

**民生银行 (600016.SH) 银行业**
**评级: 增持 维持评级**
**公司点评**
**马鲲鹏**

分析师 SAC 执业编号: S1130514080003

(8621)60230253

makunpeng@gjzq.com.cn

## 具有划时代意义的员工持股方案

### 事件

民生银行 11 月 7 日公告, 将通过定增 A 股的方式实施员工持股计划, 面向核心员工发行不超过 14 亿股, 每股发行价格 5.68 元, 募集资金不超过 80 亿元, 发行股份锁定期 36 个月。此外, 计划在境内非公开发行优先股募集不超过 200 亿元。

### 评论

**定增价格为 0.8 倍 13 年 P/B、摊薄效应有限、预计提升 15 年核心一级资本充足率 0.3 个百分点:** 5.68 元的定增价格相当于 0.8 倍 13 年 P/B, 我们相信, 作为民营企业, 民生银行并不面临“定增价格不低于最近一期经审计每股净资产”这一针对国企的软约束。定增发行的 14 亿股新股相当于当前总股本的 4%, 发行完毕后, 预计摊薄 15 年 EPS 4.0% 至 1.55 元, 摊薄 15 年 BVPS 1.4% 至 8.75 元, 提升 15 年核心一级资本充足率 0.3 个百分点至 9.90%。同时, 预计 200 亿元优先股将于 15 年下半年发行完毕, 届时进一步提升 15 年一级资本充足率 0.6 个百分点至 10.5% (在定增完成的基础之上)。公司同日公告, 将于 14 年 12 月召开股东大会, 其审议项目中并不包含本次定增员工持股计划, 我们相信, 此方案将在 15 年一季度召开的股东大会中审议。此外, 员工持股计划的参与人数未在公告中披露, 我们预计, 本次员工持股计划参与人数应当在 4-5 千人左右, 80 亿的募集资金总额对应人均出资金额 200 万左右。

**这是一个具有划时代意义的方案、预示着银行“资本补充渠道和节奏大变化+员工收入与股价高度绑定+强市值管理诉求”时代来临:** 我们认为, 本次定增员工持股计划的意义, 远远超过其对民生银行自身的影响, 这预示着一个新时代的来临, 这个时代具备以下基本特点: 1) 首先, 银行能公告方案, 本身就预示着监管机关对银行员工持股这一行动的认可, 我们相信, 正式放开银行员工持股的监管文件近期内应当就会出台。2) 我们预计, 在员工持股放开的大背景下, 面向员工定增新股将成为银行资本补充的主流选择, 资金来源将由此前的“向市场要钱”转变为“员工自己出钱”, 而由于每次定增的规模都不大, 定增之间的时间间隔将会缩短, “小步快走”的资本补充方式将取代此前银行“大额补充资本-消耗数年-再次大额补充资本”的循环, 这一方面将有效降低银行再融资对市场资金面的冲击, 另一方面也将弱化大额再融资后对现有股东的摊薄效应。3) 更重要的是, “员工自己出钱”的模式, 不论银行是否对员工的股份购买行为进行补贴, 实质上都是将银行营业费用的一部分(部分员工成本)直接转化为了资本金, 这一方面拓宽了资本金来源(即来自传统内生积累的归属股东净利润), 另一方面, 与通过归属股东净利润积累资本金比起来, 营业费用在税前列支, 通过这一渠道补充资本金的税盾效应意味着其更高的资金效率。4) 员工以自身收入的一部分购买股份后, 其收入结构从原来的纯现金模式转变为现金+股票, 员工收入与公司利益和股价高度绑定, 这将有效避免过度短期化行为, 提升团队凝聚力, 现金+股票是比纯现金更为有效的激励机制。5) 最后, 员工收入与股价高度绑定的直接结果就是公司更强的市值管理诉求。

