

商业银行/金融

民生银行 (600016)

高收益资产放量, 不良加速暴露

——民生银行 2014 年三季度报点评

	邱冠华 (分析师)	赵欣茹 (研究助理)	黄春逢 (分析师)
	021-38676912	021-38677369	021-38674940
	qiuguanhua@gtjas.com	zhaoxinru@gtjas.com	huangchunfeng@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880114080038	S0880513080007

本报告导读:

宏观经济趋势下行背景下, 小微贷款占比较高的资产结构决定了其承受的质量压力较同行业更大, 第三季度不良贷款加速生成, 维持中性评级。

投资要点:

● 投资建议: 不良贷款加速暴露, 中性评级

宏观经济趋势下行背景下, 小微贷款占比较高的资产结构决定了其承受的质量压力较同行业更大。将 2014/2015 年净利润增速下调为 12%/15%, 调整幅度-1pc/-3pc, 对应 EPS 1.39/1.60 元, BVPS 7.10/8.37 元, 4.53/3.94 倍 PE, 0.89/0.75 倍 PB, 维持目标价 6.5 元, 中性评级。

● 业绩概述: 息差环比微降, 业绩基本符合预期

民生银行 2014 年三季度实现拨备前利润 625 亿元, 同增 16.2%; 实现归属母行净利润 368 亿元, 同增 10.4%, 基本符合我们和市场的预期。拨备前利润高增主要源于资产规模和中间收入增长。以期初期末余额口径计算, 净息差环比略降 2bp 至 2.66%。

● 新的认识: 不良贷款加速暴露, 拨备覆盖持续恶化

1. 高收益资产放量, 资本空间收窄。民生银行提高高息资产配置力度, 使净息差基本保持稳定, 单季净利息收入同比增长 18.9%。①季末生息资产余额环增 5.4%, 增速在上市银行中排第二高, 其中第三季度买返资产、应收款项类投资、信贷资产、持有至到期投资分别环比增长 17.1%、28.5%、3.2%、10.6%。②此战略进一步消耗资本空间, 资本充足率和核心资本充足率逼近监管红线, 分别降 10bp、3bp 至 10.95%、8.74%, 预计未来将有一定的资本补充。

2. 不良贷款加速暴露, 拨备覆盖持续恶化。第三季度继续较为激进的不良管理思路, 拨备计提、核销转出力度进一步加大, 但在不良加速生成背景下拨备仍显不足。第三季度新增不良贷款 23 亿元, 环增 14.6%, 不良率环比升 10bp 至 1.04%; 计提拨备环比增速高达 67.8%, 但拨备覆盖率降 16pc 至 200%。预计资产质量持续恶化将加大拨备计提压力。

风险提示: 经济下行背景下资产质量加速恶化。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	102,818	115,754	127,748	148,936	174,797
(+/-) %	26.76%	12.58%	10.36%	16.59%	17.36%
拨备前利润	59,849	70,140	80,822	92,791	107,091
(+/-) %	31.39%	17.19%	15.23%	14.81%	15.41%
净利润	37,563	42,278	47,394	54,476	64,998
(+/-) %	34.54%	12.55%	12.10%	14.94%	19.31%
每股净收益 (元)	1.32	1.49	1.39	1.60	1.91
每股净资产 (元)	5.75	6.97	7.10	8.37	9.97
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净资产收益率 (%)	25.67%	23.44%	21.57%	20.69%	20.82%
总资产收益率 (%)	1.38%	1.31%	1.36%	1.36%	1.44%
风险加权资产收益率	1.86%	1.82%	1.88%	1.89%	2.00%
市盈率	4.77	4.23	4.53	3.94	3.30
市净率	1.10	0.91	0.89	0.75	0.63
股息率 (%)	4.75%	4.09%	3.97%	4.57%	5.45%

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 6.50

上次预测: 6.50

当前价格: 6.27

2014.10.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.91-9.35
总市值 (百万元)	213,429
总股本/流通 A 股 (百万股)	34,040/27,10
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/6,934
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	124.33
日均成交值 (百万元)	787.86

资产负债表摘要 2013A

贷款总额 (百万元)	1,574,263
存款余额 (百万元)	2,146,689
股东权益 (百万元)	204,287
贷存比 (%)	73.39%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.39	0.45
Q2	0.42	0.30
Q3	0.37	0.33
Q4	0.32	0.31
全年	1.49	1.39

