

李珊珊
 010-88087417
 liss@cmschina.com.cn

2009年6月8日

民生银行(600016.SH)/7.27元

H股上市奠定新三年规划资本基础

金融·银行

目标估值: 7-8元

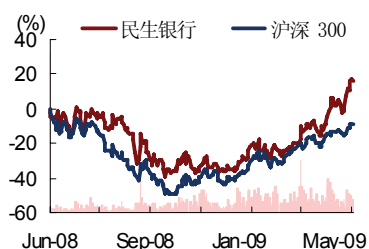
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2754
总股本(万股)	1882300
已上市流通股(万股)	1789480
总市值(亿元)	1368
流通市值(亿元)	1301
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	95.0%
主要股东	中国人寿保险股份有
主要股东持股比例	5.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	28	71	5
相对表现	21	25	21



相关报告

事项:

民生银行6月5日第五届董事会第三次会议,会议审议通过《关于中国民生银行股份有限公司发行H股股票并上市方案的议案》,决定将该上市方案提交股东大会审议。本次发行的H股股数不超过发行后公司总股本的15%,并授予全球簿记管理人不超过上述发行的H股股数15%的超额配售权。

□ **H股上市募资可能超过之前预期的A股再融资规模。**公司目前总股本为188.23亿股,如果按总股本15%的上限测算,不考虑超额配售权,民生银行H股发行总规模将不超过33.22亿股。目前A+H两地上市银行股H股平均折价率17%,按照平均折价率计算,H股二级市场价为6元,对应09年PB1.8倍。假设H股发行价为5元人民币,不考虑超额配售权,此次发行可为民生募集资本金最多达到166亿元人民币。

□ **H股上市将为公司新三年战略规划奠定坚实资本基础。**相对A股再融资,H股上市由于发行价格可能低一些,对每股净资产的增厚可能减弱,更加摊薄ROE和现有股东权益,但由于上市募集资金可能大于A股再融资,对资本实力的提高程度将有所增强,这对公司未来两年加快开设分支机构和贷款扩张,实现新三年战略规划意义重大。或者说,在公司基本面临重大转变阶段,ROE弹性较大,有向上的空间,应动态地看待融资摊薄短期内ROE和股东权益的问题。所以我们认为此举对公司和现有股东均是更有利的。粗略测算,如果发行价在5-5.8元人民币之间,发行规模在110-160亿元之间,则09年动态PB将由目前的2.2倍降至1.96-2.04倍。

□ **维持民生银行强烈推荐评级。**我国宏观经济向好预期的加强,2010年经济增长趋势的逐步明朗,为公司新三年规划的实现创造了良好的外部环境,事业部改革后专业化优势已经开始显现,10年盈利超出我们目前预期的可能性也在加大。暂维持09/10年EPS0.54/0.56元的预期,维持强烈推荐评级。目标价7-8元。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营收入(百万元)	17452	25301	35017	38276	41723
同比增长	36.1%	45.0%	38.4%	9.3%	9.0%
营业利润(百万元)	5332	9200	10412	14017	14286
同比增长	27.2%	72.5%	13.2%	34.6%	1.9%
净利润(百万元)	3832	6335	7893	10598	10829
同比增长	43.3%	65.3%	24.6%	34.3%	2.2%
每股收益(元)	0.38	0.44	0.42	0.56	0.58
PE	19.3	16.6	17.3	12.9	12.6
PB	3.8	2.1	2.5	2.2	1.9

资料来源:招商证券

民生银行 6 月 5 日第五届董事会第三次会议，会议审议通过《关于中国民生银行股份有限公司发行 H 股股票并上市方案的议案》，决定将该上市方案提交股东大会审议。本次发行的 H 股股数不超过发行后公司总股本的 15%，并授予全球簿记管理人不超过上述发行的 H 股股数 15% 的超额配售权。

