

银行业
付立春

010-88092288-8539

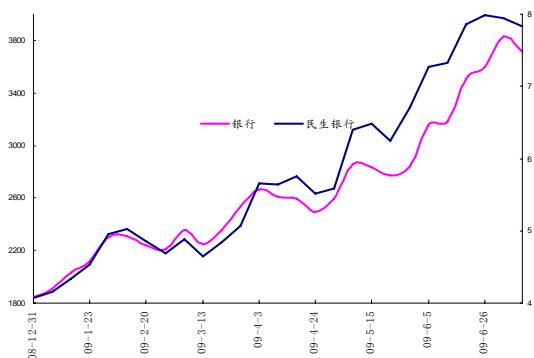
f1c@swsc.com.cn

民生银行 (600016): 充实资本 做大做强

2009 年 7 月 21 日

增持 (维持)

评级:	增持			
上次评级:	增持			
目标价格:	9.4			
当前价格:	8.3			
财务数据				
指标	2009Q1	2008	2007	2006
总资产增长	10.17	14.63	31.32	25.64
净资产增长	5.31	8.94	159.96	25.47
净利润增长	1.63	24.46	65.33	43.33
每股净资产	3.02	2.86	3.47	1.90
每股收益	0.13	0.42	0.48	0.38
净资产收益率	4.40	14.63	12.62	19.85
资产负债比率	95.04	94.81	94.54	97.24
资产报酬率	0.22	0.75	0.69	0.55

市场表现

相关研究

2009/07/20 不良贷款稳定 潜在风险增加

2009/07/17 实体经济贷款需求回暖

2009/07/14 房贷逐渐恢复 投向调整临近

2009/07/13 结构宽松时代 行业跟随大市

2009/05/08 业绩加速增长 股价仍存低估

——2009 下半年银行投资策略报告

内容摘要:

- 民生银行赴港上市工作正顺利推进。目前该行赴港上市计划已获得银监会批文，证监会审核结果无悬念，但上报香港联交所无确定时间。
- 民生银行赴港上市，基本目的都是为了提升公司的资本充足率，尤其是核心资本充足率。目前监管层对银行的资本充足率要求更趋严格。民生银行 H 股上市为资本规模扩张打下基础。
- 在港上市后，民生银行国际化程度和品牌价值也有望提升。
- 作为全国民营性股份银行，民生银行的资产快速扩张。从主要财务指标看，总资产、净资产都保持了较为稳定快速的增长。
- 民生银行盈利能力较强，且贷款减值较为充分。
- 绝对估值发现，当前银行股价成长性较强。通过对比，民生银行是股价具有成长性最强的银行之一，同时具有较高的安全性。相对估值方面，综合盈利能力与资产成长性，我们认为中短期民生银行相对更具有投资价值，预计 09 年民生银行 09 年 EPS0.47 元，10 年 EPS0.53 元。
- 同时，民生银行的贝塔系数大于 1，即相对市场反应更为敏感，在市场上行与下行时能够表现更为突出，能够保证中国经济与资本市场复苏带来的超额收益。
- 我们维持民生银行“增持”评级，维持其加入我们推荐投资组合。

目 录

H股上市顺利推进 已获银监会批文	2
补充资本金 提升国际化与品牌	2
全国民营性股份银行	2
资产快速扩张	3
盈利能力突出	3
预测与策略	4

图表目录

表 1: 民生银行前十大股东	3
表 2: 民生银行的主要财务指标 (%)	3
表 3: 民生银行盈利状况 (亿元)	4
表 4: 民生银行绝对估值与目标价	5
表 5: 民生银行相对估值与评级	6

H股上市顺利推进 已获银监会批文

据上证报 7 月 21 日报道，民生银行赴港上市工作正顺利推进。来自民生银行内部人士消息称，目前该行赴港上市计划已获得银监会批文，相关材料也已上报证监会，正在接受审核中。证监会审核通过后将上报香港联交所，上市时间预计在今年四季度。

证监会审核结果无悬念。据上述报道由于民生银行上市为先 A 股后 H 股，不存在资源外流问题，证监会对该行赴港上市非常支持，也因此，他认为，证监会审核结果应该不存在悬念。

上报香港联交所无确定时间。根据流程，获得证监会批复之后，民生银行上市材料将上报香港联交所。不过，对于昨日有媒体报道称“民生银行本月底将上报赴港上市材料”中所指上报对象是否为香港联交所的问题，该人士称，无法确定证监会核准时间，因此也无法确定何时向香港联交所上报材料。

补充资本金 提升国际化与品牌

民生银行第五届董事会审议通过了发行 H 股股票并上市的决议，据决议文件显示，民生银行发行 H 股的上限为 33.22 亿股，若再加上不超过 15% 的超额配售权，此次发售 H 股最多不超过 38.18 亿股。赴港上市所募集资金在扣除发行费用后，用于补充公司的核心资本，提高资本充足率，增强公司抵御风险能力和盈利能力。

