

## 民生银行 (600016.SH)

## 存量不良基本化解, 基本面迎拐点-兼论资本债投资价值

本篇报告从股权结构、高管背景、资产投向、不良处置及资产质量、经营业绩等方面分析了民生银行基本面情况。我们认为民生银行存量不良基本化解, 基本面迎来拐点, 信用风险被市场高估了, 永续债投资性价比较高。首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 4.87-5.48 元/股。

- **股权结构稳定, 经营受民企股东影响较小。**自 2020 年中起, 民生银行的前十大股东没有发生变化, 其持股比例之和稳定在 60% 以上; 董事会中大家保险 (国企性质) 派出 2 位董事, 其余重要民企股东不超过 1 位股东董事。截至 2022 年末, 关联方贷款余额合计 707.43 亿元, 关联方贷款仅占贷款总额的 1.71%, 泛海控股及其关联方贷款存在逾期状况, 其余关联贷款风险可控。
- **公司治理改善, 高管主动增持股票。**当前, 包括董事长、行长等多位高管有大行及金融监管工作经历。2020 年和 2021 年高管累计主动增持 414 万股民生银行股票。截至 2022 年末, 包括董事长及行长在内的多名高管持有民生银行股票, 合计持股 439 万股。这充分彰显了管理层对未来发展的充足信心。
- **资产规模大, 且为国内系统重要性银行。**23Q1 民生银行资产规模达 7.6 万亿元, 十倍于当年的包商银行, 且为 2022 年 19 家国内系统重要性银行之一。资产规模如此之大, 其面临的监管严格程度远远超过一般的银行, 一旦出风险对金融体系的冲击将出乎想象。
- **资产投向稳健, 结构优化, 债券投资以政府债券为主。**民生银行资产以信贷及债券投资为主, 2022 年底贷款占总资产比重为 56.1%。近三年信贷结构明显优化, 房地产贷款占比显著下行, 基建相关行业贷款占比明显上升。截至 2022 年底, 债券投资中政府债券、政策性金融债券、银行及非银机构金融债券占 78.54%, 配置风格稳健。其中, 政府债券持仓规模达 1.13 万亿元。
- **存量不良基本化解, 资产质量改善。**2020-2022 年累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元, 存量风险基本化解完成。2022 年实现不良贷款额、不良贷款率、逾期贷款额、逾期贷款率“四降”。由于近几年经营风险偏好明显下移, 存量不良基本化解, 后续资产质量或显著改善。
- **经营业绩回暖, 给予增持评级。**2020-2022 年, 化解存量不良及经营模式转变, 营收大幅下降。1Q23 民生银行为少数营收与盈利均正增长的股份行之一, 营收扭转了近三年连续下降之趋势, 归母净利润增速 3.7%。我们预计民生银行未来业绩将明显改善。首次覆盖, 给予增持评级, 目标价 4.87-5.48 元/股。
- **风险提示: 股权可能变动; 金融让利, 息差收窄; 经济超预期下行等。**

## 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	168804	142476	151614	159524	167877
同比增长	-8.7%	-15.6%	6.4%	5.2%	5.2%
营业利润(百万元)	35600	37170	42595	47373	52976
同比增长	-3.0%	4.4%	14.6%	11.2%	11.8%
归母净利润(百万元)	34381	35269	37777	42021	47002
同比增长	0.2%	2.6%	7.1%	11.2%	11.9%
每股收益(元)	0.79	0.81	0.86	0.96	1.07
PE	5.0	4.8	4.5	4.1	3.6
PB	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: 公司数据、招商证券

## 增持 (首次)

总量研究/银行  
目标估值: 4.87 - 5.48 元  
当前股价: 3.9 元

## 基础数据

总股本 (万股)	4378242
已上市流通股 (万股)	3546212
总市值 (亿元)	1708
流通市值 (亿元)	1383
每股净资产 (MRQ)	14.1
ROE (TTM)	5.8
资产负债率	91.7%
主要股东	新希望投资有限公司
主要股东持股比例	5.9%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	12	8
相对表现	10	10	11



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

廖志明 S1090521010002  
liaozhiming@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、股权结构较稳定，公司治理明显改善	5
1.1 股权结构较稳定，关联贷款风险可控	5
1.2 董事会与管理层结构合理，公司治理改善	6
二、资产规模大，资产结构持续优化	8
2.1 资产规模大，资产以贷款及债券投资为主	8
2.2 贷款稳步增长，行业结构优化	8
2.3 金融投资以政府债券为主，信用风险低	10
三、存量不良基本化解，资产质量稳步改善	11
3.1 存量不良基本化解，走出低谷	12
3.2 不良生成明显下行，资产质量指标改善	14
四、负债结构优化，经营业绩或迎拐点	16
4.1 负债结构优化，流动性指标良好	16
4.2 经营业绩回暖，息差压力有望缓解	17
五、如何看待民生股票及资本债投资价值？	19
5.1 存量不良基本化解，基本面或迎拐点	19
5.2 为何说民生银行资本债风险较低？	20
六、风险提示	23

## 图表目录

图 1: 民生银行前十大股东合计持股比例走势	5
图 2: 截至 2023Q1 前十大股东持股比例情况	5
图 3: 民生银行资产规模走势 (亿元)	8
图 4: 2022 年末, D-SIBs 第一组资产规模情况 (亿元)	8
图 5: 截至 2022 年末, 民生银行资产结构情况	8
图 6: 民生银行资产端贷款占比较高	9
图 7: 截至 2022 年底, 民生银行对公贷款行业分布情况 (亿元)	9
图 8: 民生银行对公贷款前四大行业占总贷款比例	9
图 9: 民生银行对公贷款前四大行业贷款余额 (亿元)	9
图 10: 截至 2022 年底, 前十大客户贷款情况	10

图 11: 2020-2022 年对前十大客户贷款依赖情况 .....	10
图 12: 民生银行金融投资占总资产比例稳定 .....	11
图 13: 民生银行金融投资组合稳健 (亿元) .....	11
图 14: 2022 年末, 民生银行持有债券按发行主体分类 .....	11
图 15: 民生 22 年末持有面值最大的十只债券情况 (亿元) .....	11
图 16: 2016-2022 年民生银行贷款减值准备核销及转出情况 .....	12
图 17: 贷款减值准备核销及转出同业对比 (亿元) .....	13
图 18: 核销及转出占期初贷款比例同业对比 .....	13
图 19: 2022 年末, 民生银行对公贷款中不良贷款分行业情况 (亿元) .....	13
图 20: 2022 年民生银行对公不良贷款增量统计 (亿元) .....	14
图 21: 民生银行不良贷款生成率连续下降 .....	14
图 22: 2022 年民生银行不良贷款下降 (亿元) .....	15
图 23: 2020-2022 年民生银行不良贷款率连续下降 .....	15
图 24: 2022 年民生银行逾期贷款率下降 .....	15
图 25: 民生银行重组贷款比例趋于下行 .....	15
图 26: 民生银行存款占负债比重逐渐提升 .....	16
图 27: 民生银行零售存款增长迅速 (亿元, %) .....	16
图 28: 民生银行应付债券种类构成 .....	16
图 29: 民生银行应付债券到期日结构 .....	16
图 30: 民生银行流动性指标较好 .....	17
图 31: 民生银行资本充足指标 .....	17
图 32: 民生银行资本充足率处于中等偏上水平 .....	17
图 33: 民生银行 2020-2022 年营收下降 (亿元) .....	18
图 34: 民生银行净利润上升 (亿元) .....	18
图 35: 上市股份行 1Q23 业绩增速对比 .....	18
图 36: 民生银行 ROA 和 ROE 略有下降 .....	18
图 37: 民生银行 ROE 处于较低水平 .....	18
图 38: 民生银行净息差下降 .....	19
图 39: 民生银行与同业净息差对比 .....	19
图 40: 民生银行存款付息率及计息负债成本率变化 .....	19
图 41: 民生银行与同业计息负债成本率、存款付息率对比 .....	19

表 1: 2023Q1 民生银行前十大股东股权质押情况 .....	5
表 2: 民生银行重要关联方贷款情况 (截至 2022 年末) .....	6
表 3: 民生银行高管情况 .....	6
表 4: 民生银行董事会核心成员情况.....	7
表 5: 截至 2022 年末, 民生银行高管持股情况 .....	7
表 6: 2016-2022 年民生银行贷款行业分布 .....	10
表 7: 近年民生“踩雷”事件梳理 .....	12
表 8: 2021-2022 年民生银行不良处置强 (亿元) .....	12
表 9: 上市银行股份行资产质量指标情况 (%) .....	15
表 10: 民生银行 2020-2022 年关键指标及 2023-2025 年假设与预测 .....	19
表 11: A 股上市股份行 PE 与 PB 估值情况 (截至 2023 年 5 月 26 日) .....	20
表 12: 民生银行存续及近两年赎回的资本工具情况.....	20
表 13: 部分股份行永续债估值情况 (截至 2023 年 5 月 24 日) .....	21
表 14: 21Q4 央行金融机构评级结果 (家) .....	21
表 15: 2022 年国内系统重要性银行名单.....	22
附: 财务预测表.....	24

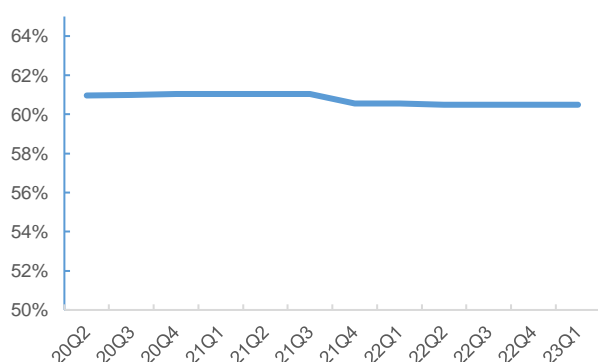
## 一、股权结构较稳定，公司治理明显改善

### 1.1 股权结构较稳定，关联贷款风险可控

中国民生银行股份有限公司（简称“民生银行”）成立于1996年，是中国首家主要由民营企业发起设立的全国性股份制商业银行，2000年、2009年先后在上交所和香港联交所挂牌上市，现已发展成为一家拥有商业银行、金融租赁、基金管理、境外投行等金融牌照的银行集团。截至2022年12月末，民生银行总资产达7.26万亿元，是2022年我国19家系统重要性银行之一，拥有42家一级分行，拥有民生金融租赁、民生理财、民生加银基金等33家子公司。

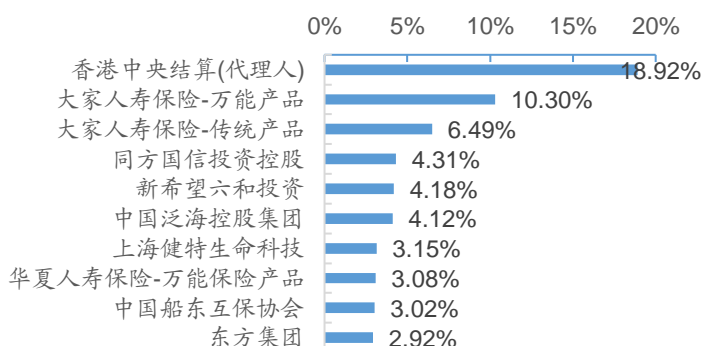
近年股权结构较为稳定，且民企持股较分散。由于成立之初股权分散，民生银行长期没有控股股东和实际控制人。2014年以来，民生银行经历了安邦举牌、增持、安邦被监管接管等股权变动事项。但是自2020年中以来，民生银行的前十大股东没有发生变化，合计持股比例也稳定在60%以上，股权较为集中。截至2022年末，前十大单一股东合计持股比例为43.0%。自2022年以来，除华夏人寿减持0.06%以外，大股东持股比例无明显变动。截至2022年末，大家人寿保险持股比例约17.84%，为持股比例最高的单一股东，大家人寿保险由大家保险集团100%持股，而大家保险集团为保险保障基金持股98.23%的国企。泛海控股及关联方合计持股比例仅略微超过5%，为唯一持股比例超过5%的民企股东，且由于贷款逾期已被限制表决权。