一、H 股上市募资可能超过之前预期的 A 股再融资规模

公司目前总股本为 188.23 亿股，如果按此上限测算，不考虑超额配售权，民生银行 H 股发行总规模将不超过 33.22 亿股。目前 A+H 两地上市银行股 H 股平均折价率 17%，按照平均折价率计算，H 股二级市场价格 6 元，对应 09 年 PB1.8 倍。假设 H 股发行价为 5 元人民币，则此次发行可为民生银行募集资本金最多达到 166 亿元人民币。

不过公司并未表示因此放弃在 A 股的再融资计划，不能排除同时谋求在 A 股再融资的可能。

表 1: A+H 银行股最新动态 PB 和 A 股溢价率

	A 股 09 年动态 PB	H 股 09 年动态 PB	A 股相对 H 股溢价率
工商银行	2.12	2.05	3.29%
招商银行	2.97	2.26	31.23%
中国银行	1.75	1.48	17.61%
建设银行	2.12	2.00	5.81%
交通银行	2.27	2.00	13.32%
中信银行	1.91	1.48	29.24%
平均	2.19	1.88	16.75%

资料来源：招商证券

二、H 股上市将为公司新三年战略规划奠定坚实基础

相对 A 股再融资，H 股上市由于发行价格可能低一些，对每股净资产的增厚可能减弱，更加摊薄 ROE 和现有股东权益，但由于上市募集资金可能大于 A 股再融资，对资本实力的提高将有所增强，这对公司未来两年加快开设分支机构和贷款扩张，以及新三年战略规划的实现意义重大。或者说，在公司基本面临重大转变阶段，ROE 有向上的空间，弹性较大，应动态地看待融资摊薄短期内 ROE 和股东权益的问题。所以，我们认为此举对公司和现有股东均是更有利的。

粗略测算，如果发行价在 5-5.8 元人民币之间，发行规模在 110-160 亿元之间，则 09 年动态 PB 将由目前的 2.2 倍降至 1.96-2.04 倍。

表 2: 民生银行 H 股上市后每股净资产和估值的敏感性分析

当前预计 09 年 BPS: 3.38 元		募集资金 (百万元人民币)					
		11000	12000	13000	14000	15000	16000
发行价 (元人民币)		发行后预计 09 年每股净资产 (元人民币)					
5.0	3.55	3.56	3.57	3.59	3.60	3.61	
5.2	3.56	3.58	3.59	3.60	3.62	3.63	
5.4	3.57	3.59	3.61	3.62	3.64	3.65	
5.6	3.59	3.60	3.62	3.64	3.65	3.67	
5.8	3.60	3.62	3.63	3.65	3.67	3.69	
当前 09 年动态 PB: 2.2 倍		发行后预计 09 年动态 PB					
5.0	2.04	2.03	2.02	2.02	2.01	2.00	
5.2	2.03	2.02	2.01	2.01	2.00	1.99	
5.4	2.02	2.01	2.01	2.00	1.99	1.98	
5.6	2.02	2.01	2.00	1.99	1.98	1.97	
5.8	2.01	2.00	1.99	1.98	1.97	1.96	
当前 10 年动态 PE: 12.6 倍		发行后预计 10 年动态 PE					
5.0	14.1	14.2	14.4	14.5	14.7	14.8	
5.2	14.1	14.2	14.3	14.4	14.6	14.7	
5.4	14.0	14.1	14.3	14.4	14.5	14.6	
5.6	14.0	14.1	14.2	14.3	14.4	14.6	
5.8	13.9	14.0	14.1	14.3	14.4	14.5	

