

民生银行 (600016)

证券研究报告
2019年04月12日

凤凰欲振翅，浴火待重生

小微企业金融业务重拾升势

小微企业金融业务是民生银行的金字招牌。其小微金融业务在 09-12 年曾取得辉煌的成绩，是这段时期民生银行高 ROE (25.2%，2012)、高估值 (1.5X PB, 2012) 的重要推手，其 08-12 年净利润符合增长率达 48%。

18 年小微企业业务重回主战场。经过几年的客户结构调整和业务模式升级，18 年累计发放小微企业贷款 4714.05 亿元，18 年末小微企业贷款达 4069.38 亿元，上年末增长 13.31%，占总贷款的 13.38%；小微存款达 2090 亿元，比上年末增长 11.4%。

非保本理财规模企稳，零售转型持续推进

理财业务受监管趋严所致，其理财收入占中收比例从 16 年的 27.8% 下降至 18 年的 16.8%。但非保本理财余额从 1H18 开始已企稳回升，我们认为其表外理财产品非标资产压缩已接近完成，预计未来其理财业务收入同样回升。

零售转型更进一步。民生银行个人贷款占总贷款比例从 15 年的 35.55% 上升至 18 年的 40.26%。其中，信用卡贷款从 15 年的 1709 亿元增至 18 年的 3932 亿元，个人按揭贷款从 15 年的 1143 亿元增长至 18 年的 3355 亿元。

不良贷款大幅出清，资产质量未来或维持平稳

民生银行 16 年不良贷款偏离度高达 151%，不良认定压力非常大，但随后逐步下降，18 年已将至 100% 以下，其逾期/ (不良+关注) 指标呈同样趋势。近年来民生银行核销不良贷款力度不断加大 (18 年为 584 亿元)。在此背景下，其逾期贷款连降三年，从 15 年的高点 3.94% 下降至 18 年的 2.59%；其 18 年关注类贷款率 3.38%，较 17 年下降 68 bp。

“小微重回主战场”后其小微企业贷款主要采取强担保的模式来控制风险。民生银行抵押贷款占总贷款比例从 13 年的 33.64% 上升到 18 年的 42.77%，而保证贷款占比则从 13 年的 35.89% 下降至 18 年的 20.53%。此外，小微客户结构持续优化，截至 18 年末，评分 5 档及以上小微客户贷款总额占比 86.25%，比 17 年末提高 4.92 个百分点。小微新客户资产质量表现突出，2016 年以来新客户不良率、逾期率仅为 0.19%、0.42%。我们预计其小微企业及整体不良贷款率未来能处在一个平稳的状态。

投资建议：资产质量拐点或现，小微业务值得期待，“增持”评级

我们运用股利贴现法对民生银行进行估值，预测模型分为三个阶段：显性增长期，半显性增长期，永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率 3.24%，市场风险溢价为 7.12% (10 年期沪深指数平均收益率)，beta 用民生银行相对沪深 300 指数五年期的月回报率做回归得出为 0.8980。我们测算出民生银行每股内在价值为 8.16 元，对应 19 年 0.8 倍 PB，给予“增持”评级。

风险提示：资产质量大幅恶化；公司小微金融业务发展不及预期。

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	6.53 元
目标价格	8.16 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	35,462.12
流通 A 股股本(百万股)	35,462.12
A 股总市值(百万元)	231,567.66
流通 A 股市值(百万元)	231,567.66
每股净资产(元)	9.37
资产负债率(%)	92.81
一年内最高/最低(元)	8.14/5.55

作者

廖志明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
朱于敢	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518090006	
zhuyugan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	1443	1589	1722	1847	1946
增长率 (%)	(7.0)	10.1	8.4	7.3	5.3
归属母公司股东净利润(亿元)	498	503	528	548	568
增长率 (%)	4.1	1.0	5.0	3.8	3.5
每股收益 (元)	1.37	1.15	1.21	1.25	1.30
市盈率(P/E)	4.80	5.71	5.44	5.24	5.06
市净率(P/B)	0.65	0.70	0.64	0.57	0.52

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 以小微金融业务为特色的股份行.....	4
1.1. 步履蹒跚的巨人.....	4
1.2. 小微金融业务是金字招牌.....	6
2. 生息资产扩张受政策影响较大.....	7
2.1. 生息资产增长压力仍存.....	7
2.2. 负债端支撑有限，政策留有空间.....	9
3. 净息差回升，中收增长渡过困难期.....	10
3.1. 净息差有所回升.....	10
3.2. 非保本理财规模企稳回升，成本收入比逐年下降.....	14
4. 资产质量平稳，但压力仍存.....	15
4.1. 资产质量各项指标有喜有忧.....	15
4.2. 贷款结构持续优化，零售战略深入推进.....	17
5. 投资建议：资产质量拐点或现，小微业务值得期待，“增持”评级.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：民生银行前十大股东结构（截至 18 年末）.....	4
图 2：民生资产规模增长陷入停滞（亿元）.....	4
图 3：民生总资产规模居中（亿元）.....	4
图 4：18 年利润增速较低（亿元）.....	5
图 5：拨备因素成为盈利增长最大的拖累（18，IAS 39 口径）.....	5
图 6：18 年民生银行 ROE 在已公布的股份行中排第三.....	5
图 7：民生银行小微企业金融业务持续推进.....	6
图 8：18 年民生银行小微企业贷款余额创新高.....	7
图 9：民生银行小微客户不良贷款率上升很快.....	7
图 10：民生银行生息资产增速近年下降明显.....	7
图 11：民生银行同业投资经历了从扩张到收缩.....	8
图 12：买入返售占总资产比重一度超 20%.....	8
图 13：民生银行应收账款类投资调整晚于兴业.....	8
图 14：民生银行 18 年存款增速略接近行业平均水平.....	9
图 15：民生银行一级资本充足率需要补充.....	10
图 16：股份行表内非标（专项资产管理计划+信托计划）/总资产的比重有序压降（%）.....	10
图 17：净利息变化滞后于市场利率.....	11
图 18：民生银行净息差一路下滑（%）.....	11
图 19：民生银行生息资产收益率自 2014 年起低于平均（%）.....	11
图 20：民生银行计息负债成本率较高（%）.....	11
图 21：民生银行贷款收益率高（%）.....	12
图 22：民生银行债券投资收益率处于中游（%）.....	12

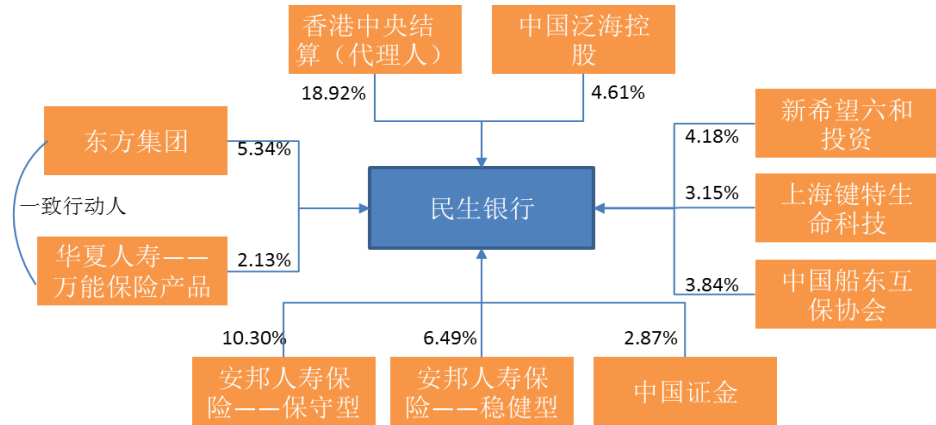
图 23: 民生银行 18 年拆存放同业收益率较高 (%)	12
图 24: 民生银行计息负债结构中存款比例有所上升	13
图 25: 民生银行存款成本较高 (%)	13
图 26: 民生银行同业负债成本较高 (%)	13
图 27: 民生银行网点多 (个, 截至 18 年末)	14
图 28: 民生银行代理服务收入占比下降, 银行卡手续费收入占比提升	14
图 29: 民生银行信用卡业务增长较快	15
图 30: 民生银行 18 年非保本理财余额企稳回升 (亿元)	15
图 31: 民生银行成本收入比较高 (%)	15
图 32: 民生拨备覆盖率一路下行	16
图 33: 民生银行不良率逐渐升高	16
图 34: 民生银行信贷成本和小微信贷不良率持续上升	16
图 35: 民生银行 18 不良贷款净生成率有所上升 (%)	16
图 36: 民生银行加大核销不良来降低偏离度 (% , 补充核销金额)	16
图 37: 民生银行关注贷款率有所上升 (%)	17
图 38: 民生银行 18 逾期贷款率有所下降 (%)	17
图 39: 民生银行抵押贷款与保证贷款占比呈剪刀差	17
图 40: 民生银行 2016-18 年贷款行业成分图	18
图 41: 民生银行 2015-18 个人贷款结构及占比 (亿元)	18
图 42: 民生银行估值回归动力较强 (截至 3Q18)	19
表 1: 民生银行 2015-18 年杜邦分解表	5
表 2: 民生银行流动性匹配率在 2020 年达标压力较大 (百万元)	8
表 3: 股利支付率及增长率预测	19

1. 以小微金融业务为特色的股份行

1.1. 步履蹒跚的巨人

国内第一家上市的民营银行，经营机制高度市场化。截至 18 年末，民生银行第一大股东为香港中央结算公司，第二大股东为安邦人寿，两者均无绝对控制权。长期以来，民生银行股权相当分散，这造就了其非常灵活的管理体制和市场化竞争机制。

