

日期: 2011年8月8日
行业: 银行业



郭敏, CFA
021-53519888-1920
guomin@sigchina.com
执业证书编号: S0870510120028

商贷通蓝海力助二次腾飞

基本数据 (2010)

报告日股价 (元)	5.36
12mth A 股价格区间 (元)	4.92/6.29
总股本 (百万股)	26714.733
无限售 A 股/总股本	84.55%
流通市值 (百万元)	121,069.55
每股净资产 (元)	4.03
PBR (X)	1.33
DPS (Y10, 元)	0.10

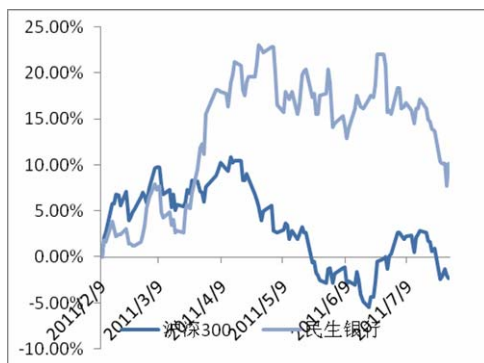
主要股东 (2010)

新希望投资有限公司	4.99%
中国平安人寿保险公司	4.31%
中国船东互保协会	3.39%

收入结构 (2010)

利息净收入	83.76%
手续费净收入	15.13%
汇兑损益	1.04%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:

首次报告日期: 2008年3月5日

主要观点:

民营银行, 股权分散, 机制灵活

公司是股权结构最为分散上市银行, 也是唯一一家民营银行。公司经营机制灵活, 大刀阔斧进行事业部改革, 强力转型小企业、小微企业和零售银行业务, 具备较强的执行力。

事业部改革成效渐显

通过事业部的扁平化管理降低操作风险, 提高专业化、精细化服务水平, 提高效率, 降低人力成本。改革近 3 年来, 事业部存贷款规模快速增长, 风险得到有效的控制。

三大业务促二次腾飞

小企业、小微企业和零售业务是银行未来转型的重点。小企业市场广阔, 公司小微企业贷款品牌“商贷通”近年来迅猛发展, 公司具备先发优势以及资源优势。通过优选客户降低风险, 发展初期风险可控。

战略转型下有望带来出色的财务表现

随着公司“商贷通”业务规模的扩大, 公司的盈利能力和息差仍有提升空间。同时, 咨询管理费、信贷承诺、清算结算等中间业务仍有快速增长的潜力, 财务指标有望继续改善。

资产风险偏好高于同业

公司贷款资产占比高于同业, 中小企业、民营企业客户占绝大部分。房地产贷款占比偏高, 均使得公司资产的风险偏好高于其他银行。未来在经济波动中, 如何维持低不良水平是一大挑战。

风险因素:

地方融资平台贷款风险、房地产贷款占比偏高以及关联交易较多。

投资建议

公司目前动态市净率为 1.19 倍、市盈率为 6.34 倍, 估值水平偏低。公司以“商贷通”业务作为突破口, 加强了公司小企业以及零售贷款的规模, 并增强了公司的盈利能力。我们认为, 公司经营策略可持续, 发展初期风险可控, 给予公司“跑赢大市”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	42,060	54,768	66,669	79,304
年增长率 (%)	20.11	30.21	21.73	18.95
归属于母公司的净利润	12,104	17,581	22,548	26,944
年增长率 (%)	53.51	45.25	28.25	19.50
每股收益 (元)	0.453	0.658	0.844	1.009
PBR (X)	1.63	1.38	1.19	1.03

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2011 年 8 月 3 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

目录

一、机制灵活，事业部改革正当时	4
1、股权结构最为分散，民营银行造就灵活机制.....	4
2、事业部改革成效渐显	5
二、三大业务促二次腾飞	6
1、“商贷通”蓝海	6
2、中小企业持续发力	10
3、零售高端客户	10
三、战略转型下有望带来出色的财务表现.....	11
1、盈利能力	11
2、息差位于上市银行中高位，仍有提升空间.....	11
3、中间业务收入占比在股份制银行中居前.....	12
4、风险偏好高于同业	13
四、SWOT 分析.....	14
五、风险因素.....	14
1、地方融资平台贷款风险	14
2、关联交易	15
3、房地产贷款风险	15
六、估值与投资建议.....	15
1、盈利预测	15
2、估值与投资建议	16

图

图 1 民生银行是股权集中度最低的上市银行.....	4
图 2 总行和分行的组织结构.....	5
图 3 事业部的组织结构.....	5
图 4“商贷通”贷款保持快速增长势头.....	7
图 5 民生银行个人贷款占比显著提升.....	7
图 6 金融脱媒加速.....	8
图 7 不同银行个人经营性贷款比较 单位：百万元.....	9
图 8 上市银行小企业贷款占比.....	10
图 9 上市银行中小企业贷款占比.....	10
图 10 民生银行息差上市公司中居前.....	12
图 11 中间业务收入在股份制银行中居前（2011Q1）.....	12
图 12 中间业务增速较快.....	12
图 13 民生银行手续费业务收入结构.....	13
图 14 贷款/总资产占比较高.....	13
图 15 开发贷款占比较高.....	13

表

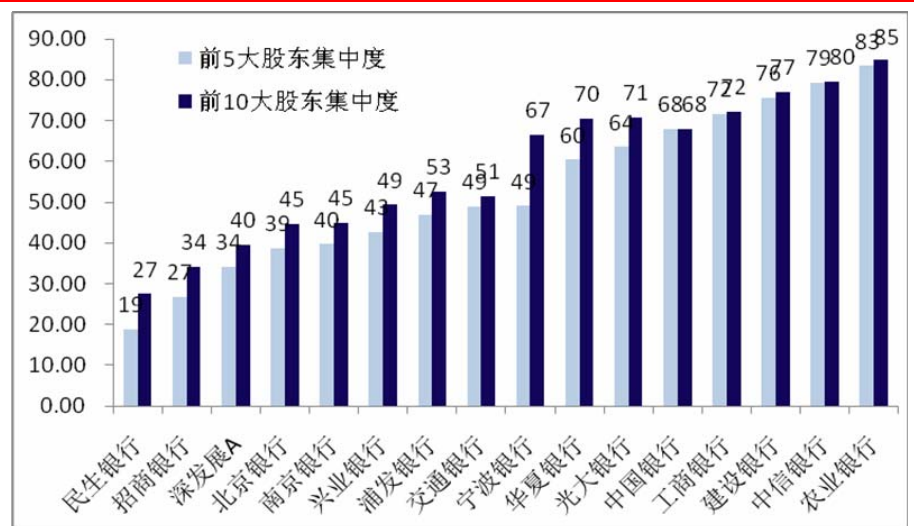
表 1 事业部发展迅速 单位: 百万元.....	6
表 2 民生银行拨备前利润/平均净资产股份制银行中居前.....	11
表 3 民生银行损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)	15
表 4 银行股相对估值比较.....	16
表 5 民生银行主要指标假设.....	17

