

民生银行定向增发事件点评

 评级: **增持-B**

上次评级: 增持-B

 目标价格: **6.15 元**

期限: 12 个月 上次预测: 7.20 元

现价(2011 年 01 月 07 日): 5.03 元

 报告日期: **2011-01-10**

报告关键点:

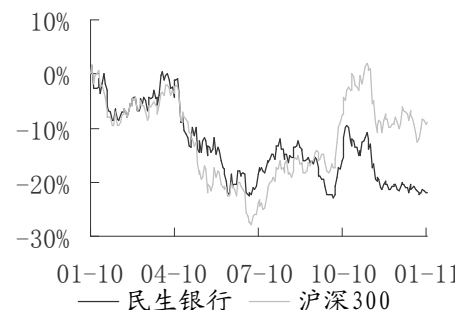
- 预计2011年资本和核心资本充足率将达到12.1%和9.53%
- 资本金的及时补充预计可以满足未来三年的发展需要
- 关注商贷通业务和存款吸收能力

报告摘要:

- 民生银行发布公告,董事会同意其非公开发行47亿股A股的议案,发行价格为每股4.57元(1月7日之前20个交易日股票均价的90%),发行对象为五位现有股东(上海健特、泛海控股、南方希望、中国人寿、船东互保协会)和熔盛投资、华泰汽车两位新入股东。预计募集资金总额为214.8亿元。
- 本次募集资金将全部用来补充附属资本:** 预计此次定向增发和100亿次级债发行完毕之后,2011年资本和核心资本充足率预计将分别达到12.1%和9.53%。目前银监会的要求是大型银行资本充足率不低于11.5%,中小银行不低于10%;对核心资本充足率的要求是不低于7%,但目前行业水平基本在8.5%以上。如果银监会不进一步提高资本要求,此次募集资金预计可以满足民生未来三年的发展。
- 政策使得资本重要性提高:** 央行在2011年将采用差别存款准备金率动态调整来控制银行信贷增速,贷存比高、资本充足率低的银行信贷增长将受到比较大的影响。近期除民生之外,农行拟发行500亿次级债、兴业拟发行150亿次级债,均表现了银行迫切补充资本金以满足业务发展的需要。
- 商贷通业务是民生银行转型的亮点所在:** 截止2010年11月份,商贷通贷款余额已经超过1300亿元,较年初增加190%。商贷通定价能力强,将推动银行息差的扩大,预计2011年商贷通提升版将着重进行客户的深度开发。如果存款的增长能够稳步推进,零售业务的发展有望推动民生银行转型获得成功。我们暂维持对民生银行“增持-B”投资评级,建议关注商贷通业务的进展和存款吸收能力。
- 风险提示:** 非公开发行方案获监管部门核准具有不确定性。

总市值(百万元)	134,375.11
流通市值(百万元)	113,615.64
总股本(百万股)	26,714.73
流通股本(百万股)	22,587.60
12 个月最低/最高	4.95/8.21 元
十大流通股东(%)	42.05%
股东户数	1,168,654

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.62)	(7.47)	(12.85)
绝对收益	(0.79)	(3.45)	(21.86)

财务和估值数据摘要

单位	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.42	0.54	0.57	0.60	0.74
PPOP	0.90	0.94	0.91	1.00	1.22
BVPS	2.90	3.99	4.01	4.63	5.26
DPS	0.08	0.05	0.06	0.06	0.11
PE	17.02	11.10	8.81	7.10	5.81
PPPOP	7.94	6.43	5.55	4.29	3.51
PB	2.46	1.51	1.26	0.92	0.81
股息收益率(%)	1.12	0.83	1.21	1.50	2.58
ROE(%)	14.44	13.62	14.25	13.01	14.00
ROA(%)	0.75	0.85	0.88	0.92	0.97