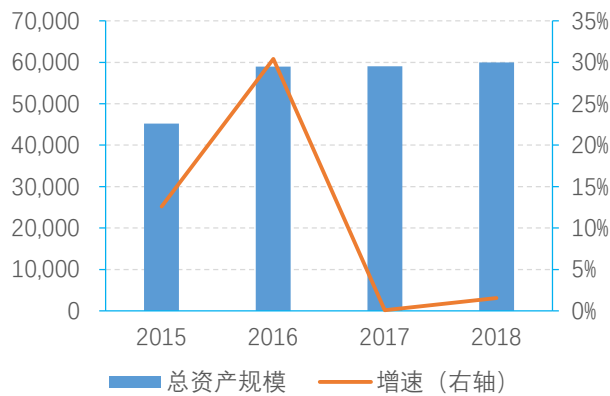
图 1：民生银行前十大股东结构（截至 18 年末）



资料来源：WIND，天风证券研究所

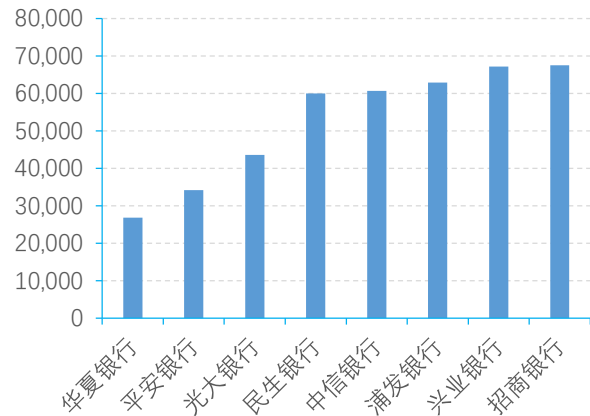
总资产规模增长放缓，居股份行中间水准。受监管政策趋严和自身资产配置调整滞后等原因，其 17-18 年总资产规模增长几乎停滞，同比增长仅为 0.11%和 1.57%。截至 18 年末，总资产规模为 59948 亿元，在 8 家上市股份行里排第 5 位。

图 2：民生银行资产规模增长陷入停滞（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

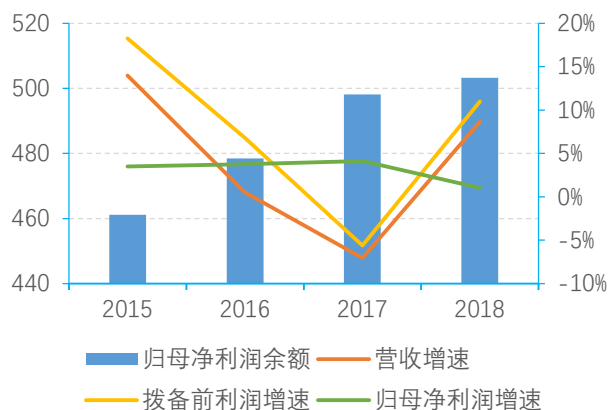
图 3：民生银行总资产规模居中（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

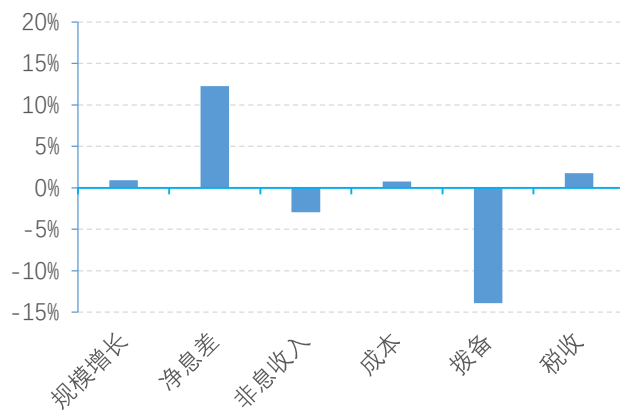
18 年利润增速受制于规模增长和拨备计提。民生银行 18 年归属母公司净利润为 503.27 亿元，yoy + 1.03%。通过盈利增长拆解，我们发现平常驱动银行业利润增长最大的因素规模扩张仅贡献了 0.9 个百分点，而拨备因素则拖累达 13.92 个百分点，息差因素贡献了 12.26 个百分点。再往前看，自 15 年起其归属母公司净利增速不超 5%。

图 4：民生银行 18 年利润增速较低（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

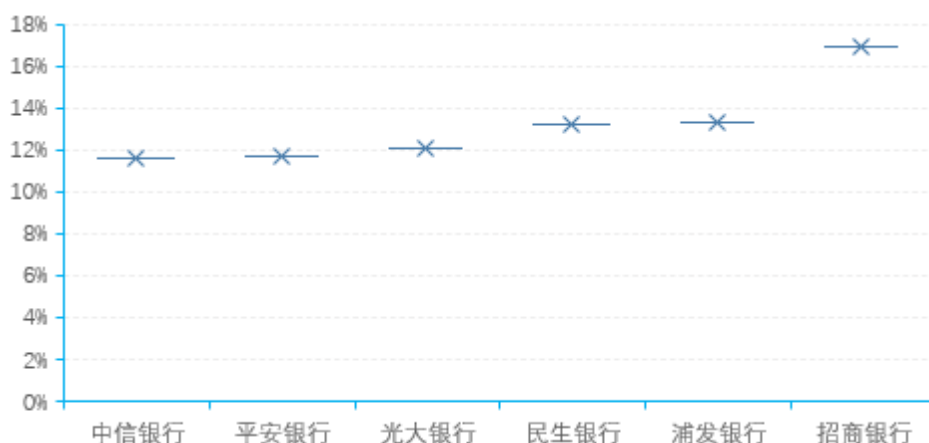
图 5：拨备拖累民生银行盈利增长（18 年末，IAS 39 口径）



资料来源：WIND，天风证券研究所

近年来 ROE 持续走低。其加权平均 ROE 从 15 年的 16.98% 下降至 18 年的 12.94%，通过杜邦分析可看出，15-17 年主要是受净息差和非息收入下滑拖累所致；18 年 ROE 的下滑则主要源自杠杆压缩和拨备多提。

图 6：18 年民生银行 ROE 在已公布的股份行中排第三



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：民生银行 2015-18 年杜邦分解表

	2015	2016	2017	2018
利息收入	4.77%	3.92%	3.91%	3.96%
利息支出	2.56%	2.10%	2.45%	2.67%
利息净收入	2.21%	1.82%	1.47%	1.65%
手续费及佣金净收入	1.20%	1.00%	0.81%	0.81%
净其他非息收入	0.21%	0.16%	0.17%	0.18%
净非利息收入	1.41%	1.16%	0.98%	0.99%
营业收入	3.62%	2.98%	2.45%	2.64%
营业税金及附加	0.23%	0.08%	0.03%	0.03%
管理费用	1.13%	0.92%	0.78%	0.79%
营业成本	1.39%	1.03%	0.84%	0.86%
营业外净收入	0.01%	0.00%	0.00%	-0.01%
拨备前利润	2.24%	1.95%	1.61%	1.77%

资产减值损失	0.82%	0.79%	0.58%	0.78%
税前利润	1.42%	1.16%	1.03%	0.99%
所得税	0.32%	0.22%	0.16%	0.14%
净利润	1.10%	0.94%	0.86%	0.85%
权益乘数	14.59	16.75	15.14	13.91
加权平均 ROE	16.98%	15.13%	14.03%	12.94%

资料来源：WIND，天风证券研究所

1.2. 小微金融业务是金字招牌

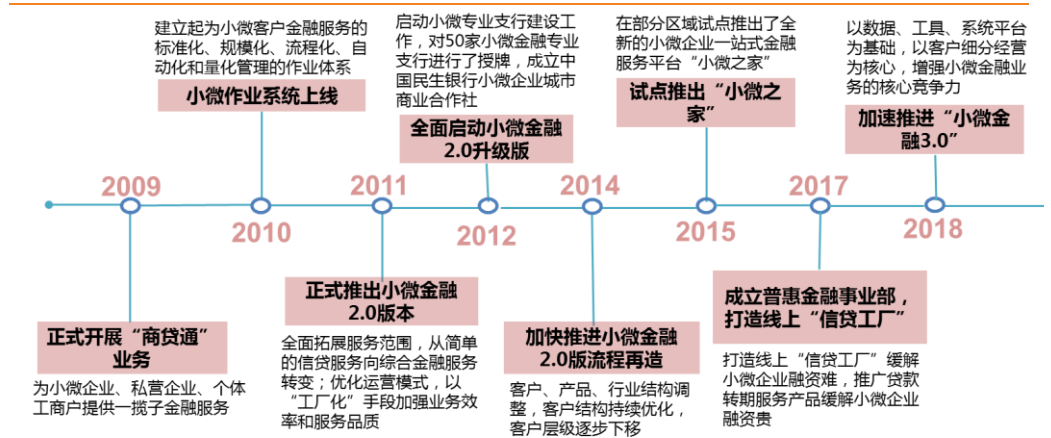
小微企业金融业务是其金字招牌。民生银行在老 16 家 A 股上市银行里最先发力小微企业金融业务，其批量获取小微企业客户的方式**主要是聚焦商圈——从各类批发市场、商会等圈子切入，为其中的小微企业、私营企业、个体工商户提供一揽子金融服务，再由这些客户口口相传介绍，渐渐积累而来。**

小微金融业务在 09-12 年曾取得辉煌的成绩，是这段时期民生银行高 ROE(25.2%，2012)、高估值(1.5X PB，2012)的重要推手，其 08-12 年净利润复合增长率达 48%。

小微贷款占全行贷款比例最高时为 13 年的 26%，但随着经济进入下行周期和竞争的加剧，小微企业贷款不良率的骤升(15 年后不再公布)，贷款余额和比重均逐年下降。

18 年小微企业金融重回主战场。经过几年的客户结构调整和业务模式升级，18 年累计发放小微企业贷款 4714.05 亿元，18 年末小微企业贷款达 4069.38 亿元，比 17 年末增长 13.31%，占总贷款的 13.38%；小微存款达 2090 亿元，比 17 年末增长 11.4%。

图 7：民生银行小微企业金融业务持续推进

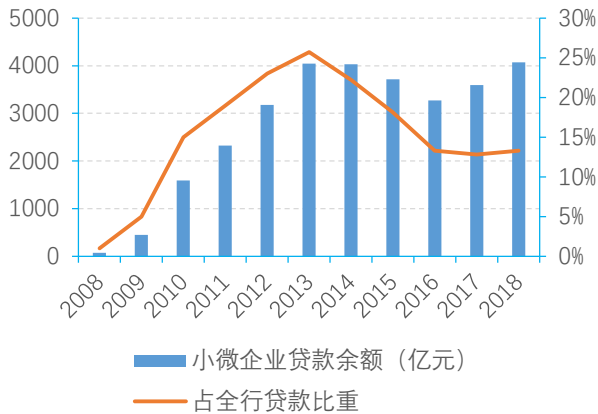


资料来源：公司年报，天风证券研究所

上市银行 18 年多次通过发行资本补充工具(优先股、二级资本债、可转债及定增)融资——显示监管层在经济下行周期，加码稳增长政策，对符合条件的银行补充资本一路绿灯放行，引导银行加大信贷投放。我们预计未来政策或在以下方面对支持小微企业融资还有倾斜的空间，而这或让民生银行持续受益：