**显著利好银行板块估值、未来我们将看到什么样的银行:** 我们相信, 此后会有其他银行陆续跟进实施员工持股方案, 一个新的时代已经拉开序幕。在这个时代中, 我们将看到: 1) 银行终于不再定期向市场要钱了。2) 常态化的资本补充对现有股东摊薄效应非常有限。3) 激励机制更加合理, 员工利益与公司股价高度绑定。4) 公司市值管理诉求大幅提升。总体而言, 上市银行定期大额再融资的恶性循环将彻底打破, 银行业将更加贴近和需要资本市场, 这样一个时代的开启, 对银行板块估值而言无疑是显著利好。短期内, 银行板块基于“中长期扭曲因素开始解决+资产质量风险边际企稳”的估值修复行情有望得到有效支撑。

### 投资建议

对民生银行而言, 员工持股计划的推出, 预示着新管理层到位之后, 凝聚全行士气、开始积攒新的业务增长动能, 市场对该行中长期发展趋势不明朗的担忧可逐步打消。但中短期内仍面临小微资产质量风险持续暴露、以及业务结构继续调整的压力, 维持“增持”评级。

**图表：财务数据及预测 - 民生银行**

利润表 (百万元)							同比增速 (%)				
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入	64,821	77,153	83,033	89,985	100,609	110,776	19.0%	7.6%	8.4%	11.8%	10.1%
非利息收入	17,547	25,958	32,853	39,424	46,520	55,824	47.9%	26.6%	20.0%	18.0%	20.0%
净手续费收入	15,101	20,523	29,956	35,947	43,137	51,764	35.9%	46.0%	20.0%	20.0%	20.0%
营业收入	82,368	103,111	115,886	129,408	147,129	166,600	25.2%	12.4%	11.7%	13.7%	13.2%
营业支出	(36,707)	(43,059)	(46,094)	(51,625)	(59,369)	(68,274)	17.3%	7.0%	12.0%	15.0%	15.0%
营业税	(6,116)	(7,825)	(8,004)	(8,804)	(9,685)	(10,653)	27.9%	2.3%	10.0%	10.0%	10.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	45,661	60,052	69,792	77,783	87,760	98,326	31.5%	16.2%	11.4%	12.8%	12.0%
资产减值损失	(8,376)	(9,320)	(12,989)	(13,105)	(14,484)	(15,948)	11.3%	39.4%	0.9%	10.5%	10.1%
贷款减值损失	(7,973)	(8,331)	(12,947)	(13,059)	(14,433)	(15,893)	4.5%	55.4%	0.9%	10.5%	10.1%
营业利润	37,285	50,732	56,803	64,678	73,276	82,377	36.1%	12.0%	13.9%	13.3%	12.4%
营业外收支净额	(110)	(80)	348	383	421	463	-27.3%	-535.0%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额	37,175	50,652	57,151	65,061	73,697	82,840	36.3%	12.8%	13.8%	13.3%	12.4%
所得税	(8,732)	(12,344)	(13,869)	(15,615)	(17,687)	(19,882)	41.4%	12.4%	12.6%	13.3%	12.4%
净利润	28,443	38,308	43,282	49,446	56,010	62,959	34.7%	13.0%	14.2%	13.3%	12.4%
少数股东权益	(523)	(745)	(1,004)	(1,104)	(1,215)	(1,336)	42.4%	34.8%	10.0%	10.0%	10.0%
归属股东净利润	27,920	37,563	42,278	48,342	54,795	61,622	34.5%	12.6%	14.3%	13.3%	12.5%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	27,920	37,563	42,278	48,342	54,795	61,622	34.5%	12.6%	14.3%	13.3%	12.5%

  

