



股票代码	600016.CH	1988.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 5.96	港币 7.15
目标价格	人民币 6.41	港币 7.75
上/下浮比例	8%	8%
目标价格基础	1.1倍12年市净率 1.1倍12年市净率	
板块评级	中立	中立

民生银行

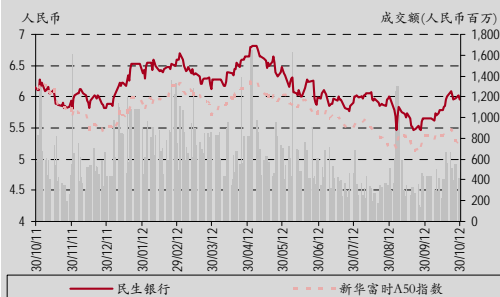
逆周期操作小微企业业务

2012年前三季度民生银行实现归属母公司净利润288.1亿元,同比增长34.7%,与我们的预期基本一致。3季度净息差下降的幅度有所收窄,手续费收入增速比我们的预期高,而营业费用和拨备费用均较我们预期略高。该行在3季度大幅增加小微企业贷款投放,单季度新增近300亿小微企业贷款,占3季度全部新增贷款的70%,预计4季度仍将新增200亿小微企业贷款。在实体经济不景气的情况下,该行在下半年的业务开展具有明显逆周期操作的特点。民生通过“乐收银”和“流水贷”等方式为小微企业提供创新性的服务,这本身是值得肯定的。但是我们认为该行进行逆周期操作的基础在于对宏观经济好转的预期和强大的风险控制上,但是这两点可能都不具备。即使能够通过大数定律和降低单笔贷款的额度降低部分单个客户的风险,但是对行业风险的控制仍然缺乏基础支持。我们维持对该行的持有评级和目标价格不变。

本报告要点

- 2012年前三季度民生银行实现归属母公司净利润288.1亿元,同比增长34.7%,与我们的预期基本一致。
- 在实体经济不景气的情况下,该行在下半年的业务开展具有明显逆周期操作的特点。

股价表现 — A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2	5	1	(3)
相对新华富时A50指数	5	8	5	11

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	84.55
流通股市值(人民币 百万)	134,622
3个月日均交易额(人民币 百万)	614
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
以2012年10月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

孙鹏, CFA

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120017

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

支撑评级的要点

- 根据我们的测算,民生银行3季度的净息差环比下降14个基点,相比2季度收窄11个基点。息差下行的主要原因是基准利率的下调,虽然短期内该行对小微企业贷款还能维持一定的议价能力,但未来的持续性值得怀疑。
- 2012年3季度,民生银行的不良贷款仍是上升的趋势。3季度单季度不良贷款余额上升6.9亿元,单季度增幅仅次于今年1季度,9月末不良贷款率上升3个基点到0.72%。
- 3季度小微企业贷款明显加速,目前该行的小微企业贷款余额已经达到2,805亿元,占全部贷款的20.8%。该行对小微企业提供的一系列产品和服务方面的优惠,确实争取了很多优质的客户。但我们认为,该行对行业风险的控制和个体风险的把握仍有欠缺。客户风险容忍度的提升使得贷款及其他收入必须维持在较高水平。
- 3季度该行的拨备费用有所下降,但前三季度的信用成本已经达到0.54%,4季度的信用成本的控制可能会成为该行业绩的增长点。

评级面临的主要风险

- 经济下行对小微企业贷款的影响超出预期。

估值

- 如果假设A股可转债年内发行但不转股,目前民生银行A股和H股的估值水平分别相当于1.03和1.01倍2012年预期市净率。我们维持对该行的持有评级和目标价格不变。

投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币 百万)	54,768.0	82,368.0	95,868.5	103,322.2	112,691.4
变动(%)	30.2	50.4	16.4	7.8	9.7
净利润(人民币 百万)	17,581	27,920	33,845	33,741	33,631
全面摊薄每股收益(人民币)	0.658	1.045	1.229	1.19	1.186
变动(%)	25	58.8	17.6	(3.2)	(0.3)
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	5.7	4.9	5.0	5.0
每股账面价值(人民币)	3.9	4.85	5.80	6.69	7.58
价格/每股账面价值(倍)	1.53	1.23	1.03	0.89	0.79
每股股息(人民币)	0.10	0.30	0.28	0.30	0.30
股息率(%)	1.7	5.0	4.7	5.0	5.0

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	6	17	2	8
相对恒生中国企业指数	3	10	(8)	10

