



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

魏涛, CPA*

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004
(8610) 66229364
tao.wei@bocichina.com

*张耀冈、袁琳为本报告重大贡献者

民生银行 2 季度盈利略超预期

民生银行(600016.CH/人民币 8.57, 卖出; 1988.HK/港币 7.51, 持有)报告 2015 年上半年归属母公司净利润 268 亿人民币, 同比增长 4.7%。业绩略高于我们的预期, 主要因为出售贴现票据录得收入, 以及子公司租赁业务收入增长较快。2 季度净利润 134 亿人民币, 同比增长 3.9%。

由于业务模式和经验战略转型尚需时日才能显现, 我们依然对民生短期收入增速持谨慎态度。小微企业业务放缓, 加上拨备水平相对较低, 都导致下半年利润增长面临更大压力。在进一步了解民生的业绩情况之后, 我们可能对预测和评级进行调整。

业绩摘要

- 1) **资产质量依然承压。**截至 2015 年上半年结束, 民生的不良贷款率环比上升 14 个基点至 1.36%, 不良贷款余额环比上升 14.7%至 260 亿人民币。我们通过计算得出上半年年化不良贷款形成率依然保持在 1.70%的高位(14 年下半年为 1.73%)。虽然信贷成本相对较高, 但截至上半年民生的拨备覆盖率环比下降 18 个百分点至 162%。关注贷款率(环比上升 1.44%至 3.4%)以及相对较高的不良贷款迁徙率(上半年为 24.1%)等主要资产质量领先指标均显示, 民生的资产质量仍在持续恶化。
- 2) **小微业务减速。**截至上半年, 小微企业贷款在总零售贷款的占比从 2014 年底的 62.6%进一步减少至 57.7%。小微贷款余额过去一年半里始终保持在 4,100 亿人民币上下。我们认为该业务发展减速可能由于小微企业信贷风险加速恶化。尽管民生以小微企业为核心的经营战略并未改变, 但预计在经济下行的影响下, 小微企业客户的利润和业务量贡献可能继续下降。
- 3) **净息差前景依然暗淡。**通过计算期初和期末余额, 民生银行 2 季度净息差环比下降 2 个基点, 同比下降 34 个基点, 主要原因是降息之后浮动利率贷款重定价。由此产生的负面影响将逐渐显现, 下半年净息差可能继续收窄。
- 4) **手续费收入稳定增长。**民生银行 2 季度净手续费收入同比增加 34.9%。新增收入主要来自银行卡、托管费和代理费, 火热的资本市场和理财业务对手续费增长起到了一定作用。展望未来, 我们预计由于股市低迷, 托管费和代理费收入增速将下滑。

图表 1. 2015 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	15 年上半年	14 年上半年	同比 (%)	环比 (%)
净利息收入	46,994	43,600	7.8	3.0
手续费收入	25,145	18,438	36.4	9.1
其他非息收入	4,763	3,091	54.1	359.0
经营收入	76,902	65,129	18.1	13.4
经营费用	(21,539)	(19,212)	12.1	29.9
拨备前利润	55,363	45,917	20.6	7.6
拨备费用	(15,011)	(7,218)	108.0	35.4
经营利润	40,352	38,699	4.3	(1.1)
营业税	(5,047)	(4,371)	15.5	6.3
非经常性收益/(亏损)	224	69	224.6	333.3
税前利润	35,529	34,397	3.3	(1.3)
所得税	(8,257)	(8,306)	(0.6)	(8.6)
净利润	27,272	26,091	4.5	1.0
少数股东权益	(494)	(521)	(5.2)	60.0
归属母公司净利润	26,778	25,570	4.7	0.2

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 2015 年上半年实际 vs. 预测业绩

(人民币, 百万)	实际	预测	差异 (%)
净利息收入	46,994	46,575	0.9
净手续费收入	25,145	25,255	(0.4)
其他非息收入	4,763	1,704	179.5
经营收入	76,902	73,534	4.6
经营费用	(21,539)	(20,619)	4.5
拨备前利润	55,363	52,915	4.6
拨备费用	(15,011)	(13,390)	12.1
经营利润	40,352	39,525	2.1
营业税	(5,047)	(4,992)	1.1
非经常性收益/(亏损)	224	84	166.7
税前利润	35,529	34,617	2.6
所得税	(8,257)	(8,353)	(1.2)
净利润	27,272	26,264	3.8
少数股东权益	(494)	(380)	30.0
归属母公司净利润	26,778	25,884	3.5

资料来源: 公司数据、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刊载或转发的，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