一、机制灵活，事业部改革正当时

1、股权结构最为分散，民营银行造就灵活机制

民生银行是上市银行中股权结构最为分散的银行。公司大股东大多为民营企业，这与其他银行股东以央企、国企为主的结构有明显的差别。民生银行的单一最大的股东持股为新希望集团，但持股比例仅4.99%，不超过5%。前5大股东的集中度为18.78%，前十大股东的集中度为27.46%，远低于其他上市银行的水平。近一半的上市银行的股东集中度超过50%，88%的银行前十大股东持股比例超过了40%。

图1 民生银行是股权集中度最低的上市银行



资料来源：公司报告，上海证券研究所

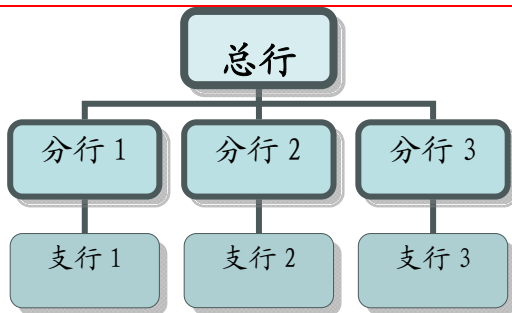
分散的股权结构造就民生银行灵活的机制。国内银行同质化竞争激烈，市场定位趋同。在机构设立上，集中在经济发达地区，客户定位上，集中在大型交运、制造、通讯、上市公司等。这种趋同性使民生银行很难有自己的特色，很难打破国有大型银行的垄断格局。作为一家真正意义上的民营银行，若想实现未来做强做大的愿景，必须在组织结构上有所突破，民生银行事业部改革应运而生。

2007年末，民生银行成了第一个吃螃蟹的，大刀阔斧地进行“事业部”改革，改革初期遇到了各方面的困难，包括人事、分支行资源和利益划分等等。但事业部改革走到今天已经大致完成，度过了磨合期，事业部改革的功效逐渐显现。而正因为民生银行灵活的体制和机制，事业部改革才能进入轨道。对于其他任何银行来说，这样牵动整个银行的改革很可能难以为继，改革的时间更长且阵痛不断。

2、事业部改革成效渐显

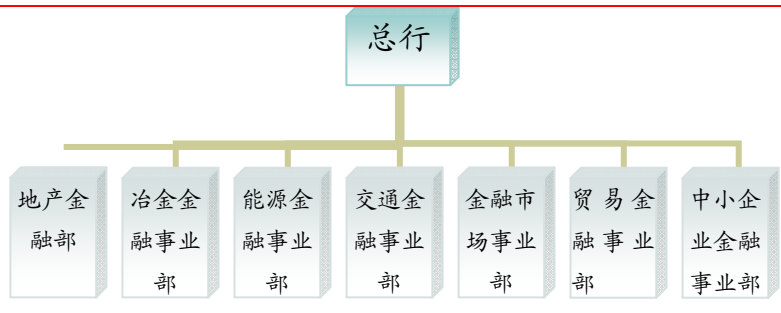
对比我国传统银行组织结构，即总分支行的组织结构在银行业的发展过程中越来越表现出自身存在的弊端，与经济发展、金融环境的不协调。具体表现在：由于垂直层级设置过多，导致信息传递链条过长、缓解过多，造成信息失真，效率低下；各层级职能部门权力、责任不明确，人浮于事，使交易费用和委托代理成本较高；仅注重量的扩张、缺乏质的考核；经营专业化程度不够，导致粗放式经营。

图 2 总行和分行的组织结构



资料来源：公司报告，上海证券研究所

图 3 事业部的组织结构



资料来源：公司报告，上海证券研究所

而民生银行所引进的事业部制的组织结构是已经被发达国家大多数银行所采用的组织结构。它的主要优势在于以下几个方面。

一是可以把信贷资产集中管理，防范风险。商业银行经营要追求过滤掉风险的利润形成扁平化、流程化、矩阵式的管理。由于事业部制具有流程简洁的特点，这样就使得资产的运营很透明，就可以过滤掉信贷资产在支行操作的经营风险。

二是能够使经营更加专业化。事业部制从统一信贷资产管理到将来要走向专业化，这是银行对客户越来越精细化的一个体现。只有做到专业化，才能做到为客户提供更周到、更专业、更精细化的服务。

三是有利于集约优势的发挥。事业部制流程清晰，可以提高工作效率，缩短为客户服务的时间，这样就可以节约人力资源。

公司在 08 年改革初期，由于事业部和分支行之间利益分配和管理关系没有理顺，改革出现了一定的困难。但公司通过贯彻落实各项规章制度、明确分行定位、规范事业部落地管理和服务、理顺分行和事业部之间的关系、理顺产品部门和客户部门之间的关系；统一规范和完善事业部内部管理体系等一系列措施，使事业部改革逐步步入了正轨，经营效益和经营效率得到有效提升。改革 3 年以来，事业部存贷款规模快速增长，风险得到有效的控制。

表 1 事业部发展迅速 单位: 百万元

贷款	地产金融部	冶金金融部	能源金融部	交通金融部	中小企业事业部
2008	60,204	22,073	64,241	28,100	17,933
2009	73,690	34,169	92,250	42,768	34,180
2009yoy	22.40%	54.80%	43.60%	52.20%	90.60%
2010	100,550	39,135	93,133	45,074	79,532
2010yoy	36.45%	14.53%	0.96%	5.39%	132.69%
存款	地产金融部	冶金金融部	能源金融部	交通金融部	中小企业事业部
2008	25,420	32,127	25,783	32,190	16,583
2009	43,596	35,340	34,523	42,008	20,181
2009yoy	71.50%	10%	33.90%	30.50%	21.70%
2010	53,496	41,933	42,169	38,738	-
--2010yoy	22.71%	18.66%	22.15%	-7.78%	-

