

# 民生银行

## 13年规模扩张放缓，关注盈利模式转型

同业业务压缩致13年规模扩张放缓，持续专注小微或助推中期基本面向上

13年公司总资产规模同比基本持平，增速为近五年最低水平（杠杆率同比回落3.4x至13年末的16.3x）；其中同业资产同比负增长27%；四季度，同业资产及投资业务分别环比负增长15%和2%，总资产环比负增长3%。我们认为在资本约束及监管趋严的背景下资金业务增长驱动规模扩张的盈利模式或正在发生改变。13年公司小微贷款同比增长28%，占整体贷款比提升至26%；我们看好专注小微业务对公司中期盈利能力的支撑。

2013年盈利增速放缓符合预期，分红率有所回落

公司13年净利润同比增速放缓至13%，规模增长放缓及净息差回落或是主要驱动因素；全年净息差同比回落45bps至2.49%。同业资产及投资业务占总资产比重同比回落8个百分点至25%。同时，受益于规模扩张放缓，四季度核心一级及总资本充足率环比分别回升至8.72%和10.69%；核心一级资本充足率仅略高于未来监管要求，资本或仍是现阶段制约规模增长重要因素。此外，现金分红率回落至17%（vs2012年23%）。

不良核销处置力度有所加大，逾期/不良仍处较高水平

四季度不良贷款余额环比增长12%，不良率环比回升7bps至0.85%；公司全年不良贷款余额回升27%，不良率回升9bps；其中小微企业贷款不良率回升8bps至0.48%。我们分析公司不良温和回升或得益于核销等力度有所加大，全年核销40亿元（同比增115%，占平均贷款余额0.27%）。期末逾期/不良204%仍处较高水平，我们预计14年不良贷款或仍面临一定回升压力。

估值：维持“中性”评级，下调目标价至8.85元

我们小幅调整公司14/15/16年的EPS预测至1.56/1.57/1.89元（原预测1.55/1.61/1.90）；考虑到影子银行等风险提升，上调公司股权成本率至14%（原12%）；基于DDM模型目标价下调至8.85元（原10.75元）。

### Equities

中国

银行业（除储贷业务）

12个月评级 **中性**  
保持不变

12个月目标价 **Rmb8.85**  
之前: **Rmb10.75**

股价 **Rmb8.10**

路透代码: 600016.SS 彭博代码 600016.CH

#### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb10.74-6.95

市值 Rmb222十亿/US\$35.9十亿

已发行股本 22,588百万(ORDA)

流通股比例 67%

日均成交量(千股) 116,129

日均成交额(Rmb百万) Rmb883.7

普通股股东权益(12/14E) Rmb239十亿

市净率(12/14E) 1.0x

一级资本充足率 9%

#### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	1.55	1.56	0.18	1.68
12/15E	1.61	1.57	-2.47	1.90
12/16E	1.90	1.89	-0.35	2.05

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

翁晴晶

分析师

S1460513100004

doris.weng@ubssecurities.com

+86-213-866 8813

重要数据(Rmb百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	82,196	102,592	115,469	126,305	137,774	157,099	181,567	211,349
税前利润	37,175	50,652	57,151	59,586	60,166	72,105	86,970	101,222
净利润(本地GAAP)	27,920	37,563	42,278	44,187	44,625	53,640	64,862	75,623
净利润(UBS)	27,920	37,563	42,278	44,187	44,625	53,640	64,862	75,623
一级资本充足率%	7.9	8.1	8.7	9.2	9.4	9.8	10.2	9.5
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	1.05	1.34	1.49	1.56	1.57	1.89	2.29	2.67
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	23.9	25.7	23.4	20.2	17.3	17.8	18.4	18.3
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.3	2.9	3.8	3.0	2.8	2.6	2.3	1.9
市净率	1.2	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.2	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
市盈率(UBS, 稀释后)	5.4	4.6	6.3	5.2	5.1	4.3	3.5	3.0
净股息收益率(%)	5.3	4.8	1.1	2.9	2.9	3.5	4.2	4.9

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出。(E)：根据2014年04月10日15时56分的股价(Rmb8.10)得出。

