

评级：强烈推荐（维持）

金融行业/银行

公司研究报告

第一创业研究所
陈曦 S1080209110060电话：0755-25832903
邮件：chenxi@fcsc.cn**民生银行（60016.SH）****——新融资方案考虑周全，设计巧妙****报告要点：**

- **民生银行董事会通过发行A股可转债以及增发H股的再融资议案** 公司董事会今年1月曾通过非公开发行A股的议案，但由于发行价格偏低，受到市场投资者的质疑，相关议案存在股东大会不能通过的风险。公司经过综合考虑，终止原非公开发行A股计划，改为发行A股可转债以及增发H股。

表1 A股可转债主要条款

发行规模	不超过人民币 200 亿元
票面金额	100 元人民币/张
发行价格	按面值发行
债券期限	六年
债券利率	提请股东大会授权本公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和本公司具体情况确定
转股期限	自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止
初始转股价格	不低于公布募集说明书之日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请股东大会授权董事会在发行前根据市场状况确定。
向原 A 股股东配售的安排	本次发行的可转债给予原 A 股股东优先配售权。具体优先配售数量提请股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次发行的可转债的募集说明书中予以披露。

资料来源：公司公告，第一创业研究所

表2 H股增发主要条款

发行规模	不超过 16.51 亿股（不超过发行前公司发行在外的 H 股总股数的 40%，2011 年 2 月 25 日 H 股总股数 41.27 亿股）
定价方式	在充分考虑公司现有股东利益的前提下，根据国际惯例、监管要求，依据当时国际资本市场情况，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进行定价。

资料来源：公司公告，第一创业研究所

- **总融资金额约285亿，提升公司11年资本充足率约1.91个百分点**
 - **H股增发可募集资金约85亿** 公司H股最新收盘价HKD6.82元，折人民币约5.73元，若按九折计算增发价格，则总共可募集资金约人民币85亿。加上200亿的A股可转债，本次现融资总共可募集资金约285亿，较之前的定向增发方案多出约70亿。
 - **A股可转债先补充附属资本，转股后补充核心资本** 公司在A股考虑发行可转债而非公开增发，可能是考虑到A股市场对于银行再融资有抵触情绪。发行可转债对每股收益的摊薄不会一下体现出来，投资者比较容易接受。由于转股期是在发行结束满六个月后开始，因此转股最早要到2012年。本次发行的可转债设有有条件赎回条款，如果公司A股连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于转股价格的130%（含130%），则公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。在公司股价大幅上涨的情况下，该项条款可加速可转债的转股。在可转债转股前，H股增发的



募集资金可先行补充少量核心资本，降低了因可转债没有转股而导致的核心资本充足率过低的风险。这也是本次A+H股再融资方案设计的巧妙之处。

- **提升11年资本充足率1.91个百分点** 我们计算了本次再融资对公司2011—2012年财务指标的影响。假设本次再融资A股与H股部分均于2011年内完成，转股价定为5.5元（较最新A股收盘价溢价约7%）。由于期权价值的特性，如果公司没有行使赎回权，则转债持有人的理性选择是不转股。因而2012年可转债转股的情况只有两种：一、公司行使赎回权，全部转债转为普通股；二、没有转债转为普通股。我们分别计算了这两种情况下公司的财务指标，具体结果见表3。

表3 再融资对公司财务指标的影响

	不考虑再融资		考虑再融资（2012年无转股）		考虑再融资（2012年全部转股）	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
EPS（摊薄）	0.81	0.97	0.76	0.91	0.76	0.81
BVPS	4.51	5.28	4.55	5.26	4.55	5.29
ROAE	19.38%	19.72%	18.66%	18.44%	18.66%	17.25%
P/E	6.29	5.28	6.69	5.63	6.69	6.34
P/B	1.13	0.97	1.12	0.97	1.12	0.97
资本充足率	10.02%	9.70%	11.93%	11.30%	11.93%	11.31%
核心资本充足率	7.94%	7.82%	8.51%	8.29%	8.51%	9.42%

