

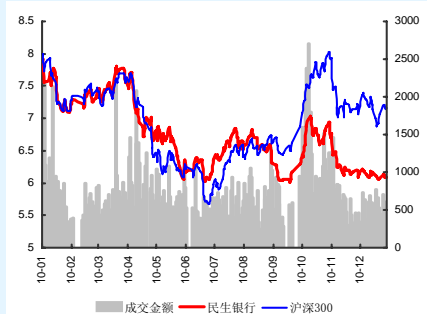
民生银行（600016）非公开定向增发点评：股价严重低估，产业资本抄底

基本数据	2011-1-6
收盘价（元）	5.1
市盈率（动态）	26.0
市净率	1.3
股息率（分红/股价）	0.99%
每股净资产（元）	3.75
总股本（亿股）	267.00
流通 A 股（亿股）	226.00
流通 A 股市值（亿元）	1143.56

注：除市盈率为年底预测值外，其它均为公司当期数据。

注：我们假设 2010 年年报时大幅计提拨备。如果按业绩快报数据计算，市盈为 9.5 倍。

一年内行业走势：



研究员：李双武

执业证书：S0270210030001

电话：020-37865116

EMAIL: lisw@wlzq.com.cn

报告日期：2011-1-10

事件：民生银行8日发布非公开定向增发预案，拟非公开增发不超过47亿股，每股发行价4.57元，共募集不超过人民币214.79亿元以补充核心资本。本次增发股锁定期36个月，5%以上股东锁定期为60个月。

点评：

1、**补充核心资本，但绝不仅仅于此。**截至 2010 年中报时，民生银行披露的核心资本充足率为 8.23%，高于银监会规定的标准，远高于巴塞尔协议 4% 的标准。公司在非公开增发时，声称此次非公开定向增发是为了进一步补充核心资本。我们预计，2010 年末时，民生银行的的核心资本充足率也在 8% 左右。

2、**股价严重低估，吸引产业资本。**以三季度披露的每股净资产 3.75 元计算，民生银行当前的市净率为 1.34 倍。这基本上接近于历史底部。实际增发价只有 4.57 元，对应的市净率为 1.2 倍。这个价格非常吸引产业资本长期持有。未来不管怎么样，银行业的盈利能力的可持续性仍存在，长期投资的确定性更大。

3、**参加定向增发的不仅有原股东，还有新股东。**本次非公开发行的发行对象为上海健特、泛海控股、南方希望、中国人寿、熔盛投资、华泰汽车和船东互保协会。除熔盛投资、华泰汽车为新入股东外，其他5家发行对象均为公司原股东。其中上海健特一次性认购14.24亿股，需投入近65亿元。这也从侧面反映了产业资本对民生银行的信心。

4、**投资策略。**我们预计公司 2011、2012 年（按增发后摊薄）每股收益分别为 0.56 元、0.62 元，对应的动态市盈率分别为 9 倍、8 倍，动态市净率分别为 1.2 倍、1 倍。因此给予长期“推荐”评级。

附本次非公开增发股东认购股数:

本次非公开发行中,上海健特认购的股份数量为142,400万股、泛海控股认购的股份数量为119,000万股、南方希望认购的股份数量为66,000万股、中国人寿认购的股份数量为50,000万股、熔盛投资认购的股份数量为50,000万股、华泰汽车认购的股份数量为26,600万股、船东互保协会认购的股份数量为16,000万股。

模型更新日期		2011-1-6											
项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股盈利及估值指标 单位:元							资产质量						
每股收益(摊薄)	0.44	0.42	0.54	0.19	0.56	0.62	正常	540,521	634,073	862,654			
每股拨备前利润	0.79	0.90	0.94	0.86	0.99	1.12	关注	7,665	16,366	12,928			
每股净资产(年末)	3.47	2.90	3.99	3.48	4.19	4.76	次级	2,292	3,459	2,475			
P/E(动态)				25.95	9.09	8.13	可疑	2,736	3,189	2,799			
P/B(动态)				1.45	1.21	1.06	损失	1,745	1,273	2,123			
股息派发率	11.43%	19.10%	9.20%	9.00%	9.00%	9.00%	不良贷款余额	6,773	7,921	7,397	22,131	29,080	37,356
净资产收益率	18.23%	15.05%	16.87%	5.73%	15.58%	13.92%	关注类占比	1.38%	2.49%	1.46%			
总资产收益率	0.77%	0.80%	0.98%	0.34%	0.94%	0.87%	次级类占比	0.41%	0.53%	0.28%			
损益表: 单位:百万元							可疑类占比						
利息净收入	22,580	30,380	32,240	41,523	50,124	57,738	损失类占比	0.49%	0.48%	0.32%			
手续费净收入	2,391	4,461	4,664	5,113	5,605	6,143	不良贷款率	0.31%	0.19%	0.24%			
非利息收入	2,721	4,637	9,820	5,310	5,824	6,386	逾期贷款/贷款余额	1.22%	1.20%	0.84%	2.10%	2.37%	2.63%
营业收入	25,301	35,017	42,060	46,833	55,948	64,124	拨备覆盖率	113.14%	150.04%	206.04%	135.44%	126.97%	121.00%
营业费用	13,837	18,087	21,148	23,847	24,868	28,987	准备金余额/贷款余额	1.38%	1.81%	1.73%	2.84%	3.01%	3.18%
拨备前利润	11,465	16,930	20,912	22,987	31,079	35,136	个人房贷余额	89,589	87,401	99,619			
资产减值损失	2,265	6,518	5,307	16,261	8,518	9,910	房地产贷款余额	71,255	90,158	103,713			
税前利润	9,212	10,488	15,656	6,725	22,561	25,226	建筑贷款余额	24,634	25,307	26,144			
净利润	6,335	7,893	12,108	5,212	17,485	19,550	资本结构						
归属于母公司股东的净利润	6,335	7,885	12,104	5,208	17,481	19,546	核心资本	42,730	51,307	88,756	93,499	130,890	148,681
资产负债表 单位:百万元							附属资本						
贷款总额	554,959	658,360	882,979	1,053,906	1,224,684	1,423,001	资本净额	19,397	20,700	21,224	21,224	21,224	21,224
贷款净额	547,296	646,475	867,738	1,023,931	1,187,760	1,377,801	核心风险资产	61,513	70,767	107,656	114,723	152,114	169,905
同业资产	88,932	67,156	134,863	202,295	303,442	455,163	核心资本充足率	7.45%	6.68%	8.93%	11.13%	12.91%	12.06%
债券	156,553	133,659	156,366	184,512	217,724	256,914	资本充足率	10.73%	9.22%	10.83%	13.66%	15.01%	13.78%
生息资产	903,062	1,032,068	1,385,021	1,629,965	1,967,614	2,395,130	加权风险资产系数	62.35%	72.83%	69.67%	50.00%	50.00%	50.00%
资产合计	919,796	1,054,350	1,426,392	1,679,610	2,027,188	2,466,620	资产负债结构						
存款	671,219	785,786	1,141,809	1,370,171	1,616,802	1,907,826	股东权益/资产合计	5.46%	5.19%	6.23%	5.54%	6.49%	6.06%
同业负债	150,253	160,248	152,317	228,476	342,713	514,070	生息资产/资产合计	98.18%	97.89%	97.10%	97.04%	97.06%	97.10%
付息负债	855,828	980,424	1,317,581	1,622,101	1,982,970	2,445,351	贷款净额/资产合计	59.50%	61.32%	60.83%	60.96%	58.59%	55.86%
负债合计	869,610	999,678	1,337,498	1,586,617	1,895,700	2,317,154	贷款(不含贴现)/资产	55.73%	55.25%	58.37%	60.96%	58.59%	55.86%
主要驱动因素							债券/资产合计						
按年初年末法计算							贷款净额/存款						
贷款收益率	6.35%	7.44%	5.70%	5.90%	6.44%	6.44%	同业资产/资产合计	9.67%	6.37%	9.45%	12.04%	14.97%	18.45%
同业收益率	3.51%	5.13%	2.06%	1.70%	1.70%	1.70%	贷款结构						
债券收益率	3.35%	3.76%	3.78%	3.80%	3.90%	3.90%	个人贷款占比	17.92%	16.49%	18.56%			
存款付息率	2.10%	2.53%	1.67%	1.75%	2.02%	2.02%	信用卡贷款占比	0.80%	1.93%	1.62%			
同业负债付息率	2.65%	3.89%	2.30%	1.70%	1.70%	1.70%	个人房贷占比	16.14%	13.28%	11.28%			
金融债付息率	3.97%	4.13%	4.55%	4.60%	4.60%	4.60%	房地产贷款占比	12.84%	13.69%	11.75%			
生息资产收益率	4.95%	5.82%	4.42%	4.50%	4.79%	4.66%	建筑贷款占比	4.44%	3.84%	2.96%			
付息负债付息率	2.25%	2.82%	1.85%	1.79%	2.00%	1.99%	中长期贷款占比	49.74%	46.12%	0.00%			
NIS(净利差)	2.70%	3.00%	2.58%	2.71%	2.79%	2.68%	贴现贷款占比	6.33%	9.89%	4.06%			
NIM(净息差)	2.79%	3.14%	2.67%	2.75%	2.79%	2.65%	存款结构						
存贷利差	4.24%	4.91%	4.03%	4.15%	4.42%	4.42%	对公活期存款	39.33%	34.79%	43.56%			
贷款净额(YOY)	17.53%	18.12%	34.23%	18.00%	16.00%	16.00%	对公定期存款	44.49%	44.83%	38.11%			
生息资产(YOY)	26.25%	14.29%	34.20%	17.69%	20.72%	21.73%	居民储蓄活期存款	4.50%	4.28%	4.46%			
资产合计(YOY)	26.85%	14.63%	35.29%	17.75%	20.69%	21.68%	居民储蓄定期存款	11.52%	13.07%	12.54%			
存款(YOY)	15.07%	17.07%	45.31%	20.00%	18.00%	18.00%	其它存款	0.16%	3.04%	1.33%			
付息负债(YOY)	22.74%	14.56%	34.39%	23.11%	22.25%	23.32%	其它数据						
负债合计(YOY)	23.21%	14.96%	33.79%	18.63%	19.48%	22.23%	分支机构数量	327	374	434			
手续费净收入/营业收入	9.45%	12.74%	11.09%	10.92%	10.02%	9.58%	员工数	17,766	19,853	26,039			
非利息收入/营业收入	10.76%	13.24%	23.35%	11.34%	10.41%	9.96%							
成本收入比	46.26%	42.55%	42.17%	42.00%	42.00%	42.00%							
信贷成本	0.44%	0.95%	0.64%	1.70%	0.75%	0.75%							
有效税率	31.23%	24.74%	22.66%	22.50%	22.50%	22.50%							

资料来源:上市公司公告 万联证券

作者简介：

李双武：男，中国人民大学经济学院经济学专业，经济学硕士，6年金融从业经历，曾在某股份制银行工作近3年，2008年2月加盟万联证券研发中心，从事银行、保险行业研究。

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133