# 投资主题

## 民生银行

### 投资理由

作为中国唯一一家上市民营银行，民生银行近几年的改革和业务转型吸引了较多投资者和银行同业的关注。我们认为其持续保持较高盈利水平和净利润增长是吸引投资者的主要原因。我们认为公司以下几方面值得关注：1) 对公事业部及小微业务改革支撑公司贷款端定价优势；2) 公司近年来总资产规模扩张较快，杠杆率有所提升，引起市场对其风险担忧；3) 中小微不良占比较高，资产质量面临一定压力。我们对公司14年盈利增长略低于市场一致预期，主要源于我们对公司信贷成本的预计略超出市场预期；给予“中性”评级。

### 乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 10.83 元，对应 2014 年 1.28 倍 PB。

### 悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 6.36 元，对应 2014 年 0.75 倍 PB。

### 近期催化剂

持续专注小微业务或带来资产端定价水平稳步提升，助推基本面向上；

经济企稳或利于贷款定价提升、手续费收入增长，以及缓解资产质量压力。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb8.85

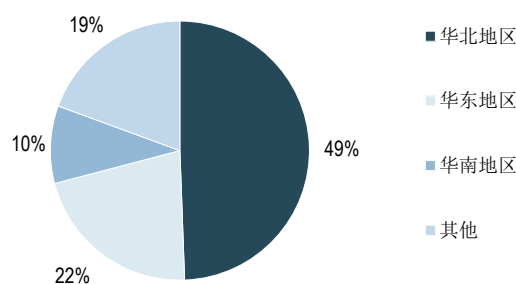
### 公司简介

民生银行是经中国人民银行批准，于 1996 年 2 月成立的一家全国性股份制商业银行。2000 年，民生银行在上海证券交易所上市。相比国内其它银行，民生银行拥有一个多元化的股东结构。同时，民生银行是增长速度最快的中资银行之一，截至 2013 年末其资产总额达到 3.2 万亿元，存款总额达到 2.1 万亿元，公司在全国共运营有 852 家分支机构。

### 行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力及金融脱媒等因素的影响，我们认为中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。我们关注民生银行盈利模式转型，以及持续专注小微业务和互联网金融战略对于公司中期基本面的支撑作用。

### 收入按地区分布 (%，2013)



数据来源：公司公告

### 盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	102,592	115,469	126,305	137,774	157,099
净利息收入	77,153	83,033	87,754	90,106	95,814
非利息收入	25,439	32,436	38,551	47,668	61,285
营业费用	42,743	45,962	50,522	56,487	67,553
拨备前利润	59,849	69,507	75,783	81,287	89,547
税前利润	50,652	57,151	59,586	60,166	72,105
净利润	37,563	42,278	44,187	44,625	53,640
每股盈利 (元)	1.34	1.49	1.56	1.57	1.89
每股净资产 (元)	5.75	6.97	8.43	9.77	11.42
每股股利 (元)	0.30	0.10	0.23	0.24	0.28

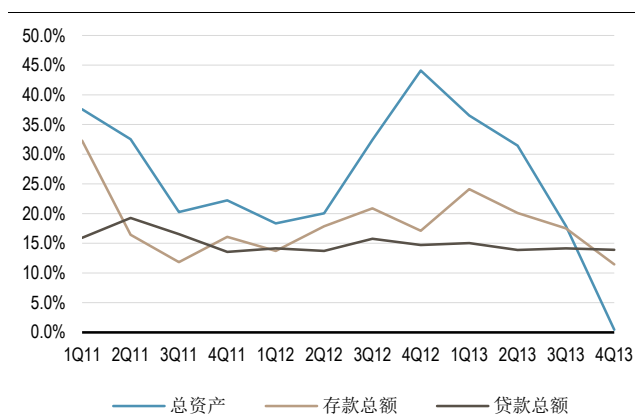
数据来源：公司公告，瑞银证券估算

## 同业业务压缩致规模扩张放缓，持续专注小微或助推中期基本面向上

13 年公司总资产规模同比基本持平，增速为近五年以来最低水平（杠杆率同比回落 3.4x 至 13 年末的 16.3 倍）；其中同业资产同比负增长 27%；四季度，同业资产及投资业务分别负增长 15% 和 2%，总资产环比负增长 3%，存款负增长 2%。2013 年公司 ROAA1.34%，同比回落 7bps；ROAE23%，同比回落 2ppt。

