

睿智投資

民生銀行(1988 HK, HK\$6.90, 目標價: HK\$9.44, 買入) - 利潤增速領跑, 不良壓力增加

- ❖ **中期業績增長 36.9%領先同業。**上半年民生銀行淨利潤增 36.9%至 190.5 億元(人民幣, 下同), 我們預計該增幅領先在港上市同業。上半年上市銀行普遍通過調節同業業務配置抗衡貸款投放速度放緩和存款增長壓力。民生行上半年存貸款總額分別增長 10.1%和 8.1%, 與同業類似。商貸通業務受終端需求下滑的影響增速開始放慢, 上半年商貸通貸款總額增長 7.8%, 慢於資產增速。上半年利潤的高速增長主要由於 1)加大同業資產配置; 2)成本收入比下降至 32%和 3)中間業務收入增長 45.8%。
- ❖ **息差開始收窄, 中間業務收入多元化。**一季度息差達到高位後, 二季度貸款收益率下降幅度高於存款成本下滑幅度, 導致當季息差收窄 15 個基點至 3.14%。我們預計下半年受利率市場化和降息影響息差將繼續下行, 全年息差將在 3%左右。上半年雖然銀監會加強對收費業務的監管, 但民生銀行通過中間業務多元化, 在託管、銀行卡和結算收入方面錄得大幅增長, 另外加上票據價差收入, 使得中間業務收入大幅增長 45.8%至 135 億元。非息收入佔營業收入比重提升至 26.4%, 已超過招行。
- ❖ **不良率升至 0.69%, 逾期增長較多。**截止 6 月底不良率較年初增長 6 個基點至 0.69%, 不良貸款增長 14.4 億元。撥備覆蓋率微降 4.9 個百分點至 352.4%, 撥貸比升至 2.43%。6 月底逾期貸款總額升 63%至 168 億元, 佔總貸款比重升至 1.29%。逾期貸款中逾期 3 個月至 3 年的貸款總額增長 82.5%。未來不良貸款繼續上升壓力較大。但值得注意的是上半年不良貸款遷徙率已經開始下降, 因此我們預計下半年不良貸款絕對額雖仍有可能上升, 但幅度可控, 年底不良率有望維持在 0.73%左右。
- ❖ **由於利率市場化推進進程較我們預期為快, 且降息週期已經啓動, 我們對今明兩年息差及財務模型進行調整。**我們分別下調 2012/2013 年淨利潤 4.1%/11.3%, 維持“買入”評級和 9.44 港元的目標價, 對應 2012 年 6.5 倍 PE 和 1.3 倍 PB。

民生銀行(1988 HK)

評級	買入
收市價	HK\$6.90
目標價	HK\$9.44
市值(港幣百萬)	201,157
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	228
52 周高/低(港幣)	8.23/4.24
發行股數(百萬股)	26,715
主要股東	新希望(4.99%)

來源 HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.3%	-1.8%
3 月	-0.3%	-5.7%
6 月	-5.4%	1.9%

來源彭博

過去一年股價



來源彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入(人民幣百萬元)	54,667	82,368	95,712	105,207	117,411
淨利潤(人民幣百萬元)	17,581	27,920	32,670	35,047	41,907
每股收益(人民幣)	0.66	1.05	1.17	1.20	1.35
每股收益變動(%)	28.3	59.1	12.2	2.3	12.7
市盈率(x)	8.9	5.4	4.8	4.7	4.2
市帳率(x)	1.5	1.2	1.0	0.8	0.8
股息率(%)	1.7	5.4	5.2	5.3	6.0
權益收益率(%)	18.3	23.9	22.1	18.5	18.2
淨財務杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源: 公司及招銀國際研究部



招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

損益表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	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)
淨利息收入	45,873	64,821	72,713	78,658	87,373
手續費及傭金淨收入	8,289	15,101	18,470	21,490	24,823
其他營業收入	505	2,274	4,555	5,058	5,214
營業收入	54,667	82,196	95,737	105,207	117,411
營業費用	(26,187)	(36,645)	(42,177)	(47,266)	(51,924)
撥備前利潤	28,480	45,551	53,560	57,940	65,487
資產減值準備	(5,504)	(8,376)	(9,768)	(10,961)	(9,314)
稅前利潤	22,976	37,175	43,793	46,979	56,173
所得稅	(5,288)	(8,732)	(10,510)	(11,275)	(13,482)
少數股東權益	(107)	(523)	(612)	(657)	(785)
淨利潤	17,581	27,920	32,670	35,047	41,907

來源:公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
總資產	1,823,737	2,229,064	2,580,956	2,944,969	3,309,213
現金和存放央行款項	262,238	327,630	348,701	404,144	464,766
其他金融機構存拆放款	166,512	275,256	508,534	559,388	587,357
客戶貸款淨額	1,037,723	1,178,285	1,368,879	1,584,160	1,819,890
證券投資	180,943	211,485	251,667	281,867	315,691
固定資產	8,809	9,971	10,470	10,993	11,543
其他資產	54,580	85,415	92,705	104,417	109,966
總負債	1,718,480	2,094,954	2,409,826	2,723,433	3,052,331
存拆放其他金融機構款	201,221	279,341	349,792	384,771	404,009
客戶存款	1,417,877	1,644,738	1,884,870	2,184,564	2,512,249
應繳稅金	4,940	5,770	6,347	5,712	5,141
從其他金融機構借款	25,211	40,825	44,499	35,599	28,480
其他負債	23,942	38,669	40,989	32,791	26,233
少數股東權益	1,149	4,513	5,641	7,334	9,534
所有者權益	104,108	129,597	165,489	214,203	247,348

來源:公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
每股收益(人民幣)	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
總資產回報率	0.96%	1.25%	1.27%	1.19%	1.27%
平均資產回報率	1.08%	1.38%	1.36%	1.27%	1.34%
資本回報率	16.89%	21.54%	19.74%	16.36%	16.94%
平均資本回報率	18.30%	23.89%	22.14%	18.46%	18.16%
淨息差	2.94%	3.14%	3.05%	2.86%	2.80%
手續費淨收入占比	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%
調整成本收入比	47.9%	44.6%	44.1%	44.9%	44.2%
核心資本充足率	8.07%	7.87%	9.43%	9.26%	9.26%
資本充足率	10.44%	10.86%	12.55%	12.26%	12.26%
權益資產比率	5.71%	5.81%	6.41%	7.27%	7.47%
杠桿率	17.5	17.2	15.6	13.7	13.4
不良率	0.69%	0.63%	0.73%	0.78%	0.70%
撥備覆蓋率	270.45%	357.29%	343.58%	352.79%	408.08%
撥貸比	1.88%	2.23%	2.51%	2.74%	2.84%
貸存比	74.6%	73.3%	74.5%	74.6%	74.6%
增長比率					
貸款增速	19.8%	14.0%	16.5%	16.0%	15.0%
存款增速	25.7%	16.0%	14.6%	15.9%	15.0%
淨利息收入增速	77.7%	82.2%	22.3%	16.4%	15.5%
營業費用增速	24.3%	39.9%	15.1%	12.1%	9.9%
撥備前利潤增速	35.9%	59.9%	17.6%	8.2%	13.0%
淨利潤增速	45.2%	58.8%	17.0%	7.3%	19.6%

來源:公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。