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-5%	-15%
相对指数	0%	-13%	-25%

相关报告

- 《大力处置不良, 资产质量承压》2014.08.29
- 《钢贸处置接近尾声, 最困难时期已过去》2014.04.26
- 《甩开不良包袱轻装上阵》2014.03.30
- 《民生银行: 钱荒影响已经释放, 社区金融悄然起航》2013.10.31
- 《一次门当户对、不同以往、全方位的深度合作》2013.09.17

模型更新时间: 2014.10.30

股票研究

金融
商业银行

民生银行 (600016)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: 6.50

上次预测: 6.50

当前价格: 6.27

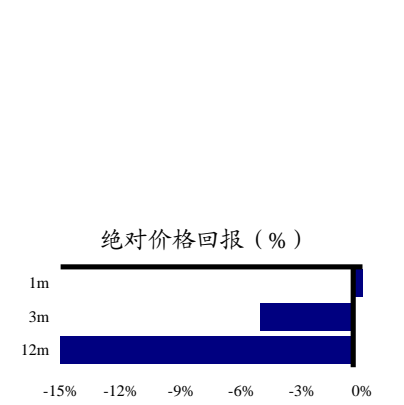
公司网址

www.cmbc.com.cn

公司简介

公司是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行, 中国民生银行在全国设立了三十二家分行, 在香港设立了1家代表处, 机构总数量达到590家。

主要业务有储蓄、贷款、外汇、基金、证券等, 为客户提供全面的商业银行产品与服务。



52 周价格范围: 5.91-9.35
市值 (百万): 213,429

财务预测 (单位: 百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表						
净利息收入	64,821	77,153	83,033	86,504	98,123	115,021
净手续费收入	15,101	20,523	29,956	37,745	48,313	57,976
其他非息收入	1,188	5,142	2,765	3,500	2,500	1,800
营业收入	81,110	102,818	115,754	127,748	148,936	174,797
税金及附加	-6,116	-7,825	-8,004	-8,731	-10,075	-11,771
业务及管理费	-29,333	-35,064	-37,958	-38,324	-46,170	-55,935
营业外净收入	-110	-80	348	130	100	0
拨备前利润	45,551	59,849	70,140	80,822	92,791	107,091
资产减值损失	-8,376	-9,197	-12,989	-16,687	-19,071	-19,133
税前利润	37,175	50,652	57,151	64,135	73,720	87,958
所得税	-8,732	-12,344	-13,869	-15,610	-17,943	-21,409
税后利润	28,443	38,308	43,282	48,525	55,776	66,549
归属母公司净利润	27,920	37,563	42,278	47,394	54,476	64,998
资产负债表						
存放央行	332,805	420,418	433,802	493,738	562,862	630,405
同业资产	411,103	1,048,905	767,335	915,859	1,042,013	1,191,153
贷款总额	1,205,221	1,384,610	1,574,263	1,763,175	1,974,756	2,191,979
贷款减值准备	-26,936	-33,098	-34,816	-42,093	-38,276	-46,447
贷款净额	1,178,285	1,351,512	1,539,447	1,721,081	1,936,480	2,145,532
证券投资	211,360	242,161	304,591	337,790	379,522	449,877
其他资产	95,511	149,005	181,035	207,153	234,012	263,466
资产合计	2,229,064	3,212,001	3,226,210	3,766,419	4,254,766	4,790,298
同业负债	374,120	982,732	720,079	840,212	918,378	1,049,569
存款余额	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,468,692	2,814,309	3,152,026
应付债券	31,030	74,969	91,968	130,000	140,000	140,000
其他负债	45,066	59,562	63,187	78,163	88,023	98,681
负债合计	2,094,954	3,043,457	3,021,923	3,517,067	3,960,710	4,440,276
股东权益合计	134,110	168,544	204,287	249,351	294,056	350,022
业绩增长						
净利息收入增速	41.31%	19.02%	7.62%	4.18%	13.43%	17.22%
净手续费增速	82.18%	35.90%	45.96%	26.00%	28.00%	20.00%
净非息收入增速	101.25%	57.56%	27.49%	26.05%	23.20%	17.64%
拨备前利润增速	59.94%	31.39%	17.19%	15.23%	14.81%	15.41%
归属母公司净利润增速	58.81%	34.54%	12.55%	12.10%	14.94%	19.31%
盈利能力						
ROAE	23.89%	25.67%	23.44%	21.57%	20.69%	20.82%
ROAA	1.38%	1.38%	1.31%	1.36%	1.36%	1.44%
RORWA	1.74%	1.86%	1.82%	1.88%	1.89%	2.00%
生息率	5.68%	5.84%	5.59%	5.68%	5.59%	5.69%
付息率	2.72%	3.08%	3.25%	3.30%	3.17%	3.17%
净利差	2.96%	2.76%	2.34%	2.38%	2.42%	2.51%
净息差	3.23%	2.87%	2.62%	2.56%	2.56%	2.66%
成本收入比	36.16%	34.10%	32.79%	30.00%	31.00%	32.00%
资本状况						
资本充足率	10.86%	10.75%	10.69%	1.04%	2.33%	3.71%
核心资本充足率	7.87%	8.13%	8.72%	0.32%	1.74%	3.17%
风险加权系数	71.88%	62.89%	72.07%	72.00%	72.00%	72.00%
股息支付率	30.48%	22.66%	17.31%	18.00%	18.00%	18.00%
资产质量						
不良贷款余额	7,539	10,523	13,404	22,507	17,632	22,851
不良贷款净生成率	0.10%	0.44%	1.03%	1.60%	1.00%	0.80%
不良贷款率	0.63%	0.76%	0.85%	1.28%	0.89%	1.04%
拨备覆盖率	357%	315%	260%	187%	217%	203%
拨贷比	2.23%	2.39%	2.21%	2.39%	1.94%	2.12%
流动性						
贷存比	73.28%	71.88%	73.33%	71.42%	70.17%	69.54%
贷款/总资产	54.07%	43.11%	48.80%	46.81%	46.41%	45.76%
平均生息资产/平均总资产	99.06%	98.81%	98.37%	96.73%	95.50%	95.44%
每股指标						
EPS	1.05	1.32	1.49	1.39	1.60	1.91
BVPS	4.85	5.75	6.97	7.10	8.37	9.97
每股股利	0.30	0.30	0.26	0.25	0.29	0.34
估值指标						
P/E	6.04	4.77	4.23	4.53	3.94	3.30
P/B	1.30	1.10	0.91	0.89	0.75	0.63
P/PPOP	3.70	2.99	2.55	2.66	2.31	2.01
股息收益率	4.75%	4.75%	4.09%	3.97%	4.57%	5.45%

