

民生银行 (600016.SH) 银行业

评级: 买入 上调评级

公司研究

市价(人民币): 7.67元

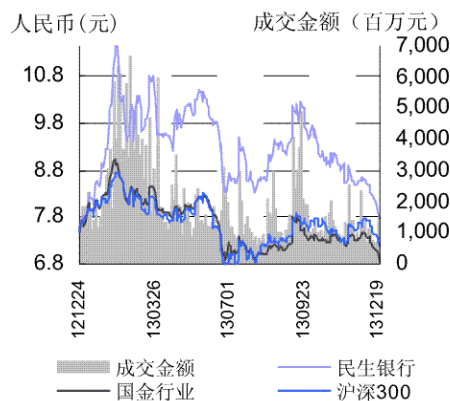
目标价(人民币): 12元

期待跨界联姻成果逐步兑现

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) | 22,588.19 |
| 流通港股(百万股) | 5,777.98 |
| 总市值(百万元) | 2,206.89 |
| 年内股价最高最低(元) | 11.45/7.50 |
| 沪深300指数 | 2284.60 |
| 上证指数 | 2089.71 |



相关报告

1. 《“两小金融”零售战略全面铺开》，2013.10.31
2. 《跨界联姻具有里程碑式意义》，2013.9.17
3. 《小微贷款持续快速增长》，2013.8.29

童楠

联系人
(8621)60230241
tongnan@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

投资逻辑

- 民生银行公告与阿里巴巴约定在资金清算与结算、信用卡业务、信用支付业务、理财业务合作、直销银行业务、信用凭证业务、互联网终端金融、IT科技等方面开展战略合作。我们认为此八项是合作的起点，后续随着合作深入，不排除会有其他的形式或模式出现。我们非常看好双方合作深度和广度：1) 双方在市场、技术、数据、风控等方面皆有互补需求；2) 共同的民营企业机制和较高的客户群体重合度使得双方在战略定位、市场需求、运行机制、沟通合作等方面有着天然的优势；3) 较之前阿里巴巴与其他银行的合作，双方合作也已经突破了过往泛泛的、框架性的合作，有步骤、有细节、有深度，无疑是一次质的飞越。
- 阿里金融旗下阿里小贷、虚拟信用卡（即阿里担保）、支付宝及金融产品零售发展到一定程度存在瓶颈，需要依托银行借势拓展，如 1) 阿里小贷融资渠道狭窄、杠杆低、税负重、ROE 低等；2) 虚拟信用卡的授信额度需由银行参与并执行；3) 支付宝沉淀资金使用效率低下，余额宝门槛低较易复制；4) 金融产品零售目前仅限于基金类及理财类保险产品等。同时，民生银行通过互联网元素的注入拓展传统视角，改造运营模式，提升客户体验，具体地，借助阿里巴巴平台作为获客入口，应用其数据挖掘和分析成果动态监测和提前预判客户行为，以及通过 IT 合作为亚洲金融合作联盟成员提供科技基础设施云平台、银行业务系统研发及运维托管服务等。
- 民生银行受阿里巴巴青睐源于：1) 战略定位和目标客群高度契合：民生银行强力聚焦小微战略，而马云也明确表示“中国缺一家真正专注服务小微企业的金融服务公司”。2) 民营化、分散化股权结构易于建立股权纽带：民生银行是唯一民营资本持股的上市银行，多年良好业绩和平稳发展使得股东与专业化经营团队间的信任度和协调度较高，股权分散也能够形成有效的企业人才机制，股东亦能通过董事会对经营层形成制约。3) 机制灵活应对市场变化勇于变革，执行力强确保变革执行到位。无论是国内率先实现审贷和行政完全脱钩，还是事业部改制、商贷通，乃至小微企业综合金融服务，无不与得益于公司机制灵活，敢于、善于变革以及执行到位。
- 我们对既往阿里巴巴与银行的合作模式和业务范围进行梳理，并结合阿里金融近期动态及民生银行公告内容，对未来双方合作提出八大猜想，譬如直销银行、类余额宝的电子金融产品跨行销售平台、联名信用卡、虚拟信用卡（即小额信用支付）、网络融资等，希望抛砖引玉，因为我们着实认为双方合作是有巨大想象空间，能给公司带来较高的估值溢价，但同时也提醒投资者注意的是，部分创新型合作模式在合规性方面存有不确定性。

投资建议

- 我们看好双方跨界联姻成果的逐步兑现，民生银行将从中受益匪浅，获客能力、客户行为数据挖掘和分析、互联网思维以及 IT 技术合作等方面将持续提升，估值提升后会紧随业绩的提升。我们预计公司 2013 年净利润 432.9 亿，同比 15.2%，对应 13 年 EPS/ BVPS=1.53/6.89 元，目前股价对应 5x 13PE /1.11x 13PB。

风险

- 创新性合作存在监管层面的不确定性、4 季度业绩改善幅度低于预期；
- 对贷款质量的担忧及利率市场化进程压制行业整体估值、流动性偏紧。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 非常看好民生银行和阿里巴巴的合作深度和广度 | 4 |
| 阿里金融与银行深入合作才能借势拓展，克服或有的业务瓶颈 | 4 |
| 民生银行在获客、粘客和体验方面得到加强 | 10 |
| 战略定位、股权结构和灵活机制使得民生银行获得阿里巴巴特别青睐 | 11 |
| 合作模式和业务范围八大猜想 | 15 |
| 公司近期动态综述 | 25 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: “七剑下天山”的大平台布局 | 4 |
| 图表 2: 阿里巴巴新框架 | 4 |
| 图表 3: 阿里金融布局三阶段 | 5 |
| 图表 4: 阿里小贷模式及特点 | 5 |
| 图表 5: 阿里小贷业务流程 | 6 |
| 图表 6: 阿里小贷业务概况 (2012 年) | 6 |
| 图表 7: 阿里小贷风险控制体系 | 7 |
| 图表 8: 金融机构资本杠杆率 (2012 年) | 8 |
| 图表 9: 金融机构 ROE (2012 年) | 8 |
| 图表 10: 支付宝日均交易额 (亿元) | 9 |
| 图表 11: 货币型开放式基金占比 12.7% (截至 13Q3) | 9 |
| 图表 12: 淘宝理财合作目前仅限于基金公司和保险公司 | 10 |
| 图表 13: 阿里巴巴与银行历次战略合作 | 11 |
| 图表 14: 最新股权结构 (13Q3) | 12 |
| 图表 15: 上市银行总市值 (亿元) | 12 |
| 图表 16: 独立信贷审批管理体制首次实现审贷和行政完全脱钩 | 13 |
| 图表 17: 独立信贷审批首次实现审贷和行政完全脱钩 | 13 |
| 图表 18: 独立审核流程 | 13 |
| 图表 19: 商贷通余额和贷款规模比重 | 14 |
| 图表 20: 商贷通客户数量急剧增长 | 14 |
| 图表 21: 小微金融 2.0 着重五方面提升 | 15 |
| 图表 22: 事业部 2.0 从制度设计层面规避先前集中矛盾 | 15 |
| 图表 23: 银行理财能力排名报告 (13Q3) | 17 |
| 图表 24: 13Q2 季度末金融产品规模 (万亿) | 18 |
| 图表 25: 直销银行电子账户与支付宝账户实现互通 | 18 |
| 图表 26: 民生-慧聪新 e 贷信用卡手续费率 | 18 |
| 图表 27: 2012 年中国 B2B 电子商务服务商市场份额 | 19 |
| 图表 28: 2012 年中国 B2C 网络购物交易市场份额 | 19 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 29: 国内主要 B2B 平台服务模式对比 | 19 |
| 图表 30: 中国中小企业 B2B 电子商务发展历程 | 20 |
| 图表 31: 阿里巴巴 B2B 虚拟信用卡 | 21 |
| 图表 32: 整合后客户操作流程 | 22 |
| 图表 33: 整合后业务模式和流程 | 22 |
| 图表 34: 联合担保业务流程图 | 22 |
| 图表 35: 信用贷款业务流程图 | 22 |
| 图表 36: 应收账款融资业务流程图 | 23 |
| 图表 37: 阿里巴巴 2013 年移动端并购 | 23 |
| 图表 38: 支付宝移动客户端 | 24 |
| 图表 39: 2012 年信用卡市场份额 | 25 |
| 图表 40: 为何选用该行的信用卡? | 25 |
| 图表 41: 民生银行利润表预测 | 27 |

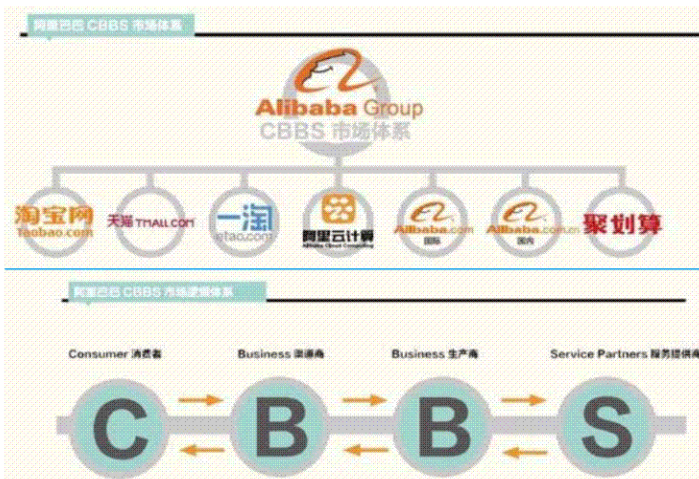
非常看好民生银行和阿里巴巴的合作深度和广度

- 2013年9月16日，中国民生银行股份有限公司与阿里巴巴（中国）有限公司于杭州签署战略合作框架协议，双方约定在资金清算与结算、信用卡业务、信用支付业务、理财业务合作、直销银行业务、信用凭证业务、互联网终端金融、IT科技等方面开展战略合作。
- 我们判断8项战略合作中，部分是排他性的，如直销银行业务等，部分是非排他性的，如理财业务合作等。我们认为上述8项是合作的起点，后续随着合作深入，不排除会有其他的形式或模式出现。
- 我们非常看好民生银行和阿里巴巴的合作深度和广度。其一，双方在市场、技术、数据、风控等方面皆有互补需求，譬如阿里巴巴看中民生银行在小微业务方面的风控技术，民生银行看中阿里巴巴在电子商务、第三方支付和物流产业的高速发展以及在客户行为研究方面的数据挖掘技术；其二，共同的民营企业机制和较高的客户群体重合度使得双方在战略定位、市场需求、运行机制、沟通合作等方面有着天然的优势，虽然目前尚无明确的股权合作计划，但分散的股权结构比较有利于阿里巴巴在合作意愿和效果的充分体现；其三，较之前阿里巴巴与其他银行的合作，即便从公告提及的8项合作方式看，双方的合作也已经突破了过往泛泛的、框架性的合作，有步骤、有细节、有深度，无疑是一次质的飞越。

阿里金融与银行深入合作才能借势拓展，克服或有的业务瓶颈

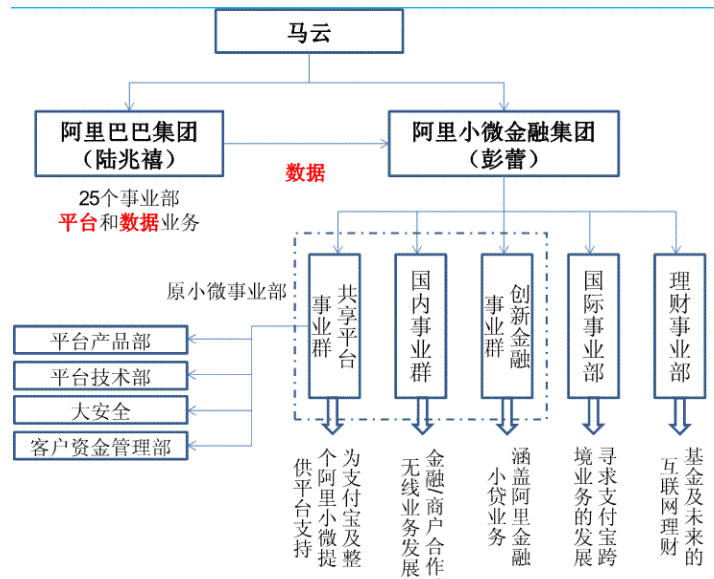
- 马云在12年网商大会上提出阿里13年伊始转型重塑为平台、金融和数据三大业务。在12年下半年“七剑下天山”做大平台基础上，阿里金融衍生而出，为网络平台服务的，支持网商面对消费者，让讲诚信的网商先富起来，帮助阿里构建更好的生态体系。