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

近年来, 民生事业部改革取得了一定的绩效, 6 大事业部的存贷款规模实现快速增长, 中小企业事业部的贷款规模增长最为迅猛, 冶金金融部和地产金融部的贷款规模快速增长。在资产质量方面, 除房地产 10 年的不良率较 09 年有所上升外, 其他事业部的不良率都显著下降。

由于事业部成立时间尚短, 并没有经历完整的经济周期, 事业部的风险控制能力是否能较其他银行的传统组织形式发挥更大的作用还有待检验。综合来看, 我们认为事业部的行业分类更明确, 专业性更强, 反应速度将更快, 未来有助于发挥事业部的优势加速其业务发展。

二、三大业务促二次腾飞

民生银行未来将大力打造三大业务, 分别为中小企业、小微企业以及零售高端业务。未来希望将民营企业客户户数占比由现在的 70% 提升至 90%; 小微企业贷款占比提升至 20%, 零售高端客户提升至 20%, 中小企业贷款提升至 15%。

1、“商贷通”蓝海

2009 年, 公司对小微企业主及个体工商户推出了“商贷通”贷款业务。所谓的“商贷通”产品是专门向个体工商户、小型企业主及微型企业主提供用于生产或投资等经营活动的人民币授信业务及结算、存取款、理财、消费信贷和咨询等一揽子金融服务。“商贷通”业务定位主要是满足融资需求在 500 万以下的小微企业。

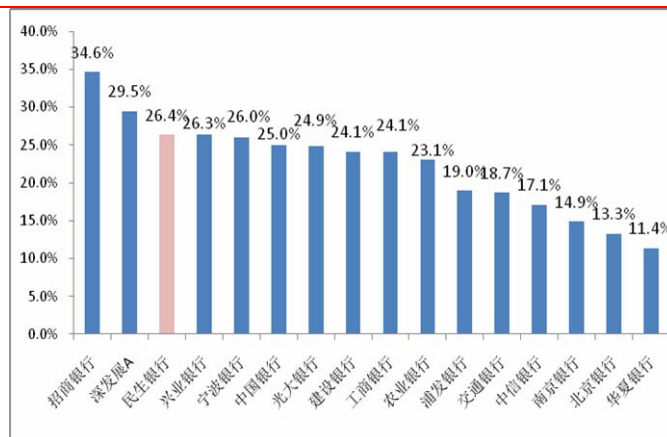
“商贷通”贷款近两年来保持着飞速发展的态势。2010 年末,

“商贷通”贷款达到 1590 亿元，同比增长高达 254.81%，2011 年 6 月，“商贷通”贷款超过 2000 亿。今年新增贷款中至少一半的贷款为“商贷通”贷款。预计 2011 年、2012 年的“商贷通”贷款余额为 2350 亿和 3290 亿，分别同比增长 48%和 40%，“商贷通”贷款余额占到贷款总额的 25%。

图 4 “商贷通”贷款保持快速增长势头



图 5 民生银行个人贷款占比显著提升



资料来源：公司报告，上海证券研究所

资料来源：公司报告，上海证券研究所

“商贷通”业务空间巨大

根据相关统计，2010 年末，全国的个体工商户为 3453 万户，私营企业主近 500 万个。这些小型的个体工商企业都是“商贷通”的潜在客户。我们假设其中有一半的个体工商户和私营企业主有贷款需求，平均贷款需求为 100 万，则至少有 20 万亿美元的贷款需求。而这个市场规模对于目前经营贷款余额来说还是非常小的。目前贷款仅满足了不超过 5% 的市场需求，未来发展空间巨大。

小微企业、零售贷款是银行在后金融脱媒时代重要的客户资源

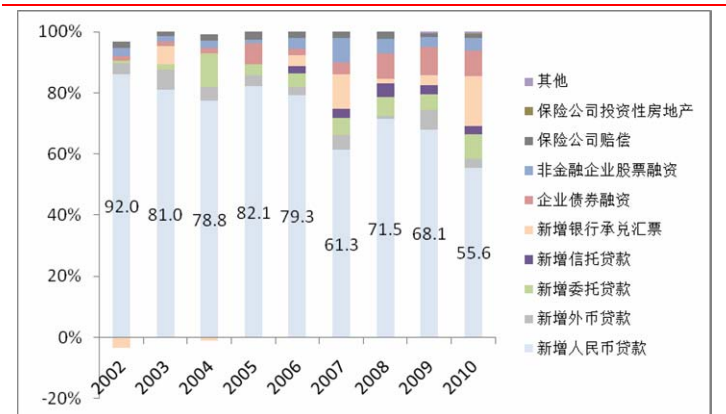
金融脱媒之势难以逆转。银行的客户结构正在发生变化。之前国内银行专注于大型国企、大项目的贷款，这些客户风险较低，具备规模优势。而未来这些信用良好的大企业可以通过债券或股权融资以更低的成本获取资金。银行的客户结构正在从大企业、大项目转向中小企业、零售客户以及高端零售客户，且在利率市场化和金融脱媒的双重背景下，银行对这部分大型企业的议价能力正明显下降。以信誉良好的大企业为主要客户的银行议价能力降低，息差面临收窄的风险。

而小微企业，个人零售贷款（包括住房贷款、消费贷款和个人经营性贷款）是金融脱媒时代银行最重要的客户基础，银行的议价能力更强，贷款需求更加旺盛。因此对于中小商业银行来说，在小企业、个人金融领域的争夺才是竞争的重点。

民生银行是小微企业、个人经营性贷款的先行者，通过不断地积累经验、扩充客户基础、扩大公司资源的支持，已积累了一定的先发

优势。最新公开数据显示，民生银行的“商贷通”贷款余额已突破2000亿元，占贷款总额的比重接近18.4%，转型初见成效。

图6 金融脱媒加速



资料来源：公司报告，上海证券研究所

溢价能力强，“优中选优”风险可控

零售业务特别是小微金融服务具有较大的发展空间，分散的客户结构，缺乏融资渠道，使得供求关系并不均衡，银行往往具备较大的议价能力，贷款利率一般都较基准利率有比较大的上浮。2011年由于信贷控制，目前新增“商贷通”贷款利率较基准利率平均上浮幅度超过50%，在商贷通贷款占总贷款比例不断增加时，可对息差有积极的贡献作用。

