

民生银行 (1988 HK / 600016 CH)

利差扩阔，改善净息差水平

- 由于加大贷款拨备，民生 2019 年净利润增速较总营收增速慢
- 资产质量保持良好，加大拨备旨在为应对宏观不确定因素提升风险缓冲能力
- 2019 年净息差较预期强劲，贷存利差及银行间资产负债利差均见上升，预期 20E 净息差仍有上升空间
- 维持买入评级。我们的戈登增长模型的 H/A 股目标价相当于 20E 市净率的 0.58 倍/0.63 倍

加大拨备限制盈利增长。民生 2019 年净利润为人民币 538.19 亿元，同比增长 6.9%，远低于其总营收同比增长率 15.3% 的水平。明显地，民生 2019 年拨备费用同比增长 36%，限制了其盈利增速。事实上，我们注意到民行的资产质量仍然保持良好，不良贷款率同比下降 20 个基点至 1.56%，或在 19 年四季度环比下降 11 个基点。我们认为，加大拨备主要由于在当前宏观不确定因素下，民行的风险缓冲能力相对较弱，截至 19 年 12 月末，民行的拨备率和拨备覆盖率分别为 2.43% 和 155.5%。假设民行的不良贷款率在 20E / 21E 温和上升 6 个基点/8 个基点，我们预计民生在 20E 和 21E 的拨备费用规模将与 19 年相若，而其拨备率和拨备覆盖率在 21E 末将为 2.66% 和 156.5%。

利差改善，提高净息差水平。由于民生在 2019 年的贷存利差和银行间资产负债利差分别同比增长 1 个基点和 29 个基点，其净息差同比上升 21 个基点至 1.94%，亦较我们早前预测高 8 个基点。考虑民生在民企及小微企长久以来的竞争优势，我们预期民生将对这些领域继续加大资源投放更大，推动其 20E 净息差同比再上升 7 个基点至 2.01%。然而，受到平均贷款利率的下降趋势和 LPR 改革影响，民行的净息差在 21E 或同比收窄 7 个基点至 1.94%。这将拉动民行的净利息收入在 2019A-21E 间以 5.5% 的复合年增长率上升。

2020 年战略方向。另一方面，民生明确其 20E 的 6 个战略方向：1) 加快民企战略落地；2) 通过科技赋能带动零售跨越式发展；3) 推进资产管理业务转型；4) 提升问题资产专业化经营成效；5) 推动科技金融战略落地及规模化创新，以及 6) 抓住体制和机制创新的动力。

净息差有望进一步上升；维持买入评级。考虑民生净息差势头强劲及在 20E 和 21E 较稳定的拨备规模，我们预计民生的净利润在 2019A-21E 的复合年增长率将为 5.1%。现时，其 H/A 股的估值为 0.47 倍/0.52 倍 20E 市净率。我们的戈登增长模型 H/A 股目标价相等于 20E 市净率的 0.58x / 0.63x。维持买入评级。

风险因素：1) 在强监管和政策主导的环境下发生政策方向出现急剧变化；2) 来自非银行及外资金金融机构的竞争加剧；3) 特定区域的资产质量快速严重恶化；4) 贷款需求急剧下降；5) 对新业务和个别快速增长业务的政策风险提高；6) 新冠肺炎疫情持续爆发。

财务数据与估值

截至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	141,947	154,161	177,745	186,322	194,188
同比 (%)	(7.9)	8.6	15.3	4.8	4.2
净利润 (人民币百万元)	49,813	50,327	53,819	56,636	59,441
同比 (%)	4.1	1.0	6.9	5.2	5.0
每股收益 (人民币)	1.13	1.14	1.22	1.28	1.34
同比 (%)	(14.1)	1.0	7.0	7.0	5.3
每股净值 (人民币)	8.43	9.37	10.26	11.16	12.11
同比 (%)	(7.6)	11.1	9.5	9.5	8.8
市盈率 (x) - H 股	4.65	4.61	4.31	4.09	3.90
市净率 (x) - H 股	0.62	0.56	0.51	0.47	0.43
市盈率 (x) - A 股	5.13	5.08	4.75	4.51	4.30
市净率 (x) - A 股	0.69	0.62	0.56	0.52	0.48
净资产收益率 (%)	13.81	12.60	11.46	10.51	10.26
总资产收益率 (%)	0.84	0.85	0.85	0.81	0.77
每股股息 (人民币)	0.14	0.36	0.38	0.40	0.42
股息收益率 (%) - H 股	2.61	6.82	7.31	7.65	8.02
股息收益率 (%) - A 股	2.37	6.18	6.62	6.94	7.27
净利润=归属于公司股东的净利润；港元/人民币= 1.0898					
来源：彭博、农银国际证券预测					

