



业绩分析

民生银行(A) (600016.SS)

卖出

证券研究报告

业绩符合预期；不良贷款拨备缓冲降低

与预测不一致的方面

民生银行 2014 年上半年税后净利润同比增长 11% 至人民币 261 亿元，分别占我们/彭博市场全年预测的 56%/57%。二季度拨备前营业利润/税后净利润同比增长 11%/8%。**主要积极因素：1)** 我们估算净息差季环比反弹 2 个基点至 2.76%，同时生息资产恢复增长（季环比增长 9%）。上半年贷款（主要是企业贷款）定价走软的不利影响被同业资产收益率上升和资金成本下降充分抵消。**2)** 个人客户资金推动二季度存款基础季环比扩张 7%，而总贷款增幅为 4%。我们估算，尽管非标债权资产温和增长（半年环比增长 19% 至人民币 2,460 亿元，主要为应收投资项下），调整后贷存比从 2013 年的 83% 降至 80%。**主要不利因素：1)** 资产质量压力依然较高，同时不良贷款缓冲减弱。不良率/逾期率升至 0.93%/2.69%，主要来自制造业/矿业企业以及中国北方地区。我们估算，经核销和转让因素调整后的上半年/二季度折年净新增不良贷款生成率为 1.3%/1.8%，在目前已公布业绩的中型银行中处于最高水平。上半年逾期一天以上贷款生成率升至 3.33%，说明三季度面临更大的资产质量恶化风险。二季度信贷成本降至 84 个基点，导致二季度拨贷比从一季度的 2.2% 降至 2.0%。**2)** 中期派息率从 2013 年的 17% 降至 9.8%；不过，一级资本充足率季环比提高 26 个基点至 8.77%。**3)** 中小企业贷款余额基本持平于人民币 4,100 亿元（占总贷款的 24%），因为该行正在采取去风险策略。

投资影响

我们维持对于民生银行 A/H 股的卖出/中性评级以及预测不变。我们基于剩余收益模型计算的 12 个月目标价格仍为人民币 5.67 元/7.17 港元，对应 0.83 倍的 2014 年预期市净率。主要风险：政策收紧/不良贷款形势差于预期。

民生银行 2014 年二季度业绩概览

(%)	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14
不良率	0.78%	0.85%	0.87%	0.93%
拨备覆盖率	293%	260%	257%	216%
信贷成本	0.51%	1.08%	0.90%	0.84%

资料来源：公司数据

所属投资名单

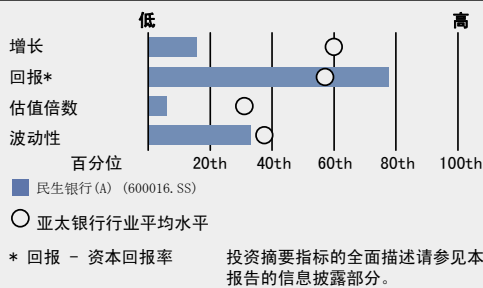
亚太卖出名单

行业评级：中性

李南, CFA (分析师) 执业证书编号: S1420513110001
+86(10)6627-3021 nan.li@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
马宁 (分析师) 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 nina.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
吴双 (分析师) 执业证书编号: S1420514080001
+86(10)6627-3487 jessica.wu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
钱玥 (研究助理)
+86(10)6627-3463 yvonne.qian@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

投资摘要

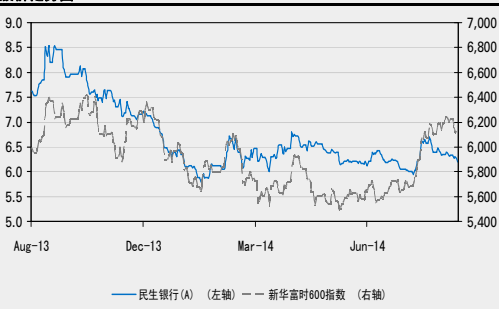


主要数据

当前	
股价 (Rmb)	6.20
12个月目标价格 (Rmb)	5.67
1988.HK 股价 (HK\$)	7.41
1988.HK 12个月目标价格 (HK\$)	7.17
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	211,043.0 / 34,353.9
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb)	1.24	1.38	1.39	1.40
每股盈利增长 (%)	10.9	10.7	1.0	0.8
1988.HK 每股盈利 (Rmb)	1.24	1.38	1.39	1.40
1988.HK 每股盈利增长 (%)	10.9	10.7	1.0	0.8
市盈率 (X)	6.3	4.5	4.5	4.4
1988.HK 市盈率 (X)	4.9	4.3	4.2	4.2
股息收益率 (%)	2.8	5.7	5.5	5.7
净资产回报率 (%)	23.4	21.7	18.8	16.5

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(0.1)	(1.2)	(18.6)
相对于新华富时600指数	(8.7)	(8.2)	(19.9)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/28/2014收盘价)

民生银行(A): 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净利息收入	83,033.0	85,655.0	92,267.1	95,622.8	总贷款	1,574,263.0	1,796,177.4	2,070,474.6	2,339,729.3
非利息收入	33,069.0	41,010.0	49,291.6	56,260.7	不良贷款	13,404.0	23,149.0	38,554.4	56,118.2
营业收入	116,102.0	126,665.0	141,558.7	151,883.5	贷款损失准备	34,816.0	43,108.3	55,902.8	67,852.1
非利息费用	(45,962.0)	(51,725.6)	(58,967.7)	(68,585.6)	总生息资产	3,070,832.0	3,426,276.1	3,942,843.7	4,479,906.3
拨备前营业利润	70,140.0	74,939.4	82,591.0	83,297.9	其它无息资产	155,378.0	170,841.6	191,439.8	214,967.1
总拨备支出	(12,989.0)	(12,465.8)	(19,392.8)	(19,472.7)	资产合计	3,226,210.0	3,597,117.7	4,134,283.5	4,694,873.4
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	客户存款	2,146,689.0	2,443,876.6	2,771,844.9	3,143,895.7
税前利润	57,151.0	62,473.5	63,198.2	63,825.2	总计息负债	2,958,736.0	3,296,235.5	3,792,621.7	4,302,645.1
税金	(13,869.0)	(14,676.4)	(14,846.8)	(14,994.0)	股东权益合计	204,287.0	240,113.9	276,862.0	313,634.2
少数股东损益	(1,004.0)	(979.4)	(1,079.8)	(1,190.5)	CAMEL比率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
净利润	42,278.0	46,817.8	47,271.6	47,640.8	C: 核心资本充足率	8.7	8.9	8.7	8.6
股息	(7,319.0)	(11,970.3)	(11,603.2)	(12,059.1)	C: 权益贷款比	12.8	13.3	13.4	13.5
股息支付率(%)	17.3	25.6	24.5	25.3	C: 权益资产比	6.1	6.5	6.5	6.5
