

差异化经营奠定长期竞争优势

——民生银行(600016)公司投资价值分析

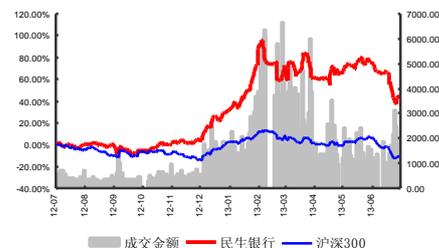
核心观点

1、民生银行成立于1996年，是国内首家民营银行。我们将公司的发展历程分为三个阶段：(1) 高速扩张阶段（2001年-2005年），得益于“超常规发展”战略推动，公司在规模上取得了远高于同业的增长；**(2) 主动调整阶段（2006-2008年），**这一阶段是民生银行主动放慢发展速度、对前期粗放式的扩张模式进行自我反省、自我调整的阶段，在此期间，公司启动了公司事业部改革；**(3) 战略转型深入阶段（2009年至今），**在这一阶段，新的战略定位“做民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行”开启公司“二次腾飞”之路。事业部的运行走上了正轨，其还凭借“商贷通”在零售银行领域取得新的突破。

2、战略转型树立差异化竞争优势。从09年下半年启动战略转型以来，通过3年多的努力，公司在客户结构和业务结构调整上都取得了明显成效。2012年，公司民营企业贷款客户数及贷款余额分别占对公贷款客户数的85.05%和贷款余额的61.57%，事业部模式、管家式服务、专业化和综合化金融服务方案成为公司服务民营企业的核心竞争力。通过创新“商贷通”商业模式，公司成功开辟了小微企业的蓝海，2012年末小微企业贷款余额占全行贷款的比重达到23.07%。客户和业务结构的调整为公司带来了丰厚的利润，2010-2012年公司净利润的复合增速高达39.2%，净资产收益率从16.9%提高至23%。“特色银行、效益银行”的目标正在实现，公司的差异化竞争优势正在形成，这些都意味着公司已经具备了应对利率市场化变革和金融脱媒挑战的实力和基础。

3、投资建议。我们预测公司2013、2014年的净利分别增长16.6%和15.4%，对应EPS为1.54元和1.78元。近期受银行间市场流动性紧张影响，公司股价调整幅度较大，这主要与公司同业资产规模较大有关。公司同业资产负债的期限错配度较低，短期流动性紧张虽然带来同业负债成本的上升，但同业资产的重置也很快，所以这不会对公司的利差以及盈利带来太大的负面冲击，对总体营业收入的影响也非常小。同业业务并不是公司核心业务，公司通过战略转型所树立起来的差异化竞争优势才是决定公司投资价值的根本所在。目前公司股价已经较前期高点跌去27%，目前股价对应13、14年的PE分别为5.55倍和4.81倍，对应13年的PB为1.16倍。我们认为公司作为银行业差异化经营的标杆应该享有估值溢价。我们按照7倍PE以及1.5倍PB对公司进行估值，公司的合理价格为11元。维持强烈推荐-A的评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	2836558.52
流通A股(万股)	2258760.24
52周内股价区间(元)	5.39-11.9
总市值(亿元)	2388
总资产(亿元)	32998
每股净资产(元)	6.27
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2011	2012	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	82368	103111	114586.3	129064.5
同比增速(%)	50.39%	25.18%	11.13%	12.64%
净利润(百万)	27920	37563	43801.12	50559.76
同比增速(%)	58.81%	34.54%	16.61%	15.43%
EPS(元)	1.05	1.32	1.54	1.78
P/E	8.2	6.47	5.55	4.81

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

联系人: 周红军

电话: 010-84183135

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

1. 公司基本情况

民生银行成立于1996年，是我国第一家民营资本主导的商业银行，成立时公司资本规模只有13.8亿，公司初始的战略定位是服务民营经济。2000年，在新任民生银行行长董文标的带领下，公司开始把关系国计民生的支柱行业，包括电力、电信、路桥、航空等行业的大企业、特别是大型国企作为主要服务对象，由此开启了公司低风险高增长的“超常规发展”之路的序幕。2000年12月，在经历了4年的初步发展后，民生银行成功实现IPO上市，成为第二家上市的银行，从此公司走上了资产规模扩张和资本运作协调发展的壮大之路。公司发展主要经历了三个重要阶段：

(1) 高速扩张阶段(2001年-2005年)。2000年底上市时，民生银行的资产规模只有680亿，资本额为60亿，在北京、上海、广州、深圳、武汉、大连、杭州、南京等地设有8家分行总计39家分支机构。上市后的四年，公司以超常速度高速增长，存贷款规模的复合增速分别达到63.8%和69.5%。在这一阶段，公司发展的主要驱动力是资产规模的高速增长。在新的发展战略指导下，民生银行集中全部资源向规模扩张倾斜，极大提升了服务大客户的能力和水平。到2005年，民生银行的存贷款规模分别达到4888亿和3781亿元，在全国拥有20家分行总计240家分支机构。资产规模的高速增长也带来了利润的高增长，2001-2005年公司净利润的复合增速高达44.5%。

表 1: 2001-2005 年公司资产规模及盈利增长情况 (单位: 亿元)

		2001	2002	2003	2004	2005
资产规模	681	1389	2463	3611	4454	5571
贷款规模	349	736	1283	2018	2884	3781
存款规模	527	1040	1847	2746	3800	4888
净利润规模	4.29	6.46	8.92	13.91	20.38	27.03
同比增速						
资产	85.97%	104.09%	77.31%	46.61%	23.36%	25.09%
贷款	107.97%	110.73%	74.47%	57.21%	42.91%	31.11%
存款	81.39%	97.25%	77.63%	48.69%	38.38%	28.63%
净利润	82.55%	50.58%	38.08%	55.94%	46.51%	32.63%

来源：公司报告

(2) 主动调整阶段(2006-2008年)。在经历了规模的持续快速增长后，公司管理层开始对银行未来可持续发展的经营模式进行深入思考。他们认为民生银行超常规发展的战略目的已经达到，但要想实现百年老店的长远目标，必须走更加专业化的发展之路，必须对传统的粗放经营模式进行改革。