公司报告

评级 (H): 买入
评级 (A): 买入
目标价 (H): HK\$ 7.00
目标价 (A): RMB 6.99

分析员: 欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
johannesau@abci.com.hk

价格 (H/A 股)	HK\$ 5.71/ RMB 5.78
预期股价回报 (H/A 股)	22.6%/20.9%
预期股息收益率 (H/A 股)	7.65%/6.94%
预期总回报 (H/A 股)	30.25%/ 27.84%
上次评级及目标价 (H/A 股)	买入, HK\$7.15/ 买入, RMB7.64
上次报告日期	12/3/2020

来源：彭博、农银国际证券预测

主要数据

52 周高/低 (HK\$) (H 股)	6.15/4.91
52 周高/低 (RMB) (A 股)	6.73/5.46
已发行股份总数 (百万股)	43,782.4
H 股 (百万股)	8,320.3
A 股 (百万股)	35,462.1
市值 (百万港元)	272,618.2
H 股 (百万港元)	47,425.7
A 股 (百万港元)	225,192.5
3 个月 H 股平均每日成交金额 (百万港元)	190.77
3 个月 A 股平均每日成交金额 (人民币百万元)	489.04
主要股东 (%)	
安邦人寿	16.79

来源：彭博、农银国际证券



图表 1: 2019 年实际业绩与农银国际预测

(人民币百万元)	2019E	2019A	差别(%)
净利息收入	81,854	97,943	19.66
净手续费收入	51,609	52,295	1.33
营业收入	165,596	177,745	7.34
营业费用	(48,245)	(44,313)	(8.15)
减值损失	(52,623)	(62,991)	19.70
除税前溢利	61,766	64,738	4.81
所得税	(9,265)	(9,814)	5.93
股东应占净利润	52,497	53,819	2.52
主要指标 (%)			差别(百分点)
净息差	1.86	1.94	0.08
净利差	1.71	1.87	0.16
成本收入比	29.13	24.93	(4.20)
平均总资产收益率	0.88	0.85	(0.03)
平均净资产收益率	11.97	11.46	(0.51)
派息比率	30.00	30.10	0.10
核心一级资本充足率	9.10	8.89	(0.21)
资本充足率	12.81	13.17	0.36
不良贷款率	1.80	1.56	(0.24)
拨备率	2.45	2.43	(0.02)
拨备覆盖率	136.11	155.50	19.39

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 2: 2020E 和 2021E 预测的变化

(人民币百万元)	2020E (旧)	2020E (新)	变化 (%)	(人民币百万元)	2021E (旧)	2021E (新)	变化 (%)
净利息收入	90,308	103,987	15.15	净利息收入	96,925	108,957	12.41
净手续费收入	54,795	56,219	2.60	净手续费收入	57,448	60,298	4.96
营业收入	179,709	186,322	3.68	营业收入	190,711	194,188	1.82
营业费用	(50,207)	(46,936)	(6.52)	营业费用	(52,248)	(49,579)	(5.11)
减值损失	(61,150)	(65,101)	6.46	减值损失	(67,093)	(66,306)	(1.17)
除税前溢利	65,538	68,125	3.95	除税前溢利	68,697	71,650	4.30
所得税费用	(9,831)	(10,219)	3.95	所得税费用	(10,304)	(10,748)	4.31
股东应占净利润	55,702	56,636	1.68	股东应占净利润	58,386	59,441	1.81
主要指标 (%)			变化 (百分点)	主要指标 (%)			变化 (百分点)
净息差	1.91	2.01	0.10	净息差	1.93	1.94	0.01
净利差	1.75	1.83	0.08	净利差	1.77	1.77	-
成本收入比	27.94	25.19	(2.75)	成本收入比	27.40	25.53	(1.87)
平均总资产收益率	0.84	0.81	(0.03)	平均总资产收益率	0.83	0.77	(0.06)
平均净资产收益率	11.69	10.51	(1.18)	平均净资产收益率	11.30	10.26	(1.04)
派息比率	30.00	30.00	-	派息比率	30.00	30.00	-
核心一级资本充足率	9.28	8.67	(0.61)	核心一级资本充足率	9.42	8.62	(0.80)
资本充足率	13.11	13.74	0.63	资本充足率	13.43	13.90	0.47
不良贷款率	1.86	1.62	(0.24)	不良贷款率	1.90	1.70	(0.20)
拨备率	2.56	2.55	(0.01)	拨备率	2.67	2.66	(0.01)
拨备覆盖率	137.63	157.41	19.78	拨备覆盖率	140.53	156.47	15.94