盈利增长动力(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	A: 不良贷款率	0.9	1.3	1.9	2.4
净息差	2.61	2.64	2.51	2.27	A: 贷款损失拨备/不良贷款	259.7	186.2	145.0	120.9
拨备支出/总贷款	0.84	0.71	0.96	0.86	E: 净息差	2.61	2.64	2.51	2.27
同比增长(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	E: 非利息收入/营业收入	28.48	32.38	34.82	37.04
客户存款	11.4	13.8	13.4	13.4	E: 费用收入比	39.6	40.8	41.7	45.2
贷款	13.9	13.9	14.9	12.8	E: 平均总资产回报率	1.31	1.37	1.22	1.08
净利息收入	7.6	3.2	7.7	3.6	L: 贷存比率	71.7	71.7	72.7	72.3
手续费及佣金收入	46.0	28.8	22.5	14.9	贷款结构(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
非利息收入	29.3	24.0	20.2	14.1	商业/企业贷款	59.4	0.0	0.0	0.0
营业收入	13.0	9.1	11.8	7.3	个人住房贷款	3.9	0.0	0.0	0.0
营业费用	(7.2)	(12.5)	(14.0)	(16.3)	消费贷款	38.5	0.0	0.0	0.0
拨备前营业利润	17.2	6.8	10.2	0.9	估值(当前股价计算)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
拨备支出	41.2	(4.0)	55.6	0.4	基本市盈率(X)	6.3	4.5	4.5	4.4
税前利润	12.8	9.3	1.2	1.0	市净率(X)	1.30	0.90	0.78	0.69
净利润	12.6	10.7	1.0	0.8	股价/拨备前营业利润	3.0	2.8	2.6	2.5
每股盈利	10.9	10.7	1.0	0.8	股息收益率(%)	2.8	5.7	5.5	5.7
每股股息	(14.0)	63.6	(3.1)	3.9	每股基本盈利(Rmb)	1.24	1.38	1.39	1.40
市场规模	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	每股摊薄盈利(Rmb)	1.24	1.38	1.39	1.40
机构数量	509.0	509.0	509.0	509.0	每股基本盈利增长(%)	10.9	10.7	1.0	0.8
员工数量(000)	--	--	--	--	每股摊薄盈利增长(%)	10.9	10.7	1.0	0.8
每员工创造收入(US\$)	NM	NM	NM	NM	每股净资产(Rmb)	6.00	6.86	7.94	9.02
每员工创造净利(US\$)	NM	NM	NM	NM	每股股息(Rmb)	0.22	0.35	0.34	0.35
杜邦分析(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
净资产回报率	23.4	21.7	18.8	16.5					
x 杠杆比率	5.6	6.3	6.5	6.5					
=总资产回报率	1.31	1.37	1.22	1.08					
占资产比例	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
净利息收入	2.58	2.51	2.39	2.17					
手续费及佣金收入	0.93	1.13	1.22	1.23					
非利息收入	1.03	1.20	1.28	1.27					
营业收入	3.61	3.71	3.66	3.44					
营业费用	1.43	1.52	1.53	1.55					
拨备前营业利润	2.18	2.20	2.14	1.89					
贷款损失拨备	0.40	0.37	0.50	0.44					
税前利润	1.78	1.83	1.63	1.45					
税金	0.43	0.43	0.38	0.34					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