从2006年起，民生银行正式进入战略调整 and 经营转型阶段，公司主动放慢发展速度。以2006-2008年的区间来计算，公司资产规模、存贷款规模3年的复合增长率分别只有17%和20.3%，净利润的复合增速只有42.8%。而同期，招商、浦发的净利润复合增速分别达到75%和70.6%。在行业大发展大繁荣之际，民生银行的增速着实称不上亮丽。但是放慢了步伐使得公司有机会进行自我反省、自我调整。2006年，公司零售银行改革取得了重大进展，强大的零售银行总部搭建成型，分行零售银行“三分离”基本完成，零售样板支行的建设启动。2007年9月，民生银行启动公司业务事业部制改革，首批贸易金融部、金融市场部、投资银行部和工商企业金融部四个事业部正式成立。2008年初，地产金融事业部、能源金融事业部、交通金融事业部和冶金金融事业

部四个行业金融事业部正式成立运行。事业部改革在分行层面曾经遇到了很大的阻力，但是公司管理层顶住重重压力采取了分步走的策略，坚决推行改革。他们坚定认为，随着银行业竞争越来越激烈，加之资本市场发展带来的脱媒化趋势以及未来的利率市场化改革都将给银行的发展带来挑战，应对这些挑战必须坚定推行经营战略的转型，选择在行业景气、经营形势好的背景下进行改革，即使出了点问题也能应付过去，困难时期推行改革的难度会更大。

表 2: 公司 2006-2008 年资产规模及净利润增长情况 (单位: 亿元)

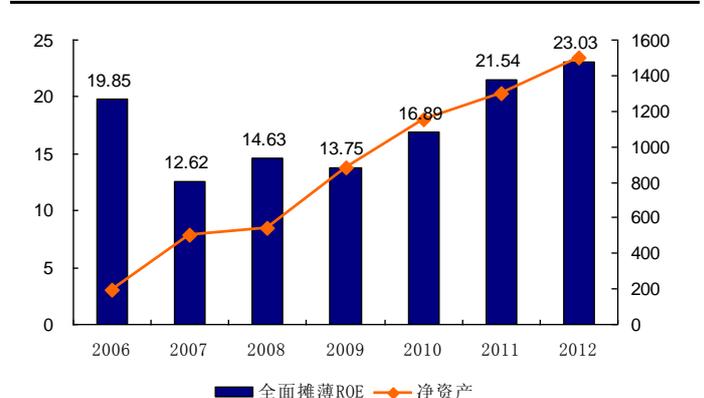
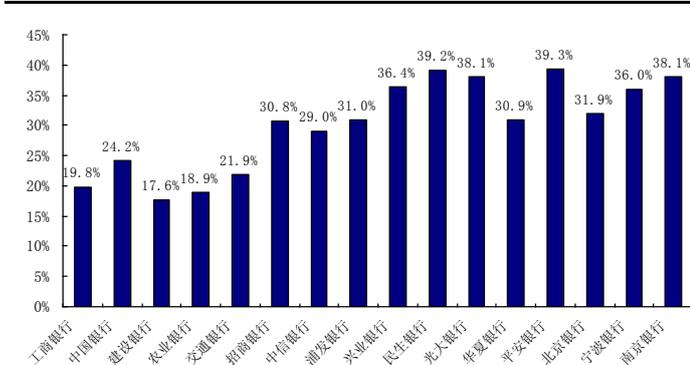
	2006	2007	2008
资产	7004	9198	3611
贷款	4474	5550	2018
存款	5833	6712	2746
净利润	38.32	63.35	13.91
净资产	193.05	501.86	538.80
同比增长			
资产	25.72%	31.32%	14.63%
贷款	18.35%	24.03%	18.62%
存款	19.33%	15.07%	17.07%
净利润	41.77%	65.32%	24.47%
净资产	25.47%	159.96%	7.36%

来源: 国都证券

(3) 战略转型深入阶段 凤凰涅槃 (2009 年-)。在这一阶段，民生银行逐步进入改革成果的收获期，不仅事业部的运行走上了正轨，其还凭借“商贷通”在零售银行业务领域取得新的突破。2009 年 2 月，民生银行正式推出为小商户、小业主提供金融服务的名为“商贷通”的金融产品。“商贷通”的推出获得巨大的成功，其规模从 09 年末的 448 亿元增加至 2012 年末的 3174.7 亿元，年复合增速高达，远高于同期公司贷款的复合增速。2009 年下半年，民生银行在对之前的战略规划进行调整的基础上提出了新的战略定位：做民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行。在这一新的战略指导下，公司开启了二次腾飞的序幕。在随后的三年里，随着战略转型的推进，公司的客户结构和业务结构调整都取得了明显成效，公司开始收获转型的成功果实。2010 年—2012 年，公司净利润的复合增速达到 39.2%，位居同业前列，公司的净资产收益率也从 16.9%提高至 23%。

图 1: 近三年上市银行净利复合增速比较

图 2: 民生银行净资产收益率逐年提升



资料来源: 国都证券

资料来源: 国都证券

2. 改革与创新塑造优势

2.1 事业部—打造更为专业的银行

公司业务事业部改革是民生银行实施战略转型的突破口，也是中国银行业的突破之举。事业部是国际先进银行普遍采取的组织模式，包括汇丰、花旗等国际大型商业银行都是采取以业务条线垂直管理的事业部体制。但目前国内银行普遍都是采取总行、分行、支行的块状管理体制。2007年9月，民生银行全面启动公司事业部改革，其总体思路是借鉴国际银行事业部利润中心的运作经验，按照公司化运作理念，对公司金融主要产品线和行业客户险实施事业部制度，藉此打造专业化的管理和营销模式，办成本土一流的公司金融银行。公司业务事业部制改革的核心，就是把高风险的公司业务从总行—分行—支行“三级经营、三级管理”的体制改革为事业部“一级经营、一级管理”的体制，通过实施专业化评审、进行专业化营销和组建专业化团队来全面提升对客户的专业化服务能力和水平，从而有效地控制风险、提高收益。

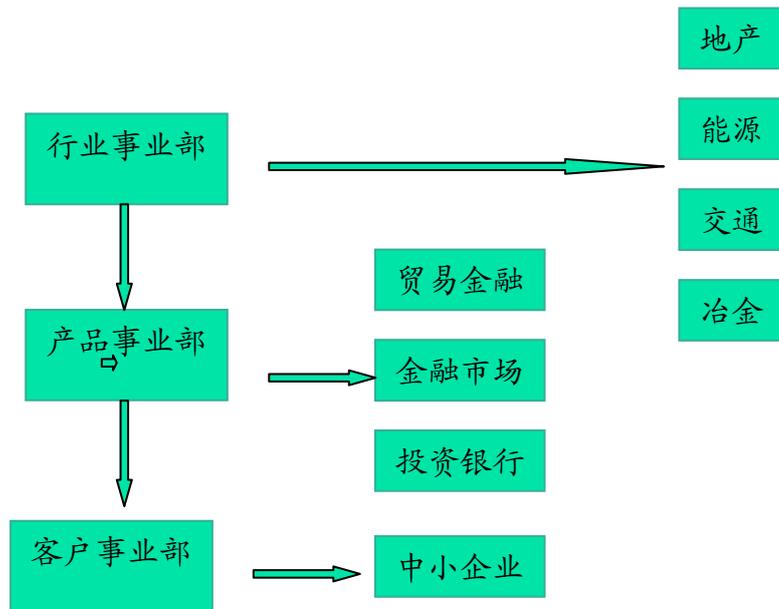
公司事业部改革分三个阶段推行：

第一阶段：主要客户线和产品线的事业部改革阶段。07年完成组建贸易金融部、金融市场部、投资银行部三个产品部和地产、能源、交通、冶金、工商企业五个客户部门的事业部改革，2008年1月起，地产金融事业部、能源金融事业部、交通金融事业部、冶金金融事业部、工商企业金融事业部、贸易金融事业部、投资银行事业部、金融市场事业部全部按新体制正式运行。

第二阶段：拓展和提升阶段。用三年时间，提升公司业务条线的整体管理水平，完善利润中心的运作机制，完成分支行的重新定位和职能调整。目前民生银行已经完成这一阶段的工作。

第三阶段：全面事业部运行阶段。时机成熟，成立公司金融批发银行事业部总部，将公司业务集中到总行，全面实行业务事业部管理和运行。

图表 3：民生银行事业部构架



事业部改革推行遇到的最大阻力在于事业部与分行利益的再分配问题，事业部成立时，分行平均百分之三十几的业务被事业部划走，这些业务大都是分行比较成熟的业务和增长点。08年分行与事业部矛盾冲突最激烈的一年，全年涉及利益纷争的案例超过250单，但是公司管理层顶住了内部的种种压力，坚决推行改革，终于随着各种机制的逐步理顺，事业部逐步被接受，分行与事业部也开始建立起了协调发展的关系，从2009年开始，事业部的运行逐步走向顺畅。目前公司事业部进入改革深化阶段。由于专业化经营水平和风险管理能力的提升，公司贷款定价能力总体得以提高；同时专业化经营也带来了公司综合金融服务能力的全面提升，通过推行金融管家服务，事业部实现了非利息收入的快速增加。截至2012年末，6大事业部贷款占公司贷款余额的比重已经达到51%，贡献中间业务收入68亿。

表4：民生银行事业部经营情况（单位：亿元）

	贷款余额	占比	存款余额	占比	不良率	中间收入贡献
地产金融事业部	1,114.63	12.77%	566.56	3.73%	0.41%	6.61
能源金融事业部	1059.96	12.14%	677.58	4.46%	0.56%	8.83
交通金融事业部	479.79	5.50%	473.83	3.12%	0.62%	5.47
冶金金融事业部	409.32	4.69%	448.71	2.96%	0.69%	6.28
中小企业金融事业部	1,260.76	14.44%	-	-	1.55%	0
贸易金融事业部	131.12	1.50%	-	-	-	40.81

来源：公司报告

事业部制改革是组织架构和管理模式的根本变化，其在市场营销、产品开发、授信审批、风险管理等方面都带来了深刻变化。其主要优势表现在以下方面：

1. 服务更具专业性。 事业部专注于特定市场、特定行业的服务，实现了全国范围内的营销服务统筹和客户分层管理，推行总对总服务和分单销售模式，细分市场批量开发销售。各事业部专门聘请了行业专家与客户经理共同组成服务团队，事业部通过在全国做同一行业的多个项目，更能全盘熟悉行业的情况，可以对很多企业进行横向比较，可以给企业提供咨询和建议。专业水平的提高使得企业对银行的信任度上升，银行的话

语权也在提高。

2. 效率改善。在传统的总分支行模式下，交易的完成需要总分支行三级链条的链接，三级链条的链接没有一个全面负责的机构，交易过程往往会有不畅现象。而事业部负责全部交易过程的管理，从客户进入民生银行开始直至交易结束客户离开民生银行，事业部几乎享有全部授权，并承担最重要的责任。而授权中最重要的授信终审权在事业部，这种流线型的授权方式涵盖了服务客户的各个环节。据介绍，实行业务部制改革以前，该行一笔贷款业务从项目上报到审批通过，时间上往往需要 2-5 个月时间，这对争取客户、抢占市场十分不利。实行业务部制以后，贷款审批效率大大提高，一笔贷款在分部通过后，直接上报总部，减少了中间环节，总部一般在一周左右时间就给出评审结果。

3. 风险控制更具针对性。得益于专业评审、分级监控、专业贷后管理等多层次风险防控体系和专业化经营体制下的风险控制防线前移，事业部在贷款风险管理上更为有效。地产、冶金、中小企业事业部都属于高风险领域，由于政策调控及宏观经济环境疲弱原因，2012 年这几大事业部的不良率都有所上升，但是整体仍维持在较低的水平，如果不是事业部进行更专业化的风险管理，不良贷款可能增加的更多。

2.2 商贷通—打开零售业务新的蓝海

推动零售银行经营模式的改革是公司战略转型的重点。“商贷通”业务是公司零售银行发展的突破口。“商贷通”的酝酿始于 2008 年。2009 年 2 月，民生银行正式推出针对小微企业主及个体工商户的“商贷通”产品。“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 万元以下的小微企业。“商贷通”目标市场选择的基本原则在于运用“大数据法则”测算出特定行业的风险概率，甄选“商贷通”业务进入的行业，迅速地找到有效客户群体，并对其进行批量营销，实现“商贷通”业务在特定行业的受众群体规模化。

“商贷通”在 09 年一推出就获得了显著的成功，当年新增“商贷通”贷款 321 亿，贷款余额达到 448 亿元，在零售贷款余额中的占比达到 27.3%，客户累计达 3 万余户。2010 年，在资本约束下，公司更是把最主要的信贷资源进一步向“商贷通”倾斜，全年新投放“商贷通”贷款 1142 亿，占当年新增信贷的 65%，“商贷通”贷款余额达到 1589.9 亿元，增幅高达 254.81%，“商贷通”客户总数达到 11 万户。2011 年，公司对“商贷通”进行全面升级，正式推出小微金融 2.0 升级版，当年公司商贷通客户增加至 15 万户，贷款余额达到 2,324.95 亿元，增幅为 46.24%。2012 年，公司零售业务在“二次腾飞”战略指引下，积极践行小微金融 2.0 提升策略，以小微专业支行为核心，有效覆盖重点商圈和特色行业；以城市商业合作社为平台，真正实现小微客户联合发展。小微金融 2.0 升级版的一个重大提升是全面拓展服务范围，不仅融资方式有了更多选择，而且在结算、渠道、财富管理等方面推出多项创新，形成多元化的小微金融产品体系框架，从简单的信贷服务向综合金融服务转变。升级版推动公司小微金融转型向纵深发展，2012 年公司小微贷款余额达到 3174.7 亿，增长 36.5%。

表 5: 民生银行零售贷款结构 (单位: 百万元)

	2008		2009		2010		2011		2012	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商贷通	12,727	11.7	44,809	27.34	158,986	56.95	232,495	63.85	317,470	68.19
住房贷款	87,401	80.5	99,619	60.79	97,494	34.92	83,337	22.89	71,518	15.36
信用卡	6,637	6.1	14,266	8.71	16,432	5.89	38,551	10.59	66,305	14.24
其他	1,806	1.7	5,186	3.16	6,250	2.24	9,720	2.67	10,283	2.21
										10
合计	108,571	100	163,880	100	279,162	100	364,103	100	465,576	0

来源: 公司年报

在“商贷通”风险控制方面,公司坚持运用“大数法则”测算出特定行业的风险概率,通过甄选“商贷通”业务进入的行业对风险进行有效控制。2011年,“商贷通”贷款不良率仅为0.14%,2012年,在经济下行导致银行业不良额和不良率普遍上升的背景下,公司商贷通的不良率也有所上升,但仍维持在0.4%的较低水平。

“商贷通”给民生银行带来的最大收获在于贷款结构的改善和整体议价水平的提高。公司商贷通贷款利率平均上浮30%以上,商贷通占比的提高。2010年,“商贷通”爆发增长,其占零售贷款的比重上升至57%,首次超过住房抵押贷款。2012年商贷通在零售贷款中的占比达到68.25%,在全部贷款中的占比达到22.9%,这使得公司贷款的平均收益率达到7.53%,远高于上市银行的平均水平。

“商贷通”的成功是民生银行推行制度创新和流程改造的结果。公司业务事业部改革的直接结果就是让全国400多家支行网点成为专门从事零售业务的平台,而“商贷通”正是通过这些支行在更贴近客户的基层层面展开的。以往零售业务发展不快,主要因为支行没有动力去做,有几个大客户就够了。现在支行不能做公司业务了,只能全力做好零售,这就为零售业务的大发展创造了制度条件。

在业务模式上,“商贷通”通过实施“大数法则”、“规划先行”和“批量营销”,建立起了标准化、流程化和专业化的作业流程,实质性提高了审批和放款效率。通过审批流程的再造,使得贷款流程从申请到放款,效率提高了一倍,从原来的15天缩短到现在短短的7天时间。“商贷通”担保方式包含了抵押、保证、联保、应收账款质押、信用等多达11种方式,并且通过引入信贷评分卡、集中处理中心等方式,建立了“信贷工厂”作业模式,通过标准化的复制,“商贷通”得以在短时间内迅速做大。小微企业2.0升级版推出以来,“商贷通”在销售模式、评审方法和贷后管理方式上都发生革命性的变化,将成为真正的小微企业“信贷工厂”。

在服务理念上,民生银行完全以做零售银行的理念来做小微企业贷款。针对“商贷通”目标客户民生银行建立了专业的规划、营销、审批和贷后团队,其基层营销团队深入各目标商圈并与客户建立起了密切联系。与此同时,“商贷通”业务还积极整合行内外资源,实现零售银行与电子银行、信用卡、信息中心和公司业务等多部门的协同营

销和联动服务，努力实现渠道、服务方式及内容的多样化。

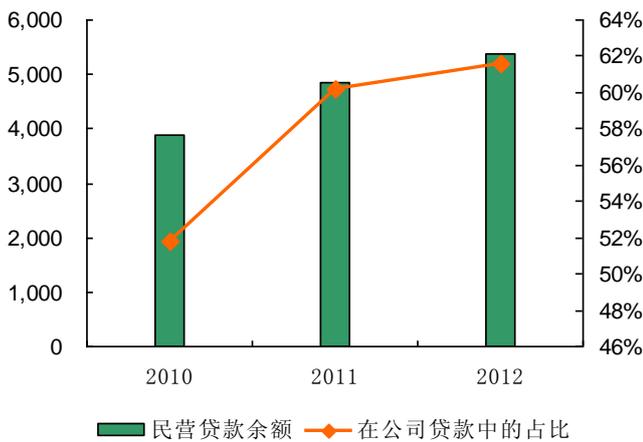
综合来看，我们认为民生银行的“商贷通”在制度、业务模式、服务、品牌等领域已经树立起了其核心优势，这决定了其他银行在短时间内难以复制其成功模式，公司有望在这一细分市场上与其他商业银行拉开距离，实现贷款结构的持续改善。

3. 差异化带来优势 收获水到渠成

3.1 息差彰显战略调整成果

规模增长和息差是银行业绩的两大主要驱动因素。一直以来，由于银行经营的同质化，贷款结构和客户结构也大都趋同，这使得银行息差的提升主要还是依赖基准利率的上升，贷款结构及议价能力总体贡献度较小。在09年之前，由于客户结构中大客户占比高，资金成本优势不明显，民生银行息差在上市银行中并不突出。自2009年下半年公司启动战略转型以来，公司将更多信贷资源投向民营企业、中小企业及小微企业，民营企业在公司贷款中占比以及小微贷款占比的提升使得公司的贷款收益水平显著上升。2010、2011、2012年公司贷款平均收益率较上市银行平均水平分别高出57bp、103bp以及87bp，这使得公司的存贷利差超过所有其他上市的国有银行以及股份制同业。

