

2011年1月10日

民生銀行

A股定向增发融资215亿

买入
A

600016.SS - 人民币 5.03
目标价格: 人民币 6.13

买入
H

1988.HK - 港币 6.59
目标价格: 港币 7.70

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	0	(2)	(1)	(22)
相对新华富时	(1)	1	(5)	(2)
A50指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (A股)

发行股数(百万)	26,714
流通股(%)	84.55
流通股市值(人民币 百万)	113,611
3个月日均交易额(人民币 百万)	828
主要股东(%)	
新希望集团	7.48

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

民生银行此次A股非公开发行将向七家企业发行47亿A股,每股人民币4.57元,募集资金总计215亿元。发行完成后,新希望集团仍为该行的第一大股东。此次定向增发不仅能提高该行的资本金水平,减轻资本金压力,而且对该行未来的业务发展起到有力的支撑作用。由于民生银行率先完成第二轮融资,并且采用定向增发的方式对市场冲击较小,该行股价有望有超越板块的表现。考虑融资后该行的估值十分具有吸引力,我们维持对该行A、H股的买入评级。

支撑评级的要点

- 此次定向增发募集215亿后,我们预计该行今年年底的资本充足率将由10.7%提高至12.1%,核心资本充足率将由8.2%提高至9.6%。
- 虽然此次融资将使该行今明两年的每股收益分别摊薄7.4%和6.6%,但是长期来看,资本金得到补充后的民生银行将有更强大的动力扩展业务。
- 作为首先完成第二轮融资且对市场冲击较小的民生银行可能会在股价上有超越整个板块的表现。
- 展望未来,一方面该行的息差扩张可能优于其它银行,对加息的相对敏感和商贷通业务的持续增长都会有利于息差的扩大;另一方面商贷通业务的风险仍然处于较低的时期,风险调整后的收益值得期待。

影响评级的主要风险

- 若宏观经济增速放缓,商贷通业务所对应的微小企业面临较高风险;人工成本的上升可能侵蚀利润增长。

估值

- 考虑到A股的定向增发,民生银行目前A股的价格分别相当于1.15倍和1.01倍的2011年和2012年预测市净率,处于全行业的最低水平。考虑到该行的息差表现在未来仍可能优于其他银行,商贷通业务仍然会对业绩产生持续的贡献,我们维持对该行A、H股的买入评级。

图表 1. 投资摘要(A股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币百万)	30,380	32,240	44,496	55,203	64,999
净利润(人民币百万)	7,885	12,104	14,918	18,363	20,663
全面摊薄每股收益(人民币)	0.419	0.585	0.558	0.632	0.711
变动(%)	24.5	39.7	(4.6)	13.1	12.5
市盈率(倍)	12.0	8.6	9.0	8.0	7.1
每股净资产值(人民币元)	2.9	4.0	3.8	4.4	5.0
市净率(倍)	1.8	1.3	1.3	1.2	1.0
净资产收益率(%)	15.2	17.1	15.8	15.4	14.1
每股股息(人民币元)	0.192	0.068	0.082	0.086	0.097
股息收益率(%)	3.8	1.3	1.6	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(买入)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;卖出(卖出)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(持有)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

股价相对指数表现 (H 股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(1)	(5)	(9)	(9)
相对恒生中国企业指数 (%)	(3)	(5)	(11)	(8)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	26,714
流通股 (%)	15.45
流通股市值(港币 百万)	27,199
3 个月日均交易额(港币 百万)	127

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净息收入 (人民币 百万)	30,380	32,240	44,496	55,203	64,999
净利润	7,885	12,104	14,918	18,363	20,663
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.419	0.585	0.558	0.632	0.711
增长率 (%)	24.5	39.7	(4.6)	13.1	12.5
市盈率(倍)	13.4	9.6	10.1	8.9	7.9
每股净资产值 (人民币 元)	2.9	4.0	3.8	4.4	5.0
市净率(倍)	2.0	1.4	1.5	1.3	1.1
净资产收益率 (%)	15.2	17.1	15.8	15.4	14.1
每股股息 (人民币 元)	0.192	0.068	0.082	0.086	0.097
股息收益率 (%)	3.4	1.2	1.5	1.5	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

非公开发行融资 215 亿

民生银行此次 A 股非公开增发, 将向七家企业新发行 47 亿股 A 股, 发行价格为人民币 4.57 元 (相当于港币 5.35 元)。如果在此定价基准日至发行日期间出现除权除息事项, 将会对发行价格进行响应调整。此次定向增发将募集到 215 亿人民币, 全部用于补充该行的核心资本。本次定向增发的股票的锁定期为三年, 某些具有重要影响的股东认购的股票锁定期为五年。

