



银行股权激励开幕，坚定看好估值提升

中信证券研究部

2014年11月10日

朱琰

电话：010-60838601

邮件：zhuy@citics.com

执业证书编号：S1010510120023

肖斐斐

电话：010-60838047

邮件：xff@citics.com

执业证书编号：S1010510120057

向启

电话：010-60838757

邮件：xiangqi@citics.com

执业证书编号：S1010512090006

投资评级

事项：

增持（维持）

当前价：6.34 元

2014年11月8日，民生银行董事会决议，通过发行不超过300亿元人民币的优先股，其中拟在境外发行100亿；同时公司公告员工持股计划，对核心员工定向增发不超过14亿股融资80亿元，价格为前20日均价的90%，锁定期三年。对此我们点评如下。

评论：

员工持股计划彰显政策导向，既利于补充资本，也利于长效经营和市值管理，提升核心一级资本充足率0.3%，推测占全年薪酬30-40%左右，对二级市场影响正面。

证监会2014年6月20日发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，要求在上市公司中开展员工持股计划实施试点，表明政策引导上市公司建立长效激励机制，强化市值管理。公司在上市银行中首家披露员工持股计划，主要归因于公司民营的性质，既不存在国资委“不得低于净资产出售”的约束，也不存在对于国有控股公司需要财政部制定管理办法的影响，因此进度快于同业。测算显示，80亿资金提升公司核心一级资本充足率在0.3%左右，同时未来仍有可能继续采取员工持股计划，拓宽资本补充来源。如果按照人均100-200万的股票价值来算，参与持股计划的人数为4000-8000人，占目前公司全部员工数量的10%左右，预计将涵盖主要管理人员；按照2013年年报公布的员工薪酬190亿+应付工资76亿来算，80亿规模占比30%左右。

预计300亿优先股发行成本6.5-7.5%附近，补充一级资本1%左右。

民生银行发行条款与其他银行类似，计划发行规模300亿，其中境内200亿、境外100亿，合计提升一级资本充足率1%左右，推测发行成本6.5-7.5%附近；境内部分自中国证监会核准发行之日起在6个月内实施首次发行，首次发行数量不少于总发行数量的50%，剩余数量在24个月内发行完毕；境外部分一次或多次发行完毕。目前，在发行人会计衡量上已将优先股划归权益类资产，而在投资人会计计量上划归可供出售金融资产，叠加银行违约风险低收益率水平偏高，预计发行受到投资者青睐，资本补充进程顺利。

国有银行股权激励尚需财政部颁布正式办法才可行，预计今年底到明年初员工股权激励方案将陆续出台，有利于提升行业整体估值。

员工持股计划本质上是将员工收入（多为奖金）的一部分转化为股权，存在节税效应，锁定期3年有利于员工稳定经营和创造企业价值。不过，除平安银行外，其余上市银行均属于国有商业银行，公布员工持股计划需要监管文件的配套落实，预计政策态度为积极支持，推测今年底到明年初仍有金融类企业陆续公布员工持股计划，打开资本补充渠道，提升行业资本充足率水平，进而有利于提升行业整体估值水平。

公司贯彻谨慎经营策略，注重资产结构调整，同时加大风险暴露和不良计提，夯实增长基础，需要关注新任管理层的经营规划和盈利目标。

公司强化资产结构调整和夯实基础：1、小微贷款客户下沉，近两年以来小微贷户均贷款从 200 万降至 80 万附近，今年以来余额仅微幅增长；2、收缩同业和非标业务，其中返售类和投资类业务扩张谨慎；3、公司大幅度处置不良资产，在上半年核销高达 31 亿、转出 46 亿的基础上，推测 3 季度核销和转出规模接近 40 亿。我们认为，需要关注公司新任管理层的经营规划和盈利目标，暂维持公司 2014/15/16 年 EPS 预测为 1.42/1.58/1.75 元，维持“增持”评级。沪港通超预期有利于提振金融板块估值，叠加“风险化解+市场面要素转暖”，银行整体估值有望继续上行，继续坚定看好后续市场表现。

风险因素：资产质量恶化对利润表的影响。

沪港通超预期有利于提振金融板块估值，叠加“风险化解+市场面要素转暖”，银行整体估值有望继续上行，继续坚定看好后续市场表现。

我们重申本轮行情是长期要素主导的估值上移，核心逻辑在于经济尾部风险的消除（房地产政策放松、央行主动释放稳定信号、银行风险偏好下行）。同时，沪港通超预期开闸、叠加市场面要素改善等多重要素，银行板块 PB 估值有望回升至 1 倍以上。重申对板块的推荐观点，建议积极增配布局 2015 年，预期收益空间 30%，现阶段建议重点关注有催化剂的交通银行（员工持股等激励方案预期）、光大银行（集团改制整体上市），以及兼具基本面良好、催化剂鲜明的平安银行（综合金融+逆周期扩张）、兴业银行（大金融平台+投行化转型）和浦发银行（上海国资金融平台+NFC）。

民生银行盈利预测及估值简表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	103,111	115,886	131,987	145,218	160,095
增长率 YoY%	25.2%	12.4%	13.9%	10.0%	10.2%
净利润（百万元）	38,308	43,282	49,091	54,703	60,613
增长率 YoY%	34.7%	13.0%	13.4%	11.4%	10.8%
EPS（元）	1.34	1.54	1.42	1.58	1.75
BVPS(元)	5.94	7.20	7.27	8.58	10.03
PE	5.8	5.1	4.4	3.9	3.5
PB	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 股价为 2014 年 11 月 7 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。