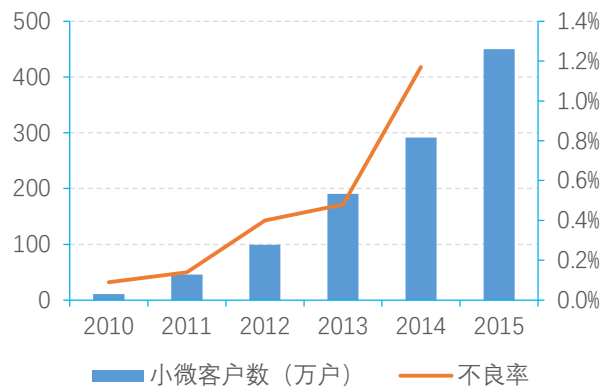
- 1、继续加大定向降准力度，比如对小微企业再贷款、再贴现额度，支持银行小微企业贷款定向融资等；
- 2、继续适度降低符合条件的小微企业贷款风险权重系数；
- 3、适当提高银行对小微企业贷款不良率容忍度；
- 4、进一步降低小微企业贷款利息收入所得税费。

图 8：18 年民生银行小微企业贷款余额创新高



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：民生银行小微客户不良贷款率上升较快



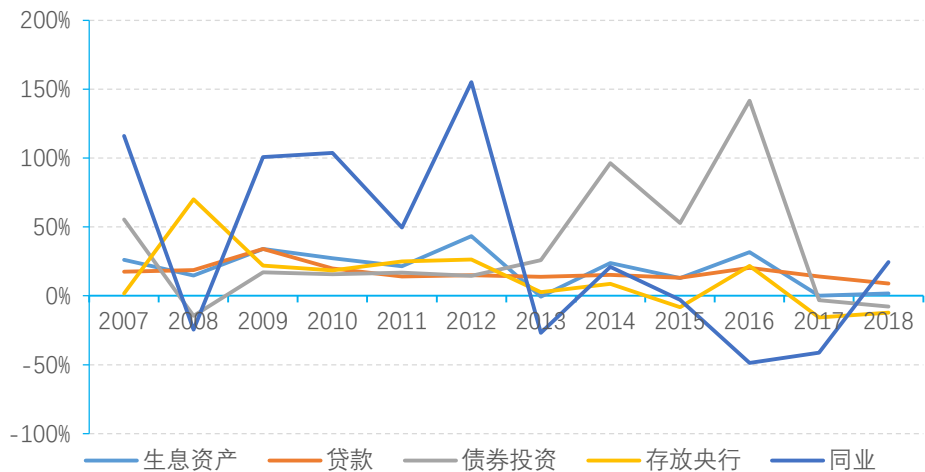
资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 生息资产扩张受政策影响较大

2.1. 生息资产增长压力仍存

生息资产增长曾靠同业资产高增来驱动。在 2011-2013 年期间，同业资产因 1、可节约资本（对 3 个月以上的银行机构债券风险权重仅为 25%）；2、展业成本低于信贷；3、不受贷款额度、贷存比（ $\leq 75\%$ ）和拨贷比（ $>= 2.5\%$ ）等监管指标限制，包括民生银行在内等股份行将信贷包装为同业资产（主要以“买入返售”的形式），来驱动生息资产规模的高速扩张。

图 10：民生银行生息资产增速近年下降明显

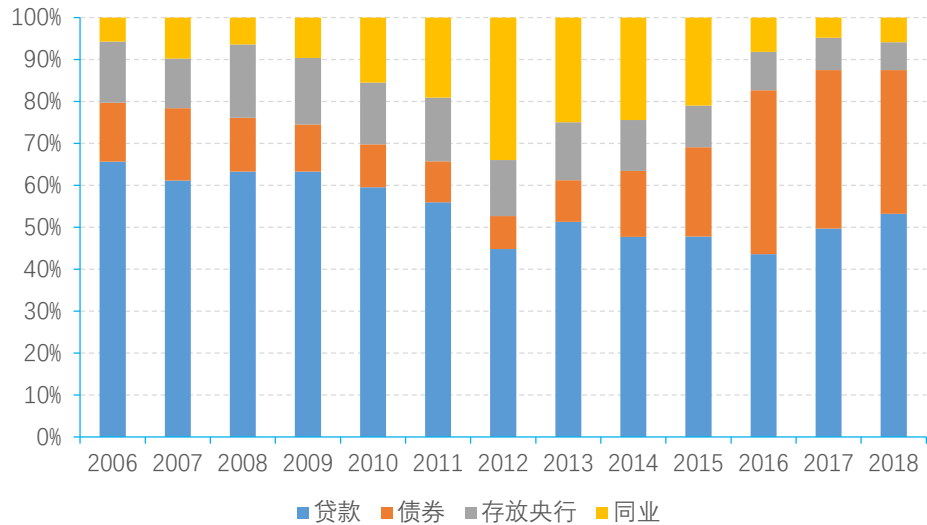


资料来源：WIND，天风证券研究所

2012 年是其同业业务发展的高峰。民生银行 2012 年同业资产占生息资产的比例为 33.95%，在当时上市银行中仅低于兴业银行；其中“买入返售”占总资产比例为 23.71%；同业规模 YoY + 155%。

2013 年生息资产和同业资产增速双双为负。2013 年 3 月银监会出台了理财 8 号文：1、对不达标的非标资产按贷款计提资本；2、理财资金投资非标的余额在任何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限。因当时同业资产里的“买入返售”是表内非标的藏身处，且表外超出规定上限的非标资产回表也加剧了资本的消耗——**导致其 2013 年需压缩表内外非标资产，让同业资产从此彻底告别高速增长。**

图 11: 民生银行同业投资经历了从扩张到收缩

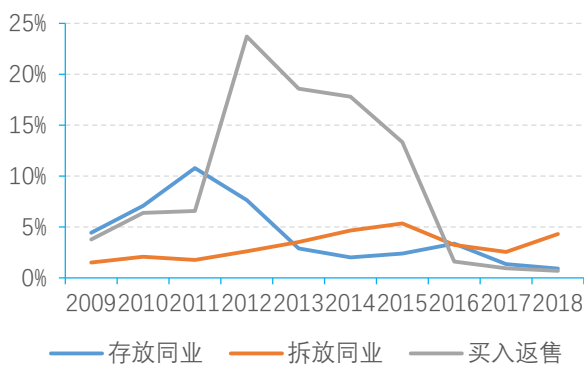


资料来源: WIND, 天风证券研究所

对政策反应滞后导致其近年来生息资产增速几近停滞。2014 年银监会 127 号文出台: 禁止买入返售、同业代付、三方回购等资产投资非标。股份行大多在 2015 年迅速将表内非标资产腾挪至“债券投资”的“应收账款”科目下, 而民生银行对相关资产的摆布到 2016 年才完成。

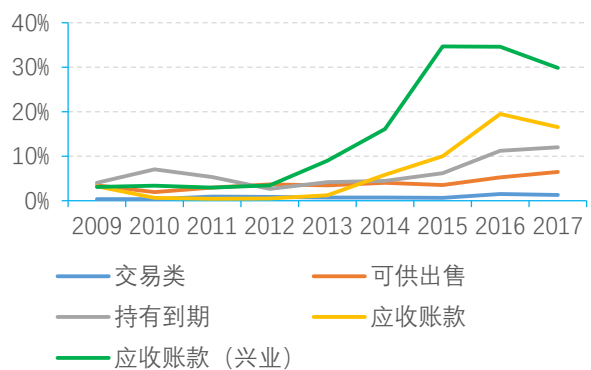
2016 年后银监会限制非标资产的政策密集出台。比如 2016 年银监会 42 号发文: 要求 SPV 实行穿透管理; 2017 年, 银监会的“三三四十”系列检查, 针对监管套利、同业空转、信贷投放等; 流动性新规: 限制同业负债及非标资产的规模和期限错配; 资管新规: 全面禁止非银通道。18 年, 银保监会的大额暴露管理办法: 收紧对单一同业的敞口等。这些政策让民生银行持续压缩非标资产, 且动作晚于同业, 使其生息资产同比增速在 17-18 年仅为 0.01%、1.78%。

图 12: 民生银行买入返售占总资产比重一度超 20%



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 13: 民生银行应收账款类投资调整晚于兴业



资料来源: WIND, 天风证券研究所

19 年资产扩张压力仍存。18 年 5 月, 银保监会颁布《商业银行流动性风险管理办法》, 增加了一项新指标——流动性匹配率, 且必须在 2020 年 1 月 1 日之前达到 100%。我们经过测算, 民生银行 18 年末流动性匹配率约为 67.79%, 在 2020 年 1 月 1 日达标压力仍然较大, 其表内非标及长周期资产仍需压缩。

表 2: 民生银行流动性匹配率在 2020 年达标压力较大 (百万元)

	<3 个月	3-12 个月	≥1 年

加权资金来源	折算率	折算率	折算率
1.向央行借款	35507*70%	268330*80%	
2.存款	2356218*50%	640551*70%	170343
3.同业存款	0 (折算率为0)	208478*30%	3429
4.同业拆入及卖出回购	0 (折算率为0)	48811*40%	
5.发行债券及同业存单	0 (折算率为0)	258585*50%	210681

加权资金运用			
1.各项贷款	749338*30%	895587*50%	1313295*80%
2.存放同业及同业存单	34173*40%	4869*60%	643
3.拆放同业及买入返售	107767*50%	167232*70%	24540
4.其他投资 (除非标外)	223897*50%	591092*70%	752918
5.表内非标		417082*100%	