图表1：“七剑下天山”的大平台布局



来源：天下网商，国金证券研究所

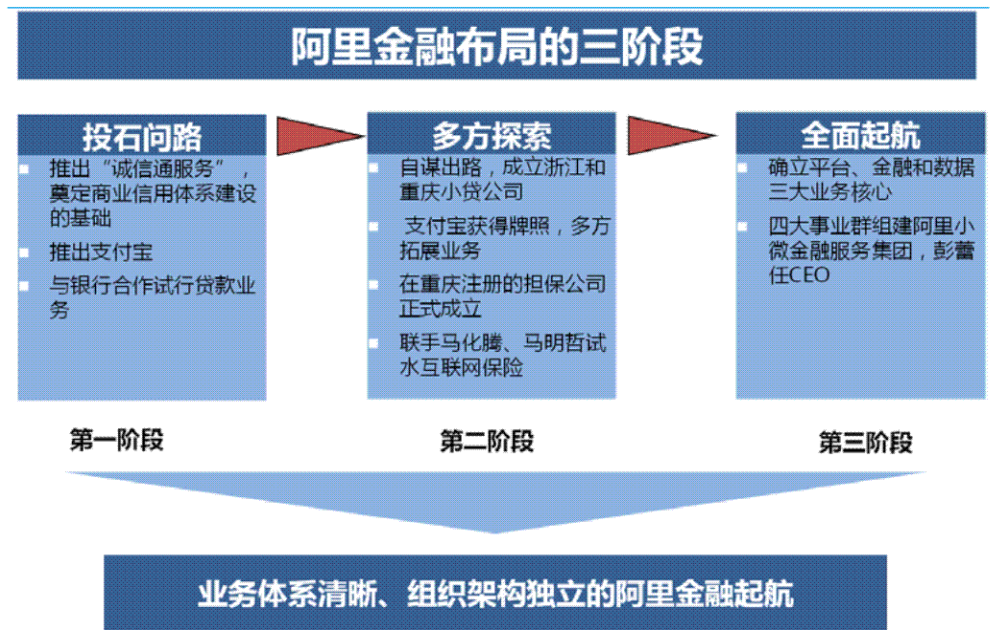
图表2：阿里巴巴新框架



来源：公开媒体，国金证券研究所

- 始于2002年“诚信通”服务，经历支付宝、小贷公司、众安在线及商诚融资担保公司等，业务体系清晰、组织架构独立的阿里小微金融服务集团已经初步形成。从业务范围考量，我们倾向于将阿里金融划分为小额信贷、虚拟信用卡、支付宝及金融产品零售，前两者本质是风险业务收入，通过自有资金贷款及通过担保实现担保收入，后两者类似银行的中间业务收入，即支付结算收入和渠道销售费用。

图表3: 阿里金融布局三阶段



来源：公开资料，国金证券研究所

我们在简要介绍阿里金融的四块业务后将着重分析其业务发展的瓶颈，如果能深入与银行合作，借势拓展，所谓的瓶颈将很大程度上快速和有效的得以解决，我们认为这也是我们看好双方合作深度和广度的原因之一，都有需求才是合作的最根本基础。

- **小额信贷（即阿里小贷）**：凭借阿里 B2B、淘宝、天猫及支付宝等电子商务平台积累的真实交易数据，以及“诚信通”、“诚信通指数”等服务建立的商家“网上征信系统”，借助浙江阿里巴巴小额贷款股份有限公司（2010年6月成立）、重庆阿里巴巴小额贷款股份有限公司（2011年6月）和重庆市阿里小微小额贷款公司（2013年8月成立）运作，阿里小贷通过注册资本提供淘宝贷款和阿里巴巴贷款，其中80%为淘宝贷款，投向了淘宝、天猫和聚划算的商家，分为订单贷款和信用贷款，一般最高额度为100万元；剩余的20%为阿里巴巴贷款，主要面向阿里巴巴的会员，一般最高额度为300万元。

图表4: 阿里小贷模式及特点

| | 淘宝贷款(占比80%) | 阿里巴巴贷款(占比20%) |
|------|--|---|
| 平台类型 | C2C/B2C平台，面向淘宝、天猫和聚划算的商家 | B2B平台，面向阿里巴巴的会员 |
| 贷款额度 | 订单贷款：贷款额度较小，最高100万，贷款周期30日 信用贷款：最高额度100万，贷款周期6个月 | 信用贷款：门槛5-100万，期限1年 |
| 贷款方式 | 订单贷款：处于已发货并等待买家确认形成应收款项的卖家可以进行实时一比一的贷款申请，人机交互，本质是订单质押贷款； 信用贷款：完全无担保、无抵押，不依赖订单，而是根据淘宝店铺过去18个月的交易量及利润水平，模型测算未来12个月的交易状况，把握信誉给予授信。 | 循环贷：授信后不取用不收利息，随借随还 固定贷：获贷额度在获贷后一次性发放 |
| 盈利方式 | 利息收入：1) 订单贷款：日利率0.05%；2) 信用贷款：日利率0.06%。 | 循环贷：日利率0.06%（年化21.9%），单利，用几天算几天 固定贷：日利率0.05%（年化18.25%） |
| 风险控制 | 业务经营全程均在淘宝平台上完成，经营状况、信用记录等十分详尽，且系统已为其自动评价，故放贷审核、发放可全程在网上完成 | 由阿里金融委托第三方机构于线下执行实地勘察环节 |
| 地域限制 | 面向全国 | 比较严格。江浙沪付费及普通阿里巴巴会员及广东付费阿里巴巴会员 |

来源：国金证券研究所

- 阿里小贷是以“网络、数据”为核心的量化放贷技术，是对信贷工厂的有效探索，批量为小微企业提供融资服务，满足电子商务行业中数量庞大的小微企业特征明显的融资需求，具有高度分散、金额小、期限短、随借随还和符合大数定律等特点。

图表5: 阿里小贷业务流程



来源:《东证资管-阿里巴巴1号专项计划》，国金证券研究所

- 较于银行大额贷款，阿里小贷是“快进快出”的模式，主要利用信用数据进行无抵押贷款，日利息在 0.05-0.06%，而银行仅为 0.016%，但通常贷款人或小微企业均是在银行无法获得贷款的，虽然年化利息 18%以上并不低，但是由于周期极短，贷款额度也不大，实际成本在 6.7%左右，用户对利息水平接受程度尚可。截至 2013 年 4 月底，阿里小贷累计获贷客户数 24 万户，累计发放贷款 803 万笔，金额 810 亿元，日均 1 万笔，单日利息收入超过 100 万元，运营成本较低，目前还款周期平均在 6.6 天，不良贷款率为 1.23%，而中国整个银行业的小微企业贷款的不良率在 5.5%~6%之间。

图表6: 阿里小贷业务概况 (2012 年)

| 产品 | 累放金额 (万元) | 累放客户数 | 累放笔数 | 余额金额 (万元) | 余额客户数 | 余额笔数 | 不良余额 (万元) | 不良客户数 | 不良笔数 | 不良率 |
|------|-----------|---------|-----------|-----------|--------|--------|-----------|-------|------|-------|
| 天猫信用 | 167,064 | 6,147 | 23,087 | 67,149 | 4,327 | 9,825 | 236 | 20 | 46 | 0.35% |
| 天猫订单 | 656,508 | 10,590 | 312,385 | 18,585 | 3,485 | 8,888 | 38 | 9 | 20 | 0.21% |
| 淘宝信用 | 449,515 | 43,448 | 260,381 | 92,347 | 23,068 | 53,353 | 454 | 121 | 309 | 0.49% |
| 淘宝订单 | 2,174,199 | 139,726 | 4,429,206 | 35,553 | 29,741 | 69,960 | 91 | 152 | 362 | 0.25% |
| 阿里信用 | 240,748 | 6,126 | 33,259 | 61,567 | 4,613 | 11,107 | 703 | 46 | 160 | 1.14% |
| 其他 | 253,726 | 1,589 | 29,202 | 18,860 | 1,530 | 11,233 | 0 | 0 | 0 | 0.13% |

来源:《东证资管-阿里巴巴1号专项计划》，国金证券研究所

- 有较完整的风险控制体系。贷前、贷中及贷后节节相扣，利用数据采集和模型分析等手段，根据小微企业在阿里巴巴平台上积累的信用及行为数据，对企业的还款能力及还款意愿进行较准确的评估。

图表7: 阿里小贷风险控制体系

| | 信用品质 | 偿债能力 | 押品价值 | 财产/财务状况 | 经营/还款条件 |
|----|---|--|--|--|---|
| 贷前 | <ul style="list-style-type: none"> 营销指引 政策预检 渠道控制(中供) 外部数据库检查 申请资格审核 平台交易数据 | <ul style="list-style-type: none"> 收入调查 货物周转率计算 盈利率计算 企业标准化比对 | <ul style="list-style-type: none"> 经营时间准入 客户违约成本核算 类目准入 | <ul style="list-style-type: none"> 资产情况调查 负债情况调查 杠杆率 目前居住情况 目前职业情况 线上/线下收入 | <ul style="list-style-type: none"> 贷款用途 企业偿债能力 贷款背景调查 设备运转/开工率 主要生产设备技术水平 必要批准文件 |
| 贷中 | <ul style="list-style-type: none"> 身份/国籍/户籍 婚姻/住址/供养人口 申请审核 评分卡机策略 征信调查 黑名单检查 集团贷款记录 集团交易记录 | <ul style="list-style-type: none"> 平台收入核实 平台交易历史 最低收入 贷款期限/利率/金额 还款方式 | <ul style="list-style-type: none"> 最大/最小成数/额度 | <ul style="list-style-type: none"> 资产负债表 损益表 现金流量表 业主或主要股东报告期存借款及对外担保情况 银行流水 店铺交易流水 支付宝交易流水 | <ul style="list-style-type: none"> 成品仓库的入库/出库情况 主要供应商/销售商情况 预计资金来源及使用情况 预计资产负债/损益/项目建设进度及营运计划 |
| 贷后 | <ul style="list-style-type: none"> 身故/司法/刑事责任 信用品质恶化 企业主及主要股东个人的风险预警信息 交易信用变化 欺诈交易信息 平台惩罚信息 | <ul style="list-style-type: none"> 网店经营不善 交易量减少 客户履约变化 逾期次数增加/程度加深 | <ul style="list-style-type: none"> 店铺所有权/经营权变更 影响店铺经营的重大事件 抵质押权属变更/障碍 | <ul style="list-style-type: none"> 店铺交易异动 支付宝交易异动 | <ul style="list-style-type: none"> 中供回访异常 客满回访异常 管理层或关键技术人员变化 关键限制条款变化 关键经营要素变化 行业变化及影响 |

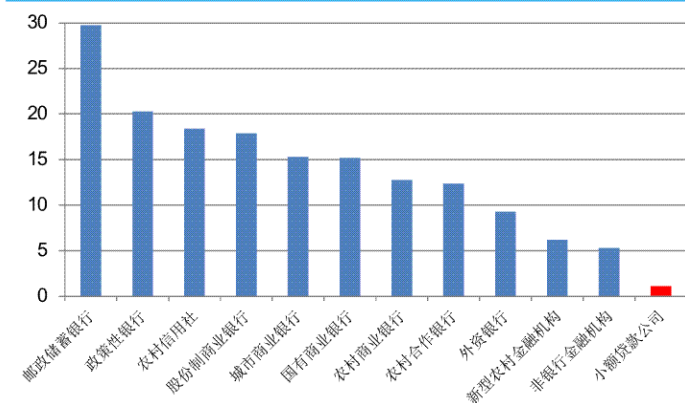
来源:《东证资管-阿里巴巴1号专项计划》, 国金证券研究所

以上简述中我们可以看到阿里小贷未来发展的瓶颈，归结如下，而与银行合作无疑会放大贷款额度，服务于更多或者具有更大资金需求的商家，实质也是个放杠杆的过程，而且可以从中获取除了利息收入外的其他服务，如信用数据分析支持、业务转介绍等手续费用。

- **融资渠道狭窄，业务发展受限。** 根据央行与银监会共同下发的《关于小额贷款公司试点的指导意见》，小贷公司不能吸收公众存款，运作严重依赖自有资金，其来源为股东缴纳的资本金、捐赠资金以及来自不超过两个银行业金融机构的融入资金，且余额不得超过公司资本净额的 50%，目前阿里旗下三家小贷公司合计注册资本 18 亿，除非阿里小贷不断增资，否则阿里小贷放贷余额最多 27 亿元，只能靠加速周转扩大放贷规模。完全理想的情况下（现实中不可能），按照平均 6.6 天的平均还款周期算，一年最大累计放贷额度为 $24 \times 365 / 6.6 \approx 1300$ 亿，而从 10 年 6 月至 13 年 4 月放贷总额度才 810 亿。
- **杠杆低，税负重，ROE 低。** “只贷不存”以及只能主要依靠资本金放贷导致小额贷款公司资本杠杆率远低于其他银行类金融机构。由于未明确小额贷款公司的金融属性，阿里小贷仍按一般工商企业计税，无法享受金融企业特殊的税收优惠政策，譬如对农信社（3.3%营业税及附加，12.5%的企业所得税）等金融机构税收减免，5.56%的营业税及附加税（省级 30%，地方 70%）、25%的企业所得税（国家 60%，省级 20%，地方 20%）以及自然人股东 20%的股东个人远高于一般金融机构，无疑限制其发展。

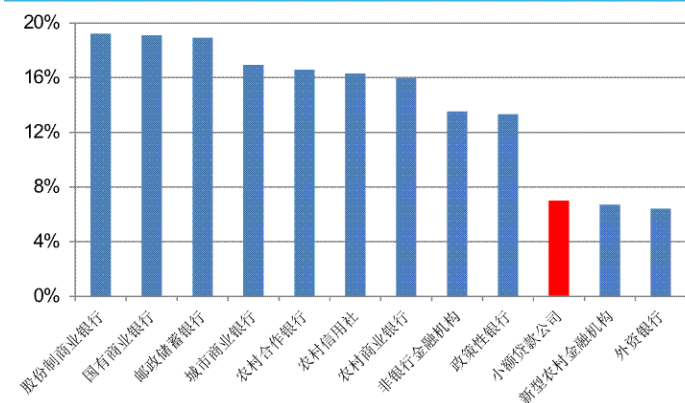
中国价·投·网

图表8: 金融机构资本杠杆率 (2012年)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 金融机构 ROE (2012年)