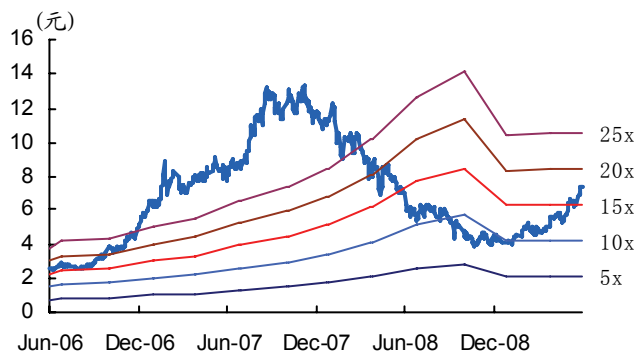
资料来源: 招商证券研发中心

考虑到 09 年盈利中含有部分海通股权一次性因素, 这里参考 10 年 PE。

三、维持民生银行强烈推荐评级

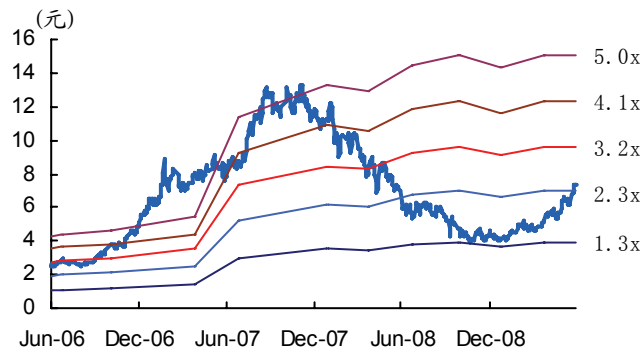
我国宏观经济向好预期的加强, 2010 年经济增长趋势的逐步明朗, 为民生银行新三年规划的实现创造了良好的外部环境, 事业部改革后专业化优势已经开始显现, 10 年盈利超出我们目前预期的可能性也在加大。暂维持 09/10 年 EPS0.54/0.56 元的预期。不考虑 H 股融资, 目前公司 09 年动态 PB 为 2.2 倍, 维持强烈推荐评级。

图 1: 民生银行历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 民生银行历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 3: 估值对比表

公司	EPS				盈利复合 增长率	PE			PB		市值 亿元	投资评级
	07	08	09E	10E		08-09	08	09E	10E	09E	10E	
民生银行	0.44	0.42	0.56	0.58	29.1%	17.4	13.0	12.6	2.2	1.9	1242	强烈推荐-A
北京银行	0.54	0.87	0.91	1.02	30.0%	16.5	15.8	14.0	2.3	2.0	833	审慎推荐-A
兴业银行	1.72	2.28	2.30	2.41	15.8%	13.8	13.7	13.1	2.7	2.3	1416	审慎推荐-A
招商银行	1.04	1.43	1.22	1.42	8.7%	13.4	15.7	13.6	3.0	2.5	2469	审慎推荐-A
交通银行	0.42	0.58	0.59	0.64	18.8%	13.3	13.1	12.1	2.3	2.0	3095	审慎推荐-A
浦发银行	1.26	2.21	1.99	2.13	52.8%	13.7	15.2	14.2	3.0	2.6	1433	审慎推荐-A
工商银行	0.24	0.33	0.36	0.39	22.0%	13.5	12.3	11.3	2.1	1.9	13694	审慎推荐-A
建设银行	0.30	0.40	0.41	0.44	18.1%	12.2	11.7	10.9	2.1	1.9	9098	审慎推荐-A
华夏银行	0.50	0.62	0.76	0.90	34.3%	17.0	13.8	11.6	1.7	1.6	525	审慎推荐-B
深发展	1.16	0.20	1.40	1.51	28.2%	101.1	14.3	13.2	3.2	2.7	554	审慎推荐-A
南京银行	0.50	0.79	0.93	1.07	37.2%	19.1	16.3	14.2	2.3	2.0	262	审慎推荐-A
中国银行	0.22	0.25	0.28	0.32	12.4%	14.7	13.2	11.4	1.7	1.6	8366	审慎推荐-A
中信银行	0.21	0.34	0.33	0.35	24.5%	15.1	15.7	14.7	1.9	1.7	1748	中性-A
宁波银行	0.38	0.53	0.58	0.70	23.9%	20.3	18.5	15.5	2.7	2.4	248	中性-A
算术平均					19.1%	21.5	14.4	13.0	2.4	2.1	3213	

资料来源：招商证券研发中心

分析师简介

李珊珊：北京大学经济学硕士，2005 年开始从事金融行业分析，现为招商证券银行业分析师

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

本报告中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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。