

2016 年 8 月 30 日

民生银行中报点评：还处于调整期 增持（首次）

证券分析师 戴志锋

执业资格证书号码：S0600516040001

daizf@dwzq.com.cn

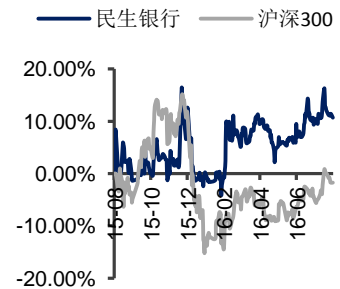
0755-83925362

观点：费用控制良好；不足：收入增速较慢，资产质量压力犹存。

投资要点

- 净利息收入增速较慢。**公司上半年利息净收入同比增长 0.94%，增速较 1 季度降低 3.18 个百分点，主要是受息差降低影响，上半年净息差 2.01%，同比下降 34bps，主要是存贷利差缩窄（贷款收益率同比下降 116bps，存款付息率同比下降 52bps）；公司通过规模扩张以及资产业务结构调整降低息差影响，上半年生息资产同比增长 22.8%，增速较 1 季度增加 2.5 个百分点，其中债券投资同比增速较高（114.8%），主要增加了中长期利率债配置和非标类投资，同时调整资产结构，降低公司贷款比例（同比降低 1.97 个百分点至 45.46%），增加债券投资比例（同比增加 13.7 个百分点至 32%）并且压缩同业业务（同比降低 9.9 个百分点至 12.8%）；环比来看，2 季度净利息收入环比负向增长 3.2%，主要是受息差降低影响，且规模增速小于息差降低速度。
- 中收业务增速较慢。**上半年净手续费收入同比增长 12%，增速较 1 季度降低 9 个百分点。手续费收入中主要是代理，托管托管及其他受托等业务收入的增速较快，代理业务同比增长 59%，托管业务同比增长 20%。其他非利息收入降幅较大，同比降低 48%，主要是票据买卖价差收益减少以及市场汇率波动对汇兑损益的影响。
- 小微贷款继续压缩，还在寻找新方向。**上半年新增贷款中租赁和商品服务业贷款和制造业占比最高（分别占 18% 与 17%），同比来看，租赁和商品服务业和制造业分别同比增长 44% 与 26%；零售贷款方面，小微企业贷款同比降低 13.28%，小微企业贷款占个贷比重同比降低 13.4 个百分点至 44.3%，个人消费贷款（含住房贷款）同比增长 98.68%，占个贷比重提升 14.3 个百分点至 33.25%。
- 费用控制较好。**公司上半年业务及管理费同比降低 14.62%，员工工资和奖金同比降低 25%，成本收入比 23.2%，同比下降 4.3 个百分点，单季成本收入比 22.43%，环比上季度降低 1.49 个百分点。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.24
一年最低价/最高价	7.91/9.98
市净率	1.03
流通 A 股市值(百万)	273058

基础数据 (2015)

每股净资产(元)	8.26
资产负债率(%)	93.15%
总股本(百万股)	36485
流通 A 股(百万股)	29552

- **资产质量压力持续。**2 季度不良率 1.67%，环比降低 5bps，由于核销略增（不良核销率环比增加 10.66 个百分点），加回核销后的不良净生成率 1.84%，环比增长 10bps，关注类贷款占比 4.01%，比年初增长 32bps，逾期率 4.64%，较年初增长 70bps，未来不良形成压力较大。拨备覆盖率 152%，环比基本持平，拨贷比 2.55%，环比增加 9bps，未来存在拨备计提压力。
- **大股东持股变化。**截止 6 月底，中国证券金融股份有限公司增持 1.56 亿股，持股比例增加 0.34% 至 4.37%。

投资建议：

现价对应 16 年 P/E 7.02，P/B 0.99。公司基本面羸弱，股权之争是亮点，“增持”评级。预测 2016/17 年净利润增速 3.1%/4.9%，EPS 与 BVPS 分别为 1.32/1.38 与 9.32/10.73。