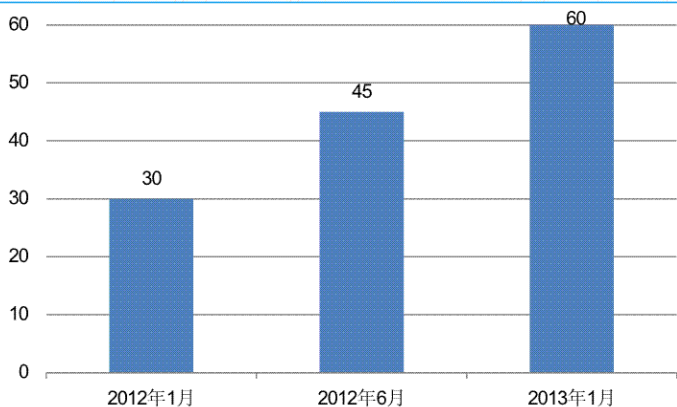


- **缺乏流动性支持苛求风险控制要求严于银行业。**充裕的流动性使得银行实际可以接受远高于自身注册资本金的坏账额度，但小贷公司坏账率一旦高于利润率则就开始侵蚀资本金，缺乏银行良好的制度设计的小贷公司在做大规模的同时还要具备比银行业更加严格的风险控制技术，加之国内非银行金融企业所从事的放贷业务跟大环境的关联度很高且缺乏流动性支持，虽然阿里小贷量化放贷的模式通过标准的筛选大大降低了纳入范围内客户的违约概率，从而一定程度上保证了贷款的质量进而提升放贷效率，但是全球范围内量化放贷模式一直有从未有特别成功的，而且依赖于长期稳定的交易环境和交易规则，严于银行业的风险控制要求比较苛求。
- **扩张受地域限制和审批监督。**小贷公司要想在其他地方扩张，必须获得当地行政审批，这一过程中所消耗的时间和资源成本巨大。
- **虚拟信用卡（即阿里担保）：**阿里金融专门针对淘宝个人买家推出消费信贷产品，支付宝根据用户交易数据进行授信，**授信额度由银行参与并执行。**此种操作模式下，我们预计手续费率会有所提升，而且借助银行授信会加大阿里平台交易量，同样，对银行来讲，也能用最经济的风险资产额度快速提升有效“信用卡”总量。
 - 信用额度可用于在淘宝购物支付，最高或达 5000 元，免息期最长为 38 天，初期或支持淘宝、支付宝和外部商户的无线消费场景借以提高支付成功率（2012 年全年支付宝在无线端通过跳转手机银行完成的支付成功率仅为 38%）。
 - 从“先透支后还款”的实际功能看，与传统金融机构提供的消费贷款差异不大。目前已经有 130 万家店铺默认开通信用支付，覆盖 8000 万支付宝客户，我们预计是“无网银跳转”支付和“200 元以下无需密码直接支付”的升级版，借机来弥补手机端支付的不佳体验和支付成功率，在移动支付高速发展前大量获客和粘客。
 - **银行放款，阿里担保。**贷款资金由合作银行提供，支付宝只提供通道，阿里通过大数据和云计算识别和管理风险，并通过担保公司增信，**本质是阿里为用户进行了信用卡额度担保**，一旦用户信用卡到期之后无法归还款项，阿里来进行垫付，为此阿里在重庆成立了商诚融资担保有限公司，注册资本金为 3 亿元，按照国内担保公司最大担保额度不超过资本金 10 倍算，该担保公司能提供的额度为 30 亿元，按照最长 38 天的支付期限计算，一年担保额度约为 290 亿元，在消费金融创新和小微信贷中作为担保方提供保障，完善交易的链条。
 - **信用支付或单向收费，费率或与信用卡类似：**如果支付宝只做第三方支付，费率约为 0.5%，虚拟信用卡的淘宝和天猫的费率均为 1%，优惠期或打八折。如果商户支持信用支付，则阿里金融向商户收取费

用；如果商户没有开通该业务，则会经个人用户允许后由消费者自行支付。收费主要用以覆盖担保费用、银行费用、运营成本和税收等。银行与阿里或按业务参与流程按照一定比例分成。

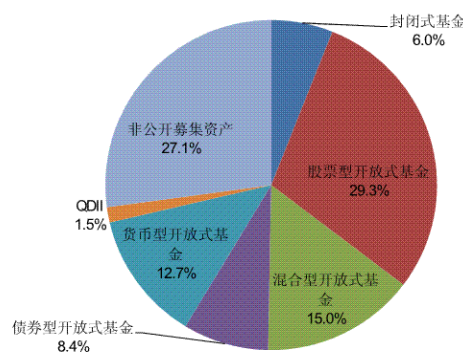
- **支付宝（第三方支付）：**支付宝发展经历“植根淘宝”（2003-2004年）和“独立支付平台”（2005年-迄今）两个发展阶段。阿里2003年推出网购工具支付宝主要是为了用担保交易模式解决网络购物中存在的信用问题，2004年底分拆后的支付宝持续拓展淘宝网外的各行业用户，成为所有电子商务网站一项非常基础的服务。截至2012年12月，支付宝的注册账户已经突破8亿，日交易额峰值超过200亿元人民币，日交易笔数峰值达到1亿零580万笔。根据易观智库最新数据显示，2012年中国第三方互联网在线支付市场交易规模达3.8万亿元，支付宝占据46.6%的市场份额，位列第一。
- **余额宝前有瓶颈，后有追兵。**余额宝=支付宝+货币基金，以嵌入式直销方式将货币基金、基金公司直销方式及电商平台客户账户服务有机结合，兼顾高流动性和较高收益。截至10月中旬余额宝开户数已经超过1600万，累计申购的货币基金已经超过1300亿。由于模式不复杂，准入门槛低，仿效较为容易，我们预计后来者会分流部分增量甚至是存量客户资金，此外，在整体3.5万亿基金（仅比外汇产品规模大）规模中，货币型资金占比仅12.7%。

图表10：支付宝日均交易额（亿元）



来源：公开媒体，国金证券研究所

图表11：货币型开放式基金占比12.7%（截至13Q3）



来源：中国证券投资基金业协会，国金证券研究所

- **需要提高沉淀资金的利用效率。**支付宝本质上是虚拟的电子货币交易平台，通过对应银行实现账户资金的转移。具体流程中，支付宝需要把用户资金先放在合作商业银行（之前是工行，我们预计民生银行已经开始渗透此区域）内当做交易保证金，商业银行托管资金，这就是我们经常提及的沉淀资金，目前只有利息收入且不能动用。据支付宝CFO 井贤栋称，13年初支付宝日交易额超过60亿，剔除转账、信用卡还款等即时到账业务（假设占比40%），一般而言，支付宝的一个交易流程通常为7至10天，若按照7天交易流程匡算，沉淀资金保守估计已达 $60 \times 60\% \times 7 = 252$ 亿。阿里不能动用这块资金，但并不表示其不需要新的模式去提高此块资金的利用效率。

- **金融产品销售：**阿里金融在金融产品销售方面，不但是产品线还是总量方面均是有所欠缺的，产品方面主要涉及基金和保险产品的销售，但基金目前整体规模3.5万亿，仅比外汇产品规模大，而保险产品集中于车险和理财产品的销售，前者面临险企渠道冲突，而后者集中于部分中小险企的万能险产品，推出初衷我们不做猜测，但规模主动受限。此外，由于目前均属于推广阶段，阿里金融在销售费用方面有所优惠，后续预计会视合作深度和销售规模采用差异化推介或收费，也会限制部分产品和规模。同时，

银行理财产品受银监会 2012 年 1 月 1 日起颁布实施的《商业银行理财产品销售管理办法》中“商业银行应当在客户首次购买理财产品前在本行网点进行风险承受能力评估。商业银行完成客户风险承受能力评估后应当将风险承受能力评估结果告知客户，由客户签名确认后留存。”（即“亲见亲签”）所限，目前无法在淘宝上销售，先前某银行淘宝店的做法也被临时叫停。

图表12：淘宝理财合作目前仅限于基金公司和保险公司



来源：淘宝理财，国金证券研究所

民生银行在获客、粘客和体验方面或将得到加强

- 与阿里巴巴的合作，将有利于拓宽民生银行的经营视角，对现有运营模式进行互联网化优化，在获客、体验和粘度等方面大为增强。此外，电子商务的高速发展以及阿里巴巴在第三方支付入口端的把控，具有大量客户向银行体系迁徙的基础。
- 入口和获客。阿里巴巴在高速发展的电子商务、第三方支付和物流产业方面均有绝对优势，而这些业务的发展均离不开银行体系的支持，为了使日常经营更加便捷顺畅，阿里巴巴及客户本身都会倾向于使用与阿里巴巴关联较强的合作银行，争夺阿里巴巴这个入口非常重要。1) 存量客户的迁徙具有现实意义：全国 4200 万小微企业中超过 800 万家在阿里巴巴 B2B 平台上买卖，天猫商城超 7 万商家，淘宝卖家超 600 万，阿里巴巴手握大量的客户资源、交易数据并积累了良好的市场口碑。民生银行如果想顺利实现未来五年小微企业客户数和贷款余额翻番的目标，阿里巴巴这个庞大的商圈不失为较好的流量切入点。2) 增量客户的布局具有超前意识：目前银行体系与互联网体系各自服务的主要客群年龄段存在差异，但互联网应用较多的新一代客群中仍会涌现一批小微企业主，超前了解其思维和商业习惯有利于增强较长时期内获客的竞争性。
- 数据和分析。与百度不同的是，数据已经上升至阿里巴巴公司级战略，类似于谷歌从搜索切入做数据，阿里巴巴从电商切入做数据，此外无论阿里巴巴做金融、物流等，目的之一均是希望集合与消费相关的、最有价值的的数据，如实体类商品消费数据、服务类商品消费数据、金融相关数据等，并以自己的数据平台作为基础建立数据交换中心，并在海量数据的信息抽取、数据挖掘和行为预测方面积累了大量经验。我们同事也看到其在金融方面的应用，如截至 2013 年 4 月底，阿里小贷累计获贷客户数 24 万户，累计发放贷款 803 万笔，金额 810 亿元，整合了大量信用数据和信贷记录并积累了大数据分析、量化放贷的经验。现阶段，金融企业均谈及从产品为中心向以客户为中心转变，但只有从大数据管理的角度挖掘客户需求、细化客户行为、二次客户开发、提升服务价值，才能真正意义上以客户为中心，无疑，阿里巴巴能在这方面为民生银行提供客户行为的动态监测和提前预判。
- IT 合作。目前仍仅有工商银行、招商银行和兴业银行具有自主知识产权核心业务系统，而民生银行正在探索为亚洲金融合作联盟成员提供科技基础设施云平台、银行业务系统研发及运维托管服务等，阿里金融云服务也正在整合部分分散在各金融机构端的系统，通过云计算实现互联网金融业务快速交付，并进而降低城镇银行等实现网上交易支付的开发和 IT 成本，阿里巴巴可以提供架构以及技术方面的指导。此外，民生银行在网络银行建设上采取追随战略，但在移动平台上力争保持领先，而阿里巴巴近期也加大了移动端的圈地，如收购高德地图、新浪微博（社交平台）、友盟（国

内最大的移动应用统计分析平台)等,在客户体验方面能给予民生银行技术指导 and 配套应用加载。

战略定位、股权结构和灵活机制使得民生银行获得阿里巴巴特别青睐

- 目前与阿里巴巴合作的银行达到 159 家,基本只是基于少量具体业务的合作,即便是从 2005 年起先后签署战略合作协议的 8 家银行,也唯有和民生银行的战略合作是有步骤、有细节、有深度的,原因主要在于双方的战略定位和目标客群高度契合、民生银行民营化和分散化股权结构以及灵活机制和强执行力,当然这 3 点也是民生银行取得成功的主要原因。

图表13: 阿里巴巴与银行历次战略合作

| 日期 | 银行 | 协议 | 协议内容 |
|----------|------|--------------|--|
| 2005年6月 | 招商银行 | 《银企战略合作协议》 | 招商将为阿里巴巴提供“票据通”、网上国内信用证、多模式集团现金管理等多种国内领先的金融服务,并协助其建立安全、高效、便捷的资金结算网络。 |
| 2006年5月 | 工商银行 | 《整体合作框架协议》 | 双方将就电子商务以及相关的安全认证、资金托管、市场营销、产品创新等多个领域开展广泛合作。 |
| 2006年6月 | 浦发银行 | 《战略合作协议》 | 双方将在B2B、B2C、C2C等电子商务领域结成长期、全面的战略合作伙伴关系,今后双方会在资金结算、资源共享、市场营销、产品创新、中小企业金融服务、资金托管、培训交流等多个方面进行深入合作,共同拓展电子商务市场。 |
| 2008年6月 | 深发展 | 《全面合作协议》 | 双方将在面向中小型企业服务领域加强合作,并适时拓展新的合作领域。 |
| 2011年4月 | 中信银行 | 《战略合作协议》 | 双方宣布将在银行卡快捷支付、信用卡代授及分期付款、中小企业网络融资等多个领域展开全面合作。在已有合作基础上,双方将进一步深化在零售银行、电子商务和现金管理、小企业金融等业务领域的全面合作。 |
| 2011年5月 | 交通银行 | 《全面战略合作协议》 | 双方的合作将以电子支付为基础、以中小企业在线融资为亮点,以电子银行与电子商务服务深度融合为出发点,探索新型合作经营模式。 |
| 2011年6月 | 广发银行 | 《全面深度战略合作协议》 | 双方将在快捷支付、联名卡、手机移动支付、缴费与还贷、基金理财以及中小企业金融合作等创新领域展开全面深度合作;广发还将为阿里巴巴提供资金渠道接入。 |
| 2011年10月 | 农业银行 | 《战略合作框架协议》 | 双方将在建立资金结算网络、深化电子支付业务合作、推动资源共享及中小企业金融业务方面密切合作。 |
| 2013年9月 | 民生银行 | 《战略合作框架协议》 | 双方约定在资金清算与结算、信用卡业务、信用支付业务、理财业务合作、直销银行业务、信用凭证业务、互联网终端金融、IT科技等方面开展战略合作。 |

