

民生银行 (600016.SH) 银行业
评级：买入 维持评级
公司点评
张英

 分析师 SAC 执业编号：S1130210020002
 (8621)61038295
 zhangying@gjzq.com.cn

陈建刚

 分析师 SAC 执业编号：S1130210040007
 (8621)61038264
 chenjg@gjzq.com.cn

定增解决资本金瓶颈，大股东增持彰显信心

事件

- 民生银行董事会决议公告拟向特定对象（上海特健、泛海控股、南方希望、中国人寿、熔盛投资、华泰汽车、船东互保协会）非公开发行境内上市人民币普通股股票（A 股）；发行数量不超过 47 亿股股份，发行价格为 4.57 元/股，即董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，募集资金金额不超过 214.79 亿元；增发股份锁定期为 36 个月，认购方式为现金认购。
- 该决议公告仍需得到临时股东大会，A、H 股类别股东大会，以及银监会和证监会的审议通过之后方可执行。

评论

- **定向增发解决公司资本瓶颈，一次性保证未来 3 年以上的资本需求。摆脱资本约束之后，商贷通业务的发展动力将更加强劲。**
 - **此项增发解决公司资本瓶颈。**截至 2010 三季度末公司资本充足率和核心资本充足率分别为 10.81% 和 8.34%，在上市银行中属于偏低水平。按照银监会新资本监管框架对总资本和核心资本充足率的最低要求分别为 10% 和 8%，公司面临资本金压力。此次定向增发股数为 47 亿股，发行价格 4.57 元，合计融资 214.79 亿元。不考虑融资平台贷款影响，公司 11 年的资本充足率将达到 11.95%，核心资本充足率将达到 10.13%。
 - **融资一次性能保证公司未来 3 年以上的资本需求，商贷通发展动力更加强劲。**根据我们测算，公司到 2013 年的资本充足率和核心资本充足率仍能满足监管要求。摆脱资本约束之后，商贷通业务的发展动力将更加强劲。公司计划商贷通业务未来 3 年内增长 200% 以上，商贷通贷款收益率在去年 10% 的水平上继续提升，进一步提高综合收益。
 - **采用定向增发目的在于减轻对二级市场的影响，虽然增发价格较低对老股东可能略失公平，但也因监管变动而情有可原。**银行业上一轮融资潮刚刚结束，采用定向增发的方式有助于稳定市场信心；虽然 4.57 元的增发价格仅对应 2010 年 1.2 倍 BVPS，较低的增发价格可能导致其他股东利益相对受损，但由于此前 H 股 IPO 之时 8%/10% 的资本充足率监管要求尚未确定，公司资本规划依然按照 4%/8% 制定，因而在监管要求变更之后公司才会面临再次融资需求。
- **EPS 和 ROE 摊薄程度可以接受，产业资本大幅增持彰显对公司未来发展的肯定与信心。**
 - **EPS 和 ROE 摊薄程度可以接受。**我们预计定向增发完成的时间点会在 2010 年年报以后，因而不会对 10 年业绩形成摊薄。我们测算 2011 年摊薄后的 EPS 为 0.636，摊薄幅度为 14.27%，摊薄后 ROE 为 14.29%，摊薄幅度为 14.78%，但仍高于 09 年 H 股 IPO 摊薄之后 13.62% 的 ROE 水平。
 - **产业资本大幅增持彰显对公司未来发展的肯定与信心。**在银行股股价持续低迷的情况下，产业资本的大举介入进一步肯定了银行股的投资价值。民生作为上市银行中战略转型的先驱，其未来业务发展理应更被看好。

投资建议

- 我们预测公司 2010/2011 年实现 EPS（未考虑融资摊薄）0.597/0.742 元，同比增长 31.8%/24.2%；公司目前股价对应 1.32x10PB/8.42x10PE 和 1.14x11PB/6.78x11PE，相比较与行业平均水平存在 20% 左右折价幅度。考虑公司 2011 年定向增发完成，增发摊薄后 11 年 EPS 为 0.636 元，公司目前股价对应 7.95x11PE，较行业 PE 估值水平折价仍有 6%，继续维持公司的“买入”评级。