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
贷款总额	1,205,221	1,384,610	1,574,263	1,731,689	1,922,175	2,152,836	14.9%	13.7%	10.0%	11.0%	12.0%
存款总额	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,404,292	2,692,807	3,015,943	17.1%	11.4%	12.0%	12.0%	12.0%
不良贷款余额	7,539	10,523	13,404	17,371	21,208	24,875	39.6%	27.4%	29.6%	22.1%	17.3%
贷款损失准备	26,936	33,098	34,816	42,916	51,868	61,648	22.9%	5.2%	23.3%	20.9%	18.9%
资产总额	2,229,064	3,212,001	3,226,210	3,520,231	3,900,016	4,386,714	44.1%	0.4%	9.1%	10.8%	12.5%
负债总额	2,094,954	3,043,457	3,021,923	3,267,060	3,588,386	3,995,295	45.3%	-0.7%	8.1%	9.8%	11.3%
母公司所有者权益	129,597	163,077	197,712	245,281	302,162	380,057	25.8%	21.2%	24.1%	23.2%	25.8%
优先股	0	0	0	0	0	0	na	na	na	na	na
平均生息资产	2,062,831	2,621,107	3,333,532	3,344,103	3,809,737	4,242,928	27.1%	27.2%	0.3%	13.9%	11.4%

  

每股数据 (元)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
普通股股本 (百万股)	26,715	28,366	28,366	34,039	34,039	34,039	6.2%	0.0%	20.0%	0.0%	0.0%
EPS	1.05	1.32	1.49	1.42	1.61	1.81	26.7%	12.6%	-4.7%	13.3%	12.5%
BVPS	4.85	5.75	6.97	7.21	8.88	11.17	18.5%	21.2%	3.4%	23.2%	25.8%
DPS	0.32	0.30	0.26	0.28	0.32	0.36	-5.8%	-14.0%	10.1%	13.3%	12.5%
PPOP/sh	1.71	2.12	2.46	2.29	2.58	2.89	23.9%	16.2%	-7.1%	12.8%	12.0%

  

主要指标 (%)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROA	1.40%	1.41%	1.34%	1.47%	1.51%	1.52%	0.00%	-0.06%	0.12%	0.04%	0.01%
ROE	23.89%	25.67%	23.44%	21.83%	20.02%	18.07%	1.78%	-2.23%	-1.61%	-1.81%	-1.95%
净息差	3.14%	2.94%	2.49%	2.69%	2.64%	2.61%	-0.20%	-0.45%	0.20%	-0.05%	-0.03%
成本收入比	37.14%	34.17%	32.87%	33.09%	33.77%	34.59%	-2.97%	-1.30%	0.22%	0.68%	0.82%
有效税率	23.49%	24.37%	24.27%	24.00%	24.00%	24.00%	0.88%	-0.10%	-0.27%	0.00%	0.00%
贷存比	73.28%	71.88%	73.33%	72.02%	71.38%	71.38%	-1.39%	1.45%	-1.31%	-0.64%	0.00%
不良贷款率	0.63%	0.76%	0.85%	1.00%	1.10%	1.16%	0.13%	0.09%	0.15%	0.10%	0.05%
拨备覆盖率	357.29%	314.53%	259.74%	247.05%	244.57%	247.83%	-42.76%	-54.79%	-12.69%	-2.48%	3.26%
拨贷比	2.23%	2.39%	2.21%	2.48%	2.70%	2.86%	0.16%	-0.18%	0.27%	0.22%	0.17%
信用成本	0.70%	0.64%	0.88%	0.79%	0.79%	0.78%	-0.06%	0.23%	-0.09%	0.00%	-0.01%
非利息收入/营业收入	21.30%	25.17%	28.35%	30.46%	31.62%	33.51%	3.87%	3.17%	2.12%	1.15%	1.89%
净手续费收入/营业收入	18.33%	19.90%	25.85%	27.78%	29.32%	31.07%	1.57%	5.95%	1.93%	1.54%	1.75%
核心一级资本充足率	na	na	8.72%	9.14%	9.64%	10.36%	na	na	0.42%	0.50%	0.72%
一级资本充足率	7.87%	8.13%	8.72%	9.14%	9.65%	10.36%	0.26%	0.59%	0.42%	0.50%	0.72%
资本充足率	10.86%	10.75%	10.69%	12.45%	12.63%	13.07%	-0.11%	-0.06%	1.75%	0.19%	0.44%

来源：公司公告，国金证券研究所

**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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，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唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD