

## 资产增速放缓，不良加速暴露

民生银行 (600016.SH)

**谨慎推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

民生银行2013年净利润同比增长12.6%至423亿元，基本每股收益1.49元。公司拨备前利润同比增长16.5%。公司拟每10股分配现金红利1元。公司盈利增速略低于预期，因拨备力度略超预期。

#### 2. 我们的分析与判断

■ **全年盈利略低预期因四季度拨备力度加大，四季度利息净收入环比增长 12.1%:** 1) 全年利息净收入同比增长 7.6%，四季度利息净收入环比增长 12.1%，单季度净息差提升了 52BP 至 2.84%；2) 手续费净收入同比增长 46%，非息净收入同比增长 26.6%；3) 成本收入比 32.8%，较上年同期下降 1.3 个百分点；4) 四季度信用成本 1.10%，全年信用成本 0.87%，计提资产减值损失同比增长 41%。

■ **同业资产扩张放缓，资产配置向高收益资产倾斜。** 2013 年公司扩大同业资产规模对冲降息效应对利息净收入的影响并显著拉低了净息差。去年生息资产日均增长 27.2%，同业资产日均增长 3752 亿，占生息资产日均增量的 53%，净息差降幅达到 45BP/15%。四季度生息资产环比下降 3%，主要是同业资产下降 14.8%所致。生息资产日均余额降幅达到 8.5%，带动四季度净息差提升了 52BP 至 2.84%。预计 2014 年公司将控制同业规模，压降高息负债，资产配置向小微贷款、信用卡贷款、自营非标倾斜。

■ **零售转型有序推进。** 在小区金融方面，公司已建成并投产 3305 家社区支行及自助服务网点；小微企业贷款余额 4047 亿元，增幅 27.7%；个人存款余额 5109 亿元，增幅 29.8%。公司非利息净收入 329 亿元，同比增长 26.6%，占营业收入比率为 28.4%。

■ **不良加速暴露。** 2013 年末不良率 0.85%，环比上升 7BP，不良余额 134 亿元，环比增长 12%。2013 年核销、处置转出贷款减值准备达到 114 亿元。四季度不良生成 100 亿左右，不良毛生成率（年化）2.60%。不良上升集中在批发零售（增加 15 亿）、交运仓储（增加 12 亿）、个人贷款（增加 12 亿）。

#### 3. 投资建议

2013 年公司面对降息和不良上升的双重挑战所做应对不甚理想，但在聚焦长期的战略转型包括小区金融、零售客户坚决推进。预计 2014 年公司将控制资产规模，加快调整资产负债结构，更加关注信用风险压力。维持公司“谨慎推荐”评级。

预计公司 14/15 年实现净利 479/541 亿元，同比增长 15%/16%，对应 EPS 为 1.72/2.00 元。对应各年 PE 为 4.6x/3.9x，PB 为 0.90x/0.74x。

#### 分析师

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

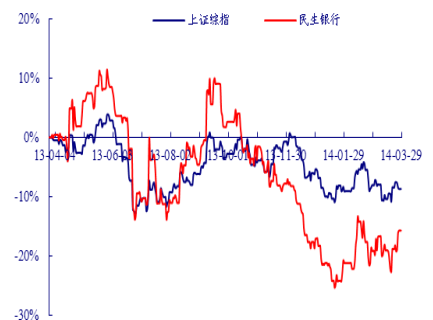
执业证书编号: S0130513030001

#### 市场数据

时间 2014.3.28

A 股收盘价(元)	7.85
A 股一年内最高价(元)	10.92
A 股一年内最低价(元)	6.90
上证指数	2,041.71
市净率	1.13
总股本(万股)	2836619
实际流通 A 股(万股)	2258821
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	1773.17

#### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 民生银行 2013 年年报业绩分析

单位: 百万元	2012A	累计 2013A	YoY %	12Q4	13Q3	单季 13Q4	YoY %	QoQ %
<b>资产简表</b>								
资产总计	3212001	3226210	0.4	3212001	3313219	3226210	0.4	-2.6
贷款总额	1384610	1574263	13.7	1384610	1533918	1574263	13.7	2.6
逾期贷款	18924	27321	44.4	18924	-	27321	44.4	-
关注类	17090	20373	19.2	17090	-	20373	19.2	-
不良贷款总额	10523	13404	27.4	10523	11938	13404	27.4	12.3
债券投资	242161	304591	25.8	242161	308591	304591	25.8	-1.3
同业往来资产	1048905	767335	-26.8	1048905	900395	767335	-26.8	-14.8
生息资产	3096094	3079991	-0.5	3096094	3173643	3079991	-0.5	-3.0
<b>负债合计</b>	<b>3043457</b>	<b>3021923</b>	<b>-0.7</b>	<b>3043457</b>	<b>3116993</b>	<b>3021923</b>	<b>-0.7</b>	<b>-3.1</b>
存款	1926194	2146689	11.4	1926194	2180686	2146689	11.4	-1.6
同业往来负债	982401	719674	-26.7	982401	774847	719674	-26.7	-7.1
计息负债	2983564	2876901	-3.6	2983564	3047307	2876901	-3.6	-5.6
<b>所有者权益合计</b>	<b>168544</b>	<b>204287</b>	<b>21.2</b>	<b>168544</b>	<b>196226</b>	<b>204287</b>	<b>21.2</b>	<b>4.1</b>
<b>损益简表</b>								
利息收入	151887	182154	19.9	42389	45904	47232	11.4	2.9
利息支出	74734	99121	32.6	22554	25879	24788	9.9	-4.2
<b>利息净收入</b>	<b>77153</b>	<b>83033</b>	<b>7.6</b>	<b>19835</b>	<b>20025</b>	<b>22444</b>	<b>13.2</b>	<b>12.1</b>
手续费及佣金收入	22091	33061	49.7	5313	7623	8021	51.0	5.2
手续费及佣金支出	1568	3105	98.0	471	858	1052	123.4	22.6
<b>手续费净收入</b>	<b>20523</b>	<b>29956</b>	<b>46.0</b>	<b>4842</b>	<b>6765</b>	<b>6969</b>	<b>43.9</b>	<b>3.0</b>
其他非息收入合计	5435	2897	-46.7	771	896	498	-35.4	-44.4
<b>非息净收入</b>	<b>25958</b>	<b>32853</b>	<b>26.6</b>	<b>5613</b>	<b>7661</b>	<b>7467</b>	<b>33.0</b>	<b>-2.5</b>
<b>营业收入</b>	<b>103111</b>	<b>115886</b>	<b>12.4</b>	<b>25448</b>	<b>27686</b>	<b>29911</b>	<b>17.5</b>	<b>8.0</b>
营业支出	43182	46094	6.7	11555	11807	13702	18.6	16.0
拨备前利润	59929	69792	16.5	13893	15879	16209	16.7	2.1
资产减值损失	9197	12989	41.2	2246	1950	4267	90.0	118.8
<b>营业利润</b>	<b>50732</b>	<b>56803</b>	<b>12.0</b>	<b>11647</b>	<b>13929</b>	<b>11942</b>	<b>2.5</b>	<b>-14.3</b>
税前利润	50652	57151	12.8	11790	13958	12199	3.5	-12.6
所得税	12344	13869	12.4	2851	3473	2896	1.6	-16.6
实际税率	24.4%	24.3%	-0.4	24.2%	24.9%	23.7%	-1.8	-4.6
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>37563</b>	<b>42278</b>	<b>12.6</b>	<b>8753</b>	<b>10239</b>	<b>9094</b>	<b>3.9</b>	<b>-11.2</b>
<b>财务比率</b>								
			YoY BP					QoQ BP
贷存比	70.16%	71.71%		70.16%	68.74%	71.71%		
关注类贷款占比	1.23%	1.29%		1.23%	-	1.29%		
不良贷款率	0.76%	0.85%		0.76%	0.78%	0.85%		
不良贷款覆盖率	314.53%	259.74%		314.53%	292.90%	259.74%		
拨贷比	2.39%	2.21%		2.39%	2.28%	2.21%		
信用风险成本(年化)	0.64%	0.87%		0.45%	0.50%	1.10%		
风险加权系数	62.89%	72.07%		62.89%	71.89%	72.07%		
资本充足率	10.75%	10.69%		10.75%	10.15%	10.69%		
核心资本充足率	8.13%	8.72%		8.13%	8.18%	8.72%		
营业费用/营业收入	34.01%	32.75%		40.68%	34.82%	38.80%		
生息资产收益率(期初期末)	5.69%	5.76%		5.85%	5.69%	6.04%		
计息负债成本率(期初期末)	2.96%	3.30%		3.24%	3.39%	3.35%		
NIS(期初期末)	2.73%	2.46%		2.61%	2.30%	2.69%		
NIM(期初期末)	2.89%	2.63%		2.74%	2.48%	2.87%		
NIM(日均)	2.94%	2.49%		2.68%	2.32%	2.84%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 2: 民生银行关键财务数据及预测**