参与本次定向增发的七家企业分别为上海健特、四川南方希望、江苏熔盛投资、中国人寿、中国泛海控股、中国船东互保协会、华泰汽车。其中, 上海健特、四川南方希望、中国泛海控股、中国人寿(601628.SS/人民币 21.79, 买入; 2628.HK/港币 32.55, 持有)和中国船东互保协会都是此次增发前的原有股东。此次增发完成后, 新希望集团仍为民生银行的第一大股东, 持股比例为 8.46%, 中国人寿将上升为第二大股东, 持股比例为 6.44%。

此次 A 股非公开发行尚需民生银行 A 股和 H 股临时股东大会通过, 以及中国银监会和中国证监会的核准。A 股和 H 股的股东大会将于 1 月底召开, 我们预计可能在今年上半年最终完成此次非公开发行。

图表 2. 定向增发主要参与方

认购方	认购数量 (百万股)	原持有 数量 (百万股)	增发后持 股数量 (百万股)	增发后持 股比例 (%)
上海健特生命科技有限公司	1,424	115	1,539	4.90
中国泛海控股集团有限公司	1,190	699	1,889	6.01
四川南方希望实业有限公司	660	558	1,218	3.88
中国人寿保险股份有限公司	500	1,524	2,024	6.44
江苏熔盛投资集团有限公司	500	0	500	1.59
华泰汽车集团有限公司	266	0	266	0.85
中国船东互保协会	160	906	1,066	3.39
合计	4,700			

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

定向增发的影响

1. 提高资本充足率

此次A股非公开发行将对民生银行的资本充足率产生积极的影响。如果今年能够完成非公开发行，根据我们的测算，该行今年年底的资本充足率将由 10.7%提高至 12.1%，核心资本充足率将由 8.2%提高至 9.6%。

根据银监会的指导意见，对非系统性重要银行的资本充足率指标为 10.5%，如果未来将核心资本充足率设在 9%，我们预计民生银行在 2013 年底之前再次进行股权融资的可能性较小。

图表 3. A 股定向增发的影响

	2011E	2012E
融资前每股收益(人民币)	0.68	0.76
融资后每股收益(人民币)	0.63	0.71
每股收益摊薄(%)	(7.35)	(6.58)
融资前每股账面价值(人民币)	4.35	5.00
融资后每股账面价值(人民币)	4.39	4.95
每股账面价值提升(%)	0.92	(1.00)
融资前净资产收益率(%)	16.7	16.2
融资后净资产收益率(%)	15.4	14.1
A 股融资前市净率(倍)	1.16	1.01
A 股融资后市净率(倍)	1.15	1.02
融资前资本充足率(%)	10.7	10.5
融资前核心资本充足率(%)	8.2	8.0
融资后资本充足率(%)	12.1	11.7
融资后核心资本充足率(%)	9.6	9.3

资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 有利于未来的业务开展

虽然此次定向增发会使得民生银行今明两年的每股收益有所摊薄（分别为 7.4%和 6.6%），但是资本金得到补充后的民生银行将有更强大的动力扩展业务。根据该行今后三年的规划，2013 年底民生银行的总资产规模可能会超过 2.6 万亿，而商贷通的规模可能会接近 5,000 亿。

3. 未来市场走势值得关注

民生银行在 H 股 IPO 后进行股权融资，但采取了对公开市场冲击最小、相对温和的定向增发方式，我们对此持正面的看法。虽然市场可能会预期其他银行也会进行再融资从而对银行股的走势产生不利影响，但作为首先完成第二轮融资且对市场冲击较小的民生银行可能会有超越整个板块的表现。

商贷通业务值得期待

我们仍然认为市场可能对商贷通业务的风险有些过度担忧。我们认为由于商贷通的客户属于中国的富裕人群，并且贷款的抵押担保情况较好，因此客户的资质并不值得过分担心。从目前的情况看，该业务的不良率可能仅有千分之一，而贷款利率平均上浮比例为 26%，风险调整后的收益也很可观。

估值水平偏低

考虑到 A 股的定向增发，民生银行目前 A 股的价格分别相当于 1.15 倍和 1.01 倍的 2011 年和 2012 年预测市净率，处于全行业的最低水平。

考虑到该行的息差表现在未来仍可能优于其他银行，对加息的反应相对敏感，商贷通业务仍然会对业绩产生持续的贡献，盈利能力也会提高，我们维持对该行 A、H 股的买入评级。