图 1：民生银行前十大股东合计持股比例走势



资料来源：iFinD、招商证券

图 2：截至 2023Q1 前十大股东持股比例情况



资料来源：iFinD、招商证券

**受主要股东股权质押影响有限。**由于民企资金压力较大，对民生银行的持股质押融资较多。但由于相关民企股东对民生银行实际经营的话语权较低，民生银行经营受股东股权质押影响很小。

表 1：2023Q1 民生银行前十大股东股权质押情况

股东名称	质押情况及数量	占该股东持股数量比例	占流通 A 股比例
香港中央结算(代理人)有限公司	无	-	-
大家人寿保险股份有限公司-万能产品	无	-	-
大家人寿保险股份有限公司-传统产品	无	-	-
同方国信投资控股有限公司	质押 18.50 亿股	98%	5.22%
新希望六和投资有限公司	无	-	-
中国泛海控股集团有限公司	质押 18.0 亿股	100%	5.07%
上海健特生命科技有限公司	质押 13.80 亿股	100%	3.89%
华夏人寿保险股份有限公司-万能保险产品	无	-	-
中国船东互保协会	无	-	-
东方集团股份有限公司	质押 12.78 亿股	100%	3.60%

资料来源：公司公告、招商证券

**关联方贷款风险可控。**民生银行在年报中对关联交易做了全面的披露。截至2022年末，民生银行关联方贷款余额合计707.43亿元，关联方贷款仅占贷款总额的1.71%，且符合监管关于集中度的要求，贷款利率在2.61%-8.95%之间。此外，截至2022年底，民生银行不存在第一大股东及其实际控制人和其他关联方非经营性资金占用情况。截至2022

年末，关联方贷款中泛海控股及其关联方贷款存在贷款逾期状况，其余贷款风险可控。由此可见，民生银行关联贷款占贷款总额的比例较低，除泛海控股之外，其余未出风险，对民生银行经营业绩的影响完全可控。

表 2: 民生银行重要关联方贷款情况 (截至 2022 年末)

关联方名称	贷款余额	备注
大家人寿保险	157 亿元	增信措施: 质押、保证。
泛海控股	212 亿元	贷款逾期, 表决权限制。增信措施: 质押、抵押及保证。
上海健特生命科技	112.74 亿元	增信措施: 质押、保证。
新希望	8.54 亿元	增信措施: 质押。
同方国信投资控股	23.98 亿元	增信措施: 质押、抵押及保证。
东方集团	88.37 亿元	增信措施: 质押、抵押及保证。
福信集团	24.25 亿元	增信措施: 质押、抵押及保证。

资料来源: 民生银行 2022 年报, 招商证券

## 1.2 董事会与管理层结构合理, 公司治理改善

近年管理层结构整体稳定。2022 年, 董事会人员无变动, 一名监事 (前提名与评价委员会委员) 因个人原因离职, 前副行长和前首席审计官因到龄退休离职, 管理层人员流动处于较低水平。

高管多内部提拔, 外部主要来自大行, 公司治理改善。在 7 名高管中, 李彬女士、林云山先生、石杰先生、白丹女士为内部晋升, 均在民生银行工作了 20 年以上, 熟悉民生银行内部情况, 有助民生银行战略性持续发展。非内部提拔的包括高董事长及郑行长等多名高管有多年大型国有银行、银行监管等的工作经历。从近几年高管任命来看, 民营股东话语权较弱, 很难干预银行经营。

表 3: 民生银行高管情况

姓名	任职年份	年龄	职务	部分履历
郑万春	2016	59	行长	曾于华融资产管理公司、工商银行总行等工作。
李彬	2017	56	副行长	有农业银行工作经历; 1995 年加入民生银行, 担任国际业务部资金处处长 (负责人), 2000 年任金融同业部副总经理, 2007 年任衍生产品业务部总经理, 2009 年先后任金融市场部党委书记、总裁, 2012 年任行长助理, 2016 年获委任副行长。
林云山	2017	53	副行长	有人民银行工作经历; 2001 年加入民生银行, 2002-2003 年担任业务部票据业务处处长, 2003-2005 年担任公司业务部总经理助理, 2005-2007 年担任深圳分行党委委员、副行长, 2007-2012 年先后担任公司银行管理委员会办公室主任、公司银行部总经理, 2012 年任行长助理, 2016 年获委任副行长。
石杰	2017	58	副行长	有河北经贸大学、河北财经学院太行实业有限公司工作经历; 1998 年加入民生银行, 担任石家庄支行计财部总经理, 2001 年任石家庄分行营业部总经理, 2001 年总部风险管理部副处长, 2004 年任总部授信评审部总经理助理、副总经理, 2008 年先后任长春分行筹备组组长、行长、党委书记, 2009 年任总部授信评审部总经理, 2012 年任行长助理, 2016 年获委任副行长。
袁桂军	2020	60	副行长	有多年在中国建设银行的工作经历; 自 2020 加入中国民生银行股份有限公司, 任党委委员, 2020 年起任副行长。
陈琼	2018	60	副行长	有多年银行业监管工作经历; 2018 年加入民生银行, 同年获委任副行长。
白丹	2012	60	董秘	有交通银行工作经历; 2000 年加入民生银行, 担任计划财务部副总经理, 2002 年及 2008 年起分别担任会计结算部副总经理、总经理、财务会计部总经理, 2012 年起任财务总监, 2018 年起兼董事会秘书。

资料来源: 公司公告、招商证券

董事会结构合理, 经营独立性较高。截至 2022 年末, 民生银行董事会的 18 名成员中, 3 名为执行董事 (董事长、行

长及一名副行长，且 3 人皆有大行工作经历)，9 名非执行董事，6 名为独立非执行董事。其中，5 名股东董事来自前十大股东，各有 1 名来自新希望集团、泛海控股、东方集团，有 2 名来自大家保险集团。由此可见，单一民企股东在董事会的话语权较弱，且泛海控股由于贷款逾期表决权被限制。

**董事会成员多元化，经验丰富。**董事会成员经历覆盖银行、银行业监管、资产管理公司、券商、交易所、律师事务所、会计师事务所、高校、人民法院、检察院、政协等多个领域，董事会成员较为多元，有助于民生银行的稳健经营。

**表 4: 民生银行董事会核心成员情况**

姓名	职务	年龄	部分履历
高迎欣	董事长，执行董事	61	有中国银行、中银香港、中银国际等工作经历；自 2020 年 5 月起出任民生银行党委书记，现为董事长、执行董事及董事会战略发展与消费者权益保护委员会主席和提名委员会委员。
刘永好	副董事长（股东董事）	71	有全国政协工作经历；现任新希望集团董事长、公司董事、民生银行副董事长、四川省川商总会会长等职务。
卢志强	副董事长（股东董事）	72	有全国工商联、政协工作经历；自民生银行创立起至 2003 年 6 月出任董事，随后任职监事长、副监事长，自 2006 年 7 月起出任董事会副董事长，现为非执行董事及董事会战略发展与消费者权益保护委员会和薪酬与考核委员会委员；现任通海控股、泛海集团董事长兼总裁及中国泛海控股集团董事长。
张宏伟	副董事长（股东董事）	69	有全国工商联、政协工作经历；自 2000 年 4 月起出任民生银行董事会副董事长，现民生银行非执行董事及董事会战略发展与消费者权益保护委员会和提名委员会委员；现任联合能源集团董事局主席，东方集团董事局主席。
郑万春	副董事长，执行董事	59	曾于华融资产管理公司、工商银行总行等工作；自 2016 年 2 月出任民生银行执行董事，现为行长及董事会战略发展与消费者权益保护委员会、薪酬与考核委员会和风险管理委员会委员。
袁桂军	执行董事	60	有多年在建设银行的工作经验；自 2020 加入民生银行，任党委委员，2020 年起任副行长。

资料来源：公司公告、招商证券

**高管主动增持股票，彰显对未来发展的信心。**2020 年和 2021 年，民生银行的高管累计主动增持 414 万股民生银行股票。截至 2022 年末，多名高管持股民生银行股票，合计持股 439 万股。这充分彰显了民生银行高管对该行未来发展的充足信心。

**表 5: 截至 2022 年末，民生银行高管持股情况**

姓名	职务	持股数
高迎欣	董事长，执行董事	500,000
郑万春	行长，副董事长，执行董事	430,000
张俊潼	监事会主席，职工监事	350,000
白丹	财务总监，董事会秘书	360,000
陈琼	副行长	350,000
胡庆华	副行长	350,000
李彬	副行长	350,000
林云山	副行长	350,000
石杰	副行长	350,000
袁桂军	副行长，执行董事	150,000
张月波	首席审计官	350,000
刘纪鹏	独立非执行董事	150,000
欧阳勇	行长助理	350,000

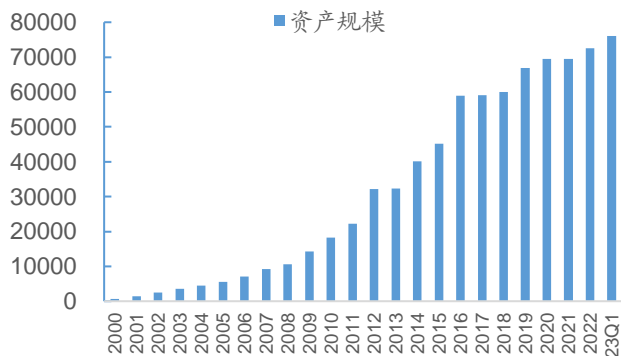
资料来源：公司公告、招商证券

## 二、资产规模大，资产结构持续优化

### 2.1 资产规模大，资产以贷款及债券投资为主

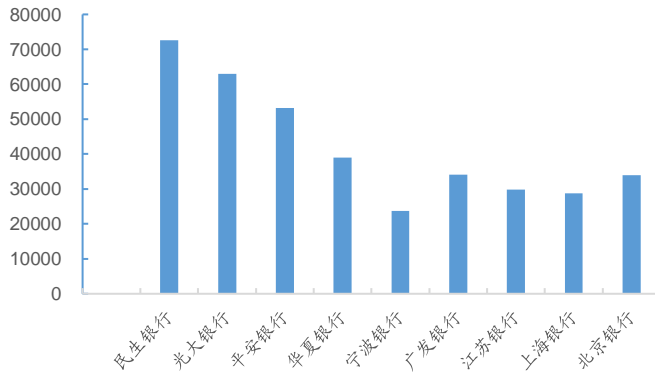
资产规模庞大，对国内金融体系重要不言而喻。2017年-2022年，民生银行资产年均资产复合增速4.22%，为2022年我国系统重要性银行之一。截至2022年底，民生银行总资产为7.3万亿元，在同处于第一组系统重要性的银行中资产规模最大。

图3：民生银行资产规模走势（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

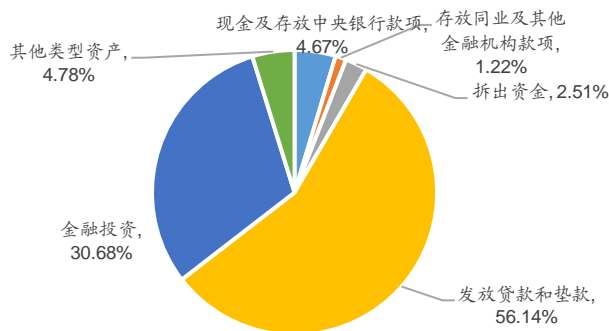
图4：2022年末，D-SIBs第一组资产规模情况（亿元）



资料来源：iFinD、招商证券

资产端以贷款和金融投资为主，占总资产80%以上。截至2022年底，贷款占比56.14%，金融投资占比30.68%，为资产端主要投向。

图5：截至2022年末，民生银行资产结构情况



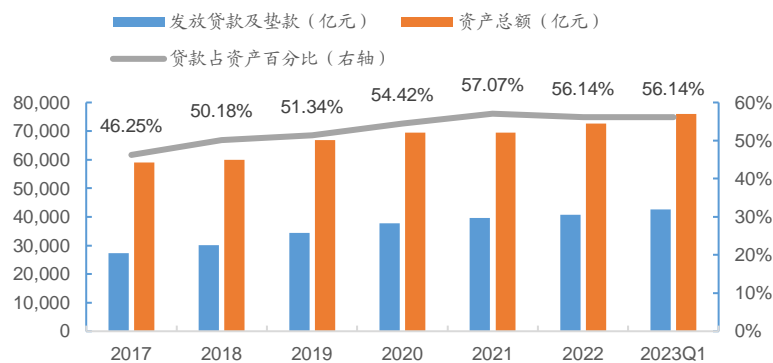
资料来源：公司年报、招商证券

### 2.2 贷款稳步增长，行业结构优化

资产以贷款及债券投资为主。贷款占民生银行的总资产一半以上，并且贷款占比呈上升趋势。截至2022年底，贷款占比为56.14%。2017-2022年，贷款年均复合增速为8.33%，增长较快，高于资产增速。民生银行贷款占生息资产比例呈现不断上升趋势，23Q1该比例达62.93%。



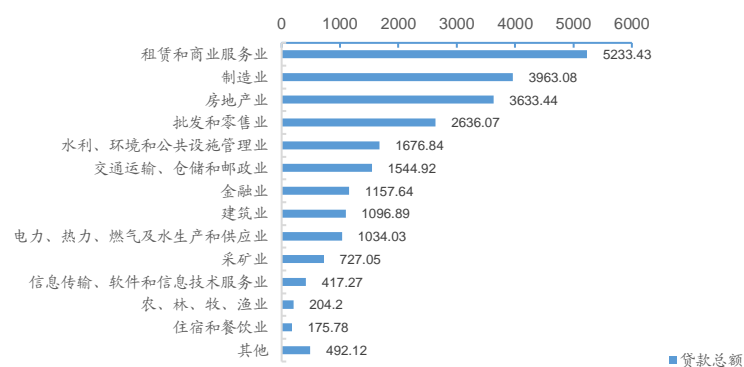
图 6: 民生银行资产端贷款占比较高



资料来源: 民生银行年报、招商证券

截至 2022 年末, 民生银行对公贷款占比 57.9%, 零售贷款占比 42.1%。对公贷款主要投向租赁和商务服务业、制造业、房地产业。在公司贷款中, 租赁和商务服务业、制造业、房地产业是贷款的前三投向, 合计占贷款总额的 30.98%。

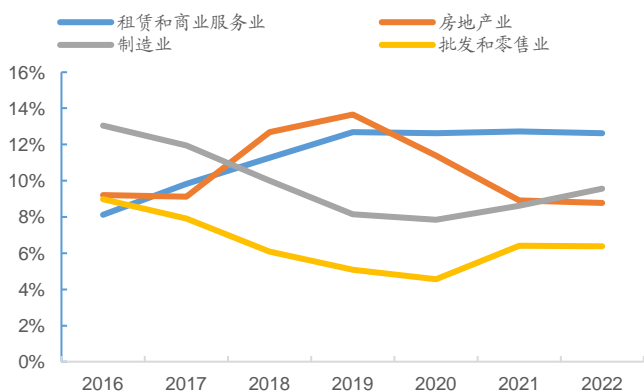
图 7: 截至 2022 年底, 民生银行对公贷款行业分布情况 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

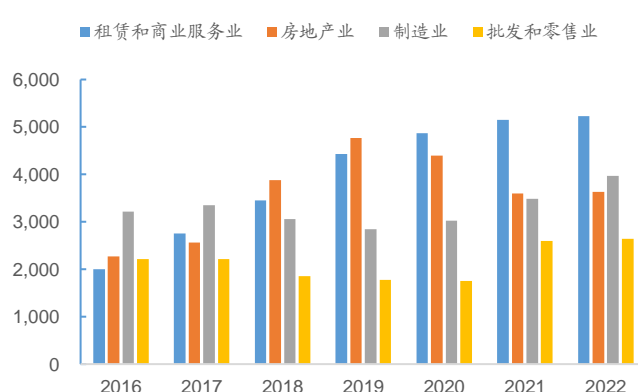
2016-2022 年, 对公贷款行业结构持续优化。2016-2022 年间, 民生银行对公贷款的前四大行业为租赁和商务服务业、房地产业、制造业、批发和零售业。自 2019 年以来, 房地产业贷款占比明显下降, 制造业及批发零售贷款占比上升。自 2016 年以来, 租赁和商务服务业、水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业等基建相关行业贷款占比大幅上升。这反映了民生银行投放的风险偏好显著下降。

图 8: 民生银行对公贷款前四大行业占总贷款比例



资料来源: 公司年报、招商证券

图 9: 民生银行对公贷款前四大行业贷款余额 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

近三年房地产业贷款占比显著下降, 风险逐步化解。2020 年和 2021 年, 房地产业贷款分别减少 371.67 亿元和 787.98 亿元, 房地产业贷款占比由 2019 年末的 13.7% 压降至 2022 年末的 8.8%。截至 2022 年末, 对公房地产相关的贷款、表外授信、标准债权投资、非标债权投资、债券投资等承担信用风险的授信业务余额 4479.93 亿元, 同比下降 5.38%。其中, 房地产业贷款余额 3633.44 亿元, 占比 81.10%, 余额比上年末增加 30.42 亿元, 新发放贷款主要投向稳健客

户、优质区域的优质项目。保函等表外授信业务余额仅 34.48 亿元，同比下降了 70.73 亿元；商业房地产抵押贷款证券化(CMBS)、住房抵押贷款证券化(MBS)及其他资产支持证券业务余额 355.07 亿元，同比下降了 152.85 亿元；同业投资 332.19 亿元，同比下降了 66.74 亿元；房地产企业债业务余额 103.84 亿元，同比增加 21.23 亿元。截至 2022 年末，民生银行承担信用风险的房地产业务以项目融资为主，项目主要集中在一、二线城市，且以项目土地、在建工程抵押，追加项目公司股权质押和集团担保。截至 2022 年末，对公房地产不良贷款率 4.28%，同比上升 1.62 个百分点。

**对制造业、租赁和商务服务业等贷款支持增强，贷款结构更趋优化。**2022 年对制造业贷款增加 477.66 亿元，占对公贷款增加总量的 50.33%，制造业中长期贷款较快增长。租赁和商务服务业贷款增加 84.89 亿元，占对公贷款增加总量的 8.9%。

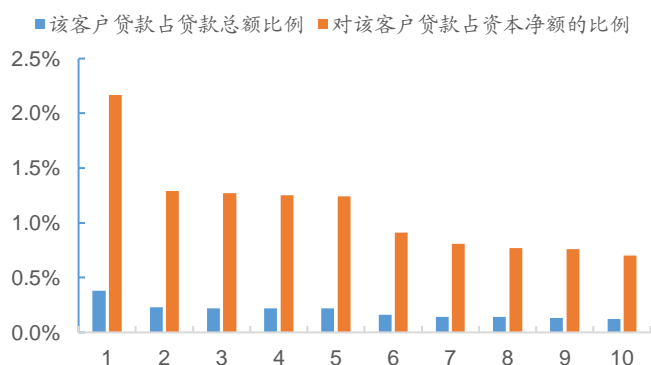
表 6: 2016-2022 年民生银行贷款行业分布

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
租赁和商业服务业	8.12%	9.82%	11.28%	12.70%	12.63%	12.73%	12.64%
房地产业	9.22%	9.13%	12.69%	13.66%	11.39%	8.91%	8.77%
制造业	13.05%	11.95%	10.00%	8.14%	7.84%	8.62%	9.57%
批发和零售业	8.98%	7.91%	6.07%	5.09%	4.56%	6.41%	6.37%
水利、环境和公共设施管理业	2.49%	3.18%	3.33%	3.51%	3.88%	3.97%	4.05%
交通运输、仓储和邮政业	3.24%	2.89%	2.27%	2.21%	2.80%	3.14%	3.73%
金融业	4.50%	3.70%	2.79%	3.96%	5.31%	2.90%	2.79%
建筑业	2.71%	2.71%	3.08%	3.06%	2.85%	2.79%	2.65%
采矿业	5.21%	4.49%	3.84%	3.16%	2.71%	2.18%	1.76%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.89%	1.86%	1.60%	1.58%	1.80%	2.14%	2.50%
农、林、牧、渔业	0.65%	0.38%	0.46%	0.29%	0.33%	0.50%	0.49%
住宿和餐饮业	0.34%	0.27%	0.33%	0.34%	0.42%	0.34%	0.42%
对公贷款	63.40%	60.57%	59.74%	59.49%	58.57%	56.96%	57.94%
个人贷款和垫款	36.60%	39.43%	40.26%	40.51%	41.43%	43.04%	42.06%

资料来源：公司年报、招商证券

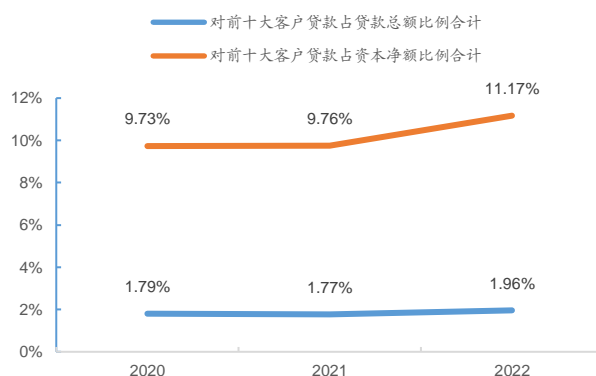
**贷款集中度不高。**截至 2022 年底，民生银行前十大借款客户贷款合计 809.7 亿元，占贷款总额的 1.96%，占资本净额的 11.2%，且第一大借款客户贷款金额占资本净额的比例仅 2.2%。贷款集中度（贷款余额/资本净额）监管要求为“单一集团客户的贷款集中度不能超过 15%。前十大客户贷款集中度不超过 50%。”

图 10: 截至 2022 年底，前十大客户贷款情况



资料来源：公司年报、招商证券

图 11: 2020-2022 年对前十大客户贷款依赖情况



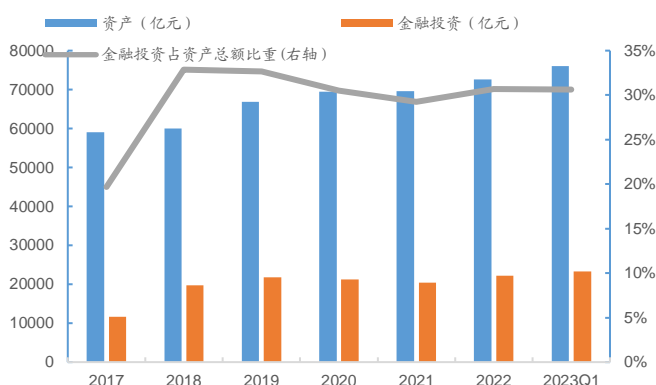
资料来源：公司年报、招商证券

## 2.3 金融投资以政府债券为主，信用风险低

**金融投资以债券为主，配置稳健。**截至 2022 年底，金融投资占民生银行总资产的比重为 30.68%，仅次于贷款。按

金融工具核算来分类，AC、FVTOL、FVOCI 这三者的比例约为 3: 1: 1；按照金融工具品种分类，债券投资占比约 84.2%，投资公募基金占比约 10.6%，权益工具、信托及资管计划、其他投资占比均在 3%以下，投资组合稳健。