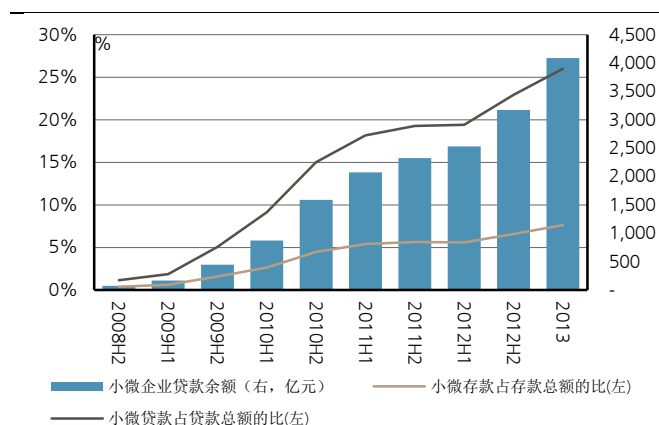
我们认为在资本约束及监管趋严的背景下资金业务增长带动规模扩张的盈利模式或正在发生改变，符合我们此前预期（详见我们 2013 年 5 月深度报告《民生高盈利商业模式解析》）；13 年公司小微贷款同比增长 28%，占整体贷款比提升至 26%；看好小微业务对公司中期盈利能力的支撑。

图表 1: 2013 年规模同比增速放缓，总资产同比基本持平



来源: 公司公告

图表 2: 公司持续专注小微业务，13 年小微贷款同比增长 28%

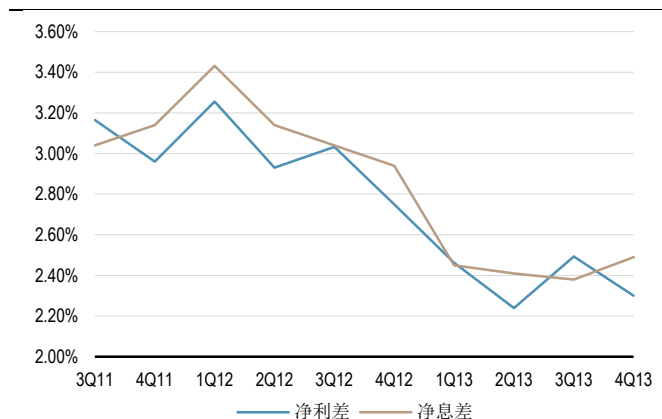


来源: 公司公告

## 2013 年盈利增速放缓符合预期，分红率有所回落

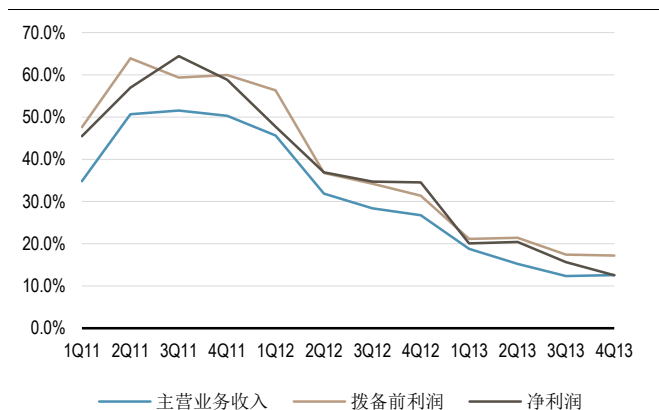
公司 13 年净利润同比增速较上年回落 22 个百分点至 13%，规模增长放缓及净息差回落或是主要驱动因素；全年净息差同比回落 45bps 至 2.49%。存贷款分别同比增长 11% 和 14%；同业资产及投资业务占总资产比重同比回落 8 个百分点至 25%。手续费及佣金净收入同比增长 46%。成本收入比同比略降 1.3ppt 至 32.8%。

