

动态报告/公司快评

金融

银行

民生银行（600016）
谨慎推荐

H 股发行价快评

（维持评级）

2009 年 11 月 20 日

发行价格合理，影响较为正面

分析师： 邱志承 qiuzc@guosen.com.cn 021-60875167

分析师： 黄飙 huangbiao@guosen.com.cn 0755-82130833-1868

事项：

公司公布了 H 股发行价为 9.08 港元/股（不包括应付的 1% 经纪佣金，0.004% 香港证监会交易征费，0.005% 香港联交所交易费）。H 股股份预期于 2009 年 11 月 26 日开始在香港联交所主板上市交易。

评论：

■ 发行价位于询价区间中部，相当于 2 倍 09PB 和 14.8 倍 09PE（发行后） 此次 H 股发行价 9.08 港元（折合人民币约 8.00 元）位于发行价格区间 8.50 港元~9.50 港元的中间位置，考虑到媒体报道此次 IPO 公开发售的超额认购倍数达到 150 多倍、国际配售超额认购 3~4 倍，这样的发行价留下了一定的价差空间、是较多的顾及了认购者的利益，可能是由于国际配售比例较高（达到 95%）的原因。

从估值角度，该发行价相当于 2 倍的 09PB 及 14.8 倍的 09PE，与 A 股市场最新市场价格（8.49 元）较为接近，发行价的估值较为合理，对未来盈利摊薄较少。

表 1：民生银行 H 股 IPO 相关数据

发行价格	9.08 港元，折合人民币 8.00 元
原发行价区间	8.50~9.50 港元
发行数量（不行使超额配售权）	33.22 亿股
发行数量（行使 15% 超额配售权）	38.20 亿股
资本公积增加（扣除发行费用，行使超额配售权）	折合人民币 260.2 亿元
发行费用	8.17 亿港元，折合人民币 7.20 亿元（来自招股书）
发行后部分公司 2009E 数据	
总股本（行使超额配售权）	226.4 亿股
每股收益	0.542 元
期末每股净资产	4.06 元
最新收盘价	8.49 元

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

表 2：民生银行融资前后指标对比

（%）	此次融资前		此次融资后		融资后的变化	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
EPS	0.65	0.66	0.54	0.58	-0.11	-0.08
BVPS	3.27	3.80	4.06	4.53	0.79	0.73
PPoPPS	1.07	1.14	0.89	0.98	-0.18	-0.16
P/E	13.1	12.8	15.8	14.8	2.7	2
P/B	2.59	2.23	2.11	1.89	-0.48	-0.34
P/PPoP	8.0	7.5	9.6	8.8	1.6	1.3

市值/总资产(A股)	11.5%	9.1%	13.7%	10.8%	2.20%	1.70%
股息收益率(税后)	2.0%	1.4%	1.6%	1.1%	-0.4%	-0.3%
核心资本充足率	8.5%	7.7%	11.1%	9.8%	2.6%	2.1%
资本充足率	6.0%	5.5%	8.7%	7.7%	2.7%	2.2%
财务杠杆(倍)	22.1	24.5	20.9	17.1	-1.2	-7.4

数据来源：公司报表 国信证券经济研究所

- **此次融资将解决公司未来 2 年的核心资本需求，对公司影响为正面，维持“谨慎推荐”评级** 此次融资完成后，预计其 2009 年末的核心资本充足率将从不足 6% 上升到 8.7%，即使未来两年提高分红率，到 2011 年末核心资本充足率仍能维持在 7.0%，满足最新的监管要求，因此预计公司未来两年内再度大幅融资的可能性较小。总体而言，此次融资将有利于公司补充资本、拓展国内业务以及业务模式创新，对公司影响为正面。我们认为公司 2010 年具有较大的息差和业绩弹性、较小的费用和拨备支出反弹压力，2010~2011 年业绩预计有 6.7% 和 20.5% 的增长，维持公司“谨慎推荐”的评级。

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2008A	2009E	2010E	2011E
P/E	24.6	15.8	14.8	12.3
P/B	3.60	2.11	1.89	1.68
P/PPoP	11.4	9.6	8.8	6.7
市值/总资产(A股)	18.4%	13.7%	10.8%	8.7%
股息收益率(税后)	0.6%	1.6%	1.1%	1.2%

每股指标 (元)	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	0.42	0.54	0.58	0.70
BVPS	2.86	4.06	4.53	5.11
PPoPPS	0.90	0.89	0.98	1.28
DPS	0.07	0.19	0.11	0.12

