

民生银行

强势扩张与积极创新

600016

增持/ 首次评级

股价	2009/12/31
RMB7.91	

基础数据

总股本 (百万股)	22145
流通 A 股 (百万股)	18823
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	146066

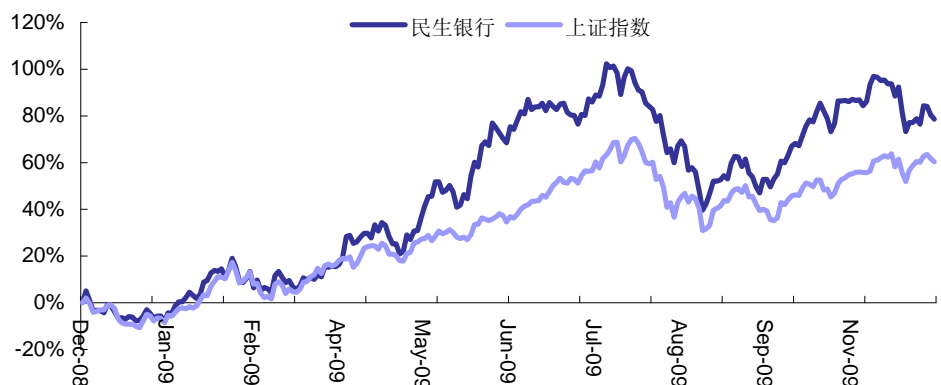
相关研究

- 《南京银行：走向壮大》
- 《北京银行：总部经济下的贵族城商行》
- 《宁波银行：值得长期持有的成长性银行》
- 《工商银行：何日展现王者风采》
- 《兴业银行：期待充裕流动性下的转身》
- 《深发展：薄弱的基本面和务实的管理层》

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	35017.0	31349.0	40690.8	47369.4	59277.7
(+/-%)	38.4	15.1	16.2	16.4	25.1
归属母公司净利润(百万元)	7885.0	10201.0	112.6	124.2	148.4
(+/-%)	24.5	18.1	42.7	10.3	19.5
EPS(元)	0.36	0.46	0.51	0.56	0.67
P/E(倍)	21.8	16.8	15.6	14.1	11.8

- 民生银行是时代发展的产物，萌芽于 1993 年，正式成立于 1996 年。作为中国唯一一家由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，它的成立是在特定的历史条件下出现的。在董文标 2000 年接任民生银行行长后，民生走上了强势扩张和积极创新的道路。
- 民生银行的风险资产回报率低，导致其资本消耗较快。主要原因有两个，一是公司的资产结构属于重资本消耗型，一是公司的费用率较高。我们预计未来民生银行的费用收入比将维持在高位，并且其资产结构和业务偏好短期内不会有大的变化，因此风险资产收益率依然会维持在行业中下水平。
- 民生银行在业内，一直有着“敢于第一个吃螃蟹”的称号，从事业部制改革、流程银行建设、参股美国联合银行到“商户进柜台”的零售产品“商贷通”，民生银行不惜成本的进行大刀阔斧的改革和不断的尝试。我们相信，民生的一系列改革，都是符合历史发展趋势的，但目前我们难以评判民生的创新是否一定会成功，是否会付出较高的成本，这一切需要历史来验证。
- 我们预计民生 09、10 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.56 元，目前估值对应 09 年的 PE、PB 分别为 15.6X、2.02X，对应 10 年的 PE、PB 分别为 14.1X、1.79X，估值具有优势。考虑到 2010 年宏观经济持续复苏的大环境并且 3、4 季度可能会有两次加息，同时 H 股融资部分解决了公司资本金的短板问题，我们认为民生银行的估值在未来半年具有 20% 的提升空间，给与“增持”的投资评级。

最近 52 周股价表现



分析师
周俊
+21-68498605
zhoujun@lhq.com

分析师
吴松凯
+755-82492207
wusongkai@lhq.com

目 录

民生银行的发展	5
民生银行风险资产收益率偏低.....	6
民生银行资产结构: 资本消耗型	7
贷款资产占比偏高	7
偏重公司业务发展	8
存款基础较弱.....	9
高费用率的业务模式.....	11
积极创新, 敢为天下先	12
事业部制改革.....	13
流程化银行建设	13
商贷通的大力推行.....	14
民生银行需要关注的问题.....	14
推荐逻辑与风险提示	15
推荐逻辑.....	15
风险提示	15
附录: 民生银行的历史背景	15

