

民生银行(A) (600016.SS): 因去风险策略而上调至中性评级

最新调整

我们将民生银行 A 股评级从卖出上调至中性，因为我们看好该行在经济下行期间采取的去风险策略，以及在提高资本金、零售银行业务实力和经营效率方面所付出努力。

去年 5 月我们下调该股评级时的**两个主要担忧因素**是：(a) 杠杆率上升（2013 年下半年经非标资产调整的贷存比半年环比上升了 7 个百分点至 83%）；(b) A 股可转债的转股速度慢于预期给一级资本带来限制。**我们认为这两点目前均有所改善：**

(1) 2014 年上半年**经非标资产调整的贷存比**半年环比**下降 3 个百分点**至 80%（图表 44），低于中小银行股 87% 的均值，得益于非标资产扩张放缓以及在零售存款推动下的存款稳健增长；

(2) 考虑到民生银行公布的人民币 380 亿元资本金补充计划，我们估算该行的**资本金将足以覆盖潜在的额外非标资产拨备/资本金计提**，因为民生银行拥有良好的内部资金生成能力而且资产扩张速度适中。

此外，我们注意到：

(3) 民生银行**零售存款稳步发展**（图表 46）。管理层计划在**2015 年提高零售资产/消费信贷占比**，使其与零售存款占比相符；

(4) **实施员工持股计划**也有望推动经营效率提高，我们目前尚未将这一因素计入预测。

自从我们于 2014 年 5 月 21 日将民生银行 A 股加入 AEJ 卖出名单以来，该股累计上涨了 50.8%，较新华富时 600 指数小幅落后 4.7%。

当前观点

我们将 2014 年预期税后净利润下调了 4%，因该行拨备提高（上升 66%）抵消了净息差好于预期的影响。展望 2015/16 年，我们预计民生银行将通过增加消费信贷业务占比以及更审慎地针对核心企业客户放贷的方式来继续为资产负债表去风险。我们假设业务规模扩张速度（资产增速）放缓但盈利能力（净息差和风险调整后回报）提升，我们据此将 2015/16 年预期税后净利润分别上调 3%/10%。我们仍对民生银行的资产质量持谨慎看法，因为该行的小微企业业务占比较高。我们预计直至 2016 年底新增不良贷款生成率可能保持在 1.30% 的高位（而 2014/15/16 行业均值预计为 0.87%/0.95%/0.94%）并且对盈利带来压力。我们预计 2015-16 年民生银行税后利润增速将持平于 8%，低于 10%/8%/9% 的行业均值。

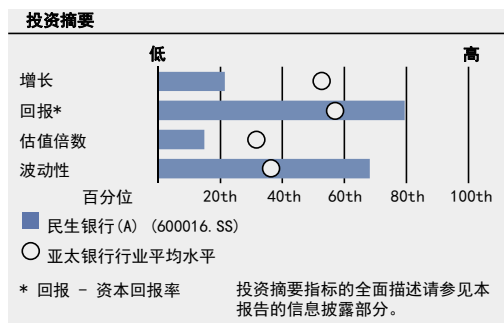
估值

我们将基于剩余收益模型的 12 个月目标价从人民币 5.67 元上调至 10.0 元，对应 1.23 倍的 2015 年预期目标市净率。我们将目标价上调 76% 是受到以下因素的推动：(1) 将估值基础延展至 2015 年预期账面价值（为目标价上调贡献了 20 个百分点）；(2) 资产增速放缓推动中期总资产回报率上升（贡献 24 个百分点）；以及(3) 对通过剩余收益模型直接得出的 1.01 倍基本目标市净率应用了 22% 的流动性溢价（贡献 32 个百分点）。民生银行 A 股当前股价对应 1.15 倍的 2015 年预期市净率以及 18.3% 的净资产回报率，隐含 7% 的上行空间。

