

民生银行-H (1988 HK)

净利润增速不及股份行同业

8月30日，民生银行公布2019年上半年业绩，净利润同比增长6.8%至316亿元人民币，占我们/市场一致预期全年净利润预测的60.4%/61.2%。二季度经营收入增长强劲，同比增速达到15.1%，主要由于净利息收入及净手续费收入同比都保持了良好的增长势头，增速分别为29.6%及8.1%。经营支出同比持平，拨备前利润同比增幅达到20.0%。不过，信用减值损失同比大增37.6%，将净利润增速拖低至7.9%（一季度为5.7%）；这一增速高于五大行平均增幅的5.2%，但明显低于上市股份行平均增速的11.2%。

- **业绩正面因素：1) 二季度净息差环比提升3个基点至1.87%（未经调整），**主要由于流动性宽松背景下，同业资金成本下降。民生银行的同业负债（包括同业存单）占总负债的比例为30.7%。同时，贷款收益率较年初提升12个基点，幅度大于存款成本上升的8个基点，主要由于信用卡及地产开发贷的增速（上半年分别增长6.0%及18.7%）高于贷款总额增速（上半年增长4.2%）。**2) 上半年成本收入比同比降低3.3个百分点至22.1%，**一般运营及行政支出同比下降8.4%，抵消了人工成本同比上升11.3%带来的影响。**3) 存款较年初增长8.4%，**高于贷款同期增速的4.2%；**贷存比因此较年初下降3.8个百分点至92.2%。****4) 资本充足率较年初提升106个基点，**尽管核心一级资本充足率下降3个基点，主要由于该行上半年发行了400亿元人民币二级资本债及400亿元人民币永续债。
- **业绩负面因素：1) 资产质量指标依然落后于同业。**二季度不良贷款余额环比增长1.1%，不良贷款率为1.75%，环比持平，是我们覆盖银行中的最高水平。拨备覆盖率环比提升4.5个百分点至142.3%，但依然低于板块的平均值190.6%。不良贷款对逾期90天以上贷款的比率为104.7%。如果银保监会推行更严格的不良确认标准（如将逾期60天以上贷款纳入不良），民生银行将面临更多压力。**2) 存款结构薄弱，**活期存款占比较年初下降4.4个百分点至36.5%。
- **维持「持有」评级，下调目标价至5.9港元。**民生银行目前的估值为0.45倍2019年预测市帐率，较其自身五年历史平均值0.58倍低22%。我们保持盈利预测不变，但将目标价由6.2港元下调至5.9港元，主要由于我们将权益成本（COE）假设提升至16.8%以及将港元对人民币汇率假设调整至0.897。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	141,947	154,161	167,060	177,901	191,575
净利润(百万元人民币)	49,813	50,327	52,323	54,586	57,423
每股盈利(元人民币)	1.35	1.24	1.18	1.23	1.30
每股盈利变动(%)	3.0	(8.2)	(4.7)	4.4	5.3
市盈率(倍)	3.4	3.7	3.9	3.8	3.6
市帐率(倍)	0.46	0.49	0.45	0.42	0.38
股息率(%)	4.5	7.5	7.7	8.1	8.5
权益收益率(%)	14.0	12.8	12.1	11.6	11.2
不良贷款率(%)	1.71	1.76	1.82	1.87	1.91
拨备覆盖率(%)	156	134	149	166	182

资料来源：公司、招银国际证券预测

持有（维持）

目标价	HK\$ 5.90
(此前目标价)	HK\$ 6.20
潜在升幅	+14.3%
当前股价	HK\$ 5.16

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	268,937
3月平均流通量(百万港元)	93.65
52周内股价高/低(港元)	6.36/4.98
总股本(百万)	8,320 (H)
	35,462 (A)

资料来源：彭博

股东结构

安邦人寿保险	16.79%
中国泛海控股	4.61%
新希望六和投资	4.18%

资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-7.3%	1.4%
3-月	-8.6%	-3.2%
6-月	-16.3%	-6.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

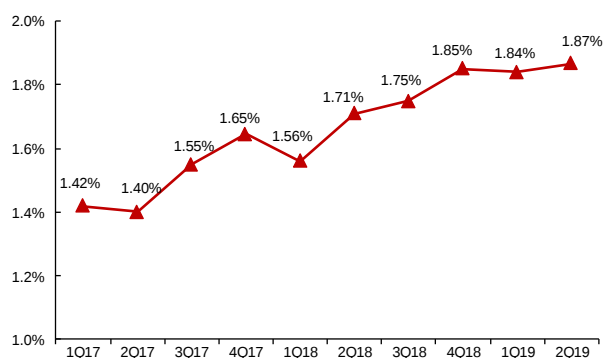
审计师：毕马威

图 1: 民生银行 2019 年上半年业绩概要

(百万元人民币)						
损益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	33,874	45,523	34.4%	18,133	23,501	29.6%
净手续费及佣金收入	24,327	27,282	12.1%	12,399	13,407	8.1%
经营收入	74,287	87,083	17.2%	37,539	43,224	15.1%
经营支出	(18,870)	(19,224)	1.9%	(8,966)	(8,933)	-0.4%
拨备前利润	55,417	67,859	22.5%	28,573	34,291	20.0%
减值拨备	(19,531)	(29,436)	50.7%	(10,960)	(15,081)	37.6%
税前利润	35,886	38,423	7.1%	17,613	19,210	9.1%
所得税	(6,033)	(6,455)	7.0%	(3,076)	(3,207)	4.3%
净利润	29,618	31,623	6.8%	14,676	15,831	7.9%
资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	3,056,746	3,183,961	4.2%	3,141,638	3,183,961	1.3%
存款总额	3,183,997	3,452,100	8.4%	3,318,148	3,452,100	4.0%
总资产	5,994,822	6,340,658	5.8%	6,196,748	6,340,658	2.3%
不良贷款余额	53,866	55,649	3.3%	55,017	55,649	1.1%
关键指标	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	1.65%	1.85%	20bp	1.84%	1.87%	3bp
净资产回报率	15.7%	15.1%	-0.6ppt	15.1%	14.8%	-0.3ppt
不良贷款率	1.72%	1.75%	2bp	1.75%	1.75%	0bp
拨备覆盖率	162.7%	142.3%	-20.5ppt	137.8%	142.3%	4.5ppt
贷存比	96.7%	92.2%	-4.4ppt	94.7%	92.2%	-2.4ppt
核心一级资本充足率	8.6%	8.9%	27bp	9.1%	8.9%	-16bp