图目录

图 1、民生银行的机构员工增长与行均效率	6
图 2、民生银行的规模增长与利润增长	7
图 3、民生银行的资本充足率与核心资本充足率	7
图 4、民生银行的不良贷款指标与拨备覆盖率	7
图 5、上市银行风险资产收益率 2006 至 2009 年中期平均	8
图 6、上市银行风险资产权重 2006 至 2009 年中期平均	8
图 7、上市银行贷款总资产占比 2006 至 09 年中期平均	9
图 8、上市银行同业资产(除央行存款)占比 2006 至 09 年中期平均	9
图 9、上市银行债券资产占比 2006 至 09 年中期平均	9
图 10、上市银行公司贷款占比	10
图 11、上市银行按揭贷款占比	10
图 12、上市银行储蓄存款占比	11
图 13、上市银行活期存款占比	11
图 14、部分上市银行的贷存比	11
图 15、上市银行付息负债成本率 2006 至 2009 年中期平均	12
图 16、上市银行生息资产收益率 2006 至 2009 年中期平均	12
图 17、上市银行息差 2006 至 2009 年中期平均	12
图 18、上市银行的费用收入比	13
图 19、民生、浦发、招行的费用比较	13
图 20、民生银行的 PE-band 和 PB-band	16
图 21、民生银行发行 H 股以后的股权结构	18

表目录

表 1、民生银行截止 2000 年 9 月 30 日的股东名册	17
表 2、民生银行截止 2009 年中期的前十大股东	18
表 3、民生银行资产负债表和损益表	19
表 4、民生银行资产负债表和损益表百分比法	20
表 5、民生银行盈利主要驱动因素	21
表 6、民生银行增长能力分析	21
表 7、民生银行资产结构和负债结构	22
表 8、民生银行收益率与成本率假设	23
表 9、民生银行资产质量与资本充足率指标	23

民生银行是时代发展的产物，萌芽于 1993 年，正式成立于 1996 年。作为中国唯一一家由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，它的成立打破了金融领域的国有垄断和对民营资本的限制，是在特定的历史条件下出现的。当时，为了经济的发展，中国正经历意识形态的转型和经济、金融体制上的改革，各行各业都在试图创新，以顺应市场经济的发展。

在董文标 2000 年接任民生银行行长后，民生走上了强势扩张和积极创新的道路。民生银行在 2000 年 11 月在 A 股上市，走上了快速发展的道路。从 2000 年底至 2009 年，民生的总资产规模增长了约 21.7 倍，净利润增长了约 47.2 倍。2009 年 11 月民生银行实现 H 股上市，资金来源和股东结构更为多元化，同时向国际化迈进了一大步。

民生银行风险资产收益率低，造成了资本消耗较快。公司风险资产收益率低的主要原因，一是公司资产结构属于重资本消耗型，二是公司成本费用率偏高。

民生银行的风险资产权重较高，一方面是因为风险权重较高的贷款资产占比偏高，另一方面是因为贷款资产中对公占比较高。目前，民生银行希望在强化公业务的优势下做好公司转型，而不是片面强调提升零售业务的短板来实现转型，因此我们预计公司未来的发展会沿袭重资本消耗型的路径。

作为一家较年轻的银行，民生一方面以高薪吸引优秀人才加盟，另一方面积极创新来谋求发展，如事业部制改革和流程银行建设，因此费用率一直较高。

民生银行在业内，一直有着“敢于第一个吃螃蟹”的称号，从事业部制改革、流程银行建设、参股美国联合银行到“商户进柜台”的零售产品“商贷通”，民生银行不惜成本的进行大刀阔斧的改革和不断的尝试。改革和创新有可能会带来巨大的成功，而成功是需要付出成本的。

我们相信，民生的一系列改革，都是符合历史发展趋势的，但目前我们难以评判民生的创新是否一定会成功，是否成本过高，这一切需要历史来验证。

民生银行成立之初，股权就高度分散，无控股股东。银行由于其重要的金融属性，不同于其它企业，具有相当浓重的公众色彩，因此股权分散对银行来说本是好事，避免了“一股独大”的情况。

但股权分散所带来的好处，需要在三个前提下才能呈现：银行的监管、市场的监督、信息的披露是公平、及时、有效的，只有在这样的市场环境下，公众才能有效监督和制约董事会的经营活动。否则，控股股东缺位容易造成“一会独大”的情况，董事会的经营决策权有可能超出正常范围。

我们预计民生 09、10 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.56 元，目前估值对应 09 年的 PE、PB 分别为 15.6X、2.02X，对应 10 年的 PE、PB 分别为 14.1X、1.79X，估值具有优势。考虑到 2010 年宏观经济持续复苏的大环境并且 3、4 季度可能会有两次加息，同时 H 股融资解决了公司资本金的短板问题，我们认为民生银行的估值在未来半年具有 20% 的提升空间，给与“增持”的投资评级。

民生银行的发展

民生银行在 2000 年 11 月在 A 股上市，募集资金 41.3 亿，补充了资本金，走上了快速发展的道路。民生的快速成长，外部得益于快速发展的中国经济，内部得益于民生银行的强势人物，当前民生银行的董事长董文标。