民生银行通过近两年的发展，总结出小微金融必须建立成熟的商业模式才能实现可持续发展。“价格覆盖风险”正是可持续商业模式建立的基本前提。所谓“价格覆盖风险”是指小微业务的价格，在覆盖资金成本、运营成本后，能够覆盖大数定律所揭示的预期风险损失。

“优中选优”使小微企业贷款在发展初期时风险可控。

目前的小微企业贷款供应相对于贷款需求较小，银行可以精选优质客户。这些客户保证抵押充足，信用良好，有切实的贷款需求和还款能力，对于这些优质客户来说，发生风险的可能性比较小。我们认为在小微企业贷款高速发展的初期，相对的道德风险较小。

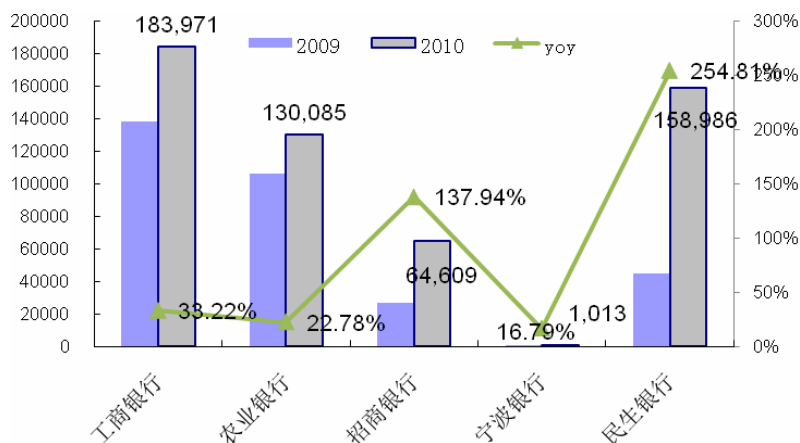
民生银行经过实践和研究，开发了比较有代表性的风险控制法则：“大数法则”和“价格覆盖风险”。还有“军装理论”、“蜜蜂理论”、“人质理论”等与小微特征相关的研究成果。

简单地说，大数定理就是当样本足够多时，事件发生的频率无限接近于该事件发生的概率。零售银行是为大量分散的个人客户和小企业客户提供现代金融服务，其客户分布、海量交易、产品服务等因素决定了其符合大数定律的特征，特别是现代保险业，其商业运营的基本前提就是大数法则。民生银行在一些商圈开拓业务时充分运用了大数法则，比如全国电子产品集散地深圳华强北、深圳水贝珠宝商圈等。

竞争环境仍较温和

由于市场广阔，竞争并不充分。对于已经公布个人经营性贷款余额的上市银行来看，商贷通业务保持着高速增长的趋势。民生银行作为一家股份制银行，个人经营性贷款的余额正在赶超国有大型银行，在贷款总量和占比上也处在前列。此外，招商银行个人经营性贷款业务也正在高速发展，是民生银行潜在的竞争对手之一。

图 7 不同银行个人经营性贷款比较 单位：百万元



资料来源：公司报告，上海证券研究所

民生银行“商贷通”的优势

- 1、**先发优势。**民生银行是第一家大力推广个人经营性贷款并以“商贷通”作为品牌产品的银行。其在发展的 2、3 年间积累了一定的经验和客户基础。随着“商贷通” 2.0 系统上线将更好解决客户反应速度，客户服务水平以及风险管控能力。通过口碑效应，公司的“商贷通”业务有望保持快速发展态势。
- 2、**以资产业务带动综合业务的发展。**公司通过发展“商贷通”业务带动中间业务收入的增长，如结算业务、家庭客户业务、贷款承诺、投资顾问咨询业务等，以实现公司综合收益的增加。
- 3、**资源倾斜。**公司将发展小微企业作为未来三大重要战略之一，公司对小微企业资源倾斜明显。如 11 年新增贷款的 50% 将投向小微企业的“商贷通”业务，这将支撑“商贷通”业务保持高速发展。而对于其他银行来说，这样持续的力度是难以达到。公司今年将新增 100 家分支机构使公司的机构网点扩充 20%，将有望更好地支撑零售业务的发展。

2、中小企业持续发力

中小企业作为中国经济中最有活力的群体，其贷款需求旺盛，而融资渠道却十分匮乏。目前各大中小银行均将中小企业作为业务发展的重点，并加大在中小企业上的资源投入。中小企业贷款规模增长迅速，占贷款比重迅速提高。根据央行的相关统计，截至 2011 年上半年末，中小企业贷款累计新增 1.58 万亿元，占全部企业新增贷款的 64.5%，比一季度末提高 1.6 个百分点，余额同比增长 18.2%。其中，小企业上半年累计新增 8659 亿元，占全部企业新增贷款的 35.2%，余额同比增长 25.9%。

图 8 上市银行小企业贷款占比

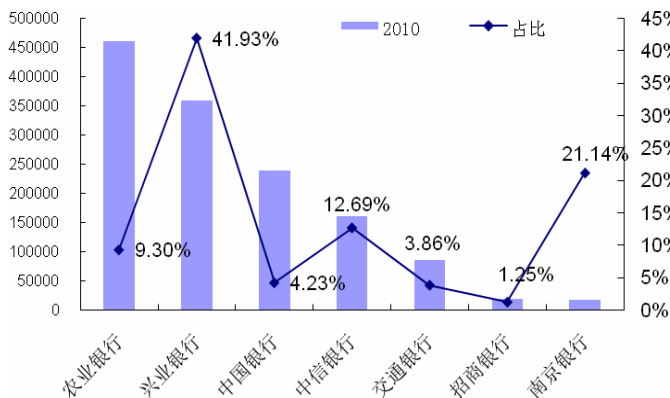
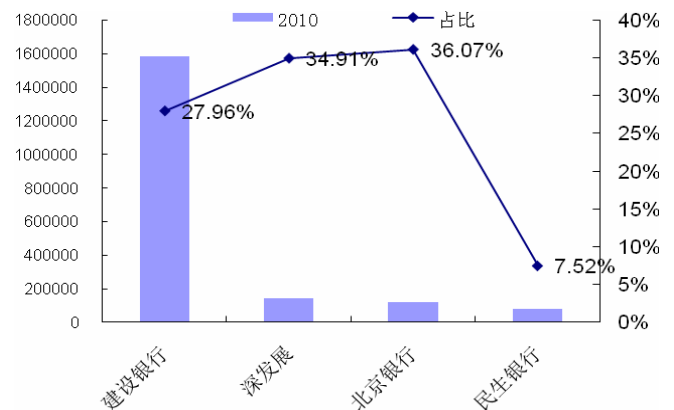


