



股票代码	600016.CH	1988.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 10.13	港币 9.37
目标价格	人民币 10.44	港币 10.20
原先目标价格	人民币 10.44	港币 10.68
上/下浮比例	3%	9%
目标价格基础	13年市净率	13年市净率
板块评级	中立	中立

民生银行

业绩符合预期，但息差下降较多

2013年1季度民生银行实现归属母公司净利润110亿元，同比增长20%，较我们的预期略低1%，主要是该行在1季度加提拨备所致。1季度对成本的控制和手续费收入的高增长，成为1季度业绩的亮点，而净息差的表现则低于预期。展望未来，未来1-2个季度，如果实体经济持续低迷，民生银行的贷款收益率、息差和资产质量承受的压力还会持续，营业收入的增长可能不足以支持其业绩的高增长。维持对该行的持有评级，将H股的目标价下调至10.20港币。

支撑评级的要点

- 民生银行1季度的息差下滑幅度偏大。根据民生银行和我们的口径测算，该行1季度息差分别环比下滑了15个和17个基点。按揭贷款的重新定价、同业资产规模日均余额的扩大以及贷款收益率的下行，可能是导致息差下行的主要原因，尤其是在降息影响的尾声，后两者的影响更大。
- 2013年3月末，民生银行的小微企业贷款余额达到3,543亿元，较年初增加373亿，扩张速度丝毫没有放缓。小微企业的贷款占比已经达到24.7%。
- 手续费收入在1季度实现40%的同比增长，我们预计很大程度上也与理财业务在1季度的膨胀有关，2季度这一速度将放缓。
- 2013年1季度，民生银行的不良贷款上升速度有所减缓。1季度不良贷款余额仅上升4亿元，不良贷款率环比没有增加。
- 1季度民生银行加提了拨备费用，拨备费用高达40亿元（而2012年全年仅为92亿元），拨贷比提高至2.47%，领先其他股份制商业银行。我们认为，民生1季度加提拨备，一方面是为了满足拨贷比达标的要求，另一方面也与部分地区和部分行业（尤其是钢贸行业）的风险加剧有关。
- 根据新的资本管理办法，民生银行的总资本充足率和核心一级资本充足率分别降至9.87%和7.80%，虽然核心一级资本充足率受到新资本管理办法的影响只有0.34个百分点，但资本金压力仍然较大。

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

- 假设A股可转债在2013年内不转股，目前民生银行A股和H股的估值水平分别相当于1.47倍和1.1倍2013年预期市净率。我们维持对该行的持有评级，但将H股的目标价由10.68港币下调至10.20港币。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	82,368.0	103,111.0	123,964.1	135,978.5	146,840.1
净利润(人民币百万)	27,920.0	37,563.0	42,208.3	43,869.9	44,762.3
全面摊薄每股收益(人民币)	1.05	1.32	1.39	1.44	1.47
变动(%)	58.8	26.7	5	3.9	2.0
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	7.6	7.3	7.0	6.9
每股账面价值(人民币)	4.85	5.75	6.89	8.09	9.30
价格/每股账面价值(倍)	2.09	1.76	1.47	1.25	1.09
每股股息(人民币)	0.10	0.45	0.34	0.36	0.36
股息率(%)	3.1	3.0	3.4	3.5	3.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*全面摊薄每股收益是根据将所有转债考虑转股后的情景计算的

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29	(7)	9	54
相对新华富时A50指数	33	(2)	16	57

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	84.55
流通股市值(人民币百万)	228,812
3个月日均交易额(人民币百万)	1,350
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2013年4月24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

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	5	(10)	(16)	24
相对恒生中国企业指数	12	(7)	(4)	26

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	15.45
流通股市值(港币百万)	38,674
3个月日均交易额(港币百万)	354
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4月24日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	82,368.0	103,111.0	123,964.1	135,978.5	146,840.1
净利润(人民币百万)	27,920.0	37,563.0	42,208.3	43,869.9	44,762.3
全面摊薄每股收益(人民币)	1.05	1.32	1.39	1.44	1.47
变动(%)	58.8	26.7	5	3.9	2.0
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	5.7	5.4	5.2	5.1
每股账面价值(人民币)	4.85	5.75	6.89	8.09	9.30
价格/每股账面价值(倍)	1.55	1.30	1.09	0.93	0.81
每股股息(人民币)	0.10	0.45	0.34	0.36	0.36
股息率(%)	4.2	4.0	4.6	4.7	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*全面摊薄每股收益是根据将所有转债考虑转股后的情景计算的

图表 1. 2013年1季度民生银行业绩摘要

(人民币, 百万)	2013年	2012年	同比增长(%)	1季度环比
	1季度	1季度		4季度增长(%)
净利息收入	20,114	18,970	6.0	1.4
净手续费及佣金收入	7,200	5,138	40.1	48.7
其他非息收入	1,563	927	68.6	102.7
营业收入	28,877	25,035	15.3	13.5
营业费用	(7,814)	(7,233)	8.0	(18.3)
拨备前营业利润	21,063	17,802	18.3	32.6
拨备费用	(4,017)	(3,335)	20.4	78.9
营业利润	17,046	14,467	17.8	25.0
营业税	(1,941)	(1,872)	3.7	(2.7)
非经营性收入	(185)	(296)	(37.5)	(229.4)
税前利润	14,920	12,299	21.3	26.5
所得税	(3,635)	(2,963)	22.7	27.5
净利润	11,285	9,336	20.9	26.2
少数股东损益	(270)	(164)	64.6	45.2
归属母公司净利润	11,015	9,172	20.1	25.8

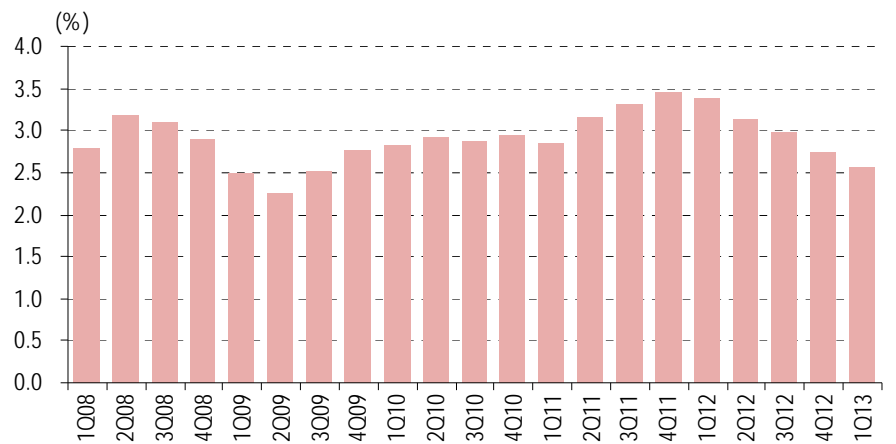
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2013年1季度民生银行业绩实际值与预测值差异

(人民币, 百万)	2013年1季度	2013年1季度	差异(%)
	实际值	预测值	
净利息收入	20,114	20,944	(4.0)
净手续费及佣金收入	7,200	5,755	25.1
其他非息收入	1,563	1,000	56.3
营业收入	28,877	27,698	4.3
营业费用	(7,814)	(8,501)	(8.1)
拨备前营业利润	21,063	19,197	9.7
拨备费用	(4,017)	(2,123)	89.2
营业利润	17,046	17,074	(0.2)
营业税	(1,941)	(2,067)	(6.1)
非经营性收入	(185)	(100)	85.0
税前利润	14,920	14,907	0.1
所得税	(3,635)	(3,591)	1.2
净利润	11,285	11,316	(0.3)
少数股东损益	(270)	(200)	35.0
归属母公司净利润	11,015	11,116	(0.9)

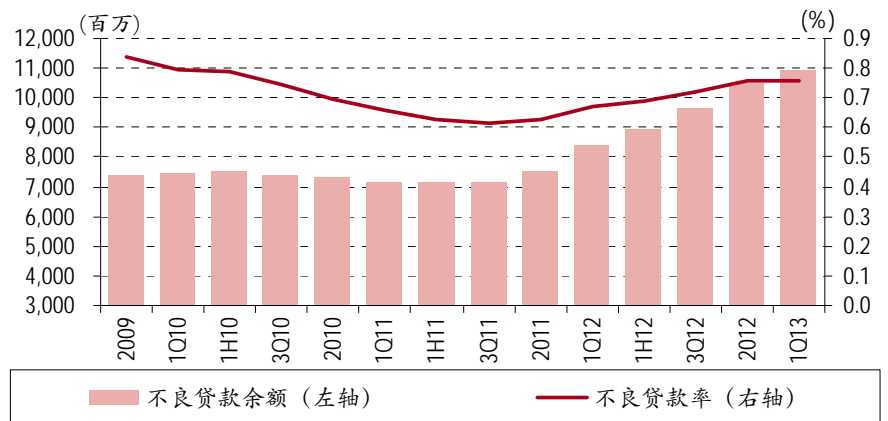
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3.2008 年以来民生银行的季度净息差变动情况