中国的中小股份制银行，还停留在跑马圈地的阶段，努力依靠规模的扩张来实现利润的增长。民生上市后一方面依靠增设机构，一方面提高行均效率，规模和利润在上市以后实现爆发性的增长。

从 2000 年底至 2009 年，民生的总资产规模增长了约 21.7 倍，净利润增长了约 47.2 倍。速度大大超出了 2000 年上市时制定的规模增长计划，当时的规模增长计划为“到 2003 年，公司的资产规模将达到 1000 亿”，而公司在 2003 年底的总资产规模为 3610 亿。

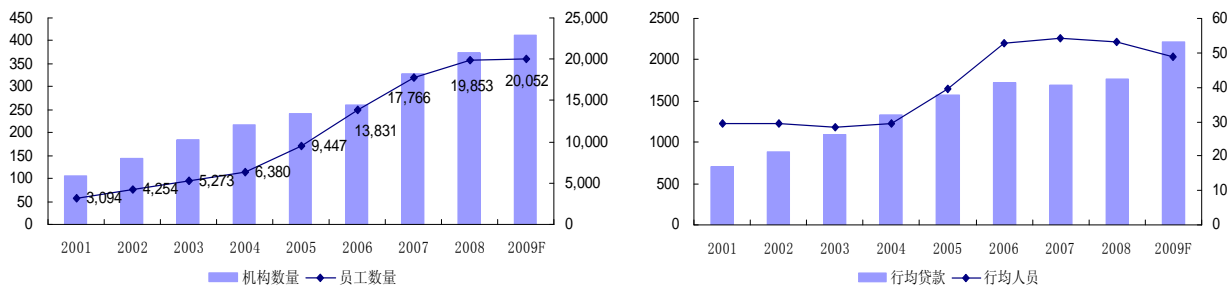
伴随着规模的快速扩张，公司的资本消耗较大。公司在 2000 年底上市后资本充足率为 21.5%，其中核心资本充足率约为 19.6%。2001 年、2002 年公司总资产规模增速高达 104%和 77%，相应的资本充足率迅速下降到 2001 年的 10.1%和 2002 年的 8.2%，接近当时 8%的监管底线。

民生银行在成立之初，由于当时支持民营经济和中小企业的金融服务和宏观政策环境还处于初始发展阶段，新生的民生银行在业务经营和管理能力上还相对薄弱，因此其资产规模和各项业务发展缓慢，同时不良贷款居高不下。在 1999 年，不良贷款率高达 8.72%。

2000 年以后，不良贷款余额增长相对平缓，2002 年、2003 年不良贷款余额均出现下降，因此相比资产规模的迅速膨胀，不良率急剧下降，至 2002 年，公司的不良贷款率已经降到了 2.17%。2002 年以后，不良率持续稳步的下降，2008 年底为 1.2%，预计 09 年底为 0.83%附近。

2009 年 H 股融资的完成，部分解决了公司资本金短板问题，同时使得公司资金来源和股东结构更为多元化，并且向国际化迈进了一大步。

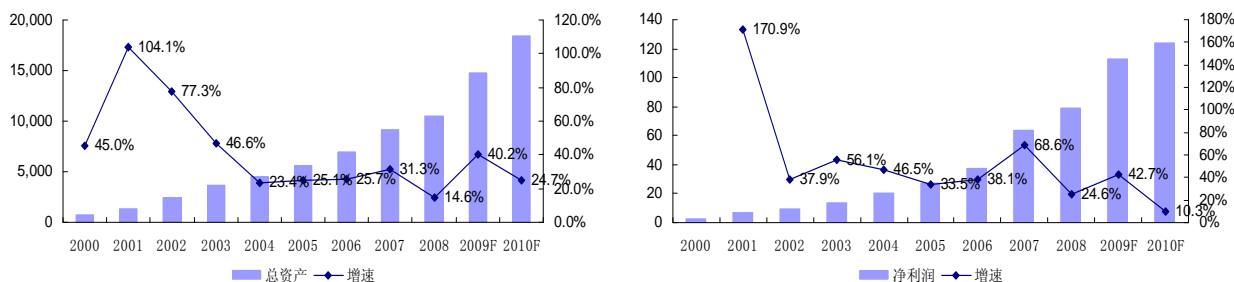
图 1、民生银行的机构员工增长与行均效率



数据来源：公司资料，联合证券研究所

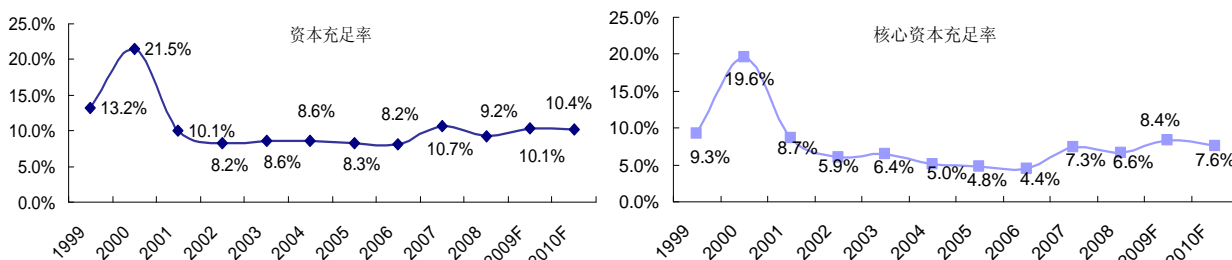
图 2、民生银行的规模增长与利润增长

亿



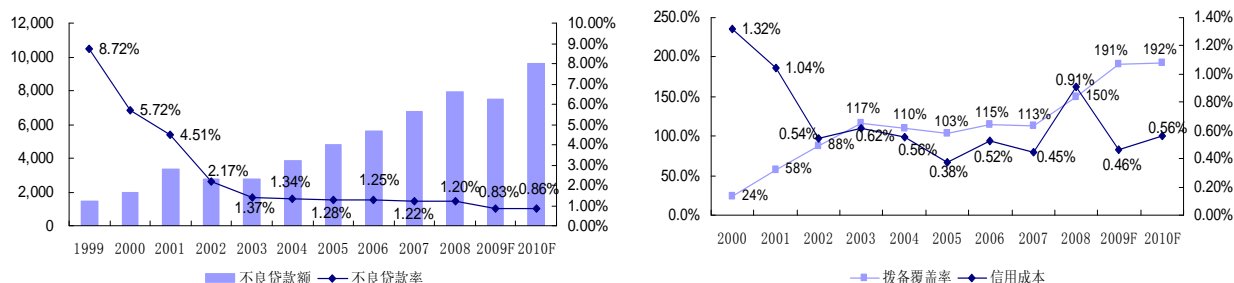
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 3、民生银行的资本充足率与核心资本充足率



数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 4、民生银行的不良贷款指标与拨备覆盖率



数据来源：公司资料，联合证券研究所

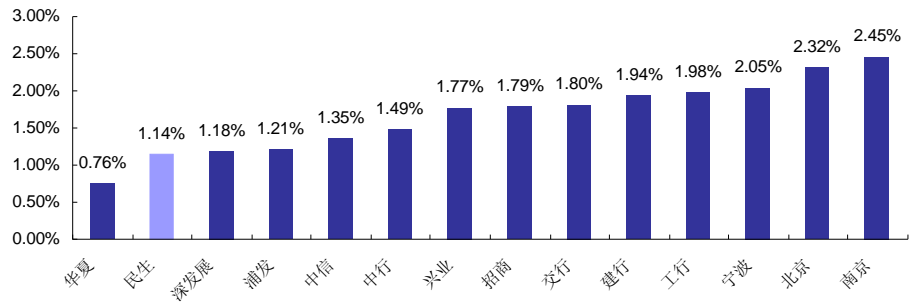
民生银行风险资产收益率偏低

民生银行风险资产收益率（净利润/风险资产）偏低，在 14 家上市银行 2006 年至 2009 年中期平均的风险资产收益率比较中，民生银行以 1.14% 位居第 13 位，仅优于华夏银行。

民生银行风险资产收益率低，造成了资本消耗偏快。公司风险资产收益率低的主要原因，一是公司资产结构属于重资本消耗型，二是公司成本费用率偏高。

目前，公司 H 股融资的完成，显著改善了公司资本金的短板问题。但目前公司资本充足率依然仅略高于监管层要求的 10%。公司重资本消耗型的资产结构短期不会显著改善，我们预计明年资本金问题依然成为公司发展不得不考虑的问题，我们认为公司会在适当时机通过补充附属资本来提升资本充足率。

