



股票代码	600016.CH	1988.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 10.15	港币 9.63
目标价格	人民币 9.87	港币 8.85
上/下浮比例	-2.8%	-8%
目标价格基础	13年市净率	13年市净率
板块评级	中立	中立

# 民生银行

## 与阿里巴巴合作意在长远

民生银行昨日分析师会详示与阿里巴巴合作的相关问题。根据民生银行的相关说明,我们认为民生银行与阿里巴巴的合作目前处在起步阶段,民生更着重于双方长远通过信息数据、技术平台以及客户等方面的共享来获得更大的发展空间。我们重申短期内该项合作能给民生带来的收益极其有限,中长期合作的效果取决于法律、经营等环境是否配合以及双方能否找到有效的合作途径并实施可行的合作方法,目前看以上方面的不确定性较大。我们维持对该行的持有评级和目标价格不变。

### 支撑评级的要点

- **合作尚需解决法律、技术障碍,合作平台尚需明确。**民生银行表明“目前与阿里合作的159家银行,只是基于少量具体业务的合作,而民生与阿里的合作则是在技术平台与数据共享、互联网与金融创新,小微与巨量的个人客户共享等等更加全面与深入的合作。双方的合作注重增值服务的开发,第三方支付业务,通过大数据来开展客户行为研究,合作空间巨大”。但考虑到目前银行和阿里能够共享的只是客户基础数据,而深层次的数据整合和开发尚需明确法律是否许可,双方技术平台是否支持以及如何合作开发,开发后的权益如何分享等问题,因此我们估计目前的合作更多是一个尝试性的起步,未来的效果和发展力度不确定性较大。
- **并不具备排他性。**根据目前披露的信息,民生银行和阿里巴巴的合作不具备排他性,双方均可以和其他伙伴发展业务。目前双方尚没有明确的股权合作计划。我们认为更加明确和更紧密地合作方式能带来更好的合作效果,这一点还需要等待未来双方的合作发展来定。
- **阿里巴巴拓展金融业务不影响双方合作。**民生银行认为阿里巴巴即便未来设立银行,但对双方的合作影响不大。由于受资本等金融监管指标的限制,阿里即便获准新设立银行,该银行短期内规模仍有限。但我们认为若阿里获准设立了全国性银行,其与民生必然有一定程度的同业竞争,这样届时双方如何在新的环境下进行深度合作还需观察。

### 评级面临的主要风险

- 经济下行对小微企业贷款的影响超出预期。

### 估值

- 目前民生银行A股和H股的估值水平分别相当于1.47倍和1.1倍2013年预期市净率,均高于行业平均水平。我们认为本次合作带来的短期内对股价的刺激已充分反映,目前相对较高的估值存在调整的可能,维持目标价格不变,保持持有评级。

### 投资摘要—A股

年结日:12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	82,368	103,111	123,964	135,979	146,840
净利润(人民币 百万)	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
全面摊薄每股收益(人民币)	1.05	1.32	1.39	1.44	1.47
变动(%)	58.8	26.7	5.0	3.9	2.0
全面摊薄市盈率(倍)	9.71	7.66	7.30	7.03	6.89
每股账面价值(人民币)	4.85	5.75	6.89	8.09	9.30
价格/每股账面价值(倍)	2.09	1.77	1.47	1.26	1.09
每股股息(人民币)	0.32	0.30	0.34	0.36	0.36
股息率(%)	3.14	2.96	3.37	3.50	3.58

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

\*全面摊薄每股收益是根据将所有转债考虑转股后的情景计算的

### 股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29	11	7	-
相对新华富时A50指数	37	1	1	-

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	84.55
流通股市值(人民币 百万)	229,263
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,718
主要股东(%)	
新希望集团	7.08

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究  
以2013年9月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

袁琳, CFA\*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

\*唐伟城为本报告重大贡献者

**股价表现—H股**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8	18	23	-
相对恒生中国企业指数	14	10	7	-

发行股数(百万)	26,715
流通股(%)	15.45
流通股市值(港币 百万)	41,894
3个月日均交易额(港币 百万)	503
主要股东(%)	
新希望集团	7.08