图 4: 民营贷款及占比



资料来源：国都证券

图 5: 商贷通贷款占比



资料来源：国都证券

图 6: 民生银行贷款利率

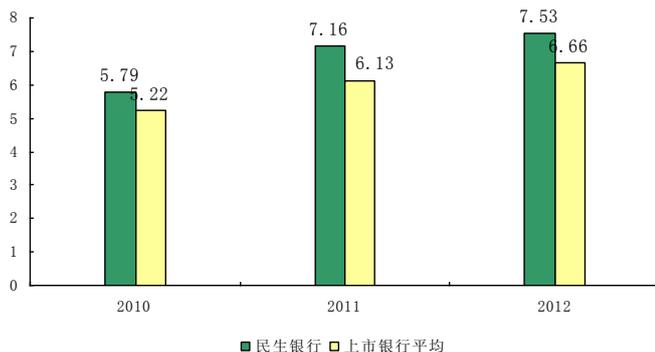
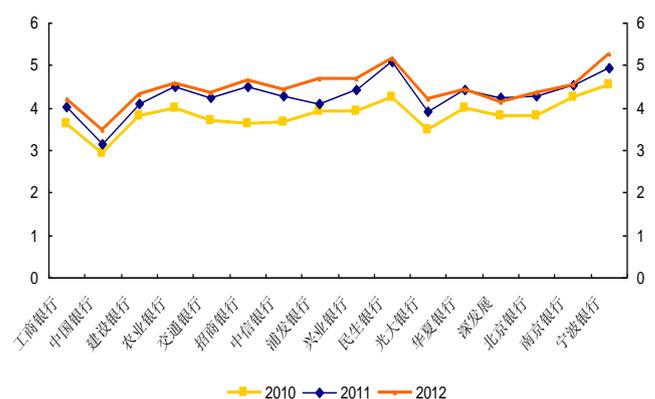


图 7: 上市银行存贷利差比较



资料来源：国都证券

资料来源：国都证券

贷款收益率的提高使得公司的净息差迈入行业前列。09年公司的息差为2.59%，在上市银行中仅低于宁波和南京两家小银行，2010年公司的息差提高至2.94%，2011年进一步提升至3.14%，连续两年成为上市银行中净息差最高的银行，2012年公司净息差降至第三位，但这主要是因为公司同业资产规模扩张较多使得分母扩大。正因为息差的大幅提升，2010年-2012年，公司净息收入复合增速达到33.72%，超过上市银行整体22.7%的复合增速。

表 6: 上市银行净息差比较 (%)

	2008	2009	2010	2011	2012
工商银行	2.95	2.26	2.44	2.60	2.66
农业银行	3.03	2.28	2.57	2.85	2.75
中国银行	2.63	2.04	2.07	2.11	2.15
建设银行	3.24	2.41	2.40	2.69	2.75
交通银行	3.01	2.29	2.46	2.51	2.59
招商银行	3.42	2.23	2.65	2.98	3.03
中信银行	3.33	2.51	2.63	2.76	2.81
浦发银行	3.05	2.19	2.49	2.47	2.58
兴业银行	2.92	2.42	2.52	2.20	2.64
民生银行	3.29	2.59	2.94	3.14	2.94
光大银行	2.80	1.95	2.18	2.50	2.54
华夏银行	2.07	2.03	2.46	2.50	2.71
平安银行	3.02	2.47	2.49	2.68	2.37
南京银行	3.29	2.80	2.55	2.71	2.48
北京银行	2.97	2.36	2.33	2.31	2.49
宁波银行	3.47	3.12	2.76	2.45	3.48

来源：国都证券

预计未来随着公司做“民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行”战略的深入贯彻落实，议价能力较高的民营企业、中小企业及“商贷通”贷款占比将进一步提升，公司将有望保持息差的优势，同时客户结构的这一重大转变也将使得公司在未来的利率市场化中处于更主动的地位。

3.2 中间业务突飞猛进

大力发展中间业务被银行视为摆脱过度依赖息差收入的传统盈利模式、实现战略转型的重要内容。作为轻资本业务，中间业务的拓展备受银行重视。中间业务包含广泛，不仅包括传统的结算、汇款转账等，还包括资产托管、理财服务、投资银行、现金管理等新兴业务，中间业务的发展是一个银行服务水平和创新能力的最佳体现。国有大行由于具有广泛的网点和客户资源，中间业务收入来源更加多元化，收入规模及占比也一直高于其他中小银行。招商银行依托其零售银行的成功转型在中间业务发展上一直领先股份制同业，07年以来公司中间业务收入占比就一直稳定在15%以上的水平。但近三年民生银行在中间业务发展上表现出的后发优势让我们对其侧目相看。2010年、2011

年民生银行的手续费及佣金净收入分别增长了 77.72% 和 82.2%，增速远远超过同业。2012 年，中间业务收入增速虽然有所放缓，但仍然达到 35.9%，并且在净收入规模上首度超过招商银行，对营业收入的贡献占比达到 19.9%，较招商银行高出 1.6 个百分点。

表 7：上市银行中间业务收入占比

	2010	2011	2012
工商银行	19.13%	21.37%	19.75%
中国银行	19.68%	19.70%	16.57%
建设银行	20.44%	21.91%	25.54%
农业银行	15.88%	18.20%	16.24%
交通银行	13.89%	15.40%	14.17%
招商银行	15.87%	16.25%	17.41%
中信银行	10.21%	11.48%	12.53%
浦发银行	8.12%	9.89%	10.54%
兴业银行	11.05%	14.77%	17.06%
民生银行	15.13%	18.33%	19.90%
光大银行	13.25%	15.14%	15.82%
华夏银行	5.90%	8.87%	10.17%
深发展 A	8.80%	12.36%	14.39%
北京银行	6.17%	7.78%	9.61%
南京银行	8.95%	9.79%	10.15%
宁波银行	8.26%	9.03%	9.49%

来源：国都证券

表 8：民生银行及招商银行中间业务收入比较

民生银行	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
手续费及佣金净收入(亿元)	3.72	10.26	23.91	44.61	46.64	82.89	151	205.2
同比增长	20.78%	175.81%	133.04%	86.57%	4.55%	77.72%	82.2%	35.9%
占比	2.90%	5.88%	9.45%	12.74%	11.09%	15.13%	18.33%	19.9%
招商银行	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
手续费及佣金净收入(亿元)	15.67	25.14	64.39	77.44	79.93	113.3	156.28	197.39
同比增长	76.27%	60.43%	156.13%	20.27%	3.22%	41.75%	37.93%	26.3%
占比	8.17%	10.02%	15.72%	14.00%	15.54%	15.87%	16.25%	17.4%

来源：公司报告

究竟是什么让民生银行的中间业务收入取得如此大的跨越？我们认为，这主要与公司多渠道并举推动中间业务发展，不断创新服务模式、不断完善产品服务体系有关。近几年，民生银行不断强化基础性中间业务的发展，同时积极开拓资产托管、现金管理、投资银行、财务顾问、资产管理等新兴中间业务，中间业务收入来源日益多元化。从 2012 年的收入构成来看，我们看到贡献最高的是托管及受托业务佣金，占比达到 29.1%，该项收入同比增速高达 57.9%；其次是银行卡服务费，贡献占比达 24.13%，增速也高达 151%。

表 9：民生银行手续费及佣金净收入构成（单位：百万元）

项目	收入	占比
托管及其他受托业务佣金	6,431	29.11%
银行卡服务手续费	5,331	24.13%
结算与清算手续费	2,734	12.38%
代理业务手续费	2,573	11.65%
信用承诺手续费及佣金	2,491	11.28%
财务顾问服务费	1,734	7.85%
融资租赁手续费	721	3.26%
其他	76	0.34%
手续费及佣金收入	22,091	100.00%

来源:国都证券

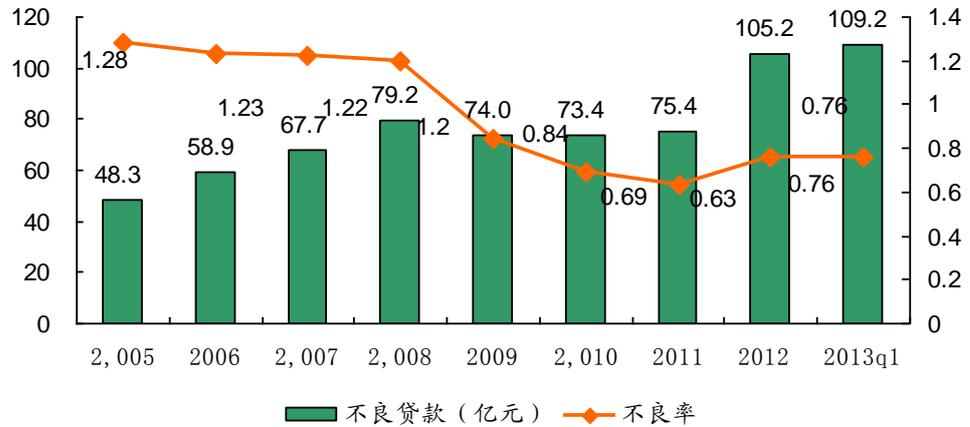
中间业务收入的高增长与公司的制度改革及战略转型密切相关。实施事业部制改革后，由于事业部服务的专业化程度大幅提高，银行可以为客户提供更有针对性的服务产品。据介绍，公司事业部与客户一般签 6-7 份合同，其中只有一份是贷款合同，其他都是中间服务合同，2012 年 6 大行业事业部贡献的中间业务收入达 68 亿，占全部中间业务收入的 33.13%。在战略转型目标推动下，公司致力于为客户提供以投融资为核心的全方位金融服务，通过创新产品服务体系拓宽服务领域，重点突破与资本市场相关的直接融资及资产管理业务品种，这使得中间业务收入的来源也得到了大幅的拓展。我们认为公司围绕客户需求所开展的金融管家服务将有助于公司不断延伸服务领域，从而确保公司未来中间业务能取得持续稳定的增长。

4. 发展速度与风险的平衡

由于经营市场化程度高，公司一直高度重视发展中的风险控制，虽然上市以来公司信贷资产规模持续快速增长，但公司的资产质量一直保持在较好水平。我们认为虽然公司扩张很快，但还是较好地把握住了规模增长与风险控制之间的平衡，这决定了其发展的可持续性。从 2002 年开始，公司的不良率一直处于 1.5% 以下，2009 年以后一直低于 1%。2012 年，受宏观经济形势疲弱、企业盈利能力下滑影响，银行业不良额和不良率普遍出现上升，公司不良额也较年初增加了 29.8 亿，不良率上升了 0.13 个百分点。一季度，公司不良额较年初小幅增加 4 个亿，增幅小于其他股份制同业。公司过去 14 年高速有质量的增长证明公司风险管理的行之有效。公司已经建立起了较为完备的经历周期考验的风险管理体系，专业化的事业部运作有利于公司更好地把握行业风险，“商贷通”基于“大数定律”的运行原则实现了“高速、低风险、高效益”的增长。

考虑到当前实体经济经营仍然较为困难，我们认为今年行业及公司仍然将面临一定的资产质量压力。对于普遍担心的小微贷款风险，我们认为围绕产业链及基于大数法则开展业务的模式能够经得住考验，小微贷款资产质量有望维持在优良水平，低风险、高收益有望延续。