图 5、上市银行风险资产收益率 2006 至 2009 年中期平均



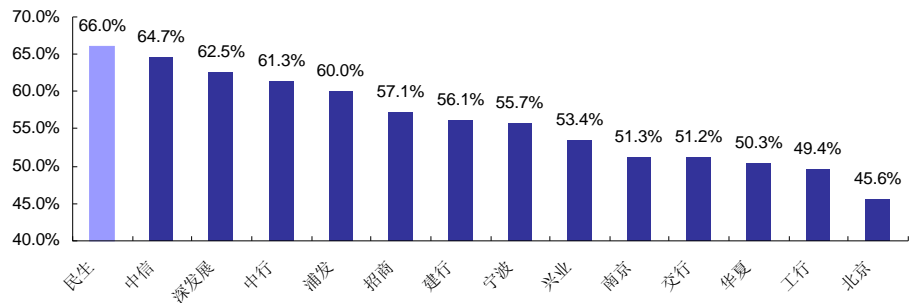
数据来源：公司资料，联合证券研究所，其中深发展 08 年已做调解

民生银行资产结构：资本消耗型

民生银行的资产结构属于重资本消耗型。在 14 家上市银行 2006 年至 2009 年中期平均的风险资产权重排名中，民生银行以 66% 位居第一位。

民生银行风险资产权重较高，一方面是因为其风险权重较高的贷款资产占比偏高，另一方面是因为贷款资产中对公占比偏高。

图 6、上市银行风险资产权重 2006 至 2009 年中期平均

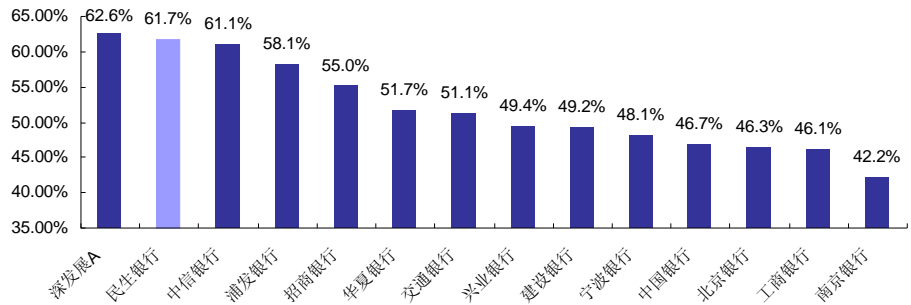


数据来源：公司资料，联合证券研究所

贷款资产占比偏高

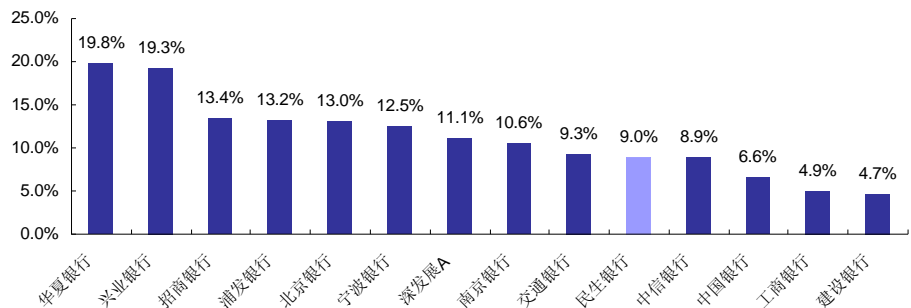
民生银行风险资产权重偏高的原因，主要是风险权重较高的贷款资产占比较高，而风险权重较低的同业资产和债券资产占比较低。我们从图 7 至图 9，可以看出，2006 年至 2009 年，民生银行平均的贷款资产平均占比为 61.7%，在 14 家商业银行中排名第 2 位；除央行存款以外的同业资产的占比，民生银行平均为 9%，排名第 10 位；债券资产占比，民生平均为 10.6%，排名第 13 位。民生银行的资产结构导致了公司资本消耗较快。

图 7、上市银行贷款总资产占比 2006 至 09 年中期平均



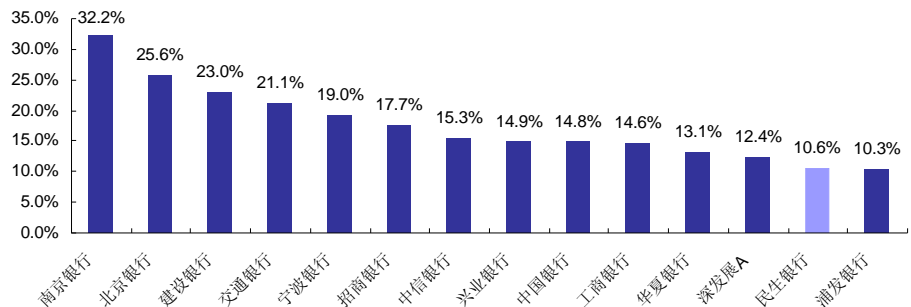
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 8、上市银行同业资产(除央行存款)占比 2006 至 09 年中期平均



数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 9、上市银行债券资产占比 2006 至 09 年中期平均



数据来源：公司资料，联合证券研究所

偏重公司业务发展

民生银行着重发展公司业务，这也是股份制银行的通常发展路径。因零售银行前期需要大力投入，在收获之前需要公司银行部门的盈利来补贴。为了追求规模效应，股份制银行会优先发展公司业务。