杨建海

021-68765375

执业证书编号

首席行业分析师

yangjh@essence.com.cn

S1450209100294

报告联系人

许敏敏

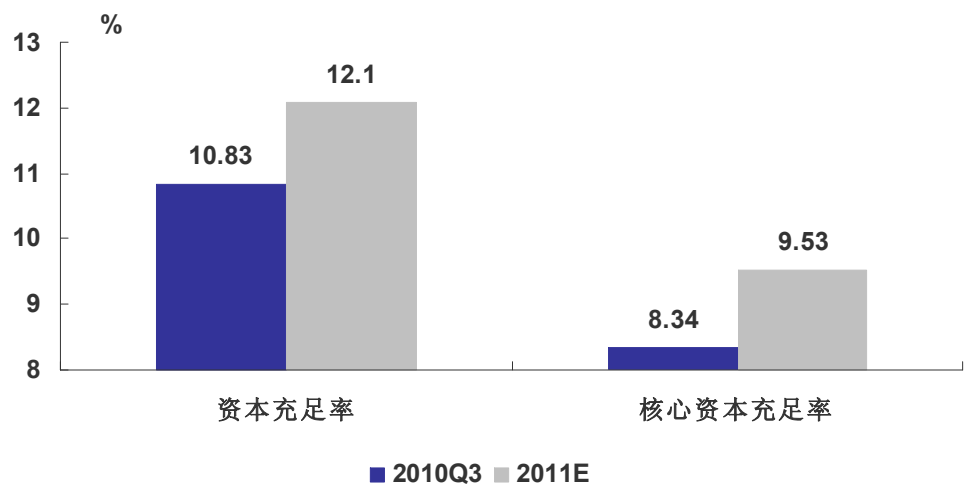
021-68765372

xumm@essence.com.cn

1. 附属资本和核心资本补充同步推进

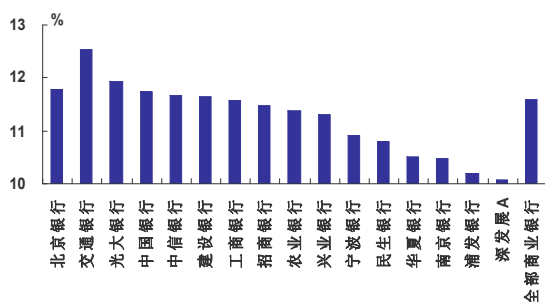
2010年12月28日，民生银行宣布银监会同意其发行不超过100亿元人民币次级债。次级债的发行将用来补充附属资本。2011年1月8日，民生银行宣布董事会决议通过其非公开发行不超过47亿股A股的议案，发行价格为每股4.57元（1月7日之前20个交易日股票均价的90%），发行对象为五位现有股东（上海健特、泛海控股、南方希望、中国人寿、船东互保协会）和熔盛投资、华泰汽车两位新入股东。预计募集资金总额为214.8亿元，募集资金将全部用来补充附属资本。预计此次定向增发和100亿次级债发行完毕之后，2011年资本充足率和核心资本充足率预计将分别达到12.1%和9.53%。目前银监会的要求是大型银行资本充足率不低于11.5%，中小银行不低于10%；对核心资本充足率的要求是不低于7%，但目前行业水平基本在8.5%以上。如果银监会不进一步提高资本要求，此次募集资金预计可以满足民生未来三年的发展。

图 1 资本充足率和核心资本充足率



数据来源：WIND,安信证券研究中心

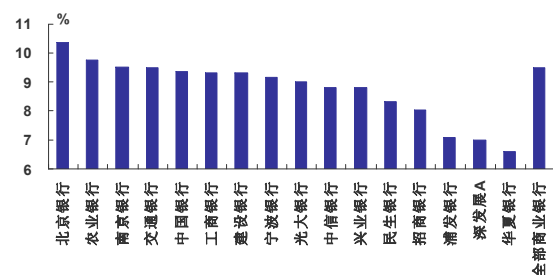
图 2 资本充足率 (2010Q3)



数据来源：WIND,安信证券研究中心

注：浦发银行向中国移动定向增发的资金在4季度才计入核心资本，南京银行4季度完成49亿的配股，华夏银行将在2011年上半年完成定向增发，中信银行配股预计2011年上半年完成。农行2011年将发行500亿次级债，兴业银行将发行150亿次级债。

图 3 核心资本充足率(2010Q3)



数据来源：WIND,安信证券研究中心

2. 差别存款准备金政策使得资本重要性提高

央行在2011年将采用差别存款准备金率动态调整来控制银行信贷增速，贷存比高、资本充足率低的银行信贷增长将受到比较大的影响。近期除民生之外，农行拟发行500亿次级债、兴业拟发行150亿次级债，均表现了银行迫切补充资本金以满足业务发展的需要。