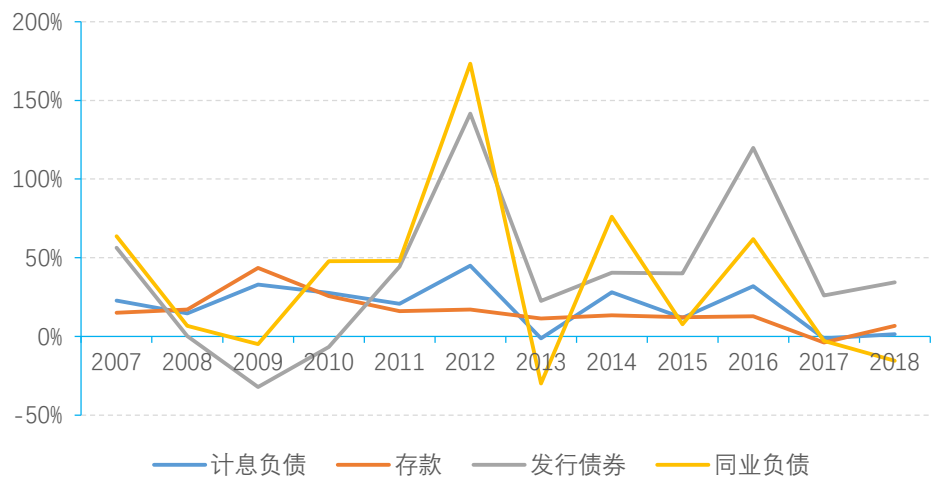
资料来源: WIND, 天风证券研究所

注: 表内非标用 (专项资产管理计划+信托计划) 近似代替

2.2. 负债端支撑有限, 政策留有空间

负债端增长依赖存款拉动。截至 18 年末, 其广义同业负债 (含同业存单) 占比 29%, 接近监管规定上限, 已无多少增长空间——生息资产规模增长的负债支撑几乎全部落在存款增长科目。民生银行 18 年计息负债增长 1.47%, 存款增速为 6.78%, 略低于行业平均水平。鉴于股份行普遍吸储能力不强, 很难通过做大流动性匹配率分子的方式来达标。**我们认为其 19 年生息资产规模增长预计不容乐观, 对盈利增长的贡献可能维持弱势。**

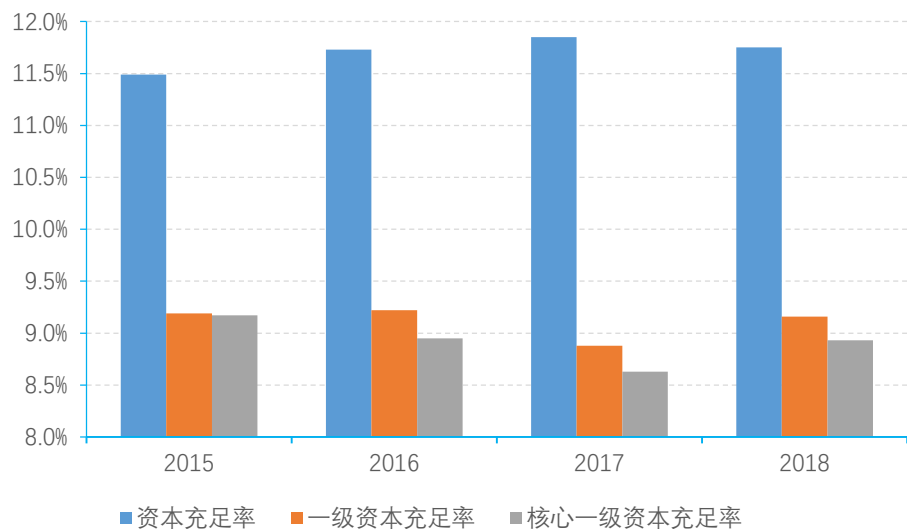
图 14: 民生银行 18 年存款增速略接近行业平均水平



资料来源: WIND, 天风证券研究所

一级资本仍需补充。截至 18 年末, 民生银行核心一级、一级、资本充足率分别为 8.93%、9.16%、11.75%。其中, 15-18 年一级资本充足率为 9.19%、9.22%、8.88%、9.16%, 距离监管底线要求 8.5%高出不到一个百分点, 且近三年排名股份行末尾。**目前监管层放开了银行发行永续债的政策, 其或可利用此点补充一级资本。**

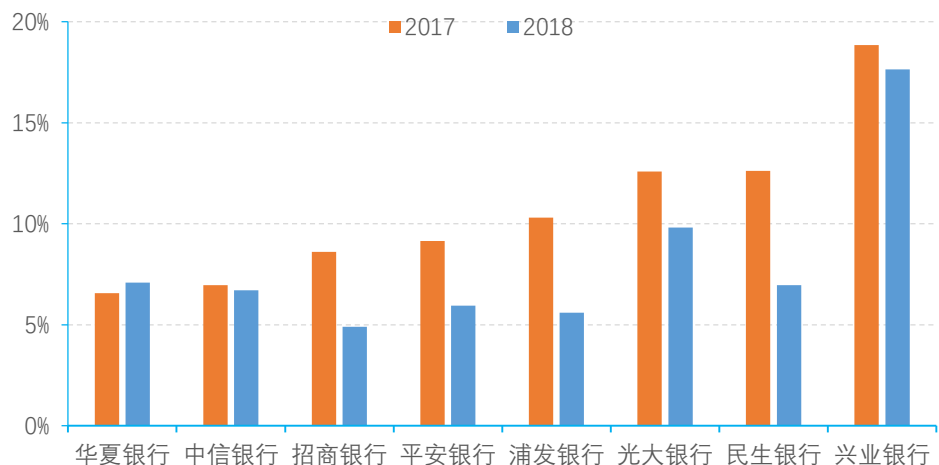
图 15: 民生银行一级资本充足率需要补充



资料来源: WIND, 天风证券研究所

政策留有回旋余地。流动性匹配率分母加权资金运用中分类不是很细致全面, 其中第 5 类为“由银保监会视情形确定的项目”, 其折算率由银保监会视情形确定——这里存在相机抉择的可能。我们认为在监管层去杠杆的节奏和思路有所缓和之际, 引导银行加大信贷投放支援实体经济上升到了更重要的位置, 部分对银行过严的监管指标存在松动可能。

图 16: 股份行表内非标(专项资产管理计划+信托计划)/总资产的比重有序压降(%)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

注: 兴业、华夏银行 18 年数据为截至 1H18

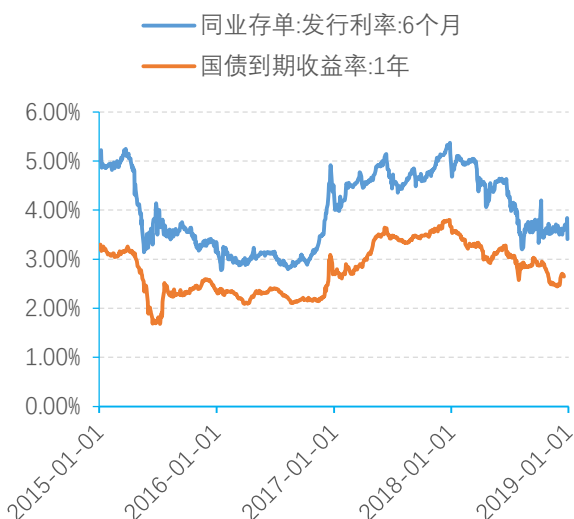
3. 净息差回升, 中收增长渡过困难期

3.1. 净息差有所回升

净息差前高后低, 18 年回升较多。在 2012 年以前, 民生银行的小微金融业务和同业业务都具备高收益的特征, 这令其净息差一度领股份行之先。但 2012 年是一个明显的分水岭, 这一年开始其小微企业信贷占贷款比例进入下降通道, 而前面所述的高收益同业资产从 2014 年也开始持续压缩, 而其计息负债成本一直高于股份行平均——这些因素令其净息差

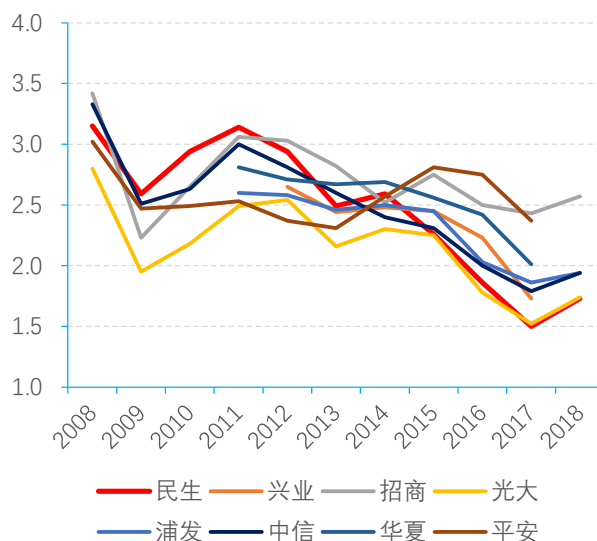
一路下滑至股份行底部水平。民生银行 18 年净息差为 1.73%，较 17 年上升 23 BP，主要源于 17 年市场利率上升的滞后传导。

图 17：民生银行净利息变化滞后于市场利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

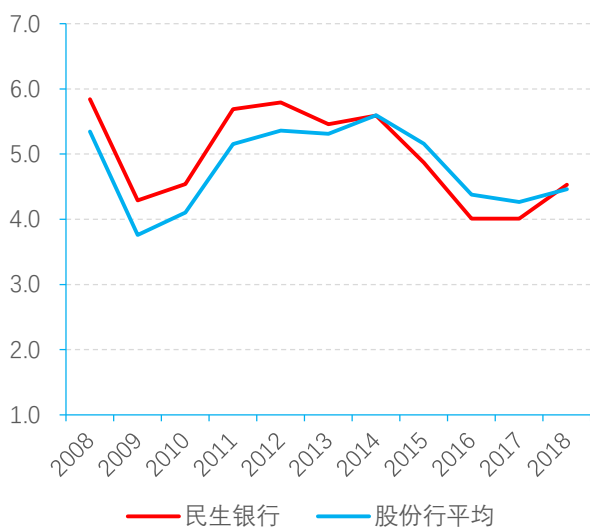
图 18：民生银行净息差一路下滑（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

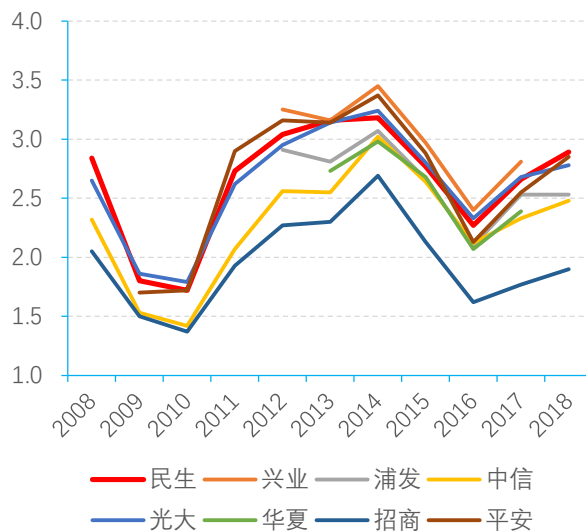
生息资产收益率前高后低，计息负债成本率较高。其生息资产收益率 14 年前高于股份行平均，14 年后低于股份行平均，18 年为 4.53%，较 17 年上升 52 bp；而其计息负债成本率为 2.89%，为公布年报的股份行中最高。