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	15.45
流通股市值(港币百万)	29,511
3个月日均交易额(港币百万)	245
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
以2012年10月30日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(人民币百万)	54,768.0	82,368.0	95,868.5	103,322.2	112,691.4
变动(%)	30.2	50.4	16.4	7.8	9.1
净利润(人民币百万)	17,581	27,920	33,845	33,741	33,631
全面摊薄每股收益(人民币)	0.658	1.045	1.229	1.19	1.186
变动(%)	25	58.8	17.6	(3.2)	(0.3)
全面摊薄市盈率(倍)	8.9	5.6	4.8	4.9	4.9
每股账面价值(人民币)	3.9	4.85	5.80	6.69	7.58
价格/每股账面价值(倍)	1.50	1.21	1.01	0.87	0.77
每股股息(人民币)	0.10	0.30	0.28	0.30	0.30
股息率(%)	1.7	5.1	4.8	5.1	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012年1-9月业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年1-9月	2012年1-9月	同比增长(%)	3季度环比 2季度增长(%)
净利息收入	46,704	57,318	22.7	2.9
净手续费及佣金收入	11,794	15,681	33.0	15.5
其他非息收入	1,718	4,664	171.5	(57.8)
营业收入	60,216	77,663	29.0	(0.8)
营业费用	(21,568)	(25,796)	19.6	4.2
拨备前营业利润	38,648	51,867	34.2	(3.4)
拨备费用	(5,817)	(6,951)	19.5	(25.4)
营业利润	32,831	44,916	36.8	(0.5)
营业税	(4,366)	(5,831)	33.6	0.3
非经营性收入	(147)	(223)	51.7	(138.1)
税前利润	28,318	38,862	37.2	(1.8)
所得税	(6,718)	(9,493)	41.3	(3.8)
净利润	21,600	29,369	36.0	(1.1)
少数股东损益	(214)	(559)	161.2	6.8
归属母公司净利润	21,386	28,810	34.7	(1.3)

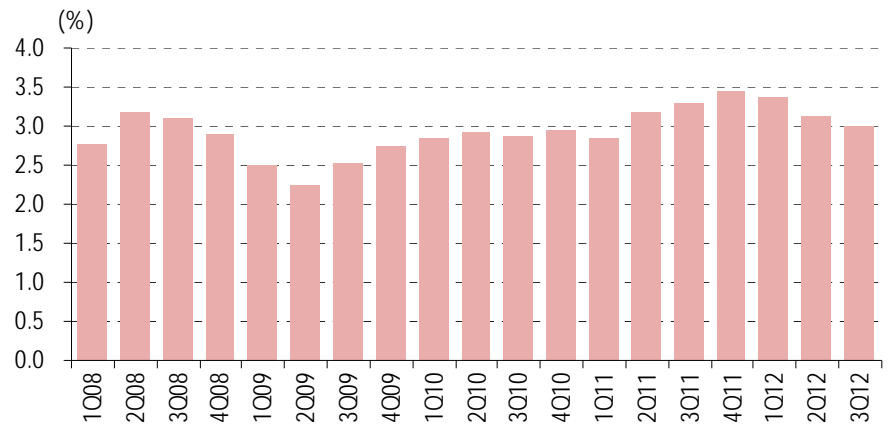
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2012年1-9月业绩实际值与预测值差异

(人民币, 百万)	2012年1-9月实际值	2012年1-9月预测值	差异(%)
净利息收入	57,318	56,582	1.3
净手续费及佣金收入	15,681	14,874	5.4
其他非息收入	4,664	4,555	2.4
营业收入	77,663	76,011	2.2
营业费用	(25,796)	(24,773)	4.1
拨备前营业利润	51,867	51,238	1.2
拨备费用	(6,951)	(6,571)	5.8
营业利润	44,916	44,667	0.6
营业税	(5,831)	(5,806)	0.4
非经营性收入	(223)	(138)	61.6
税前利润	38,862	38,723	0.4
所得税	(9,493)	(9,526)	(0.3)
净利润	29,369	29,197	0.6
少数股东损益	(559)	(546)	2.4
归属母公司净利润	28,810	28,651	0.6