主要风险

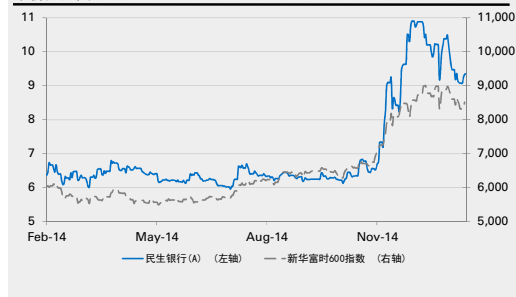
上行风险：收入和资产质量好于预期；

下行风险：净息差/不良贷款差于预期、宏观经济硬着陆。



Key data	Current			
Price (Rmb)	9.35			
12 month price target (Rmb)	10.00			
Market cap (Rmb mn / US\$ mn)	318,274.0 / 50,992.4			
Foreign ownership (%)	--			
	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
EPS (Rmb)	1.24	1.32	1.42	1.54
EPS growth (%)	10.9	5.9	8.3	8.2
EPS (diluted) (Rmb)	1.24	1.32	1.42	1.54
EPS (basic pre-ex) (Rmb)	1.24	1.32	1.42	1.54
P/E (X)	6.3	7.1	6.6	6.1
P/B (X)	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	NM	NM	NM	NM
Dividend yield (%)	2.8	2.4	2.9	3.5
ROE (%)	23.4	20.6	18.8	17.6
CROCI (%)	NM	NM	NM	NM

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	37.5	44.3	47.1
相对于新华富时600指数	8.4	3.5	3.4

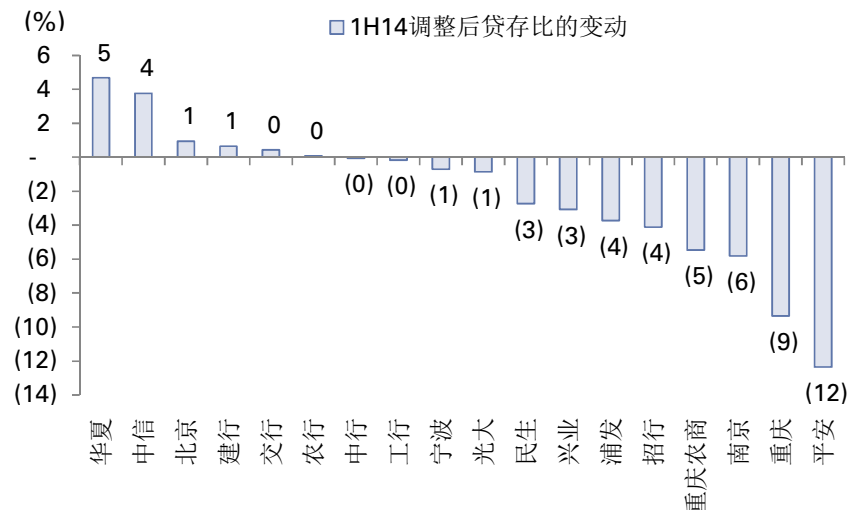
资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为2/11/2015收盘价)