盈利驱动	2008A	2009E	2010E	2011E
存款增长	17.1%	39.8%	26.1%	24.8%
贷款增长	18.6%	37.1%	28.7%	25.9%
存贷比	75.6%	73.9%	77.9%	79.5%
盈利资产增长	14.6%	34.9%	26.6%	24.3%
贷款收益率	7.59%	5.68%	5.91%	5.97%
债券收益率	3.89%	3.52%	3.08%	2.95%
盈利资产平均生息率	5.88%	4.28%	4.29%	4.34%
存款成本率	2.60%	1.84%	1.69%	1.62%
付息负债平均付息率	2.84%	1.94%	1.77%	1.69%
净息差(NIM)	3.17%	2.42%	2.60%	2.72%
净利差(SPREAD)	3.04%	2.35%	2.52%	2.65%
非利息收入比重	12.6%	24.0%	15.2%	15.2%
费用收入比(含营业)	51.3%	50.5%	54.5%	54.1%
拨备支出/平均贷款	1.07%	0.50%	0.47%	0.60%
有效所得税率	24.7%	23.7%	23.5%	24.1%

收入盈利增长	2008A	2009E	2010E	2011E
净利息收入增长	34.5%	1.5%	32.5%	30.0%
手续费收入增长	86.5%	14.6%	37.5%	34.8%
营业净收入增长	37.8%	16.8%	18.8%	30.1%
拨备前利润增长	48.2%	18.7%	9.5%	30.9%
净利润增长	24.5%	55.5%	6.7%	20.5%

资产盈利能力	2008A	2009E	2010E	2011E
RoAE	14.2%	18.2%	12.6%	13.6%
RoAA	0.74%	0.87%	0.74%	0.72%
RoAA(拨备前)	1.67%	1.57%	1.34%	1.41%
RoRWA	1.03%	1.19%	1.00%	0.97%

资产质量	2008A	2009E	2010E	2011E
不良资产率	1.20%	0.78%	0.70%	0.76%
拨备覆盖率	150%	187%	176%	159%
拨备余额/全部贷款	1.81%	1.46%	1.22%	1.20%

资本	2008A	2009E	2010E	2011E
资本充足率	9.3%	11.1%	9.8%	8.9%
核心资本充足率	6.6%	8.7%	7.7%	7.0%
财务杠杆(倍)	19.2	20.9	17.1	18.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
净利息收入	30,380	30,847	40,880	53,149
利息收入	56,311	52,940	67,403	84,813
利息支出	25,931	22,093	26,523	31,665
资产准备支出	6,518	4,090	4,955	8,114
拨备后净利息收入	23,862	26,757	35,924	45,034
手续费净收入	4,461	5,114	7,032	9,481
其他经营净收益	-94	4,608	285	74
营业净收入	34,747	40,569	48,197	62,704
营业费用	17,817	20,486	26,246	33,919
营业外净收入	76	96	150	143
拨备前利润	17,006	20,179	22,101	28,928
总利润	10,488	16,089	17,145	20,813
所得税	2,595	3,807	4,037	5,022
少数股东利润	8	19	28	28
净利润	7,885	12,263	13,080	15,763

资产负债表 (百万)	2008A	2009E	2010E	2011E
现金及存放同业	14,858	26,284	35,783	43,174
央行准备金	184,778	143,859	192,675	243,272
拆放金融企业	53,624	166,427	191,113	235,224
贷款	658,360	902,403	1,161,01	1,461,56
贷款拨备	-11,885	-13,192	-14,193	-17,599
债券投资	133,659	170,936	204,939	236,233
固定资产	6,496	6,932	7,425	7,848
递延税款净额	1,079	2,508	2,698	3,346
其他资产	13,381	10,232	13,001	15,836
盈利资产	1,045,27	1,409,91	1,785,52	2,219,46
总资产	1,054,35	1,416,39	1,794,45	2,228,89
金融企业存放	161,878	180,425	262,398	336,287
存款	785,786	1,098,52	1,385,24	1,728,78
应付款项	18,015	15,829	20,546	24,386
发行债券	33,999	28,877	22,877	22,877
付息负债	981,663	1,307,83	1,670,52	2,087,95
总负债	999,678	1,323,66	1,691,06	2,112,33
实收资本	18,823	22,643	22,643	22,643
公积金	21,047	44,715	46,023	47,599
一般准备	8,001	7,000	8,000	9,000
未分配利润	6,009	17,561	25,880	36,451
少数股东权益	792	811	840	870
所有者权益	54,672	92,730	103,386	116,563

存贷款客户结构	2008A	2009E	2010E	2011E
个人贷款	16.5%	15.0%	16.0%	17.0%
企业贷款	73.8%	75.0%	77.0%	77.0%
票据贴现	9.7%	10.0%	7.0%	6.0%
储蓄存款	17.3%	17.0%	18.0%	19.7%
企业存款	82.7%	83.0%	82.0%	80.3%

网点与员工(个)	2008A	2009E	2010E	2011E
网点数量	374	441	516	599
员工数量	19,853	23,712	26,826	29,909

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。