

银行Ⅲ

署名人: 张 镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 张中阳

S0960110080064

0755-82026914

zhangzhongyang@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.00元

当前股价: 5.09元

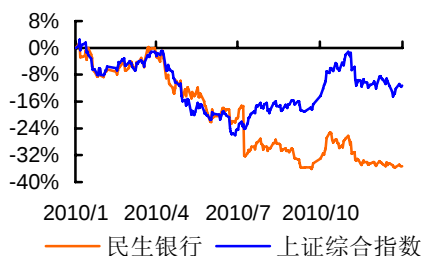
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2878.57
总股本(百万)	26715
流通股本(百万)	26715
流通市值(亿)	1360
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	3.75
资产负债率	93.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
民生银行	2.41	-1.55	-5.74
上证综合指数	7.51	-0.68	10.86



相关报告

民生银行

600016

强烈推荐

融资规模增大 方式更易被接受

——再融资方案调整点评

2月25日晚,民生银行发布公告,决定对再融资方案进行调整,把A股非公开发行215亿的原方案调整为A股发行可转债加H股增发的新方案。拟发行总额不超过200亿元人民币的A股可转债。拟向境外投资者发行每股面值为人民币1.00元的H股,发行的总量不超过目前民生银行H股总股数的40%,约为16.5亿股。

- 再融资方案的调整照顾到了中小投资者和H股投资者利益。定向增发215亿的再融资方案公告后,引起市场广泛关注,有观点认为对中小投资者权益考虑不够周全,定价较低,有向大股东利益输送的嫌疑。消除市场的质疑是再融资方案调整的主要原因,经过与投资者的广泛沟通,修改后的融资方案更容易被市场所接受。
- 200亿A股可转债+16.5亿H股增发,总融资规模约人民币284亿,高于此前定向增发人民币215亿的融资规模。假设H股2011年发行,可转债2011年发行,并且全部在2012年转为A股,提升民生银行2011年核心资本充足率和资本充足率至8.72%和12.77%,2012年9.72%和12.09%。
- 可转债+H股增发的融资方式对A股影响较小。转股前可转债以债权形式存在,可计入附属资本,对原股东的权益不构成摊薄,不会对EPS、ROE等立即造成压力,补充资本金后业务发展得到保证反而增厚原股东权益,我们测算11年EPS摊薄为0.76元,BVPS增厚为4.77元。
- 公司有动力释放业绩,提升股票收益率,促使可转债转股,以尽快补充核心资本。
- 民生银行有望通过商贷通找到公司业务零售化、零售业务批发化的创新业务模式,给公司提供了质变的机遇。商贷通使得民生议价能力明显提升,通过商贷通带动了零售业务和中间业务的快速增长。
- 维持“强烈推荐”投资评级。11年信贷放缓背景下,议价能力决定银行的息差和业绩弹性,看好民生业绩表现,不考虑再融资,11年和12年EPS为0.81元和0.97元,每股净资产为4.75元和5.56元,PE为6.3和5.3,PB为1.1和0.9。
- 风险提示:再融资方案未通过、经济增长低于预期

主要财务指标

单位:百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	34,747	41,451	52,307	66,246	0,004
同比增长	37.79%	19.29%	26.19%	26.65%	20.77%
净利润	7,893	12,108	16,594	21,512	25,862
同比增长	24.59%	53.40%	37.05%	29.63%	20.22%
净息差	3.12%	2.65%	2.87%	2.97%	2.95%
ROAA	0.80%	0.98%	1.04%	1.12	1.13%
每股收益(元)	0.42	0.54	0.62	0.81	0.97
每股净资产(元)	2.90	3.9	4.07	4.75	5.56
市盈率(PE)	12.2	9.4	8.2	6.3	5.3
市净率(PB)	1.8	1.3	1.2	1.1	0.9

资料来源:中投证券研究所 注:此表数据未考虑再融资方案

表 1 不再融资情况下，民生银行核心资本充足率逼近 8%

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本净额（百万）	50,687	88,694	99,968	118,161	139,720
附属资本（百万）	20,700	21,224	27,689	39,565	41,778
资本净额（百万）	70,767	107,656	126,957	157,025	180,798
风险加权资产（百万）	767,895	993,773	1,219,192	1,452,001	1,730,245
核心资本率（%）	6.60%	8.92%	8.20%	8.14%	8.08%
资本充足率（%）	9.22%	10.83%	10.41%	10.81%	10.45%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 200 亿 A 股可转债提升民生银行 2011 年资本充足率至 12.19%