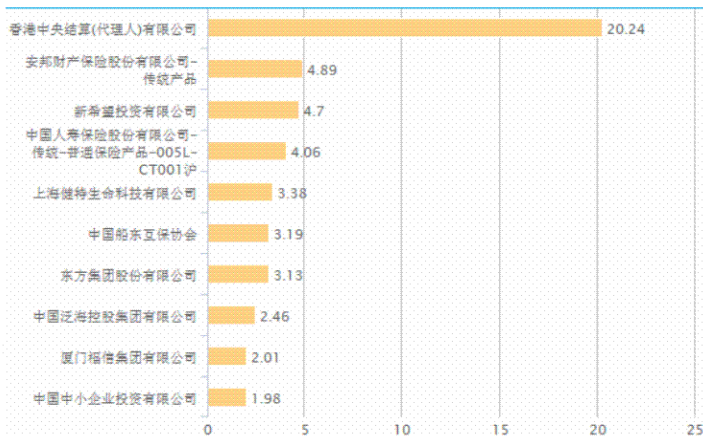
来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 战略定位和目标客群高度契合。**民生银行在“二五纲要”明确坚持与深化“特色银行”和“效益银行”两大战略目标,提出在“民企、小微和高端零售”三大客户定位的基础上强力聚焦小微战略,并带动传统零售和产业链金融的两翼发展(即“聚焦小微,打通两翼”)着力应对利率市场化的冲击,而马云也明确表示“中国不需要再多一家金融公司,但中国缺一家真正专注服务小微企业的金融服务公司”,战略定位和目标客群的高度契合是双方深度合作的根本。民生银行目前希望以专业化拓展更多的小微企业和小商户,而阿里平台积累了众多此类用户,有些已经形成小微企业产业链。
 - 民生银行目前每年新增贷款额度的 50% 投放给小微企业,4 年半共为约 100 万户小微企业提供全面金融服务,其中为超过 22 万户小微企业提供贷款服务,累计发放小微企业贷款 8700 亿元,小微贷款余额突破 3500 亿元,60% 是商圈流通户,33%~34% 是产业链上的小型加工户,剩下就是饮食等小微企业。户均贷款约 150 万,期限 6~9 个月,平均贷款利率 8.1%~8.5%。未来五年,民生银行力争小微业务占比超 50%,200 万~300 万户小微企业客户,8000 亿~9000 亿元小微企业贷款。
 - 截至 2012 年底,阿里金融累计服务的小微企业数量已经超过 20 万家。阿里巴巴 B2B 已运行 12 年,全国 4200 万小微企业中,超过 800 万家在阿里巴巴平台上进行买卖。
- 民营化、分散化股权结构易于建立股权纽带。**民生银行是唯一民营资本持股的上市银行,大股东多是国内顶尖的民营企业企业家而且愿意和公司管理层

中国价·投·网

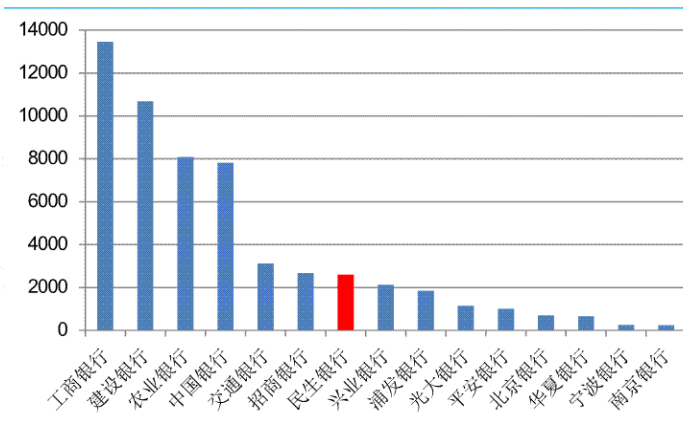
做平等的讨论和对话，多年良好业绩和平稳发展使得股东与经营团队间的信任度和协调度较高，在与阿里巴巴的合作上双方地位对等，与国有大行不能谈、不好谈的操作细节和利益分成均有较大商榷余地，比较适合为民营企业的阿里巴巴的深度合作。截至9月底最大股东持股比例均未超过5%，股权分散有利于保护公司和中小投资者利益，能够让专业的经营团队来运营企业，股东也能通过董事会对经营层形成制约，而且，股权分散能够最大化利用人才和增加人才储备，形成有效的企业人才机制。此外，只有在总市值适中（如2000亿左右的总市值）及分散化股权的情况下，才能有效建立股权纽带，从资金投入和对公司发展目标和路径有较充分的发言权和意志体现。虽然目前尚无明确的股权合作计划，但我们认为更加明确和紧密的合作能带来更好的效果，当然这方面仍需未来双方的具体合作而定。

图表14: 最新股权结构 (13Q3)



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表15: 上市银行总市值 (亿元)



- **机制灵活应对市场变化勇于变革，执行力强确保变革执行到位。** 民生银行发展历程堪称中国银行业奇迹，不依靠政府与集团支持，单靠自己的市场化经营获得的成长性，更重要的在于它在高速成长的同时能保持较高的资产质量，我们认为，灵活的机制使其面对行业格局和市场变化勇于、善于变革，而其强大的执行力确保变革执行到位，面对移动金融变革的到来，我们确信公司能有效地将互联网元素注入日常经营，拓展传统银行的视角，改造传统银行的运营模式，提升传统银行的客户体验。
- 民生银行成立初始5年（1996-2002年）为解决生存问题，把规模作为发展重点，资产规模符合增长率高达75%。在资产规模达到一定程度下，为实现业务发展与风险控制之间的协调与平衡，2002-2006年历经谨慎试点、全面实施、区域集中、完善改革等阶段，在国内银行中率先建立“专业化、技术型、不受行政影响的独立信贷审批管理体制”，首次实现审批放贷和行政完全脱钩，即各分行的行长及领导班子退出评审，实行总行垂直派出体制，实现信贷评审独立化和专业化，提高运营效率和风险控制水平。

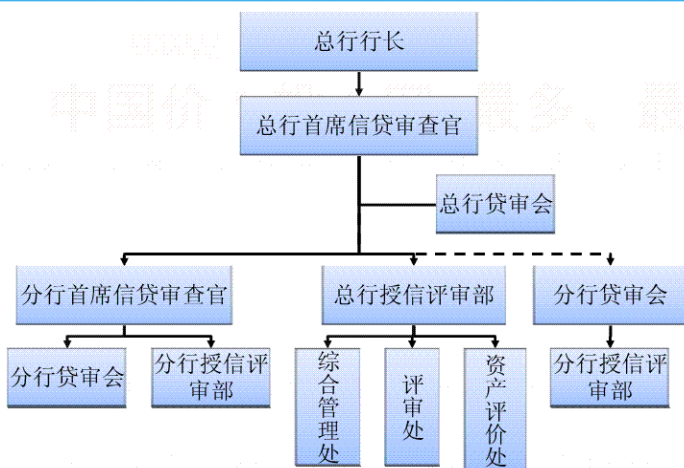
中国价·投·网 最多、最好用研究·告服·商
www.jzlw.net

图表16: 独立信贷审批管理体制首次实现审贷和行政完全脱钩

| 时间 | 发展阶段 | 关键措施 | 解决问题 |
|------|------|---|---|
| 2002 | 谨慎试点 | 在北京、上海、广州地区派出由总行领导的信贷评审专员办公室，派驻信贷审查专员 | 总行派驻信贷审查专员负责主持分行贷审会，在一定程度上排除了地方行政干预，贴近了区域市场，为独立评审制的推广积累经验 |
| 2003 | 全面实施 | 正式向9家分行和个人按揭中心派驻了独立评审机构 | 进一步扩大了总行派驻独立评审机构的范围，并通过标准化的管理程序和授信政策传导机制提高了独立审查制度的透明度；对未派驻机构的高风险业务一律上收总行 |
| 2004 | 区域集中 | 整合评审资源，分别在北京、上海和深圳成立了华北、华东和华南三大区域授信评审中心 | 适应中国三大区域经济板块经济发展的需要，使授信评审工作形成整体优势，减少了行政干预，并更加贴近市场，增加了授信政策的灵活性，有利于更好地进入市场、细分市场 |
| 2005 | 完善阶段 | 进一步优化了授信评审流程，加大了对区域评审中心的授权；总行评审中心主要负责展期重组项目和特殊授信产品的审议，并强化了各级评审机构的业务指导、监管和检查作用 | 减少审批环节，提高评审效率；通过试行区分行业和产品专家审批工作制度，发挥了专业评审技术优势，积累了专家制评审经验 |

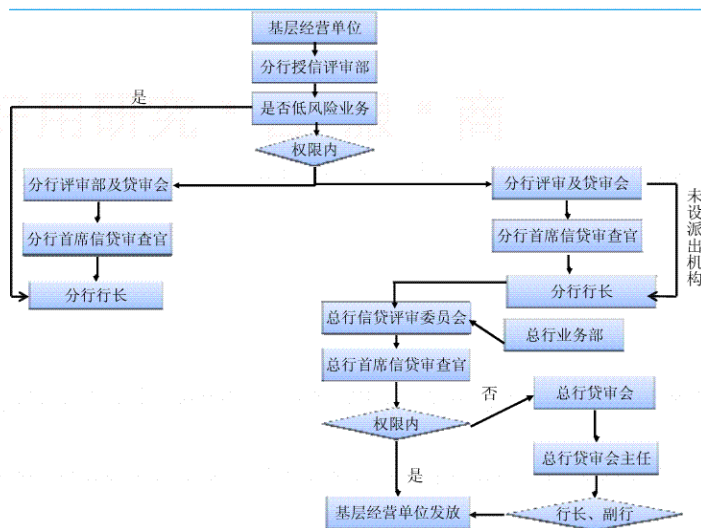
来源：公司资料，国金证券研究所

图表17: 独立信贷审批首次实现审贷和行政完全脱钩



来源：国金证券研究所

图表18: 独立审核流程

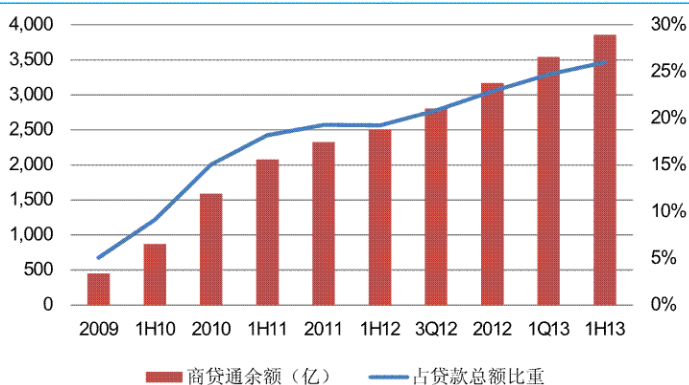


- 2007年起启动流程银行改造并于2009年推进流程银行再造，包括事业部改革、核心系统改造以及商贷通等。在客户资源私有化¹、利率市场化和金融脱媒的行业背景下，2007年7月民生银行全面启动公司业务事业部制改革，分工专业化、职能市场化，建立地产、能源、交通和冶金四个行业金融事业部，及中小企业金融事业部、零售银行事业部等独立核算的利润中心，理顺事业部与分行之间的业务范围和利益关系，并依托扁平化层级结构及行业专业化研究，有效提升营销深度和综合金融服务水平，通过较少资本消耗获取较高收益，带动营销能力、定价能力、风控能力及盈利能力整体升级，此外，为“一五纲要”期间分行全身心投入商贷通发展，占据小微贷款开发的先机并形成小微贷款机制上的有效壁垒。事业部业务运作下，信贷资源在全行范围内优化配置，大企业贷款收归各事业部，并以客户为中心设置机构，客户经理依靠全行资源为客户提供全面金融服务，信贷审批及后续监督由总行统一控制，从全行着眼进行风险配置和管理，有效实现风险分散，将信贷风险保持在可控范围。

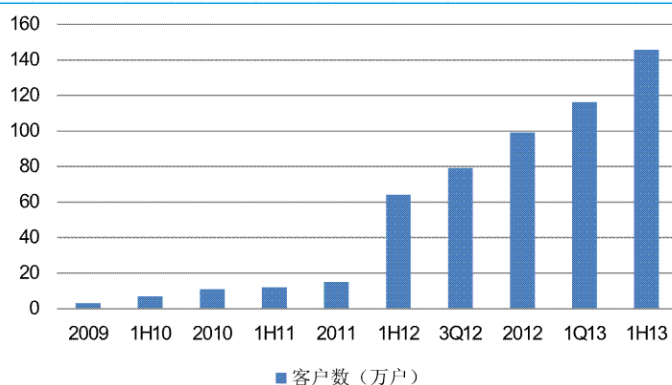
¹ 客户资源私有化即客户经理“绑架”支行、支行“绑架”分行、分行“绑架”总行的“层层绑架”局面。

- 2009 年民生银行介入小微企业贷款，主打“商贷通²”，后来成效证明，与其说商贷通是一个成功的产品，不如说是一种成功的模式——交叉传统公司贷款与个人贷款要素的放贷模式创新³，通过正确的经营理念（大数定律、价格覆盖风险、批量化规模化、综合开发、效率优先、专业化专门化）、合理的市场规划（交易市场的开发，倡导交叉销售；产业集群开发，主要是通过行业协会、当地商会和龙头企业沟通了解产业信息，整理一套科学客观的筛选标准；核心企业上下游开发，主要是针对核心企业的供应链和销售链企业提供多样化的产品组合配置）、独特的评审体系（采用专家评审和标准评审来对客户进行主观权衡，同时采用交叉验证的方式来考察客户的资信；辅以现金流分析的方法和评分模块）、贴切的需求理解、全面的风险管理（现场检查、非现场检查以及第三方信息来源）完善商业模式。商贷通的模式创新一是在客户开发方面，采用工厂化生产，通过专业支行进行特点行业的全产业链批量化、规模化开发，效率极高，节约开拓客户时间和经营成本，助于抢占市场先机和风险把控；二是通过城市商业合作社进行全面客户整合，以此帮助小企业抱团发展，并构筑自己竞争壁垒。**

