

股票代码	600016.CH	1988.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 9.31	港币 8.84
目标价	人民币 10.00	港币 8.00
原目标价	人民币 10.00	港币 7.39
上/下浮比例	+7%	-9%
目标价格基础	16年市净率	16年市净率
板块评级	中立	中立

民生银行

体量扩张以对抗净息差压力

民生银行 16 年 1-9 月归属股东净利润同比增长 2.0% 至 392 亿人民币。16 年 3 季度净利润同比增长 2.9%。16 年 3 季度规模保持快速增长，总资产环比增长 7.4% (所有股份制银行环比仅增长 2.0%)。我们上调了投资资产以及同业资产的增长预测，同时将 2016-18 年每股收益预测分别上调 1.2%/1.4%/1.0%。因此，我们将 H 股目标价上调 8.3%。然而，鉴于民生银行仍在发掘其新的竞争优势，因此维持对 A 股和 H 股的持有评级。

股价表现 — A 股



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(3.4)	1.2	2.0	7.8
相对新华富时 A50 指数	7.1	(0.9)	(1.7)	13.0

发行股数(百万)	36,485
流通股(%)	73
流通股市值(人民币 百万)	339,675
3 个月日均交易额(人民币 百万)	495
主要股东(%)	
汇金	18

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2016 年 10 月 28 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

袁琳, CFA

(8610) 83262111

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515090001

本研究报告是《China Minsheng Bank – Volume expansion to counter NIM pressure》的中文译本，英文原稿已于 2016 年 10 月 31 日出版

支撑评级的要点

- 民生银行 16 年 1-9 月总资产增长 24.7%，交易和投资余额增长 124.0%，贷款增长 19.6%。投资增长加快主要是得益于地方政府债券和应收款项类投资快速增长。企业贷款和个人贷款环比增长 7.7%，我们认为该行正快速扩大基建项目贷款的敞口。
- 我们估算该行 16 年 3 季度净息差为 1.81%，环比下降 14 个基点。净息差大幅下滑主要是因为资产端的风险规避（中小企业敞口缩小，转向低利率按揭贷款）以及对批发资金的依赖加大。展望未来，我们预测随着资产收益率进一步收缩，该行净息差将继续下滑。
- 16 年 3 季度不良贷款率由 2 季度的 1.67% 下降至 1.57%，主要是得益于该季度的大量核销（同比上升 38%）。新不良贷款生成率为 2.03%，低于 16 年上半年的 2.23%。由于 2013 年以来该行已确认近 7% 的坏账，我们认为未来民生小微业务的资产质量风险将有所缓和。

评级面临的主要风险

- 未来 1-2 年资产收益率可能快速下降。

估值

- 该股当前股价相当于 0.83 倍 2016 年预期市净率。鉴于该行缺少新的竞争优势且估值不具吸引力（较 H 股平均溢价 9%），我们认为其上升空间有限。维持对 A 股和 H 股的持有评级。