图 9 上市银行中小企业贷款占比



资料来源：公司报告，上海证券研究所

资料来源：公司报告，上海证券研究所

对照上市银行的中小企业贷款比重，民生银行的中小企业贷款比重仍处在较低位置，未来有进一步增长的空间。民生银行中小企业事业部的改革将有助于提升客户服务水平以及响应度。

3、零售高端客户

财富管理和私人银行业务是零售高端客户服务的两个主要方面。随着居民财富的不断增加，未来财富管理和私人银行业务发展空间十分广大。

公司私人银行定位于 1000 万以上的个人或家庭客户，为其提供私人银行专属服务。公司为其搭建了多样化顾问咨询服务体系，涵盖税务、法律、保险、艺术品投资等多个领域。2010 年，私人银行业务实现中间业务收入 1.37 亿，客户数量增长 102.2%，管理资产规模增长 58.82%。

财富管理、私人银行市场广阔，但竞争较为激烈。众多银行均将财富管理和私人银行业务作为业务发展的重点，如交通银行目标成为

优秀的财富管理银行，工行、招商、建行等大力发展零售银行业务，而私人银行和财富管理又是重中之重。我们认为发展财富管理最重要的是口碑和产品的吸引力、多样化的产品和良好的业绩保障。

三、战略转型下有望带来出色的财务表现

1、盈利能力

民生银行的核心盈利指标（拨备前利润/平均资产）逐年有所改善，在国内的上市的股份制银行中已经处于较为靠前的位置，2010年末的拨备前利润/平均资产仅次于中信银行，位居第二位。

表2 民生银行拨备前利润/平均净资产股份制银行中居前

	08 民生	09 民生	10 民生	招商	中信	光大	华夏	浦发	深发展	兴业	交行
净利息收入/平均资产	3.08%	2.60%	2.82%	2.55%	2.50%	2.27%	2.41%	2.37%	2.41%	2.39%	2.34%
利息收入/平均资产	5.70%	4.31%	4.36%	3.78%	3.76%	4.04%	4.60%	3.83%	3.99%	4.46%	3.91%
利息费用/平均资产	2.63%	1.71%	1.53%	1.23%	1.26%	1.77%	2.19%	1.46%	1.58%	2.07%	1.57%
净手续费收入/平均资产	0.45%	0.38%	0.51%	0.51%	0.30%	0.35%	0.15%	0.21%	0.24%	0.30%	0.40%
手续费收入/平均资产	0.48%	0.40%	0.54%	0.56%	0.33%	0.38%	0.19%	0.23%	0.28%	0.33%	0.47%
手续费支出/平均资产	0.03%	0.03%	0.03%	0.05%	0.03%	0.03%	0.04%	0.02%	0.04%	0.03%	0.07%
投资净收益/平均资产	0.00%	0.40%	0.00%	0.06%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%	0.03%	0.02%	0.02%
公允价值变动/平均资产	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
汇兑收益/平均资产	-0.01%	0.01%	0.04%	0.06%	0.08%	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.00%	0.02%
管理费用/平均资产	1.51%	1.43%	1.33%	1.27%	0.98%	0.94%	1.13%	0.86%	1.12%	0.88%	0.89%
拨备前利润/平均资产	1.72%	1.69%	1.75%	1.72%	1.76%	1.54%	1.30%	1.57%	1.44%	1.66%	1.72%
税前利润/平均资产	1.06%	1.26%	1.41%	1.49%	1.49%	1.28%	0.85%	1.33%	1.22%	1.51%	1.38%
净利润/平均资产 (ROAA)	0.80%	0.98%	1.08%	1.15%	1.12%	0.95%	0.64%	1.01%	0.96%	1.16%	1.08%
净利/平均净资产 (ROAE)	15.15%	13.40%	18.30%	22.73%	19.54%	19.76%	18.22%	20.09%	23.28%	24.43%	20.26%

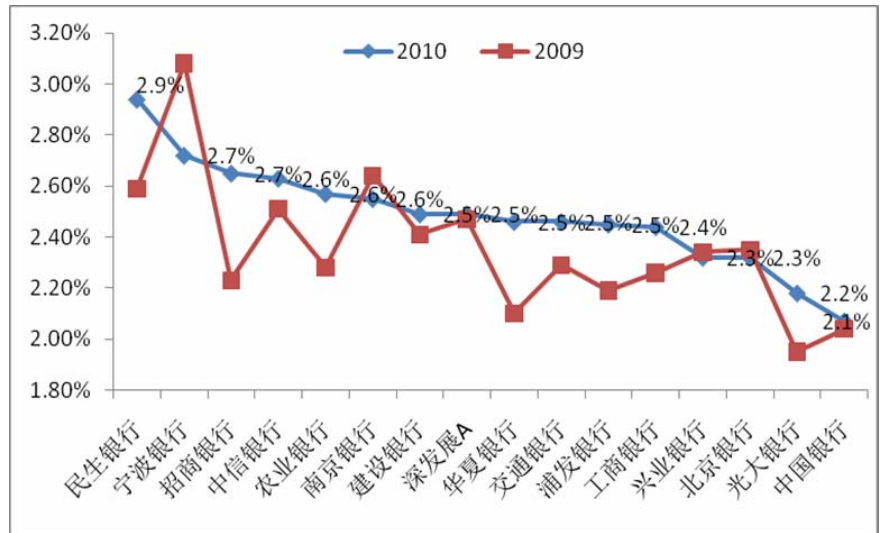
资料来源：公司报告，上海证券研究所

2、息差位于上市银行中高位，仍有提升空间

民生银行 2010 年的息差为 2.94%，在上市银行中位列第一。息差高于同业的原因主要有两个方面。第一，民生银行高息差主要公司的贷款结构有关。公司目前近 20% 的贷款为“商贷通”贷款，其贷款的议价能力较强，且期限短，重新定价时间较快。在贷款总量调控的背景下，近期贷款利率的上浮幅度已达到 50% 以上。第二，民生银行对小企业、小微企业贷款奉行“收益覆盖风险”原则，要求利率上浮幅度要高于可能承担的风险。

我们认为民生银行的息差未来仍有进一步上升的空间。第一，加息周期下，民生银行大部分对中小企业、小微企业贷款的重新定价周期较短，大多为流动资金贷款，有些贷款甚至可以在1个月即重新定价。小企业贷款资产的重新定价时间明显快于负债，有望受益于加息周期；第二，公司以“商贷通”为主的小微企业、中小企业贷款仍有望快速发展，其利率水平明显高于一般贷款，随着其余余额比例的提升，未来息差仍有提升的空间。