图表 3: 2013 年公司净息差呈回落趋势, 四季度环比有所回升



来源: 公司公告

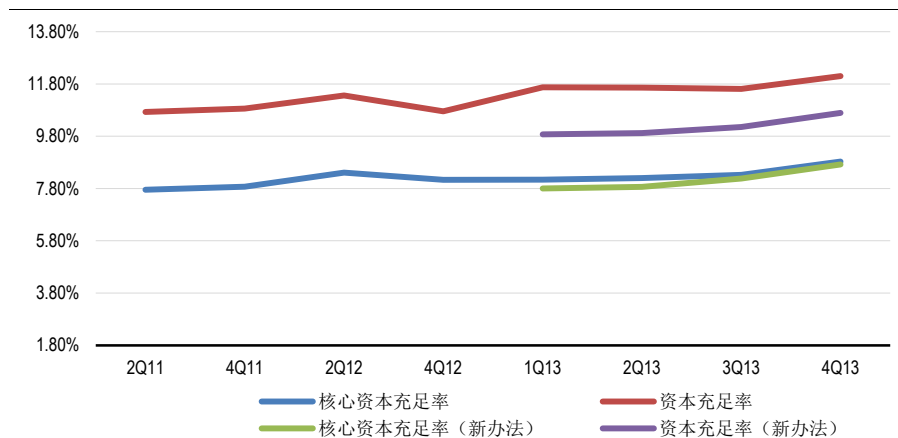
图表 4: 2013 年公司盈利同比增速有所放缓



来源: 公司公告

同时, 受益于资产规模压缩, 四季度末核心一级及总资本充足率环比分别回升至 8.72% 和 10.69%; 核心一级资本充足率仅略高于未来监管要求, 资本或仍是现阶段制约规模增长重要因素。此外, 现金分红率回落至 17% (vs2012 年 23%)。

图表 5: 受益于规模增长放缓, 2013 年公司核心及总资本充足率整体回升

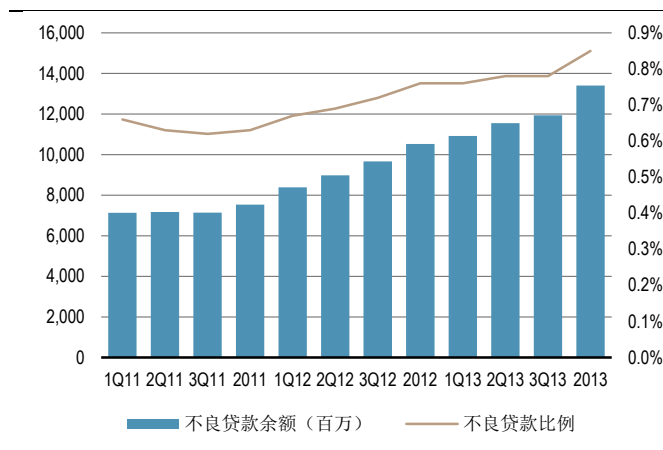


来源: 公司公告

## 不良核销处置力度有所加大，逾期/不良仍处较高水平

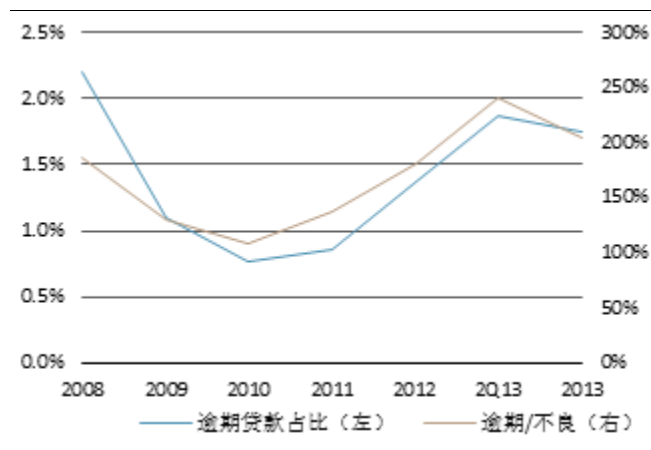
四季度不良贷款余额环比增长 12%，不良率环比回升 7bps 至 0.85%；公司全年不良贷款余额回升 27%，不良率回升 9bps；其中小微企业贷款不良率回升 8bps 至 0.48%。我们分析公司不良温和回升或得益于核销等力度有所加大，全年核销 40 亿元（同比增 115%，占平均贷款余额 0.27%）。

