

2015年4月23日

群益香港研究部

hk\_research@e-capital.com.hk

目標價(人民幣元/港幣) 12.5/12.0

**公司基本資訊**

產業別	銀行		
A 股價(2015/4/21)	10.73		
上證綜指(2015/4/21)	4293.62		
股價 12 個月高/低	10.99/5.95		
總發行股數(百萬)	34230.68		
A 股數(百萬)	27297.10		
A 市值(億元)	3672.95		
主要股東	香港中央結算(代理人)有限公司(20.14%)		
每股淨值(元)	7.42		
股價/賬面淨值	1.45		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	9.9	5.4	65.3

**近期評等**

出刊日期	前日收盤	評等
2015-2-13	9.30	買入

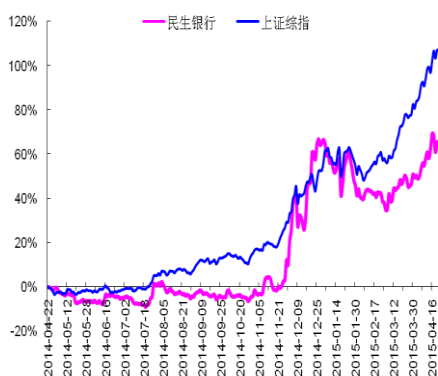
**產品組合**

淨利息收入	70.47%
手續費淨收入	26.73%
其他淨收入	2.79%

**機構投資者占流通 A 股比例**

基金	5.7%
一般法人	22.3%

**股價相對大盤走勢**



**民生銀行(600016.SH/1988.HK) Buy 買入 (維持)**

**業績快報點評：非息提升收入，不良繼續暴露**

**結論與建議：**

事件：民生銀行發布一季報，Q1淨利潤同比增長5.5%至133.8億元，基本符合預期。民生銀行2015Q1實現營收360.3億元，YOY增15.4%，實現淨利潤133.8億元，YOY增5.5%，業績增速與2014年基本一致，符合預期。公司Q1撥備前利潤增長17.3%，好于預期，單季度仍然維持了較高的撥備支出。

短期內央行的降息對息差產生了一定的負面影響，不過我們也看好降息等穩增長政策對宏觀經濟的改善，進而傳導到銀行資產端；并且考慮到公司前期公布了員工持股計劃草案，待今年管理層變動厘清後仍有一定的投資機會。目前公司A/H股價分別交易于1.30X、1.1X 2015年PB，估值較低，維持買入評級。

- **非息收入高增長，撥備前利潤好于預期：**公司15Q1 實現營收 360.3 億元，YOY 增 15.4%，營收仍保持不錯的表現，源于非息表現出色，Q1 手續費淨收入同比增 38.0%至 120.3 億元，主要來自于銀行卡、托管及代理業務的貢獻；Q1 實現淨利潤 133.8 億元，YOY 增 5.5%，業績增速與 2014 年基本一致，利潤增速低于營收主要由于單季度仍然維持了較高的撥備支出，Q1 撥備前利潤增長 17.3%，好于預期。
- **息差下行，生息規模平穩：**從利息收入端來看，受到去年底以來兩次降息（含一次非對稱降息）的影響，銀行端息差的確受到影響，我們測算 Q1 息差 2.46%，環比下滑 25BP；另一方面公司生息資產環比基本持平，在貸款環比增 4.0%的背景下，公司繼續調降買入返售等高收益的非標資產，這可能也是息差收窄的原因之一；上述原因綜合導致 Q1 利息淨收入同比增 9.2%，較去年下滑 1.7 個百分點。
- **不良繼續暴露：**從資產質量來看，公司 Q1 末不良貸款餘額 230.36 億元，環比增 20 億元；不良貸款率 1.22%，環比增 5BP，撥備覆蓋率略降 2 個百分點 180.58%。不良暴露的同時公司繼續保持較大的撥備力度，Q1 信用成本 1.41%，高于不良生成水平，撥備覆蓋率為 181%，環比基本持平，撥貸比較年初上升 8bp 至 2.20%。未來撥備計提力度仍取決于資產質量的走勢。
- **展望未來：**短期內降息對銀行息差端產生了一定的負面影響，不過我們也看好降息等穩增長政策對宏觀經濟的改善，進而反饋到銀行資產質量端；并且目前整個銀行業撥備相對充足，2014 年末撥備覆蓋率約 232%，仍有較大的利潤調節空間，因此我們判斷 2015 年銀行端的利潤增速仍將相對平穩。
- **盈利預測與投資建議：**公司去年末以來經歷了安邦入股以及行長辭職等事件波折，目前已基本平息，考慮到公司前期公布了員工持股計劃草案，待今年管理層變動厘清後仍有一定的投資機會，暫維持公司 2015/2016 年 8%/5%的盈利增速預測，約為 480、503 億元，目前 A 股價對應 2015 年 PE 約為 7.6 X，PB 約為 1.30X，H 股 PB 僅 1.1 倍，估值較低，維持 A/H 均“買入”的投資評級
- **風險提示：**資本補充進展不順利；利率市場化進程超預期