图表19：商贷通余额和贷款规模比重



图表20：商贷通客户数量急剧增长



来源：公司资料，国金证券研究所

- 2011 年民生银行正式推出小微金融服务 2.0 提升版，着重在五方面进行提升，明确客户定位，提供综合金融服务、实现存款沉淀，在专业强、成本低、效率高、风险低等方面构筑竞争壁垒。2013 年底推进事业部 2.0 改革，按照“准法人、专业化、金融资源整合、金融管家团队”原则对七大行业事业部运营模式进行全面流程再造，从制度设计层面规避此前事业部改革中的集中矛盾，完全撇清事业部与分行间利益关系，从体制上推进与国际先进银行的事业部模式完全并轨。**

中国价·投·网 最多、最好用研究·告服·商
www.jzlw.net

² 商贷通专门向个体工商户、小型企业主及微型企业主提供用于生产和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，其中贷款规模主要在 50 万-500 万之间，通常只向同日常生活相关的企业发放贷款，议价能力极高而且风险相对可控。

³ 从贷款用途上看，商贷通的资金主要用于支持小微企业生产经营活动，属公司贷款范畴；从贷款主体和风险匹配角度看，“商贷通”整合了个人所拥有的公司财产、家庭财产和社交网络等信用要素，使个人对贷款承担无限责任，这一创新很好的解决了小微企业在申请公司贷款过程中因企业自身财务风险不透明、手续材料标准要求高而导致的贷款难、程序复杂等问题，同时也使得贷款风险承担主体转移到个人（无限连带责任），并获得较高的贷款议价。

图表21: 小微金融 2.0 着重五方面提升

| 五方面重大提升 | 以贷款利息收入为主的商业模式(1.0版) | 小微企业综合金融服务的商业模式(2.0版) |
|---------------|----------------------|--|
| 全面拓展服务范围 | 简单的信贷服务 | 提供综合金融服务解决方案。融资方式多样化,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 |
| 进一步扩大弱担保贷款占比 | 非抵押贷款的比例已经达到59% | 弱担保和信用贷款的比重持续提升 |
| 改进授信定价体系 | 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,实现客户价值和风险识别的统一,发展长远的客户关系 |
| 加强售后服务,提升客户价值 | 传统“警察式监管”,注重客户信贷收益 | “伙伴式服务”,并开辟“财富大课堂”,普及现代金融服务知识,实现客户企业价值的生命周期管理 |
| 优化运营模式 | 支行动员参与的简单营销,散单个体开发 | 综合化批量化的模式,全面铺开小微专业化支行和城市商业合作建设,以“工厂化”手段强化业务效率和服务品质 |

来源: 国金证券研究所

图表22: 事业部 2.0 从制度设计层面规避先前集中矛盾

| 制度改进 | 事业部1.0 | 事业部2.0 |
|------|--|--|
| 风险管理 | 事业部风险内嵌 总行在事业部派驻风险总监并授权;实际兼任事业部分管风险副总裁 | 总行直接授权给事业部总裁,再由其转授权给分管风险的副总裁,总行在流程及后台等层面对其运营进行整体监督;事业部风险管理负责人无实际变化,但人事关系从原本从属总行风险管理委员会改为从属事业部,其资质认定及审批权限等则由风险管理委员会进行验收确认审核 |
| 商业模式 | 投行化 | 深度介入资源整合,做完全和存贷款不同的商业模式,在强周期高风险的行业中寻找商业机会。如目前冶金事业部的重点即全力参与和推动国内钢铁行业整合 |
| 权责明确 | 部分客户事业部与分行共同维护 | 重合范围内大客户资源全部收归事业部,分支行主力下沉攻坚小微业务,全面“切断”,理清业务边界 |
| 体制问题 | 计价明晰 事业部需要分享分行的公共服务平台,如结算、后勤服务等,计价不清晰易引发事业部与分行方面的矛盾 | 事业部在部分分行设立专门的服务专柜,增设开展放款工作的专岗;分行对事业部进行虚拟服务计价等 |
| 协同机制 | | 强调了事业部与分行的协同机制,明确了双方在共同开发产业链金融方面扮演的角色 |

来源: 国金证券研究所

合作模式和业务范围八大猜想

- 我们对既往阿里巴巴与银行的合作模式和业务范围进行梳理,并结合阿里金融近期动态及民生银行公告内容,对未来双方合作提出八大猜想。需要说明的是,实际的合作内容和推进时间或与我们的猜测有偏差,我们希望抛砖引玉,因为我们着实认为双方的合作是有巨大想象空间,能给公司带来较高的估值溢价,但同时也提醒投资者注意的是,部分创新型合作模式在合规性方面仍有一定的不确定性,但后续如果我们的猜想逐步得到验证乃至业绩上得到体现,定能博得股价上的戴维斯双击。

猜想 1: 直销银行或始于理财

- 民生银行为直销银行提供丰富实用并符合阿里巴巴或其关联公司客户需求的金融产品,而阿里巴巴或其关联公司将负责利用自身渠道与资源大力促进民生银行直销银行发展。民生银行或将在淘宝网开立直销银行店铺,我们预计对于新增支付宝账户将强制同时开通的民生直销银行电子账户(可以不使用),对于存量支付宝账户将采用一定激励措施促使增开民生直销银行电子账户(可以不使用),并将民生直销银行电子账户系统与支付宝账户系统实现互通。
- 何为直销银行? 直销银行是互联网时代应运而生的新模式,业务拓展不以实体网点和物理柜台为基础,不发放实际银行卡,客户通过电脑、电子邮件、手机、电话及互动电视等远程渠道实现业务中心和终端客户直接业务

中国价·投·网

往来，具有机构少、人员精、成本小等显著特点，而且通常能提供比传统银行更优惠的利率和费用更低廉的金融产品及服务。

- **真正意义上的直销银行。**我们认为民生银行的直销银行将基本比照 ING Direct⁴，客户定位为“忙、潮、精”人士，而 ING Direct 成功模式归结为“产品简单（只提供包括储蓄、支付账户、住房抵押贷款、理财产品代理等少量的金融产品和服务）、价格优惠（通过较高的存款利率和较优惠的贷款利率来吸引客户）、渠道直接（没有任何的营业网点，所有业务都通过网络、电话和邮件来开展）、营销精准、运营高效”：

- **产品简单，价格优惠：**遵循简单及价格优势原则，为客户提供简单优惠的存贷汇产品，数量少、设计简单、风险易于判断，初期将以开户理财为主，后续接入消费贷款和经营贷款，相关产品的设计与开发已经完成。在成本端有优势，会将成本节约部门反馈给客户。

- **渠道直接：**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，提供专属业务网站。原则上没有客户经理与销售人员的，全部业务通过线上办理。

- **营销精准：**围绕客户生命周期和数据开展精准服务与营销，直销银行帐户根据客户身份验证方式不同设置不同的服务功能和服务权限，另外还创新开展视频认证服务，强调数据应用，利用自身及阿里巴巴技术和应用分析客户行为并形成系统性营销策略。

- **按独立银行架构筹建，独立系统独立核算：**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，目前仅为电子银行部下面的二级部门设置，但在民生运作上已经将其视同一家独立银行。拥有独立系统与民生银行自有系统风险隔离的同时保持运营的高效性，此外，进行独立成本核算。

- **成功的直销银行。**剔除短期监管方面的不确定性，我们认为民生银行的直销银行将能够复制 ING Direct 的成功商业模式。

- **挖掘金融服务长尾市场的巨大商机：**存在一个较大的、不太富有、希望有较高储蓄回报以及简单快捷交易过程的普通人群体，单个客户利润不高，但简单、标准的流程以及规模效应能有效降低成本的同时也能创造可观利润。此外，简单的产品体系也简化了后台运营体系，大大提高效率。

- **提供基本金融产品，打造“金融便利店”：**专注于提供满足目标客户群最基本金融需求的产品，确保低成本核心竞争力。未来可能同时通过免收转账手续费、无最低存款要求等鼓励客户将直销银行的账户与在其它银行的账户相连，通过关联账户来满足任何其它的金融需求。尤其注意的是，随着移动支付业务的发展，无处不在的手机终端实际上也可以看作是某种形式上的金融便利店。

- **优惠利率吸引客户：**未来较高的存款利率及没有最低存款额度的限制和不收取任何年费和手续费刺激存款规模迅速提升且稳定，客户流失率极低。提供较为优惠利率的个人贷款产品也会吸引大量的客户。

- **数据挖掘技术助力风险和营销的精细化管理：**营销方面，阿里巴巴强大的数据挖掘能力可以帮助直销银行精准地寻找潜在客户、挖掘客户需求，降低获客成本，提高交叉销售效率；风险管理方面，民生银行精准的客户风险评级和阿里巴巴在阿里小贷积累的审贷经验在客户审批、定价、催收等各方面都有着广泛的应用。

猜想 2：类余额宝的电子金融产品跨行销售平台

⁴ ING Direct 是金融巨头荷兰国际集团（ING）于 1997 年在加拿大成立的金融产品网络直销银行，核心经营理念是以低廉的价格出售简单的“金融日用品”，是全美最大的网上银行和第四大零售银行，业务覆盖 9 个欧美主要国际。

- 余额宝=支付宝+货币基金，以嵌入式直销方式将货币基金、基金公司直销方式及电商平台客户账户服务有机结合，兼顾高流动性和较高收益。截至10月中旬余额宝开户数已经超过1600万，累计申购的货币基金已经超过1300亿。我们认为余额宝成功基因主要有：
 - **平台资源和长尾效应快速归集短期、小额资金：**支付宝对生活消费全覆盖提供海量客户资源，作为国内最大的第三方支付平台，拥有超8亿注册用户，日均交易额超过60亿，涵盖淘宝购物、信用卡还款、水电煤缴费等，被动性结余资金⁵可观。此外，通过余额宝申购货币基金无门槛，满足小额资金强烈的理财需求。
 - **高流动性与较高收益：**支付宝或通过先行垫付的方式让客户做到余额宝账户实时消费和向支付宝账户转账，而一般货币基金所谓t+0需要等到当天收市资金清算后才能到账。高流动性优于传统的货币基金和银行定期存款，同时较高收益远优于银行活期存款，对于小额资金来讲，差异化产品定位使其综合效益深受支付宝用户喜爱。
- **前有瓶颈，后有追兵。**正如前文分析，余额宝模式门槛低，易复制，无论是银行渠道自身、银联旗下银联商务联合光大保德信、百度旗下百付宝联姻华夏基金等均可以复制余额宝模式。此外，据中国证券投资基金业协会数据，截至三季度末，货币型开放式基金净值4890亿，占比12.7%，但3.5万亿基金规模在银行提供的金融产品规模占比中仍较小。
- 根据普益财富发布的3季度银行理财能力排名，民生银行在发行能力、收益能力、风控能力和理财综合能力等排名均位于前十，产品竞争力不错，欠缺的是销售渠道。如果直销银行电子账户系统与支付宝账户系统实现互通，民生银行就可以为8亿支付宝用户打开他行投资民生银行电子金融产品的渠道，为本、他行客户提供全方位的民生电子金融服务，建设多元化、多渠道的电子金融产品跨行销售平台，而对支付宝来讲，代销金融产品种类和规模的剧增会带来代销费用的高速增长，而且在不同资本市场和经济环境下，产品种类的丰富有助于平滑年际间代销费用。

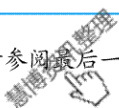
图表23：银行理财能力排名报告（13Q3）

| 衡量指标 | 名次 | 排名细节 |
|-----------|----|---|
| 发行能力 | 8 | 建设银行、中国银行、兴业银行、上海浦发银行、工商银行、广东发展银行、平安银行、民生银行、招商银行和中信银行 |
| 收益能力 | 5 | 中国银行、建设银行、兴业银行、东莞银行、民生银行、泉州银行、晋商银行、华夏银行、农业银行及光大银行 |
| 风险控制能力 | 4 | 光大银行、南京银行、华夏银行、民生银行、中国银行、上海浦东发展银行、晋商银行、青岛银行、江苏银行及兴业银行 |
| 理财服务丰富性指标 | / | 平安银行、工商银行、中国银行、中信银行、招商银行、广东发展银行、江苏银行、深圳农商银行、北京银行、光大银行、建设银行、渤海银行 |
| 理财能力综合排名 | 4 | 中国银行、光大银行、兴业银行、民生银行、农业银行、南京银行、中信银行、华夏银行、上海浦东发展银行以及工商银行 |

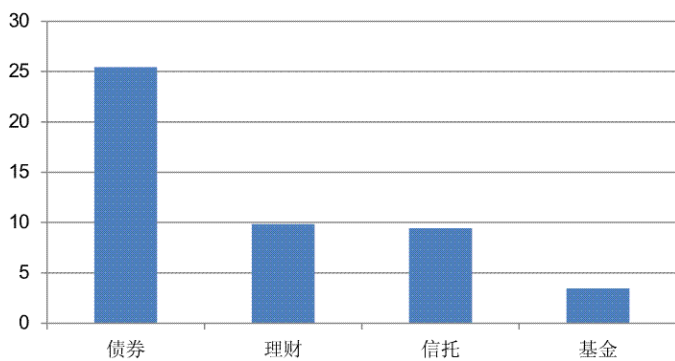
来源：普益财富，国金证券研究所

中国价·投·网 最多、最好用研究·告服·商
www.jztzw.net

⁵ 公开资料常提及的**支付宝沉淀资金**勘误：支付宝沉淀资金指的是买家收货并通知支付宝将货款转至卖家前，由买家汇款至支付宝银行账户，以交易保证金形式存在工行中，受银监会监管，只能收取存款利息的资金。而通常进行余额宝账户操作的资金，是存在于支付宝账户、未做任何消费用途的剩余资金。