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 9 月 23 日收市价为标准

**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币 百万)	82,368	103,111	123,964	135,979	146,840
变动(%)	50.39	25.18	20.22	9.69	7.99
净利润(人民币 百万)	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
全面摊薄每股收益(人民币)	1.05	1.32	1.39	1.44	1.47
变动(%)	58.8	26.7	5.0	3.9	2.0
全面摊薄市盈率(倍)	7.28	5.75	5.47	5.27	5.16
每股账面价值(人民币)	4.85	5.75	6.89	8.09	9.30
价格/每股账面价值(倍)	1.57	1.32	1.10	0.94	0.82
每股股息(人民币)	0.32	0.30	0.34	0.36	0.36
股息率(%)	4.19	3.94	4.50	4.68	4.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

\*全面摊薄每股收益是根据将所有转债考虑转股后的情景计算的

**附录: 分析师会内容摘要**

民生银行与阿里战略合作分析师会

2013 年 9 月 23 日 星期一 14:00-15:00

**1、民生阿里的合作与其他银行的区别?**

目前与阿里合作的 159 家银行, 只是基于少量具体业务的合作, 而民生与阿里的合作则是在技术平台与数据共享、互联网与金融创新, 小微与巨量的个人客户共享等等更加全面与深入的合作。双方的合作注重增值服务的开发, 第三方支付业务, 通过大数据来开展客户行为研究, 合作空间巨大。

阿里选择民生银行的原因(猜测): 民生银行民营企业机制, 创新基因, 小微业务的发展成果, 小微企业的拓展技术。

民生选择阿里的原因: 1、未来电子商务, 第三方支付和物流产业会高速发展, 阿里在这几个方面都具有优势; 2、未来商业银行客户群体变化导致相应的客户行为变化, 互联网金融有巨大发展空间。3、阿里的平台与数据发掘潜力, 有海量的个人客户基础以及相应的交易数据, 能够在大数据与 IT 新技术新设备的应用等方面有巨大潜力。

**2、合作过程中双方的受益情况?**

民生更注重间接收益, 与阿里的合作契合民生银行的业务转型与大零售业务布局, 收获的是长远的潜在的利益。双方的合作是基于双方客户受益原则的开发式合作。有以下几个方面: 1、零售业务, 发展小微业务来推动小微客户的综合开发, 通过小微业务开发小微企业背后的个人客户; 2、小区金融, 也是针对个人客户群体, 以上两个是实体渠道; 3、手机银行, 民生目前有 375 万个客户, 今年目标是 500 万个客户, 去年末仅有 90 万。手机银行只针对智能手机, 单机交易平均每月一笔, 手机银行客户的单户资产远高于传统零售客户, 将成为民生未来零售业务的核心客户。4、直销银行、移动运营、第三方支付合作, 物流合作, 互联网金融无地域限制, 有成本优势。由于与阿里的合作不是针对某项具体业务的合作, 是长期的战略性的合作, 所以不会注重短期的利益得失。

### 3、阿里申请银行牌照是否影响双方的合作？

不会。因为：1、市场空间巨大，互联网金融有巨大的创新空间。2、新设立的阿里银行也会受到资本与资金来源的限制，无法满足其巨大的客户基础产生的巨量需求。3、与阿里的合作不会只限于目前这八个方面，未来还有更多合作。

### 4、民生的直销银行开展情况？

民生的直销银行计划10月份正式开业，模式与北京银行不太一样，有以下几个特点：1、虽然从监管牌照上来看目前直销银行无法成为一个独立的银行，但在民生运作上已经将其视同为一家独立银行，是与民生银行不一样的银行；2、直销银行只发展特定渠道，包括移动渠道、互联网渠道、电话银行渠道等，基本不会有物理网点；3、直销银行原则上没有客户经理与销售人員，全部业务通过线上办理；4、产品数量少、设计简单、风险易于判断；5、全新的风险计量方法，强调事前审批，注重业务流程上的审批而不是客户自身的审批；6、强调数据应用，通过数据分析客户行为；7、讲究合作，与其他其他金融机构的合作；8、创新、简便、成本优化、利于客户，不完全依赖于阿里，是一个第三条独立的渠道。