图表 6: 公司资产质量压力仍在，不良中期向上趋势没有改变



来源: 公司公告

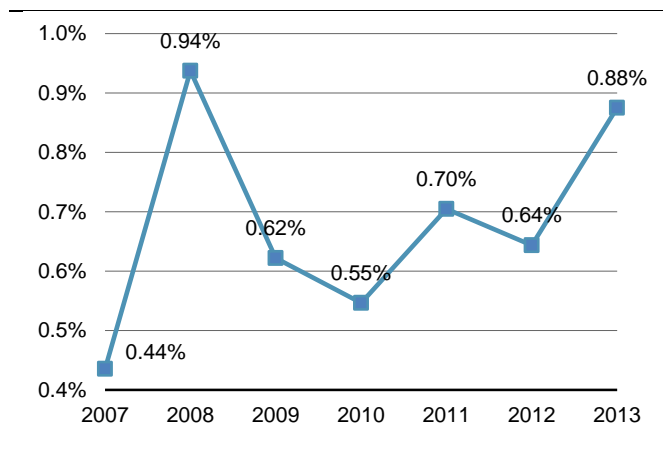
图表 7: 期末逾期/不良仍处较高水平



来源: 公司公告

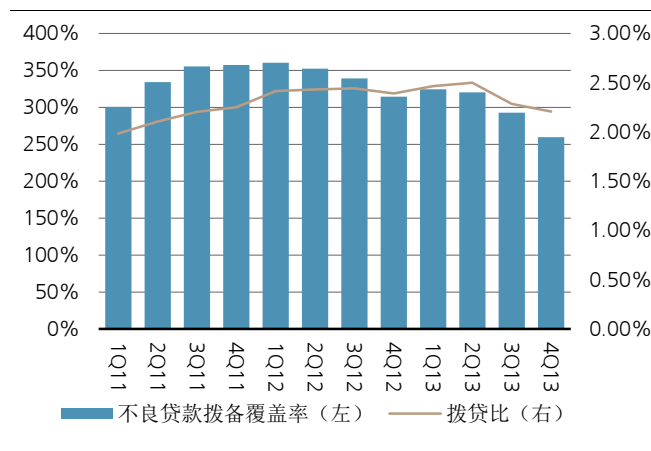
同时，公司下半年逾期贷款余额及占比均有所回落，年末逾期贷款占比 1.74%；我们分析期末逾期/不良 204% 仍处较高水平，在产能过剩及经济结构调整的背景下，预计公司 14 年资产质量或仍面临一定压力。此外，全年公司信贷成本同比回升 24bps 至 0.88%，期末拨贷比回落至 2.21%，拨备覆盖率回落至 260%。

图表 8: 公司 2013 年信贷成本同比显著提升



来源: 公司公告

图表 9: 2013 年公司拨备贷比及拨备覆盖率有所回落



来源: 公司公告

## 估值：维持“中性”评级，下调目标价至 8.85 元

我们认为公司持续专注小微及互联网金融业务方面较快反应或为其中期基本面提供支撑，现阶段仍面临原有盈利模式转型及资本实力约束等挑战。我们小幅调整公司 14/15/16 年的 EPS 预测至 1.56/1.57/1.89 元（原预测 1.55/1.61/1.90）；考虑到影子银行等风险提升，上调公司股权成本率至 14%（原 12%）；基于 DDM 模型目标价下调至 8.85 元（原 10.75 元）。公司目前股价对应 2014 年 PE/PB 分别为 5.2 倍/1 倍。