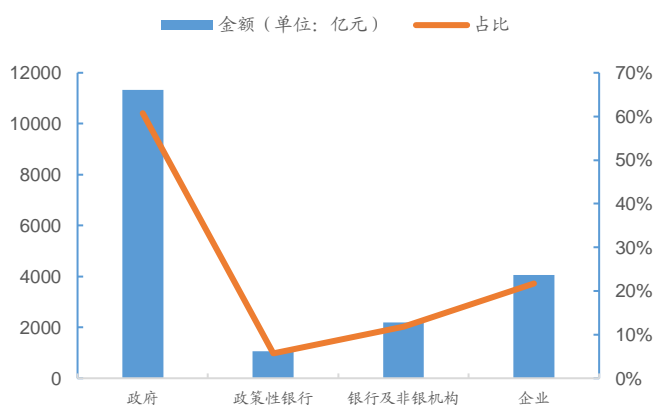
图 12: 民生银行金融投资占总资产比例稳定



资料来源: 公司年报、招商证券

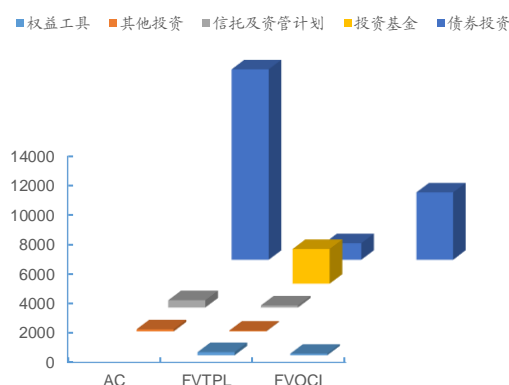
持有低风险债券的比例高，信用风险低。截至 2022 年底，民生银行持有的债券中，政府债券达 1.13 万亿元，占比 60.74%，同比提升了 1.16 个百分点；政策性银行债及银行、非银机构金融债占比 17.8%，企业债占比 21.76%。自营债券投资集中在国债、地方债、政策性金融债和高等级信用债，信用风险较低，不良担忧小。此外，对于民生银行持有的 10 只最大面值的金融债券（共计 525 亿元），有 74.3 亿元的债券于 2023 年到期，205.9 亿元的债券于 2024 年到期，流动性较好。

图 14: 2022 年末，民生银行持有债券按发行主体分类



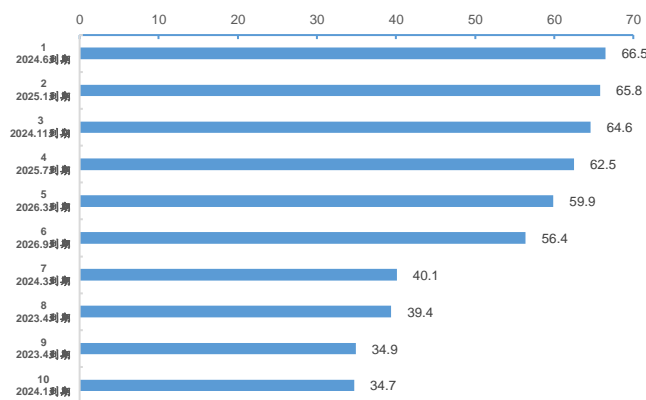
资料来源: 民生银行年报、招商证券

图 13: 民生银行金融投资组合稳健 (亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 15: 民生 22 年末持有面值最大的十只债券情况(亿元)



资料来源: 民生银行年报、招商证券

### 三、存量不良基本化解，资产质量稳步改善

与不少股份行类似，由于早年风控较为粗放，民生银行近五六年“踩雷”较多，耗费了较多的财务资源来处置不良。近期，民生银行副行长袁桂军表示，2020-2022 年民生银行累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元，存量风险基本化解完成。随着存量不良基本化解，信贷投放风险偏好明显下移，我们预计未来民生银行资产质量将大幅改善。

我们依据新闻报道及上市公司公告等梳理了下民生银行近年“踩雷”情况，近年来踩雷较多主要是由于早年信贷投放风险偏好较高，风控较为粗放。民生银行先后“踩雷”保千里、丹东港、辉山乳业、中信国安、獐子岛、海航集团、康得新、泛海控股、恒大地产、泰和集团、钜盛华等，这也使得民生银行近七年业绩大幅承压。

表 7: 近年民生“踩雷”事件梳理

年份	事件
2017 年	保千里债务违约中, 民生银行所涉逾期金额 2 亿元 丹东港债务违约, 民生银行所涉及授信额度剩余 5 亿元 辉山乳业百亿债务危机中, 民生银行涉及贷款 7 亿元, 另有买方保理担保余额 8 亿元, 合计 15 亿元
2018 年	东方金钰 9.1 亿元债务逾期, 民生银行涉及 (展期) 逾期本金 0.3 亿元 华业资本于 2017 年发行 1 年期 5 亿元短期融资券 (民生银行为主承销商), 构成违约
2019 年	中信国安集团破产重组, 民生银行牵涉资金 4 亿元 康得新的 120 亿造假案中, 民生银行拥有约 60 亿债权
2020 年	2020 年 9 月, 恒大集团出现危机民生银行风险敞口或约为 293 亿元 泰禾债务违约 18 亿元, 民生银行踩雷。 钜盛华对 10 家银行逾期金额合计 102.48 亿元, 民生银行在其中 庞大集团 27 亿元债务逾期, 民生银行涉及借款 5.54 亿元
2022 年	泛海集团 2020-2022 年连续亏损, 泛海集团所持民生银行股份先后遭遇冻结。 2022 年初, 民生银行北京分行以金融借款合同纠纷为由, 对泛海控股武汉中心大厦开发投资公司、武汉中央商务区股 2022 年 3 月初, 中国民生银行在阿里拍卖网站上发布了三款信托计划信托受益权拟转让的招商公告, 均涉及上市公司

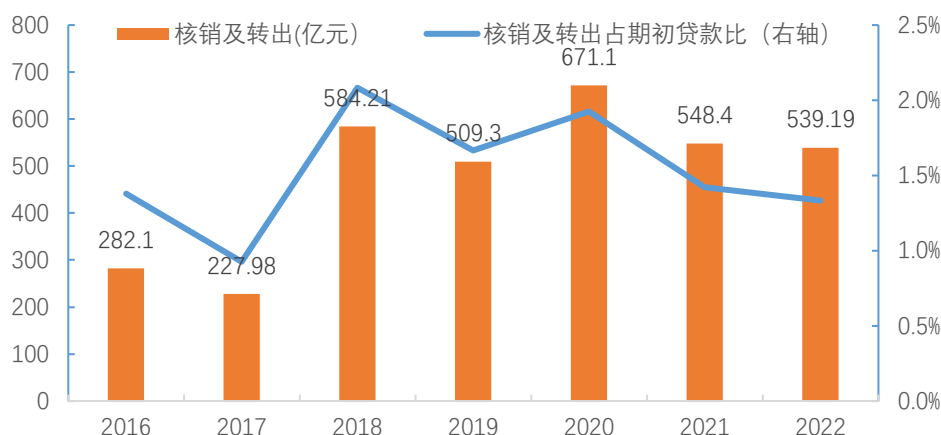
资料来源: 保千里公告、界面新闻网站、财新报道、招商证券

### 3.1 存量不良基本化解, 走出低谷

在 2022 年度业绩发布会上, 民生银行副行长袁桂军表示, 2020-2022 年民生银行累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元, 存量风险基本化解完成。2022 年, 民生银行实现不良贷款额、不良贷款率、逾期贷款额、逾期贷款率“四降”。

2016 年以来, 民生银行不良资产处置显著推进。据民生银行年报, 2016 年, 监事会对问题及不良资产管理状况进行专项调研, 提出意见和建议。随后民生银行不断创新资产清收处置方式, 加强不良资产管理, 2017 年实现首笔不良资产证券化业务落地。2020 年, 民生银行称“超额完成全年不良资产处置任务目标”。2020-2022 年累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元, 存量风险基本化解完成。从不良核销与转出来看, 2018 年以来不良处置力度明显加大, 2018-2022 年合计核销与转出不良达 2852 亿元。

图 16: 2016-2022 年民生银行贷款减值准备核销及转出情况



资料来源: 民生银行历年年报、招商证券

2021 和 2022 年进一步加大不良资产处置。2022 年, 民生银行处置不良资产 1010.4 亿元, 同比增长 3.7%。其中, 处置不良贷款 840.8 亿元, 非信贷不良资产清收处置 169.7 亿元, 收回已核销贷款 72.2 亿元, 全面提升处置效率, 加大清收处置价值贡献。

表 8: 2021-2022 年民生银行不良处置强 (亿元)

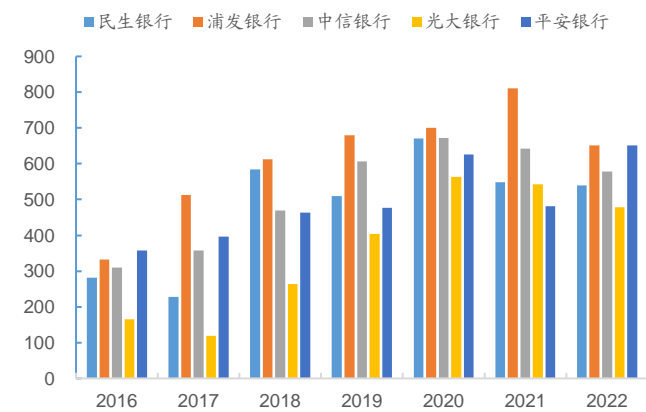
	2021 年	2022 年
不良处置强 (亿元)		

	2021年	2022年
合计处置不良资产	974.75	1010.44
其中不良贷款处置	839.12	840.76
核销	348.58	357.78
转让	221.15	231.65
现金清收	114.18	116.02
不良资产证券化	74.84	82.52
抵债等方式	80.37	52.79
非信贷不良资产清收处置	135.63	169.68
收回已核销贷款	52.04	72.21

资料来源：公司公告、招商证券

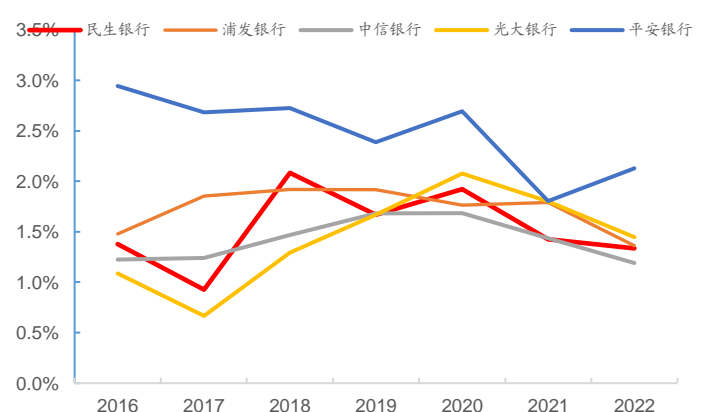
与同业相比，不良处置力度大。我们选取另外四家股份行作为比较对象，发现 2016-2022 年，民生银行的贷款减值准备核销及转出的金额与比例在同业中均处于中上水平，这说明民生银行近几年不良处置力度较大。

图 17: 贷款减值准备核销及转出同业对比 (亿元)



资料来源：银行年报、招商证券

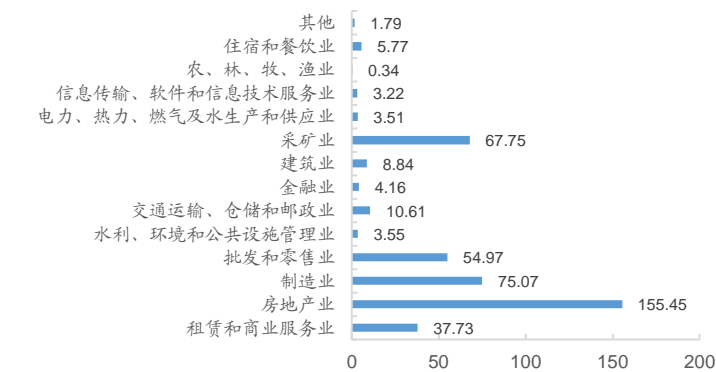
图 18: 核销及转出占期初贷款比例同业对比



资料来源：民生银行年报、招商证券

对公不良贷款主要集中在房地产业、制造业及采矿业。截至 2022 年末，民生银行对公不良贷款中，房地产业占比 35.9%，制造业占比 17.4%，采矿业占比 15.7%，批发和零售业占比 12.7%。同时，这四个行业的贷款本身不良率也较高，分别为 4.28%、1.89%、9.32%、2.09%。

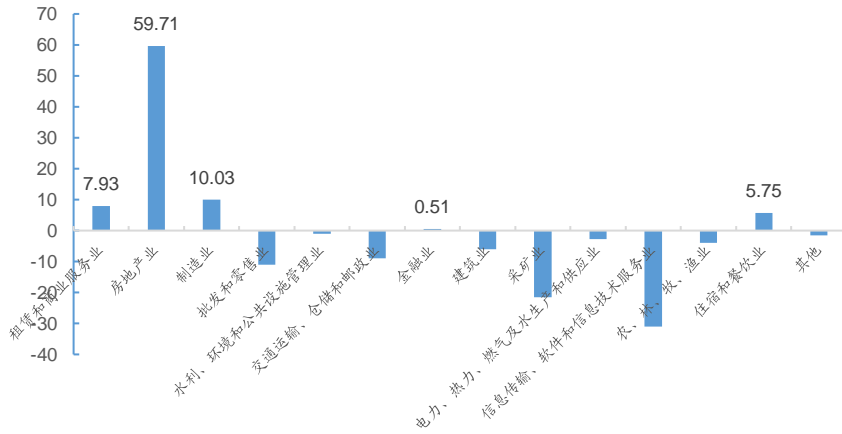
图 19: 2022 年末，民生银行对公贷款中不良贷款分行业情况 (亿元)



资料来源：公司年报、招商证券

2022 年不良增量主要来自房地产及制造业。2022 年，除租赁和商业服务业、房地产业、制造业、餐饮业、金融业不良贷款增加外，其余行业不良贷款余额有所下降，资产质量向好。其中，房地产业不良贷款增量为 59.71 亿元，占比最多。但是相比 2021 年房地产 65.34 亿元的不良贷款增量，仍是呈现下降趋势。随着存量房地产不良的处置，后续资产质量将有所改善。

图 20: 2022 年民生银行对公不良贷款增量统计 (亿元)

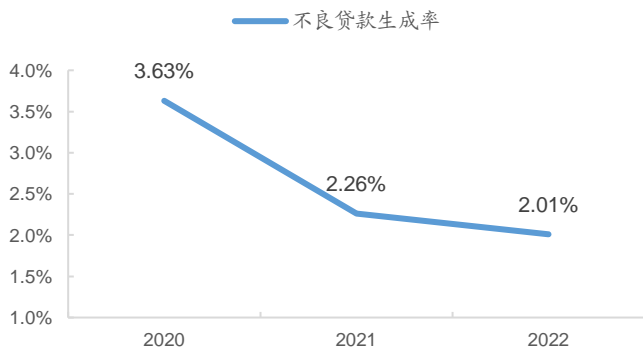


资料来源: 公司年报、招商证券

### 3.2 不良生成明显下行, 资产质量指标改善

**不良贷款生成情况显著改善。**近年来, 民生银行经营模式发生重大改善, 信贷投放风险偏好显著下移, 主动退出高风险企业。民生银行不良贷款生成率由 2020 年的 3.63% 大幅降至 2022 年的 2.01%, 且近三年公司类新发放贷款不良率仅为 0.42%, 体现出业务风险偏好明显下降, 对不良贷款严格控制。随着存量不良基本化解完, 未来资产质量有望大幅改善。

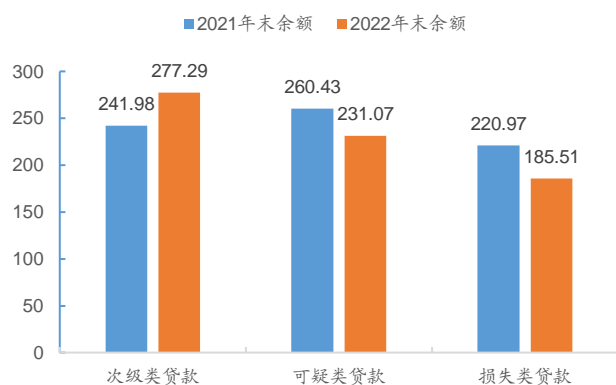
图 21: 民生银行不良贷款生成率连续下降



资料来源: 公司年报、招商证券

**资产质量指标明显改善。**截至 2022 年末, 民生银行对公和零售不良贷款比值约为 5:3。在不良贷款的三个级别 (次级、可疑、损失) 中, 2022 年次级类贷款增加 35.31 亿元, 可疑类和损失类贷款共减少 64.82 亿元, 使得不良贷款减少 29.51 亿元, 降幅 4.1%。2020 年末以来, 不良贷款率逐年下降, 23Q1 不良贷款率 1.60%, 资产质量正走出低谷。

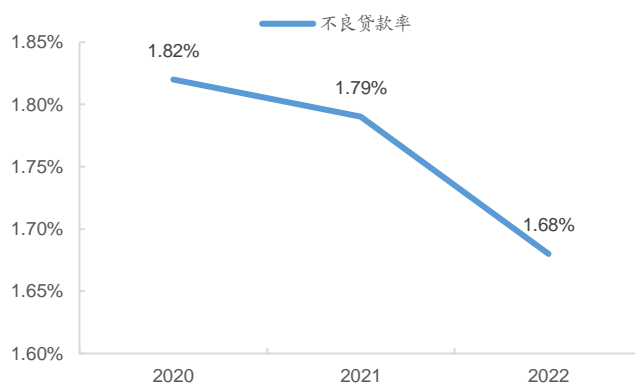
图 22: 2022 年民生银行不良贷款下降 (亿元)



资料来源: 民生银行年报、招商证券

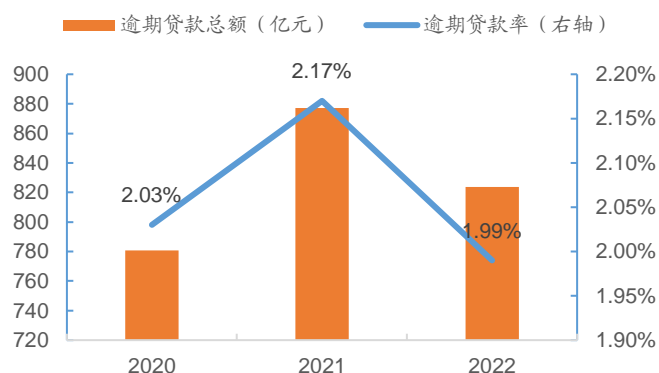
**逾期贷款与逾期贷款率双降。**2022 年, 逾期贷款减少 53.64 亿元, 降幅 6.12%; 年末逾期贷款率为 1.99%, 回落 0.18 个百分点。**重组贷款进一步减少。**2020-2022 年, 民生银行重组贷款总额及占比持续下降。截至 2022 年末, 重组贷款比例 0.33%。这也反映了资产质量的改善。

图 23: 2020-2022 年民生银行不良贷款率连续下降



资料来源: 民生银行年报、招商证券

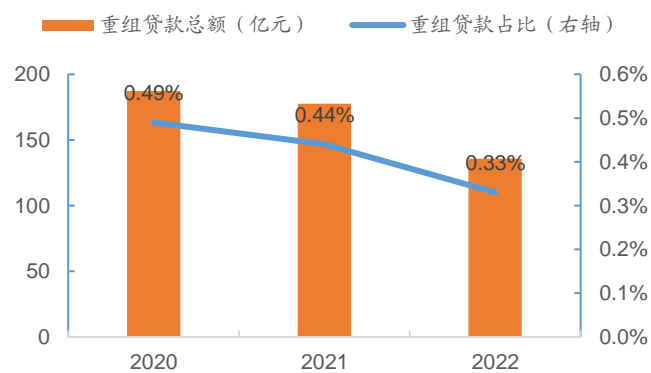
图 24: 2022 年民生银行逾期贷款率下降



资料来源: 民生银行年报、招商证券

**关注类贷款略有回升, 但迁徙率下降明显。**2022 年, 民生银行关注类贷款增加 44.23 亿元, 占总贷款的比例从 2.85% 上升至 2.89%, 主要是受房地产行业风险暴露的影响。此外, 民生银行的关注类贷款迁徙率已经从 2020 年的 30.6% 下降至 2022 年的 19.4%。

图 25: 民生银行重组贷款比例趋于下行



资料来源: 公司年报、招商证券

**资产质量指标优于个别上市股份行。**截至 2023 年 3 月末, 民生银行不良贷款率 1.60%, 与浦发银行、华夏银行接近。2022 年末关注贷款率 2.89%, 与浙商银行、华夏银行接近; 逾期贷款率 1.99%, 低于浦发银行, 与光大银行、浙商银行、华夏银行接近。

表 9: 上市银行股份行资产质量指标情况 (%)

	23Q1 不良贷款率	22 年末关注贷款率	22 年末逾期贷款率
民生银行	1.60	2.89	1.99
浦发银行	1.52	2.19	2.20
中信银行	1.21	1.63	1.60
光大银行	1.25	1.84	1.96
浙商银行	1.44	2.40	1.96
招商银行	0.95	1.21	1.29
平安银行	1.05	1.82	1.56
华夏银行	1.73	2.78	1.87

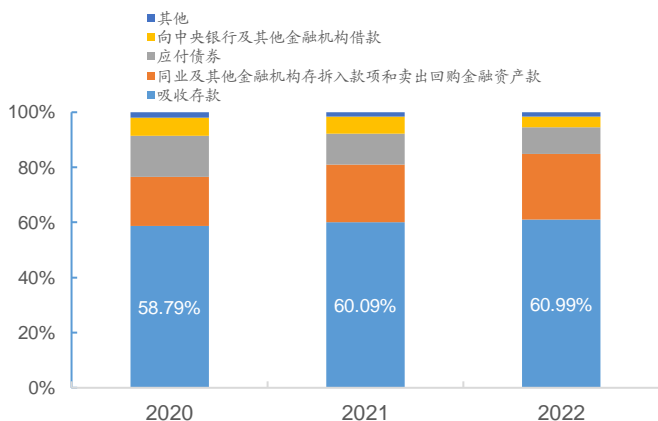
资料来源: iFinD、招商证券

## 四、负债结构优化，经营业绩或迎拐点

### 4.1 负债结构优化，流动性指标良好

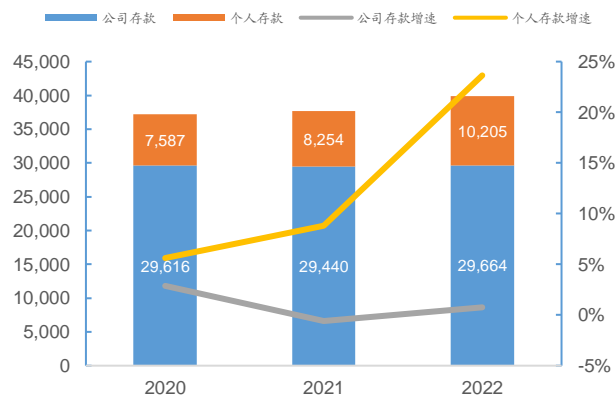
存款占负债比重稳步提升，零售存款增长亮眼。近三年，民生银行存款占负债比重为 60%左右，并且呈现稳步提升的趋势。截至 2022 年底，民生银行的总负债为 6.64 万亿元，其中存款余额为 4.09 万亿元。在总存款中，零售存款近年增长迅速，2022 年增速达到了 23.6%。

图 26：民生银行存款占负债比重逐渐提升



资料来源：民生银行年报、招商证券

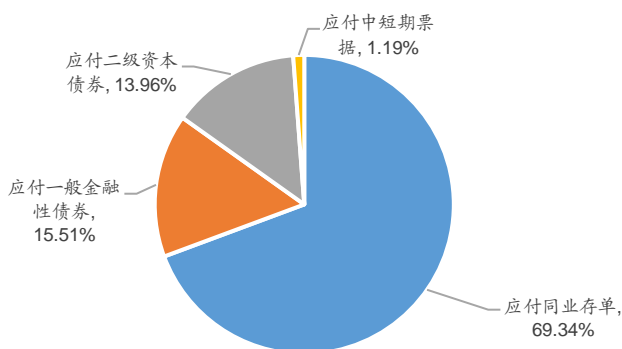
图 27：民生银行零售存款增长迅速（亿元，%）



资料来源：民生银行年报、招商证券

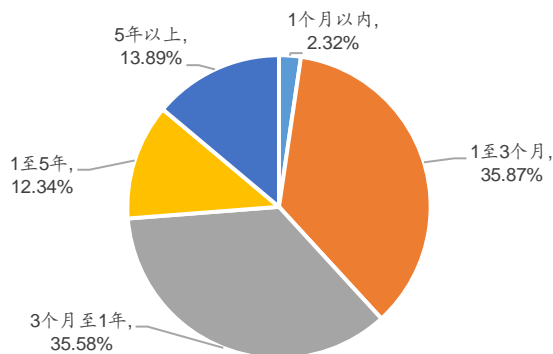
对同业负债的依赖降低，应付债券下行。民生银行应付债券规模连续两年下降，应付债券从 2020 年末的 9579 亿元下降至 2022 年末的 6481 亿元，在负债中的比重从 14.95% 下降至 9.76%。截至 2022 年底，久期较短的同业存单占应付债券的 69.3%。

图 28：民生银行应付债券种类构成



资料来源：民生银行年报、招商证券

图 29：民生银行应付债券到期日结构

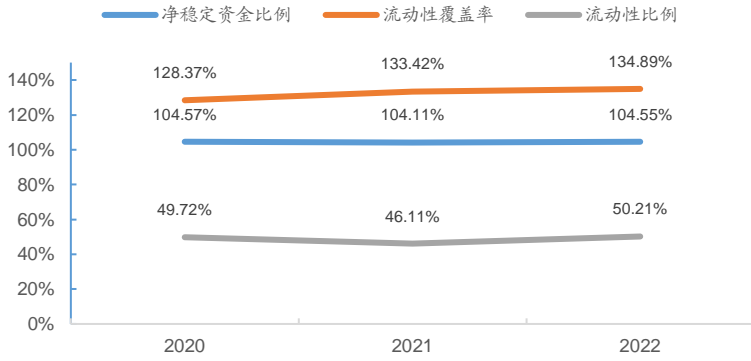


资料来源：民生银行年报、招商证券

流动性监管指标符合监管要求。2022 年民生银行的净稳定资金比例、流动性覆盖率、流动性比例有所上升，均高于监管要求。



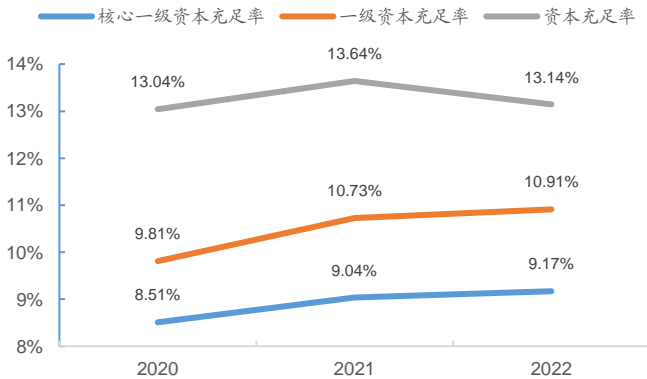
图 30: 民生银行流动性指标较好



资料来源: 民生银行年报、招商证券

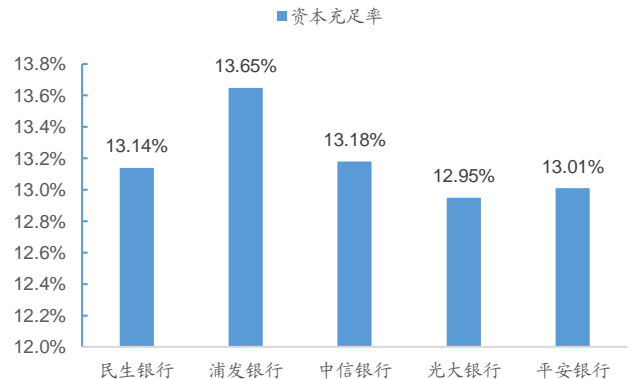
**资本压力不大, 抗风险能力增强。**截至 2022 年末, 民生银行核心一级资本充足率为 9.17%, 同比上升 0.13 个百分点; 一级资本充足率为 10.91%, 同比上升 0.18 个百分点; 资本充足率为 13.14%, 同比下降 0.5 个百分点, 主要是由于主动赎回了 300 亿元二级资本债券。截至 2022 年末, 在上市股份行中, 民生银行的资本充足率高于规模相当的光大银行和平安银行, 略低于浦发银行和中信银行, 较监管要求高出 2 个百分点以上。

图 31: 民生银行资本充足指标



资料来源: 民生银行年报、招商证券

图 32: 民生银行资本充足率处于中等偏上水平



资料来源: 民生银行年报、招商证券

## 4.2 经营业绩回暖, 息差压力有望缓解

**2020-2022 年业绩低迷。**由于近年来经营风险偏好明显下行, 民生银行营业收入从 2020 年的 1850 亿下降至 2022 年的 1425 亿元, 2022 年营收降幅达 15.6%。2022 年营收下降的主要是由于信贷投放风险偏好下降及 LPR 下调等导致息差大幅收窄, 股市低迷导致财富管理收入承压, 债市调整影响投资收益等。此外, 由于近几年大力度处置存量不良, 盈利增长低迷, 特别是 2020 年归母净利润大幅下降了 36.3%。

图 33: 民生银行 2020-2022 年营收下降 (亿元)

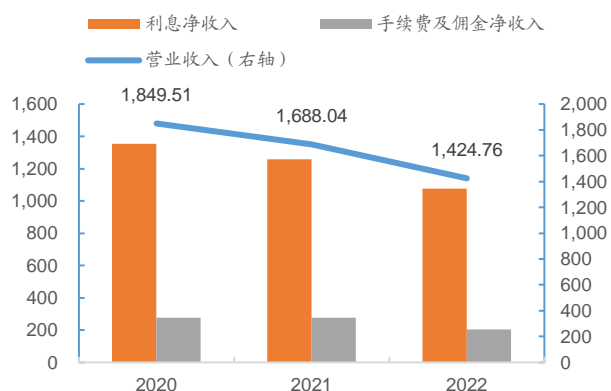
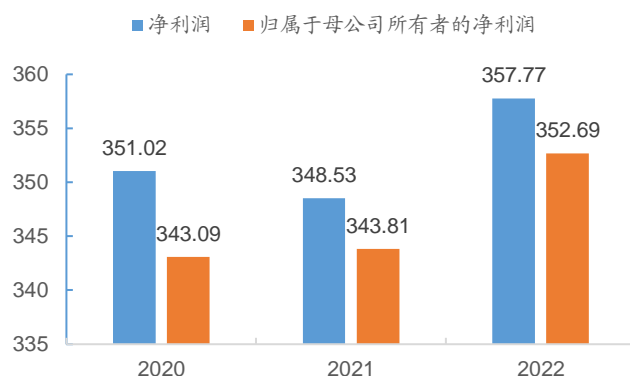


图 34: 民生银行净利润上升 (亿元)

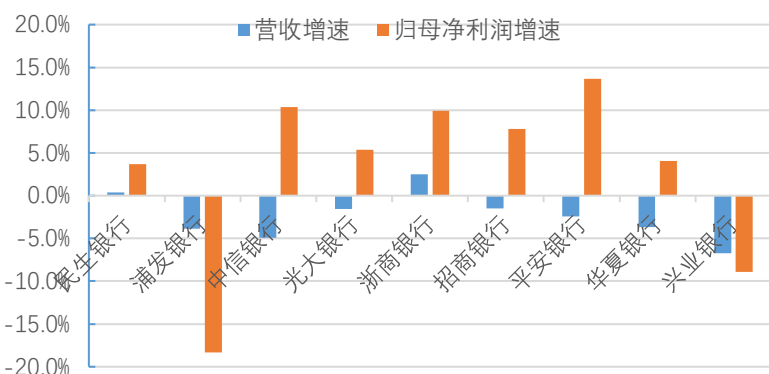


资料来源: 民生银行年报、招商证券

资料来源: iFinD、招商证券

**23Q1 经营业绩迎来改善。**1Q23 民生银行为 A 股少数营收与盈利均正增长的上市股份行之一。营业收入扭转了近三年连续下降之趋势，且由于存量不良基本化解完了，信用成本有所下行，归母净利润同比增长了 3.7%。展望未来，我们预计民生银行业绩将明显改善。

图 35: 上市股份行 1Q23 业绩增速对比



资料来源: iFinD、招商证券

**ROE 较低，未来或改善。**2020 年-2022 年，由于经营风险偏好下移及大力度处置存量不良，民生银行的 ROA 和 ROE 小幅下降。净利润和 ROE 与同业相比处于较低水平。2022 年，与其他资产规模类似的股份行相比，民生银行的 ROE 较低。随着存量不良基本化解，我们预计未来民生银行 ROE 将有所改善。

图 36: 民生银行 ROA 和 ROE 略有下降

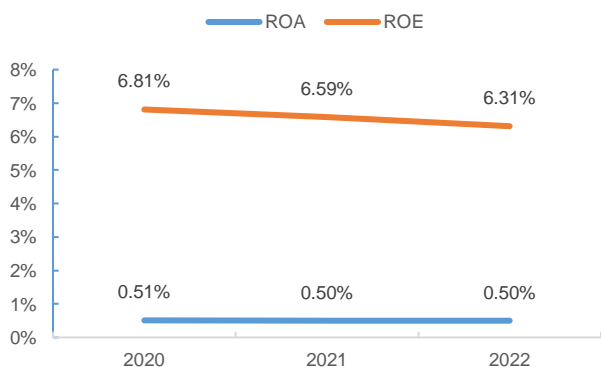
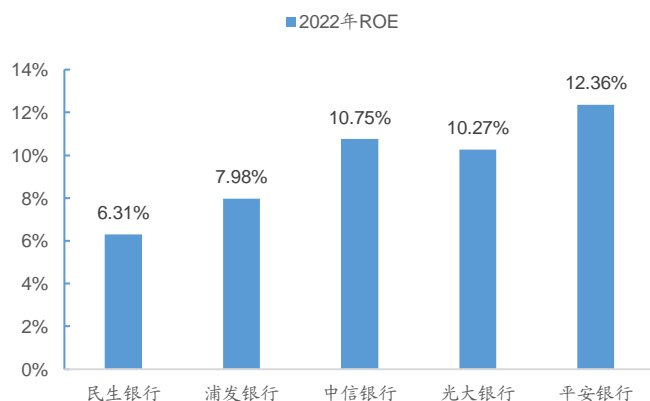


