

2015年2月13日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(人民币元/港币) 10.5/11.0

公司基本资讯

产业别	银行		
A 股价(2015/2/13)	9.30		
上证综指(2015/2/13)	3173.42		
股价 12 个月高/低	10.9/5.95		
总发行股数(百万)	34230.61		
A 股数(百万)	27297.03		
A 市值(亿元)	3183.45		
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(20.25%)		
每股净值(元)	6.79		
股价/账面净值	1.37		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-9.1	43.0	46.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-4-25	9.82	买入

产品组合

净利息收入	70.47%
手续费净收入	26.73%
其他净收入	2.79%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	24.8%

股价相对大盘走势



民生银行(600016.SH/1988.HK) Buy 买入 (维持)

业绩快报点评：资产质量成为最大压力

结论与建议：

事件：民生银行公布2014年业绩快报，全年净利润同比增5.36%，低于我们的预期，源于Q4表现较差，Q4净利润同比下降13.3%，我们猜测主要由于四季度拨备支出继续增加所致。公司年末不良率1.17%，环比上升13BP，显示资产质量中短期内仍是民生乃至银行业的最大问题，不过我们判断央行采取的一系列降息降准等宽松政策有望逐渐改善下游企业盈利，进而传导到银行资产端。目前公司A/H股价分别交易于1.20X、0.93X 2015年PB，估值较低，暂时维持买入评级。

- **拨备支出增加压缩利润：**民生 2014 年实现净利润 445.5 亿元，YOY 增 5.4%，低于我们 10%左右的预期，主要由于四季度表现较差：Q4 单季度实现净利润下滑 13.3%至 77.7 亿元 不过从营收来看 Q4 营收增长 18.9%，这又与我们的预期是一致的，显示银行端的息差并未出现显著收窄，我们判断利润的低增长应是公司四季度继续加大了拨备支出，使得拨备后的净利润远低于营收增速。
- **不良持续上升：**公司 2014 年末不良率约为 1.17%，环比升 13BP，与行业表现一致，且民生银行小微贷款业务相较行业更多，在经济面临下行压力时不良暴露风险可能更大，未来仍需进一步消化，或许这也是公司持续加大拨备计提力度的主要原因，我们测算 Q4 单季度的信用成本可能高达 1.8%，环比提升 0.4 个百分点。
- **展望未来：**从 2014 年反馈的情况可以看出，在国内银行业利率市场化的冲击下，银行端息差并未受到剧烈冲击，显示银行端仍有较强的议价能力，我们判断未来息差亦将呈现平稳收窄的走势；目前更值得关注的是银行端的资产质量问题，截至 11 月末，国内商业银行不良率较年初上升 31BP 至 1.31%，不过目前银行拨备充足，Q3 拨备覆盖率接近 250%，仍有较大的利润调节空间，且央行降息降准政策也有望对银行资产端带来一定改善，因此我们判断 2015 年银行端的利润增速仍将相对平稳。
- **盈利预测与投资建议：**公司近期经历了安邦入股以及行长辞职等事件，短期可能会对经营造成一定压力，不过考虑到银行业同质化程度极高，在战略方向确定的情况下，高层的变动并不会对银行的发展方向构成实质影响，并且我们也观察到公司股价在上述事件后亦逐渐走稳，显示市场对安邦入股民生带来的改变仍抱有一定期待。我们下调公司 2015 盈利预测增速 4 个百分点至 8%，为 482 亿元，目前 A/H 股股价对应 2015 年 PB 分别为 1.2 倍、0.93 倍，估值较低，暂维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**资本补充进展不顺利；利率市场化进程超预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	27,920	37,563	42,278	44,546	48,226
同比增减	%	58.81%	34.54%	12.55%	5.36%	8.26%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.05	1.32	1.49	1.31	1.42
同比增减	%	58.81%	34.54%	12.55%	5.36%	8.26%
市盈率(P/E)	X	8.96	7.07	6.28	7.15	6.61
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.30	0.35	0.40
股息率 (Yield)	%	3.21%	3.21%	3.21%	3.74%	4.27%

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	82,368	103,111	115,886	135,469	132,691
净利息收入	64,821	77,153	83,033	89,396	89,480
净手续费及佣金收入	15,101	20,523	29,956	36,834	39,296
营业支出	45,083	52,379	59,083	75,990	68,616
营业利润	37,285	50,732	56,803	59,479	64,075
拨备前净利润总额	45,661	59,929	69,792	81,540	80,702
资产准备支出	8,376	9,197	12,989	22,061	16,627
利润总额	37,175	50,652	57,151	59,793	64,406
减：所得税	8,732	12,344	13,869	14,441	15,554
净利润	27,920	37,563	42,278	44,546	48,226

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014F	2015F
现金及存放央行款项	332,805	420,418	485,583	560,848	647,780
存放同业款项	232,336	236,161	273,002	315,590	364,823
交易性金融资产	20,423	26,318	30,397	35,109	40,551
持有到期投资	117,886	83,653	92,018	101,220	111,342
可供出售金融资产	64,732	117,150	128,865	141,752	155,927
客户贷款	1,178,285	1,351,512	1,539,447	1,598,933	1,662,137
固定资产	8,823	12,161	13,377	14,715	16,186
其他资产	21,592	33,537	40,412	48,697	58,679
资产总计	2,229,064	3,212,001	3,854,401	4,625,281	5,550,338
同业存放款项	262,891	735,851	783,681	834,621	888,871
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,592,983	2,660,285
负债合计	2,099,467	3,048,924	3,666,507	4,409,203	5,301,848
股本(百万股)	26,715	28,366	28,366	28,366	28,366
股东权益总额	129,597	163,077	187,894	216,078	248,490
负债和所有者权益总计	2,229,064	3,212,001	3,854,401	4,625,281	5,550,338

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	100,926	65,088	67,812	77,942	70,281
投资活动产生的现金流量净额	-138,699	-19,237	-18,777	-17,294	-18,436
筹资活动产生的现金流量净额	9,287	6,300	4,046	6,544	5,630
现金及现金等价物净增加额	96,045	52,051	52,948	67,015	57,338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证①持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证②。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。