

民生银行 (600016.SH) 银行业

评级：增持 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

息差受资产负债重定价影响较大、中收喜人

事件

民生银行 15 年一季度归属股东净利润 133.8 亿元，同比增长 5.5%，营业收入 360.3 亿元，同比增长 15%，不良率 1.22%，环比上升 5bps，拨备覆盖率 181%，环比基本持平，拨贷比 2.20%，环比上升 7bps，息差 2.37%，同比下降 25bps、环比下降 15bps。

评论

资产负债结构调整、买入返售资产下降较大、小微贷款增长缓慢：一季度非存贷类资产负债余额下降。从负债端看，存款增长略显乏力，一季度存款余额环比增长仅 0.6%，这也反映出当前银行业一般性存款增长压力较大的现状。从资产端看，在资产总额近乎零增长的情况下，一季度贷款余额增长较快，环比增长达 4.1%，而非存贷类资产有所下降。具体地看，一季度同业资产环比下降 7.9%，其中，买入返售类资产下降较大，环比降 24.8%，我们预计这一大幅下降主要是受压降买入返售项下的非标资产和非标票据的影响。此外，一季度小微贷款余额为 4078 亿元，较上年末增长 51 亿元，环比增长 1.3%，增长仍较缓慢，该行在小微信贷投放上依然较为审慎。

受生息资产集中重定价影响、一季度息差下降明显：民生银行 1Q15 息差 2.37%，同比下降达 25bps。我们认为，民生一季度息差大幅下降与资产久期短（短期限的中小和小微贷款占比更高）、重定价周期短有关。14 年底，上市银行里面只有民生银行 3 个月以内的存贷款和资产负债重定价缺口是正的、3 个月到 1 年内的存贷款和资产负债重定价负缺口明显更大。这表明，站在 14 年底，民生 3 个月以内（即在 1Q15）将重定价的贷款多于存款、资产多于负债，但 1Q15 之后至 15 年底将重定价的贷款小于存款、资产少于负债。考虑到这次是降息之后向下重定价，因此 1Q15 民生银行资产负债重定价带来的息差压力大于其他银行，而从 2Q15 开始民生的息差压力将显著降低。相应的，预计其他银行 1Q15 息差下降幅度也应小于民生。

不良率上升、加回核销后不良生成率较高、资产质量风险仍然较高：1Q15 披露不良率环比上升 5bps，我们预计加回核销后不良生成率 112bps，加回当季核销后不良率 1.40%，较披露数值高 17bps。1Q15 加回核销后不良生成率虽然比 4Q14 的 177bps 下降 65bps，但其绝对数值仍然较高。受规模更大的小微业务影响，民生面临的资产质量压力一直较大，我们认为 1Q15 超过 100bps 的加回核销后不良生成率预示着其仍处于资产质量风险的集中暴露期。1Q15 单季末年化信用成本 34bps，同比提高 12bps，拨备计提力度较强。

非息收入增速喜人、中间业务占营业收入比重上升：一季度非利息净收入 128.8 亿元，同比增长 28.3%，其中，净手续费收入 120.3 亿元，同比增长 38.0%。一季度非息收入占营收比重 36%，同比提升 4 个百分点，净手续费收入占营收比重 33%，同比提升 5 个百分点，中间业务收入的迅速增长是一季报的一大亮点，我们相信，理财相关、托管、银行卡等业务是一季度中收的重要贡献因素。

维持“增持”评级：预计民生银行 15-16 年归属股东净利润同比增长 6.5%和 9.8%，截至 4 月 21 日收盘，民生银行 A 股交易在 1.2 倍 15 年 PB 和 6.6 倍 15 年 PE，预计仍将面临较大资产质量压力，维持“增持”评级。

