

民生銀行-H (1988 HK)

淨利潤增速不及股份行同業

8月30日，民生銀行公布2019年上半年業績，淨利潤同比增長6.8%至316億元人民幣，占我們/市場一致預期全年淨利潤預測的60.4%/61.2%。二季度經營收入增長強勁，同比增速達到15.1%，主要由於淨利息收入及淨手續費收入同比都保持了良好的增長勢頭，增速分別為29.6%及8.1%。經營支出同比持平，撥備前利潤同比增幅達到20.0%。不過，信用減值損失同比大增37.6%，將淨利潤增速拖低至7.9%（一季度為5.7%）；這一增速高於五大行平均增幅的5.2%，但明顯低於上市股份行平均增速的11.2%。

- **業績正面因素：**1) 二季度淨息差環比提升3個基點至1.87%（未經調整），主要由於流動性寬鬆背景下，同業資金成本下降。民生銀行的同業負債（包括同業存單）占總負債的比例為30.7%。同時，貸款收益率較年初提升12個基點，幅度大於存款成本上升的8個基點，主要由於信用卡及地產開發貸的增速（上半年分別增長6.0%及18.7%）高於貸款總額增速（上半年增長4.2%）。2) 上半年成本收入比同比降低3.3個百分點至22.1%，一般運營及行政支出同比下降8.4%，抵消了人工成本同比上升11.3%帶來的影響。3) 存款較年初增長8.4%，高於貸款同期增速的4.2%；貸存比因此較年初下降3.8個百分點至92.2%。4) 資本充足率較年初提升106個基點，儘管核心一級資本充足率下降3個基點，主要由於該行上半年發行了400億元人民幣二級資本債及400億元人民幣永續債。
- **業績負面因素：**1) 資產質量指標依然落後於同業。二季度不良貸款餘額環比增長1.1%，不良貸款率為1.75%，環比持平，是我們覆蓋銀行中的最高水平。撥備覆蓋率環比提升4.5個百分點至142.3%，但依然低於板塊的平均值190.6%。不良貸款對逾期90天以上貸款的比率為104.7%。如果銀保監會推行更嚴格的不良確認標準（如將逾期60天以上貸款納入不良），民生銀行將面臨更多壓力。2) 存款結構薄弱，活期存款占比較年初下降4.4個百分點至36.5%。
- **維持「持有」評級，下調目標價至5.9港元。**民生銀行目前的估值為0.45倍2019年預測市帳率，較其自身五年歷史平均值0.58倍低22%。我們保持盈利預測不變，但將目標價由6.2港元下調至5.9港元，主要由於我們將權益成本（COE）假設提升至16.8%以及將港元對人民幣匯率假設調整至0.897。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	141,947	154,161	167,060	177,901	191,575
淨利潤(百萬元人民幣)	49,813	50,327	52,323	54,586	57,423
每股盈利(元人民幣)	1.35	1.24	1.18	1.23	1.30
每股盈利變動(%)	3.0	(8.2)	(4.7)	4.4	5.3
市盈率(倍)	3.4	3.7	3.9	3.8	3.6
市帳率(倍)	0.46	0.49	0.45	0.42	0.38
股息率(%)	4.5	7.5	7.7	8.1	8.5
權益收益率(%)	14.0	12.8	12.1	11.6	11.2
不良貸款率(%)	1.71	1.76	1.82	1.87	1.91
撥備覆蓋率(%)	156	134	149	166	182

資料來源：公司、招銀國際證券預測

持有 (維持)

目標價	HK\$ 5.90
(此前目標價)	HK\$ 6.20)
潛在升幅	+14.3%
當前股價	HK\$ 5.16

中國銀行業

孫明, CFA

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

隋曉萌

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

公司數據

市值(百萬港元)	268,937
3月平均流通量(百萬港元)	93.65
52周內股價高/低(港元)	6.36/4.98
總股本(百萬)	8,320 (H)
	35,462 (A)