风险提示：经济下滑超预期。

中报分析表

利润表 (百万元)	1Q16	2Q16	QoQ (%) 季度环比	1H15	1H16	YoY (%) 累积同比
利息收入	49,458	48,592	(1.8%)	102,867	98,050	(4.7%)
利息支出	(25,352)	(25,260)	(0.4%)	(55,873)	(50,612)	(9.4%)
净利息收入	24,106	23,332	(3.2%)	46,994	47,438	0.9%
净手续费收入	14,572	13,487	(7.4%)	25,145	28,059	11.6%
净其他非息收入	1,187	706	(40.5%)	4,249	1,893	(55.4%)
净非利息收入	15,759	14,193	(9.9%)	29,394	29,952	1.9%
营业收入	39,865	37,525	(5.9%)	76,388	77,390	1.3%
税金及附加	(2,500)	(994)	(60.2%)	(5,047)	(3,494)	(30.8%)
业务及管理费	(9,534)	(8,418)	(11.7%)	(21,025)	(17,952)	(14.6%)
营业费用及营业税	(12,034)	(9,412)	(21.8%)	(26,072)	(21,446)	(17.7%)
营业外净收入	17	(18)	(205.9%)	224	(1)	(100.4%)
拨备前利润	27,848	28,095	0.9%	50,540	55,943	10.7%
资产减值损失	(9,990)	(10,772)	7.8%	(15,011)	(20,762)	38.3%
税前利润	17,858	17,323	(3.0%)	35,529	35,181	(1.0%)
所得税	(3,909)	(3,570)	(8.7%)	(8,257)	(7,479)	(9.4%)
税后利润	13,949	13,753	(1.4%)	27,272	27,702	1.6%
归属于母公司股东的净利润	13,706	13,517	(1.4%)	26,778	27,223	1.7%
资产负债 (百万元)						
贷款总额	2,211,513	2,274,710	2.9%	1,949,336	2,274,710	16.7%
生息资产	4,567,803	5,003,961	9.5%	4,075,172	5,003,961	22.8%
存款总额	2,836,851	2,934,633	3.4%	2,632,680	2,934,633	11.5%
计息负债	4,402,419	4,826,646	9.6%	3,927,829	4,826,646	22.9%
加权风险资产	3,372,147	3,473,614	3.0%	3,122,063	3,473,614	11.3%
业绩增长拆分	1Q16	2Q16		1H15	1H16	
规模增长	5.03%	8.17%		22.16%	17.97%	
净息差扩大	(3.65%)	(11.38%)		(14.38%)	(17.03%)	
非息收入	3.83%	(2.66%)		9.95%	0.37%	
成本	35.40%	6.76%		3.72%	9.38%	
拨备	40.73%	(3.89%)		(18.16%)	(11.67%)	
税收	(6.08%)	1.59%		1.24%	2.56%	
盈利能力 单季年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.18%	1.95%	(0.23%)	2.42%	1.95%	(0.47%)
生息资产收益率	4.47%	4.06%	(0.41%)	5.14%	4.06%	(1.08%)
计息负债成本率	2.38%	2.19%	(0.19%)	2.82%	2.19%	(0.63%)
成本收入比	23.92%	22.43%	(1.49%)	29.31%	22.43%	(6.88%)
有效税率	21.89%	20.61%	(1.28%)	22.34%	20.61%	(1.73%)
盈利能力 累积年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.18%	2.06%	(0.12%)	2.43%	2.06%	(0.4%)
手续费占比	36.55%	36.26%	(0.29%)	32.92%	36.26%	3.3%
成本收入比	23.92%	23.20%	(0.72%)	27.52%	23.20%	(4.3%)
有效税率	21.89%	21.26%	(0.63%)	23.24%	21.26%	(2.0%)
贷存比(含贴现)	77.96%	77.51%	(0.45%)	74.04%	77.51%	3.5%
ROAA	1.19%	1.14%	(0.05%)	1.33%	1.14%	(0.2%)
ROAE	17.73%	17.36%	(0.37%)	20.59%	17.36%	(3.2%)
资产质量	1Q16	2Q16	环比变动	2015 年底	1H16	比年初变动
不良贷款率	1.62%	1.67%	0.05%	1.60%	1.67%	0.07%
不良净生成率	1.74%	1.84%	0.10%	1.82%	1.84%	0.02%
不良核销转出率	71.98%	82.64%	10.66%	100.88%	82.64%	(18.24%)
关注类占比	N.A.	4.01%		3.69%	4.01%	0.32%
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	5.68%		5.29%	5.68%	0.39%
逾期率	N.A.	4.64%		3.94%	4.64%	0.70%
逾期/不良	N.A.	277.17%		245.92%	277.17%	31.25%
风险成本(单季)	1.85%	2.10%	0.25%	2.06%	2.10%	0.04%
信用成本(累积)	N.A.	1.93%		1.71%	1.93%	0.22%
拨备覆盖率	152.13%	152.55%	0.42%	153.63%	152.55%	(1.08%)
拨备/贷款总额	2.46%	2.55%	0.09%	2.46%	2.55%	0.09%
资本状况	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
核心一级资本充足率	9.36%	9.34%	(0.02%)	9.15%	9.34%	0.19%
一级资本充足率	9.38%	9.36%	(0.02%)	9.17%	9.36%	0.19%
资本充足率	11.55%	11.52%	(0.03%)	11.57%	11.52%	(0.05%)