图 37: 民生银行 ROE 处于较低水平

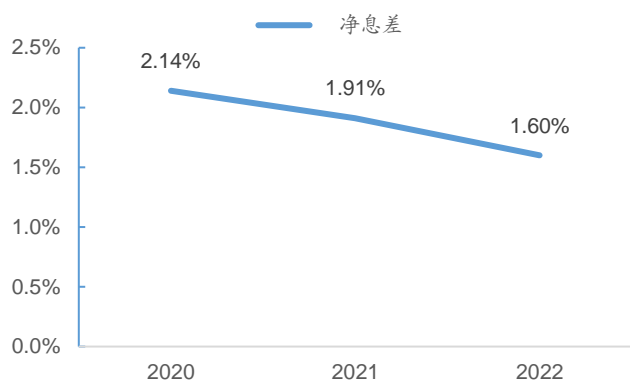


资料来源: 银行年报、招商证券

资料来源: 银行年报、招商证券

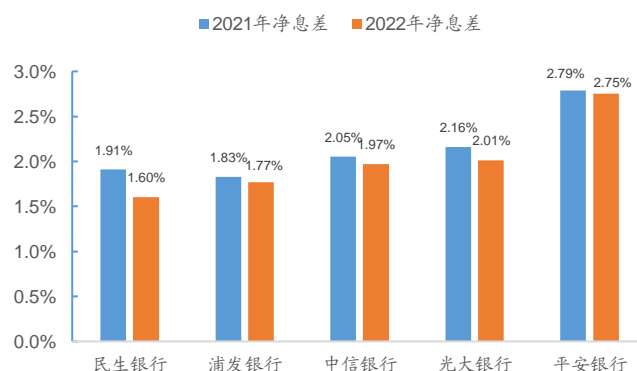
**净息差收窄，在同业中处于较低水平。**2022 年新发放贷款利率持续下行至历史低位，导致生息资产收益率下降 0.3 个百分点，净息差下降了 0.31 个百分点至 1.61%。此外，民生银行 2022 年净息差在同业中处于较低水平。

图 38: 民生银行净息差下降



资料来源: 民生银行年报、招商证券

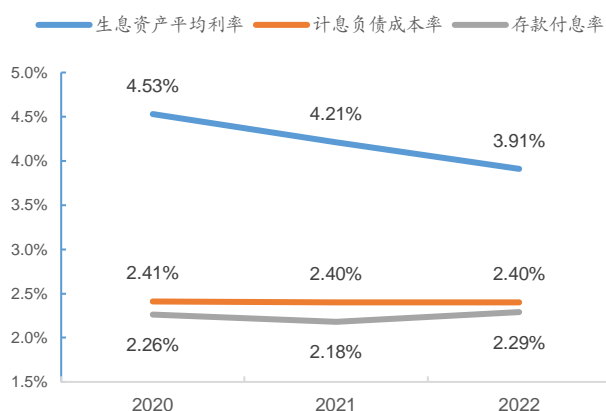
图 39: 民生银行与同业净息差对比



资料来源: 银行年报、招商证券

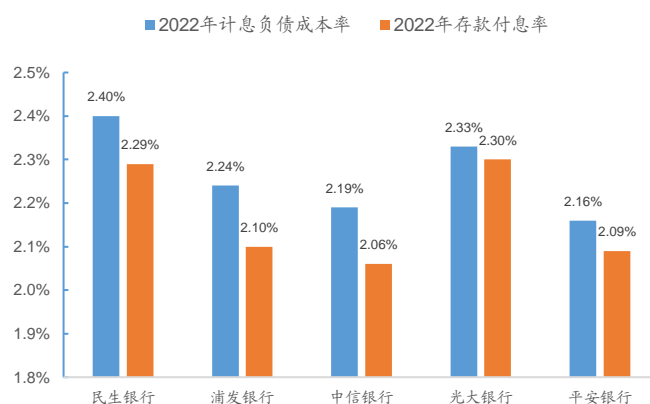
**息差有望企稳。**由于存款定期化趋势加深,民生银行存款付息率出现上升。同时,民生银行存款付息率和付息负债成本率在同业中处于较高水平,后续付息成本压降空间较大。随着存款利率下调逐步反映到存量存款成本,以及过往息差大幅下降基本反映了经营风险偏好之下降,我们预计后续净息差将有望企稳。

图 40: 民生银行存款付息率及计息负债成本率变化



资料来源: 民生银行年报、招商证券

图 41: 民生银行与同业计息负债成本率、存款付息率对比



资料来源: 银行年报、招商证券

## 五、如何看待民生股票及资本债投资价值?

### 5.1 存量不良基本化解, 基本面或迎拐点

**存量不良基本化解。**在 2022 年度业绩发布会上,民生银行副行长袁桂军表示,2020-2022 年民生银行累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元,存量风险基本化解完成。2022 年,民生银行实现不良贷款额、不良贷款率、逾期贷款额、逾期贷款率“四降”。由于近几年经营风险偏好明显下移,存量不良基本化解,后续资产质量或显著改善。

基于资产规模稳步增长,息差小幅收窄以及存量不良基本化解等合理假设,我们预测民生银行 2023 年/2024 年营业收入增速 6.4%/5.2%,归母净利润增速 7.1%/11.2%。我们预计未来 3 年民生银行营业收入增速及归母净利润均较 2020-2022 年大幅改善,存量不良基本化解后,轻装上阵,经营业绩有望迎来拐点。

表 10: 民生银行 2020-2022 年关键指标及 2023-2025 年假设与预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
贷款增速	10.5%	5.0%	2.4%	6.0%	7.0%	6.0%
资产规模增速	4.0%	0.0%	4.4%	6.3%	6.3%	6.4%

敬请阅读末页的重要说明

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净息差	2.14%	1.91%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
手续费及佣金净收入增	-47.1%	-0.4%	-26.5%	10.0%	8.0%	8.0%
信用减值(亿元)	(946.2)	(787.7)	(494.5)	(533.1)	(557.2)	(577.3)
业绩						
营收增速	2.5%	-8.7%	-15.6%	6.4%	5.2%	5.2%
归母净利润增速	-36.3%	0.2%	2.6%	7.1%	11.2%	11.9%

资料来源：民生银行年报、招商证券

截至 2023 年 5 月 26 日，A 股上市股份行中除民生银行以外平均 PE 估值为 4.57 倍，PB 估值为 0.54 倍。考虑到民生银行当前盈利能力处于股份行中等偏下水平，我们给予民生银行目标估值 0.4-0.45 倍 23 年 PB，对应目标价 4.87-5.48 元/股。

首次覆盖，给予增持评级。

表 11: A 股上市股份行 PE 与 PB 估值情况 (截至 2023 年 5 月 26 日)

	PE (TTM)	PB (lf)	股息率(近 12 个月, %)	总市值(亿元)
民生银行	4.77	0.33	5.46	1,623
浦发银行	4.51	0.36	5.60	2,149
中信银行	5.02	0.57	4.61	2,799
华夏银行	3.62	0.34	5.68	915
兴业银行	3.92	0.51	6.17	3,486
平安银行	4.97	0.62	1.88	2,348
招商银行	5.86	0.96	4.65	8,247
光大银行	4.10	0.43	5.84	1,744
其他股份行平均	4.57	0.54	4.92	3098.11

资料来源：iFinD、招商证券

## 5.2 为何说民生银行资本债风险较低?

民生银行资本工具现存 1850 亿元，均正常付息，过往资本工具进入主动赎回期后均主动全部赎回。截至 2022 年末，民生银行二级资本债余额 900 亿元，2022 年两次主动全部赎回 2017 年发行的两期二级资本债合计 300 亿元；永续债余额 750 亿元，优先股余额 200 亿元，2021 年底主动全部赎回了境外优先股。

表 12: 民生银行存续及近两年赎回的资本工具情况

资本工具名称	类型	金额	初始利率	发行时间	期限结构	触发事件类型	备注
19 民生永续债	永续债	400 亿元	4.85%	2019 年 5 月	5+N	持续经营及无法生存	存续且正常付息
21 民生永续债 01	永续债	300 亿元	4.30%	2021 年 4 月	5+N	无法生存	存续且正常付息
22 民生永续债 01	永续债	50 亿元	4.20%	2022 年 6 月	5+N	无法生存	存续且正常付息
境内优先股	优先股	200 亿元	4.38%	2019 年 10 月	5+N	持续经营及无法生存	存续且正常付息
境外优先股	优先股	14.39 亿美元	4.95%	2016 年 12 月	5+N	持续经营及无法生存	已全部主动赎回
19 年民生二级 01	二级资本债	400 亿元	4.48%	2019 年 2 月	5+5	无法生存	存续且正常付息
20 民生银行二级	二级资本债	500 亿元	3.75%	2020 年 6 月	5+5	无法生存	存续且正常付息
17 民生银行二级 01	二级资本债	150 亿元	4.70%	2017 年 9 月	5+5	无法生存	已全部主动赎回
17 民生银行二级 02	二级资本债	150 亿元	4.70%	2017 年 11 月	5+5	无法生存	已全部主动赎回

资料来源：民生银行年报、募集说明书、招商证券

民生银行永续债利差明显偏高。截至 2023 年 5 月 24 日，民生银行存续的 22 民生银行永续债 01 二级市场收益率高达 5.20%，高出浙商银行剩余期限接近的永续债收益率近 150BP；剩余期限接近的 2021 年发行的永续债，民生银行二级市场收益率较中信银行高了 125BP。

表 13: 部分股份行永续债估值情况 (截至 2023 年 5 月 24 日)

债券名称	中债估值 (行权)	剩余年限
22 民生银行永续债 01	5.20%	4.06Y+N
21 民生银行永续债 01	4.38%	2.91Y+N
21 浙商银行永续债	3.67%	3.51Y+N
21 招商银行永续债	3.28%	3.54Y+N
22 恒丰银行永续债	5.18%	3.98Y+N
21 恒丰银行永续债	4.83%	3.13Y+N
20 浦发银行永续债	3.05%	2.50Y+N
21 中信银行永续债	3.13%	2.92+N

资料来源: iFinD、招商证券

我们认为, 市场高估了民生银行的信用风险, 其永续债收益率下行空间很大, 性价比凸显。主要是由于:

**1) 民生银行近两年新发的永续债仅设定了无法生存触发事件, 减记或转股触发门槛很高。**

中国商业银行资本工具触发事件分为两类: a. “持续经营触发事件”指商业银行核心一级资本充足率降至 5.125% (或以下)。b. “无法生存触发事件”指以下两种情形中的较早发生者: 1.银保监会认定若不进行减记或转股, 该商业银行将无法生存。2.相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持, 该商业银行将无法生存。

2019 年底出台的《关于商业银行资本工具创新的指导意见 (修订)》规定, “会计分类为权益的其他一级资本工具须设定无法生存触发事件; 会计分类为负债的其他一级资本工具, 须同时设定无法生存触发事件和持续经营触发事件。二级资本工具须设定无法生存触发事件。在满足上述最低合格标准的基础上, 商业银行可根据市场情况和投资者意愿, 在合同中自主设定更高标准。”这使得, 优先股及早期发行的银行永续债同时设定了无法生存触发事件和持续经营触发事件, 后来永续债基本只设定无法生存触发事件。

