

2014年11月11日  
 郑春明  
 C0059@capital.com.tw  
 目标价(元) 8.0

民生银行(600016.SH/1988.HK) Buy 买入 (维持)

事件点评: 员工持股开创资本补充新时代, 优先股保障资本无忧

结论与建议:

事件: 1、公司拟向核心员工非公开发行14.08亿股(占总股本4.14%), 每股5.68元(前20日均价的90%), 募集资金金额为80亿元, 资金来源为员工合法薪酬及其他合法方式, 募集资金全部用来补充公司核心一级资本。2、公司拟发行优先股, 境内不超过2亿股, 募集金额不超过200亿元, 境外发行不超过100亿元, 募集资金全部用来补充公司其他一级资本。上述方案预案均有待股东大会审议, 以及相应监管部门批准。

我们认为民生员工持股计划是本次非公开增发的最大亮点, 开启了银行资本补充的新渠道, 具有较好的员工激励作用, 也是国内上市银行的首例。公司资本水平在上市银行处于较低水平, 此次双融资方案推出也将有效提升公司资本水平。目前公司估值不高(目前股价交易于0.9X PB), 且今年以来股价上涨幅度显著低于同业, 员工持股计划将有效提升公司市值管理意愿, 股息率也具有较大吸引力, 维持买入。

■ **员工持股计划一箭多雕:** 一方面直接补充了公司核心一级资本, 公司核心一级资本充足率在同业中相对较低, 根据三季报静态测算, 我们预计80亿元普通股将提升公司核心一级资本充足率约29bp至9.02%, 有效缓解了公司目前资本充足率偏低的情况; 另一方面, 此次员工计划增发的普通股限售期为三年, 也间接绑定了股东与核心员工的利益, 对于提升公司的经营效率有较大的正面利好。此外, 公司作为首家发起员工计划的银行, 预计已经与银监会等监管机构有过沟通, 或许预示着银行补充资本新版本将正式推出, 公司此次计划在行业内也具有开创性的示范作用。

■ **优先股有效提升一级资本:** 公司计划境内优先股融资200亿元, 境外融资100亿元, 按照Q3数据静态计算, 可在上述80亿普通股基础上再次提高公司一级资本充足率/资本充足率均1.1个百分点至10.13%、12.33%。我们认为此次优先股应该能满足未来一到两年内公司的资本消耗, 并且由于股息率将显著低于ROE, 因此将有效增厚普通股股东的回报。

■ **三季度业绩平稳, 不良充分暴露:** 公司日前也公布了三季报, 前三季度实现净利润367.8亿元, YOY增长10.4%, 总体符合预期, 并且与行业一致的是, 公司单季度同样提高了新增拨备, 拨备前利润增16.1%; 从不良来看, 公司Q3末三季度不良率1.04%, 环比提升17BP, 公司在2014年不断加大不良处理力度, 不良暴露较同业更加充分, 预计未来不良压力将显著小于同业, 或将在未来的利润表现上有所体现。

■ **盈利预测与投资建议:** 我们认为公司的员工持股计划以及优先股方案有效补充了公司资本, 对公司长远经营形成利好。预计2014、2015年分别可实现净利润465亿、521亿元, YoY分别增长10%和12%; EPS分别为1.37元、1.53元。目前A股股价对应2014年PE为4.6倍, PB为0.9倍; 估值较低, 维持“买入”的投资评级。

■ **风险提示:** 资本补充进展不顺利; 利率市场化进程超预期

..... 接续下页 .....

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2014/11/11)	6.63
上证综指(2014/11/11)	2473.67
股价 12 个月高/低	8.94/5.95
总发行股数(百万)	34039.65
A 股数(百万)	27106.07
A 市值(亿元)	2256.83
主要股东	香港中央结算(代理人)有限公司(20.25%)
每股净值(元)	6.86
股价/账面净值	0.97
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.9 3.6 -9.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2013-11-04	9.17	买入

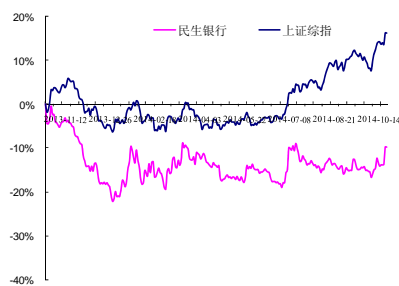
产品组合

净利息收入	70.47%
手续费净收入	26.73%
其他净收入	2.79%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	24.8%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	27,920	37,563	42,278	46,476	52,092
同比增减	%	58.81%	34.54%	12.55%	9.93%	12.08%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.05	1.32	1.49	1.37	1.53
同比增减	%	58.81%	34.54%	12.55%	9.93%	12.08%
市盈率(P/E)	X	6.07	4.79	4.25	4.64	4.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.30	0.35	0.40
股息率 (Yield)	%	4.73%	4.73%	4.73%	5.52%	6.31%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一: 合并损益表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	82,368	103,111	115,886	131,803	132,691
净利息收入	64,821	77,153	83,033	89,396	89,480
净手续费及佣金收入	15,101	20,523	29,956	36,834	39,296
营业支出	45,083	52,379	59,083	69,762	63,519
营业利润	37,285	50,732	56,803	62,040	69,172
拨备前净利润总额	45,661	59,929	69,792	79,560	80,702
资产准备支出	8,376	9,197	12,989	17,519	11,529
利润总额	37,175	50,652	57,151	62,338	69,503
减: 所得税	8,732	12,344	13,869	15,056	16,785
净利润	27,920	37,563	42,278	46,476	52,092

#### 附二: 合并资产负债表

(人民币百万元)	2011	2012	2013	2014F	2015F
现金及存放央行款项	332,805	420,418	485,583	560,848	647,780
存放同业款项	232,336	236,161	273,002	315,590	364,823
交易性金融资产	20,423	26,318	30,397	35,109	40,551
持有到期投资	117,886	83,653	92,018	101,220	111,342
可供出售金融资产	64,732	117,150	128,865	141,752	155,927
客户贷款	1,178,285	1,351,512	1,539,447	1,598,933	1,662,137
固定资产	8,823	12,161	13,377	14,715	16,186
其他资产	21,592	33,537	40,412	48,697	58,679
资产总计	2,229,064	3,212,001	3,854,401	4,625,281	5,550,338
同业存放款项	262,891	735,851	783,681	834,621	888,871
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,146,689	2,592,983	2,660,285
负债合计	2,099,467	3,048,924	3,666,507	4,409,203	5,301,848
股本(百万股)	26,715	28,366	28,366	28,366	28,366
股东权益总额	129,597	163,077	187,894	216,078	248,490
负债和所有者权益总计	2,229,064	3,212,001	3,854,401	4,625,281	5,550,338

#### 附三: 合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	100,926	65,088	67,812	77,942	70,281
投资活动产生的现金流量净额	-13,869	-19,237	-18,777	-17,294	-18,436
筹资活动产生的现金流量净额	9,287	6,300	4,046	6,544	5,630
现金及现金等价物净增加额	96,045	52,051	52,948	67,015	57,338

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。