图表 1: 季度业绩 - 民生银行

利润表 (百万元)	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	QoQ	YoY	2013	2014	YoY
净利息收入	20,450	20,025	22,444	21,195	22,405	23,805	24,731	23,152	-6.4%	9.2%	83,033	92,136	11.0%
非利息收入	8,962	7,661	7,467	10,036	11,493	10,982	10,822	12,878	19.0%	28.3%	32,853	43,333	31.9%
净手续费收入	9,022	6,765	6,969	8,714	9,724	9,372	10,429	12,026	15.3%	38.0%	29,956	38,239	27.7%
营业收入	29,412	27,686	29,911	31,231	33,898	34,787	35,553	36,030	1.3%	15.4%	115,886	135,469	16.9%
营业支出	(10,813)	(11,677)	(13,832)	(10,595)	(12,988)	(13,992)	(17,283)	(11,814)	-31.6%	11.5%	(46,094)	(54,858)	19.0%
营业税金及附加	(2,071)	(1,961)	(2,031)	(2,121)	(2,250)	(2,276)	(2,358)	(2,446)	3.7%	15.3%	(8,004)	(9,005)	12.5%
拨备前营业利润 (PPOP)	18,599	16,009	16,079	20,636	20,910	20,795	18,270	24,216	32.5%	17.3%	69,792	80,611	15.5%
资产减值损失	(2,772)	(1,950)	(4,267)	(3,663)	(3,555)	(5,961)	(7,953)	(6,376)	-19.8%	74.1%	(12,989)	(21,132)	62.7%
贷款和垫款减值损失	(2,802)	(1,950)	(4,195)	(3,663)	(3,142)	(5,961)	(7,176)	(6,376)	-11.1%	74.1%	(12,947)	(19,942)	54.0%
营业利润	15,827	14,059	11,812	16,973	17,355	14,834	10,317	17,840	72.9%	5.1%	56,803	59,479	4.7%
营业外收支净额	247	29	257	77	(8)	118	127	42	-66.9%	-45.5%	348	314	-9.8%
利润总额	16,074	14,088	12,069	17,050	17,347	14,952	10,444	17,882	71.2%	4.9%	57,151	59,793	4.6%
所得税费用	(3,865)	(3,473)	(2,896)	(4,121)	(4,185)	(3,613)	(2,307)	(4,315)	87.0%	4.7%	(13,869)	(14,226)	2.6%
净利润	12,209	10,615	9,173	12,929	13,162	11,339	8,137	13,567	66.7%	4.9%	43,282	45,567	5.3%
少数股东权益	(279)	(246)	(209)	(253)	(268)	(131)	(369)	(190)	-48.5%	-24.9%	(1,004)	(1,021)	1.7%
归属母公司股东净利润	11,930	10,369	8,964	12,676	12,894	11,208	7,768	13,377	72.2%	5.5%	42,278	44,546	5.4%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	11,930	10,369	8,964	12,676	12,894	11,208	7,768	13,377	72.2%	5.5%	42,278	44,546	5.4%
资产负债表 (百万元)													
贷款总额	1,484,970	1,533,918	1,574,263	1,635,254	1,696,283	1,750,969	1,812,666	1,886,693	4.1%	15.4%	1,574,263	1,812,666	15.1%
存款总额	2,174,975	2,180,686	2,146,689	2,256,429	2,420,577	2,397,690	2,433,810	2,449,141	0.6%	8.5%	2,146,689	2,433,810	13.4%
不良贷款余额	11,554	11,938	13,404	14,153	15,818	18,124	21,134	23,036	9.0%	62.8%	13,404	21,134	57.7%
贷款损失准备	37,020	34,966	34,816	36,321	34,146	36,241	38,521	41,599	8.0%	14.5%	34,816	38,521	10.6%
资产总额	3,410,093	3,313,219	3,226,210	3,282,119	3,571,451	3,769,341	4,015,136	4,016,757	0.0%	22.4%	3,226,210	4,015,136	24.5%
负债总额	3,218,886	3,116,993	3,021,923	3,064,238	3,342,152	3,528,538	3,767,380	3,754,979	-0.3%	22.5%	3,021,923	3,767,380	24.7%
母公司所有者权益	185,116	189,858	197,712	211,045	222,199	233,577	240,142	254,079	5.8%	20.4%	197,712	240,142	21.5%
优先股	0	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
平均生息资产	3,439,062	3,460,045	3,365,413	3,235,878	3,427,100	3,667,290	3,919,888	3,907,511	-0.3%	20.8%	3,333,532	3,562,539	6.9%
每股数据 (元)													
普通股股本 (百万股)	28,366	28,366	28,366	28,366	34,039	34,039	34,153	34,231	0.2%	20.7%	28,366	34,153	20.4%
EPS	0.42	0.37	0.32	0.45	0.38	0.33	0.23	0.39	71.8%	-12.6%	1.49	1.30	-12.5%
BVPS	6.53	6.69	6.97	7.44	6.53	6.86	7.03	7.42	5.6%	-0.2%	6.97	7.03	0.9%
DPS	0.16	-	0.26	-	0.08	-	0.18	-	na	na	0.26	0.18	-28.3%
PPOP/sh	0.66	0.56	0.57	0.73	0.61	0.61	0.53	0.71	32.2%	-2.8%	2.46	2.36	-4.1%
主要指标 (%)													
ROA	1.46%	1.26%	1.12%	1.59%	1.54%	1.24%	0.84%	1.35%	0.5pct	-0.2pct	1.34%	1.26%	-0.1pct
ROE	26.29%	22.12%	18.50%	24.81%	23.81%	19.67%	13.12%	21.65%	8.5pct	-3.2pct	23.44%	20.35%	-3.1pct
净息差	2.38%	2.31%	2.67%	2.62%	2.62%	2.60%	2.52%	2.37%	-15bps	-25bps	2.49%	2.59%	10bps
成本收入比	29.72%	35.09%	39.45%	27.13%	31.68%	33.68%	41.98%	26.00%	-16.0pct	-1.1pct	32.87%	33.85%	1.0pct
有效税率	24.05%	24.65%	24.00%	24.17%	24.13%	24.16%	22.09%	24.13%	2.0pct	0.0pct	24.27%	23.79%	-0.5pct
贷存比	68.28%	70.34%	73.33%	72.47%	70.08%	73.03%	74.48%	77.03%	2.6pct	4.6pct	73.33%	74.48%	1.1pct
不良贷款率	0.78%	0.78%	0.85%	0.87%	0.93%	1.04%	1.17%	1.22%	6bps	36bps	0.85%	1.17%	31bps
拨备覆盖率	320.41%	292.90%	259.74%	256.63%	215.87%	199.96%	182.27%	180.58%	-1.7pct	-76.0pct	259.74%	182.27%	-77.5pct
拨贷比	2.49%	2.28%	2.21%	2.22%	2.01%	2.07%	2.13%	2.20%	8bps	-2bps	2.21%	2.13%	-9bps
信用成本	0.19%	0.13%	0.27%	0.23%	0.19%	0.35%	0.40%	0.34%	-6bps	12bps	0.88%	1.18%	30bps
非利息收入/营业收入	30.47%	27.67%	24.96%	32.13%	33.90%	31.57%	30.44%	35.74%	5.3pct	3.6pct	28.35%	31.99%	3.6pct
净手续费收入/营业收入	30.67%	24.43%	23.30%	27.90%	28.69%	26.94%	29.33%	33.38%	4.0pct	5.5pct	25.85%	28.23%	2.4pct
核心一级资本充足率	7.87%	8.18%	8.72%	8.50%	8.76%	8.73%	8.85%	8.80%	0.0pct	0.3pct	8.72%	8.85%	0.1pct
一级资本充足率	7.87%	8.18%	8.72%	8.51%	8.76%	8.74%	8.85%	8.82%	0.0pct	0.3pct	8.72%	8.85%	0.1pct
资本充足率	9.92%	10.15%	10.69%	11.03%	11.05%	10.95%	11.04%	10.81%	-0.2pct	-0.2pct	10.69%	11.04%	0.3pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2：财务数据及预测—民生银行

