

新方案平衡各方诉求，且兼顾融资效率

民生银行（600016.SH）

谨慎推荐 维持评级

分析师：叶云燕 ☎：(8610) 6656 8028 ✉：yeyunyan@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091555
杨欢 ☎：(8610) 6656 8865 ✉：yanghuan@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130110014592

1. 事件

民生银行于2月26日发布董事会公告，更改再融资的方式：（1）撤销1月7日通过董事会决议，终止向大股东非公开增发47亿A股的计划；（2）改为在A股市场公开发行规模约200亿的可转债；（3）并计划增发不超过发行在外的H股总数40%的H股股份。

2. 我们的分析与判断

■ 新方案的募资规模增至约290亿元

我们测算新的再融资方案有望募集约290亿元资本，比原方案高出30%。主要包括两部分内容：

（1）公开发行200亿元A股可转债。发行价格待定，确定原则为“两个不低于”——不低于公布募集说明书之日前二十个交易日A股股票交易均价、不低于前一个交易A股股票交易均价。转股期自发行结束6个月后开始。老股东具有优先配售权，优先配售数量待定。

（2）新增发行H股。规模不超过增发前发行在外的H股总股数的40%，按当前H股总股数41.27亿股计算，增发股数将不超过16.51亿股。增发价格将参照当时公司H股股价走势以及同类公司在国际市场的估值水平确定。若按当前6.72港元的H股价格计算，最高可募集110亿港元，折人民币93亿元。

■ 方案若顺利实施，有望解决短期和长期的资本需求

若H股增发和A股可转债发行均在年内顺利实施，可望较好地补充公司未来的资本。我们假设两项融资计划均在年内实施，且2012年，可转债全部转为普通股，测算2011/2012年的核心资本充足率分别提升至9.2%和10.7%（参见表1）。

■ 新方案兼顾了融资效率与市场公平，更好的平衡了大股东与小股东、A股投资者与H股投资者的利益

董事会1月7日通过的方案主要向7家机构定向增发47亿股，募资约215亿元，增发价格4.57元。尽管该方案在监管审批、发行实施等方面具有高效率的优点，但是由于发行价估值过低，且H股投资者和A股中小投资者被排除在外，因此方案公布后市场存在一定的质疑。

修改后的新方案在保证融资效率的基础上，较为妥善地解决了上述问题：（1）增发H股既满足了H股投资者的参与意愿，又解决了短期补充资本金需求；（2）向A股投资者发行可转债，兼顾了大股东和中小投资者的意愿，同时可转债的转股还将解决未来2-3年资本补充需求。

表 1: 再融资前后资本充足率对比

| 再融资前 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| 核心资本净额 | 887.56 | 1028.87 | 1196.72 | 1388.20 |
| 附属资本 | 212.24 | 212.24 | 212.24 | 212.24 |
| 资本净额 | 1076.56 | 1232.61 | 1400.46 | 1591.93 |
| 风险加权资产总额 | 9937.73 | 12116.63 | 14200.97 | 15933.84 |
| 总资产 | 14263.92 | 17818.57 | 20287.10 | 22762.62 |
| 风险加权系数 | 0.70 | 0.68 | 0.70 | 0.70 |
| 资本充足率 | 10.83% | 10.17% | 9.86% | 9.99% |
| 核心资本充足率 | 8.93% | 8.49% | 8.43% | 8.71% |
| 再融资后, 且转债于 2012 年全部转股 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 核心资本净额 | 887.56 | 1028.87 | 1286.72 | 1678.20 |
| 附属资本 | 212.24 | 212.24 | 412.24 | 212.24 |
| 资本净额 | 1076.56 | 1232.61 | 1698.96 | 1890.44 |
| 风险加权资产总额 | 9937.73 | 12116.63 | 13992.43 | 15675.78 |
| 总资产 | 14263.92 | 17818.57 | 20577.10 | 23052.62 |
| 风险加权系数 | 0.70 | 0.68 | 0.68 | 0.68 |
| 资本充足率 | 10.8% | 10.2% | 12.14% | 12.06% |
| 核心资本充足率 | 8.9% | 8.5% | 9.20% | 10.71% |