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标及估值	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利息净收入	45873	64821	77153	83033	90381	102767	116801	EPS	0.66	1.05	1.32	1.49	1.72	2.02	2.38
非息净收入	8895	17547	25958	32853	41409	51356	63489	每股拨备前利润	1.07	1.71	2.11	2.46	2.78	3.25	3.80
营业收入	54768	82368	103111	115886	131790	154123	180290	DVPS	0.10	0.30	0.15	0.10	0.34	0.40	0.48
营业支出	26253	36707	43182	46094	52980	61957	72476	BVPS	3.90	4.85	5.75	6.97	8.76	10.64	12.86
拨备前利润	28515	45661	59929	69792	78810	92165	107813	P/E	11.93	7.51	5.93	5.27	4.57	3.88	3.29
拨备	5504	8376	9197	12989	14430	16287	18501	P/PPOP	7.35	4.59	3.72	3.19	2.83	2.42	2.07
税前利润	22976	37175	50652	57151	64381	75878	89312	P/B	2.01	1.62	1.37	1.13	0.90	0.74	0.61
净利润	17581	27920	37563	42278	48735	57438	67606	股息收益率	1.27%	3.82%	1.91%	1.27%	4.38%	5.16%	6.07%
<b>资产负债表</b>								<b>杜邦分析</b>							
资产总额	1823737	2229064	3212001	3226210	3644320	4078069	4565423	净利息收入	2.52%	2.91%	2.40%	2.57%	2.48%	2.52%	2.56%
贷款	1037723	1178285	1351512	1539447	1749971	1985492	2239466	非净利息收入	0.49%	0.79%	0.81%	1.02%	1.14%	1.26%	1.39%
其他生息资产	722500	955268	1711484	1505728	1682064	1854094	2059648	营业收入	3.00%	3.70%	3.21%	3.59%	3.62%	3.78%	3.95%
其他资产	63514	95511	149005	181035	212285	238483	266309	营业支出	1.44%	1.65%	1.34%	1.43%	1.45%	1.52%	1.59%
负债总额	1718480	2094954	3043457	3021923	3389261	3769576	4194050	拨备前利润	1.56%	2.05%	1.87%	2.16%	2.16%	2.26%	2.36%
存款	1416939	1644738	1926194	2146689	2425759	2716850	3042872	拨备	0.30%	0.38%	0.29%	0.40%	0.40%	0.41%	
其他计息负债	246640	364325	985897	730617	794039	864247	941476	税前利润	1.26%	1.67%	1.58%	1.77%	1.77%	1.86%	1.96%
其他负债	54901	85891	131366	144617	169463	188479	209702	税收	0.29%	0.39%	0.38%	0.43%	0.43%	0.45%	0.48%
股东权益	104108	129597	163077	197712	248484	301919	364798	ROA	0.96%	1.25%	1.17%	1.31%	1.34%	1.41%	1.48%
<b>盈利能力</b>								权益倍数							
生息资产收益率	4.46%	5.98%	5.81%	5.93%	5.95%	5.94%	5.95%	ROE	16.89%	21.54%	23.03%	21.38%	19.61%	19.02%	18.53%
计息负债成本率	1.68%	2.86%	3.04%	3.42%	3.42%	3.40%	3.39%	<b>资产负债比例</b>							
净利差	2.78%	3.13%	2.78%	2.51%	2.54%	2.53%	2.55%	生息资产/总资产	97.2%	96.3%	95.8%	94.9%	95.3%	95.3%	95.4%
净息差	2.89%	3.31%	2.95%	2.70%	2.77%	2.79%	2.83%	贷款/生息资产	58.5%	54.9%	43.9%	50.3%	50.4%	51.1%	51.4%
贷款收益率	5.90%	7.31%	7.76%	7.26%	7.52%	7.49%	7.48%	债券/生息资产	10.2%	9.8%	7.9%	9.9%	11.5%	11.1%	10.7%