图 19：民生银行生息资产收益率自 2014 年起低于平均（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

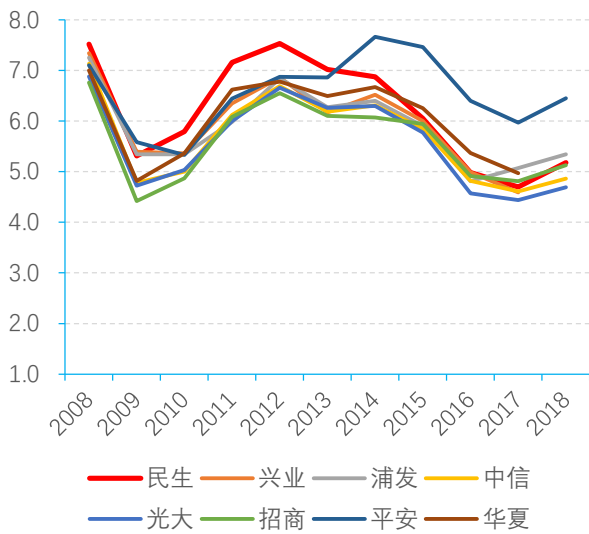
图 20：民生银行计息负债成本率较高（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

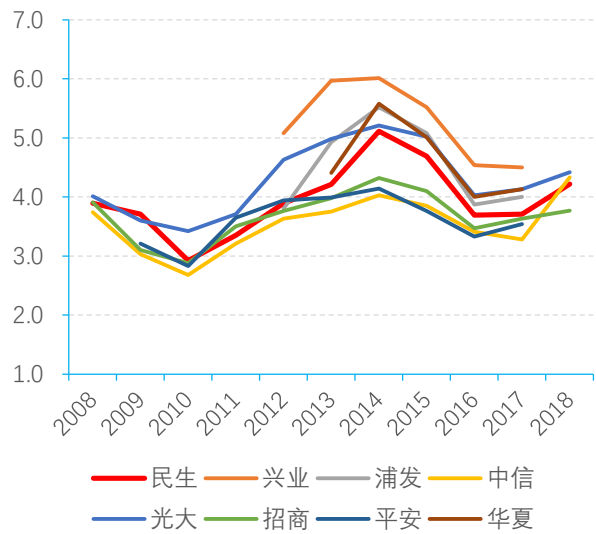
贷款收益率自小微企业信贷压缩后优势不在，18 年升幅较多。贷款收益率自 13 年小微企业金融业务占比下降后，很快泯然于众股份行。贷款收益率 18 年为 5.18%（低于招商和平安），相较 17 年上升了 48 bp，其贷款投放占生息资产比例也提升近 4 个百分点。

图 21: 民生银行贷款收益率高 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

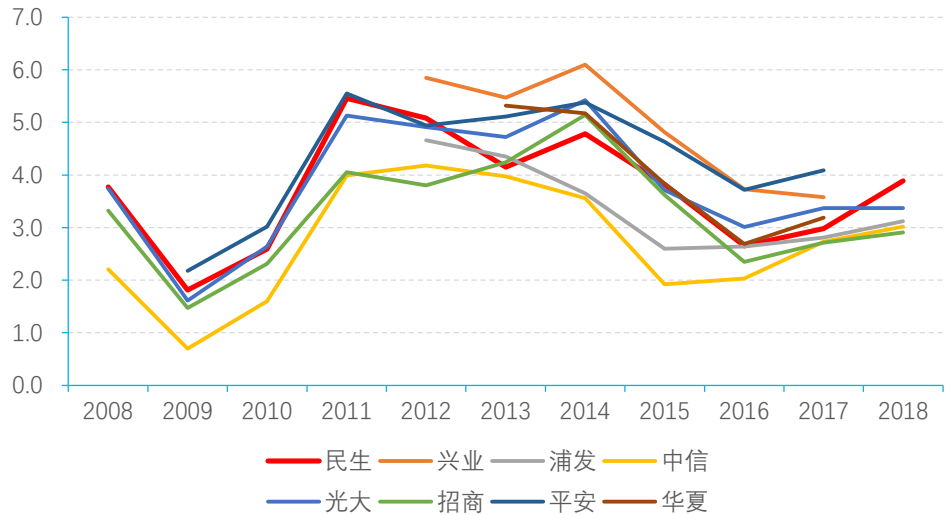
图 22: 民生银行债券投资收益率处于中游 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

存拆放同业资产收益率回升明显。同业资产收益率的走势与贷款较为类似, 在 12 年前高于股份行平均水平, 13 年后便逐渐落后股份行平均水平。18 年为 3.89%, 较 17 年提升 91bp, 高于已发布年报的其他股份行。

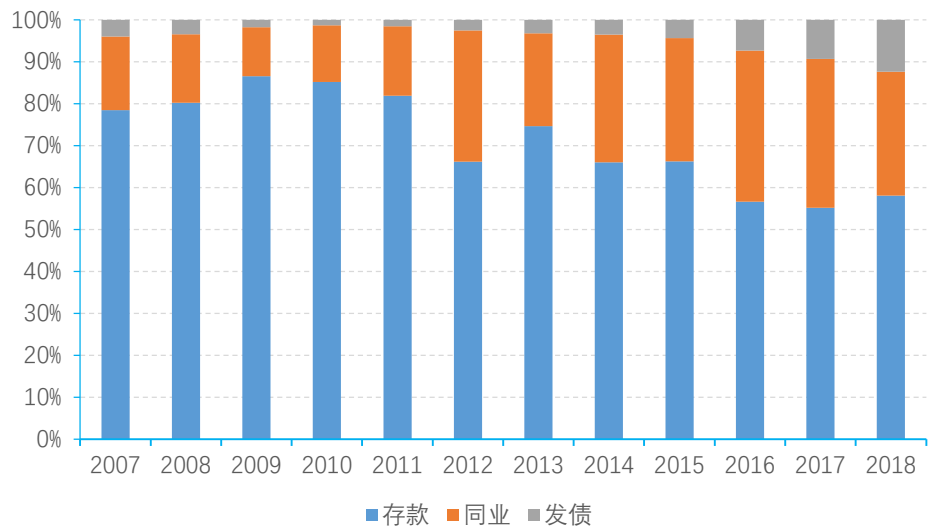
图 23: 民生银行 18 年拆存放同业收益率较高 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

负债结构优化, 但成本居高不下。截至 18 年末, 民生银行存款占计息负债比例为 58.09%, 较 17 年提升 2.89 个百分点; 同业负债占比为 29.54%, 较 17 年下降近 6 个百分点; 发债占比为 12.37%。民生银行的存款成本率在股份行中一直处于高位; 同业负债成本率 18 年为 3.71%, 较 17 年提升了 1.16 个百分点。

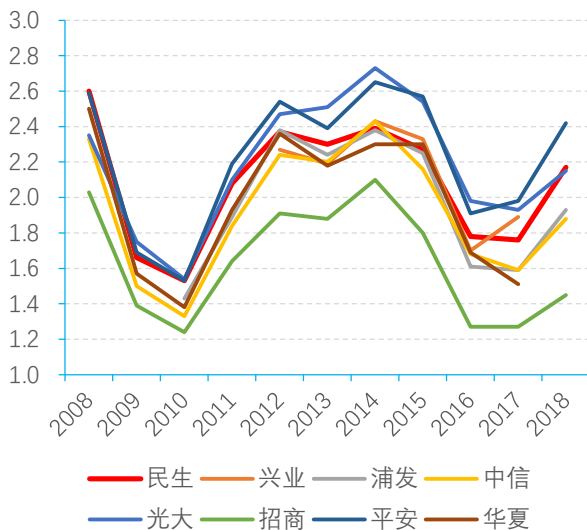
图 24：民生银行计息负债结构中存款比例有所上升



资料来源：WIND，天风证券研究所

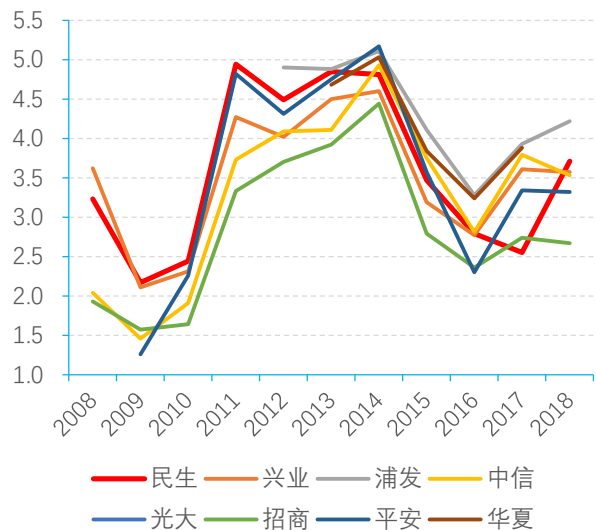
存款成本高企或源于其股东背景较为薄弱。民生银行是股份行里唯一的民营银行，它不像其他股份行多拥有地方政府或国企股东背景，缺乏稳定的低成本政务或国企存款，必须用完全市场化的手段去竞争——这需要下沉更多的营业网点（民生银行网点数量在股份行里较多），提高了其营业和存款成本。

图 25：民生银行存款成本较高 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

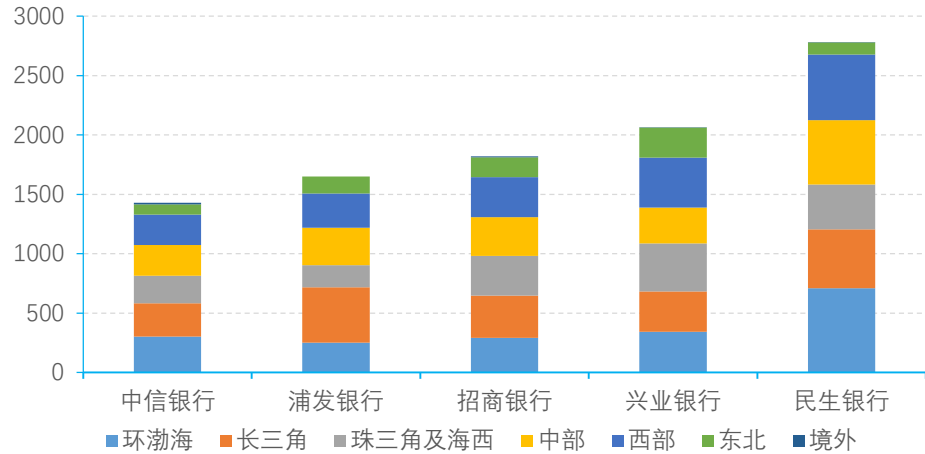
图 26：民生银行同业负债成本较高 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