李南, CFA
nan.li@ghsl.cn

钱玥
yvonne.qian@ghsl.cn

马宁
ning.ma@ghsl.cn

吴双
jessica.wu@ghsl.cn

图表1: 民生银行 2014 年上半年税后净利润同比增长 11%，占我们全年预测的 56%，收入符合预期但拨备缓冲减弱。第二季度的积极趋势包括净息差扩张、生息资产恢复增长以及存款基础/杠杆改善等，但该行的不良贷款和逾期贷款生成率均在目前已公布业绩的中型银行中处于最高水平

人民币百万	Half year results					Qtrly results				2Q14	
	2H13	1H14	YoY (%)	HoH (%)	1H14 as of 2014E	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	QoQ (%)	YoY (%)
损益表											
净利息收入	42,469	43,600	7	3	51	20,025	22,444	21,195	22,405	6	10
非利息收入	15,141	21,352	19	41	53	7,614	7,527	10,003	11,349	13	21
手续费及佣金净收入	13,734	18,438	14	34	48	6,765.0	6,969.0	8,714.0	9,724.0	12	8
总营业收入	57,610	64,952	11	13	51	27,639	29,971	31,198	33,754	8	13
总营业费用	25,236	23,337	13	(8)	45	11,601	13,635	10,485	12,852	23	17
营业税	3,992	4,371	9	9	47	1,961	2,031	2,121	2,250	6	9
拨备前营业利润	32,374	41,615	10	29	56	16,038	16,336	20,713	20,902	1	11
不含交易收益的拨备前营业利润	31,654	41,151	6	30	56	15,514	16,140	20,588	20,563	(0)	4
拨备支出	6,217	7,218	7	16	58	1,950.0	4,267.0	3,663.0	3,555.0	(3)	29
营业利润	26,157	34,397	11	32	55	14,088	12,069	17,050	17,347	2	8
税金	6,369	8,306	11	30	57	3,473.0	2,896.0	4,121.0	4,185.0	2	8
净利润	19,788	26,091	11	32	56	10,369	8,964	12,676	12,894	2	8
资产负债表											
资产总额	3,226,210	3,571,451	5	11	99	3,313,219	3,226,210	3,282,119	3,571,451	9	5
贷款总额	1,574,263	1,696,283	14	8	94	1,533,918	1,574,263	1,635,254	1,696,283	4	14
不良贷款	13,404	15,818	37	18	68	11,938	13,404	14,153	15,818	12	37
贷款损失拨备	34,816	34,146	(8)	(2)	79	34,966	34,816	36,321	34,146	(6)	(8)
客户存款	2,146,689	2,420,577	11	13	99	2,180,686	2,146,689	2,256,429	2,420,577	7	11
股东权益	204,287	229,299	20	12	95	196,226	204,287	217,881	229,299	5	20
生息资产	3,070,832	3,385,093	3	10	99	3,167,008	3,070,832	3,110,620	3,385,093	9	3
非标回购(除票据)与投资	207,050	246,075	43	19							
调整后拨贷比	83%	80%	4%	-3%							
调整后拨贷比	2.0%	1.8%	-0.5%	-0.2%							
Camel ratios %											
资本充足率											
股东权益/资产	6.33	6.42	0.8	0.1	(0.25)	5.92	6.33	6.64	6.42	(0.22)	0.81
股东权益/贷款	12.98	13.52	0.6	0.5	0.15	12.79	12.98	13.32	13.52	0.19	0.64
资产质量											
不良贷款率	0.85	0.93	0.15	0.08	(0.36)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.07	0.15
贷款损失拨备/不良贷款	260	216	(105)	(44)	30	293	260	257	216	(41)	(105)
不良贷款净生成率	2.21	2.01	(0.48)	(0.20)	2.00	2.28	2.21	2.22	2.01	(0.21)	(0.48)
信贷成本	0.79	0.85	0.55	0.91	0.16	0.51	1.08	0.90	0.84	(0.06)	0.10
回报率											
净息差	2.68	2.70	0.15	0.02	0.06	2.49	2.88	2.74	2.76	0.02	0.22
非利息收入/营业收入	26.28	32.87	2.2	6.6	1.31	27.55	25.11	32.06	33.62	1.56	2.16
成本收入比	43.80	35.93	0.50	(7.9)	(4.91)	41.97	45.49	33.61	38.08	4.47	1.18
拨备前平均经营性资产回报率	1.95	2.45	0.2	0.5	0.25	1.91	2.00	2.55	2.44	(0.11)	0.19
总资产回报率	1.19	1.54	0.1	0.3	0.16	1.23	1.10	1.56	1.51	(0.05)	0.08
净资产回报率	20.01	24.07	(2.1)	4.1	3.00	21.41	17.91	24.02	23.07	(0.95)	(2.39)
流动性											
贷存比	73.33	70.08	1.8	(3.3)	(3.42)	70.34	73.33	72.47	70.08	(2.39)	1.80
有效税率(%)	24.35	24.15	(0.1)	(0.2)	0.66	24.65	24.00	24.17	24.13	(0.04)	0.08
均值											
平均资产	3,318,152	3,398,831	2.7	2.4	100	3,361,656	3,269,715	3,254,165	3,426,785	5	2
平均股东权益	197,747	216,793	20.5	9.6	98	193,717	200,257	211,084	223,590	6	19

资料来源: 公司数据、高华证券研究

信息披露附录

申明

我们，李南，CFA、马宁，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

李南，CFA：中国券商、中国金融行业。马宁：中国金融行业。

中国券商：银河证券、招商证券、中信证券(A)、中信证券(H)、光大证券、海通证券(A)、海通证券(H)。

中国金融行业：农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、重庆银行、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信信达、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、工商银行(A)、工商银行(H)、兴业银行、新华保险(A)、新华保险(H)、人保集团、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬：民生银行(A) (Rmb6.20)、民生银行(H) (HK\$7.41)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华是高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。