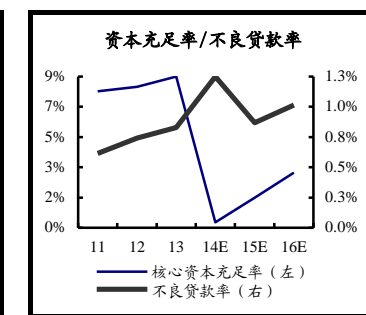
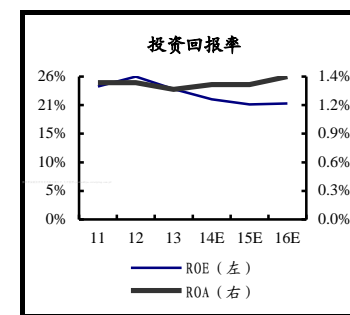
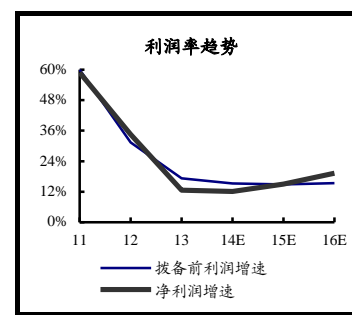
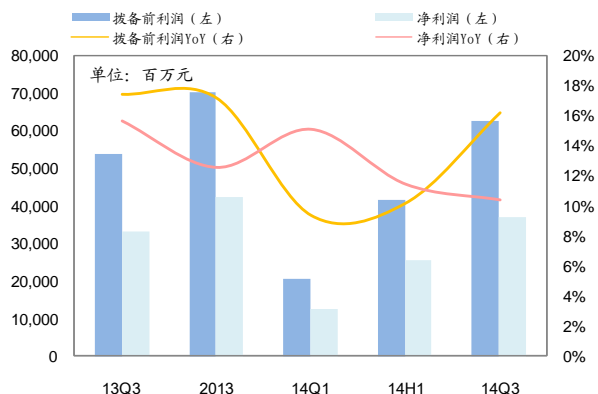