净息差未来或承压。随着贷款利率进入下行通道，民生银行资产端收益率或有所下降，而负债端的激烈竞争让成本难以回落，其净息差未来走势取决小微战略和零售战略持续效果，使其资产端收益率提升幅度高于负债端抬升幅度。

图 27：民生银行网点多（个，截至 18 年末）

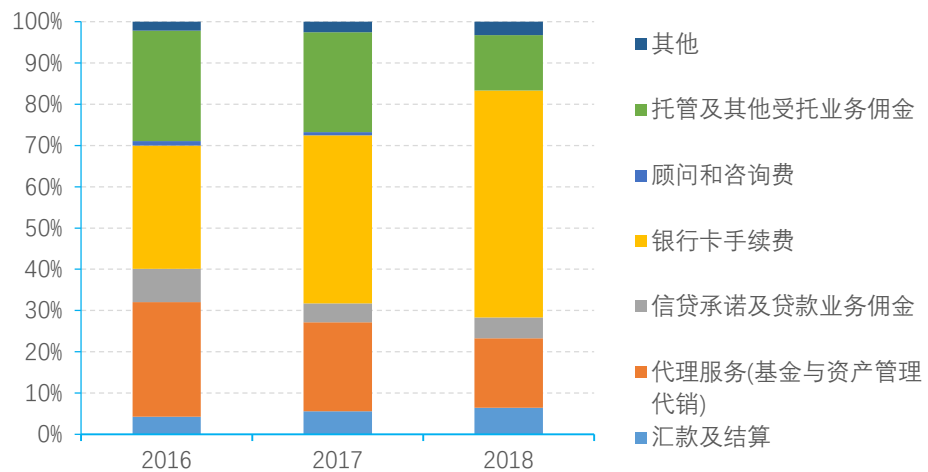


资料来源：WIND，天风证券研究所

3.2. 非保本理财规模企稳回升，成本收入比逐年下降

银行卡手续费收入持续扩大。银行卡手续费收入占比从 16 年的 29.87% 上升至 18 年的 54.9%；信用卡发卡量从 16 年的 2834 万张上升至 18 年的 4955 万张，信用卡应收账款总额从 16 年的 2073 亿元升至 18 年的 3932 亿元，我们认为得益于良好的市场化竞争机制，其银行卡手续费收入有望延续上升趋势。

图 28：民生银行代理服务收入占比下降，银行卡手续费收入占比提升

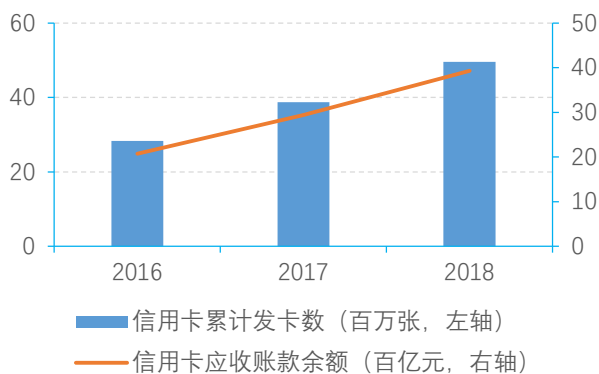


资料来源：公司财报，天风证券研究所

非保本理财余额企稳。理财业务受监管趋严所致，其收入占比从 16 年的 27.8% 下降至 18 年的 16.8%。但民生银行非保本理财余额从 1H18 开始已企稳回升，我们认为其表外理财产品非标资产压缩已接近完成，预计未来其理财业务收入同样回升。

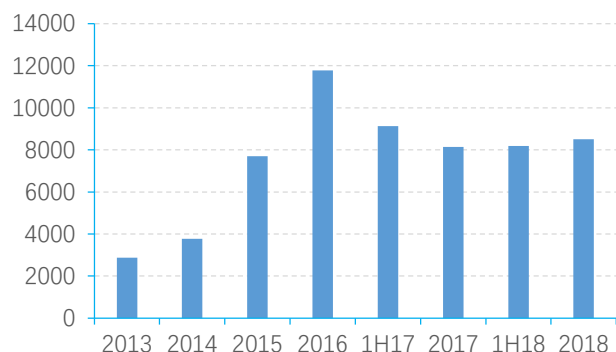
信用卡业务模式转型扎实推进。聚焦千禧一代核心目标客群，18 年新增千禧客户占新增客户总数的 64.36%；继续强化获客模式转型，网申获客占比持续提升，通过做大官方免费渠道和荐者有份低价渠道，户均获客成本显著下降。持续加强交易促动，提升客户活跃度，信用卡卡均交易额 4.46 万元，保持同业先进水平。18 年实现非利息净收入 280.73 亿元，同比增长 33.82%。

图 29：民生银行信用卡业务增长较快



资料来源：WIND，天风证券研究所

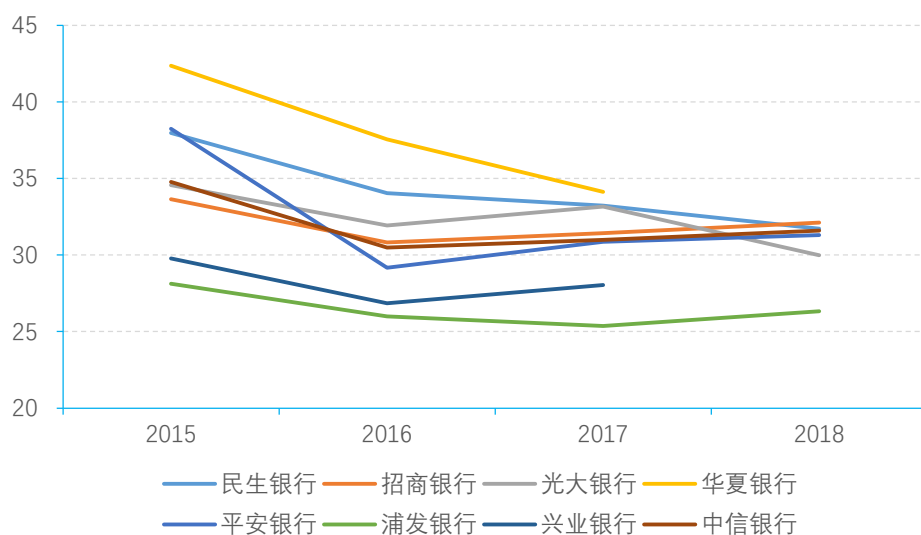
图 30：民生银行 18 年非保本理财余额企稳回升 (亿元)



资料来源：WIND，天风证券研究所

成本收入比逐年降低，但高于股份行平均水平。民生银行持续推进降本增效和产能提升，加强成本精细化管理，压降刚性运营成本占比，成本结构不断优化，运营效率进一步提升。其成本收入比从 2015 年的 37.97% 下降至 18 年的 31.72%，但仍高于股份行平均——这同样显示出其股东背景在股份行里较为薄弱，高度的市场化机制抬高了其营业成本。

图 31：民生银行成本收入比较高 (%)



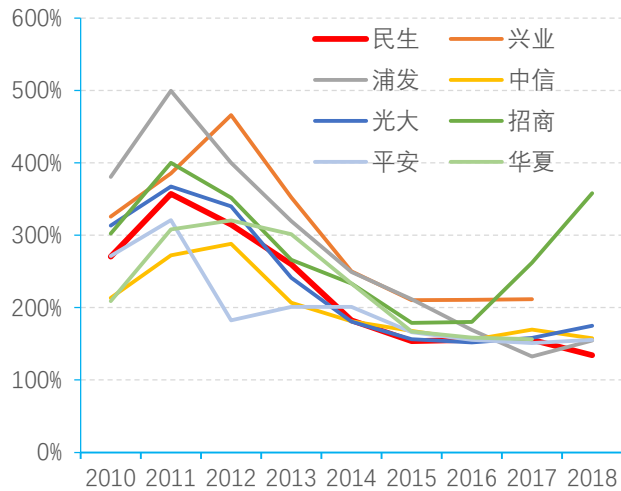
资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 资产质量平稳，但压力仍存

4.1. 资产质量各项指标有喜有忧

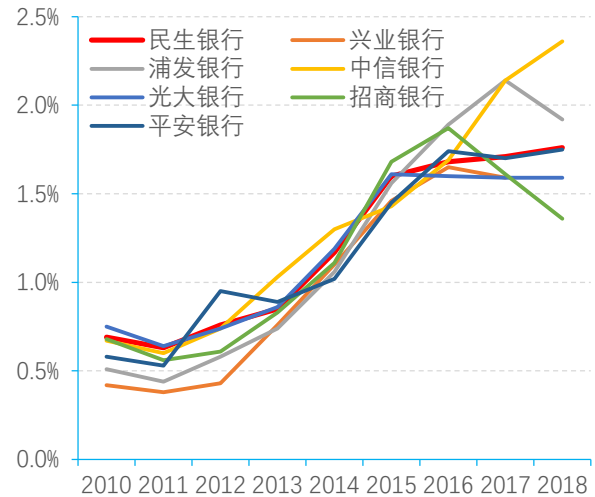
不良率一路上行，拨备一路下降。民生银行的不良贷款率从 2010 年的 0.69% 上升至 18 年的 1.76%，拨备覆盖率从 2011 年的 357.29% 一路下降至 18 年的 134.05%。主要原因是因早期其小微企业贷款主要采取保证+信用类贷款的弱抵押形式，随着经济步入下行周期和小微业务竞争加剧，小微企业贷款不良率持续上升，小微客户违约时民生银行几乎只能遭受全额损失。