民生银行(A)：财务数据概要

Profit model (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	Balance sheet (Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Net interest income	83,033.0	90,955.4	99,853.3	104,997.6	Gross loans	1,574,263.0	1,897,552.0	2,153,975.0	2,406,274.4
Non-interest income	33,069.0	43,299.6	49,135.3	55,787.4	NPLs	13,404.0	21,795.3	31,303.1	41,255.6
Operating revenue	116,102.0	134,255.0	148,988.6	160,785.0	Loan loss reserves	34,816.0	42,884.7	55,572.6	66,413.2
Non-interest expense	(45,962.0)	(53,172.7)	(59,498.8)	(65,814.9)	Total interest earning assets	3,070,832.0	3,691,803.4	4,224,909.3	4,775,833.2
Preprovision operating profit	70,140.0	81,082.3	89,489.8	94,970.1	Other non-interest earning assets	155,378.0	191,722.8	209,919.4	241,257.8
Total provision charge	(12,989.0)	(20,703.4)	(24,161.1)	(24,236.8)	Total assets	3,226,210.0	3,883,526.3	4,434,828.7	5,017,090.9
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	Customer deposits	2,146,689.0	2,590,017.4	2,951,324.8	3,347,466.4
Pretax profit	57,151.0	60,378.9	65,328.7	70,733.3	Total interest-bearing liabilities	2,958,736.0	3,557,704.2	4,056,241.4	4,581,376.2
Tax	(13,869.0)	(14,541.6)	(15,678.9)	(16,976.0)	Total equity	204,287.0	244,108.7	284,438.5	326,867.9
Minorities	(1,004.0)	(1,068.1)	(1,177.5)	(1,298.2)	CAMEL ratios (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Net profit	42,278.0	44,769.2	48,472.3	52,459.1	C: Tier 1 capital ratio	8.7	8.6	8.8	9.1
Dividends	(7,319.0)	(7,489.6)	(9,320.0)	(11,327.8)	C: Equity/loans	12.8	12.8	13.2	13.7
Dividends payout (%)	17.3	16.7	19.2	21.6	C: Equity/assets	6.1	6.1	6.3	6.4
Earnings growth drivers (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	A: NPL ratio	0.9	1.1	1.5	1.7
Net interest margin	2.61	2.69	2.53	2.33	A: Loan loss reserves/NPLs	259.7	196.8	177.5	161.0
Provision charge/total loans	0.84	1.12	1.15	1.04	E: Net interest margin	2.61	2.69	2.53	2.33
YoY Growth (%)					E: Non int inc/oper revenues	28.48	32.25	32.98	34.70
Customer deposits	11.4	20.7	14.0	13.4	E: Cost-income ratio	39.6	39.6	39.9	40.9
Loans	13.9	20.5	13.1	11.5	E: ROAA	1.31	1.26	1.17	1.11
Net interest income	7.6	9.5	9.8	5.2	L: Loan/deposit ratio	71.7	71.6	71.1	69.9
Fee income	46.0	29.6	21.2	14.8	Loan portfolio (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Non-interest income	29.3	30.9	13.5	13.5	Commercial & corporate	59.4	0.0	0.0	0.0
Operating revenue	13.0	15.6	11.0	7.9	Mortgages/home loans	3.9	0.0	0.0	0.0
Operating expenses	(7.2)	(15.7)	(11.9)	(10.6)	Consumer	38.5	0.0	0.0	0.0
Preprovision operating profit	17.2	15.6	10.4	6.1	Valuation (current price)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
Provision charges	41.2	59.4	16.7	0.3	P/E basic (X)	6.3	7.1	6.6	6.1
Pretax profit	12.8	5.6	8.2	8.3	P/B (X)	1.34	1.34	1.15	1.10
Net profit	12.6	5.9	8.3	8.2	P/PPOP (X)	4.5	3.9	3.6	3.4
EPS	10.9	5.9	8.3	8.2	Dividend yield (%)	2.8	2.4	2.9	3.5
DPS	(14.0)	2.3	24.4	21.5	EPS, basic (Rmb)	1.24	1.32	1.42	1.54
Market dimensions	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	EPS, fully-diluted (Rmb)	1.24	1.32	1.42	1.54
No of branches	509.0	509.0	509.0	509.0	EPS, basic growth (%)	10.9	5.9	8.3	8.2
No of staff (000)	--	--	--	--	EPS, fully diluted growth (%)	10.9	5.9	8.3	8.2
Revenues/staff (Rs)	NM	NM	NM	NM	BVPS (Rmb)	5.81	6.96	8.15	9.39
Net profit/staff (Rs)	NM	NM	NM	NM	DPS (Rmb)	0.22	0.22	0.27	0.33
DuPont analysis (%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
ROE	23.4	20.6	18.8	17.6					
x leverage	5.6	6.1	6.2	6.3					
= ROA	1.31	1.26	1.17	1.11					
% of assets	12/13	12/14E	12/15E	12/16E					
Net interest income	2.58	2.56	2.40	2.22					
Fee income	0.93	1.09	1.13	1.14					
Non-interest income	1.03	1.22	1.18	1.18					
Operating revenue	3.61	3.78	3.58	3.40					
Operating expenses	1.43	1.50	1.43	1.39					
Preprovision operating profit	2.18	2.28	2.15	2.01					
Loan loss provisions	0.40	0.58	0.58	0.51					
Pretax profits	1.78	1.70	1.57	1.50					
Taxes	0.43	0.41	0.38	0.36					