投资摘要 — A 股

年结日: 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	135,469	154,425	168,893	187,851	207,503
变动(%)	16.9	14.0	9.4	11.2	10.5
净利润(人民币 百万)	44,546	46,111	45,737	42,826	38,972
全面摊薄每股收益(人民币)	1.29	1.31	1.25	1.17	1.07
变动(%)	3.5	1.5	(3.9)	(6.4)	(9.0)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.272	1.297	1.384
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.24	1.16	1.06
调整幅度(%)	-	-	1.2	1.4	1.0
全面摊薄市盈率(倍)	7.2	7.1	7.4	7.9	8.7
每股现金流量(人民币)	7.03	8.26	9.27	10.23	11.10
价格/每股现金流量(倍)	1.32	1.13	1.00	0.91	0.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.3	17.0	14.3	12.0	10.0
每股股息(人民币)	0.19	0.24	0.22	0.20	0.16
股息率(%)	2.1	2.5	2.4	2.1	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	15.1	(1.0)	7.8	12.8
相对恒生中国企业指数	16.6	1.1	3.0	22.6
发行股数(百万)				36,485
流通股(%)				100
流通股市值(人民币百万)				281,938
3个月日均交易额(人民币百万)				222
主要股东(%)				
汇金				18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以2016年10月28日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(人民币百万)	135,469	154,425	168,893	187,851	207,503
变动(%)	16.9	14.0	9.4	11.2	10.5
净利润(人民币百万)	44,546	46,111	45,737	42,826	38,972
全面摊薄每股收益(人民币)	1.29	1.31	1.25	1.17	1.07
变动(%)	3.5	1.5	(3.9)	(6.4)	(9.0)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.273	1.295	1.379
先前每股收益预测(人民币)	-	-	1.24	1.16	1.06
调整幅度(%)	-	-	1.2	1.4	1.0
全面摊薄市盈率(倍)	6.0	5.9	6.2	6.6	7.2
每股账面价值(人民币)	7.03	8.26	9.27	10.23	11.10
价格/每股账面价值(倍)	1.10	0.94	0.83	0.76	0.70
净资产收益率(%)	20.3	17.0	14.3	12.0	10.0
每股股息(人民币)	0.19	0.24	0.22	0.20	0.16
股息率(%)	2.5	3.0	2.9	2.5	2.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 16年3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	3Q16	3Q15	同比(%)	环比(%)
净利息收入	23,451	23,495	(0.2)	0.5
其他收入	11,884	12,807	(7.2)	(11.9)
其他非息收入	3,095	2,966	4.3	210.1
总经营收入	38,430	39,268	(2.1)	1.6
营业税	(300)	(2,487)	(87.9)	(69.8)
总经营收入(调整后)*	38,130	36,781	3.7	3.5
费用	(13,423)	(11,648)	15.2	54.1
拨备前	21,995	25,133	(12.5)	(21.8)
拨备	(9,903)	(9,833)	0.7	(8.1)
拨备后利润	12,092	15,300	(21.0)	(30.3)
营业外收入	(32)	97	(133.0)	77.8
税前利润	14,772	15,397	(4.1)	(14.7)
所得税	(2,585)	(3,606)	(28.3)	(27.6)
净利润	12,187	11,791	3.4	(11.4)
少数股东权益	(247)	(192)	28.6	4.7
归属股东利润	11,940	11,599	2.9	(11.7)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

注意: * 不含营业税

损益表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	92,136	94,268	100,155	113,592	124,621
净手续费及佣金	38,239	51,205	59,049	66,461	76,596
其他非息收入	5,094	8,952	9,689	7,798	6,286
经营收入	135,469	154,425	168,893	187,851	207,503
经营费用	(54,858)	(59,374)	(61,753)	(66,154)	(72,355)
拨备前经营利润	80,611	95,051	107,140	121,697	135,148
贷款损失拨备	(21,132)	(34,801)	(45,517)	(62,145)	(80,662)
经营利润	59,479	60,250	61,623	59,552	54,486
非经常性项目	314	524	576	634	697
税前利润	59,793	60,774	62,199	60,186	55,183
所得税	(14,226)	(13,752)	(13,960)	(13,258)	(11,999)
税后利润	45,567	47,022	48,239	46,928	43,184
少数股东权益	(1,021)	(911)	(1,002)	(1,102)	(1,213)
净利润	44,546	46,111	47,237	45,826	41,972
优先股股息	0	0	(1,500)	(3,000)	(3,000)
普通股股东应占利润	44,546	46,111	45,737	42,826	38,972
变动 (%)	5	4	(1)	(6)	(9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
现金	471,632	432,831	613,145	678,216	749,967
央行存款和同业资产	927,756	901,302	962,654	907,638	651,498
衍生金融工具	3,231	5,175	6,728	8,746	11,369
贷款	1,812,666	2,048,048	2,299,969	2,547,666	2,821,174
减: 拨备	(38,507)	(50,423)	(60,806)	(88,711)	(134,214)
长期投资	598,164	913,562	1,521,696	1,950,898	2,560,696
固定资产	0	13	13	13	13
折旧	33,375	37,726	30,972	29,522	27,861
其他资产	206,819	232,454	245,218	256,221	269,496
总资产	4,015,136	4,520,688	5,619,587	6,290,209	6,957,861
负债及权益					
客户存款	2,433,810	2,732,253	3,048,004	3,371,793	3,728,840
同业负债	1,124,602	1,210,919	1,660,216	1,833,638	2,025,995
其他借款	129,279	181,242	391,242	501,242	561,242
总付息债务	3,687,691	4,124,414	5,099,462	5,706,673	6,316,077
其他负债	79,689	86,491	112,177	139,735	164,945
总负债	3,767,380	4,210,905	5,211,639	5,846,407	6,481,022
普通股股本	34,153	36,485	36,485	36,485	36,485
资本公积	115,970	147,907	157,827	167,450	176,264
留存收益	90,019	116,826	144,069	169,197	192,208
总股东权益	240,142	301,218	338,381	373,132	404,958
优先股	0	0	60,000	60,000	60,000
少数股东权益	7,614	8,565	9,567	10,669	11,882
总权益	247,756	309,783	407,948	443,802	476,840
总负债及权益	4,015,136	4,520,688	5,619,587	6,290,209	6,957,861