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

3、投资建议

我们暂维持对公司的盈利预测, 预计 10/11/12 年实现净利 166/197/225 亿元, 对应 EPS 为 0.62/0.74/0.84 元 (具体参见表 2)。按 5.09 元的股价计算, 对应各年 PE 为 8.2x/6.9x/6x, PB 为 1.3x/1.1x/0.9x。维持谨慎推荐评级。

我们相信, 新方案的通过和实质性推进将有利于公司发展。由于可转债的转股价格、老股东的优先配售数量待定, 短期股价涨幅将较为有限。随着转股价格和优先配售数量的确定, 以及最终的转债发行, 长期股价有望向好。

表 2: 关键财务数据及预测

| 利润表 (百万元) | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 每股指标及估值 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利息净收入 | 30380 | 32240 | 46167 | 56010 | 65127 | EPS | 0.42 | 0.54 | 0.62 | 0.74 | 0.84 |
| 非息净收入 | 4367 | 9211 | 8285 | 10736 | 12329 | 每股拨备前利润 | 0.90 | 0.94 | 1.03 | 1.24 | 1.43 |
| 营业收入 | 34747 | 41451 | 54453 | 66746 | 77456 | DVPS | 0.08 | 0.05 | 0.09 | 0.11 | 0.13 |
| 营业支出 | 17817 | 20539 | 26865 | 33692 | 39197 | BVPS | 2.86 | 3.95 | 3.94 | 4.66 | 5.47 |
| 拨备前利润 | 16930 | 20912 | 27588 | 33054 | 38258 | P/E | 12.15 | 9.36 | 8.18 | 6.89 | 6.04 |
| 拨备 | 6518 | 5307 | 5998 | 7408 | 9001 | P/PPOP | 5.66 | 5.42 | 4.93 | 4.11 | 3.55 |
| 税前利润 | 10488 | 15656 | 21590 | 25646 | 29258 | P/B | 1.78 | 1.29 | 1.29 | 1.09 | 0.93 |
| 净利润 | 7885 | 12104 | 16624 | 19747 | 22528 | 股息收益率 | 1.57% | 0.98% | 1.83% | 2.18% | 2.49% |
| 资产负债表 | | | | | | 杜邦分析 | | | | | |
| 资产总额 | 1054350 | 1426392 | 1781857 | 2007210 | 2276262 | 净利息收入 | 2.88% | 2.26% | 2.59% | 2.79% | 2.86% |
| 贷款 | 646475 | 867738 | 999602 | 1146170 | 1325821 | 非净利息收入 | 0.41% | 0.65% | 0.46% | 0.53% | 0.54% |
| 其他生息资产 | 385593 | 517283 | 731605 | 804507 | 886950 | 营业收入 | 3.30% | 2.91% | 3.06% | 3.33% | 3.40% |
| 其他资产 | 22282 | 41371 | 50651 | 56533 | 63491 | 营业支出 | 1.69% | 1.44% | 1.51% | 1.68% | 1.72% |
| 负债总额 | 999678 | 1337498 | 1675790 | 1881914 | 2129147 | 拨备前利润 | 1.61% | 1.47% | 1.55% | 1.65% | 1.68% |
| 存款 | 785786 | 1127938 | 1421202 | 1662806 | 1928855 | 拨备 | 0.62% | 0.37% | 0.34% | 0.37% | 0.40% |
| 其他计息负债 | 194247 | 175377 | 221072 | 181470 | 157709 | 税前利润 | 0.99% | 1.10% | 1.21% | 1.28% | 1.29% |
| 其他负债 | 19645 | 34183 | 33516 | 37638 | 42583 | 税收 | 0.25% | 0.25% | 0.28% | 0.29% | 0.30% |
| 股东权益 | 53880 | 88034 | 105207 | 124436 | 146255 | ROA | 0.75% | 0.85% | 0.93% | 0.98% | 0.99% |