图 10 民生银行息差上市公司中居前



资料来源：公司报告，上海证券研究所

3、中间业务收入占比在股份制银行中居前

民生银行近年来中间业务收入增长较快，中间业务收入占营业收入的比重由2006年的7.36%提升2011Q1的21.9%，在上市的股份银行中仅略低于招商银行。未来中间业务收入增速仍保持较快水平，公司有望依靠“商贷通”、中小企业贷款等资产业务带动负债业务的发展，通过事业部的专业化运转扩大公司中间业务收入来源。

图 11 中间业务收入在股份制银行中居前 (2011Q1)

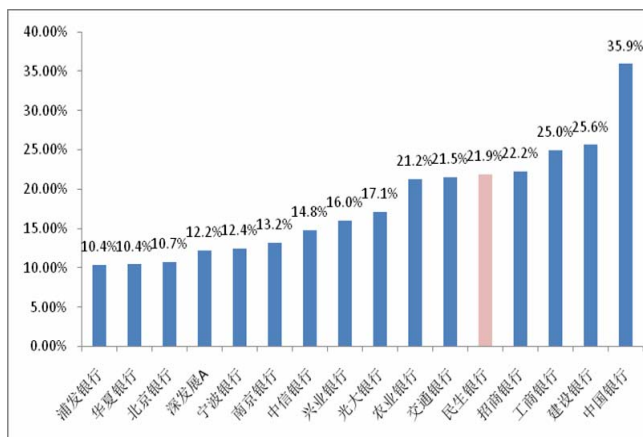
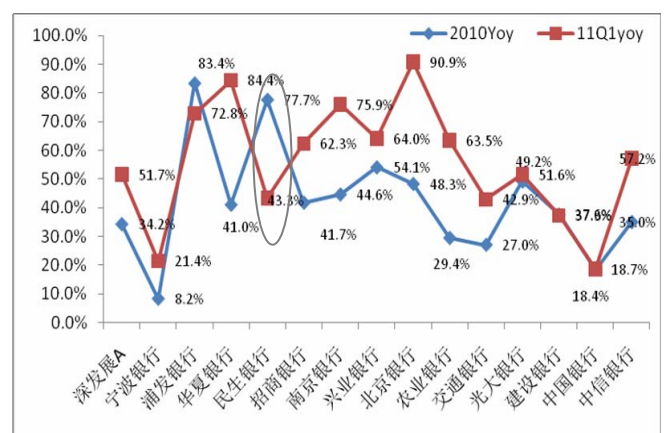


图 12 中间业务增速较快

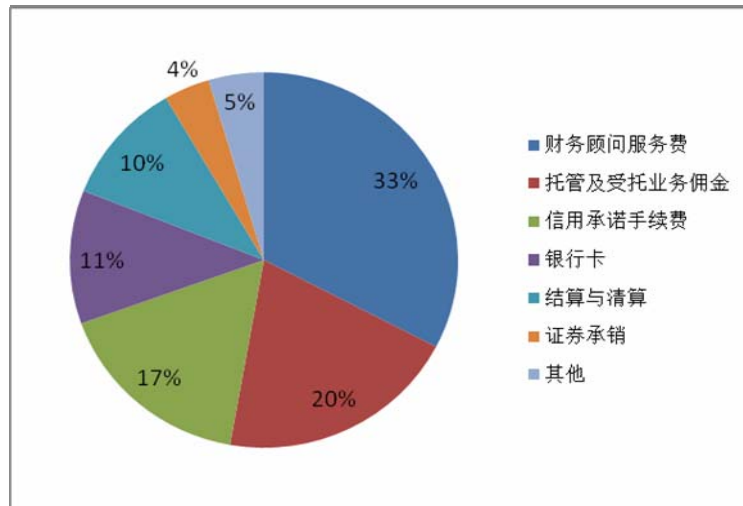


资料来源：公司报告，上海证券研究所

资料来源：公司报告，上海证券研究所

我们认为公司的财务顾问服务费、信用承诺手续费、结算与清算手续费仍有望保持快速增长态势。随着公司中小企业、小微企业规模的扩大，这几项业务仍有较大的扩张空间。

图 13 民生银行手续费业务收入结构

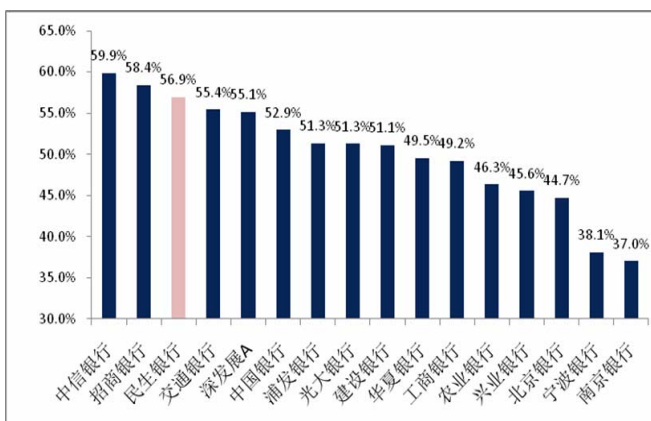


资料来源：公司报告，上海证券研究所

4、风险偏好高于同业

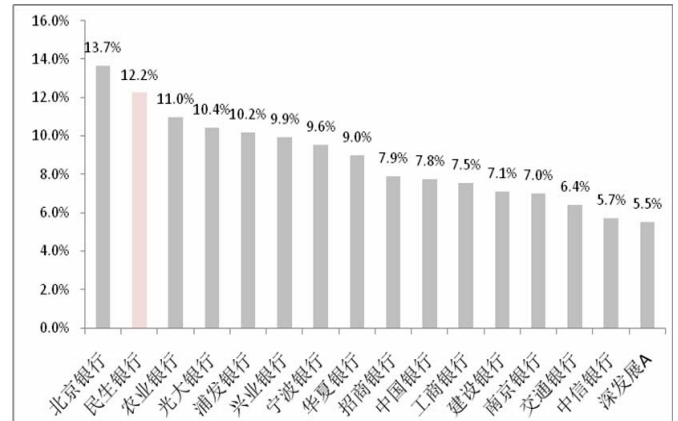
民生银行资产的风险偏好度高于同业。贷款占资产的比重、民营企业、中小企业占贷款的比重明显高于其他银行。高风险的房地产行业贷款占比也处在高位。“商贷通”发力后，公司零售贷款近年来增长较快，由于“商贷通”对于个人客户的无限追偿权利，使贷款风险大大降低。虽然如此，公司资产的风险偏好明显仍高于同业。