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-A/H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	59,793	60,774	62,199	60,186	55,183
非资金项目和非核心活动	(7,666)	(6,035)	35,553	53,111	73,116
其他变化	(257)	(6)	(22,270)	(23,270)	(24,270)
交易活动产生的现金	202,843	176,565	(325,498)	(179,152)	(144,169)
流动资金的变动	254,713	231,298	(250,016)	(89,125)	(40,140)
经营活动产生的现金流	(284,433)	(286,469)	(8,982)	(8,779)	(8,590)
投资活动现金流入小计	30,526	54,488	259,926	98,925	49,854
融资活动产生的净现金	806	(683)	928	1,021	1,123

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率-A/H股

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
生息资产收益率	5.8	5.0	4.7	4.5	4.3
资金成本	3.2	2.8	2.7	2.6	2.5
利差	2.6	2.2	1.9	1.8	1.8
净息差	2.7	2.3	2.1	2.0	1.9
其他收入/总收入	32.0	39.0	40.7	39.5	39.9
成本收入比	40.5	38.4	36.6	35.2	34.9
有效税率	23.8	22.6	22.4	22.0	21.7
增长率					
贷款增长率	15.1	13.0	12.3	10.8	10.7
存款增长率	13.4	12.3	11.6	10.6	10.6
资产增长率	24.5	12.6	24.3	11.9	10.6
表内外资产增长率	29.1	24.6	6.0	13.3	11.0
流动性					
贷存比	69.9	70.5	71.0	71.1	71.3
贷款资金比	70.7	70.3	66.9	65.8	65.8
贷款资产比	45.1	45.3	40.9	40.5	40.5
存款占付息债务比	58.1	59.0	57.2	58.1	58.4
资产质量					
不良贷款率	1.2	1.6	2.5	3.6	5.5
总拨备覆盖率	182.2	153.6	105.6	96.7	87.1
拨贷比	2.1	2.5	2.6	3.5	4.8
专项拨备覆盖率	1.9	2.2	2.3	2.5	3.4
信用风险成本	1.2	1.8	2.1	2.6	3.0
资本充足率					
权益资产比率	6.2	6.9	6.2	6.1	6.0
核心一级资本充足率	8.6	9.2	8.9	8.8	8.7
一级资本充足率	8.6	9.2	8.9	8.8	8.7
总资本充足率	10.7	11.5	17.6	19.1	19.2
回报率					
资产收益率	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
净资产收益率	20.3	17.0	14.3	12.0	10.0
已运用资本收益率	19.7	16.5	14.4	12.5	10.5
风险加权资产收益率	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9

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，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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371