图表 8: 民生银行不良贷款变动



数据来源: 国都证券

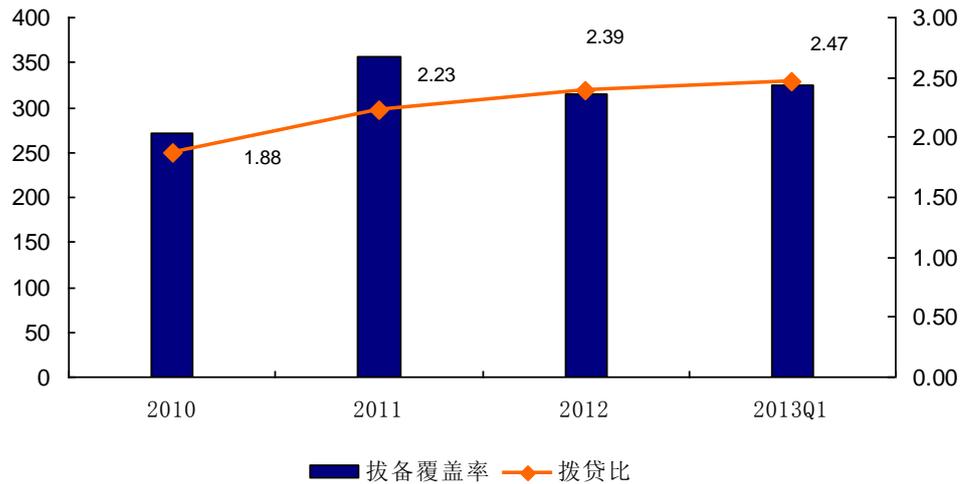
表 10: 股份制银行不良率比较

不良率	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013q1
招行	2.58	2.12	1.54	1.11	0.82	0.68	0.56	0.61	0.66
中信	4.14	2.5	1.48	1.36	0.95	0.67	0.6	0.74	0.88
浦发	1.97	1.83	1.46	1.21	0.8	0.51	0.44	0.58	0.59
兴业	2.33	1.53	1.15	0.83	0.54	0.42	0.38	0.43	0.49
民生	1.28	1.23	1.22	1.2	0.84	0.69	0.63	0.76	0.76
光大	-	-	4.49	2	1.25	0.75	0.64	0.74	0.79
华夏	3.04	2.73	2.25	1.82	1.5	1.18	0.92	0.88	0.90
深发展	9.33	7.98	5.62	0.68	0.68	0.58	0.53	0.95	0.98
北京银行	4.38	3.58	2.06	1.55	1.02	0.69	0.53	0.59	0.54
南京银行	3.35	2.47	1.79	1.64	1.22	0.97	0.78	0.83	0.83
宁波银行	0.61	0.33	0.36	0.92	0.79	0.69	0.68	0.76	0.83

来源: 国都证券

公司具有较强的风险抵御能力。近两年, 盈利能力的持续提升为公司提高拨备创造了好的基础。2012 年末, 公司拨备覆盖率达到 314.53%, 拨贷比达到 2.39%, 比上年末提高 0.16 个百分点; 2013 年一季度, 公司拨备覆盖率进一步提高至 324.51%, 比, 拨贷比上升至 2.47%, 接近 2.5% 的监管要求, 这意味着公司未来不存在继续大幅增提拨备的压力, 这有利于公司保持快于同业的增速。

图表 9: 民生银行拨备覆盖及拨贷比变化



数据来源：国都证券

5. 利率市场化与金融脱媒背景下最具竞争力的投资标的

中国银行业在发展模式及盈利模式上具有很高同质性。银行的发展基本上都是以资产负债规模的扩张作为主线。在过去的十年中，招商、浦发、民生这些最早实行市场化经营的商业银行经历了存贷款规模及业绩持续增长。我们认为这主要得益于以下三个方面因素：一是中国经济的持续增长刺激融资需求不断增加；二是银行在社会融资体系中占绝对主导地位；三是利率管制带来的利润垄断。这些优势使得银行成为整个社会产业链中最挣钱的部门。然而随着利率市场化改革的启动以及资本市场的发展导致的脱媒化趋势的演进，银行业的传统优势将受到越来越严峻的挑战。在混业经营的大背景下，银行与银行、银行与其他金融机构间的竞争必然更为激烈，这就要求银行转变经营模式，推动战略转型，树立差异化竞争优势。寻找做好准备能有效应对利率市场化和脱媒化挑战的银行成为我们的目标。

我们认为从多方面比较来看，民生银行最具备这方面的潜力。从09年下半年启动战略转型以来，通过3年多的努力，公司在客户结构和业务结构调整上都取得了明显成效。2012年，公司民营企业贷款客户数及贷款余额分别占对公贷款客户数的85.05%和贷款余额的61.57%，事业部模式、管家式服务、专业化和综合化金融服务方案成为公司服务民营企业的核心竞争力。通过创新“商贷通”商业模式，公司成功开辟了小微企业的蓝海，2012年末小微企业贷款余额占全行贷款的比重达到23.07%。2012年公司非息收入占营业收入的比重达到25.17%，为股份制银行第一。客户和业务结构的调整为公司带来了丰厚的利润，2010-2012年公司净利润的复合增速高达39.2%，净资产收益率从16.9%提高至23%。“特色银行、效益银行”的目标正在实现，公司的差异化竞争优势正在形成，这些都意味着公司已经具备了应对利率市场化变革和金融脱媒挑战的实力和基础。

公司之所以能在短短几年时间里成为行业转型发展的标杆，我们认为这主要源于其高度市场化的经营机制、管理层高效的战略执行力和创新精神。在行业竞争高度同质化的背景下，公司敢于独辟蹊径，创新商业模式并积极实践，在取得成绩的基础上又不断对其进行完善并注入新的元素，做别人不愿意做或是不能做的，这就是其核心竞争力所

在。

6. 投资建议

在短短 16 年时间里，民生银行完全凭借自身的市场化经营成长为一家资产规模超 3 万亿、净利接近 400 亿的全国性商业银行，其成长的速度瞩目。除了外部经济环境和制度的原因外，从内部来看，我们认为清晰的战略、良好的执行力、有效的风险控制和激励机制、敢于改革创新是其高速高质量发展的根本原因。考虑到公司在推行战略转型方面具有很强的执行力，且目前公司的战略转型已经取得了显著的成果，树立了一定的差异化竞争优势，我们看好公司的长期发展前景。

近期受银行间市场流动性紧张影响，公司股价调整幅度较大，这主要与公司同业资产规模较大有关。公司同业业务的扩张主要是在 2012 年下半年。2012 年末公司同业生息资产规模为 10489 亿，较年初增长了 155%，这主要是因为买入返售票据资产规模大幅增长 376%，其余额达到 6168 亿。2012 年公司买卖票据价差收入为 42.24 亿，对营业收入贡献占比达 4.1%。我们认为近期银行间市场资金紧张对公司同业业务的不利影响有被市场放大的嫌疑。市场流动性紧张主要是影响票据的周转速度，公司票据业务的期限都是比较短的，同业负债的期限也比较短，同业资产负债的期限错配较低，因此短期流动性紧张虽然带来同业负债成本的上升，但同业资产的重置也很快，所以这不会对公司的利差以及盈利带来太大的负面冲击，对总体营业收入的影响也非常小。我们认为当前流动性紧张主要是阶段性的、结构性的，并不会持续太长时间。同业业务收益的增长只是给公司业绩起了锦上添花的作用，对公司业绩贡献很小，即使该项收入下滑其对盈利增速影响也很小。同业业务并不是公司核心业务，公司通过战略转型所树立起来的差异化竞争优势才是决定公司投资价值的根本所在。

