良率 1.56%, 较年初下降 20 bp。

点评:
净利息收入保持高增, 中收增长较快

2019 营收 YoY + 15.10%, 净利息收入 YoY + 27.73%, 主要是发放贷款利息收入增加, 同业负债规模及成本率下降; 净非息收入 YoY + 3.01%。归母净利润 YoY + 6.94%, 从业绩归因来看, **主要是息差升幅较大和成本降低所致**。19 年加权平均 ROE 为 12.40%, 同比下降 54 bp。

中收增长较快。19 年中收 YoY + 8.65%, 较 17、18 年提升较快, 主要是银行卡手续费 (+21.04%) 与结算 (+8.23%) 贡献。**代理业务 (理财) YoY - 13.53%, 或是资管新规下理财业务转型仍未完成所致。**

息差改善, 成本收入比降低

19 年净息差为 2.11% (重述口径), 同比上升 24 bp。**净息差扩大主要源于付息成本率的大幅降低。**虽然存款成本上行 (同比上升 19bp 至 2.36%), **但同业负债+发行债券占计息负债比例超 40%**, 受市场利率大幅下降影响, 致使其计息负债成本率同比下降 20bp 至 2.69%。19 年贷款同比增速达 14.09%, 在资产中占比提升 1.21 个百分点至 52.2%, 同时贷款收益率同比上升 20bp, 带动生息资产收益率同比上升 3bp 至 4.56%。**由于民生银行主动负债比例高, 我们预计未来市场利率或仍有下降空间, 或支撑其净息差维持平稳。**

成本收入比降低。19 年成本收入比为 26.74%, 同比下降 3.33 个百分点, 成本收入比持续走低。民生银行曾因其高度市场化的机制导致成本收入比偏高, 近年管理层严控成本费用 (1Q18-2019 管理费用同比增速依次为 1.5%/3%/2.8%/3%/2.6%/1.7%/2.4%/2.3%), 叠加营收企稳, 致使成本收入比走低向好。

资产质量全面改善, 拨备覆盖率继续回升

资产质量全面改善。19 年末不良贷款率 1.56%, 比 18 年末下降 20 bp, 不良资产处置力度加强; 关注贷款率 2.96%, 比 18 年末下降 42bp; 逾期贷款率 2.02%, 比 18 年末下降 57bp。不良净生成率较 18 年下降 62bp 至 1.68%, 压力减缓较多。不良贷款偏离度较 18 年末下降 8.64 个百分点至 88.00%, 不良认定标准未放松。

拨备延续增厚趋势。19 年末拨备覆盖率 155.50%, 比 18 年末上升 21.45 个百分点; 拨贷比 2.43%, 同比上升 7 bp。拨备增厚, 风险抵补能力增强。

风险提示: 小微金融业务发展不及预期; 资产质量大幅恶化。

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	5.72 元
目标价格	8.36 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	35,462.12
流通 A 股股本(百万股)	35,462.12
A 股总市值(百万元)	202,843.34
流通 A 股市值(百万元)	202,843.34
每股净资产(元)	10.26
资产负债率(%)	92.06
一年内最高/最低(元)	6.73/5.46

作者

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

朱于昀 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《民生银行-半年报点评:息差升幅较大, 成本收入比创新低》2019-09-02
- 《民生银行-季报点评:中收增长扭转颓势, 资产质量维持平稳》2019-04-30
- 《民生银行-首次覆盖报告:凤凰欲振翅, 浴火待重生》2019-04-12

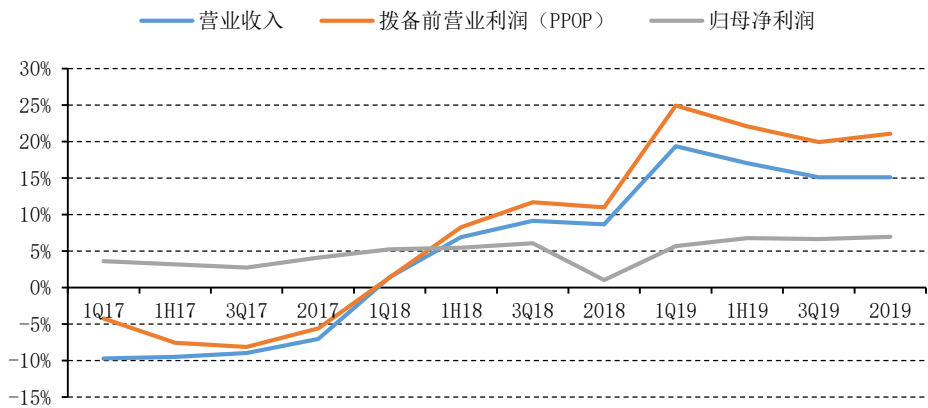
财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	1568	1804	1906	2021	2174
增长率 (%)	8.7	15.1	5.7	6.0	7.6
归属母公司股东净利润 (亿元)	503	538	558	578	612
增长率 (%)	1.0	6.9	3.8	3.5	5.9
每股收益 (元)	1.15	1.23	1.28	1.32	1.40
市盈率(P/E)	4.95	4.63	4.46	4.31	4.07
市净率(P/B)	0.61	0.55	0.51	0.46	0.41

资料来源: iFinD, 天风证券研究所

投资建议：业绩略超预期，资产质量拐点或已现

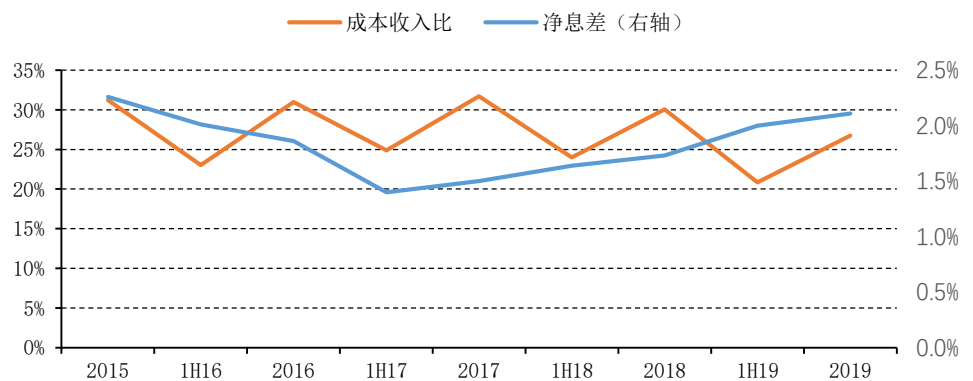
民生银行 19 年归母净利润 YoY + 6.94%，略超我们之前预期（5%）。资产质量各项指标持续改善，拨备覆盖率延续回升势头。我们预测其 20/21 年归母净利润增速为 3.8%/3.5%，给予其 0.7 倍 20PB 目标估值，对应 8.36 元/股，维持“增持”评级。

图 1：民生银行营收增速较快



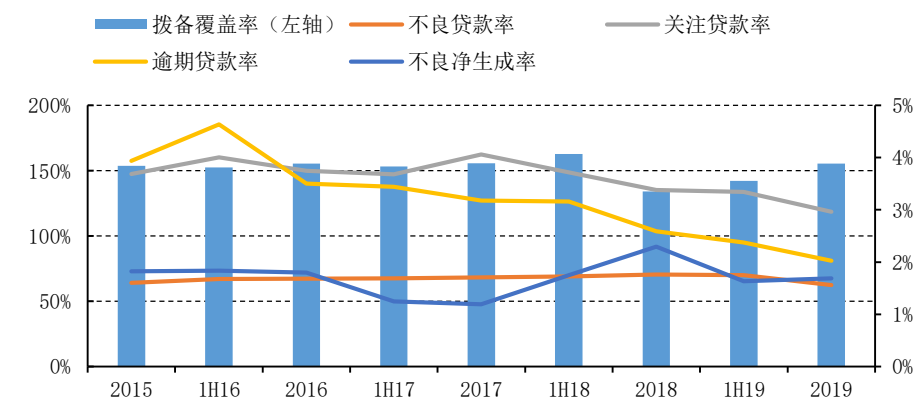
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 2：民生银行息差升幅较多，成本收入比下行