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

盈利预测表

每股指标	2014	2015	2016E	2017E
PE	7.08	7.31	7.09	6.76
PB	1.31	1.14	0.99	0.86
EPS	1.30	1.26	1.30	1.37
BVPS	7.03	8.26	9.30	10.70
每股股利	0.19	0.24	0.25	0.26
盈利能力	2014	2015	2016E	2017E
净息差	2.68%	2.33%	2.11%	1.97%
贷款收益率	6.90%	6.09%	5.65%	5.40%
生息资产收益率	5.79%	5.03%	4.78%	4.58%
存款付息率	2.37%	2.26%	2.20%	2.10%
计息负债成本率	3.26%	2.79%	2.78%	2.73%
ROAA	1.26%	1.10%	1.01%	0.95%
ROAE	20.16%	16.87%	14.72%	13.56%
成本收入比	33.47%	31.46%	31.50%	31.50%
业绩与规模增长	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	10.96%	2.31%	2.19%	4.43%
营业收入	16.36%	13.76%	6.92%	7.08%
拨备前利润	15.38%	18.10%	6.79%	7.02%
归属母公司净利润	5.36%	3.51%	3.10%	4.91%
净手续费收入	27.65%	33.91%	15.00%	11.00%
贷款余额	15.14%	12.99%	11.00%	10.00%
生息资产	23.75%	12.79%	13.07%	10.20%
存款余额	13.38%	12.26%	11.00%	10.00%
计息负债	28.16%	11.84%	12.57%	10.08%
资产质量	2014	2015	2016E	2017E
不良率	1.17%	1.60%	1.50%	1.18%
拨备覆盖率	182.54%	153.71%	176.49%	257.37%
拨贷比	2.12%	2.46%	2.64%	3.04%
不良净生成率	1.58%	1.82%	1.50%	1.00%

利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	92,136	94,268	96,335	100,599
手续费净收入	38,239	51,205	58,886	65,363
营业收入	134,693	153,227	163,828	175,430
业务及管理费	(45,077)	(48,208)	(51,606)	(55,260)
拨备前利润	80,925	95,575	102,069	109,232
拨备	(21,132)	(34,801)	(39,109)	(43,205)
税前利润	59,793	60,774	62,961	66,027
税后利润	45,567	47,022	48,480	50,841
归属母公司净利润	44,546	46,111	47,541	49,874
资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
贷款总额	1,812,666	2,048,048	2,273,333	2,500,667
债券投资	598,164	913,562	1,141,953	1,313,245
同业资产	927,756	901,302	946,367	993,685
生息资产	3,800,253	4,286,461	4,846,903	5,341,372
资产总额	4,015,136	4,520,688	5,086,346	5,616,322
存款	2,433,810	2,732,262	3,032,811	3,336,092
同业负债	1,124,602	1,210,919	1,319,902	1,412,295
发行债券	129,279	181,233	289,973	362,466
计息负债	3,687,691	4,124,414	4,642,685	5,110,853
负债总额	3,767,380	4,210,905	4,737,434	5,215,156
股本	34,153	36,485	36,485	36,485
归属母公司股东权益	240,142	301,218	339,490	390,331
所有者权益总额	247,756	309,783	348,912	401,166
资本状况:	2014	2015	2016E	2017E
资本充足率	10.69%	11.49%	10.82%	10.13%
核心资本充足率	8.58%	9.17%	8.84%	8.48%
杠杆率	16.21	14.59	14.58	14.00
RORWA	1.76%	1.51%	1.34%	1.18%
风险加权系数	71.29%	74.02%	76.97%	83.65%

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