我们认为，民生银行无论是定向增发，还是赴港上市，基本目的都是为了提升公司的资本充足率，尤其是核心资本充足率。民生银行去年上半年资本充足率为 9.21%，2008 年年底的资本充足率仍然略低于 10%。但目前监管层对银行的资本充足率要求在 10% 以上，且要求更趋严格。民生银行 H 股上市的目的很明确，主要是补充资本充足率，为资本规模扩张打下基础。

现在内地资本市场融资的障碍相对较多，选择在港交所上市是一个很好的替代策略。在港上市后，民生银行国际化程度和品牌价值也有望提升。

全国民营性股份银行

中国民生银行股份有限公司是经国务院及中国人民银行批准于 1996 年 2 月 7 日成立的全国性股份制商业银行。公司于 2000 年发行人民币股票普通股(A 股)3.5 亿股，并于同年在上海证券交易所上市交易。截止到 2009 年 3 月 31 日，公司第一大股东为新希望投资有限公司，控股 5.9% (参见表 1)。

表 1: 民生银行前十大股东

序号	股东名称	持股类型	持股数	占总股本	持股数变动原因
1	新希望投资有限公司	流通股(A股)	1,111,322,354	5.90%	2009年1季报
2	中国人寿保险股份有限公司	法人股	959,422,762	5.10%	2008年报
3	中国平安人寿保险股份有限公司	流通股(A股)	926,967,800	4.92%	2009年1季报
4	中国船东互保协会	流通股(A股)	754,803,754	4.01%	2009年1季报
5	东方集团股份有限公司	流通股(A股)	740,808,520	3.94%	2009年1季报
6	四川南方希望实业有限公司	流通股(A股)	684,915,782	3.64%	2009年1季报
7	厦门福信集团有限公司	流通股(A股)	617,917,635	3.28%	2009年1季报
8	中国中小企业投资有限公司	流通股(A股)	614,962,526	3.27%	2009年1季报
9	中国泛海控股集团有限公司	流通股(A股)	582,449,263	3.09%	2009年1季报
10	上海健特生命科技有限公司	流通股(A股)	318,678,700	1.69%	2009年1季报

来源: 公司财报 西南证券研发中心

资产快速扩张

近几年, 民生银行的资产快速扩张。从主要财务指标看, 总资产、净资产都保持了较为稳定快速的增长(参见表2)。

表 2: 民生银行的主要财务指标(%)

	2009Q1	2008	2007	2006	2005
总资产增长	10.17	14.63	31.32	25.64	25.17
净资产增长	5.31	8.94	159.96	25.47	19.20
净利润增长	1.63	24.46	65.33	43.33	
每股净资产	3.02	2.86	3.47	1.90	2.12
基本每股收益	0.13	0.42	0.48	0.38	0.37
净资产收益率	4.40	14.63	12.62	19.85	17.38
资产负债比率	95.04	94.81	94.54	97.24	97.24
资产报酬率	0.22	0.75	0.69	0.55	0.48

来源: 公司财报 西南证券研发中心

盈利能力突出

民生银行盈利能力较强。2008年公司实现净利润78.85亿元, 同比上升24.47%主要归因于存贷业务增长38.24%; 手续费及佣金业务收入业务大幅增长78.42%; 投资业务收入亦增长26.33%。

民生银行贷款减值较为充分。08四季度大幅计提拨备34.9亿元,08年末不良率为1.20%,同比下降0.01个百分点;由于四季度大幅计提拨备导致信贷成本骤升至1.07%。

09年一季度公司实现净利润24.99亿元,同比持平。其中,贷款总额上升较快,同比增加27.23%,环比增加12.64%;利息净收入同比微升2.79%;手续费净收入同比下降33%;投资业务扭亏为盈为10.16亿(参见表3)。

表 3: 民生银行盈利状况 (亿元)

	2009一季度	2008四季度	2008三季度	2008二季度	2008一季度
营业收入	87.5	77.9	95.6	100.1	76.6
利息净收入	68.3	75.7	81.1	81.0	66
利息收入	120.5	140.2	150.3	148.4	124.2
利息支出	52.2	64.5	69.2	67.4	58.2
手续费佣金净收入	9.2	1.8	12.1	17.2	13.5
手续费及佣金收入	9.9	2.7	12.8	18.0	14.1
手续费及佣金支出	0.7	0.8	0.7	0.8	0.6
投资收益	10.2	2.9	0.3	0.7	-3.7
公允价值变动收益	0.8	0.0	0.0	0.0	0.8
汇兑收益	0.7	-1.0	3.0	-0.7	0
其他业务收入	0	0.6	-2.1	2.1	0
营业支出	54.4	-1.0	1.0	0.0	44
营业税金及附加	5.9	93.1	57.8	51.2	6.7
业务及管理费	35.3	7.5	7.6	7.4	32.3
资产减值损失	13.2	48.1	36.4	32.2	5
其他业务支出		34.9	14.2	11.1	0
营业利润	33.1	2.6	-0.3	0.4	32.6
加: 营业外收入	0.1	-15.1	37.7	48.9	0
减: 营业外支出	0	1.0	0.4	0.2	0.1
利润总额	33.1	-0.6	1.2	0.1	32.6
减: 所得税费用	8.2	-13.6	36.9	49.0	8
净利润	25	-5.8	10.7	13.1	24.6