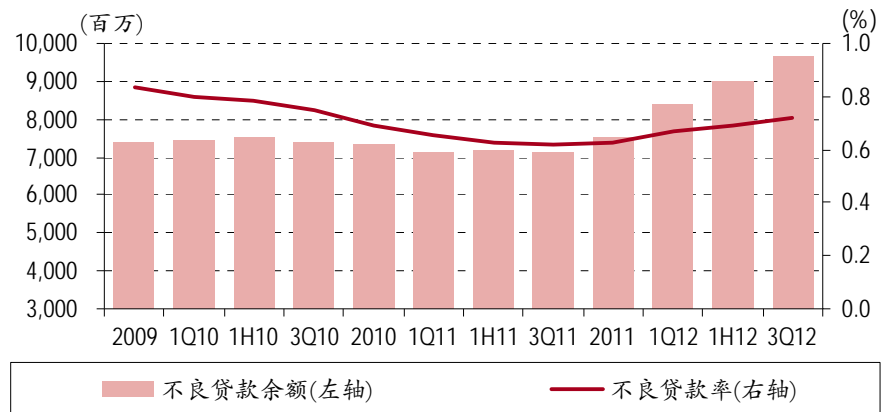
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.2008 年以来民生银行的季度净息差变动情况



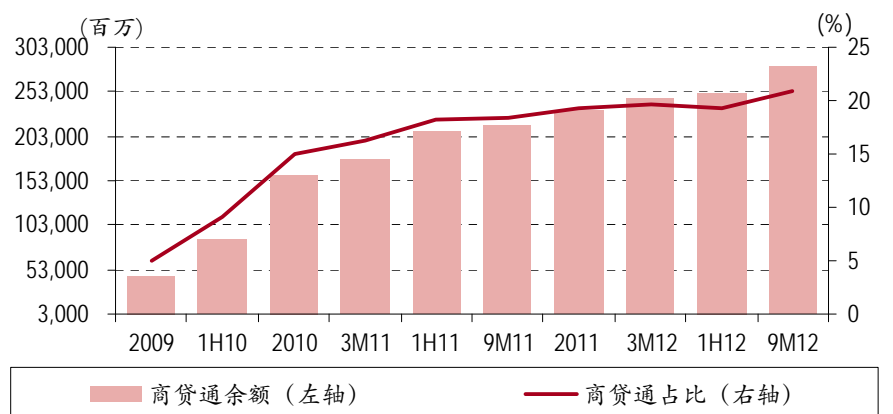
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.2009 年以来民生银行的不良贷款情况



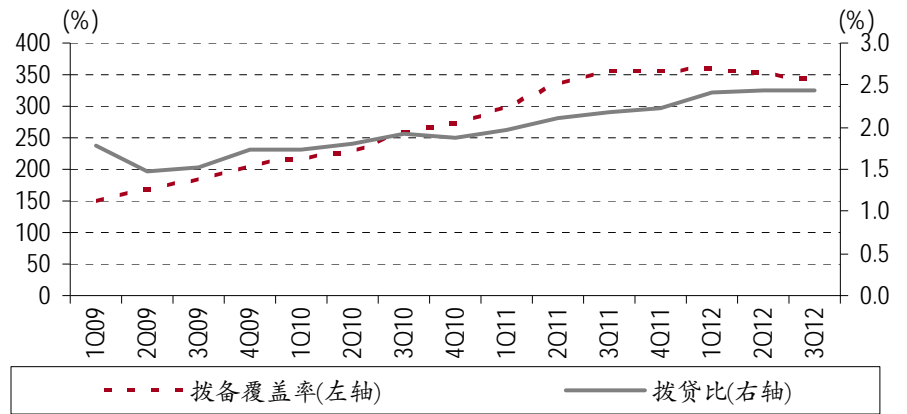
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.2009 年以来民生银行小微企业贷款



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.2008 年以来民生银行的拨贷比和拨备覆盖率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利息收入	45,873	64,821	76,224	79,937	85,581
净手续费及佣金	8,289	15,101	17,902	21,425	24,954
其他非息收入	606	2,446	1,742	1,961	2,157
经营收入	54,768	82,368	95,869	103,322	112,691
经营费用	(22,426)	(30,591)	(35,872)	(41,247)	(45,897)
拨备前经营利润	32,342	51,777	59,996	62,076	66,795
贷款损失拨备	(5,303)	(7,973)	(7,269)	(9,671)	(14,209)
其他风险拨备	(201)	(403)	(2,204)	(1,666)	(1,663)
经营利润	26,838	43,401	50,523	50,739	50,923
非经常性项目	(35)	(110)	10	10	10
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	26,803	43,291	50,533	50,749	50,933
营业税	(3,827)	(6,116)	(5,537)	(6,071)	(6,654)
所得税	(5,288)	(8,732)	(10,628)	(10,414)	(10,125)
税后利润	17,688	28,443	34,368	34,264	34,154
少数股东权益	(107)	(523)	(523)	(523)	(523)
净利润	17,581	27,920	33,845	33,741	33,631
变动 (%)	45	59	21	0	0