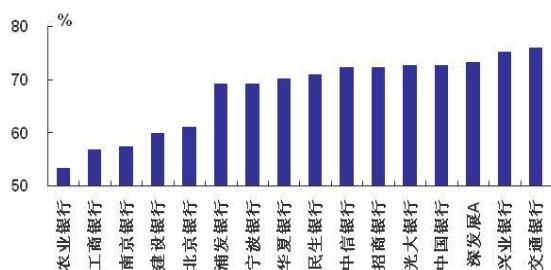
差别存款准备金率计算公式为： $R(\text{差别准备金率}) = a_i * (CI^* - CI)$ ，" a_i "是稳健性调整参数，" CI^* "是最低资本要求+系统重要性附加资本+逆周期资本缓冲，" CI "是各行的资本充足率。稳健性调整参数要考虑银行的流动性状况、杠杆、拨备、审计结论、信用评级、内控水平、支付结算案件、信贷政策（投向、结构等）执行情况等定性和定量的因素。调整参数的确定较为复杂，但资本充足率越高，被实施差别存款准备金率的概率越小。

3. 关注商贷通业务

商贷通业务是民生银行转型的亮点所在。截止2010年11月份，商贷通贷款余额已经超过1300亿元，较年初增加190%。商贷通定价能力强，将推动银行息差的扩大，预计2011年商贷通提升版将着重进行客户的深度开发，从主要追求贷款规模向贷款规模与综合效益并举转变，从单纯的商贷通贷款向包括支付结算等众多服务和小微企业主家庭财富管理在内的全面金融服务转变。如果小微企业的支付结算业务使得存款的增长稳步推进，零售业务的发展有望推动民生银行转型获得成功。

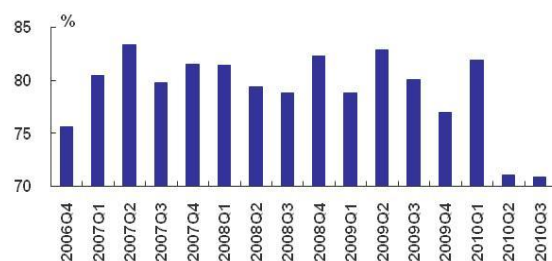
民生银行历史贷存比均相对较高，但在2010年2季度以来已经保持在75%以下，2011年存款的增长如果与贷款平衡发展，贷存比能够保持在合理的水平。

图 4 贷存比 (2010Q3)