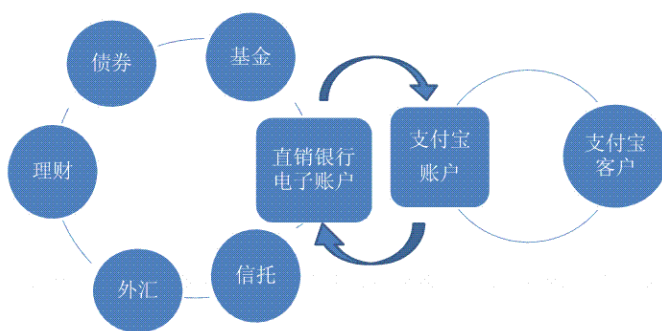


图表24: 13Q2 季度末金融产品规模 (万亿)



来源: 公开媒体, 国金证券研究所

图表25: 直销银行电子账户与支付宝账户实现互通



猜想 3: 民生-阿里巴巴联名信用卡

- 与民生银行和慧聪网联名推出的“新 e 贷信用卡”类似，我们预计民生银行和阿里巴巴联名信用卡与其没有本质上的区别，将基于大数据应用来分析客户行为、识别风险并精选阿里巴巴优质客户发放联名卡，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，但是发放对象或将从小微企业主拓展至个人零售群体，不同客群的权限上或有差异。
- “民生-慧聪新 e 贷信用卡”是民生银行信用卡中心面向慧聪网注册会员发行的目前国内第一张针对 B2B 平台中小微企业主的专属信用卡，慧聪网将平台数据转化为银行认可的信用额度，银行依此完成独立审批、向客户提供网络信贷支持。这种针对企业法人发放的大额信用卡，具有额度高、费用少、循环授信、随借随还、收费灵活等特点，正好满足小微企业法人的需求，就像给了企业法人一张随时可以变现的支票。
- 民生银行信用卡中心根据申请人在慧聪的会员级别、入会时间、商铺信用等进行审核，再加上银行认定的交易记录等，申请人最高可能获得 20 万元的基础额度，一次授信，三年有效，不必每次重新授信，为客户提供灵活的计费及还款方式，同时支持按日或分期计费，极大的方便了小微企业主在消费和采购方面的资金需求。除此而外，民生慧聪新 e 贷白金信用卡的区间定价模式，可满足慧聪网不同等级付费用户的需求，在现有互联网小微金融服务中极富竞争力。凡在有民生银行分支机构的城市均可受理慧聪网当地用户对该信用卡的申请，区域基本上覆盖了国内经济发达地区。

图表26: 民生-慧聪新 e 贷信用卡手续费率

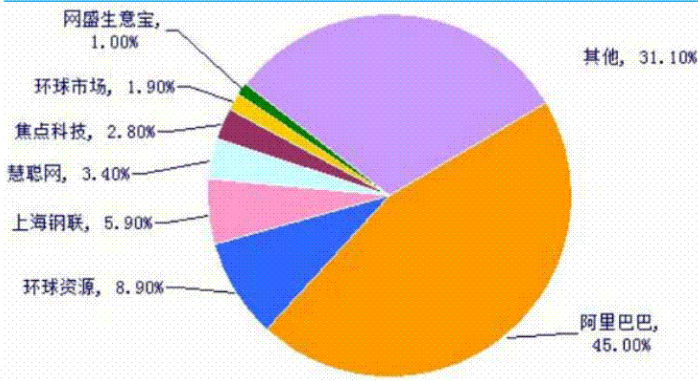
| 卡种 | 日手续费率 | 3期手续费率 | 6期手续费率 | 12期手续费率 |
|-------------|----------|---------|---------|---------|
| 民生-慧聪新e贷专享卡 | 0.045%/日 | 0.95%/期 | 0.85%/期 | 0.79%/期 |
| 民生-慧聪新e贷尊享卡 | 0.042%/日 | 0.9%/期 | 0.8%/期 | 0.75%/期 |
| 民生-慧聪新e贷钻享卡 | 0.039%/日 | 0.8%/期 | 0.75%/期 | 0.72%/期 |

来源: 民生银行信用卡中心, 国金证券研究所

- 该联名卡仅针对慧聪收费会员提供民生-慧聪新 e 贷申请，在慧聪商誉基础额度上享受优惠利率，其他民生新 e 贷卡无慧聪商誉基础额度及优惠利率。具体使用上，信用卡的预借现金转账出口为客户同名下的借记卡账户，仅能用于合理的个人或家庭消费，但不得用于生产经营、投资股票、期货、房地产或其他股本权益性投资。预借现金的持卡人须保留与预借现金用途相符合的交易凭证、合同或发票，并有义务根据本行要求随时提供上述证明材料原件。
- 相较于慧聪网，在提供类似联名信用卡的客户群体、交易规模、使用频率及平台效应等方面，阿里巴巴有绝对优势：12 年底，1) 中国 B2B 电子商

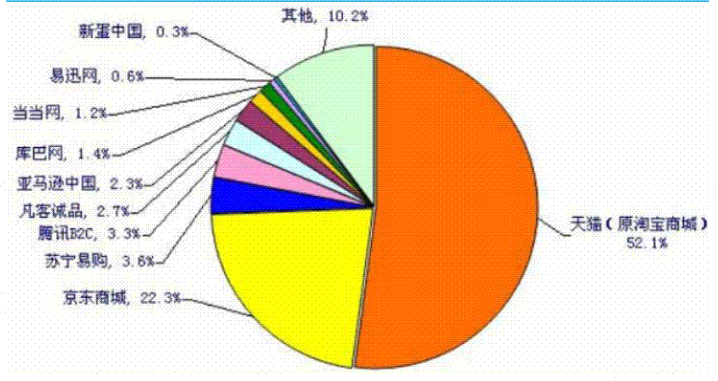
务服务商营收 160 亿⁶，使用第三方电子商务平台的中小企业用户超 1700 万（包括同一企业不同平台注册但不包括在同一平台重复注册），其中阿里巴巴 B2B 的市场份额 45%，远超慧聪网 3.4% 的市场份额；2) 天猫注册用户超过 1 亿，领先于京东商城（8000 万）、苏宁易购（3000 万）、当当网（1000 万）和国美在线（500 万），这种 B2C 的商户也是中小企业信贷投放的重要客群，当然也会包括部分淘宝商户（即 C2C 商家，市场份额 96.4%，目前淘宝职业卖家约 600 万）；3) 阿里巴巴是资源整合平台，提供全方位电子商务解决方案，决定了其客户流量、交易频度和客户粘性要远好于定位于信息服务类的慧聪网，而且从中国中小企业 B2B 电子商务发展进程看，资源整合类属于较为成熟的平台阶段；4) 阿里巴巴数据管理相对完善，风险更低。

图表27：2012年中国B2B电子商务服务商市场份额

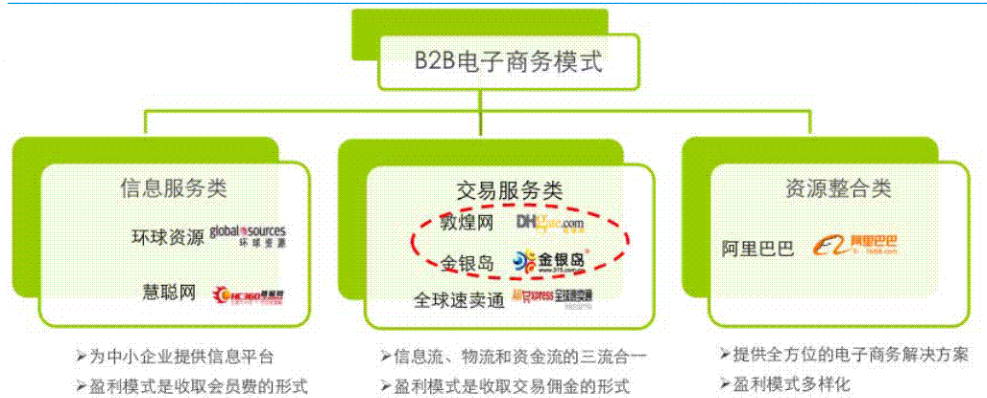


来源：中国电子商务研究中心，国金证券研究所

图表28：2012年中国B2C网络购物交易市场份额



图表29：国内主要B2B平台服务模式对比

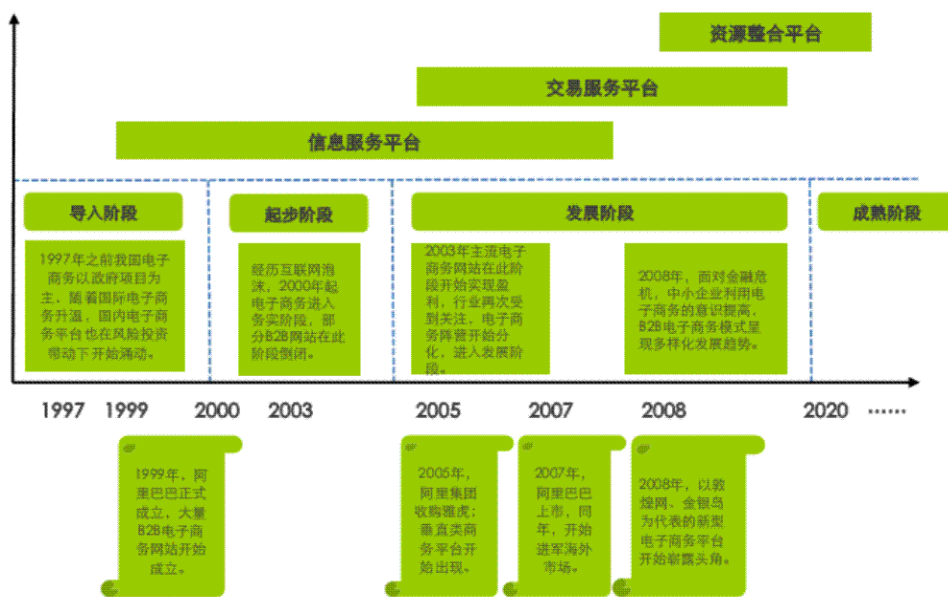


来源：iResearch，国金证券研究所

中国价 · 投 · 网 最多、最好用研究 · 告服 · 商
www.jzlw.net

⁶ 2012年中国中小企业B2B运营商（包含平台服务和自建平台业务收入）总营收规模为167.1亿元，其中平台服务营收为160.1亿元。

图表30：中国中小企业 B2B 电子商务发展历程



来源：iResearch，国金证券研究所

猜想 4：虚拟信用卡-小额信用支付创新

- 前文提及阿里金融专门针对淘宝个人买家推出消费信贷产品，支付宝根据用户交易数据进行授信，授信额度由银行参与并执行。我们预计在无合规风险下，民生银行会出资支持此种小额信用支付创新。民生银行提供贷款资金，支付宝提供通道，阿里巴巴通过数据分析识别和管理风险，并通过商诚融资担保有限公司增信，本质是阿里巴巴为用户进行了信用卡额度担保，一旦用户信用卡到期之后无法归还款项，阿里巴巴来进行垫付。按照商诚融资担保 3 亿元注册资本金及按照国内担保公司最大担保额度不超过资本金 10 倍算，该担保公司能提供的额度为 30 亿元，按照最长 38 天的支付期限计算，一年担保额度约为 290 亿元，在消费金融创新和小微信贷中作为担保方提供保障，完善交易的链条。
- 虚拟信用卡的淘宝和天猫的费率均为 1%，优惠期或打八折。如果商户支持信用支付，则阿里金融向商户收取费用；如果商户没有开通该业务，则会经个人用户允许后由消费者自行支付。收费主要用以覆盖担保费用、银行费用、运营成本和税收等。民生银行与阿里巴巴或按业务参与流程按照一定比例分成。
- 阿里巴巴过往有类似业务经验。阿里巴巴 B2B 信用卡是阿里巴巴基于国际贸易中的赊销模式所开发的融资服务，与中国银行和中国出口信用保险公司合作，针对海外买家在华采购时，给予一个授信额度。在额度范围内，通过阿里巴巴一达通进出口服务平台（类似银行“POS 机”）海外买家在国内采购符合中国一般贸易出口条件的商品，可以享受最多 180 天的账期。通过虚拟信用卡，海外买家可以实现以赊销方式在中国大陆采购货物，阿里巴巴将为买家提供相应的资金支持和付款担保，并为买家全程提供国际贸易报关、物流、保险、金融等相关服务。

图表31: 阿里巴巴 B2B 虚拟信用卡

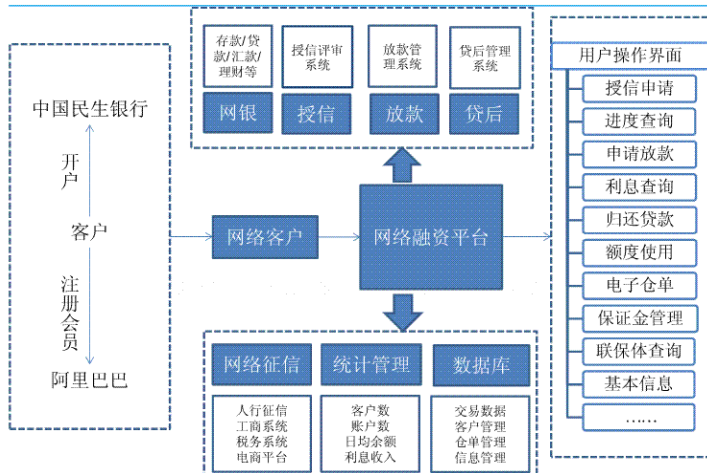
| | |
|------|--|
| 简介 | 信用卡自动激活，按合同约定替买家约定比例贷款给到中国供应商（最高可达贷款的80%），贷款时间不超过180天，单一客户贷款余额不得超过500万人民币。 |
| 申请程序 | 由海外买家直接向阿里巴巴国际提出申请，也可由国内出口商代海外买家向阿里巴巴提出申请（海外买家需同意使用出口信用保险）。阿里巴巴委托出口信用保险公司对海外买家做信用调查并给出额度（阿里巴巴也可根据海外买家历史交易记录，直接给予信用额度）。信用调查时间，一般为7-15日。 |
| 授信对象 | 海外优质采购商（不针对海外个人消费者） |
| 收费标准 | 1. 出口信保吊车费（通常1000人民币以内） 2. 一达通进出口服务费（通常1000元/次以内） 3. 其它少量银行保险公司杂费 4. 贷款利息，暂定利率为1.5-1.8%/月息，按日计息0.05%-0.06%。 |
| 违约处理 | 当海外买家出现信用违约（未按期还款）后，首先由出口信用保险公司启动理赔程序；其次，不论理赔是否成功，都由一达通承担80%坏账责任，相对于对中国供应商提供了货款总值80%的保理融资。 |
| 意义 | 1. 采购方：阿里巴巴将贷款事宜再度延伸至跨境采购环节，不仅解决了海外买家采购资金短缺问题，为其提供付款担保增强买方资信，同时还辅助相应的国际贸易运输及配套服务。 2. 供货方：接受赊销的付款方式有利于吸引大量海外买家，有效提升老客户的返单量。在担保条件下预支货款，代付的货款中国供应商可落袋为安，缓解其的贷款滞压压力，有利于中国供应商规避国际贸易中的风险。 |