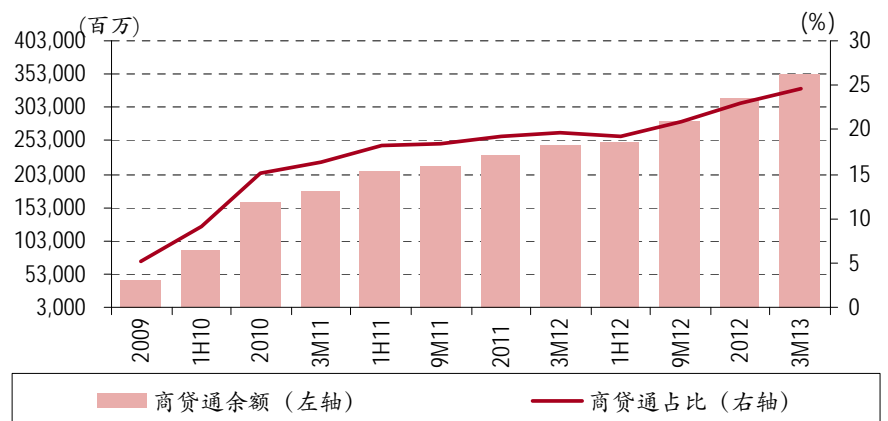
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.2009 年以来民生银行的不良贷款情况



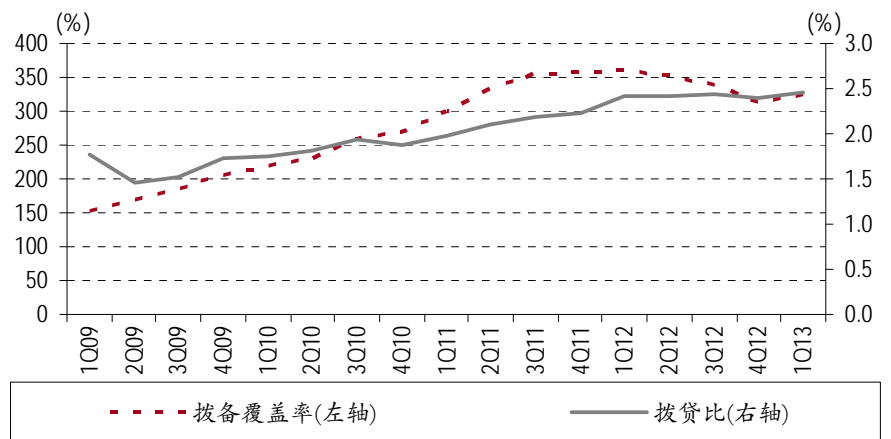
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.2009 年以来民生银行小微企业贷款



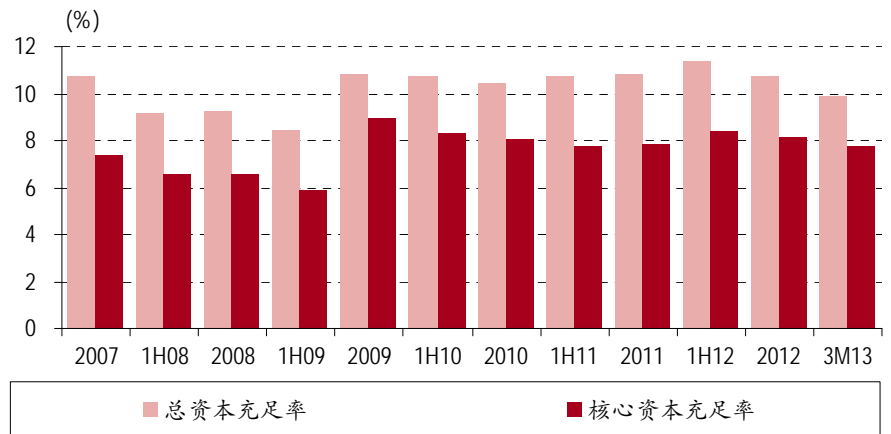
资料来源：公司数据，中银国际研究

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

图表 7.2007 年以来民生银行的资本充足率情况



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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	64,821	77,153	94,716	101,970	107,570
非息收入	17,547	25,958	29,248	34,008	39,270
经营收入	82,368	103,111	123,964	135,979	146,840
经营费用	(30,591)	(35,357)	(43,542)	(48,140)	(53,422)
拨备前经营利润	51,777	67,754	80,422	87,838	93,418
贷款损失拨备	(8,376)	(9,197)	(13,937)	(18,014)	(20,937)
经营利润	43,401	58,557	66,485	69,824	72,481
非经常性项目	(110)	(80)	10	10	10
营业税	(6,116)	(7,825)	(8,727)	(9,862)	(11,253)
所得税	(8,732)	(12,344)	(14,815)	(15,358)	(15,731)
税后利润	28,443	38,308	42,953	44,615	45,507
少数股东权益	(523)	(745)	(745)	(745)	(745)
净利润	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
变动 (%)	59	35	12	4	2