假设 200 亿 A 股可转债 2011 年不转股，2012 年全部转为 A 股

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本净额（百万）	50,687	88,694	99,968	118,161	159,720
附属资本（百万）	20,700	21,224	27,689	59,565	41,778
资本净额（百万）	70,767	107,656	126,957	177,025	200,798
风险加权资产（百万）	767,895	993,773	1,219,192	1,452,001	1,730,245
核心资本率（%）	6.60%	8.92%	8.20%	8.14%	9.23%
资本充足率（%）	9.22%	10.83%	10.41%	12.19%	11.61%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 200 亿 A 股可转债发行+16.5 亿股 H 股，民生银行 2011 年资本充足率至 12.77%

假设 H 股 2011 年发行，发行价人民币 5.10 元（H 股当现价 6.72 港元的 90%），200 亿 A 股可转债 2011 年不转股，2012 年全部转为 A 股

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本净额（百万）	50,687	88,694	99,968	126,580	168,140
附属资本（百万）	20,700	21,224	27,689	59,565	41,778
资本净额（百万）	70,767	107,656	126,957	185,445	209,217
风险加权资产（百万）	767,895	993,773	1,219,192	1,452,001	1,730,245
核心资本率（%）	6.60%	8.92%	8.20%	8.72%	9.72%
资本充足率（%）	9.22%	10.83%	10.41%	12.77%	12.09%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 可转债+H 股增发后，民生银行 2011 年 EPS 摊薄至 0.76 元，BVPS 增厚至 4.77 元
假设 H 股 2011 年发行，发行价人民币 5.10 元（H 股当现价 6.72 港元的 90%），200 亿 A 股可转债 2011 年不转股，2012 年全部转为 A 股，转股价为 4.58 元（A 股现价人民币 5.09 元的 90%）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
可转债和 H 股发行前					
股本（百万）	18,823	22,262	26,715	26,715	26,715
净利润（百万）	7,885	12,104	16,594	21,512	25,862
股东权益（百万）	54,672	88,894	108,828	127,021	148,580
转股价（元）					4.58
转股的可转债票面金额（百万）					20,000
增加的股本（百万）					4,367
增加的资本公积（百万）					15,633
增加净资产（百万）					20,000
H 股发行价（元）				5.10	
H 股发行数量（百万）				1,651	
H 股发行增加的股本（百万）				1,651	
H 股发行增加的资本公积（百万）				6,768	
H 股发行增加的净资产（百万）				8,419	
可转债和 H 股发行后					
增厚股本至（百万）	18,823	22,262	26,715	28,366	32,733
净利润（百万）	7,885	12,104	16,594	21,512	25,862
增厚净资产至（百万）	54,672	88,894	108,828	135,440	177,000
收盘价（元）（2011 年 2 月 24 日）	5.09				
可转债和 H 股发行前					
EPS（元）	0.42	0.54	0.62	0.81	0.97
BVPS（元）	2.90	3.99	4.07	4.75	5.56
PE	12.15	9.36	8.19	6.32	5.26
PB	1.75	1.27	1.25	1.07	0.92
可转债和 H 股发行后					
EPS（元）	0.42	0.54	0.62	0.76	0.79
BVPS（元）	2.90	3.99	4.07	4.77	5.41
PE	12.15	9.36	8.19	6.71	6.44
PB	1.75	1.27	1.25	1.07	0.94