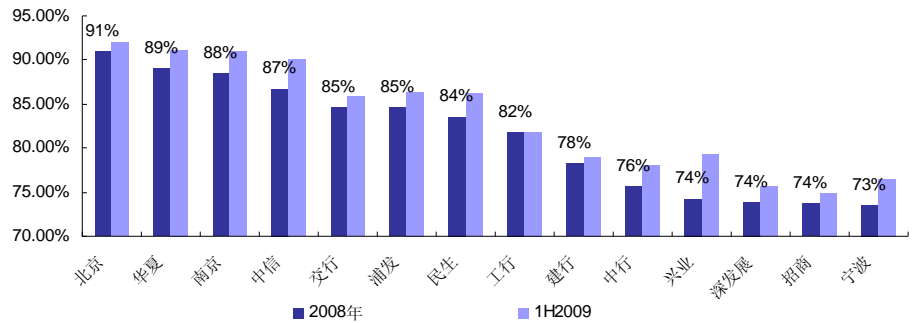
在 2008 年上市银行对公贷款占比中，民生银行为 84%，排名第 7；在 2008 年按揭贷款占比中，民生银行为 13%，排名第 7。

由于其民营背景，民生银行对公业务没有先发优势，因此其公司贷款占比低于对公业务优势明显的中信、交行、浦发等股份制银行，但高于兴业、深发展、

招行等股份制银行。相对应，民生银行按揭贷款占比低于深发展、兴业、招行，甚至低于对公优势明显的浦发银行。可见民生在没有先发优势的情况下，将对公业务作为业务发展重点。

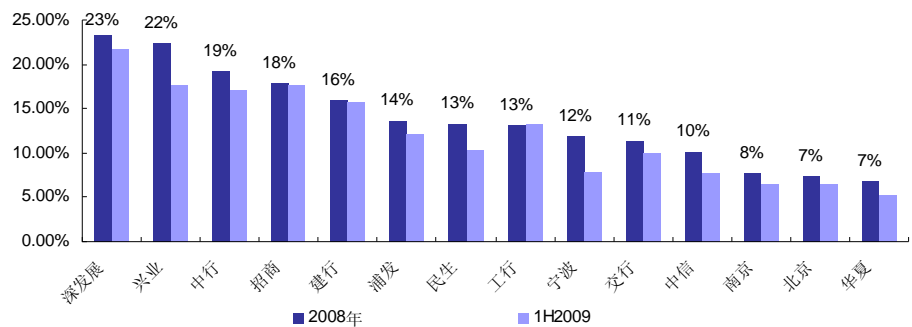
目前，民生银行希望在加强对公业务的优势下做好公司转型，而不是片面强调提升零售业务的短板来实现转型，因此我们预计公司未来的发展会沿袭重资本消耗型的路径。

图 10、上市银行公司贷款占比



数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 11、上市银行按揭贷款占比



数据来源：公司资料，联合证券研究所

存款基础较弱

存款基础薄弱是中小股份制银行的公有特点。民生的存款基础薄弱，不仅体现在储蓄存款占比低，也体现在活期存款占比低，这也是民营背景的一个劣势。

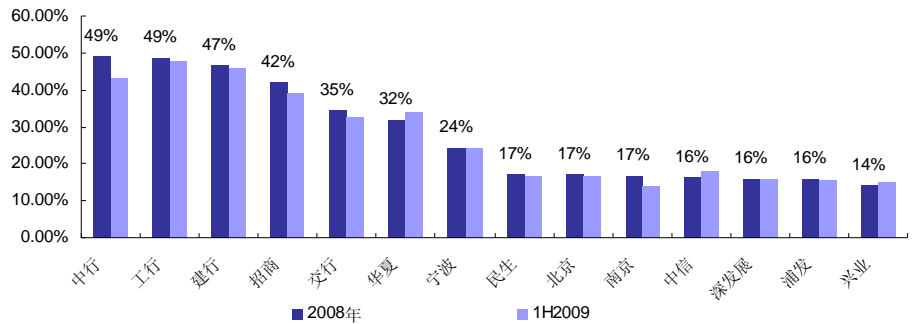
储蓄存款是稳定的存款来源。民生 2008 年末的储蓄存款占比为 17%，比起存款基础较好的国有银行和招行，占比偏低。民生 2008 年末的活期存款占比为 39%，仅优于深发展。

因为存贷比的要求，负债管理对中国的银行尤为重要。较弱的存款基础使民生的贷存比 2004 年以后便高于 75%。2009 年因扩张的财政政策，国家鼓励中小股份制银行突破 75% 的贷存比要求，因此公司的贷存比在 2009 年中期达到 84% 的高点。目前，国家重拾 75% 的贷存比要求，同时要求收缩贷款规模，我们预计 2010 年公司的贷存比会下行至 75% 附近。

民生银行存款基础较弱，资金成本偏高，对冲了民生高于行业平均的资产收

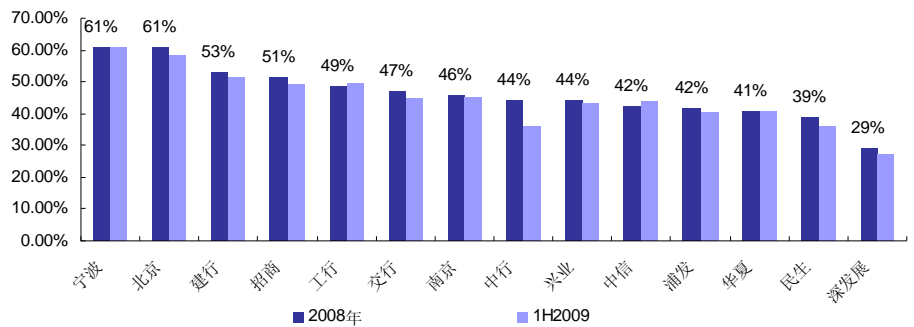
益率，导致其息差水平与行业平均持平，见图 15、16、17。

图 12、上市银行储蓄存款占比



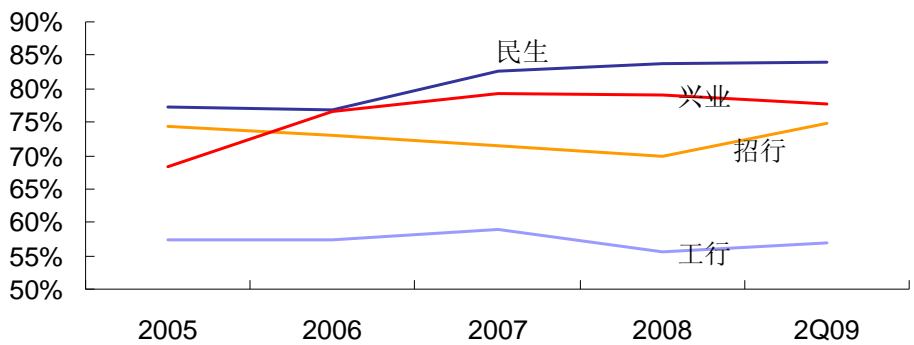
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 13、上市银行活期存款占比



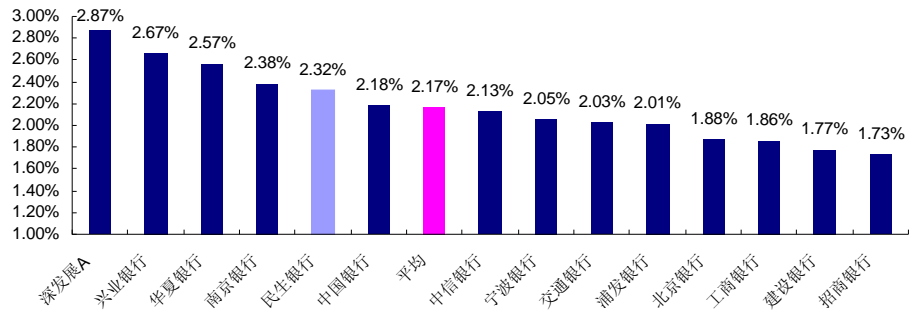
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 14、部分上市银行的贷存比



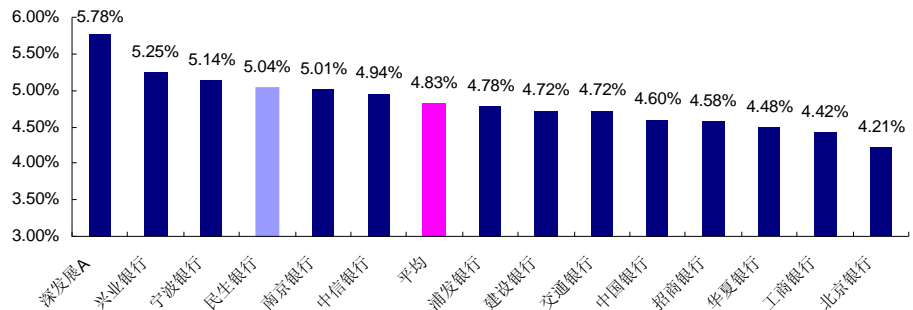
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 15、上市银行付息负债成本率 2006 至 2009 年中期平均