# 民生银行 (600016.SS)

损益表 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	64,821	77,153	83,033	87,754	5.7	90,106	2.7	95,814	108,455	124,067
非利息收入总额	17,375	25,439	32,436	38,551	18.9	47,668	23.6	61,285	73,111	87,282
<b>总盈利</b>	<b>82,196</b>	<b>102,592</b>	<b>115,469</b>	<b>126,305</b>	<b>9.4</b>	<b>137,774</b>	<b>9.1</b>	<b>157,099</b>	<b>181,567</b>	<b>211,349</b>
现金支出总额	(35,352)	(41,155)	(43,848)	(47,985)	-9.4	(53,443)	-11.4	(63,900)	(75,506)	(87,733)
<b>折旧前营业利润</b>	<b>46,844</b>	<b>61,437</b>	<b>71,621</b>	<b>78,320</b>	<b>9.4</b>	<b>84,331</b>	<b>7.7</b>	<b>93,200</b>	<b>106,061</b>	<b>123,616</b>
折旧和摊销(除商誉)	(1,293)	(1,588)	(2,114)	(2,537)	-20.0	(3,044)	-20.0	(3,653)	(4,384)	(5,260)
<b>拨备前营业利润</b>	<b>45,551</b>	<b>59,849</b>	<b>69,507</b>	<b>75,783</b>	<b>9.0</b>	<b>81,287</b>	<b>7.3</b>	<b>89,547</b>	<b>101,677</b>	<b>118,355</b>
总拨备	(8,376)	(9,197)	(12,356)	(16,198)	-31.1	(21,121)	-30.4	(17,441)	(14,708)	(17,133)
<b>拨备后营业利润</b>	<b>37,175</b>	<b>50,652</b>	<b>57,151</b>	<b>59,586</b>	<b>4.3</b>	<b>60,166</b>	<b>1.0</b>	<b>72,105</b>	<b>86,970</b>	<b>101,222</b>
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润 (UBS)</b>	<b>37,175</b>	<b>50,652</b>	<b>57,151</b>	<b>59,586</b>	<b>4.3</b>	<b>60,166</b>	<b>1.0</b>	<b>72,105</b>	<b>86,970</b>	<b>101,222</b>
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税后利润</b>	<b>37,175</b>	<b>50,652</b>	<b>57,151</b>	<b>59,586</b>	<b>4.3</b>	<b>60,166</b>	<b>1.0</b>	<b>72,105</b>	<b>86,970</b>	<b>101,222</b>
税项	(8,732)	(12,344)	(13,869)	(14,598)	-5.3	(14,741)	-1.0	(17,666)	(21,308)	(24,799)
<b>税后利润</b>	<b>28,443</b>	<b>38,308</b>	<b>43,282</b>	<b>44,987</b>	<b>3.9</b>	<b>45,425</b>	<b>1.0</b>	<b>54,440</b>	<b>65,662</b>	<b>76,423</b>
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(523)	(745)	(1,004)	(800)	20.3	(800)	0.0	(800)	(800)	(800)
<b>净利润 (本地 GAAP)</b>	<b>27,920</b>	<b>37,563</b>	<b>42,278</b>	<b>44,187</b>	<b>4.5</b>	<b>44,625</b>	<b>1.0</b>	<b>53,640</b>	<b>64,862</b>	<b>75,623</b>
<b>净利润(不计优先股股息)</b>	<b>27,920</b>	<b>37,563</b>	<b>42,278</b>	<b>44,187</b>	<b>4.5</b>	<b>44,625</b>	<b>1.0</b>	<b>53,640</b>	<b>64,862</b>	<b>75,623</b>
<b>净利润 (UBS)</b>	<b>27,920</b>	<b>37,563</b>	<b>42,278</b>	<b>44,187</b>	<b>4.5</b>	<b>44,625</b>	<b>1.0</b>	<b>53,640</b>	<b>64,862</b>	<b>75,623</b>
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.05	1.34	1.49	1.56	4.5	1.57	1.0	1.89	2.29	2.67
每股收益(UBS 稀释后)	1.05	1.34	1.49	1.56	4.5	1.57	1.0	1.89	2.29	2.67
拨备前营业利润(稀释后)	1.71	2.14	2.45	2.67	9.0	2.87	7.3	3.16	3.58	4.17
每股股息净值	0.30	0.30	0.10	0.23	133.6	0.24	1.0	0.28	0.34	0.40
每股账面价值	4.85	5.75	6.97	8.43	20.9	9.77	15.9	11.42	13.43	15.75
每股账面价值(UBS)	4.85	5.75	6.97	8.43	20.9	9.77	15.9	11.42	13.43	15.75
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
银行资产(年底)	2,229,064	3,212,001	3,226,210	3,376,288	4.7	3,807,028	12.8	4,282,888	4,822,450	5,431,722
银行资产(平均)	2,026,401	2,720,533	3,219,106	3,301,249	2.6	3,591,658	8.8	4,044,958	4,552,669	5,127,086
总资产(年底)	2,229,064	3,212,001	3,226,210	3,376,288	4.7	3,807,028	12.8	4,282,888	4,822,450	5,431,722
风险加权资产 (RWA) (年底)	1,602,301	2,020,011	2,325,105	2,657,721	14.3	2,991,128	12.5	3,354,278	3,781,387	4,261,285
风险加权资产 (RWA) (平均)	1,441,574	1,811,156	2,172,558	2,491,413	14.7	2,824,424	13.4	3,172,703	3,567,833	4,021,336
客户贷款	1,178,285	1,351,512	1,539,447	1,763,136	14.5	1,974,349	12.0	2,212,291	2,500,747	2,844,731
客户贷款(平均)	1,108,004	1,264,899	1,445,480	1,651,291	14.2	1,868,743	13.2	2,093,320	2,356,519	2,672,739
生息资产(平均)	2,062,831	2,621,107	3,333,532	3,279,796	-1.6	3,548,482	8.2	4,007,168	4,525,270	5,128,689
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,429,407	13.2	2,745,230	13.0	3,088,384	3,474,432	3,908,736
普通股权益(年底)	129,597	163,077	197,712	239,075	20.9	277,072	15.9	324,017	380,834	446,727
普通股权益(平均)	116,852	146,337	180,394	218,393	21.1	258,073	18.2	300,545	352,426	413,780
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	134,110	168,544	204,287	246,650	20.7	285,647	15.8	333,592	391,409	458,302
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	119,683	151,327	186,415	225,468	20.9	266,148	18.0	309,620	362,501	424,855
有形资产净值	134,110	168,544	204,287	246,650	20.7	285,647	15.8	333,592	391,409	458,302
<b>Balance sheet structure (%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
贷款/银行资产(年底)	52.9	42.1	47.7	52.2	9.4	51.9	-0.7	51.7	51.9	52.4
存款/银行资产(年底)	73.8	60.0	66.5	72.0	8.1	72.1	0.2	72.1	72.0	72.0
存贷比	71.6	70.2	71.7	72.6	1.2	71.9	-0.9	71.6	72.0	72.8
股东资金总额/银行资产(年底)	6.0	5.2	6.3	7.3	15.4	7.5	2.7	7.8	8.1	8.4