来源：国金证券研究所

猜想 5: 网络融资-联合担保、信用贷款和应收账款融资

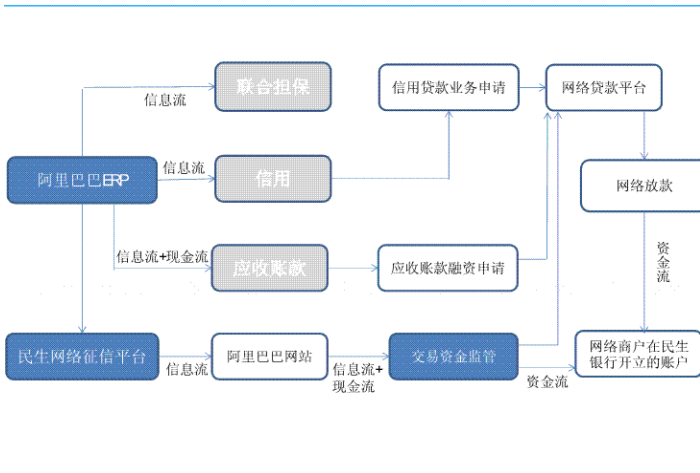
- 阿里小贷贷款额度在 200 元-50 万元，以 3-5 万居多，民生小微贷款额度在 500 万元以下，微贷在 50 万元以下，双方客户重叠度有限，所以目前的战略合作中并没有包括小微贷款业务的合作，但细读阿里小贷的发展史可知阿里巴巴是有这方面的需求，我们认为随着合作的深入，终究会涉及此方面，因为阿里小贷必须要借势拓展，突破自身的瓶颈，不然无法为商圈内客户更好地服务，而且阿里小贷的上界和民生微贷的下界仍有一定的重合度，民生银行通过客户的下沉提升议价能力，而阿里小贷在释放贷款额度的同时客户继续下沉，满足商圈贷款客户范围扩大的同时也可继续提升议价能力。我们预计在重合的客户群体上，双方可能会采取配比的方式进行贷款投放。
- 2007 年阿里以其平台上的企业网络联保的模式开始与建行、工行建立合作关系，业务覆盖浙江、上海、福建等地。该产品由 3 家或 3 家以上企业组成一个联合体，共同向银行申请贷款，同时企业之间实现风险共担。阿里巴巴将提交申请的会员信用记录提交给银行，最终由银行决定是否发放贷款。2009 年建行陆续推出“e 贷通”、“e 单通”和“e 保通”产品，同年 12 月工行网络融资业务中心在杭州投入运营，先后推出“网贷通”、“易贷通”和“网络贷款”等金融产品。2010 年 4 月阿里获得小额信贷牌照，11 年 4 月终止与建行合作，暂缓和工行合作。
- 与建行、工行合作有始无终，我们认为主要有三方面原因：1) 授信评审和风险控制理念分歧；2) 银行拒绝阿里巴巴试图从贷款利息中分成；3) 合作双方地位不对等，客户群体没有合适的重合度。但试水期间，阿里巴巴构建了自己完整的信用评价体系和数据库以及应对贷款风险的控制机制，甚至借助平台进行风险控制，尝试公布会员的不良信用记录。
- 类似的合作在不同的时点和不同的参与方，效果或有较大不同。正如前文所述，双方在微贷客户方面存在一定的重合度，民生银行机制灵活，最市场化以及最开放，双方合作中地位对等，分成、授信、风控等都可以商榷。如果将民生银行和阿里巴巴的融资流程整合，民生银行能否获取阿里的微贷客户群，而阿里巴巴能借助民生银行的制度设计和风控机制优化放贷流程、提高放贷规模、杠杆以及最大限度扩大放贷区域。

图表32: 整合后客户操作流程



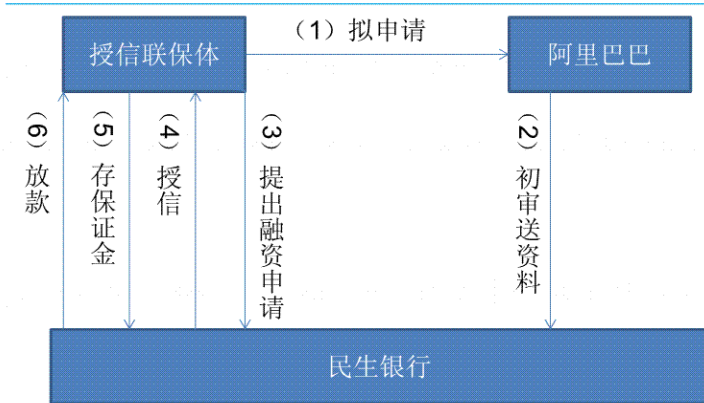
来源: 国金证券研究所

图表33: 整合后业务模式和流程



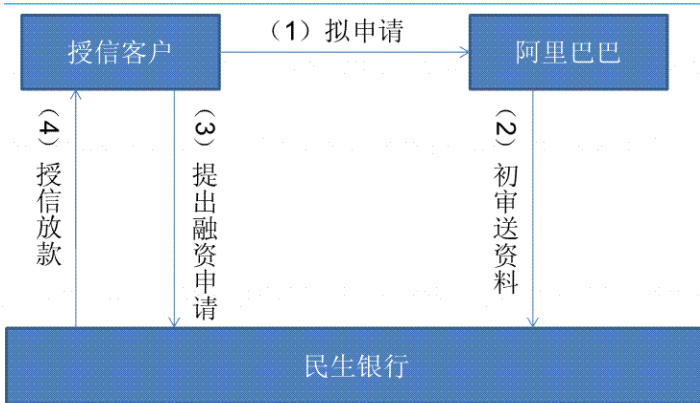
- 从具体业务范围看，双方或整合物流、人流、财流和信息流，推出联合担保、信用贷款和应收账款融资等业务为阿里巴巴生态圈内的商户、小微客户服务。
- **联合担保：**与之前阿里巴巴和工行、建行的合作模式类似，民生银行向联保体发放用于生产经营的流动资金贷款，阿里平台下参与联保体成员处于相同行业或行业相关度较高，成员规模相近，其订单信息和贸易数据可以查询且交易账户可控。通过历史交易数据、阿里平台中诚信记录结合民生网络征信平台信息相互验证以及监管账户保证金审核联保体资质、授信和后续风险管控。

图表34: 联合担保业务流程图



来源: 国金证券研究所

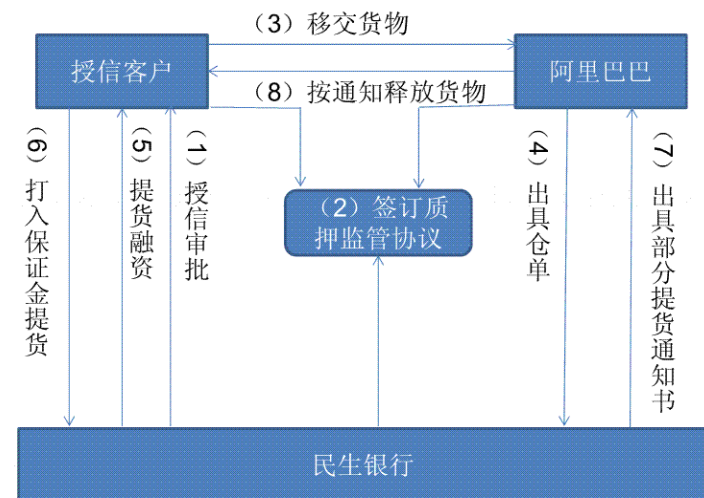
图表35: 信用贷款业务流程图



- **信用贷款：**民生银行为解决中小企业临时性资金周转需求，提供期限不超过一年、最高额度不超过 300 万人民币的流动资金贷款业务，或到期一次还本，或随借随还，无须担保和抵押，便捷性和低成本适合线上全流程实现。依托阿里平台历史交易数据和诚信度记录、本身银行信用评级，将资金流和信息流整合，通过电子化手段审核、授信、放款及监控优质客户（或需要在阿里平台交易超过一年）。
- **应收账款融资：**有确定的优质应收账款的卖方在采用赊销方式向买方销售货物时将应收账款权利质押给民生银行，由银行向卖方提供授信，并把应收账款作为第一还款源。通过比对阿里平台经营交易数据、信用数据库、应收账款质量和历史还款数据保证业务质量。对阿里巴巴 B2B 平台是一种新业务的拓展，而对阿巴巴里 B2C 和 C2C 的原订单贷款可以加杠杆、覆盖更多区域和客户、拓展总的贷款体量。事实上，阿里巴巴 B2C 和 C2C 平台上饱受争议的沉淀资金就相当于

锁定了确定的优质应收账款，对于原先只有利息收入的沉淀资金来讲，一定比例的放贷利息提成亦能增强沉淀资金的利用效率。

图表36: 应收账款融资业务流程图



来源：国金证券研究所

图表37: 阿里巴巴 2013 年移动端并购

| 时间 | 领域 | 关键移动服务和技術 |
|----------|-------|--|
| 2013年4月 | 社交媒体 | 斥资5.86亿美元收购新浪微博18%股份 |
| 2013年5月 | 地图 | 购买高德软件28%股份，通过使用高德的数据，阿里巴巴可以向智能手机用户提供以所在地为基础的广告和产品信息 |
| 2013年8月 | 社交媒体 | 淘宝开始将旗下服务与新浪微博进行整合，目前用户可以通过新浪微博购买淘宝商品，方式类似于通过Twitter购买eBay商品，新浪微博给天猫和淘宝带来了许多新流量 |
| 2013年11月 | 开发者平台 | 收购综合性移动开发者服务平台友盟，友盟为移动开发者提供从开发到运营的系列服务，包含移动应用统计分析以及细分行业的移动游戏统计分析、社会化组件、消息推送、CDN云加速等产品和服务 |

猜想 6: 移动终端合作: 流量导入、O2O、精准营销、手机密宝

- 双方均着力移动端领先。淘宝和天猫的总交易额中仅有 7% 的交易来自移动端设备，随着国内消费者越来越多使用移动设备进行各式在线活动，捍卫国内电商老大的地位必须迅速拓展移动商务能力。为了更好的迎接移动互联网的崛起，阿里巴巴一直在试图获得关键移动服务和技術（比如说地图、社交媒体或操作系统）的控制，以将智能手机用户吸引到旗下集市中来。与此同时，民生银行也明确在网络银行建设上采取追随战略，但在移动平台上力争保持领先。
- 与阿里巴巴的合作或将首先在流量导入、O2O、精准营销和手机密宝方面改善民生银行移动端的客户体验。1) 如果支付宝移动客户端嵌入民生银行或是民生直销银行的应用，可以直接转接至相应移动客户端或是直接在支付宝中操作简单业务；2) 利用自带高德地图完成民生银行各类网点的导航乃至在线排号；3) 利用自带高德地图对客户进行定位，并根据客户行为数据分析，针对性将民生银行或民生直销银行相关产品信息、优惠服务等进行精准推送；4) 民生直销银行可以利用手机密宝作为类似银行 U 盾等网络安全设备。

图表38: 支付宝移动客户端



来源: 支付宝移动客户端, 国金证券研究所

猜想 7: 聚宝盆及亚洲金融合作联盟存在 IT 科技合作的可能性

- 目前仍仅有工商银行、招商银行和兴业银行具有自主知识产权核心业务系统。但作为类似于兴业银行“银银平台”的亚洲金融合作联盟成员行随着利率市场化的推进，压缩成本实施集约化经营成为必然选择，削减或外包 IT 建设首当其冲，民生银行欲扮演兴业银行在“银银平台”中的类似角色。与此同时，阿里巴巴推进的“聚宝盆”计划，即阿里金融云服务，试图将数以千计需要分散在各金融机构端的系统进行整合，通过云计算实现互联网金融业务快速交付，并进而降低城镇银行和基金证券公司等实现网上交易支付的开发和 IT 成本，并接入支付宝的标准接口和沙箱环境，首批重点推广对象为全国的 2000 余家区域银行，希望借此合作将电商触角下沉至中国五六线城市及农村人群。
- 我们认为双方在技术合作方面存在较强互补性，目前双方将为合作项目成立联合科技开发项目组共同开发，并共同成立一个 IT 科技合作委员会，协调、组织和落实各方 IT 科技合作内容并探索为亚洲金融合作联盟成员提供科技基础设施云平台、银行业务系统研发及运维托管服务等。
- **民生银行发起亚洲金融合作联盟：**本着“抱团发展、共同超越、创造多赢”的基本指导思想，2012 年 4 月，民生银行与部分国内城商行成立了联盟，下设六个专业委员会，主要为了有效化解成员行不良资产、投资人和地方政府压力，以及共同应对应用 IT 技术和流动性风险。具体体现在：1) 采用集体洽谈、分别购买的模式，帮助成员行降低 IT 系统的投入成本，但保证 IT 系统的升级速度；2) 通过挂靠民生银行各地分支行建立成员行异地灾备系统⁷，大幅缩减建设和维护费用；3) 未来成员行发行的债券或是理财产品，将会在全体成员的网点进行销售，而且联盟可对成员行操作的银团贷款直接提供协助，省去协调成本；4) 成员行借助民生银行的资质发行联名卡，民生银行象征性地在卡上留一个 logo；5) 成员行高管系统培训。