来源: 公司、农银国际证券预测

**图表 3: 戈登增长模型目标价假设变化**

	H 股		A 股		原因
	旧	新	旧	新	
目标价 (HKD/RMB)	7.15	7.00	7.64	6.99	以 2021 年中每股净值计算
可持续净资产收益率(%)	9.90	10.41	9.90	10.41	净息差优于预期
股本成本(%)	13.30	13.58	11.94	13.00	
目标 20E 市净率 (x)	0.56	0.58	0.68	0.63	
无风险利率 (%)	3.30	2.65	3.30	2.65	参考中国十年期政府债券
Beta	1.25	0.95	1.08	0.90	参考彭博数据
股权风险溢价 (%)	8.00	11.50	8.00	11.50	新冠肺炎疫情及中国经济增长放缓导致较高的风险因素
长期增长 (%)	8.50	6.50	8.50	6.50	

来源: 公司、农银国际证券预测



财务报表

民生银行 (1988HK,600016CH)

综合损益表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
净利息收入	86,552	76,680	97,943	103,987	108,957
非利息收入	55,395	77,481	79,802	82,335	85,231
其中: 手续费及佣金收入	47,742	48,131	52,295	56,219	60,298
营业收入	141,947	154,161	177,745	186,322	194,188
营业费用	(43,895)	(45,938)	(44,313)	(46,936)	(49,579)
摊销	(3,350)	(3,118)	(5,703)	(6,159)	(6,652)
拨备前营业利润	94,702	105,105	127,729	133,227	137,956
减值贷款损失	(34,140)	(46,320)	(62,991)	(65,101)	(66,306)
除税前溢利	60,562	58,785	64,738	68,125	71,650
所得税	(9,640)	(8,455)	(9,814)	(10,219)	(10,748)
少数股东权益	(1,109)	(3)	(1,105)	(1,271)	(1,461)
股东应占净利润	49,813	50,327	53,819	56,636	59,441
优先股股息	523	529	559	559	559
归属于普通股股东的净利润	49,290	49,798	53,260	56,077	58,882
增长 (%)					
净利息收入	(8.6)	(11.4)	27.7	6.2	4.8
非利息收入	(6.7)	39.9	3.0	3.2	3.5
其中: 手续费及佣金收入	(8.6)	0.8	8.7	7.5	7.3
营业收入	(7.9)	8.6	15.3	4.8	4.2
营业费用	(10.2)	4.7	(3.5)	5.9	5.6
摊销	(5.2)	(6.9)	82.9	8.0	8.0
拨备前营业利润	(6.8)	11.0	21.5	4.3	3.5
减值贷款损失	(17.5)	35.7	36.0	3.4	1.8
除税前溢利	0.5	(2.9)	10.1	5.2	5.2
所得税	(16.0)	(12.3)	16.1	4.1	5.2
少数股东权益	18.6	(99.7)	36,733.3	15.0	15.0
股东应占净利润	4.1	1.0	6.9	5.2	5.0
优先股股息	2,452.9	1.2	5.6	0.0	0.0
归属于普通股股东的净利润	3.1	1.0	7.0	5.3	5.0
每股 (人民币)					
每股收益	1.13	1.14	1.22	1.28	1.34
每股净值	8.43	9.37	10.26	11.16	12.11
每股股息	0.14	0.36	0.38	0.40	0.42
主要财务指标 (%)					
净息差	1.50	1.73	1.94	2.01	1.94
净利差	1.35	1.64	1.87	1.83	1.77
成本收入比	30.92	29.80	24.93	25.19	25.53
平均总资产收益率	0.84	0.85	0.85	0.81	0.77
平均净资产收益率	13.81	12.60	11.46	10.51	10.26
平均税率	15.92	14.38	15.16	15.00	15.00
派息率	10.99	30.01	30.10	30.00	30.00