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015F	2016F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	37,563	42,278	44,546	48,063	50,345
同比增減	%	34.54%	12.55%	5.36%	7.90%	4.75%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	1.32	1.49	1.30	1.40	1.47
同比增減	%	34.54%	12.55%	5.36%	7.90%	4.75%
市盈率(P/E)	X	8.11	7.21	8.23	7.65	7.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.26	0.19	0.20	0.25
股息率 (Yield)	%	2.79%	2.40%	1.72%	1.86%	2.33%

預期報酬(Expected Return; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；買入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

賣出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；強力賣出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

附一：合并損益表

(人民幣百萬元)	2012	2013	2014	2015F	2016F
營業收入	103,111	115,886	135,469	151,077	160,226
淨利息收入	77,153	83,033	92,136	97,923	98,883
淨手續費及傭金收入	20,523	29,956	38,239	50,501	60,028
營業支出	52,379	59,083	75,990	87,127	93,333
營業利潤	50,732	56,803	59,479	63,950	66,894
撥備前淨利潤總額	59,929	69,792	80,611	91,219	97,044
資產準備支出	9,197	12,989	21,132	27,269	30,151
利潤總額	50,652	57,151	59,793	64,233	67,200
減：所得稅	12,344	13,869	14,226	15,509	16,229
淨利潤	37,563	42,278	44,546	48,063	50,345

附二：合并資產負債表

(人民幣百萬元)	2012	2013	2014	2015F	2016F
現金及存放央行款項	420,418	433,802	471,632	544,735	629,169
存放同業款項	236,161	88,885	75,462	87,234	100,843
交易性金融資產	26,318	22,262	27,213	31,431	36,303
持有到期投資	83,653	133,124	176,834	194,517	213,969
可供出售金融資產	117,150	111,387	159,724	175,696	193,266
客戶貸款	1,351,512	1,539,447	1,774,159	1,662,137	1,714,728
固定資產	12,161	21,478	33,375	36,713	40,384
其他資產	33,537	43,556	58,726	70,765	85,272
資產總計	3,212,001	3,226,210	4,015,136	4,818,163	5,781,796
同業存放款項	735,851	544,473	848,671	903,835	962,584
客戶存款	1,926,194	2,146,689	2,433,810	2,449,141	2,498,124
負債合計	3,048,924	3,028,498	3,774,994	4,542,000	5,464,208
股本(百萬股)	28,366	28,366	34,153	34,153	34,153
股東權益總額	163,077	197,712	240,142	276,163	317,588
負債和所有者權益總計	3,212,001	3,226,210	4,015,136	4,818,163	5,781,796

附三：合并現金流量表

百萬元	2012	2013	2014	2015F	2016F
經營活動產生的現金流量淨額	-19,889	-35,238	229,163	58,012	83,979
投資活動產生的現金流量淨額	-28,595	-73,721	-284,433	-128,916	-162,357
籌資活動產生的現金流量淨額	38,803	7,797	30,526	25,709	21,344
現金及現金等價物淨增加額	-9,694	-101,567	-24,869	-45,377	-57,271

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。