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

损益表（百万）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	30,380	32,240	44,300	55,395	66,281
非利息收入	4,367	9,211	8,007	10,852	13,723
营业收入	34,747	41,451	52,307	66,246	80,004
营业税金及附加	2,916	2,802	3,052	3,872	4,691
营业费用	14,901	17,737	22,171	27,871	33,455
拨备前营业利润	16,930	20,912	27,083	34,504	41,859
当期拨备	5,686	4,792	5,533	6,567	8,272
税前利润	10,412	15,605	21,551	27,937	33,587
所得税	2,595	3,548	4,957	6,426	7,725
净利润	7,893	12,108	16,594	21,512	25,862
资产负债表（百万）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,054,350	1,426,392	1,749,942	2,084,101	2,483,472
总生息资产	1,029,168	1,380,557	1,665,786	2,015,895	2,409,581
贷款	658,360	882,979	1,041,915	1,229,460	1,450,763
其他生息资产	382,693	512,819	644,644	813,774	994,429
存款	785,786	1,127,938	1,409,923	1,691,907	2,030,288
其他付息负债	194,247	175,377	191,165	217,439	247,655
股本	18,823	22,262	26,715	26,715	26,715
股东权益	54,672	88,894	108,828	127,021	148,580
增长驱动（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
存款增长	17.1%	43.5%	25.0%	20.0%	20.0%
贷款增长	18.6%	34.1%	18.0%	18.0%	18.0%
生息资产增长	14.7%	34.1%	20.8%	21.1%	19.7%
生息资产平均生息率	5.78%	4.39%	4.47%	4.82%	4.98%
付息负债平均付息率	2.83%	1.86%	1.59%	1.69%	1.77%
净息差(NIM)	3.12%	2.65%	2.87%	2.97%	2.95%
净利差(Spread)	2.95%	2.53%	2.88%	3.14%	3.21%
非利息收入/营业收入	12.6%	22.2%	15.3%	16.4%	17.2%
成本收入比	42.9%	42.8%	42.4%	42.1%	41.8%
当年拨备/平均贷款	0.94%	0.62%	0.57%	0.58%	0.62%
盈利增长率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	34.5%	6.1%	37.4%	25.0%	19.7%
手续费及佣金净收入	86.5%	4.6%	68.5%	36.2%	26.8%
营业收入	37.8%	19.3%	26.2%	26.6%	20.8%
拨备前利润	47.7%	23.5%	29.5%	27.4%	21.3%
税前利润	13.8%	49.3%	37.7%	29.6%	20.2%
净利润	24.6%	53.4%	37.1%	29.6%	20.2%

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

资本	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本充足率	6.60%	8.92%	8.68%	8.54%	8.42%
资本充足率	9.22%	10.83%	10.92%	11.27%	10.86%
风险加权资产系数	72.8%	69.7%	69.67%	69.67%	69.67%
盈利能力（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ROAE（拨备前）	32.3%	29.1%	27.4%	29.3%	30.4%
ROAE	15.1%	16.9%	16.8%	18.2%	18.8%
ROAA	0.80%	0.98%	1.04%	1.12%	1.13%
资产质量（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	1.20%	0.84%	0.71%	0.76%	0.81%
拨备覆盖率	150.0%	206.0%	281.6%	291.4%	301.4%
拨备余额/贷款余额	1.81%	1.73%	1.99%	2.22%	2.45%
资产负债结构（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股东权益/总资产	5.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%
生息资产/总资产	97.6%	96.8%	95.2%	96.7%	97.0%
贷款/总资产	62.4%	61.9%	59.5%	59.0%	58.4%
贷存比（含贴现）	83.8%	78.3%	73.9%	72.7%	71.5%
存款/负债总额	78.6%	84.3%	85.9%	86.5%	87.0%
存款结构（占存款余额）					
活期存款	41.9%	48.6%			
定期存款	57.9%	51.3%			
公司存款	82.4%	82.7%			
零售存款	17.3%	17.2%			
贷款结构（占贷款余额）					
公司贷款	73.8%	77.5%			
个人贷款	16.5%	18.6%			
贴现	9.7%	4.0%			
每股指标与估值	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股拨备前利润	0.90	0.94	1.01	1.29	1.57
每股收益（EPS）	0.42	0.54	0.62	0.81	0.97
每股净资产	2.90	3.99	4.07	4.75	5.56
P/PPOP	5.59	5.35	5.02	3.94	3.25
P/E	12.01	9.25	8.19	6.32	5.26
P/B	1.73	1.26	1.25	1.07	0.92
其他数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
分支机构数量（个）	374	434			
员工数（人）	19,853	26,039			

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

张中阳: 中投证券研究所银行业研究员, 中南财经政法大学金融学学士、硕士, 2010 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434