| 盈利能力 | | | | | | 权益倍数 | | | | | |
| 生息资产收益率 | 5.76% | 4.38% | 4.34% | 4.58% | 4.80% | ROE | 14.63% | 13.75% | 15.80% | 15.87% | 15.40% |
| 计息负债成本率 | 2.83% | 1.86% | 1.51% | 1.68% | 1.84% | 资产负债比例 | | | | | |
| 净利差 | 2.94% | 2.52% | 2.83% | 2.89% | 2.95% | 生息资产/总资产 | 99.0% | 98.0% | 98.3% | 98.5% | 98.7% |
| 净息差 | 3.11% | 2.64% | 2.93% | 3.00% | 3.08% | 贷款/生息资产 | 61.9% | 62.1% | 57.1% | 58.0% | 59.0% |
| 贷款收益率 | 7.44% | 5.70% | 5.68% | 6.12% | 6.42% | 债券/生息资产 | 12.8% | 11.2% | 11.3% | 13.2% | 11.1% |
| 存款成本率 | 2.35% | 1.42% | 1.21% | 1.44% | 1.63% | 同业资产/生息资产 | 6.4% | 9.6% | 16.3% | 13.2% | 14.2% |
| 存贷利差 | 5.10% | 4.28% | 4.47% | 4.68% | 4.79% | 计息负债/总负债 | 98.0% | 97.4% | 98.0% | 98.0% | 98.0% |
| 成本收入比 | 42.88% | 42.79% | 43.00% | 44.00% | 44.00% | 存款/计息负债 | 80.2% | 86.5% | 86.5% | 90.2% | 92.4% |
| 增长率 | | | | | | 资本充足率 | | | | | |
| 生息资产 | 14.6% | 33.9% | 25.3% | 12.9% | 13.7% | 核心资本充足率 | 9.30% | 10.83% | 10.17% | 9.86% | 9.99% |
| 贷款 | 18.1% | 34.2% | 15.2% | 14.7% | 15.7% | 资本充足率 | 6.68% | 8.93% | 8.49% | 8.43% | 8.71% |
| 债券 | -14.6% | 17.0% | 26.5% | 31.9% | -4.2% | 加权风险资产系数 | 0.73 | 0.70 | 0.68 | 0.70 | 0.70 |
| 总资产 | 14.6% | 35.3% | 24.9% | 12.6% | 13.4% | 资产质量 | | | | | |
| 计息负债 | 14.6% | 33.0% | 26.0% | 12.3% | 13.1% | 不良贷款余额 | 7921 | 7397 | 9996 | 12815 | 15999 |
| 存款 | 17.1% | 43.5% | 26.0% | 17.0% | 16.0% | 不良贷款/贷款 | 1.20% | 0.84% | 0.98% | 1.09% | 1.18% |
| 利息净收入 | 34.5% | 6.1% | 43.2% | 21.3% | 16.3% | 拨备余额/不良贷款 | 150.0% | 206.0% | 202.5% | 207.9% | 216.5% |
| 非息净收入 | 65.6% | 110.9% | -10.0% | 29.6% | 14.8% | 当年拨备/不良贷款 | 71.8% | 15.3% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 营业收入 | 37.8% | 19.3% | 31.4% | 22.6% | 16.0% | 信用风险成本 | 0.94% | 0.63% | 0.52% | 0.58% | 0.63% |
| 营业支出 | 29.6% | 15.3% | 30.8% | 25.4% | 16.3% | | | | | | |
| 拨备前利润 | 47.7% | 23.5% | 31.9% | 19.8% | 15.7% | | | | | | |
| 净利润 | 24.5% | 53.5% | 37.3% | 18.8% | 14.1% | | | | | | |

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

叶云燕、杨欢，银行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、建设银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908