利润表 (百万元)							同比增速 (%)				
	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
净利息收入	64,821	77,153	83,033	92,136	100,967	113,535	19.0%	7.6%	11.0%	9.6%	12.4%
非利息收入	17,547	25,958	32,853	43,333	54,166	65,000	47.9%	26.6%	31.9%	25.0%	20.0%
净手续费收入	15,101	20,523	29,956	38,239	45,887	55,064	35.9%	46.0%	27.7%	20.0%	20.0%
营业收入	82,368	103,111	115,886	135,469	155,133	178,534	25.2%	12.4%	16.9%	14.5%	15.1%
营业支出	(36,707)	(43,059)	(46,094)	(54,858)	(63,087)	(73,181)	17.3%	7.0%	19.0%	15.0%	16.0%
营业税	(6,116)	(7,825)	(8,004)	(9,005)	(9,906)	(10,896)	27.9%	2.3%	12.5%	10.0%	10.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	45,661	60,052	69,792	80,611	92,047	105,354	31.5%	16.2%	15.5%	14.2%	14.5%
资产减值损失	(8,376)	(9,320)	(12,989)	(21,132)	(28,463)	(35,552)	11.3%	39.4%	62.7%	34.7%	24.9%
贷款减值损失	(7,973)	(8,331)	(12,947)	(19,942)	(27,154)	(34,112)	4.5%	55.4%	54.0%	36.2%	25.6%
营业利润	37,285	50,732	56,803	59,479	63,584	69,802	36.1%	12.0%	4.7%	6.9%	9.8%
营业外收支净额	(110)	(80)	348	314	345	380	-27.3%	-535.0%	-9.8%	10.0%	10.0%
利润总额	37,175	50,652	57,151	59,793	63,929	70,182	36.3%	12.8%	4.6%	6.9%	9.8%
所得税	(8,732)	(12,344)	(13,869)	(14,226)	(15,343)	(16,844)	41.4%	12.4%	2.6%	7.9%	9.8%
净利润	28,443	38,308	43,282	45,567	48,586	53,338	34.7%	13.0%	5.3%	6.6%	9.8%
少数股东权益	(523)	(745)	(1,004)	(1,021)	(1,123)	(1,235)	42.4%	34.8%	1.7%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	27,920	37,563	42,278	44,546	47,463	52,103	34.5%	12.6%	5.4%	6.5%	9.8%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	27,920	37,563	42,278	44,546	47,463	52,103	34.5%	12.6%	5.4%	6.5%	9.8%