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
资产					
现金及等价物	4,597	5,175	5,693	6,262	6,888
银行间贷款	537,085	738,733	861,826	953,375	1,041,972
衍生产品交易投资	476	587	763	992	1,290
总客户预付款	1,057,571	1,205,221	1,359,877	1,519,849	1,679,845
减: 拨备	(19,848)	(26,936)	(32,755)	(40,975)	(53,734)
长期投资	180,818	211,360	244,032	282,149	326,649
联营公司权益	125	125	125	125	125
净固定资产	7,764	8,312	9,676	10,985	12,238
其他资产	55,149	86,487	97,597	113,289	134,241
总资产	1,823,737	2,229,064	2,546,834	2,846,050	3,149,514
负债及权益					
客户存款	1,416,939	1,644,738	1,855,794	2,074,103	2,292,447
银行存款及结余	250,688	374,120	406,153	441,388	480,148
其他借款	21,496	31,030	52,547	52,547	52,547
总借款	1,689,123	2,049,888	2,314,494	2,568,039	2,825,142
其他负债	29,357	45,066	62,798	82,639	103,253
总负债	1,718,480	2,094,954	2,377,291	2,650,678	2,928,395
普通股股本(面值)	26,715	26,715	28,366	28,366	28,366
准备金(包括股本溢价)	57,512	63,637	78,173	85,259	92,321
留存收益	19,881	39,245	57,968	76,188	94,349
总股东权益	104,108	129,597	164,507	189,813	215,036
少数股东权益	1,149	4,513	5,036	5,559	6,082
已运用资本	105,257	134,110	169,543	195,372	221,118
总负债及权益	1,823,737	2,229,064	2,546,834	2,846,050	3,149,514

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	17,581	27,920	33,845	33,741	33,631
非现金项目	1,605	3,274	10,201	12,098	16,669
交易活动产生的现金	(68)	1,067	523	523	523
运营资本变动	7,795	(26,258)	(63,529)	(37,990)	(43,351)
经营产生的现金流	26,913	6,003	(18,957)	9,074	9,232
投资及融资回报	(19,177)	(7,951)	0	0	0
总现金流	7,736	(1,948)	(18,957)	9,074	9,232
投资	(4,153)	(6,761)	(3,388)	(3,368)	(3,354)
自由现金流	3,583	(8,709)	(22,345)	5,706	5,878
融资活动产生的净现金	(3,450)	9,287	22,863	(5,136)	(5,252)
现金增/(减)	133	578	518	569	626

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	6.0	5.1	4.8	4.7
资金成本	1.7	2.8	1.9	1.9	1.9
利差	2.8	3.2	3.2	2.9	2.8
净息差	2.9	3.3	3.3	3.1	2.9
其他收入总收入	16.2	21.3	20.5	22.6	24.1
成本收入比	40.9	37.1	37.4	39.9	40.7
有效税率	34.0	34.3	32.0	32.5	32.9
增长率					
贷款增长率	19.8	14.0	12.8	11.8	10.5
存款增长率	25.6	16.1	12.8	11.8	10.5
资产增长率	27.9	22.2	14.3	11.7	10.7
流动性					
贷存比	74.6	73.3	73.3	73.3	73.3
贷款资金比	62.6	58.8	58.8	59.2	59.5
贷款资产比	58.0	54.1	53.4	53.4	53.3
核心负债/总负债	65.9	64.8	65.8	66.1	66.3
超额准备金率	4.5	3.0	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	0.7	0.6	1.1	1.6	2.0
一般拨备比率	1.5	2.0	1.1	1.2	1.3
特殊拨备覆盖率	48.8	43.5	124.6	92.9	97.3
总拨备覆盖率	270.4	357.3	225.9	163.9	160.4
信用成本	(0.50)	(0.66)	(0.53)	(0.64)	(0.85)
需特别关注贷款比例	0.96	1.11	4.16	5.16	6.16
资本充足率					
权益资产比率	5.7	5.8	6.5	6.7	6.8
盈余资本	2.4	2.9	3.2	1.9	1.6
总资本充足率	10.4	10.9	11.2	9.9	9.6
一级资本充足率	8.1	7.9	8.6	7.8	7.6
回报率					
资产收益率	1.1	1.4	1.4	1.3	1.1
净资产收益率	18.3	23.9	23.0	19.0	16.6
已运用资本收益率	18.1	23.3	22.3	18.5	16.1
结构性已运用资本收益	19.3	24.2	24.1	19.4	16.0
率					

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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