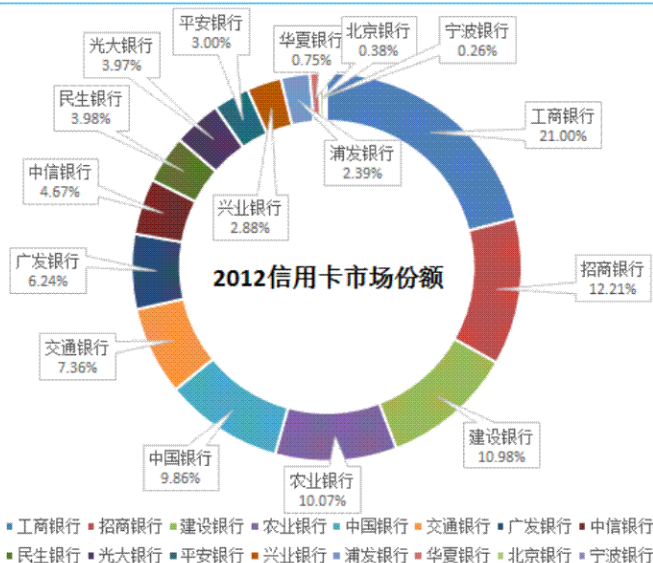
⁷ 按照银监会的要求，国内银行业到 2016 年都必须完成在异地建立突发灾难应急备份系统。

- **阿里金融“集宝盆”计划**：试图为国内 2000 多家的区域性银行输出云计算服务能力，通过在阿里云构建基础设施方便各银行提供基于电子商务的支付服务，降低中小银行实现网络支付的开发和 IT 成本，同时，通过与独立软件开发商（ISV）合作的方式，快速推进中小银行网络新业务的发展，最终为广大农村金融及支付用户打开网络消费大门。目前已与 5 家银行进行合作，并与近 30 家银行签订了合作协议。

猜想 8：信用卡商城及积分互通

- 阿里巴巴或其关联公司与民生银行合作发行定制版（云 OS 系统）TV 盒子和云手机，并联合提供产品服务；民生银行为阿里巴巴及其关联公司开放客户关联营销服务，并通过信用卡中心提供 TV 盒子和云手机的“0 元购机服务”，信用卡账单项下的分期购机服务，信用卡积分礼品兑换项下的 TV 盒子和云手机专项采购供应等。
- 个人客户申请及使用信用卡的频次基本可以归结为“额度、服务、优惠、积分、账期”五方面，从银行业协会发布的 2012 年中国信用卡报告看，民生银行信用卡吸引用户主要在于额度高，而最常用的招行信用卡吸引用户主要在于优惠多，如果公司借与阿里巴巴合作良机，在优惠和积分方面做足功夫，拓宽信用卡积分的使用范围，参照平安体系内的万里通积分，比如可以兑换为支付宝的集分宝，我们预计会在获客、忠诚度和刷卡频次有明显提升。

图表39：2012年信用卡市场份额



来源：《2012年中国信用卡报告》，国金证券研究所

图表40：为何选用该行的信用卡？

| | 工行 | 建行 | 农行 | 中行 | 交行 | 招行 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信用额度高 | 31.8% | 30.2% | 32.7% | 30.0% | 45.4% | 29.3% |
| 优惠活动多 | 6.9% | 7.6% | 11.4% | 15.3% | 31.4% | 37.4% |
| 可选卡种多 | 4.7% | 4.5% | 4.0% | 7.9% | 4.7% | 9.6% |
| 存贷款等在该行 | 56.6% | 57.8% | 51.9% | 46.7% | 18.5% | 23.8% |

| | 民生 | 中信 | 兴业 | 浦发 | 光大 | 华夏 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信用额度高 | 66.8% | 42.2% | 49.9% | 53.1% | 54.1% | 45.6% |
| 优惠活动多 | 17.8% | 33.6% | 23.4% | 13.0% | 28.2% | 38.8% |
| 可选卡种多 | 2.3% | 8.8% | 7.9% | 8.9% | 4.7% | 5.8% |
| 存贷款等在该行 | 13.2% | 15.5% | 18.9% | 25.0% | 13.0% | 9.7% |

| | 平安 | 北京 | 南京 | 宁波 | 广发 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信用额度高 | 48.4% | 14.3% | 20.0% | 45.0% | 52.7% |
| 优惠活动多 | 24.7% | 23.8% | 0.0% | 20.0% | 34.4% |
| 可选卡种多 | 4.3% | 9.5% | 60.0% | 10.0% | 4.1% |
| 存贷款等在该行 | 22.6% | 52.4% | 20.0% | 25.0% | 8.8% |

公司近期动态综述

银监会发文规范社区银行

- 12月12日，银监会办公厅下发《关于中小商业银行设立社区支行、小微支行有关事项的通知》。1) 持牌经营，未取得金融许可证的，应转为自助银行或终止营业，其中自助银行严格界定为无人值守的银行网点。2) 社区支行和小微支行只分“有人”和“无人”两种模式，其中“有人”网点必须持牌，“无人”则必须为自助，不存在中间形态。3) 中小商业银行可根据需求一次提出多家社区支行、小微支行设立申请，报相关银监局审批。
- 行业性事件，对公司有利有弊：1) 有法可依：管理层是鼓励惠民金融模式的发展，但先前行业存在迈步过大、过度竞争及操作不规范的情况导致监管无法有效监控，《通知》下发后有法可依，有利于规范社区银行模式的

发展。2) **战略不变，推进趋缓**。公司不存在员工接触现金等违规情况，但先前部分区域有不计成本过度推进的现象。目前已经开设社区银行 2000 余家，会严格按照政策集中报批，尚难估计多少家能获批，没批的将转型为自助银行，但功能型会有所增强。社区银行战略不会退出，后续会更加规范，《通知》下发后，没有新设社区银行，3 年 1 万家的进度推进或趋缓。3) **仍具有先发优势**。为避免过度竞争，一个小区或仅批复一家社区银行，公司基数较高，仍具有先发优势，但实际效果需 3-4 个月的观察期。

小微贷款余额季度环比略降是否意味成长瓶颈？

- 从 2012 年 9 月到今年 6 月，每月约 100 亿新增小微贷款额度。2013 年全年 1600 亿贷款额度中 50% 支持小微贷款，3 季度已经完成 840 亿，全年任务达标，所以 3 季报环比略降是主动放缓的结果，4 季度或收缩不做。
- 虽然今年上半年小微贷款需求有所下降，从先前每笔贷款 7-8 位客户等候数下降至 2-3 位，但仍供不应求。6 月钱荒后每笔贷款客户等候数略有回升。我们预计明年全年仍会延续前高后低的分布。
- 3 季度末商贷通贷款利率上浮比例约 37%，是公司在经济形势稍差的情况下主动与客户同舟共济共度难关，未来随着整体利率的抬升，商贷通贷款利率仍可能上浮，但会综合考虑资金成本和小微企业的经营状况。

www.jztz.com.net

中国价·投·网 最多、最好用研究·告·服·商

中国价·投·网 最多、最好用研究·告·服·商

www.jztz.com.net

图表41: 民生银行利润表预测

| YE 31 Dec (RMB 百万) | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|-----------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 利息收入 | 23,084 | 27,361 | 40,070 | 56,311 | 53,441 | 70,776 | 117,281 | 151,887 | 194,487 | 230,896 |
| 利息支出 | (11,033) | (11,191) | (17,490) | (25,931) | (21,201) | (24,903) | (52,460) | (74,734) | (107,134) | (130,024) |
| 净利息收入 | 12,051 | 16,170 | 22,580 | 30,380 | 32,240 | 45,873 | 64,821 | 77,153 | 87,353 | 100,872 |
| 手续费净收入 | 372 | 1,026 | 2,391 | 4,461 | 4,664 | 8,289 | 15,101 | 20,523 | 26,517 | 32,252 |
| 其他营业净收入 | 205 | (72) | 230 | (18) | 4,598 | (230) | 1,078 | 5,062 | 5,062 | 5,062 |
| 非利息净收入 | 577 | 955 | 2,621 | 4,443 | 9,262 | 8,059 | 16,179 | 25,585 | 31,579 | 37,314 |
| 营业收入 | 12,628 | 17,125 | 25,201 | 34,823 | 41,502 | 53,932 | 81,000 | 102,738 | 118,931 | 138,187 |
| 营业税金及附加 | (1,021) | (1,391) | (2,047) | (2,916) | (2,802) | (3,827) | (6,116) | (7,825) | (10,360) | (12,291) |
| 营业费用 | (6,007) | (8,332) | (11,705) | (14,901) | (17,737) | (21,625) | (29,333) | (35,064) | (41,626) | (48,365) |
| 营业支出 | (7,028) | (9,723) | (13,752) | (17,817) | (20,539) | (25,452) | (35,449) | (42,889) | (51,986) | (60,656) |
| 拨备前利润 | 5,601 | 7,402 | 11,449 | 17,006 | 20,963 | 28,480 | 45,551 | 59,849 | 66,946 | 77,530 |
| 拨备 | (1,358) | (2,158) | (2,236) | (6,518) | (5,307) | (5,504) | (8,376) | (9,197) | (9,757) | (10,963) |
| 税前利润 | 4,243 | 5,244 | 9,212 | 10,488 | 15,656 | 22,976 | 37,175 | 50,652 | 57,188 | 66,567 |
| 所得税 | (1,540) | (1,493) | (2,877) | (2,595) | (3,548) | (5,288) | (8,732) | (12,344) | (13,153) | (15,310) |
| 税率 | 36.3% | 28.5% | 31.2% | 24.7% | 22.7% | 23.0% | 23.5% | 24.4% | 23.0% | 23.0% |
| 税后利润 | 2,703 | 3,751 | 6,335 | 7,885 | 12,104 | 17,581 | 27,920 | 37,563 | 43,290 | 50,512 |
| 利润增速 | 32.6% | 38.8% | 68.9% | 24.5% | 53.5% | 45.2% | 58.8% | 34.5% | 15.2% | 16.7% |
| ROE | 17.5% | 19.4% | 12.6% | 14.6% | 13.6% | 16.7% | 21.5% | 23.0% | 22.1% | 21.6% |
| Per share data | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
| 股本, 期末 (mn) | 7,259 | 10,167 | 14,479 | 18,823 | 22,262 | 26,715 | 26,715 | 28,366 | 28,366 | 28,366 |
| 每股拨备前利润 | 0.77 | 0.73 | 0.79 | 0.90 | 0.94 | 1.07 | 1.71 | 2.11 | 2.36 | 2.73 |
| EPS(basic) | 0.372 | 0.369 | 0.438 | 0.419 | 0.544 | 0.658 | 1.045 | 1.324 | 1.526 | 1.781 |
| BVPS | 2.13 | 1.90 | 3.47 | 2.86 | 3.99 | 3.94 | 4.85 | 5.75 | 6.89 | 8.23 |
| Dividend | 0.05 | - | 0.05 | 0.08 | 0.05 | 0.10 | 0.30 | 0.30 | 0.38 | 0.45 |
| Dividend Ratio | 13.4% | 0.0% | 11.4% | 19.1% | 9.2% | 15.2% | 30.5% | 22.7% | 25.0% | 25.0% |

来源: 公司数据, 国金证券研究所。

中国价 · 投 · 网 最多、最好用研究 · 告服 · 商
www.jzlw.net

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 | 0 | 2 | 10 | 13 | 28 |
| 增持 | 0 | 0 | 9 | 9 | 21 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.43 | 1.45 | 1.55 |

来源：朝阳永续

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。

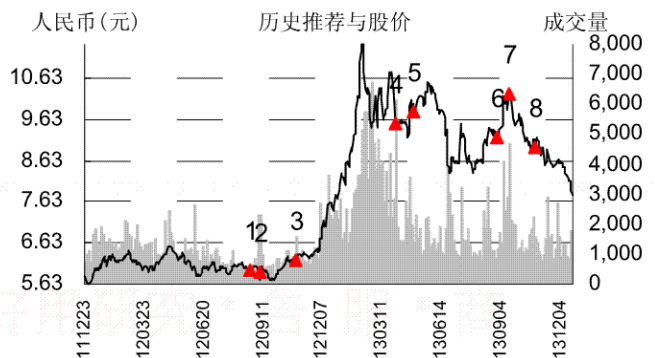
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|-------------|
| 1 2012-08-24 | 增持 | 5.95 | N/A |
| 2 2012-09-06 | 增持 | 5.92 | 6.02 ~ 6.29 |
| 3 2012-10-31 | 增持 | 6.23 | N/A |
| 4 2013-03-29 | 增持 | 9.55 | N/A |
| 5 2013-04-25 | 增持 | 9.81 | N/A |
| 6 2013-08-29 | 增持 | 9.21 | N/A |
| 7 2013-09-17 | 增持 | 10.25 | N/A |
| 8 2013-10-31 | 增持 | 8.96 | N/A |

来源：国金证券研究所



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。

中国价·投·网 最多、最好用研究·告服·商
www.jztzw.net

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为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: 0755-83831378 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 6793 | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100053 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |

中国价·投·网 最多、最好用研究·告服·商
www.jztzw.net