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
贷款总额	1,205,221	1,384,610	1,574,263	1,812,666	2,066,439	2,335,076	14.9%	13.7%	15.1%	14.0%	13.0%
存款总额	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,433,810	2,750,205	3,107,732	17.1%	11.4%	13.4%	13.0%	13.0%
不良贷款余额	7,539	10,523	13,404	21,134	29,862	38,665	39.6%	27.4%	57.7%	41.3%	29.5%
贷款损失准备	26,936	33,098	34,816	38,521	54,037	74,945	22.9%	5.2%	10.6%	40.3%	38.7%
资产总额	2,229,064	3,212,001	3,226,210	4,015,136	4,738,575	5,561,889	44.1%	0.4%	24.5%	18.0%	17.4%
负债总额	2,094,954	3,043,457	3,021,923	3,767,380	4,432,859	5,178,479	45.3%	-0.7%	24.7%	17.7%	16.8%
母公司所有者权益	129,597	163,077	197,712	240,142	296,579	372,446	25.8%	21.2%	21.5%	23.5%	25.6%
优先股	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
平均生息资产	2,062,831	2,621,107	3,333,532	3,562,539	4,144,375	4,859,703	27.1%	27.2%	6.9%	16.3%	17.3%

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	26,715	28,366	28,366	34,153	34,153	34,153	6.2%	0.0%	20.4%	0.0%	0.0%
EPS	1.05	1.32	1.49	1.30	1.39	1.53	26.7%	12.6%	-12.5%	6.5%	9.8%
BVPS	4.85	5.75	6.97	7.03	8.68	10.91	18.5%	21.2%	0.9%	23.5%	25.6%
DPS	0.32	0.30	0.26	0.18	0.21	0.23	-5.8%	-14.0%	-28.3%	12.7%	9.8%
PPOP/sh	1.71	2.12	2.46	2.36	2.70	3.08	23.9%	16.2%	-4.1%	14.2%	14.5%

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2012	2013	2014	2015E	2016E
ROA	1.40%	1.41%	1.34%	1.26%	1.11%	1.04%	0.00%	-0.06%	-0.09%	-0.15%	-0.07%
ROE	23.89%	25.67%	23.44%	20.35%	17.69%	15.58%	1.78%	-2.23%	-3.09%	-2.66%	-2.11%
净息差	3.14%	2.94%	2.49%	2.59%	2.44%	2.34%	-0.20%	-0.45%	0.10%	-0.15%	-0.10%
成本收入比	37.14%	34.17%	32.87%	33.85%	34.28%	34.89%	-2.97%	-1.30%	0.98%	0.43%	0.61%
有效税率	23.49%	24.37%	24.27%	23.79%	24.00%	24.00%	0.88%	-0.10%	-0.48%	0.21%	0.00%
贷存比	73.28%	71.88%	73.33%	74.48%	75.14%	75.14%	-1.39%	1.45%	1.14%	0.66%	0.00%
不良贷款率	0.63%	0.76%	0.85%	1.17%	1.45%	1.66%	0.13%	0.09%	0.31%	0.28%	0.21%
拨备覆盖率	357.29%	314.53%	259.74%	182.27%	180.96%	193.83%	-42.76%	-54.79%	-77.47%	-1.31%	12.87%
拨贷比	2.23%	2.39%	2.21%	2.13%	2.62%	3.21%	0.16%	-0.18%	-0.09%	0.49%	0.59%
信用成本	0.70%	0.64%	0.88%	1.18%	1.40%	1.55%	-0.06%	0.23%	0.30%	0.22%	0.15%
非利息收入/营业收入	21.30%	25.17%	28.35%	31.99%	34.92%	36.41%	3.87%	3.17%	3.64%	2.93%	1.49%
净手续费收入/营业收入	18.33%	19.90%	25.85%	28.23%	29.58%	30.84%	1.57%	5.95%	2.38%	1.35%	1.26%
核心一级资本充足率	na	na	8.72%	8.85%	9.36%	10.03%	na	na	0.13%	0.51%	0.68%
一级资本充足率	7.87%	8.13%	8.72%	8.85%	9.36%	10.04%	0.26%	0.59%	0.13%	0.51%	0.68%
资本充足率	10.86%	10.75%	10.69%	11.04%	11.44%	12.14%	-0.11%	-0.06%	0.35%	0.40%	0.69%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD