

民生银行 (600016.SH) 银行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

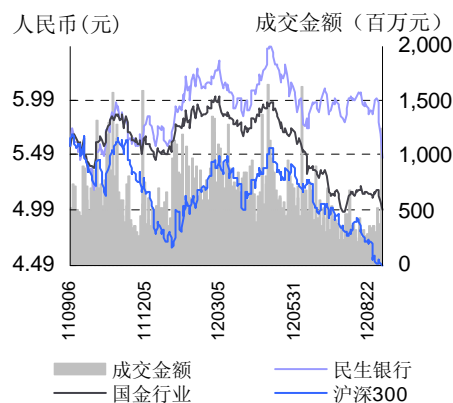
市价(人民币): 5.47元

坚持小微战略不改变

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	22,587.60
流通港股(百万股)	5,777.98
总市值(百万元)	1,551.60
年内股价最高最低(元)	6.47/5.18
沪深 300 指数	2199.88
上证指数	2037.68



相关报告

1. 《业绩高增长》，2012.8.24
2. 《高拨备难掩业绩高增长》，2012.4.27
3. 《回报股东取向逐步体现》，2012.3.23

基本结论

- 下半年小微贷款较快增长。上半年公司小微贷款较年初增长略显缓慢，较年初增长 7.8%，这与公司适当进行业务结构调整及客户整合有一定关系。下半年将进入整个商户资金需求旺季及金融服务旺季，预计 9-12 月每月增长将不低于 100 亿，全年新增 650 亿左右。
- 整体资产质量平稳，小微贷款未现系统性风险。公司上半年不良贷款余额较 1 季度上升 5.9 亿，增幅 7%；不良率环比上升 2BP；逾期贷款较年初增长 63%。7-8 月出现的逾期贷款频率和比重与上半年基本持平，且略有下降趋势；目前江浙地区的问题贷款已基本暴露，高峰期已过；预计全年的资产质量仍然控制在半年报的水平。
- 钢贸贷款没有系统性风险。公司的业务模式是围绕原有较大核心企业上下游产业链做的，核心客户对出现的风险都给予了补偿和保证。另一方面全面排查工作也给予了贷款质量保证。
- 专业的风控体系以及业务模式转变确保资产质量。公司在小微风险管理上已经积累大量行业数据和经验，形成一套专业化的风控体系。另一方面目前也在做一些结构调整，稳步推行商贷通 2.0 版本。
- 模式转变：批量化开发，杜绝散单模式。从出现的不良贷款看，基本是之前的“散单”，批量性的业务没有发生不良。目前商贷通已逐步走向成熟，模式的转变将大大降低风险发生概率。
- 行业和地域调整：1) 对制造业、钢贸行业谨慎，新发放小微贷款重点在消费类，不进入生产类；2) 地区分布更均衡，区域性风险分散度增强。今年新增的小微贷款大部分投向中西部和北京，华东地区占比从此前 70% 降至 40% 不到。
- 中间业务增长持续性增强。公司上半年手续费净收入同比增长 26.7%，带动非息收入占比上升至 25%。其中银行卡手续费和结算类收入呈现较快增长，同比分别增长 134%/90%，具备较高可持续性。下半年公司将继续加大了结算客户沉淀，预计手续费收入仍将较快增长。
- 突出的管理能力将保证盈利稳定增长。公司自 09 年开始商贷通尝试之后，ROA 与行业的差距大幅缩小，并于 2011 年一举超过行业平均水平，并超越其竞争对手，同招行差距仅有 4BP。09-11 年净利润复合增速 52.4%，远超行业平均，其高盈利能力可见一斑。公司的资产负债管理及资本资源配置管理能力突出，在利率市场化进程中能较好管理息差水平，保证盈利稳定增长。

盈利预测及投资建议

- 我们预计公司今年实现净利润 363 亿，同比增长 30%，EPS=1.28 元，BVPS=5.80 元（考虑融资摊薄）。公司 A 股可转债目前处于证监会最后审批阶段，成功发行后将进一步打开成长空间。目前股价对应 0.94x12PB/4.3x12PE，我们认为当前公司逐步步入此前改革后的收获期，资产质量和盈利前景稳定，维持对公司的“增持”评级。

陈建刚 分析师 SAC 执业编号: S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

内容目录

盈利能力持续改善	3
商贷通威力显现，2.0 版稳步推进	5
小微业务未必带来高风险	7

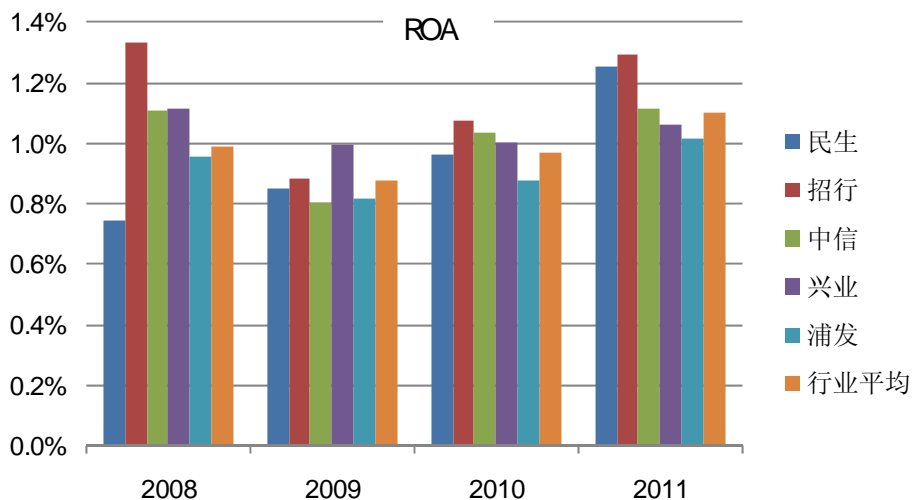
图表目录

图表 1: 公司盈利能力持续改善	3
图表 2: 公司存贷差位居前列	3
图表 3: 成本收入比持续下降	3
图表 4: 公司结算手续费高速增长	4
图表 5: 公司中间业务占比逐步超越招行	4
图表 6: 商贷通快速增长	5
图表 7: 商贷通客户爆发式增长	5
图表 8: 商贷通利率较基准利率上浮比率	6
图表 9: 小微贷款不良率	7
图表 10: 小微金融 2.0 升级版	7
图表 11: 富国银行不良率长期低于花旗和美国银行	8
图表 12: 2007 年富国银行 1-4 户不动产贷款地理分布情况	8

盈利能力持续改善

- 07-09 年是公司的转型之年，07 年开始进行事业部改革，以实现公司业务转型；09 年起实施流程银行再造并开始商贷通尝试。自此之后，公司盈利能力开始快速提升。
- 净利润增速和 ROA 都远超行业平均。自 09 年起，公司 ROA 与行业的差距大幅缩小，并于 2011 年一举超过行业平均水平，并超越其竞争对手浦发、中信和兴业银行，同股份制中以盈利能力强著称的招行差距仅有 4BP。从净利润增速比较，公司 09-11 年净利润复合增速 52.4%，远超行业平均，其高盈利能力可见一斑。

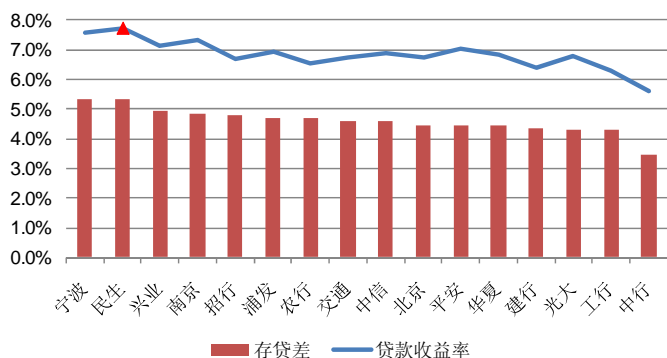
图表 1: 公司盈利能力持续改善



来源：国金证券研究所

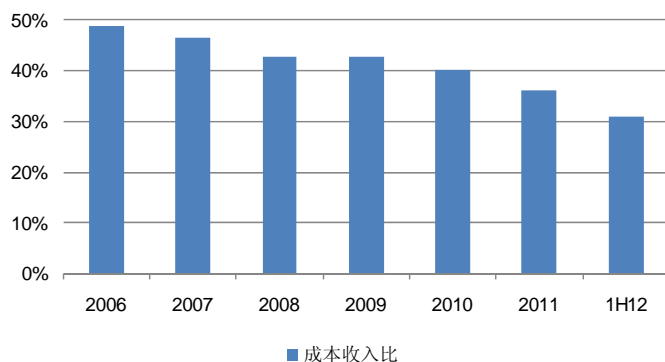
- 公司盈利能力的改善主要源于净息差的快速提升，以及成功的成本控制带来的成本收入比下降。净息差的快速提升主要源于业务转型带来的贷款收益率提升及存款成本率的相对下降。目前公司的存贷差水平居行业第二（仅比宁波低 1BP），其中贷款收益率远高于其他银行，这与公司大力发展商贷通，调整客户结构、提高议价能力和事业部改革提高营销深度，提升结算类存款规模密切相关。

图表 2: 公司存贷差位居前列



来源：国金证券研究所

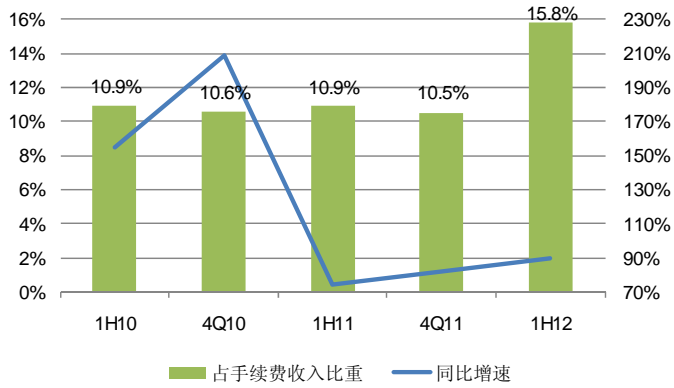
图表 3: 成本收入比持续下降



- 中间业务收入占比持续提升。公司通过乐收银系统加大了结算客户沉淀，今年结算已经超过万亿。结算账户的增加一方面对风险控制大有裨益，另一方面增加公司结算手续费收入。10 年以来，公司结算手续费收入同比增速持续均在 70% 以上，今年中期末同比增长达 90%，在手续费收入占比从

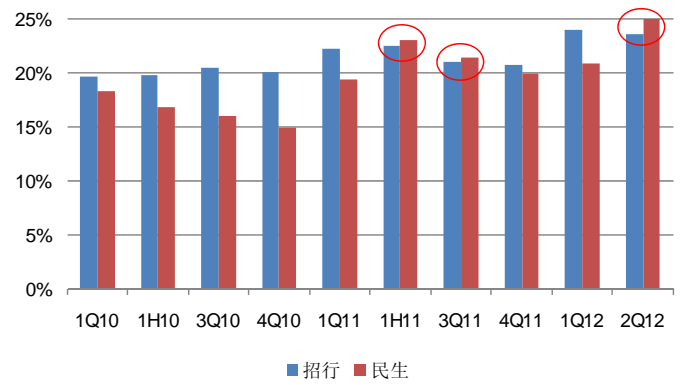
09年底的6%增加至15.8%，带动中间业务收入占比上升至25%，超越招行。

图表4：公司结算手续费高速增长



来源：国金证券研究所

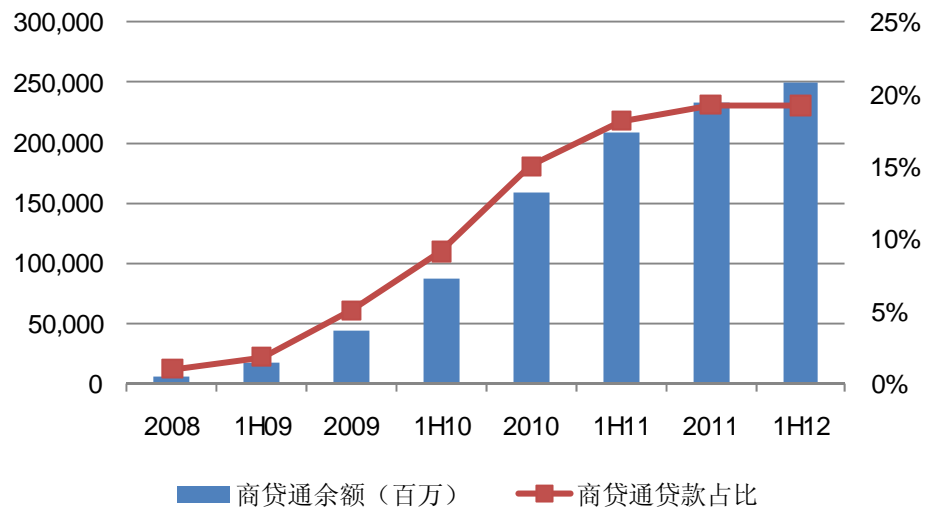
图表5：公司中间业务占比逐步超越招行



商贷通威力显现，2.0 版稳步推进

- **商贷通业务快速发展，预计 12 年新增规模 650 亿以上。**08-11 年期间，商贷通贷款余额分别增长了 575%、255%和 46%，3 年复合增速达到 227%；三年多的时间内，公司累计发放小微贷款 6500 亿，规模占比已提高至 19%左右的水平。**截至 2012 年 8 月末，民生银行商贷通贷款总额达到 2650 亿元，较 6 月末增加约 150 亿，较年初增加约 350 亿元。**
- 公司上半年小微贷款增长较慢有一定的结构调整及客户整合因素；下半年将进入整个商户资金需求旺季、金融服务旺季，**预计 9-12 月每个月增长将不低于 100 亿，全年新增目标保 650 亿，力争 700 亿。**

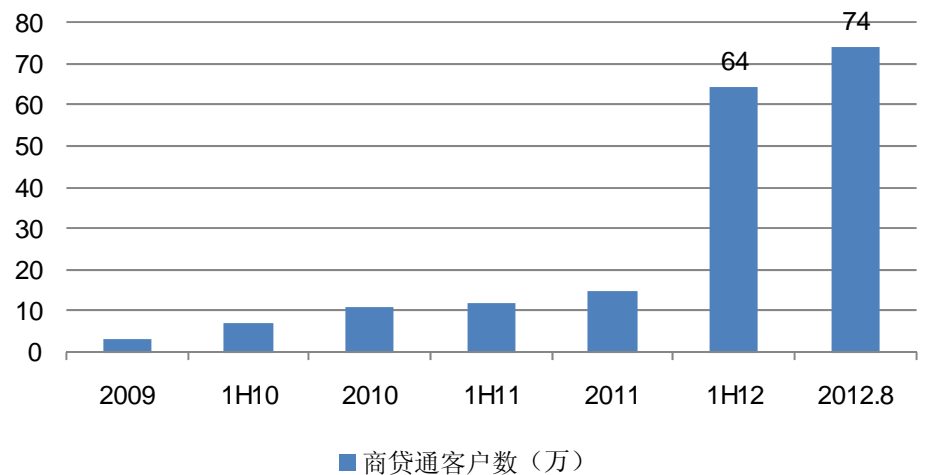
图表 6：商贷通快速增长



来源：国金证券研究所

- **小微企业客户快速增长。**商贷通 2.0 版实行批量化规模化开发，公司 8 月末小微业务客户总数达到 74 万，比年初增加了 59 万户，呈现爆发式增长，预计年底将达到 80 万户。这其中大部分增量是结算类客户，目前结算类客户占比约 70%。我国小微型企业数量达到 4000 多万户，小微业务开发潜力还相当巨大。

图表 7：商贷通客户爆发式增长

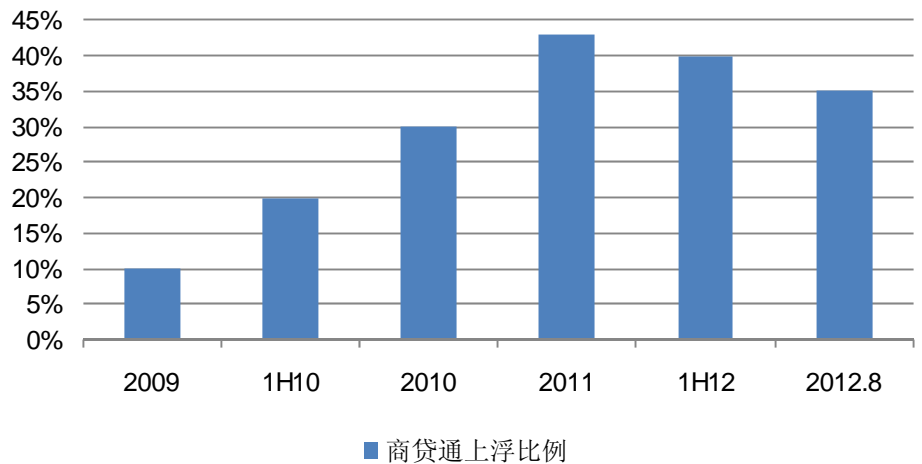


来源：国金证券研究所

- **迅速提高公司收益率水平。**商贷通直接定价水平要高于大公司贷款业务。公司小微定价上半年上浮 40%以上，目前在 35%以上。公司未来

目标是小微贷款占比达到 35%。假设公司小微占比从 19%提升到 35%，我们测算这将提升公司当期 ROA 9%左右。

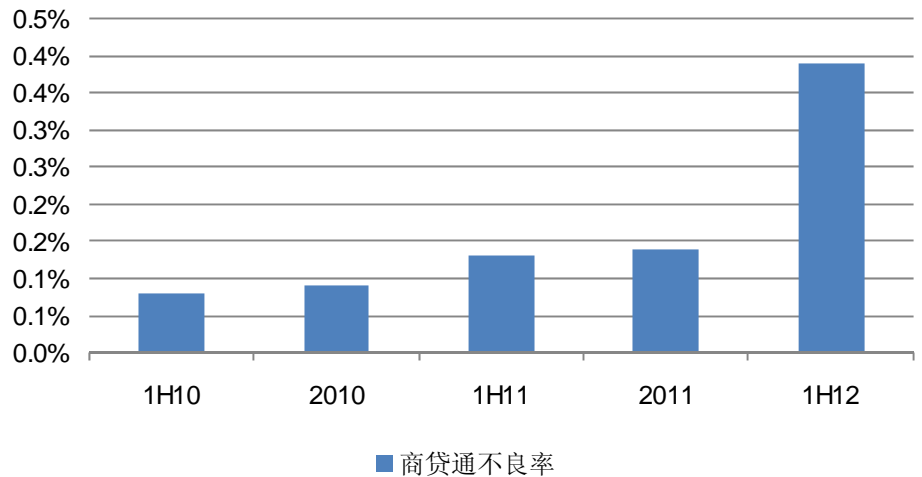
图表 8: 商贷通利率较基准利率上浮比率



来源：国金证券研究所

- **核心是效率。**小微业务模式的核心是“规划先行、批量营销、标准作业”。商贷通不是单个客户地去做，而是按群体，通过建立标准化、流程化的“信贷工厂”作业模式，实现零售业务批发化，提高了审批和放款效率，大大降低了人工成本。
 - **从“散单”到“批量化”。**公司目前在小微商业模式上做出调整，从最初的散单个体开发到目前必须是综合化批量化的模式，在目标客户选择上锁定“一圈两链”客户。
 - **小微客户组织方式创新。**公司今年成立小微企业城市商业合作社。通过仿照商会的形式，搭建了全国性的小微企业交流、共享和协作的平台，以实现批量开发、批量服务和批量风险管理。这可以说是公司在小微金融竞争中建立的壁垒，通过客户分类整合，实现效率最大化。
- **关键在于风险管理。**公司在小微风险管理上已经积累大量行业数据。形成一套专业化的风控体系。从资产质量看，中期末商贷通不良率仅为 0.39%。
 - **遵循大数定律：通过综合化批量化开发防范风险，杜绝散单模式。**从目前出现的不良贷款看，基本是之前的“散单”，批量性的业务没有发生不良。目前商贷通已逐步走向成熟，模式的转变将大大降低风险发生概率。
 - **商业模式保证贷款质量：**公司小微业务的商业模式是以大企业为抓手，围绕核心客户或大企业的产业链去做批量业务开发。因而当个别企业发生风险时能够通过核心企业做补偿和保证。
 - **行业和地域调整：**1) 对制造业、钢贸行业谨慎，新发放小微贷款重点在消费类，坚决不进入生产类；2) 地区分布更均衡，区域性风险分散度增强。今年新增的 350 亿小微贷款大部分投向中部和北京，华东地区占比从此前 70%降至 40%不到。

图表 9: 小微贷款不良率



来源: 国金证券研究所

- **商贷通 2.0 版稳步推进。**公司从简单存贷业务推进至小微综合金融服务商，并大大提高了商贷通业务的专业性。通过专业支行、城市商业合作社做客户分类和整合；通过“乐收银”等创新产品加大结算客户比例，提高存款派生率，实现自我补充式发展；通过产品、结算渠道、培训服务到帮助企业自身发展来获取综合收益。

图表 10: 小微金融 2.0 升级版

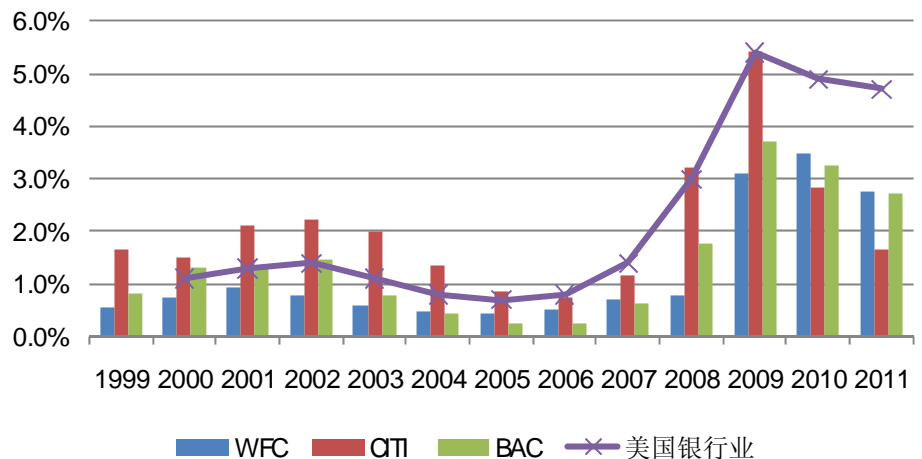
	以贷款利息收入为主的 商业模式 (1.0)	小微企业综合金融服务的 商业模式 (2.0)
业务范围	简单信贷支持	提供综合金融服务解决方案
定价	产品的直接定价	以综合收益和资产信贷结构匹配的综合定价
商业模式	支行动员参与的简单营销模式	专业化专门化及流程系统相配合的全新商业模式
客户价值	注重客户信贷收益	实现客户企业价值的生命周期管理

来源: 国金证券研究所

小微业务未必带来高风险

- **富国银行的不良贷款率长期低于花旗和美国银行。**高收益往往对应高风险，小微贷款的资产质量一直被市场所担忧。我们参考同样通过小企业业务快速发展的富国银行，发现只要风控措施得当，长期来看不良率是可以维持稳定甚至低于行业水平的。

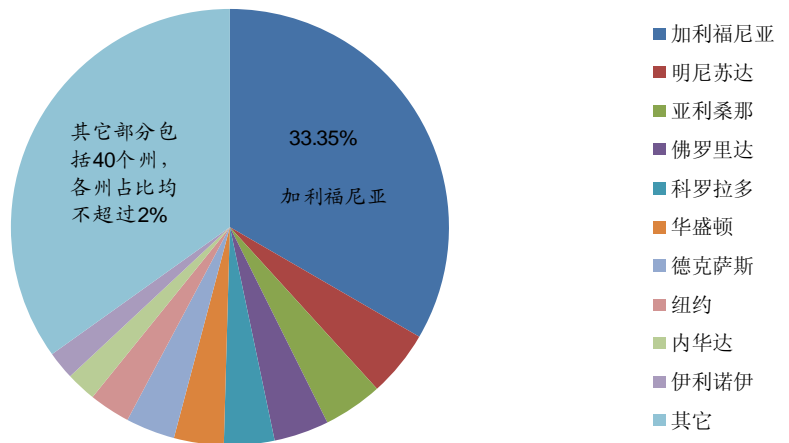
图表 11: 富国银行不良率长期低于花旗和美国银行



来源: 国金证券研究所

- **富国小企业业务的风控经验: 坚持批量化、分散化以及持续密切跟踪客户。**
 - **批量化:** 富国在小微业务流程中始终坚持大数法则, 通过强大的前期数据处理系统和建立小企业信用专项计分卡, 将客户信息标准化、审批流程化, 以实现批量开发客户。
 - **分散化:** 富国银行非常注重贷款的分散化发放, 并认为这是降低贷款风险的重要途径。其社区银行业务遍及美国 50 个州, 因此贷款发放的地域分散化也使得其贷款风险更加分散。

图表 12: 2007 年富国银行 1-4 户不动产贷款地理分布情况



来源: 公司数据, 国金证券研究所

- **持续动态跟踪:** 得益于美国高度发达的个人信用记录网络体系, 富国银行能够做到对中小企业持续、动态的跟踪。比如, “企业通”经常根据客户的风险行为 (如经常性拖欠、超出额度) 来提高价格, 对表现良好的低风险客户降低利率, 或提高贷款上限, 从而逐步压低风险较高客户的贷款余额比重, 增加低风险客户的贷款余额比例, 甚至对某些进入黑名单的客户直接关闭账户。这样提高了总体安全性和盈利性。

附：电话会议纪要

Q1：小微业务降速中，小微客户存量、行业和地区维度是否有调整？

A：对敏感行业持审慎态度。制造业、钢贸非常谨慎；和同业相比，我们是伤的最轻最轻的。华东冒出一些风险苗头，主要是一些联保体。目前的单户金额从 300 万调到 200 万。今年增的 350 亿大多是中部和北京，地区方面做了很多调整。商业模式上也做了调整，以前做散单，现在必须是综合化批量化的模式。到目前出现的不良全部是散单，目前没有 1 个是批量性。行业的调整，小微只做消费类，坚决不进入生产类的，做了一些退出。前几年小微存量和增速较快，现在 2.0 版本全国推广中地区分布更均衡，区域性风险分散度增强。明确数量上、规模上 200 万起，行业上也明确，哪些商圈哪些市场 200 起做了明确确定。下半年金九银十，商圈旺季准备做 400 亿，投向投量及哪些区域都做了完整的市场规划。风险管理部门全面审定，先谋而后定。

Q2：8 月底的逾期贷款相比 6 月增长，小微方面的逾期增长加速还是平缓？小微业务同业模仿，国有行网点优势，我们的核心竞争优势，哪些是难以模仿？

A：7、8 月出现的逾期贷款的频率和比重和上半年基本持平，略有下降趋势。江浙地区这块的问题，早暴露早处理，现在基本暴露出来了。温州，宁波从进入 9 月起进入平缓，预警情况基本和 6 月一致。7-8 小微出现的问题比较少，中小企业领域比较多一点。

小微市场是竞合，没有 1 家能全部吃完，我们有 4 个优势：1、客户需求认知优势，特定联保体产品运用。这种认知不是说今天想明天就可以做。2、信贷理念，经验积累，数据积累。74 万户小微客户数量，信贷往来有 20 多万户。商贷通推出后累计 6500 亿贷款发放，小微各行业交易数据的积累，这是产品认知的源泉，是持续积累过程。3、流程优势，其他行效率方面跟进民生比较困难。4、团队和系统处理能力优势。这需要经验积累，不可能一蹴而就。

核心竞争优势有 3 个：1、体制优势，没有一家全国性银行把 500 多支行专门来做小微，不做对公。这是体制改革形成的优势。2、2.0 版本理念，专业化。特定区域、特定细分、特定商圈专心做专业支行，专注、专门、专业做。3、综合金融服务。做商业合作社，从营销、服务更多从风险角度做，形成群体力量。商业合作社可以说是在小微金融竞争中建立壁垒。

Q3：小微地域上的分布，比较早的华东是否比较饱和，所以只能往其他地方支行拓展？

A：小微余额 2650 亿，09 年华东起步到全国推广。现在华东不到 40%，最高 70%，地域分布比较均衡。规模过百亿的有 8 家，距离饱和还有相当距离。2.0 不仅仅做融资，而是综合金融。客户 3-7 开，30%有融资需求关系，70%并不是有贷户。从综合金融角度，有无限空间。

现在合作社是做批量管风险，民生和政府合作建设，要做到产品嵌入、服务嵌入，最重要的是客户整合，分门别类管理。苏州、南京，1-2 个客户经理管 2-3 个城市合作社游刃有余。规模大于 200 人就开始细分，现在合作社规模 100-150 人左右。

Q4：技术层面上怎么把担保情况摸清楚？

A：去年温州跑路后，我们仔细研究了跑路企业、多元化投资企业，是如何拿到银行贷款，通过什么渠道贷款出去的。基本是联保互保、虚假性、通过担保公司挪作他用，形成风险发生。去年 10 月开始，所有联保互保每一笔贷款组织专业团队逐笔排差，查真实性、资金用途、运营状况。贷款用途跟紧，审查较为严格，因而仅有及其个别贷款被挪用。

我们总结的，一定做批量化专业化，杜绝散单，做批量规模开发。通过人民银行系统观测小微企业资金归集状况，在资金归集中有大额变动的，一定是有问题的，做到实时控制。最有效的还是亲自去看，亲自去查，我们着手比较早因而心中有数。

Q5：对于行业的选择，行业风险的考量指标？行业的风险是什么方式去检测？行业基本面发生变化怎么把握？合作社管的客户数超过 100，怎么很细的掌握每个客户的变化？

A：对行业研究已经有 7-8 年，现在已经着手明年的风险政策。从宏观、中观、微观的情况制定下一年度的风险政策，发现风险机会判断风险度，借用巴三的工具，对行业介入，标准，深度，频度，风险政策研究。从大，中小，小微公司条线具体做出政策，然后授信评审部、风险信用部进行执行。对贷款余额，有多少机会，有哪些客户，额度多少，限额多少，什么模式，什么产品介入都做出详细规定，制定评审指引，这是一个很细的操作指引，从营销到评审都要用。每个季度对这些行业评审指引调整发布，遇到突发事件及时调整。今年对光伏行业调整了 6 次了。摸索和积累出适合大客户规模的系统和工具，我们前端有小微数字地图；中台有乐收银系统，30%-40%活跃度（以

此为主要结算)，今年实现结算超过万亿。拿到结算账户，任何风吹草动都可以掌握。售后系统经过两次升级，后端及时发现异常，把客户分门别类管理，淡季旺季资金特点做到掌握，形成体系化的东西。

Q6: 小微盈利能力未来趋势判断？措施和方法

A: 小微和未来经济可持续发展有高度关系，内需结构调整带来市场变化。城镇化脚步继续，未来小微客户更多，现在 4000 万，以后可能到 5000-6000 万客户。本身这批客户可成长性非常好，这不仅是传统意义的定价回报。未来努力方向：1、更大规模的客户群。目标 200 万客户，富国小微客户 350 万（50 万有贷款业务），而美国全部小微客户是 600 万。2、更好的综合结算工具。我们的手机、网上银行都有针对小微的界面。电子化渠道交付能力增强，争取存款组织能力能够覆盖小微融资需求。3、更多更具有竞争力的产品。目前做试点，把公司板块的特色产品移植，提供更多产品。

很多年前就在应对利率市场化，对盈利趋势判断：从暴利到平均利润，但小微盈利一定大于公司业务，不仅是存贷差，要提供现代金融服务，提供一体化服务，提高中间业务水平，丰富盈利结构，实现盈利多元化。从产品，结算渠道，培训服务，到帮助提升小微自身发展获取来综合收益。这个角度看，盈利前景广阔，未来随着规模化，平均成本会下降。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	14	16	16	61
增持	0	11	13	14	25
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.46	1.48	1.49	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-27	增持	5.06	N/A
2 2011-03-29	增持	5.30	7.00 ~ 7.50
3 2011-04-28	增持	5.79	N/A
4 2011-08-16	增持	5.43	N/A
5 2011-10-28	增持	5.88	N/A
6 2012-03-23	增持	6.00	N/A
7 2012-04-27	增持	6.31	N/A
8 2012-08-24	增持	5.88	N/A

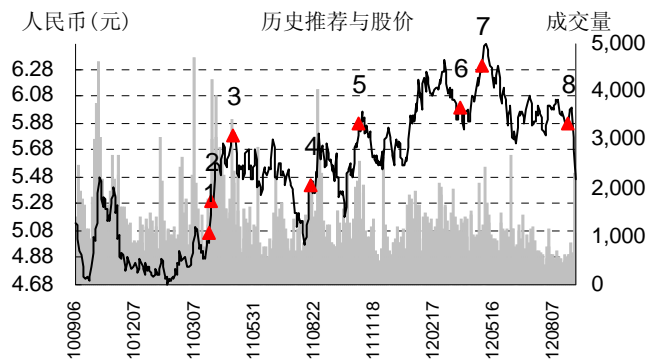
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B