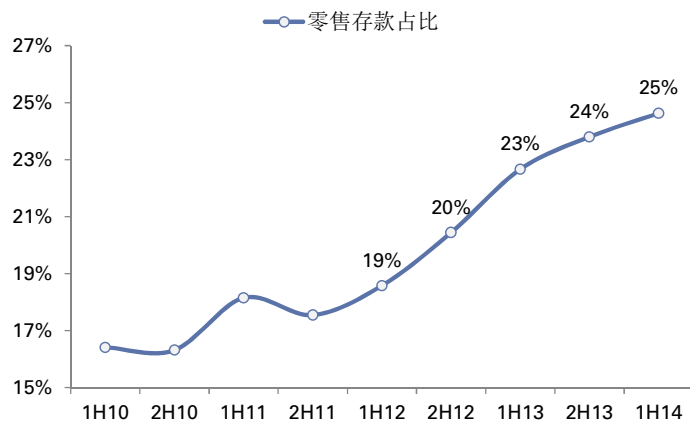
Note: Last actual year may include reported and estimated data.
Source: Company data, Goldman Sachs Research estimates.

图表 44: 2014 年上半年经非标资产调整的贷存比下降了 3 个百分点至 80%（而 2013 年下半年上升了 6 个百分点），因为非标资产扩张放缓且存款增长稳健



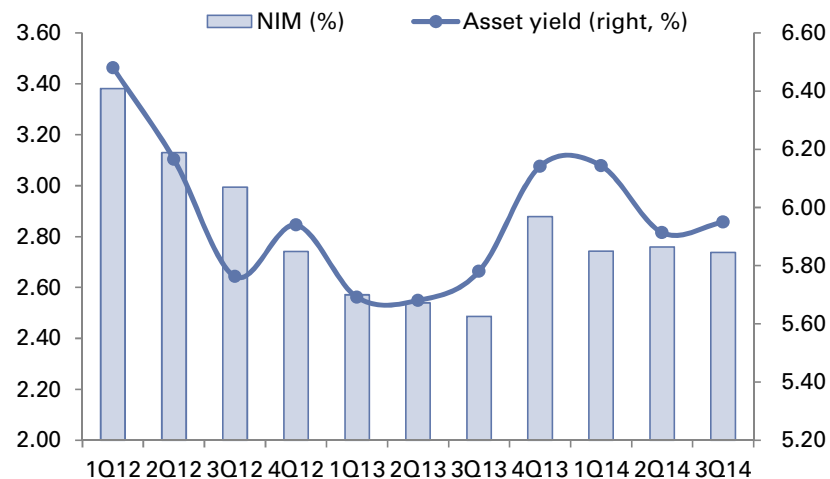
资料来源：公司数据、高华证券研究

图表 46: 民生银行零售存款业务占比稳步增长；管理层计划在 2015 年提高零售资产占比



资料来源：公司数据

图表 45: 2013 年下半年以来净息差从底部回升，因为该行为去杠杆化而削减了低收益买入返售业务的规模，同时可能较同业更多地受益于同业放松



资料来源：公司数据、高华证券研究