图 14 贷款/总资产占比较高



资料来源：公司报告，上海证券研究所

图 15 开发贷款占比较高



资料来源：公司报告，上海证券研究所

四、SWOT 分析

优势

- 民营银行，股权分散，机制灵活，执行力强；
- 事业部改革逐渐完善，有望改善公司效率、专业性、反应度以及客户服务水平；
- 以小微企业、零售客户、民营企业为核心的发展战略符合未来银行转型需要；
- 小微企业蓝海，目前小企业业务市场前景广阔，贷款供不应求。公司以“商贷通”品牌开拓，小微企业业务发展迅猛，公司具备先行优势以及资源优势；
- 财务指标有继续提升空间。随着公司“商贷通”业务量的积累，新增上浮贷款收益率有望逐渐提高。在风险可控的情况下，息差等仍有提升空间。

劣势

- 零售高端银行业务面临激烈竞争；
- 零售银行战略下，网点资源不足
- 存款并不稳定恐致成本较高；
- 小企业客户成本高于大企业客户。

机会

- 小企业、小微企业是银行未来发展蓝海；
- 高端零售银行也有较大的发展空间；
- 借助小企业客户，公司财务顾问服务费、信用承诺手续费、结算与清算手续费等中间业务收入有较大提升空间。

挑战

- 零售高端银行业务面临激烈竞争；
- 中小银行利率市场化的挑战；
- 在经济波动周期中，如何控制小企业的信贷风险。

五、风险因素

1、地方融资平台贷款风险

根据最新的数据，公司的地方融资平台贷款余额从 1900 亿下降到 1700 亿，占其总贷款的 15.6%。其中，约有 1300 亿贷款是符合商业贷款条件，可转入普通类贷款进行监管。仍按平台管理贷款 400 亿元左右，其中全覆盖和基本覆盖占 88.5%，半覆盖及无覆盖贷款占

11.5%。从层级上来看，90%是省市级以上。从期限来看，中长期贷款为主，以 2-3 年的贷款居多，不良贷款为零。未来地方政府贷款有还本付息压力，将对公司的资产质量产生较大影响。

2、关联交易

公司股东众多且较为分散，使公司关联交易较多。大多为对关联方的贷款项目。公司的关联交易可能会损害公司和部分股东的利益。

3、房地产贷款风险

公司的房地产贷款，特别是房地产开发贷款在上市银行中占比较高，2010 年末，公司房地产贷款占总贷款的比重为 12.2%，仅次于北京银行。未来房地产价格下跌将会对公司的资产带来较大的风险。

六、估值与投资建议

1、盈利预测

主要假设如下：

- 1) 11 年、12 年生息资产分别增长 16.4%、17%；
- 2) 11 年、12 年息差为 3.10%和 3.15%，分别较 2010 年提升 16BP、21BP；
- 3) 成本收入比在近两年来保持在 39%左右；
- 4) 不良贷款率在 11 年、12 年保持稳定，不良率为 0.69%，信贷成本为 0.50%。
- 5) 有效税率为 23%。

表 3 民生银行损益简表及预测（单位：百万元人民币）

项 目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	42,060	54,768	66,621	79,247
利息净收入	32,240	45,873	56,302	66,936
利息收入	53,441	70,776	86,867	103,273
减：利息支出	21,201	24,903	30,565	36,337
手续费及佣金净收入	4,664	8,289	9,532	11,439
手续费及佣金收入	5,006	8,753	10,066	12,079
减：手续费及佣金支出	342	464	534	640
投资净收益	4,995	-56	30	31
公允价值变动净收益	44	-4	-5	-5
汇兑净收益	94	569	228	205
其他业务净收益	23	97	0	1
营业支出	26,455	31,757	37,338	44,227

营业税金及附加	2,802	3,827	4,655	5,537
管理费用	17,737	21,625	25,982	30,906
资产减值损失	5,307	5,504	5,739	6,630
其他业务成本	725	801	961	1,153
营业利润	15,605	23,011	29,283	35,019
加: 营业外收入	197	134	0	0
减: 营业外支出	146	169	0	0
利润总额	15,656	22,976	29,283	35,019
减: 所得税	3,548	5,288	6,735	8,054
净利润	12,104	17,581	22,548	26,965
总股本(百万股)	26,715	26,715	26,715	26,716
EPS(元)	0.453	0.658	0.844	1.009
BVPS(元)*	3.295	3.897	4.488	5.194

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所 *未考虑H股增发和可转债因素影响

2、估值与投资建议

目前行业的平均估值分别对应11年、12年1.36倍、1.17倍市净率以及7.57倍、6.34倍市盈率水平。股份制银行的估值水平为1.33倍、1.14倍以及7.70倍、6.38倍。

民生银行目前股价对应11年、12年1.19倍、1.03倍以及6.34倍和5.30倍, 在上市银行中处在较低的位置。我们认为公司的基本面状况优良, 不应较行业平均估值水平折价。

公司以“商贷通”业务作为突破口, 加强了小企业以及零售贷款的规模, 并增强了盈利能力。我们认为, 以小企业、零售贷款为主的发展方向符合未来银行业转型需求。这部分市场规模较大, 目前来看, 银行可以优选客户, 风险可控。我们看好公司未来以“商贷通”“小企业”和“零售企业”为主的经营政策, 维持公司“跑赢大市”评级。