数据来源：WIND,安信证券研究中心

图 5 民生银行贷存比



数据来源：WIND,安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

模型更新时间

2011-01-09

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	ROA Dupont (% of AVG Assets)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
利润表(百万元)											
净利息收入	30,380	32,240	42,172	53,304	64,445	净利息收入	3.08	2.60	2.67	2.82	2.91
净利息收入	56,311	53,441	69,444	87,862	104,721	非利息收入	0.44	0.74	0.38	0.41	0.47
利息支出	-25,931	-21,201	-27,271	-34,558	-40,277	营业收入	3.52	3.34	3.05	3.23	3.37
净手续费及佣金收入	4,461	4,664	5,830	7,579	9,853	营业税费	0.30	0.23	0.21	0.22	0.23
手续费及佣金收入	4,755	5,006	6,258	8,135	10,575	经营费用	1.51	1.43	1.31	1.36	1.42
手续费及佣金支出	-294	-342	-428	-556	-722	计提准备金前的营业利润	1.72	1.69	1.53	1.66	1.73
其它净收入	-94	4,547	200	240	470	准备金	0.66	0.43	0.28	0.36	0.38
营业总收入	34,747	41,451	48,202	61,123	74,767	税前利润	1.06	1.26	1.25	1.29	1.35
营业税费	-2,916	-2,802	-3,258	-4,132	-5,054	所得税	0.26	0.29	0.29	0.29	0.30
经营费用	-14,901	-17,737	-20,727	-25,672	-31,402	税后利润	0.80	0.98	0.97	1.00	1.04
拨备前利润	16,930	20,912	24,217	31,319	38,311	ROAA	0.80	0.98	0.97	1.00	1.04
资产减值准备	-6,518	-5,307	-4,407	-6,859	-8,411	平均权益乘数	5.46	7.10	6.68	7.56	7.34
税前利润	10,488	15,656	19,810	24,460	29,900	ROAE	15.05	16.87	15.62	15.12	15.03
所得税	-2,595	-3,548	-4,556	-5,528	-6,757	流动性(%)					
净利润	7,893	12,108	15,254	18,932	23,143	贷款/资产总额-期末	61.3	60.8	60.0	59.0	59.0
可供母公司分配净利润	7,885	12,104	15,249	18,928	23,137	贷款/资产总额-平均	60.5	61.0	60.4	59.5	59.0
资产负债表(百万元)						贷款/存款-期末	82.3	76.9	76.8	76.4	76.0
客户贷款	646,475	867,738	1,039,436	1,208,922	1,406,330	贷款/存款-期初	81.5	82.3	76.9	76.8	76.4
证券投资	133,659	156,366	207,887	266,373	309,869	贷存比(不含贴现)	75.6	75.2	75.0	74.9	74.6
其他生息资产	251,934	360,917	408,845	471,275	548,230	资产质量(%)					
其他资产	22,282	41,371	76,225	102,451	119,180	不良贷款率	1.20	0.84	0.66	0.68	0.75
资产总额	1,054,350	1,426,392	1,732,393	2,049,020	2,383,609	拨备覆盖率	150.04	206.04	260.00	280.00	280.00
客户存款	785,786	1,127,938	1,353,436	1,581,356	1,849,648	拨备/贷款	1.81	1.73	1.72	1.89	2.09
应付债券	33,999	23,060	58,198	70,212	82,124	资本充足率(%)					
其他计息负债	163,239	152,317	203,015	221,390	258,951	加权风险资产占比	72.83	69.67	72.30	71.00	72.00
其他负债	16,654	34,183	11,350	32,006	29,059	核心资本充足率	6.60	8.92	8.25	9.53	9.07
负债总额	999,678	1,337,498	1,625,999	1,904,963	2,219,782	资本充足率	9.22	10.83	10.43	12.11	11.42
股东权益	53,880	88,034	105,448	143,016	162,683	经营效率(%)					
股本	18,823	22,262	26,714	31,414	31,414	净利息收入/营业收入	87.43	77.78	87.49	87.21	86.19
	1,054,350	1,426,392	1,732,393	2,049,020	2,383,609	手续费和佣金收入/营业收入	12.84	11.25	12.09	12.40	13.18
负债和权益合计						非利息收入/营业收入	12.57	22.22	12.51	12.79	13.81
YOY (%)						经营费用/营业收入	42.88	42.79	43.00	42.00	42.00
客户贷款	18.1	34.2	19.8	16.3	16.3	经营费用/平均资产	1.51	1.43	1.31	1.36	1.42
证券投资	-14.6	17.0	32.9	28.1	16.3	盈利能力(%)					
生息资产	14.3	34.2	19.6	17.5	16.3	生息率	5.82	4.42	4.57	4.88	4.97
总资产	14.7	35.3	21.5	18.3	16.3	付息率	2.82	1.85	1.87	1.98	1.98
客户存款	17.1	43.5	20.0	16.8	17.0	利差	3.00	2.57	2.70	2.90	2.99
计息负债	14.9	32.6	23.9	16.0	17.0	NIM	3.14	2.67	2.77	2.96	3.06
净利息收入	34.5	6.1	30.8	26.4	20.9	成本收入比	42.88	42.79	43.00	42.00	42.00
净手续费及佣金收入	86.6	4.6	25.0	30.0	30.0	营业收入税率	8.39	6.76	6.76	6.76	6.76
营业收入	37.8	19.3	16.3	26.8	22.3	信用成本	0.95	0.64	0.45	0.58	0.62
拨备前利润	47.7	23.5	15.8	29.3	22.3	所得税率	24.74	22.66	23.00	22.60	22.60
税前利润	13.9	49.3	26.5	23.5	22.2	股利分配率	19.10	9.20	15.00	15.00	15.00
归属母公司利润	24.5	53.5	26.0	24.1	22.2						

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

杨建海，CFA，非银行金融行业首席分析师，毕业于北京大学，经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

分析师声明

杨建海声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券评级体系

公司收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

行业收益评级:

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;
同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10% 至 10%;
落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034