



股票代码	600016.CH	1988.HK
评级	卖出	持有
原评级	持有	持有
收盘价	人民币 9.79	港币 9.49
目标价格	人民币 8.19	港币 9.33
原目标价格	人民币 5.75	港币 7.28
上/下浮比例	-16%	-2%
目标价格基础	1倍15年市净率	0.9倍15年市净率
板块评级	中立	中立

民生银行

业绩低于预期，转型阵痛叠加资产质量恶化

民生银行2014年归属净利润同比增长5.4%至445亿元，比我们的预测低5.9%。该行4季度净利润78亿元，同比下降13.3%，主要是因为拨备费用同比大增86%。展望今明两年，我们认为民生业务模式转型成效的显现尚需时日，因此拨备前利润增速难有明显改善。同时，该行较低的拨备覆盖率及持续上升的不良贷款形成率表明其年拨备费用增长将维持高位。我们将其2015和16年每股盈利预测分别下调18%和28%至1.19和1.06元。我们维持对H股的持有评级，但由于A股估值偏高将其评级下调为卖出。

支撑评级的要点

- **拨备前利润增速低于同业。**民生银行14年4季度拨备前利润增长13.9%，远低于其他股份制银行25.4%的平均增速。具体来看，4季度手续费收入实现50%的同比增长，主要得益于代理业务收入强劲增长。但是净息差（期初期末余额测算）环比下降6个基点至2.68%，主要是因为存贷利差缩窄。同时，成本收入比同比上升2.5个百分点至42%，可能是因为大量新建社区银行导致费用上升。我们还注意到其小微企业贷款余额环比缩窄0.9%至4030亿人民币。种种迹象表明民生银行正处于业务模式转型的关键时期，我们认为转型成效显现仍需时日。
- **资产质量压力高位上升。**民生银行不良贷款余额环比增长17%至211亿人民币。不良贷款率环比上升13个基点至1.17%。我们测算其14年下半年年化不良贷款形成率由上半年的1.30%上升至1.73%，在上市银行中处于高位。小微企业贷款仍是不良贷款的主要来源，14年下半年小微企业贷款的不良率由上半年的0.69%上升至1.17%。同时，民生银行4季度将信用成本上升至1.79%，拨备覆盖率依旧环比下降18个百分点至182%。较低拨备覆盖水平以及持续上升的不良贷款形成率预示其2015-17年信贷成本将维持高位。
- **派息率下降。**民生银行2014年派息率为14.2%，是过去4年的最低水平，可能出于管理层对资本充足水平的担忧（一级资本充足率环比下降15个基点至8.59%）。

评级面临的主要风险

- 经济下行对微型企业贷款的影响超出预期。

估值

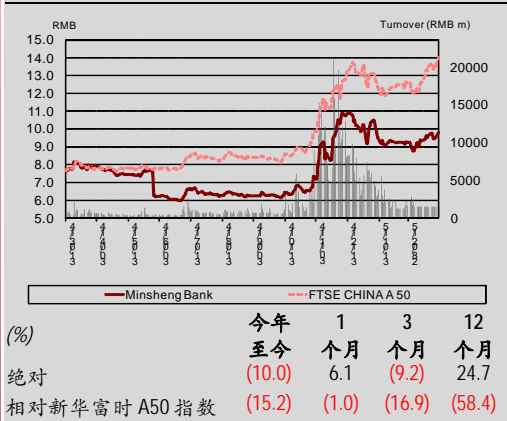
- 基于2015年预测，民生银行H股和A股当前股价分别对应0.92和1.20倍市净率。我们重申对H股的持有评级，同时由于估值过高原因将A股评级下调为卖出。在近几个月的市场反弹后，我们将H股和A股目标价分别上调为9.33港币和8.19人民币，对应0.9和1.0倍2015年预期市净率。我们建议A股投资者在市场表现依然良好时获利了结。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	115,886	135,469	151,453	167,816	188,126
变动(%)	12.4	16.9	11.8	10.8	12.1
净利润(人民币 百万)	42,278	44,546	40,571	36,499	34,871
全面摊薄每股收益(人民币)	1.24	1.30	1.19	1.07	1.02
变动(%)	12.6	5.0	(8.9)	(10.0)	(4.5)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.45	1.49	-
调整幅度(%)	-	-	(18.1)	(28.3)	-
全面摊薄市盈率(倍)	7.88	7.51	8.24	9.16	9.59
每股账面价值(人民币)	6.97	7.03	8.19	9.07	9.91
价格/每股账面价值(倍)	1.40	1.39	1.20	1.08	0.99
每股股息(人民币)	0.26	0.18	0.17	0.15	0.14
股息率(%)	2.64	1.89	1.72	1.55	1.48

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



发行股数(百万)	34,231
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	268,097
3个月日均交易额(人民币 百万)	4,196
主要股东(%)	
新希望集团	19

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年3月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

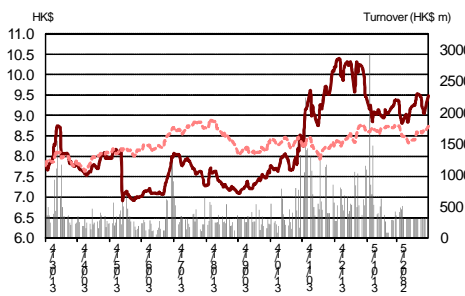
孙洁妮*

(8610) 6622 9335

jjeni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514090001

*唐伟城、袁琳为本报告重大贡献者

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.0)	1.3	(5.9)	19.7
相对恒生中国企业指数	(12.3)	1.2	(11.6)	7.0

发行股数(百万)	34,231
流通股(%)	20
流通股市值(港币百万)	64,970
3个月日均交易额(港币百万)	590
主要股东(%)	
新希望集团	19

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年3月30日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币百万)	115,886	135,469	151,453	167,816	188,126
变动(%)	12.4	16.9	11.8	10.8	12.1
净利润(人民币百万)	42,278	44,546	40,571	36,499	34,871
全面摊薄每股收益(人民币)	1.24	1.30	1.19	1.07	1.02
变动(%)	12.6	5.0	(8.9)	(10.0)	(4.5)
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.45	1.49	-
调整幅度(%)	-	-	(18.1)	(28.3)	-
全面摊薄市盈率(倍)	6.04	5.75	6.31	7.02	7.34
每股账面价值(人民币)	6.97	7.03	8.19	9.07	9.91
价格/每股账面价值(倍)	1.08	1.07	0.92	0.83	0.76
每股股息(人民币)	0.26	0.18	0.17	0.15	0.14
股息率(%)	3.44	2.47	2.25	2.02	1.93

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2014 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2014	2013	同比 (%)	14 年 4 季度同比 (%)
净利息收入	92,136	83,033	11.0	10.2
佣金收入	38,239	29,956	27.7	49.6
其他非息收入	5,094	2,897	75.8	(21.1)
经营收入	135,469	115,886	16.9	18.9
经营费用	(45,853)	(38,090)	20.4	26.5
拨备前利润	89,616	77,796	15.2	13.9
拨备费用	(21,132)	(12,989)	62.7	86.4
拨备后利润	68,484	64,807	5.7	(8.4)
营业税	(9,005)	(8,004)	12.5	16.1
营业外收入	314	348	(9.8)	(50.6)
税前利润	59,793	57,151	4.6	(13.5)
企业所得税	(14,226)	(13,869)	2.6	(20.3)
净利润	45,567	43,282	5.3	(11.3)
少数股东权益	(1,021)	(1,004)	1.7	76.6
归属净利润	44,546	42,278	5.4	(13.3)

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 2014 年预测 vs. 实际业绩

(人民币, 百万)	中银国际预测	实际	差异 (%)
净利息收入	88,395	92,136	4.2
佣金收入	39,743	38,239	(3.8)
其他非息收入	3,258	5,094	56.4
经营收入	131,396	135,469	3.1
经营费用	(43,437)	(45,853)	5.6
拨备前利润	87,958	89,616	1.9
计提费用	(15,385)	(21,132)	37.4
经营利润	72,574	68,484	(5.6)
营业税	(9,230)	(9,005)	(2.4)
非经常性收益/(亏损)	383	314	(18.0)
税前利润	63,726	59,793	(6.2)
所得税	(15,398)	(14,226)	(7.6)
净利润	48,328	45,567	(5.7)
少数股东权益	(1,004)	(1,021)	1.7
归属净利润	47,324	44,546	(5.9)

资料来源：公司数据、中银国际研究

损益表 H & A (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	83,033	92,136	98,076	102,149	108,213
非息收入	32,853	43,333	53,377	65,667	79,912
经营收入	115,886	135,469	151,453	167,816	188,126
经营费用	(38,090)	(45,853)	(50,379)	(55,126)	(60,644)
拨备前经营利润	77,796	89,616	101,074	112,691	127,481
贷款损失拨备	(12,989)	(21,132)	(37,318)	(53,452)	(69,242)
经营利润	64,807	68,484	63,755	59,239	58,239
非经常性项目	348	314	345	380	418
营业税	(8,004)	(9,005)	(9,720)	(10,348)	(11,246)
所得税	(13,869)	(14,226)	(12,687)	(11,536)	(11,181)
税后利润	43,282	45,567	41,694	37,734	36,230
少数股东权益	(1,004)	(1,021)	(1,123)	(1,235)	(1,359)
净利润	42,278	44,546	40,571	36,499	34,871
变动 (%)	12.6	5.4	(8.9)	(10.0)	(4.5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 H & A (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及等价物	433,802	471,632	526,075	572,998	620,368
银行间贷款	767,335	927,756	1,100,123	1,298,307	1,523,594
衍生产品交易投资	1,986	3,231	4,200	5,460	7,099
总客户预付款	1,574,263	1,812,666	1,992,419	2,172,582	2,354,529
减: 拨备	(34,816)	(38,507)	(47,673)	(71,307)	(109,053)
长期投资	304,591	598,164	662,668	734,185	813,484
联营公司权益	145	0	0	0	0
净固定资产	16,583	33,375	28,296	27,681	26,877
其他资产	162,321	206,819	220,883	232,444	246,454
总资产	3,226,210	4,015,136	4,486,992	4,972,352	5,483,352
负债及权益					
客户存款	2,146,689	2,433,810	2,671,572	2,909,246	3,148,670
银行存款及结余	720,079	1,124,602	1,284,077	1,467,019	1,676,963
其他借款	91,968	129,279	139,279	149,279	159,279
总借款	2,958,736	3,687,691	4,094,928	4,525,544	4,984,912
其他负债	63,187	79,689	103,575	126,929	148,562
总负债	3,021,923	3,767,380	4,198,502	4,652,473	5,133,473
普通股股本(面值)	28,366	34,153	34,153	34,153	34,153
准备金(包括股本溢价)	105,323	115,970	124,490	132,155	139,478
留存收益	64,023	90,019	121,110	143,599	164,917
总股东权益	197,712	240,142	279,753	309,906	338,548
少数股东权益	6,575	7,614	8,737	9,973	11,331
已运用资本	204,287	247,756	288,490	319,879	349,879
总负债及权益	3,226,210	4,015,136	4,486,992	4,972,352	5,483,352

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 H & A (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	42,278	44,546	40,571	36,499	34,871
非现金项目	6,540	6,303	21,374	35,710	49,705
其他项目	1,289	1,022	1,123	1,235	1,359
交易活动产生的现金	50,107	51,871	63,068	73,444	85,935
运营资本变动	19,176	202,968	(63,242)	(68,303)	(80,955)
经营产生的现金流	69,283	254,839	(174)	5,142	4,980
投资及融资回报	(74,411)	(284,559)	(7,869)	(7,700)	(7,544)
自由现金流	(5,128)	(29,720)	(8,043)	(2,559)	(2,564)
融资活动产生的净现金	7,797	30,526	9,040	3,655	3,770
现金增/(减)	2,669	806	997	1,096	1,206

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 H & A (%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	5.91	5.79	5.50	5.25	5.11
资金成本	3.34	3.22	3.19	3.13	3.14
净息差	2.70	2.68	2.43	2.26	2.15
其他收入总收入	28.3	32.0	35.2	39.1	42.5
有效税率	32.9	33.8	33.3	32.8	32.2
增长率					
贷款增长率	13.7	15.1	9.9	9.0	8.4
存款增长率	11.4	13.4	9.8	8.9	8.2
资产增长率	0.4	24.5	11.8	10.8	10.3
流动性					
贷存比	73.3	74.5	74.6	74.7	74.8
贷款资产比	48.8	45.1	44.4	43.7	42.9
资产质量					
不良贷款率	0.85	1.17	1.76	2.58	3.54
一般拨备比率	1.02	1.52	1.82	2.12	2.32
总拨备覆盖率	259.7	182.2	136.2	127.1	130.8
信用成本	2.21	2.12	2.39	3.28	4.63
需特别关注贷款比例	0.88	1.25	1.96	2.57	3.06
资本充足率					
权益资产比率	8.72	8.58	8.56	8.35	8.15
一级资本充足率	8.72	8.59	8.57	8.35	8.15
总资本充足率	10.69	10.69	11.27	10.80	10.42
回报率					
资产收益率	1.31	1.23	0.95	0.77	0.67
结构性已运用资本收益率	23.44	20.35	15.61	12.38	10.76
率	5.91	5.79	5.50	5.25	5.11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371