来源: 公司财报 西南证券研发中心

预测与策略

绝对估值发现,当前银行股价成长性较强。我们用DDM模型得出的银行内在价值的下限与中枢,以此分别作为评判银行股票价格安全性与成长性的标准;进一步计算出股价相对估值下限的折价率、相对估值中枢的折价率,以此分别作为衡量安全性与成长性的标准。通过对比,民生银行是股价具有成长性最强的银行之一,同时具有较高的安全性。

相对估值方面,综合盈利能力与资产成长性,我们认为中短期民生银行相对更具有投资价值,

预计09年民生银行09年EPS0.47元，10年EPS0.53元。

同时，民生银行的贝塔系数大于1，即相对市场反应更为敏感，在市场上行与下行时能够表现更为突出，能够保证中国经济与资本市场复苏带来的超额收益。

综上，我们维持民生银行增持评级，维持其加入我们推荐投资组合。

表 4: 民生银行绝对估值与目标价

	股价(7-16H)	价值中枢	折价率 (%)		股价	价值中枢	折价率 (%)
国有银行				兴业银行	39.50	39.34	-0.41
工商银行	5.35	6.10	14.09	民生银行	8.19	9.42	15.04
建设银行	6.28	7.08	12.80	华夏银行	12.60	12.56	-0.33
中国银行	4.54	4.55	0.22	深发展	23.71	25.30	6.70
交通银行	10.24	10.88	6.23	城商银行			
股份银行				北京银行	17.14	19.99	16.64
招商银行	18.90	20.91	10.66	宁波银行	13.22	15.48	17.13
中信银行	6.37	5.91	-7.25	南京银行	19.06	22.21	16.53
浦发银行	25.33	27.32	7.87	银行业			

来源：西南证券研发中心

表 5: 民生银行相对估值与评级

	股价 (7-16H)	每股收益 (EPS, 元)			市盈率 (PE, X)			
		(元)	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
国有银行								
工商银行	5.35	0.33	0.35	0.41	16.1	15.3	13.0	
建设银行	6.28	0.40	0.42	0.52	15.9	15.0	12.1	
中国银行	4.54	0.25	0.27	0.31	18.2	16.8	14.6	
交通银行	10.24	0.58	0.63	0.74	17.7	16.3	13.8	
股份制银行								
招商银行	18.90	1.43	1.46	1.48	13.2	12.9	12.8	
中信银行	6.37	0.34	0.35	0.36	18.7	18.2	17.7	
浦发银行	25.33	2.21	2.22	2.25	11.5	11.4	11.3	
兴业银行	39.50	2.28	2.31	2.48	17.3	17.1	15.9	
民生银行	8.19	0.42	0.47	0.53	19.5	17.4	15.5	
华夏银行	12.60	0.70	0.74	0.82	18.0	17.0	15.4	
深发展 A	23.71	0.20	1.31	1.53	119.7	18.1	15.5	
城市商业银行								
北京银行	17.14	0.87	0.96	1.09	19.7	17.9	15.7	
宁波银行	13.22	0.53	0.56	0.61	24.9	23.6	21.7	
南京银行	19.06	0.79	0.99	1.11	24.1	19.3	17.2	
银行业平均		0.81	0.93	1.02	25.3	16.9	15.2	
	每股净资产 (BVPS, %)			市净率 (PB, X)			评级	
	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
国有银行								
工商银行	1.81	1.95	2.13	3.0	2.7	2.5	长期买入	
建设银行	2.00	2.28	2.59	3.1	2.8	2.4	长期买入	
中国银行	1.84	1.98	2.16	2.5	2.3	2.1	持有	
交通银行	2.96	3.61	4.16	3.5	2.8	2.5	增持	
股份制银行								
招商银行	5.41	6.39	7.49	3.5	3.0	2.5	长期买入	
中信银行	2.44	2.65	2.91	2.6	2.4	2.2	持有	
浦发银行	7.36	9.02	10.21	3.4	2.8	2.5	增持	
兴业银行	9.80	11.33	13.45	4.0	3.5	2.9	持有	
民生银行	2.86	3.27	3.54	2.9	2.5	2.3	增持	
华夏银行	5.49	5.91	6.43	2.3	2.1	2.0	增持	
深发展 A	5.28	6.38	7.69	4.5	3.7	3.1	谨慎持有	
城市商业银行								
北京银行	5.43	5.83	6.69	3.2	2.9	2.6	长期买入	
宁波银行	3.52	3.92	4.31	3.8	3.4	3.1	长期买入	
南京银行	6.15	6.46	7.29	3.1	3.0	2.6	谨慎持有	
银行业平均	4.45	5.07	5.79	3.2	2.8	2.5	跟随大市	

来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估, 未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估, 未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理, 未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理, 未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估, 未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估, 未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考, 不构成任何投资建议, 报告中所引用信息均来自市场公开资料, 我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。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, 还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座4层

邮编: 100032

电话: (010) 88092288-3217、3507

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>