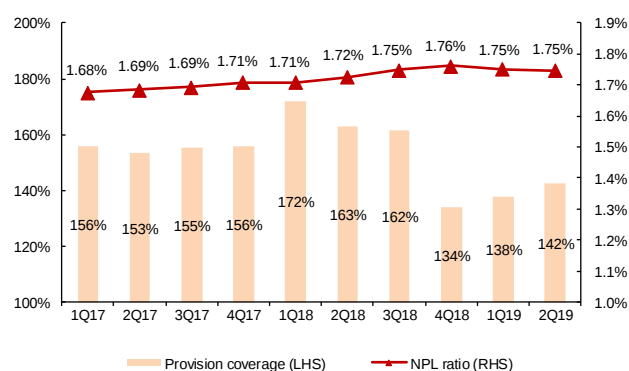
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 民生银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 民生银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	230,910	235,347	272,362	290,604	313,047
利息支出	(144,358)	(158,667)	(162,524)	(172,559)	(184,093)
净利息收入	86,552	76,680	109,838	118,046	128,954
净手续费及佣金收入	47,742	48,131	50,538	53,064	55,718
其他	7,653	29,350	6,685	6,791	6,903
经营收入	141,947	154,161	167,060	177,901	191,575
经营支出	(47,245)	(49,056)	(53,505)	(57,803)	(62,840)
拨备前利润	94,702	105,105	113,555	120,098	128,736
资产减值损失	(34,140)	(46,320)	(52,439)	(56,339)	(61,662)
经营利润	60,562	58,785	61,116	63,760	67,073
非经营收入	-	-	-	-	-
税前利润	60,562	58,785	61,116	63,760	67,073
所得税费用	(9,640)	(8,455)	(8,790)	(9,170)	(9,647)
少数股东权益	(1,109)	(3)	(3)	(3)	(3)
净利润	49,813	50,327	52,323	54,586	57,423

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	434,858	382,297	410,817	441,476	474,435
同业资产	271,274	337,869	293,120	317,151	343,585
金融投资	2,135,897	1,970,017	2,127,618	2,270,522	2,423,492
贷款总额	2,804,307	3,056,746	3,316,569	3,598,478	3,904,348
减: 贷款减值准备	74,519	72,208	89,517	111,295	135,548
其他资产	330,269	320,101	366,841	353,675	352,941
总资产	5,902,086	5,994,822	6,425,450	6,870,006	7,363,252
向中央银行借款	335,173	304,323	328,669	354,962	383,359
同业负债	1,917,714	1,752,996	1,838,179	1,955,367	2,097,294
存款总额	2,954,242	3,183,997	3,422,797	3,679,507	3,955,470
已发行债券	166,796	238,561	238,561	238,561	238,561
其他负债	138,349	83,944	89,025	94,508	100,427
总负债	5,512,274	5,563,821	5,917,231	6,322,905	6,775,112
股东总权益	378,970	420,074	497,292	536,174	577,214
其中: 永续债	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 优先股	9,892	9,892	9,892	9,892	9,892
少数股东权益	10,842	10,927	10,927	10,927	10,927
总权益	389,812	431,001	508,219	547,101	588,141

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	61%	50%	66%	66%	67%
净手续费及佣金收入	34%	31%	30%	30%	29%
其他	5%	19%	4%	4%	4%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	-8.6%	-	43.2%	7.5%	9.2%
净手续费及佣金收入	-8.6%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	-7.9%	8.6%	8.4%	6.5%	7.7%
拨备前利润	-6.8%	11.0%	8.0%	5.8%	7.2%
净利润	4.1%	1.0%	4.0%	4.3%	5.2%
贷款总额	13.9%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%
存款总额	-3.8%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
经营效率					
成本收入比	32.2%	30.6%	31.0%	31.5%	31.8%

资产质量					
不良贷款率	1.71%	1.76%	1.82%	1.87%	1.91%
拨备覆盖率	156%	134%	149%	166%	182%
拨贷比	2.66%	2.36%	2.70%	3.09%	3.47%
信贷成本	1.22%	1.49%	1.60%	1.59%	1.60%
资本充足率					
核心一级资本充足率	8.6%	8.9%	9.9%	10.0%	10.1%
一级资本充足率	8.9%	9.2%	10.1%	10.2%	10.3%
资本充足率	11.9%	11.8%	11.3%	11.3%	11.3%
盈利能力					
净息差	1.50%	1.73%	1.80%	1.81%	1.83%
平均权益回报率	14.0%	12.8%	12.1%	11.6%	11.2%
平均资产回报率	0.84%	0.84%	0.83%	0.81%	0.80%
平均风险资产回报率	1.21%	1.11%	1.07%	1.05%	1.03%
每股数据 (元人民币)					
每股净利润	1.35	1.24	1.18	1.23	1.30
每股股息	0.21	0.35	0.36	0.37	0.39
每股账面值	10.12	9.37	10.22	11.11	12.04

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。