表 1: 民生银行 2014 年三季度报数据概览

单位: 百万元	13Q3	14Q3	YoY(%)	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	QoQ(%)
拨备前利润	53,804	62,528	16.2%	16,336	20,713	20,902	20,913	0.1%
母公司净利润	33,314	36,778	10.4%	8,964	12,676	12,894	11,208	-13.1%
市场/国君预测			11%/10%					
EPS (未年化)	1.17	1.08		0.32	0.45	0.38	0.33	
BVPS (未年化)	6.69	6.86		6.97	7.44	6.53	6.86	
净利息收入	60,589	67,405	11.2%	22,444	21,195	22,405	23,805	6.2%
生息资产 (期初期末平均)	3,213,129	3,414,989	6.3%	3,206,570	3,283,028	3,368,210	3,414,989	1.4%
净息差 (期初期末口径)	2.51%	2.63%	12bp	2.80%	2.66%	2.68%	2.66%	-2bp
净息差 (日均余额口径)	2.38%	2.61%	23bp	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
非利息净收入	25,451	32,069	26.0%	7,270	9,926	11,357	10,786	-5.0%
手续费净收入	22,987	27,810	21.0%	6,969	8,714	9,724	9,372	-3.6%
其他非息收入	2,464	4,259	72.8%	301	1,212	1,633	1,414	-13.4%
业务及管理费	26,354	30,486	15.7%	11,604	8,364	10,602	11,520	8.7%
成本收入比	30.63%	30.65%	0.0pc	39.05%	26.88%	31.40%	33.30%	1.9pc
资产拨备支出	8,722	13,179	51.1%	4,267	3,663	3,555	5,961	67.7%
信贷拨备支出	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	10,973	11,919	8.6%	2,896	4,121	4,185	3,613	-13.7%
有效税率	24.34%	24.15%	-0.2pc	24.00%	24.17%	24.13%	24.16%	0.0pc
规模指标:								
总资产	3,313,219	3,769,341	13.8%	3,226,210	3,282,119	3,571,451	3,769,341	5.5%
生息资产余额	3,255,354	3,667,443	12.7%	3,162,534	3,203,218	3,481,066	3,667,443	5.4%
其中: 贷款净额	1,498,952	1,714,728	14.4%	1,539,447	1,598,933	1,662,137	1,714,728	3.2%
同业资产	900,395	928,694	3.1%	767,335	685,266	837,988	928,694	10.8%
债券投资	308,591	461,698	49.6%	304,591	381,107	417,547	461,698	10.6%
总负债	3,116,993	3,528,538	13.2%	3,021,923	3,064,238	3,342,152	3,528,538	5.6%
付息负债余额	3,047,721	3,453,568	13.3%	2,958,736	2,994,165	3,266,135	3,453,568	5.7%
其中: 吸收存款	2,180,686	2,397,690	10.0%	2,146,689	2,256,429	2,420,577	2,397,690	-0.9%
同业负债	775,261	926,049	19.4%	720,079	625,605	728,480	926,049	27.1%
发行债券	91,774	129,829	41.5%	91,968	112,131	117,078	129,829	10.9%
所有者权益	189,858	233,577	23.0%	197,712	211,045	222,199	233,577	5.1%
总股本	28,366	34,040	20.0%	28,366	28,366	34,040	34,040	0.0%
重点关注:								
不良贷款	11,938	18,124	51.8%	13,404	14,153	15,818	18,124	14.6%
关注贷款	n.a	n.a	n.a	20,373	n.a	26,540	n.a	n.a
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	27,321	n.a	45,697	n.a	n.a
不良贷款率	0.78%	1.04%	26bp	0.85%	0.87%	0.93%	1.04%	10bp
拨备覆盖率	292.90%	199.96%	-92.9pc	259.74%	256.63%	215.87%	199.96%	-15.9pc
拨贷比	2.28%	2.07%	-21bp	2.21%	2.22%	2.01%	2.07%	6bp
资本充足率	10.15%	10.95%	80bp	10.69%	11.03%	11.05%	10.95%	-10bp
核心资本充足率	8.18%	8.74%	56bp	8.72%	8.51%	8.77%	8.74%	-3bp
贷存比 (含贴现)	70.34%	n.a	n.a	73.39%	72.47%	70.17%	n.a	n.a
ROAA	1.36%	1.40%	4bp	1.10%	1.56%	1.51%	1.22%	-28bp
ROAE	25.17%	22.74%	-2.4pc	18.50%	24.81%	23.81%	19.67%	-4.1pc

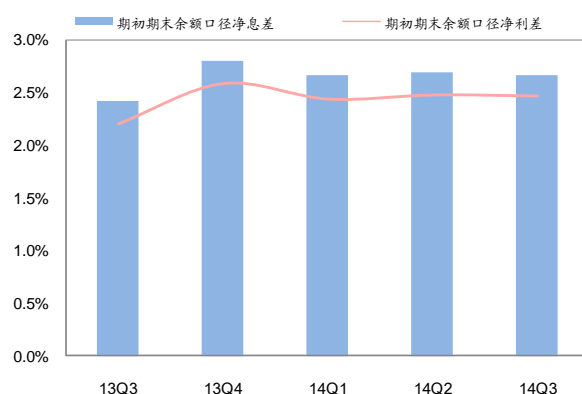
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 1: 14Q3 年净利润同比增长 10%