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测



民生银行(1988HK,600016CH)
综合资产负债表(2017A-2021E)

截至 12 月 31 日 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
现金及等价物	442,938	389,281	371,155	361,938	353,152
银行同业资产	271,274	337,869	367,544	390,029	422,970
投资证券	2,154,631	1,970,017	2,184,305	2,359,049	2,500,592
贷款和垫款净额	2,729,788	2,985,530	3,405,126	3,834,045	4,293,653
计息资产总额	5,598,631	5,682,697	6,328,130	6,945,061	7,570,368
物业及设备	48,338	48,765	51,365	53,933	56,630
其他资产	255,117	263,360	302,346	345,395	394,169
总资产	5,902,086	5,994,822	6,681,841	7,344,390	8,021,167
客户存款	2,966,311	3,167,292	3,604,088	4,060,047	4,532,150
银行同业负债	1,798,165	1,521,226	1,494,192	1,509,134	1,524,225
次级债务	501,927	674,523	817,225	939,809	1,080,780
计息负债总额	5,266,403	5,363,041	5,915,505	6,508,990	7,137,155
所得税项	11,807	8,728	17,764	19,896	22,084
其他负债	234,064	192,052	217,743	243,834	247,332
总负债	5,512,274	5,563,821	6,151,012	6,772,720	7,406,571
股本	46,377	53,674	113,642	113,642	113,642
储备金	332,593	366,400	405,203	444,846	486,453
少数股东权益	10,842	10,927	11,984	13,182	14,501
股东权益	389,812	431,001	530,829	571,670	614,595
增长 (%)					
现金及等价物	(15.5)	(12.1)	(4.7)	(2.5)	(2.4)
银行同业资产	(41.3)	24.5	8.8	6.1	8.4
投资证券	(2.7)	(8.6)	10.9	8.0	6.0
贷款和垫款净额	13.9	9.4	14.1	12.6	12.0
计息资产总额	0.0	1.5	11.4	9.7	9.0
物业及设备	4.7	0.9	5.3	5.0	5.0
其他资产	1.4	3.2	14.8	14.2	14.1
总资产	0.1	1.6	11.5	9.9	9.2
客户存款	(3.8)	6.8	13.8	12.7	11.6
银行同业负债	(2.6)	(15.4)	(1.8)	1.0	1.0
次级债务	26.0	34.4	21.2	15.0	15.0
计息负债总额	(1.1)	1.8	10.3	10.0	9.7
所得税项	42.0	(26.1)	103.5	12.0	11.0
其他负债	12.0	(17.9)	13.4	12.0	1.4
总负债	(0.6)	0.9	10.6	10.1	9.4
股本	0.0	15.7	111.7	0.0	0.0
储备金	12.3	10.2	10.6	9.8	9.4
少数股东权益	14.9	0.8	9.7	10.0	10.0
股东权益	10.7	10.6	23.2	7.7	7.5
主要财务指标 (%)					
核心一级资本充足率	8.63	8.93	8.89	8.67	8.62
资本充足率	11.85	11.75	13.17	13.74	13.90
不良贷款率	1.71	1.76	1.56	1.62	1.70
拨备率	2.66	2.36	2.43	2.55	2.66
拨备覆盖率	155.61	134.05	155.50	157.41	156.47

注 1: 由于小数位调整, 个别项目相加未必等于总数

注 2: 由于对个别公司财务数据作出一致性调整, 因此数字可能与财务报告不平

来源: 公司, 农银国际证券预测

权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

股票评级的定义

评分	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	市场回报(-10%) \leq 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率(恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用,并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标,财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠,准确,完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上,我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动,以及由于使用不同的假设和标准,造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备,为市场信息采集、整合或诠释,或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制,阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入,但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动,历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询,请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址:香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)21478863