資料來源：彭博

股東結構

安邦人壽保險	16.79%
中國泛海控股	4.61%
新希望六和投資	4.18%

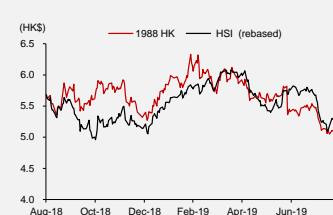
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-7.3%	1.4%
3-月	-8.6%	-3.2%
6-月	-16.3%	-6.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

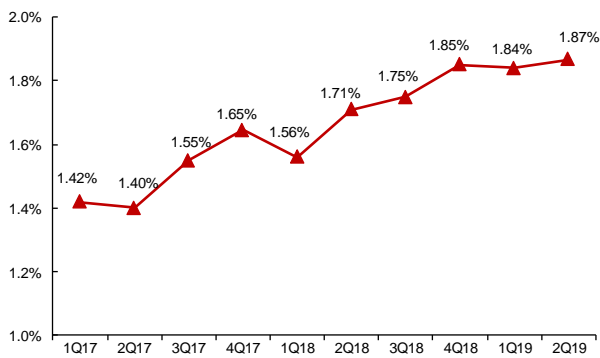
審計師：畢馬威

圖 1: 民生銀行 2019 年上半年業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	33,874	45,523	34.4%	18,133	23,501	29.6%
淨手續費及佣金收入	24,327	27,282	12.1%	12,399	13,407	8.1%
經營收入	74,287	87,083	17.2%	37,539	43,224	15.1%
經營支出	(18,870)	(19,224)	1.9%	(8,966)	(8,933)	-0.4%
撥備前利潤	55,417	67,859	22.5%	28,573	34,291	20.0%
減值撥備	(19,531)	(29,436)	50.7%	(10,960)	(15,081)	37.6%
稅前利潤	35,886	38,423	7.1%	17,613	19,210	9.1%
所得稅	(6,033)	(6,455)	7.0%	(3,076)	(3,207)	4.3%
淨利潤	29,618	31,623	6.8%	14,676	15,831	7.9%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	3,056,746	3,183,961	4.2%	3,141,638	3,183,961	1.3%
存款總額	3,183,997	3,452,100	8.4%	3,318,148	3,452,100	4.0%
總資產	5,994,822	6,340,658	5.8%	6,196,748	6,340,658	2.3%
不良貸款餘額	53,866	55,649	3.3%	55,017	55,649	1.1%
關鍵指標	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	1.65%	1.85%	20bp	1.84%	1.87%	3bp
淨資產回報率	15.7%	15.1%	-0.6ppt	15.1%	14.8%	-0.3ppt
不良貸款率	1.72%	1.75%	2bp	1.75%	1.75%	0bp
撥備覆蓋率	162.7%	142.3%	-20.5ppt	137.8%	142.3%	4.5ppt
貸存比	96.7%	92.2%	-4.4ppt	94.7%	92.2%	-2.4ppt
核心一級資本充足率	8.6%	8.9%	27bp	9.1%	8.9%	-16bp

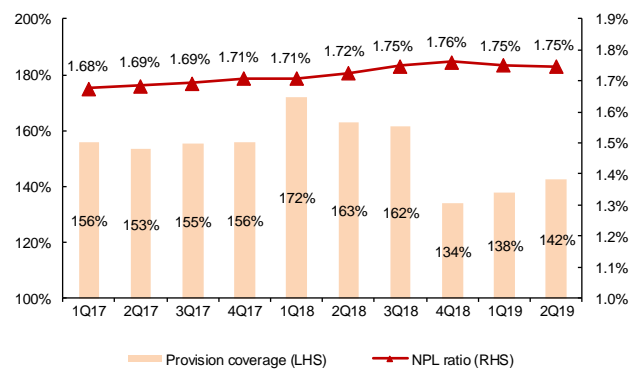
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 民生銀行單季淨息差走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 民生銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	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)
淨利息收入	86,552	76,680	109,838	118,046	128,954
淨手續費及佣金收入	47,742	48,131	50,538	53,064	55,718
其他	7,653	29,350	6,685	6,791	6,903
經營收入	141,947	154,161	167,060	177,901	191,575
經營支出	(47,245)	(49,056)	(53,505)	(57,803)	(62,840)
撥備前利潤	94,702	105,105	113,555	120,098	128,736
資產減值損失	(34,140)	(46,320)	(52,439)	(56,339)	(61,662)
經營利潤	60,562	58,785	61,116	63,760	67,073
非經營收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	60,562	58,785	61,116	63,760	67,073
所得稅費用	(9,640)	(8,455)	(8,790)	(9,170)	(9,647)
少數股東權益	(1,109)	(3)	(3)	(3)	(3)
淨利潤	49,813	50,327	52,323	54,586	57,423

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	434,858	382,297	410,817	441,476	474,435
同業資產	271,274	337,869	293,120	317,151	343,585
金融投資	2,135,897	1,970,017	2,127,618	2,270,522	2,423,492
貸款總額	2,804,307	3,056,746	3,316,569	3,598,478	3,904,348
減: 貸款減值準備	74,519	72,208	89,517	111,295	135,548
其他資產	330,269	320,101	366,841	353,675	352,941
總資產	5,902,086	5,994,822	6,425,450	6,870,006	7,363,252
向中央銀行借款	335,173	304,323	328,669	354,962	383,359
同業負債	1,917,714	1,752,996	1,838,179	1,955,367	2,097,294
存款總額	2,954,242	3,183,997	3,422,797	3,679,507	3,955,470
已發行債券	166,796	238,561	238,561	238,561	238,561
其他負債	138,349	83,944	89,025	94,508	100,427
總負債	5,512,274	5,563,821	5,917,231	6,322,905	6,775,112
股東總權益	378,970	420,074	497,292	536,174	577,214
其中: 永續債	-	-	40,000	40,000	40,000
其中: 優先股	9,892	9,892	9,892	9,892	9,892
少數股東權益	10,842	10,927	10,927	10,927	10,927
總權益	389,812	431,001	508,219	547,101	588,141

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	61%	50%	66%	66%	67%
淨手續費及佣金收入	34%	31%	30%	30%	29%
其他	5%	19%	4%	4%	4%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	-8.6%	-	43.2%	7.5%	9.2%
淨手續費及佣金收入	-8.6%	0.8%	5.0%	5.0%	5.0%
營業收入	-7.9%	8.6%	8.4%	6.5%	7.7%
撥備前利潤	-6.8%	11.0%	8.0%	5.8%	7.2%
淨利潤	4.1%	1.0%	4.0%	4.3%	5.2%
貸款總額	13.9%	9.0%	8.5%	8.5%	8.5%
存款總額	-3.8%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%
經營效率					
成本收入比	32.2%	30.6%	31.0%	31.5%	31.8%

資產質量

不良貸款率	1.71%	1.76%	1.82%	1.87%	1.91%
撥備覆蓋率	156%	134%	149%	166%	182%
撥貸比	2.66%	2.36%	2.70%	3.09%	3.47%
信貸成本	1.22%	1.49%	1.60%	1.59%	1.60%

資本充足率

核心一級資本充足率	8.6%	8.9%	9.9%	10.0%	10.1%
一級資本充足率	8.9%	9.2%	10.1%	10.2%	10.3%
資本充足率	11.9%	11.8%	11.3%	11.3%	11.3%

盈利能力

淨息差	1.50%	1.73%	1.80%	1.81%	1.83%
平均權益回報率	14.0%	12.8%	12.1%	11.6%	11.2%
平均資產回報率	0.84%	0.84%	0.83%	0.81%	0.80%
平均風險資產回報率	1.21%	1.11%	1.07%	1.05%	1.03%

每股數據 (元人民幣)

每股淨利潤	1.35	1.24	1.18	1.23	1.30
每股股息	0.21	0.35	0.36	0.37	0.39
每股賬面值	10.12	9.37	10.22	11.11	12.04

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，並可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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士。