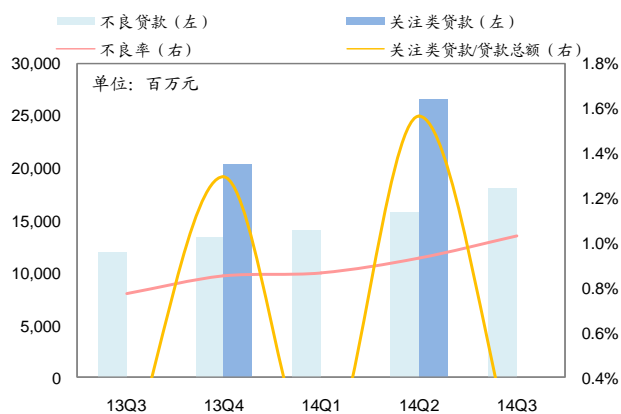
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 2: 14Q3 净息差环比下降 2bp 至 2.66%



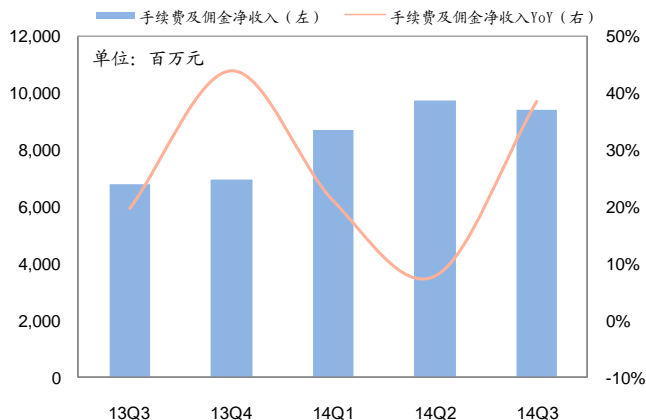
数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 3: 14Q3 不良率环比升 10bp 至 1.04%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

图 4: 14Q3 单季手续费净收入同比上升 38.5%



数据来源: 公司财报、国泰君安证券研究

表 2: 十六家上市银行最新盈利预测及估值水平

			EPS (元)		BVPS (元)		市盈率 PE		市净率 PB		收盘价 (元)
	14 年预测	15 年预测	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	14 年	15 年	
兴业银行	16.0%	15.9%	2.54	2.94	12.64	15.08	4.12	3.55	0.83	0.69	10.45
民生银行	12.1%	14.9%	1.67	1.92	8.49	10.02	3.75	3.27	0.74	0.63	6.27
平安银行	28.1%	25.8%	1.71	2.15	11.40	13.38	6.11	4.86	0.92	0.78	10.43
招商银行	17.4%	14.2%	2.41	2.75	12.35	14.38	4.35	3.81	0.85	0.73	10.47
中信银行	14.2%	13.2%	0.96	1.08	5.57	6.41	4.94	4.39	0.85	0.74	4.74
光大银行	12.4%	10.5%	0.65	0.72	3.78	4.30	4.33	3.90	0.74	0.65	2.81
华夏银行	15.3%	12.2%	2.01	2.25	11.30	13.05	4.21	3.75	0.75	0.65	8.45
股份制	15.7%	15.2%					4.46	3.85	0.80	0.69	
中国银行	7.2%	6.1%	0.60	0.64	3.71	4.14	4.50	4.23	0.73	0.65	2.71
建设银行	8.7%	8.3%	0.93	1.01	4.90	5.58	4.38	4.05	0.84	0.73	4.09
交通银行	6.9%	7.3%	0.90	0.97	6.29	6.99	4.73	4.41	0.68	0.61	4.28
国有行	8.2%	7.6%					4.50	4.19	0.79	0.70	
北京银行	12.1%	10.9%	1.71	1.90	10.51	12.06	4.65	4.20	0.76	0.66	7.98
南京银行	19.0%	18.7%	1.80	2.14	10.66	12.26	5.44	4.58	0.92	0.80	9.80
宁波银行	18.3%	15.3%	1.99	2.29	10.55	12.37	5.32	4.62	1.00	0.86	10.58
城商行	14.8%	13.5%					5.14	4.47	0.89	0.77	
上市行	10.1%	9.6%					4.60	4.07	0.82	0.71	

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 以 2014 年 10 月 30 日收盘价计算。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		