图表 1：上市银行估值水平

国内银行估值水平													
	评级	股价	A/H溢价	EPS		PE		BVPS		PB		ROE(%)	
		9/Jan	流通股本	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E	10E	11E
工行	买入	4.16	2,622.2	0.43	0.51	9.62	8.20	2.26	2.50	1.84	1.67	19.16	20.30
建设	持有	4.58	94.4	0.52	0.62	8.87	7.38	2.73	3.09	1.68	1.48	18.94	20.09
农行	买入	2.61	153.4	0.27	0.33	9.61	7.97	1.67	1.96	1.56	1.33	16.24	16.74
中行	持有	3.22	69.7	0.34	0.39	9.50	8.21	2.31	2.60	1.39	1.24	14.66	15.08
交通	持有	5.59	297.4	0.66	0.79	8.44	7.12	4.06	4.71	1.38	1.19	16.30	16.68
招商	买入	12.90	176.7	1.14	1.33	11.32	9.70	6.15	7.20	2.10	1.79	18.51	18.47
中信	买入	5.24	264.2	0.54	0.60	9.67	8.69	3.08	3.52	1.70	1.49	17.63	17.13
浦发	买入	12.67	114.8	1.17	1.39	10.86	9.09	8.63	9.68	1.47	1.31	13.51	14.39
民生	买入	5.03	225.9	0.60	0.74	8.43	6.78	3.80	4.42	1.32	1.14	15.71	16.79
兴业	买入	24.77	59.9	2.65	3.37	9.35	7.35	15.13	17.97	1.64	1.38	17.51	18.74
光大	持有	4.02	40.0	0.32	0.38	12.71	10.52	2.04	2.33	1.97	1.73	15.48	16.41
华夏	持有	10.99	37.8	0.89	1.10	12.37	10.00	8.11	8.94	1.35	1.23	10.95	12.30
深发展	买入	15.81	31.1	1.73	2.02	9.16	7.81	9.39	11.45	1.68	1.38	18.39	17.68
北京	买入	11.64	62.3	1.19	1.45	9.76	8.04	6.93	8.01	1.68	1.45	17.23	18.07
南京	买入	10.12	29.7	0.73	0.90	13.90	11.29	6.56	7.31	1.54	1.38	11.10	12.26
宁波	持有	12.70	24.7	0.72	0.95	17.68	13.31	5.57	6.43	2.28	1.98	12.89	14.84
大行平均						9.40	7.94			1.62	1.43	17.25	18.05
股份制平均						10.26	8.56			1.62	1.40	16.00	16.51
城商行平均						13.78	10.88			1.83	1.60	13.74	15.06
Average/Sum (除南京、宁波)						9.98	8.35			1.63	1.41	16.44	17.06

来源：公司数据、国金证券研究所

图表 2：定向增发后可以满足未来几年的资本需求

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
资本充足率					
核心资本	88,756	102,293	142,160	164,536	191,458
附属资本	21,224	27,891	27,891	27,891	27,891
扣减项目	2,324	2,324	2,324	2,324	2,324
资本	107,656	127,860	167,727	190,103	217,025
加权风险资产	993,773	1,185,751	1,402,190	1,718,975	2,112,923
加权风险系数	0.70	0.68	0.65	0.65	0.65
资本充足率	10.83%	10.78%	11.96%	11.06%	10.27%
核心资本充足率	8.93%	8.63%	10.14%	9.57%	9.06%
总资产	1,426,392	1,743,751	2,157,215	2,644,577	3,250,651

来源：国金证券研究所

图表 3：参与定增大股东持股比例变化

	融资前	融资后
上海特健及一致行动人	0.55%	5.00%
泛海控股	2.62%	6.01%
南方希望及一致行动人	7.48%	8.46%
中国人寿及一直行动人	5.70%	6.44%
熔盛投资	-	1.59%
华泰汽车	-	0.85%
船东互保协会	3.39%	3.39%

来源：国金证券研究所

图表 4: 民生银行盈利预测

民生银行 (600016.SH): 利润表							
YE 31 Dec (RMB 百万)							
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
利息收入	27,361	40,070	56,311	53,441	68,010	84,800	103,430
利息支出	(11,191)	(17,490)	(25,931)	(21,201)	(24,972)	(30,440)	(37,096)
净利息收入	16,170	22,580	30,380	32,240	43,038	54,361	66,334
手续费净收入	1,026	2,391	4,461	4,664	7,499	7,992	8,563
其他营业净收入	(72)	230	(18)	4,598	690	690	690
非利息净收入	955	2,621	4,443	9,262	8,189	8,681	9,253
营业收入	17,125	25,201	34,823	41,502	51,227	63,042	75,587
营业税金及附加	(1,391)	(2,047)	(2,916)	(2,802)	(3,658)	(4,487)	(5,409)
营业费用	(8,332)	(11,705)	(14,901)	(17,737)	(21,515)	(26,478)	(31,747)
营业支出	(9,723)	(13,752)	(17,817)	(20,539)	(25,173)	(30,965)	(37,155)
拨备前利润	7,402	11,449	17,006	20,963	26,054	32,077	38,432
拨备	(2,158)	(2,236)	(6,518)	(5,307)	(5,325)	(6,119)	(6,772)
税前利润	5,244	9,212	10,488	15,656	20,729	25,959	31,660
所得税	(1,493)	(2,877)	(2,595)	(3,548)	(4,768)	(5,971)	(7,282)
税率	28.5%	31.2%	24.7%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%
少数股东权益			8.00	4.00	4.00	4.00	4.00
			0	0			
税后利润	3,751	6,335	7,885	12,104	15,957	19,984	24,374
股利					31.8%	25.2%	
Per share data	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股本, 期末(mn)	10,167	14,479	18,823	22,262	26,714	31,414	31,414
每股拨备前利润	0.73	0.79	0.90	0.94	0.98	1.02	1.22
EPS(basic)	0.369	0.438	0.419	0.544	0.597	0.636	0.776
BVPS	1.90	3.47	2.86	3.99	3.80	4.45	5.10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend	-	0.05	0.08	0.05	0.06	0.06	0.08
Dividend Ratio	0.0%	11.4%	19.1%	9.2%	10.0%	10.0%	10.0%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-04-23	买入	4.52	N/A
2	2009-06-07	买入	5.99	N/A
3	2009-08-19	买入	5.73	N/A
4	2009-10-21	买入	6.37	N/A
5	2010-04-20	买入	5.84	N/A
6	2010-04-30	买入	5.79	N/A
7	2010-11-01	买入	5.52	N/A
8	2010-11-30	买入	5.07	6.50 ~ 7.50

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室