资料来源：第一创业研究所

- **公司不采用A+H配股方式的原因** 由于公司的A股的股本结构、股价估值等原因，采用A+H配股的发行方式存在一些障碍，并且可能导致发行失败的风险。
 - **部分股东可能因流动资金不足不能参与配股，从而遭受股东权益被摊薄的损失** 公司股权结构分散，各类股东资金状况不尽相同，股东之间拥有流动资金的差异非常大，从而造成其参与认配的能力不尽相同。在启动本次再融资方案前，公司已征询了部分股东的意见，发现部分股东由于目前资金储备不足或资金运用已有计划，很可能发生在配股期内无法按时缴纳配股款项的情形，导致弃配或未全额参配，反而造成其股东权益被摊薄，同时影响本次配股认购率和最终的募集资金总额。因此如果公司选择配股，可能由于部分股东资金不足而造成其股东权益受到较大损害。
 - **配股折扣率可能过低，配股失败风险较大** 目前所有A股上市商业银行的配股定价中，均要求配股价格不低于发行前公司最近一期经审计的每股净资产。考虑到目前市场普遍接受30%左右的银行配股价格折扣水平，而公司A股目前的二级市场股价相对于每股净资产的溢价并不高，如采用配股发行，很可能由于配股价格折扣水平过低，从而导致较大的配股失败风险。
 - **股权结构分散，不利于配股的成功发行** 根据监管规定规定，采用配股方式融资，原A股股东认购股票的数量必须达到拟配售数量的百分之七十，否则发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。公司十大股东持股比例仅在30%左右，股权结构相对分散。与A股配股成功所需的70%的参配比例下限相比，即使假定前十大股东全额参配，也仅覆盖到该比例的一半，况且经前期沟通其中部分股东没有足够的资金实力参配，因而配股需耗费大量的股东沟通成本，导致融资成本较高。同时若最终参与配售的数量未达到拟配售数量的70%，还可能导致发行失败，从而影响公司资本运用规模，制约长期发展战略的实施。
- **维持对公司的“强烈推荐”评级** 公司业务模式独特，有望成长为细分市场优势明显的专业化银行。并且在加息环境中息差反弹快于行业水平。预计公司2011年、2012年EPS分别为0.76元、0.81元，对应PE6.69倍、6.34倍，维持“强烈推荐”评级。



财务预测

每股指标与估值	2009	2010E	2011E	2012E
EPS (摊薄)	0.54	0.64	0.76	0.81
BVPS	3.95	3.87	4.55	5.29
P/E	9.40	8.02	6.69	6.34
P/B	1.29	1.32	1.12	0.97

盈利能力	2009	2010E	2011E	2012E
ROAA	0.98%	1.07%	1.12%	1.12%
ROAE	17.06%	17.79%	18.66%	17.25%
净利差 (SPREAD)	2.44%	2.82%	2.81%	2.79%
净息差 (NIM)	2.53%	2.91%	2.90%	2.90%
信贷成本	0.65%	0.53%	0.50%	0.54%
成本收入比	42.17%	40.90%	41.23%	41.95%
所得税有效税率	22.66%	24.07%	25.02%	25.02%

利润表 (百万)	2009	2010E	2011E	2012E
利息净收入	32,240	45,630	55,791	66,593
手续费净收入	4,664	8,024	11,272	15,832
其他非息收入	4,547	46	363	413
营业收入	42,060	54,380	67,426	82,838
营业费用与税金	20,539	26,042	32,539	40,572
资产减值损失	5,307	5,065	5,684	7,455
营业利润	15,605	22,593	29,203	34,811
营业外收支净额	51	-44	0	0
利润总额	15,656	22,549	29,203	34,811
所得税	3,548	5,426	7,306	8,709
少数股东利润	4	100	224	291
母公司所有者利润	12,104	17,022	21,673	25,811

资产负债表 (百万)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及存放央行	226,054	252,087	317,305	378,375
同业资产	134,863	300,745	358,628	427,650
证券投资	156,366	179,984	172,204	192,785
贷款总额	882,979	1,020,238	1,239,880	1,492,320
贷款损失准备	15,241	20,017	25,701	33,156
贷款净额	867,738	1,000,220	1,214,179	1,459,164
生息资产总额	1,400,262	1,753,054	2,088,018	2,491,130
总资产	1,426,392	1,787,219	2,128,553	2,539,509
同业负债	152,317	218,368	236,113	295,155
存款	1,127,938	1,400,486	1,670,029	1,991,449
应付债券	23,060	22,910	42,910	22,910
付息负债	1,303,315	1,641,763	1,949,052	2,309,514
总负债	1,337,498	1,682,783	1,998,275	2,368,582
少数股东权益	860	1,117	1,296	1,529
母公司所有者权益	88,034	103,319	128,981	169,398

资产质量	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	0.84%	0.75%	0.77%	0.82%
不良贷款净生成率	-0.06%	0.03%	0.16%	0.20%
拨备覆盖率	206.04%	260.00%	270.00%	270.00%
拨备/贷款总额	1.73%	1.96%	2.07%	2.22%

资本	2009	2010E	2011E	2012E
资本充足率	10.83%	10.37%	11.93%	11.31%
核心资本充足率	8.92%	8.07%	8.51%	9.42%
杠杆倍数	16.05	17.08	16.31	14.83

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120