存款成本率	1.31%	1.88%	2.15%	2.25%	2.32%	2.34%	2.36%	同业资产/生息资产	15.5%	19.1%	34.1%	25.1%	23.1%	23.1%	23.1%
存贷利差	4.59%	5.42%	5.62%	5.00%	5.20%	5.14%	5.13%	计息负债/总负债	96.8%	95.9%	95.7%	95.2%	95.0%	95.0%	95.0%
成本收入比	39.48%	35.61%	34.01%	32.75%	33.00%	33.00%	33.00%	存款/计息负债	85.2%	81.9%	66.1%	74.6%	75.3%	75.9%	76.4%
<b>增长率</b>								同业融资/带息负债							
生息资产	26.8%	21.1%	43.4%	-0.5%	13.5%	11.9%	12.1%	13.5%	16.6%	31.3%	22.2%	21.8%	21.6%	21.3%	
贷款	19.6%	13.5%	14.7%	13.9%	13.7%	13.5%	12.8%	应付债券/带息负债	1.3%	1.5%	2.6%	3.2%	2.9%	2.6%	2.3%
债券	15.6%	16.9%	14.6%	25.8%	31.3%	8.1%	8.2%	贷存比	73.2%	71.6%	70.2%	71.7%	72.1%	73.1%	73.6%
总资产	27.9%	22.2%	44.1%	0.4%	13.0%	11.9%	12.0%	<b>资本充足率</b>							
计息负债	27.6%	20.8%	44.9%	-1.2%	11.9%	11.2%	11.3%	资本充足率	10.44%	10.86%	10.75%	10.69%	10.22%	10.20%	10.39%
存款	25.6%	16.1%	17.1%	11.4%	13.0%	12.0%	12.0%	核心资本充足率	8.07%	7.87%	8.13%	8.72%	8.31%	8.55%	8.95%
利息净收入	42.3%	41.3%	19.0%	7.6%	8.8%	13.7%	13.7%	加权风险资产系数	0.68	0.72	0.63	0.72	0.83	0.86	0.88
非息净收入	-9.4%	97.3%	47.9%	26.6%	26.0%	24.0%	23.6%	<b>资产质量</b>							
营业收入	30.2%	50.4%	25.2%	12.4%	13.7%	16.9%	17.0%	不良贷款余额	7339	7539	10523	13404	17902	20378	24994
营业支出	24.1%	39.8%	17.6%	6.7%	14.9%	16.9%	17.0%	不良贷款/贷款	0.69%	0.63%	0.76%	0.77%	1.00%	1.00%	1.09%
拨备前利润	36.4%	60.1%	31.2%	16.5%	12.9%	16.9%	17.0%	拨备余额/不良贷款	270.4%	357.3%	314.5%	259.7%	232.0%	234.9%	233.0%
净利润	45.2%	58.8%	34.5%	12.6%	15.3%	17.9%	17.7%	当年拨备/不良贷款	85.0%	0.0%	80.0%	75.0%	75.0%	75.0%	70.0%
								信用风险成本	0.55%	0.80%	0.64%	0.87%	0.80%	0.80%	0.81%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**黄斌辉，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、中国银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、浦发银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	<a href="mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn">fuchuxiong@chinastock.com.cn</a>
上海地区：何婷婷	021-20252612	<a href="mailto:hetingting@chinastock.com.cn">hetingting@chinastock.com.cn</a>
深广地区：詹璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>
北京地区：高兴	010-83574017	<a href="mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn">gaoxing_jg@chinastock.com.cn</a>
北京地区：李笑裕	010-83571359	<a href="mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn">lixiaoyu@chinastock.com.cn</a>