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及等价物	332,805	420,418	411,439	430,184	470,287
银行间贷款	411,103	1,048,905	1,446,539	1,705,754	1,866,423
衍生产品交易投资	587	1,234	1,604	2,085	2,711
总客户预付款	1,205,221	1,384,610	1,559,266	1,719,296	1,879,358
减: 拨备	(26,936)	(33,098)	(41,908)	(55,668)	(72,357)
长期投资	211,360	242,161	345,194	498,692	727,779
联营公司权益	125	125	125	125	125
净固定资产	8,312	9,344	10,648	11,897	13,089
其他资产	86,487	138,302	157,439	184,169	219,647
总资产	2,229,064	3,212,001	3,890,346	4,496,533	5,107,063
负债及权益					
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,127,895	2,346,285	2,564,717
银行存款及结余	374,120	982,732	1,419,512	1,692,896	2,007,165
其他借款	31,030	74,969	57,547	107,547	117,547
总借款	2,049,888	2,983,895	3,604,954	4,146,728	4,689,430
其他负债	45,066	59,562	83,603	113,490	146,107
总负债	2,094,954	3,043,457	3,688,557	4,260,219	4,835,536
普通股股本(面值)	26,715	28,366	28,366	28,366	28,366
准备金(包括股本溢价)	63,637	97,096	105,960	115,172	124,573
留存收益	39,245	37,615	61,252	85,819	110,886
总股东权益	129,597	163,077	195,577	229,357	263,824
少数股东权益	4,513	5,467	6,212	6,957	7,702
已运用资本	134,110	168,544	201,789	236,314	271,526
总负债及权益	2,229,064	3,212,001	3,890,346	4,496,533	5,107,063

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
非现金项目	3,274	4,881	16,747	20,838	23,778
其他项目	1,067	1,483	(705)	(705)	(705)
交易活动产生的现金	32,261	43,927	58,250	64,003	67,836
运营资本变动	(26,258)	(52,069)	(25,986)	(98,769)	(62,373)
经营产生的现金流	6,003	(8,142)	32,264	(34,766)	5,463
投资及融资回报	(7,951)	(20,048)	0	0	0
总现金流	(1,948)	(28,190)	32,264	(34,766)	5,463
投资	(6,761)	(9,298)	(4,485)	(4,430)	(4,382)
自由现金流	(8,709)	(37,488)	27,779	(39,196)	1,081
融资活动产生的净现金	9,287	38,803	(27,130)	39,910	(295)
现金增/(减)	578	1,315	649	714	785

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	6.0	5.8	4.6	4.6	4.5
资金成本	2.8	3.0	1.9	2.2	2.3
利差	3.2	2.8	2.7	2.4	2.2
净息差	3.3	2.9	2.8	2.5	2.3
其他收入总收入	21.3	25.2	23.6	25.0	26.7
成本收入比	37.1	34.3	35.1	35.4	36.4
有效税率	34.3	34.5	35.4	36.1	37.2
增长率					
贷款增长率	14.0	14.9	12.6	10.3	9.3
存款增长率	16.1	17.1	10.5	10.3	9.3
资产增长率	22.2	44.1	21.1	15.6	13.6
流动性					
贷存比	73.3	71.9	73.3	73.3	73.3
贷款资金比	58.8	46.4	43.3	41.5	40.1
贷款资产比	54.1	43.1	40.1	38.2	36.8
资产质量					
不良贷款率	0.6	0.8	0.9	1.4	1.9
一般拨备比率	2.23	2.39	2.69	3.24	3.85
总拨备覆盖率	357.3	314.5	284.5	236.2	204.6
信用成本	0.6	0.5	0.7	0.9	1.0
需特别关注贷款比例	1.1	1.2	5.2	6.2	7.2
资本充足率					
权益资产比率	6.0	5.2	5.2	5.3	5.3
盈余资本	2.9	2.8	0.7	0.4	0.3
总资本充足率	10.9	10.8	8.7	8.4	8.3
一级资本充足率	7.87	8.13	6.80	6.71	6.76
回报率					
资产收益率	1.38	1.38	1.19	1.05	0.93
净资产收益率	23.9	25.7	23.5	20.6	18.2
已运用资本收益率	23.9	25.7	23.7	20.8	18.3
结构性已运用资本收益率	24.2	25.9	21.5	17.4	15.3

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