### 5、未来的渠道建设？

总体上看民生的支行数量还是不够，未来会继续扩张物理网点，今年以来到上周新建了85家支行，计划年底接近1000家。从支行结构上看，会将原有支行一部分变为专营零售业务支行，一部分变成社区银行。未来还会将目前正在建设的小微俱乐部与小区金融服务店整合到支行中。物理网点的建设是针对不使用移动或互联网的客户，这些客户很多是40-55岁之间，平均个人资产很高，要保住这部分客户。另外也在积极建设非物理渠道，在网络银行建设上，民生采取追随战略，但是在移动平台上，力争保持领先，民生的手机银行软件从去年登陆后平均每个月更新一次，表明民生对移动平台的重视。还有直销银行，要独立于民生银行，如果发牌照就马上分拆。对于物理网点无法覆盖的地方，要通过互联网、移动渠道来覆盖。

### 6、信用卡业务与阿里的合作？

民生与阿里发行的联名信用卡，申请、审批与发卡均在线上完成，审批完成会先发给客户一张虚拟卡，之后再寄送实体卡。此款信用卡业务基于大数据应用来分析客户行为与识别风险。

### 7、直销银行业务的团队建设情况？

目前是电子银行部下面的二级部，但是内部组织结构完整，目前人员配置不多，还在筹建阶段。目标客户群体：忙（忙人）、潮（潮人）、精（精明、对价格敏感型客户）。

### 8、未来负债端成本的展望？

存款定价会根据资产端价格来看，目前上调利率来拉存款的冲动不是很强。



### 9、新兴金融产品（如余额宝）对银行存款的冲击？

余额宝实际上就是货币基金，并不算是一个新的金融产品。从目前来看这些创新型金融产品对银行存款的冲击还不是很大，但是未来会提高，民生会从一开始就从各方面注重应对这种冲击。

### 10、民生与阿里的数据分享合作情况？

由于受到相关法规的限制，目前双方的数据共享仅限于共同开发的客户（如联名信用卡客户），分享的数据是一些基础性数据，如（身份证号、家庭送货地址等），可以满足客户营销与产品设计的初期需求。

### 11、民生的小微业务怎么与阿里小贷合作？

阿里小贷定位是小型微贷，额度在200元-50万元，以3-5万居多，定价更高。民生主要服务实体经营的小微客户，贷款额度500万以下，还有目前开展的50万以下的微贷业务。民生小微与阿里小贷的客户重叠度并不大。目前的战略合作中并没有包括小微贷款业务的合作。