表4 银行股相对估值比较

股票名称	股票代码	货币	8/3 股价	每股收益(元)			市盈率			每股净资产(元)			市净率		
				10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E
深发展A	000001	RMB	17.00	1.23	1.73	2.13	13.86	9.84	7.98	6.54	13.38	15.08	2.60	1.27	1.13
浦发银行	600000	RMB	9.26	1.03	1.35	1.61	9.01	6.88	5.75	6.59	7.81	9.25	1.40	1.19	1.00
华夏银行	600015	RMB	10.19	0.87	1.10	1.34	11.65	9.30	7.62	5.18	7.99	9.06	1.97	1.28	1.12
民生银行	600016	RMB	5.35	0.66	0.84	1.01	8.13	6.34	5.30	3.90	4.49	5.19	1.37	1.19	1.03
招商银行	600036	RMB	12.19	1.19	1.60	1.90	10.21	7.63	6.41	6.21	6.76	8.28	1.96	1.80	1.47
兴业银行	601166	RMB	13.19	1.72	2.06	2.41	7.68	6.40	5.47	8.53	10.18	12.11	1.55	1.30	1.09
农业银行	601288	RMB	2.65	0.29	0.39	0.46	9.07	6.78	5.73	1.67	1.90	2.18	1.59	1.39	1.22
交通银行	601328	RMB	4.73	0.63	0.81	0.95	7.50	5.87	4.99	3.60	3.39	4.05	1.31	1.40	1.17
工商银行	601398	RMB	4.20	0.47	0.58	0.69	8.88	7.20	6.08	2.35	2.79	3.31	1.79	1.51	1.27
光大银行	601818	RMB	3.21	0.32	0.44	0.54	10.15	7.33	5.95	2.01	2.32	2.70	1.60	1.38	1.19
建设银行	601939	RMB	4.67	0.54	0.70	0.82	8.66	6.68	5.67	2.79	3.28	3.85	1.68	1.43	1.21
中国银行	601988	RMB	3.03	0.37	0.46	0.54	8.10	6.54	5.60	2.31	2.65	3.06	1.31	1.14	0.99

中信银行	601998	RMB	4.52	0.46	0.57	0.69	9.83	7.91	6.56	2.57	3.68	4.23	1.76	1.23	1.07
宁波银行	002142	RMB	10.49	0.81	0.94	1.15	13.03	11.19	9.13	5.51	6.26	7.18	1.91	1.68	1.46
南京银行	601009	RMB	8.58	0.78	1.03	1.31	11.02	8.34	6.55	6.34	7.17	8.22	1.35	1.20	1.04
北京银行	601169	RMB	9.55	1.09	1.37	1.44	8.74	6.97	6.63	6.83	6.91	8.07	1.40	1.38	1.18
大银行平均							8.44	6.62	5.61				1.54	1.37	1.17
中型银行平均							10.06	7.70	6.38				1.78	1.33	1.14
城商行平均							10.93	8.83	7.43				1.55	1.42	1.23
平均							9.72	7.57	6.34				1.66	1.36	1.17

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所 不考虑尚未完成的增发、配股、H股等影响

表5 民生银行主要指标假设

主要经营指标	2007	2008	2009	2010	主要假设	2009	2010A	2011E	2012E
核心资本充足率	7.40%	6.60%	8.92%	8.07%	生息资产	1,231,704	1,558,093	2,042,855	2,390,140
资本充足率	10.73%	9.22%	10.83%	10.44%	增长率(%)	27.68%	26.50%	16.40%	17.00%
不良贷款率	1.22%	1.20%	0.84%	69.00%	生息负债	1,165,740	1,448,255	1,688,665	1,975,738
存贷比	74.44%	75.00%	76.77%	72.74%	增长率(%)	27.66%	24.23%	16.60%	17.00%
拨备覆盖率	113.14%	150.04%	206.04%	270.45%	存款总额	1,127,938	1,416,939	1,654,985	1,944,607
成本收入比	46.26%	42.55%	42.17%	39.48%	增长率(%)	43.54%	25.62%	16.80%	17.50%
杠杆比例	23.32	18.97	13.73	16.92	贷款余额	882,979	1,057,571	1,219,379	1,432,771
收入结构	2007	2008	2009	2010	平均贷款余额	770,670	970,275	1,138,475	1,326,075
利息净收入	89.24%	86.76%	76.65%	83.76%	增长率(%)	34.12%	19.77%	15.30%	17.50%
手续费净收入	9.45%	12.74%	11.09%	15.13%	贷款拨备总额	15,241	19,848	24,621	30,044
投资净收益	-0.57%	0.06%	11.88%	-0.10%	贷款净额	867,738	1,037,723	1,194,758	1,402,727
公允价值变动	0.17%	0.59%	0.10%	-0.01%	净息差(NIM)	2.59%	2.94%	3.10%	3.15%
汇兑损失	1.54%	-0.16%	0.22%	1.04%	手续费净增速	4.55%	77.72%	15.00%	20.00%
其他	-0.17%	0.02%	0.05%	0.18%	成本收入比	42.17%	39.48%	39.00%	39.00%
总计	99.67%	100.00%	100.00%	100.00%	不良贷款率	0.84%	0.69%	0.69%	0.69%
					不良贷款余额	7,397	6,733	7,855	9,150
平均资产指标	2007	2008	2009	2010	信贷成本	0.63%	0.66%	0.50%	0.50%
净利息收入/平均资产	2.79%	3.08%	2.60%	2.82%	当期计提准备	4,866	6,399	5,739	6,630
利息收入/平均资产	4.95%	5.70%	4.31%	4.36%	有效税率	22.66%	23.02%	23.00%	23.00%
利息费用/平均资产	2.16%	2.63%	1.71%	1.53%	拨备覆盖率	206.04%	294.78%	313.43%	328.35%
净手续费收入/平均资产	0.30%	0.45%	0.38%	0.51%	其他	2007	2008	2009	2010
手续费收入/平均资产	0.33%	0.48%	0.40%	0.54%	个人贷款	99,459	108,571	163,880	279,162
手续费支出/平均资产	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	增长率	45.04%	9.16%	50.94%	70.35%
投资净收益/平均资产	-0.02%	0.00%	0.40%	0.00%	个贷占比	17.92%	16.49%	18.56%	26.40%
公允价值变动/平均资产	0.01%	0.02%	0.00%	0.00%	活期存款	294,191	329,196	548,316	651,092
汇兑收益/平均资产	0.05%	-0.01%	0.01%	0.04%	活期存款占比	43.83%	41.89%	48.61%	45.95%
管理费用/平均资产	1.44%	1.51%	1.43%	1.33%	个人存款	108,575	136,268	194,104	231,215
拨备前利润/平均资产	1.42%	1.72%	1.69%	1.75%	增长率	13.79%	25.51%	35.40%	19.12%
税前利润/平均资产	1.14%	1.06%	1.26%	1.41%	零售存款占比	16.18%	17.34%	17.21%	16.32%
ROAA	0.78%	0.80%	0.98%	1.08%	员工人数	17,766	19,853	26,039	30,931
ROAE	18.23%	15.15%	13.40%	18.30%	营业网点	327	374	434	509

资料来源: 公司报告, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭敏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。