损益表 (人民币 百万)(A/H)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	30,380	32,240	44,496	55,203	64,999
净手续费及佣金	4,461	4,664	7,805	9,122	10,525
其他非息收入	176	5,156	739	547	669
经营收入	35,017	42,060	53,040	64,872	76,194
经营费用	(15,171)	(18,346)	(22,799)	(27,489)	(31,947)
拨备前经营利润	19,846	23,714	30,241	37,382	44,247
贷款损失拨备	(5,686)	(4,792)	(5,972)	(7,963)	(11,184)
其他风险拨备	(832)	(515)	(1,180)	(951)	(965)
经营利润	13,328	18,407	23,090	28,468	32,097
非经常性项目	76	51	5	10	10
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	13,404	18,458	23,095	28,478	32,107
营业税	(2,916)	(2,802)	(3,487)	(4,397)	(5,131)
所得税	(2,595)	(3,548)	(4,686)	(5,715)	(6,308)
税后利润	7,893	12,108	14,922	18,367	20,667
少数股东权益	(8)	(4)	(4)	(4)	(4)
净利润	7,885	12,104	14,918	18,363	20,663
变动 (%)	24	54	23	23	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)(A/H)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产					
现金及等价物	2,900	4,464	4,910	5,401	5,942
银行间贷款	249,034	356,453	454,873	575,478	654,950
衍生产品交易投资	1,216	465	605	786	1,022
总客户预付款	658,360	882,979	1,022,705	1,183,801	1,356,354
减: 拨备	(11,885)	(15,241)	(19,963)	(26,475)	(36,210)
长期投资	133,659	156,366	175,194	197,312	223,308
联营公司权益	125	125	125	125	125
净固定资产	3,978	4,519	5,109	6,687	8,257
其他资产	16,963	36,262	44,598	51,325	60,326
总资产	1,054,350	1,426,392	1,688,156	1,994,440	2,274,073
负债及权益					
客户存款	785,786	1,127,938	1,340,680	1,572,476	1,801,684
银行存款及结余	163,239	166,579	182,602	200,228	219,616
其他借款	33,999	23,060	33,947	41,947	41,947
总借款	983,024	1,317,577	1,557,229	1,814,651	2,063,246
其他负债	16,654	19,921	29,304	41,019	54,427
总负债	999,678	1,337,498	1,586,533	1,855,670	2,117,673
普通股股本(面值)	18,823	22,262	26,714	31,414	31,414
准备金(包括股本溢价)	29,048	53,269	51,949	72,585	76,924
留存收益	6,009	12,503	22,095	33,903	47,189
总股东权益	53,880	88,034	100,759	137,902	155,528
少数股东权益	792	860	864	868	872
已运用资本	54,672	88,894	101,623	138,770	156,400
总负债及权益	1,054,350	1,426,392	1,688,156	1,994,440	2,274,073

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)(A/H)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	7,885	12,104	14,918	18,363	20,663
非现金项目	2,120	(3,478)	6,793	8,482	11,742
其他变动	(362)	144	4	4	4
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	(32,482)	403	(27,403)	(50,456)	(26,125)
经营产生的现金流	(22,839)	9,173	(5,688)	(23,607)	6,284
投资及融资回报	22,796	(15,845)	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(43)	(6,672)	(5,688)	(23,607)	6,284
投资	(1,686)	(4,827)	(2,560)	(2,682)	(2,707)
自由现金流	(1,729)	(11,499)	(8,248)	(26,289)	3,578
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(1,729)	(11,499)	(8,248)	(26,289)	3,578
融资活动产生的净现金	1,340	13,063	8,694	26,780	(3,038)
现金增(减)	(389)	1,564	446	491	540

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%)(A/H)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率	5.8	4.4	4.6	4.9	4.9
资金成本	2.8	1.8	1.7	2.0	1.9
利差	3.0	2.5	2.8	2.9	3.0
净息差	3.1	2.6	2.9	3.1	3.1
其他收入总收入	13.2	23.3	16.1	14.9	14.7
成本收入比	43.3	43.6	43.0	42.4	41.9
有效税率	41.1	34.4	35.4	35.5	35.6
增长率					
贷款增长率	18.6	34.1	15.8	15.8	14.6
存款增长率	17.1	43.5	18.9	17.3	14.6
资产增长率	14.6	35.3	18.4	18.1	14.0
可持续增长率	42.9	46.3	41.8	43.2	40.6
流动性					
贷存比	83.8	78.3	76.3	75.3	75.3
贷款资金比	67.0	67.0	65.7	65.2	65.7
贷款资产比	62.4	61.9	60.6	59.4	59.6
核心负债/总负债	67.8	66.5	67.5	68.4	68.8
超额准备金率	12.4	8.8	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	1.2	0.8	0.8	1.1	1.8
一般拨备比率	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1
特殊拨备覆盖率	50.4	59.2	128.5	118.4	88.3
总拨备覆盖率	150.0	206.0	237.5	211.8	147.8
信用成本	(0.86)	(0.54)	(0.58)	(0.67)	(0.82)
需特别关注贷款比例	2.49	1.46	2.16	3.16	4.16
资本充足率					
权益资产比率	5.1	6.2	6.0	6.9	6.8
盈余资本	1.3	3.1	2.5	4.1	3.7
总资本充足率	9.3	11.1	10.5	12.1	11.7
一级资本充足率	6.6	8.9	8.3	9.6	9.3
回报率					
资产收益率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
净资产收益率	15.2	17.1	15.8	15.4	14.1
已运用资本收益率	15.0	16.9	15.7	15.3	14.0
结构性已运用资本收益率	14.7	17.2	16.9	17.3	16.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371