以民生银行 2021 年和 2022 年发行的永续债条款来看, 皆只设定了无法生存触发事件, 触发门槛高, 触发可能性非常低, 风险较低。

**2) 股份行的央行金融机构评级皆处于安全边界内, 民生银行或处于绿区。**

央行金融机构评级每季度开展一次, 从公司治理、内部控制、资产质量、资本管理、市场风险、盈利能力、流动性风险、信息系统、金融生态环境等方面以及特定的红线指标等方面进行全面、客观的评估。评级等级划分为 11 级, 分别为 1-10 级和 D 级, 级别数值越大表示机构风险越高, D 级表示机构已倒闭、被接管或撤销, 评级结果为 8-10 级和 D 级的机构被列为高风险机构。其中, 1-5 级为绿区, 6-7 级为黄区, 8-10 级为红区。

依据央行 2021 年四季度金融机构评级结果, 大型银行评级结果为 1 级的 2 家, 2 级的 11 家, 3 级的 7 家, 4 级的 3 家, 7 级的 1 家。24 家大型银行资产规模占比 71%。由此可见, 12 家股份行评级均处于安全边界内, 且只有 1 家为 7 级, 其余最差的为 4 级。我们认为, 民生银行不是最差的股份行, 央行评级预计处于绿区范围内。

表 14: 21Q4 央行金融机构评级结果 (家)

机构类型	机构数量	评级结果分布
开发性银行和政策性银行	3	
国有商业银行	6	1-7 级
股份制银行	12	
城市商业银行	128	2-10 级
农村商业银行	1592	2-10 级
农村信用社、农村合作银行	569	2-10 级
村镇银行	1649	2-10 级
民营银行及其他	20	3-7 级
外资法人银行	42	3-6 级

资料来源: 央行官网、招商证券

**3) 民生银行资产规模大, 为国内系统重要性银行。**

截至 2023 年一季度末，民生银行资产规模达 7.6 万亿元，十倍于当年的包商银行，且为 2022 年 19 家国内系统重要性银行之一。资产规模如此之大，使得其对金融体系重要性很高，也促使其面临的监管严格程度远远超过一般的银行。全球来看，监管对大银行的监管强度往往显著超过小银行。

表 15: 2022 年国内系统重要性银行名单

组别	数量	名单
第一组	9 家	中国民生银行、中国光大银行、平安银行、华夏银行、宁波银行、广发银行、江苏银行、上海银行、北京银行;
第二组	3 家	中信银行、中国邮政储蓄银行、浦发银行;
第三组	3 家	交通银行、招商银行、兴业银行;
第四组	4 家	中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行;
第五组	0	

资料来源：人民银行官网、招商证券

#### 4) 民生银行公司治理改善，经营受民营股东影响小。

股权结构稳定，经营受大股东影响有限。从 2020 年中起，民生银行的前十大股东没有发生变化，其持股比例之和也稳定在 60% 以上。第一大单一股东-大家人寿保险为国企，其余民企股东在董事会仅有一个席位，影响力较小。此外，泛海控股由于贷款逾期表决权受限。

董事会与管理层结构合理，公司治理改善。2016 年以来，新任董事会有序推进风险化解工作，并且，大多数高管主动增持民生银行股票，彰显对未来发展之充足信心；独立非执行董事占比 33%，外部董事占比 72%，使民生银行的经营决策能够保持一定自主性。

关联方贷款风险可控。民生银行在年报中对关联交易做了全面的披露。截至 2022 年末，民生银行关联方贷款余额合计 707.43 亿元，关联方贷款仅占贷款总额的 1.71%，且符合监管关于集中度的要求，贷款利率在 2.61%-8.95% 之间。此外，截至 2022 年底，民生银行不存在第一大股东及其实际控制人和其他关联方非经营性资金占用情况。截至 2022 年末，关联方贷款中泛海控股及其关联方贷款存在贷款逾期状况，其余贷款风险可控。民生银行关联贷款占贷款总额的比例较低，对民生银行经营业绩的影响完全可控。

#### 5) 高管主动增持股票，彰显对未来发展之信心。

2020 年和 2021 年，民生银行的高管累计主动增持 414 万股民生银行股票。截至 2022 年末，包括董事长及行长在内的多名高管持有民生银行股票，合计持股 439 万股。这充分彰显了民生银行高管对该行未来发展的充足信心。

#### 6) 资产结构优化，债券投资以政府债券为主。

民生银行资产以信贷及债券投资为主，2022 年底贷款占总资产比重为 56.1%。近三年信贷结构明显优化，房地产贷款占比显著下行，基建相关行业贷款占比明显上升。截至 2022 年底，债券投资中信用风险低、流动性好的政府债券、政策性金融债券、银行及非银机构金融债券占 78.54%，配置风格稳健。其中，政府债券持仓规模达 1.13 万亿元。

#### 7) 存量不良基本化解，经营业绩迎来改善。

在 2022 年度业绩发布会上，民生银行副行长袁桂军表示，2020-2022 年民生银行累计清收处置不良和存在风险隐患的资产超 3000 亿元，存量风险基本化解完成。2022 年，民生银行实现不良贷款额、不良贷款率、逾期贷款额、逾期贷款率“四降”。由于近几年经营风险偏好明显下移，存量不良基本化解，后续资产质量或显著改善。

截至 2022 年末，流动性覆盖率为 134.9%，净稳定资金比例为 104.6%，流动性比例为 50.2%，流动性指标改善。核心一级资本充足率为 9.2%，一级资本充足率为 10.9%，资本充足率为 13.1%，总体资本充足情况改善。

1Q23 民生银行为 A 股少数营收与盈利均正增长的上市股份行之一。营业收入扭转了近三年连续下降之趋势，且由于存量不良基本化解完了，信用成本有所下行，归母净利润同比增长了 3.7%。展望未来，我们预计民生银行业绩将明显改善。

## 六、风险提示

第一大单一股东持股未来存在变动可能，可能导致大股东变化；金融让利，LPR 下调，可能导致息差进一步收窄；经济超预期下行，使得银行资产质量显著恶化等。

附：财务预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表 (亿元)</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1258	1075	1141	1198	1258	净利润增速	0.2%	2.6%	7.1%	11.2%	11.9%
手续费及佣金	276	203	223	241	260	拨备前利润增速	-12.5%	-23.6%	10.5%	7.4%	7.3%
其他收入	155	147	152	156	161	税前利润增速	-3.0%	4.4%	14.6%	11.2%	11.8%
营业收入	1688	1425	1516	1595	1679	营业收入增速	-8.7%	-15.6%	6.4%	5.2%	5.2%
营业税及附加	(19)	(19)	(11)	(11)	(12)	净利息收入增速	-7.0%	-14.6%	6.2%	5.0%	5.0%
业务管理费	(492)	(507)	(512)	(517)	(523)	手续费及佣金增速	-0.4%	-26.5%	10.0%	8.0%	8.0%
拨备前利润	1176	899	993	1067	1144	营业费用增速	1.6%	3.0%	1.0%	1.0%	1.0%
计提拨备	(788)	(494)	(533)	(557)	(577)		0.2%	2.6%	7.1%	11.2%	11.9%
税前利润	356	372	426	474	530	<b>规模增长</b>					
所得税	(7)	(14)	(43)	(47)	(53)	生息资产增速	0.3%	4.2%	4.6%	5.3%	4.7%
归母净利润	344	353	378	420	470	贷款增速	5.0%	2.4%	6.0%	7.0%	6.0%
						同业资产增速	-14.5%	8.5%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>资产负债表 (亿元)</b>						证券投资增速	14.6%	-4.1%	9.4%	2.0%	2.0%
贷款总额	40457	41411	43896	46969	49787	其他资产增速	-3.3%	3.4%	35.5%	21.7%	27.1%
同业资产	2527	2741	2879	3022	3174	计息负债增速	-0.5%	4.2%	6.4%	6.4%	6.4%
证券投资	20344	22259	22704	23158	23621	存款增速	1.3%	5.8%	6.0%	6.0%	6.0%
生息资产	66888	69727	72960	76806	80422	同业负债增速	17.3%	19.0%	6.0%	6.0%	6.0%
非生息资产	3691	3818	5174	6297	8005	股东权益增速	8.4%	4.5%	4.6%	4.9%	5.2%
总资产	69528	72557	77123	82015	87252	<b>存款结构</b>					
客户存款	37758	39935	42331	44871	47564	活期	38.8%	32.6%			
其他计息负债	24361	24813	26536	28387	30377	定期	61.1%	67.2%			
非计息负债	1544	1680	1848	2033	2236	其他	0.2%	0.2%			
总负债	63662	66429	70716	75292	80176	<b>贷款结构</b>					
股东权益	5865	6128	6408	6723	7076	企业贷款(不含贴现)	50.0%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
<b>每股指标</b>						个人贷款	43.0%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%
每股净利润(元)	0.79	0.81	0.86	0.96	1.07	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	2.69	2.05	2.27	2.44	2.61	不良贷款率	1.79%	1.68%	1.42%	1.33%	1.13%
每股净资产(元)	11.06	11.53	12.17	12.89	13.70	正常	95.36%	95.43%			
每股总资产(元)	159	166	176	187	199	关注	2.85%	2.89%			
P/E	4.97	4.84	4.52	4.06	3.63	次级					
P/PPOP	1.45	1.90	1.72	1.60	1.49	可疑					
P/B	0.35	0.34	0.32	0.30	0.28	损失					
P/A	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	拨备覆盖率	145.3%	142.5%	162.4%	174.0%	208.5%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	1.91%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	资本充足率	13.6%	13.1%	13.3%	13.5%	13.8%
净利差(Spread)	1.81%	1.51%	1.49%	1.47%	1.45%	核心一级资本充足率	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%	10.1%
贷款利率	4.96%	4.53%	4.48%	4.43%	4.38%	资产负债率	91.6%	91.6%	91.7%	91.8%	91.9%
存款利率	2.18%	2.29%	2.34%	2.39%	2.44%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	4.21%	3.91%	3.90%	3.89%	3.88%	总股本(亿)	437.82	437.82	437.82	437.82	437.82
计息负债成本率	2.40%	2.40%	2.41%	2.42%	2.43%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	0.50%	0.45%	0.51%	0.54%	0.58%						
ROAE	7.28%	6.38%	7.28%	7.68%	7.73%						
拨备前利润率	1.69%	1.12%	1.33%	1.34%	1.34%						

资料来源：公司数据、招商证券



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**廖志明：**招商证券银行业首席，研究发展中心董事，籍贯江西。东京大学经济学硕士，且为全额奖学金获得者。曾就职于民生银行、交通银行等金融机构，具有商业银行总行的观察视角与分行的业务能力，对金融监管、流动性以及银行资产负债配置等有独到见解。卖方研究从业多年，曾任天风证券银行业首席，2021年初加入招商证券。2018年WIND金牌分析师银行业第一名，第一财经最佳金融分析师第二名，新财富银行业第五名；2019年WIND金牌分析师银行业第一名，新浪金麒麟最佳分析师第四名，上证报最佳分析师第三名，新财富金融产业研究第三名，银行业入围；2020年上证报最佳分析师第二名，WIND金牌分析师银行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师第五名；2022年金麒麟银行业白金分析师。

**邵春雨：**招商证券银行业分析师。北京大学金融硕士，电子科技大学工学学士，曾获学生最高荣誉“成电杰出学生”。2020年加入招商证券，曾就职于上海银行总行，对银行信贷业务、风险控制有深刻理解。

**戴甜甜：**招商证券银行业研究员。中国人民大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士。2021年加入招商证券，曾就职于上海银行总行，对银行金融市场板块有较深认识。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。