图 32: 民生银行拨备覆盖率一路下行



资料来源: WIND, 天风证券研究所

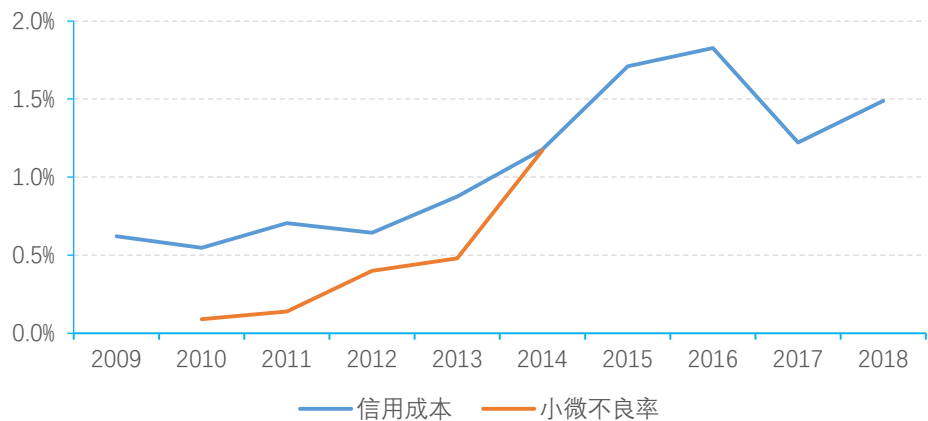
图 33: 民生银行不良率逐渐升高



资料来源: WIND, 天风证券研究所

信用成本 17 年前持续上升。从 2015 年开始民生银行便不再公布小微企业不良贷款率, 但从不断上升的信贷成本可侧面看出应该是呈继续上升趋势。受此影响, 其小微企业贷款占全行比例自 13 年起不断下降。

图 34: 民生银行信贷成本和小微信贷不良率持续上升



资料来源: WIND, 天风证券研究所

不良偏离度回归正常, 加大不良暴露力度。民生银行 16 年不良贷款偏离度高达 151%, 不良认定压力非常大, 但随后逐步下降, 18 年已将至 100% 以下, 其逾期/ (不良+关注) 指标呈同样趋势。近年来民生银行对不良贷款核销力度十分之大, 18 年不良贷款(加回核销)净生成率为 2.3%。

图 35: 民生银行 18 不良贷款净生成率有所上升 (%)

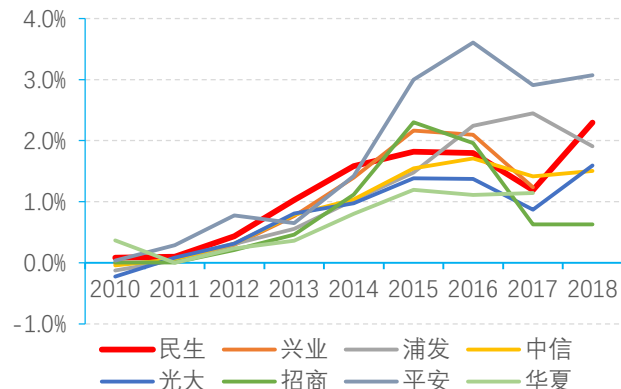
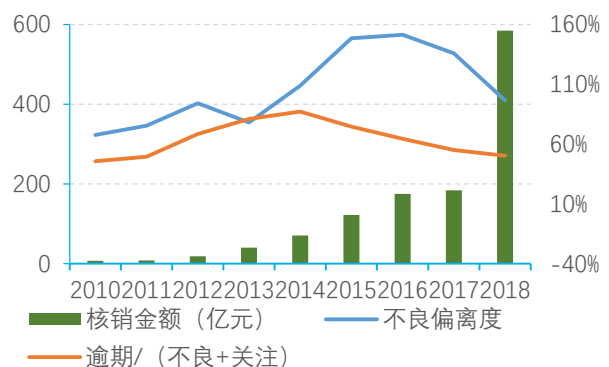


图 36: 民生银行加大核销不良来降低偏离度 (% , 补充核销金额)

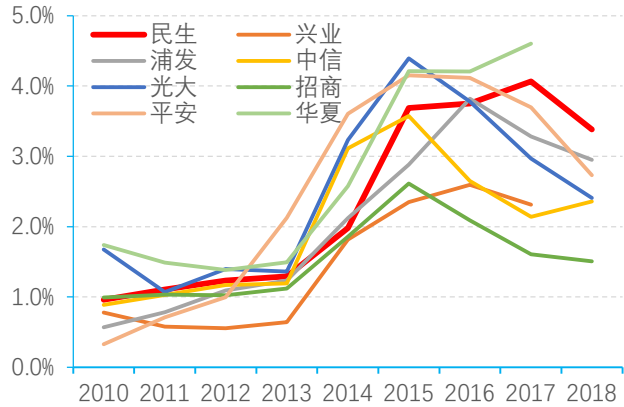


资料来源：WIND，天风证券研究所

资料来源：WIND，天风证券研究所

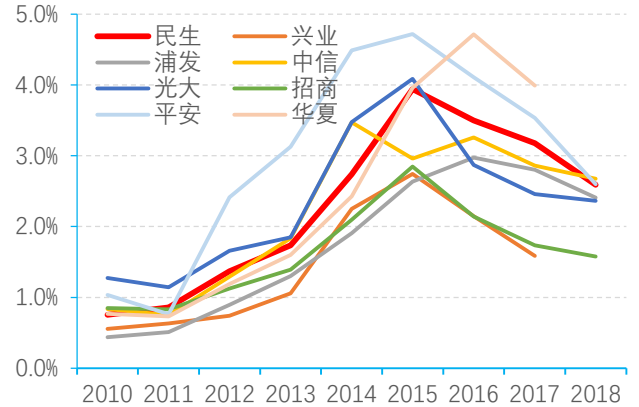
关注类、逾期贷款在 18 年双降。在加大不良贷款暴露与核销的背景下，其逾期贷款连降三年，从 15 年的高点 3.94% 下降至 18 年的 2.59%；其 18 年关注类贷款率 3.38%，较 17 年下降 68 bp，但高于股份行平均水平。

图 37：民生银行关注贷款率有所上升（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

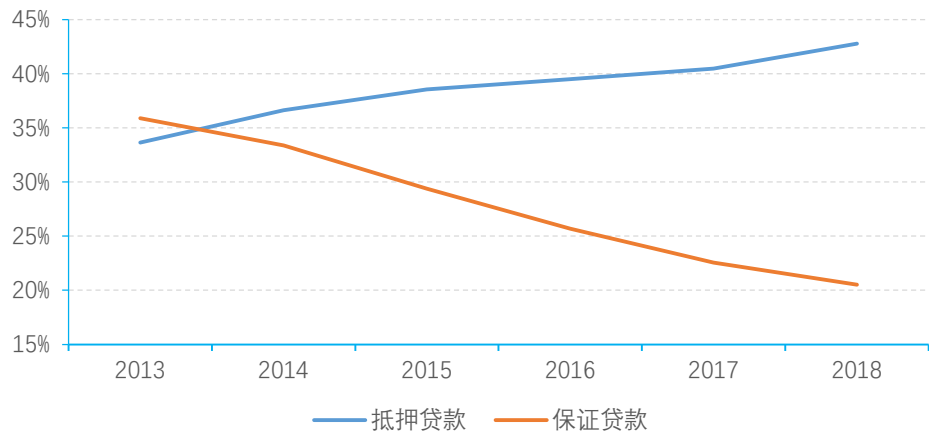
图 38：民生银行 18 逾期贷款率有所下降（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

“小微重回主战场”后其小微企业贷款主要采取强担保的模式来控制风险。民生银行抵押贷款占总贷款比例从 13 年的 33.64% 上升到 18 年的 42.77%，而保证贷款占比则从 13 年的 35.89% 下降至 18 年的 20.53%。此外，小微客户结构持续优化，截至 18 年末，评分 5 档及以上小微客户贷款总额占比 86.25%，比 17 年末提高 4.92 个百分点。小微新客资产质量表现突出，2016 年以来新客户不良率、逾期率仅为 0.19%、0.42%。我们预计其小微企业及整体不良贷款率未来能处在一个平稳的状态。

图 39：民生银行抵押贷款与保证贷款占比呈剪刀差

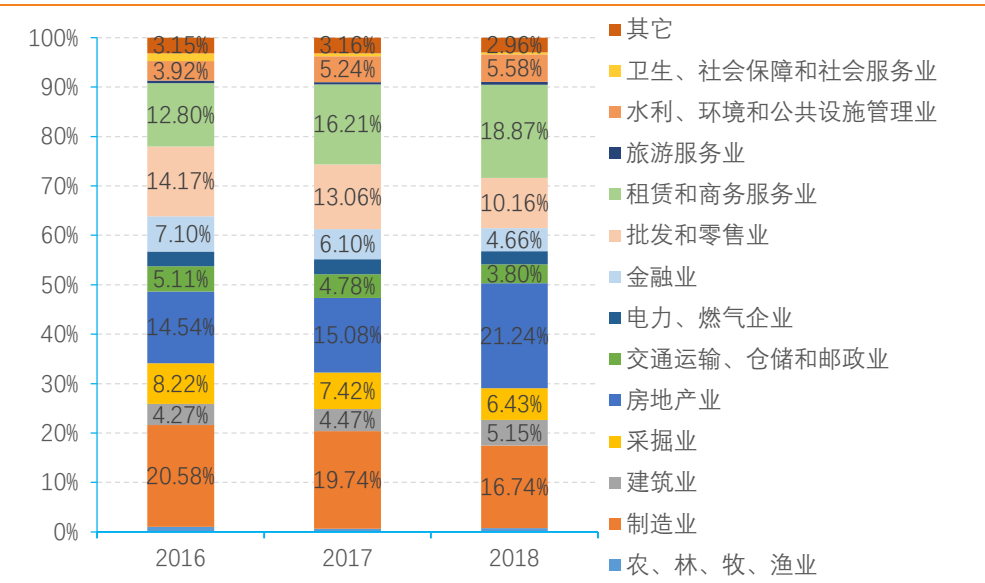


资料来源：WIND，天风证券研究所

4.2. 贷款结构持续优化，零售战略深入推进

贷款结构调整利于资产质量改善。不良高发的制造业+批发零售业贷款合计占比从 16 年的 34.75% 压降至 18 年的 26.9%；风险较低的房地产贷款占比从 16 年的 14.54% 上升到 18 年的 21.24%，租赁和商务服务业从 16 年的 12.8% 扩大到 18 年的 18.87%。

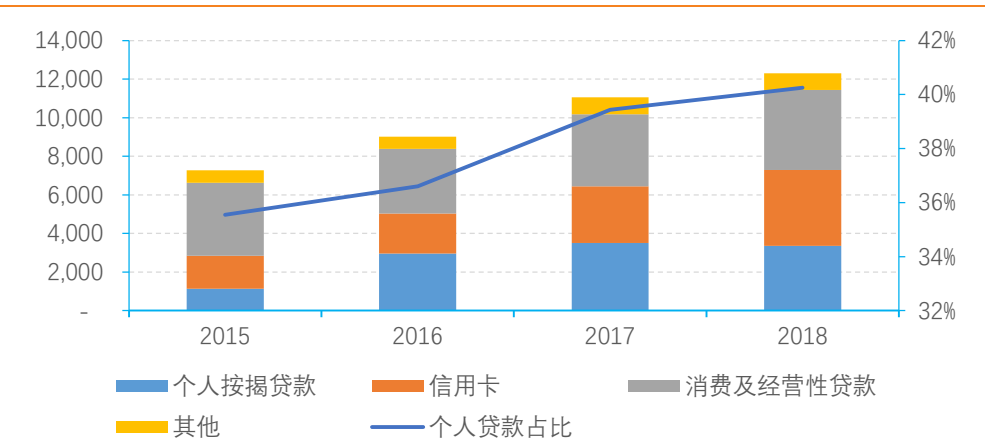
图 40：民生银行 2016-18 年贷款行业成分图



资料来源：WIND，天风证券研究所

零售转型更进一步。民生银行个人贷款占总贷款比例从 15 年的 35.55% 上升至 18 年的 40.26%。其中，信用卡贷款从 15 年的 1709 亿元增至 18 年的 3932 亿元，个人按揭贷款从 15 年的 1143 亿元增长至 18 年的 3355 亿元。

图 41：民生银行 2015-18 个人贷款结构及占比（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

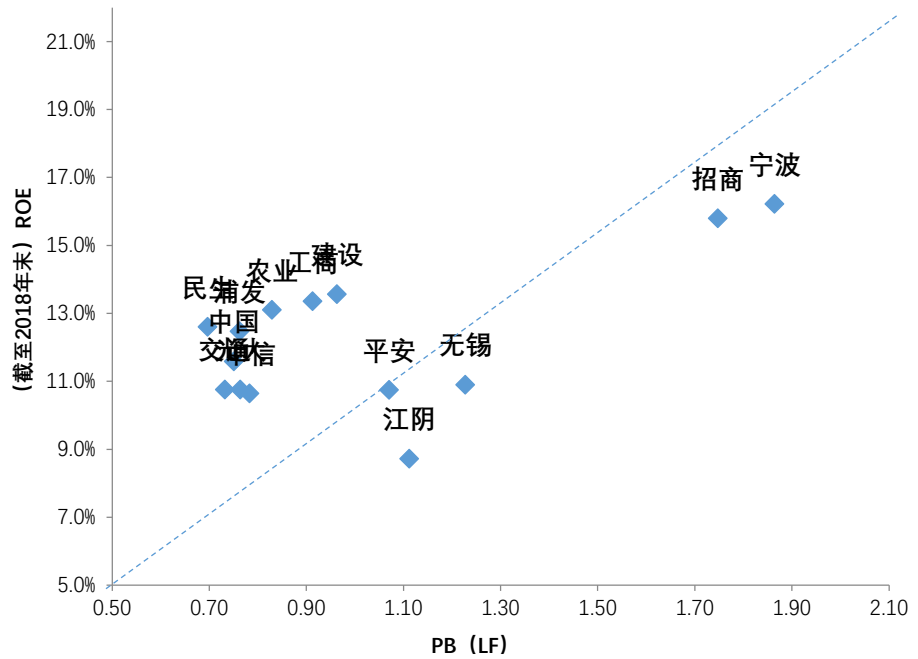
5. 投资建议：资产质量拐点或现，小微业务值得期待，“增持”评级

我们对民生银行 19-21 年的基本假设包括：

1、**18 年或是其资产质量拐点。**伴随着 18 年巨量不良贷款的核销，带来不良偏离度、逾期和关注类贷款的大幅下降，叠加其小微企业贷款担保强度的提升，资产质量未来或稳中有降。我们预测其 19-21 年不良贷款率依次为 1.67%、1.65%、1.60%。

2、**小微金融业务值得期待。**我们预计未来小微扶持政策或在定向降准、适度降低小微贷款风险权重、继续提高小微不良容忍度、降低小微企业利息收入税费等方面存在倾斜空间，这或让民生银行持续受益。如果其小微贷款占全行贷款比例可重拾升势，其净息差或能重回高位，提振其 ROE 和估值水平。

图 42：民生银行估值回归动力较强（pb 截至 19 年 4 月 10 日）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我们运用股利贴现法对民生银行进行估值，预测模型分为三个阶段：显性增长期，半显性增长期，永续增长率。假设无风险利率为十年期国债收益率 3.24%，市场风险溢价为 7.12%（10 年期沪深指数平均收益率），beta 用民生银行相对沪深 300 指数五年期的月回报率做回归得出为 0.8980。外加下述列表假设增长率，测算出民生银行每股内在价值为 8.16 元，对应 19 年 0.8 倍 PB，给予“增持”评级。

表 3：股利支付率及增长率预测

	显性预测期	半显性增长期	永续增长率
	2019-2021	2022-2029	2030-
股利支付率	20%	25%	30%
增长率	12%	6.35%	3%

资料来源：天风证券研究所

6. 风险提示

资产质量大幅恶化；公司小微金融业务发展不及预期。

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	866	767	892	951	1031	净利润增速	4.1%	1.0%	5.0%	3.8%	3.5%
手续费及佣金	477	481	491	506	521	拨备前利润增速	-5.6%	11.0%	8.6%	12.1%	6.3%
其他收入	100	341	339	391	394	税前利润增速	0.4%	-2.9%	4.5%	3.8%	3.5%
营业收入	1443	1589	1722	1847	1946	营业收入增速	-7.0%	10.1%	8.4%	7.3%	5.3%
营业税及附加	(15)	(19)	(10)	(11)	(12)	净利息收入增速	-8.6%	-11.4%	16.3%	6.7%	8.5%
业务管理费	(458)	(471)	(542)	(526)	(542)	手续费及佣金增速	-8.6%	0.8%	2.0%	3.0%	3.0%
拨备前利润	970	1077	1169	1310	1393	营业费用增速	-4.8%	3.0%	15.0%	-3.0%	3.0%
计提拨备	(341)	(463)	(524)	(637)	(690)	规模增长					
税前利润	606	588	614	638	660	生息资产增速	0.0%	1.8%	2.8%	6.4%	6.5%
所得税	(96)	(85)	(86)	(89)	(92)	贷款增速	13.9%	9.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	498	503	528	548	568	同业资产增速	-41.3%	24.5%	10.0%	15.0%	15.0%
资产负债表						证券投资增速	-3.2%	-7.8%	-5.0%	2.0%	2.0%
贷款总额	28043	30567	33013	35654	38506	其他资产增速	5.0%	-3.0%	2.9%	-12.5%	-31.3%
同业资产	2713	3379	3717	4274	4915	计息负债增速	-1.2%	1.5%	2.3%	4.6%	4.0%
证券投资	21359	19700	18715	19089	19471	存款增速	-3.8%	6.8%	6.0%	5.0%	4.0%
生息资产	56463	57468	59075	62829	66895	同业负债增速	-6.4%	-17.0%	-5.0%	5.0%	5.0%
非生息资产	3303	3203	3296	2884	1980	股东权益增速	10.7%	10.6%	8.8%	12.0%	11.1%
总资产	59021	59948	61668	64933	68005	存款结构					
客户存款	29663	31673	33573	35252	36662	活期	46.2%	99.4%	99.41%	99.41%	99.41%
其他计息负债	24076	22854	22184	23087	24030	定期	53.2%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
非计息负债	1383	1111	1222	1344	1479	其他	0.6%	0.6%	0.59%	0.59%	0.59%
总负债	55123	55638	56979	59683	62171	贷款结构					
股东权益	3898	4310	4689	5250	5834	企业贷款(不含贴现)	57.6%	61.2%	61.20%	61.20%	61.20%
每股指标						个人贷款	39.4%	38.8%	38.80%	38.80%	38.80%
每股净利润(元)	1.37	1.15	1.21	1.25	1.30	资产质量					
每股拨备前利润(元)	2.66	2.46	2.67	2.99	3.18	不良贷款率	1.71%	1.76%	1.67%	1.65%	1.65%
每股净资产(元)	10.12	9.37	10.20	11.44	12.72	正常	94.23%	94.86%	96.67%	96.72%	96.77%
每股总资产(元)	161.77	136.92	140.85	148.31	155.33	关注	4.06%	3.38%	3.33%	3.28%	3.23%
P/E	4.80	5.71	5.44	5.24	5.06	次级	0.61%	0.94%			
P/PPOP	2.47	2.67	2.46	2.19	2.06	可疑	0.76%	0.46%			
P/B	0.65	0.70	0.64	0.57	0.52	损失	0.34%	0.36%			
P/A	0.04	0.05	0.05	0.04	0.04	拨备覆盖率	155.61%	134.05%	127.69%	132.63%	136.96%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	1.50%	1.73%	1.53%	1.56%	1.59%	资本充足率	11.85%	11.75%	11.69%	11.62%	11.52%
净利差(Spread)	1.35%	1.64%	1.54%	1.64%	1.74%	核心资本充足率	8.63%	8.93%	9.06%	9.17%	9.23%
贷款利率	4.70%	5.18%	5.03%	5.18%	5.33%	资产负债率	93.40%	92.81%	92.40%	91.91%	91.42%
存款利率	1.76%	2.17%	2.12%	2.17%	2.22%	其他数据					
生息资产收益率	4.01%	4.53%	4.38%	4.53%	4.68%	总股本(亿)	364.85	437.82	437.82	437.82	437.82
计息负债成本率	2.66%	2.89%	2.84%	2.89%	2.94%						
盈利能力											
ROAA	0.86%	0.85%	0.87%	0.87%	0.85%						
ROAE	14.20%	12.92%	12.33%	11.58%	10.74%						
拨备前利润率	1.64%	1.81%	1.92%	2.07%	2.09%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com