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

# 民生银行 (600016.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
<b>资本充足率 (Rmb 百万)</b>								
一级资本	126,024	164,226	202,654	244,004	282,001	328,947	385,763	405,746
总资本	174,034	217,219	248,615	295,260	336,726	387,304	448,391	473,173
风险加权资产 (RWA) (年底)	1,602,301	2,020,011	2,325,105	2,657,721	2,991,128	3,354,278	3,781,387	4,261,285
核心资本(一级资本)充足率%	7.9	8.1	8.7	9.2	9.4	9.8	10.2	9.5
一级资本充足率%	7.9	8.1	8.7	9.2	9.4	9.8	10.2	9.5
总资本充足率%	10.9	10.8	10.7	11.1	11.3	11.5	11.9	11.1
有形权益	129,597	163,077	197,712	239,075	277,072	324,017	380,834	446,727
权益对资产比率%	5.8	5.1	6.1	7.1	7.3	7.6	7.9	8.2
有形权益对有形资产比率%	5.8	5.1	6.1	7.1	7.3	7.6	7.9	8.2
<b>资产质量 (Rmb 百万)</b>								
不良资产	7,539	10,523	13,404	42,261	73,485	80,640	88,702	97,844
风险准备金总额	26,936	33,098	34,816	49,159	68,238	81,493	91,548	103,472
不良贷款率	0.6	0.8	0.9	2.3	3.6	3.5	3.4	3.3
拨备覆盖率	357.3	314.5	259.7	116.3	92.9	101.1	103.2	105.8
拨备: 平均贷款余额	0.7	0.7	0.9	1.0	1.1	0.8	0.6	0.6
不良资产净值与股东资金比率	(14.5)	(13.4)	(10.5)	(2.8)	1.8	(0.3)	(0.7)	(1.2)
<b>盈利能力</b>								
净息差(平均资产)	3.20	2.84	2.58	2.66	2.51	2.37	2.38	2.42
拨备与营业利润比率	18.4	15.4	17.8	21.4	26.0	19.5	14.5	14.5
股东权益回报率(UBS 盈利)	23.9	25.7	23.4	20.2	17.3	17.8	18.4	18.3
经调整的资产收益率	23.9	25.7	23.4	20.2	17.3	17.8	18.4	18.3
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	1.97	2.12	1.99	1.81	1.61	1.72	1.84	1.90
资产收益率	1.40	1.41	1.34	1.36	1.26	1.35	1.44	1.49
<b>生产率</b>								
成本收入比	44.6	41.7	39.8	40.0	41.0	43.0	44.0	44.0
成本与平均资产比率	1.81	1.57	1.43	1.53	1.57	1.67	1.75	1.81
薪酬费用比	25.5	24.0	21.6	22.7	23.4	24.9	25.7	25.7
<b>增长率(%)</b>								
营业收入	50.4	24.8	12.6	9.4	9.1	14.0	15.6	16.4
拨备前营业利润	59.9	31.4	16.1	9.0	7.3	10.2	13.5	16.4
净利润 (UBS)	58.8	34.5	12.6	4.5	1.0	20.2	20.9	16.6
每股股息净值	199.9	0.0	-66.7	133.6	1.0	20.2	20.9	16.6
总资产(年底)	22.2	44.1	0.4	4.7	12.8	12.5	12.6	12.6
客户贷款	13.5	14.7	13.9	14.5	12.0	12.1	13.0	13.8
客户存款	16.0	17.1	11.4	13.2	13.0	12.5	12.5	12.5
<b>Value (x)</b>								
市值/收入	1.8	1.7	2.2	1.8	1.6	1.4	1.2	1.1
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.3	2.9	3.8	3.0	2.8	2.6	2.3	1.9
市盈率(本地 GAAP, 基本)	5.4	4.6	6.3	5.2	5.1	4.3	3.5	3.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	5.4	4.6	6.3	5.2	5.1	4.3	3.5	3.0
净股息收益率(%)	5.3	4.8	1.1	2.9	2.9	3.5	4.2	4.9
市净率	1.2	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.2	1.1	1.3	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+9.3%
预测股息收益率	2.9%
预测股票回报率	+12.2%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+2.7%