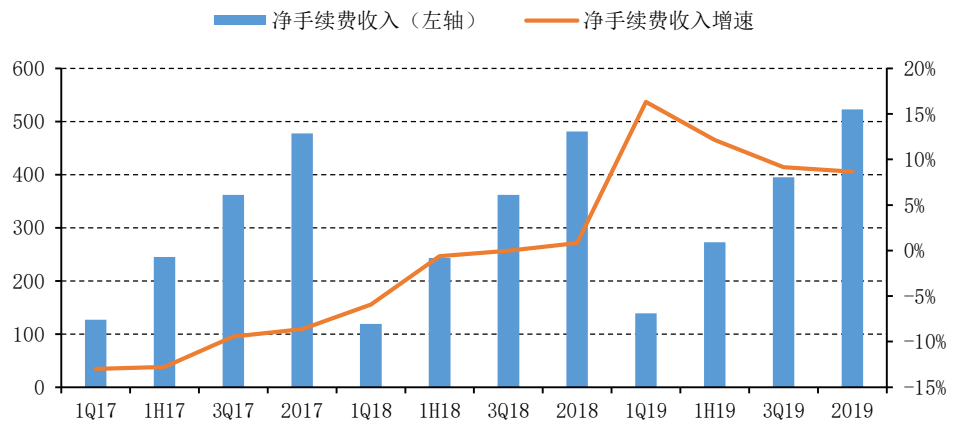
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 3：民生银行资产质量改善



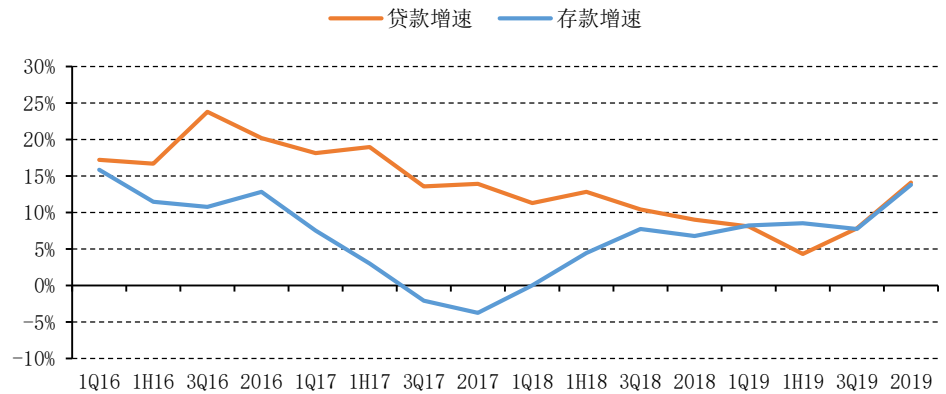
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 4：民生银行中收企稳回升（亿元）



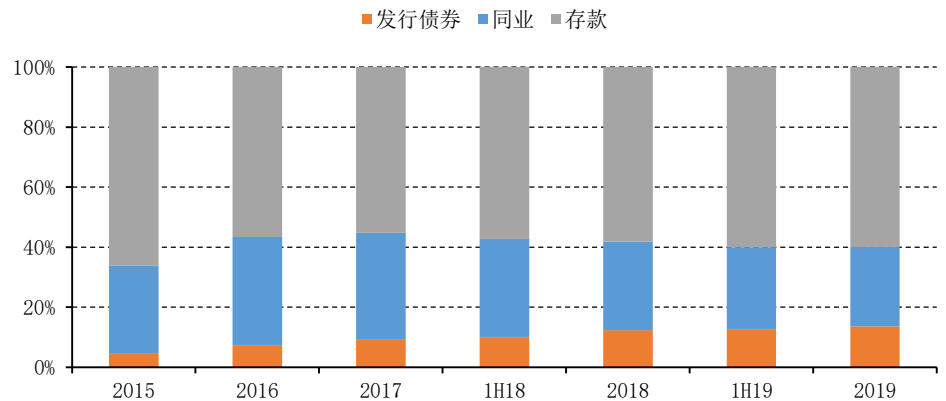
资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 5：民生银行贷款增速反转上升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 6：民生银行发债规模持续增长



资料来源：iFinD，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						收入增长				
净利息收入	767	979	1041	1087	1128	净利润增速	6.9%	3.8%	3.5%	5.9%
手续费及佣金	481	523	549	577	605	拨备前利润增速	23.5%	7.6%	7.1%	9.8%
其他收入	320	302	316	358	441	税前利润增速	14.2%	4.0%	2.8%	6.4%
营业收入	1568	1804	1906	2021	2174	营业收入增速	15.1%	5.7%	6.0%	7.6%
营业税及附加	(19)	(18)	(11)	(12)	(13)	净利息收入增速	27.7%	6.3%	4.4%	3.8%
业务管理费	(471)	(482)	(492)	(507)	(512)	手续费及佣金增速	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1056	1304	1403	1502	1649	营业费用增速	2.3%	2.0%	3.0%	1.0%
计提拨备	(463)	(630)	(698)	(772)	(868)	规模增长				
税前利润	567	647	673	692	736	生息资产增速	11.4%	8.9%	9.2%	8.8%
所得税	(85)	(98)	(101)	(97)	(103)	贷款增速	14.1%	13.0%	13.0%	12.0%
净利润	503	538	558	578	612	同业资产增速	8.8%	15.0%	15.0%	15.0%
资产负债表						证券投资增速	10.9%	2.0%	2.0%	2.0%
贷款总额	30567	34876	39410	44533	49877	其他资产增速	13.0%	16.4%	15.3%	19.7%
同业资产	3379	3675	4227	4861	5590	计息负债增速	10.4%	9.3%	9.3%	9.3%
证券投资	19700	21843	22280	22726	23180	存款增速	13.8%	10.0%	10.0%	10.0%
生息资产	57468	64047	69752	76146	82875	同业负债增速	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%
非生息资产	3203	3618	4211	4853	5811	股东权益增速	23.2%	7.7%	10.6%	10.2%
总资产	59948	66818	72962	79848	87368	存款结构				
客户存款	31673	36041	39645	43609	47970	活期	39.3%	39.35%	39.35%	39.35%
其他计息负债	22854	24131	26126	28291	30643	定期	60.5%	60.47%	60.47%	60.47%
非计息负债	1111	1338	1472	1619	1781	其他	0.2%	0.19%	0.19%	0.19%
总负债	55638	61510	67243	73520	80394	贷款结构				
股东权益	4310	5308	5719	6328	6974	企业贷款(不含贴现)	61.20%	61.20%	61.20%	61.20%
每股指标						个人贷款	38.80%	38.80%	38.80%	38.80%
每股净利润(元)	1.15	1.23	1.28	1.32	1.40	资产质量				
每股拨备前利润(元)	2.41	2.98	3.20	3.43	3.77	不良贷款率	1.56%	1.57%	1.57%	1.58%
每股净资产(元)	9.37	10.26	11.15	12.50	13.92	正常	95.48%	95.52%	95.57%	95.61%
每股总资产(元)	136.92	152.62	166.65	182.38	199.55	关注	2.96%	2.91%	2.86%	2.81%
P/E	4.95	4.63	4.46	4.31	4.07	次级				
P/PPOP	2.36	1.91	1.78	1.66	1.51	可疑				
P/B	0.61	0.55	0.51	0.46	0.41	损失				
P/A	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	拨备覆盖率	155.50%	162.07%	165.04%	167.17%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	1.35%	1.68%	1.70%	1.69%	1.67%	资本充足率	13.17%	12.68%	12.19%	11.72%
净利差(Spread)	1.64%	1.87%	1.79%	1.73%	1.71%	核心资本充足率	8.89%	8.78%	8.65%	8.50%
贷款利率	5.18%	5.38%	5.23%	5.13%	5.08%	资产负债率	92.06%	92.16%	92.07%	92.02%
存款利率	2.17%	2.36%	2.41%	2.46%	2.51%	其他数据				
生息资产收益率	4.53%	4.56%	4.51%	4.48%	4.47%	总股本(亿)	437.82	437.82	437.82	437.82
计息负债成本率	2.89%	2.69%	2.72%	2.75%	2.76%					
盈利能力										
ROAA	0.81%	0.87%	0.82%	0.78%	0.76%					
ROAE	12.92%	12.53%	11.92%	11.16%	10.58%					
拨备前利润率	1.78%	2.06%	2.01%	1.97%	1.97%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com