

民生银行(1988 HK, HK\$6.90, 目标价: HK\$9.44, 买入) - 利润增速领跑, 不良压力增加

- ❖ **中期业绩增长 36.9%领先同业。**上半年民生银行净利润增 36.9%至 190.5 亿元(人民币,下同),我们预计该增幅领先在港上市同业。上半年上市银行普遍通过调节同业业务配置抗衡贷款投放速度放缓和存款增长压力。民生行上半年存贷款总额分别增长 10.1%和 8.1%,与同业类似。商贷通业务受终端需求下滑的影响增速开始放慢,上半年商贷通贷款总额增长 7.8%,慢于资产增速。上半年利润的高速增长主要由于 1)加大同业资产配置; 2)成本收入比下降至 32%和 3)中间业务收入增长 45.8%。
- ❖ **息差开始收窄,中间业务收入多元化。**一季度息差达到高位后,二季度贷款收益率下降幅度高于存款成本下滑幅度,导致当季息差收窄 15 个基点至 3.14%。我们预计下半年受利率市场化和降息影响息差将继续下行,全年息差将在 3%左右。上半年虽然银监会加强对收费业务的监管,但民生银行通过中间业务多元化,在托管、银行卡和结算收入方面录得大幅增长,另外加上票据价差收入,使得中间业务收入大幅增长 45.8%至 135 亿元。非息收入占营业收入比重提升至 26.4%,已超过招行。
- ❖ **不良率升至 0.69%,逾期增长较多。**截止 6 月底不良率较年初增长 6 个基点至 0.69%,不良贷款增长 14.4 亿元。拨备覆盖率微降 4.9 个百分点至 352.4%,拨贷比升至 2.43%。6 月底逾期贷款总额升 63%至 168 亿元,占总贷款比重升至 1.29%。逾期贷款中逾期 3 个月至 3 年的贷款总额增长 82.5%。未来不良贷款继续上升压力较大。但值得注意的是上半年不良贷款迁徙率已经开始下降,因此我们预计下半年不良贷款绝对额虽仍有可能上升,但幅度可控,年底不良率有望维持在 0.73%左右。
- ❖ **由于利率市场化推进进程较我们预期为快,且降息周期已经启动,我们对今明两年息差及财务模型进行调整。我们分别下调 2012/2013 年净利润 4.1%/11.3%,维持“买入”评级和 9.44 港元的目标价,对应 2012 年 6.5 倍 PE 和 1.3 倍 PB。**

民生银行(1988 HK)

评级	买入
收市价	HK\$6.90
目标价	HK\$9.44
市值(港币百万)	201,157
过去 3 月平均交易(港币百万)	228
52 周高/低(港币)	8.23/4.24
发行股数(百万股)	26,715
主要股东	新希望(4.99%)

来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.3%	-1.8%
3 月	-0.3%	-5.7%
6 月	-5.4%	1.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入(人民币百万元)	54,667	82,368	95,712	105,207	117,411
净利润(人民币百万元)	17,581	27,920	32,670	35,047	41,907
每股收益(人民币)	0.66	1.05	1.17	1.20	1.35
每股收益变动(%)	28.3	59.1	12.2	2.3	12.7
市盈率(x)	8.9	5.4	4.8	4.7	4.2
市帐率(x)	1.5	1.2	1.0	0.8	0.8
股息率(%)	1.7	5.4	5.2	5.3	6.0
权益收益率(%)	18.3	23.9	22.1	18.5	18.2
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招銀国际研究部

损益表

年结: 12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
利息收入	70,776	117,281	136,675	149,670	162,127
利息支出	(24,903)	(52,460)	(63,962)	(71,012)	(74,754)
净利息收入	45,873	64,821	72,713	78,658	87,373
手续费及佣金净收入	8,289	15,101	18,470	21,490	24,823
其他营业收入	505	2,274	4,555	5,058	5,214
营业收入	54,667	82,196	95,737	105,207	117,411
营业费用	(26,187)	(36,645)	(42,177)	(47,266)	(51,924)
拨备前利润	28,480	45,551	53,560	57,940	65,487
资产减值准备	(5,504)	(8,376)	(9,768)	(10,961)	(9,314)
税前利润	22,976	37,175	43,793	46,979	56,173
所得税	(5,288)	(8,732)	(10,510)	(11,275)	(13,482)
少数股东权益	(107)	(523)	(612)	(657)	(785)
净利润	17,581	27,920	32,670	35,047	41,907

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日(人民币百万元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
总资产	1,823,737	2,229,064	2,580,956	2,944,969	3,309,213
现金和存放央行款项	262,238	327,630	348,701	404,144	464,766
其他金融机构存放款	166,512	275,256	508,534	559,388	587,357
客户贷款净额	1,037,723	1,178,285	1,368,879	1,584,160	1,819,890
证券投资	180,943	211,485	251,667	281,867	315,691
固定资产	8,809	9,971	10,470	10,993	11,543
其他资产	54,580	85,415	92,705	104,417	109,966
总负债	1,718,480	2,094,954	2,409,826	2,723,433	3,052,331
存拆放其他金融机构款	201,221	279,341	349,792	384,771	404,009
客户存款	1,417,877	1,644,738	1,884,870	2,184,564	2,512,249
应缴税金	4,940	5,770	6,347	5,712	5,141
从其他金融机构借款	25,211	40,825	44,499	35,599	28,480
其他负债	23,942	38,669	40,989	32,791	26,233
少数股东权益	1,149	4,513	5,641	7,334	9,534
所有者权益	104,108	129,597	165,489	214,203	247,348

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股收益 (人民币)	0.658	1.045	1.172	1.199	1.351
每股股息 (港元)	0.118	0.370	0.360	0.369	0.415
总资产回报率	0.96%	1.25%	1.27%	1.19%	1.27%
平均资产回报率	1.08%	1.38%	1.36%	1.27%	1.34%
资本回报率	16.89%	21.54%	19.74%	16.36%	16.94%
平均资本回报率	18.30%	23.89%	22.14%	18.46%	18.16%
净息差	2.94%	3.14%	3.05%	2.86%	2.80%
手续费净收入占比	15.16%	18.37%	19.29%	20.43%	21.14%
成本收入比	40.9%	37.1%	37.1%	37.9%	37.2%
调整成本收入比	47.9%	44.6%	44.1%	44.9%	44.2%
核心资本充足率	8.07%	7.87%	9.43%	9.26%	9.26%
资本充足率	10.44%	10.86%	12.55%	12.26%	12.26%
权益资产比率	5.71%	5.81%	6.41%	7.27%	7.47%
杠杆率	17.5	17.2	15.6	13.7	13.4
不良率	0.69%	0.63%	0.73%	0.78%	0.70%
拨备覆盖率	270.45%	357.29%	343.58%	352.79%	408.08%
拨贷比	1.88%	2.23%	2.51%	2.74%	2.84%
贷存比	74.6%	73.3%	74.5%	74.6%	74.6%
增长比率					
贷款增速	19.8%	14.0%	16.5%	16.0%	15.0%
存款增速	25.7%	16.0%	14.6%	15.9%	15.0%
净利息收入增速	77.7%	82.2%	22.3%	16.4%	15.5%
营业费用增速	24.3%	39.9%	15.1%	12.1%	9.9%
拨备前利润增速	35.9%	59.9%	17.6%	8.2%	13.0%
净利润增速	45.2%	58.8%	17.0%	7.3%	19.6%

来源: 公司及招银国际研究部

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。