我们预测公司 2013、2014 年的净利分别增长 16.6% 和 15.4%，对应 EPS 为 1.54 元和 1.78 元。经过本轮调整，公司股价已经较前期高点跌去 27%，目前股价对应 13、14 年的 PE 分别为 5.55 倍和 4.81 倍，对应 13 年的 PB 为 1.16 倍。我们认为公司作为银行业差异化经营的标杆应该享有估值溢价。我们按照 7 倍 PE 以及 1.5 倍 PB 对公司进行估值，公司的合理价格为 11 元。维持强烈推荐—A 的评级。

7. 风险提示

经济大幅下滑导致资产质量恶化风险、监管更加严格的风险

附录1: 财务预测表

人民币亿元	2011	2012	2013E	2014E		2011	2012	2013E	2014E
损益表					收入增长				
营业收入	82368	103111	114586.3	129064.5	营业收入增速	50.39%	25.18%	11.13%	12.64%
净利息收入	64821	77153	82771.42	91556.89	净利息收入增速	41.31%	19.02%	7.28%	10.61%
手续费及佣金净收入	15101	20523	27672.85	34698.56	手续费及佣金增速	82.18%	35.90%	34.84%	25.39%
其他非息收入	1188	5142	4142	2809	其他非息收入	-709.23%	332.83%	-19.45%	-32.18%
营业支出	45083	52379	56608.15	62306.93	营业支出增速	41.96%	16.18%	8.07%	10.07%
营业税及附加	6116	7825	8536.68	9615.3	拨备前利润增速	60.13%	31.25%	13.86%	14.53%
业务管理费	29333	35064	37813.47	41300.63	税前利润增速	61.80%	36.25%	14.08%	15.43%
资产减值损失	8376	9197	10258	11391	净利润增速	58.81%	34.54%	16.61%	15.43%
拨备前利润	45661	59929	68236.12	78148.53	规模增速				
税前利润	37175	50652	57785.12	66701.53	证券投资	16.89%	14.57%	22.00%	19.40%
所得税	8732	12344	13984	16141.77	贷款净额	13.55%	14.70%	14.27%	14.12%
净利润	27920	37563	43801.12	50559.76	同业生息资产	49.58%	155.14%	1.05%	2.00%
资产负债表					生息资产	21.21%	43.56%	9.28%	10.87%
证券投资	2113.6	2220.63	2954.36	3527.51	同业负债增速	0.00%	173.34%	-20.00%	2.00%
贷款净额	11782.9	12716.3	15443.78	17624.88	存款增速	16.08%	17.11%	16.20%	15.00%
同业生息资产	4111.03	6120.59	10599.19	10811.17	计息负债增速	20.76%	43.49%	6.09%	11.45%
生息资产	21335.5	24719.9	33473.81	37111.5	净资产增速	12.43%	25.83%	28.53%	21.23%
同业存款	3331.35	4403.24	7284.78	7430.47	资产结构				
客户存款	16447.4	18109.6	22382.37	25739.73	证券投资占比	9.91%	7.91%	8.83%	9.51%
计息负债	20089	23262.4	30581.65	34084.7	贷款占比	55.23%	44.12%	46.14%	47.49%
净资产	1295.97	1497.63	2096	2541	同业生息资产占比	19.27%	34.24%	31.66%	29.13%
每股指标(元)					负债结构				
每股拨备前利润	1.71	2.11	2.41	2.76	同业负债占比	16.58%	31.59%	23.82%	21.80%
每股净利润	1.05	1.32	1.54	1.78	存款占比	81.87%	66.82%	73.19%	75.52%
每股净资产	4.85	5.75	7.39	8.96	资产质量(亿元)				
P/PPOP	5.01	4.06	3.56	3.11	正常	11843.47	13,570.00		
P/E	8.2	6.47	5.55	4.81	关注	133.35	170.9		
P/B	1.77	1.49	1.16	0.96	次级	39.15	64.4		
营运指标					可疑	23.99	26.8		
生息资产收益率	5.69%	5.85%	5.40%	5.35%	损失	12.25	14		
计息负债成本率	2.73%	2.96%	2.53%	2.43%	不良贷款额	75.39	105.23	122.07	139.53
净息差(NIM)	3.14%	2.97%	2.87%	2.90%	不良率	0.63%	0.76%	0.77%	0.77%
净利差(Spread)	2.94%	2.89%	2.85%	2.87%	贷款减值准备	269.46	330.98	410	496
贷款利率	7.16%	7.03%	7.03%	7.00%	拨备覆盖率	357.42%	314.53%	335.86%	355.48%
存款利率	2.08%	2.10%	2.10%	2.05%	信贷成本	0.80%	0.74%	0.69%	0.67%
存贷利差	5.08%	4.93%	4.93%	4.95%	资本状况				
成本收入比	35.61%	34.01%	33.00%	32.00%	资本净额(亿)	1740.34	2,172.20		
盈利能力					资本充足率	7.87%	8.13%		
ROE	22.80%	22.00%	23.51%	21.81%	核心资本充足率	10.86%	10.15%		
ROA	1.38%	1.26%	1.31%	1.37%	总资产/所有者权益	17.9	19.7	16.6	15.2

来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
----	----	----

投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15% 以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15% 之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5% 以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
赵宪栋	传媒、建材、零售	zhaoxiandong@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张葳	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色、新能源	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			

	2011	2012	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	82368	103111	114586.3	129064.5
同比增速(%)	50.39%	25.18%	11.13%	12.64%
净利润(百万)	27920	37563	43801.12	50559.76
同比增速(%)	58.81%	34.54%	16.61%	15.43%
EPS(元)	1.05	1.32	1.54	1.78
P/E	8.2	6.47	5.55	4.81