### 12、民生与阿里合作的利益分层模式？

从信用卡业务上看，收益分配与其他银行无异，信用卡客户的刷卡、利息费用等归民生，在阿里平台上交易的手续费归阿里。



## 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	64,821	77,153	94,716	101,970	107,570
非息收入	17,547	25,958	29,248	34,008	39,270
经营收入	82,368	103,111	123,964	135,979	146,840
经营费用	(30,591)	(35,357)	(43,542)	(48,140)	(53,422)
拨备前经营利润	51,777	67,754	80,422	87,838	93,418
贷款损失拨备	(8,376)	(9,197)	(13,937)	(18,014)	(20,937)
经营利润	43,401	58,557	66,485	69,824	72,481
非经常性项目	(110)	(80)	10	10	10
营业税	(6,116)	(7,825)	(8,727)	(9,862)	(11,253)
所得税	(8,732)	(12,344)	(14,815)	(15,358)	(15,731)
税后利润	28,443	38,308	42,953	44,615	45,507
少数股东权益	(523)	(745)	(745)	(745)	(745)
净利润	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
变动(%)	58.8	34.5	12.4	3.9	2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>资产</b>					
现金及等价物	332,805	420,418	411,439	430,184	470,287
银行间贷款	411,103	1,048,905	1,446,539	1,705,754	1,866,423
衍生产品交易投资	587	1,234	1,604	2,085	2,711
总客户预付款	1,205,221	1,384,610	1,559,266	1,719,296	1,879,358
减: 拨备	(26,936)	(33,098)	(41,908)	(55,668)	(72,357)
长期投资	211,360	242,161	345,194	498,692	727,779
联营公司权益	125	125	125	125	125
净固定资产	8,312	9,344	10,648	11,897	13,089
其他资产	86,487	138,302	157,439	184,169	219,647
<b>总资产</b>	<b>2,229,064</b>	<b>3,212,001</b>	<b>3,890,346</b>	<b>4,496,533</b>	<b>5,107,063</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	1,644,738	1,926,194	2,127,895	2,346,285	2,564,717
银行存款及结余	374,120	982,732	1,419,512	1,692,896	2,007,165
其他借款	31,030	74,969	57,547	107,547	117,547
总借款	2,049,888	2,983,895	3,604,954	4,146,728	4,689,430
其他负债	45,066	59,562	83,603	113,490	146,107
总负债	2,094,954	3,043,457	3,688,557	4,260,219	4,835,536
普通股股本(面值)	26,715	28,366	28,366	28,366	28,366
准备金(包括股本溢价)	63,637	97,096	105,960	115,172	124,573
留存收益	39,245	37,615	61,252	85,819	110,886
总股东权益	129,597	163,077	195,577	229,357	263,824
少数股东权益	4,513	5,467	6,212	6,957	7,702
已运用资本	134,110	168,544	201,789	236,314	271,526
<b>总负债及权益</b>	<b>2,229,064</b>	<b>3,212,001</b>	<b>3,890,346</b>	<b>4,496,533</b>	<b>5,107,063</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	27,920	37,563	42,208	43,870	44,762
非现金项目	3,274	4,881	16,747	20,838	23,778
其他项目	1,067	1,483	(705)	(705)	(705)
交易活动产生的现金	32,261	43,927	58,250	64,003	67,836
运营资本变动	(26,258)	(52,069)	(25,986)	(98,769)	(62,373)
经营产生的现金流	6,003	(8,142)	32,264	(34,766)	5,463
投资及融资回报	(7,951)	(20,048)	0	0	0
<b>总现金流</b>	<b>(1,948)</b>	<b>(28,190)</b>	<b>32,264</b>	<b>(34,766)</b>	<b>5,463</b>
投资	(6,761)	(9,298)	(4,485)	(4,430)	(4,382)
<b>自由现金流</b>	<b>(8,709)</b>	<b>(37,488)</b>	<b>27,779</b>	<b>(39,196)</b>	<b>1,081</b>
融资活动产生的净现金	9,287	38,803	(27,130)	39,910	(295)
<b>现金增/(减)</b>	<b>578</b>	<b>1,315</b>	<b>649</b>	<b>714</b>	<b>785</b>

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	6.0	5.8	4.6	4.6	4.5
资金成本	2.8	3.0	1.9	2.2	2.3
利差	3.2	2.8	2.7	2.4	2.2
净息差	3.3	2.9	2.8	2.5	2.3
其他收入总收入	21.3	25.2	23.6	25.0	26.7
成本收入比	37.1	34.3	35.1	35.4	36.4
有效税率	34.3	34.5	35.4	36.1	37.2
<b>增长率</b>					
贷款增长率	14.0	14.9	12.6	10.3	9.3
存款增长率	16.1	17.1	10.5	10.3	9.3
资产增长率	22.2	44.1	21.1	15.6	13.6
<b>流动性</b>					
贷存比	73.3	71.9	73.3	73.3	73.3
贷款资金比	58.8	46.4	43.3	41.5	40.1
贷款资产比	54.1	43.1	40.1	38.2	36.8
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.6	0.8	0.9	1.4	1.9
一般拨备比率	2.23	2.39	2.69	3.24	3.85
总拨备覆盖率	357.3	314.5	284.5	236.2	204.6
信用成本	0.6	0.5	0.7	0.9	1.0
需特别关注贷款比例	1.1	1.2	5.2	6.2	7.2
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.0	5.2	5.2	5.3	5.3
盈余资本	2.9	2.8	0.7	0.4	0.3
总资本充足率	10.9	10.8	9.03	8.80	8.60
一级资本充足率	7.87	8.13	7.10	7.05	7.00
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.38	1.38	1.19	1.05	0.93
净资产收益率	23.9	25.7	23.5	20.6	18.2
已运用资本收益率	23.9	25.7	23.7	20.8	18.3
结构性已运用资本收益率	24.2	25.9	21.5	17.4	15.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371