---

## 风险声明

我们认为影响中国银行业的主要下行风险因素包括：1) 宏观经济的下行风险以及由此带来的资产质量风险；2) 从紧货币政策、资本金政策、利率市场化政策等对银行信贷增速、净利差等方面带来的制约；3) 包括房地产政策在内的其他重要产业政策对银行经营的影响。对于民生银行，需关注以下两点：1) 中小及小微贷款业务在经济下行周期或面临一定资产质量压力；2) 信贷类同业及理财业务扩张或面临一定监管风险。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：甘宗卫；翁晴晶。

### 涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
民生银行 <sup>2, 4, 5, 13, 16</sup>	600016.SS	中性	不适用	Rmb8.05	2014 年 04 月 09 日

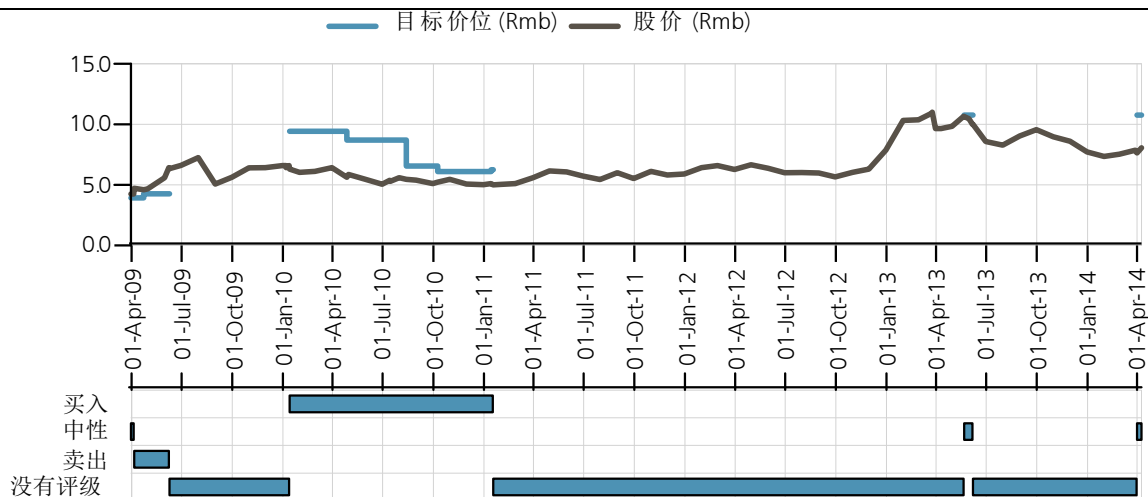
资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

- 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司曾担任该公司/实体或其关联单位证券发行或配售的经办人/联席经办人、承销商或证券配售代理。
- 在过去的 12 个月里，UBS AG, 其关联单位或子公司在对该公司/实体的投资银行业务中取得过报酬。
- 在今后的 3 个月里，UBS AG, 其关联单位或分支机构预期或试图在投资银行服务方面从该公司/实体得到报酬。

13. 截至上月末（如果该报告的日期为最近一个月月末后的 10 日之内的某一天，则为之前月的月末），UBS AG、其关联单位或分支机构是该公司某类普通股证券 1% 或更多的权益所有者。
16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。
- 除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 民生银行 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 4 月 9 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。居住在美国的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有相关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