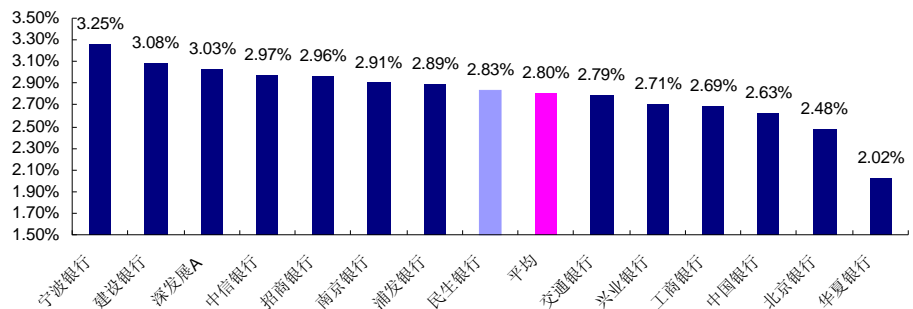
数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 16、上市银行生息资产收益率 2006 至 2009 年中期平均



数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 17、上市银行息差 2006 至 2009 年中期平均



数据来源：公司资料，联合证券研究所

高费用率的业务模式

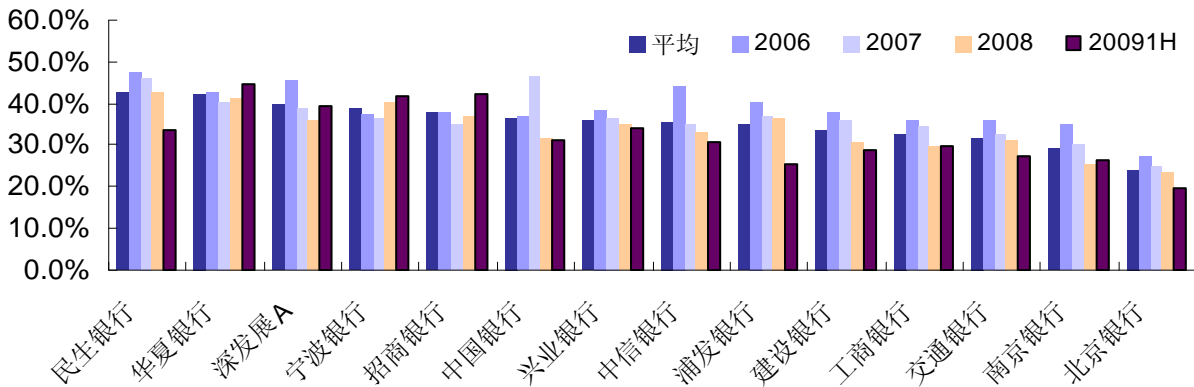
民生作为一家较年轻的银行，一方面以高薪吸引优秀人才加盟，另一方面积极创新来谋求发展，如事业部制改革和流程银行建设，因此费用率一直较高。

2006 年至 2009 年中期，14 家上市银行的平均费用收入比，民生以 42.5% 名列第一。我们比较招行、浦发、民生这 3 家上市时间较长的银行，民生的费用收入比显著高于招行和浦发（招行因 09 年营业收入同比大幅下滑，因此费用收入比提高了）。

由于民生较高的薪酬激励和较激进的业务发展模式，已经成为公司文化，因

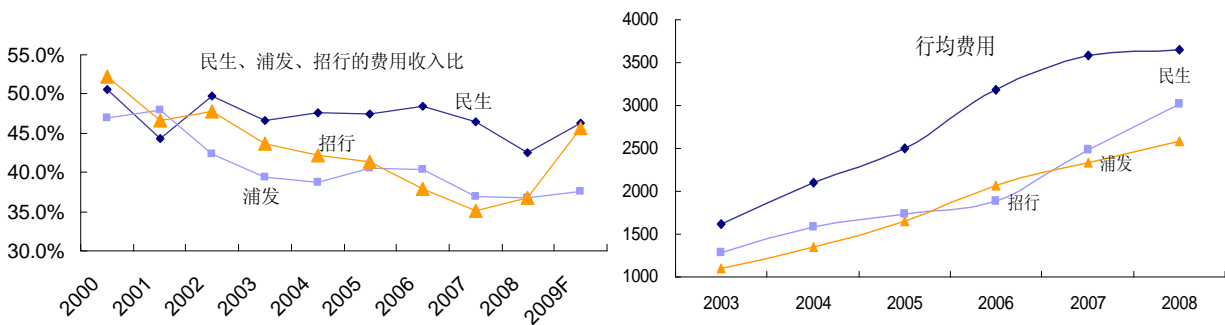
此，我们预计未来公司的成本收入比不会显著降低。

图 18、上市银行的费用收入比



数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 19、民生、浦发、招行的费用比较



数据来源：公司资料，联合证券研究所

积极创新，敢为天下先

民生银行是个年轻的银行，其高级管理层也相对年轻。在董文标 2000 年接任民生银行行长后，民生走上了强势扩张和积极创新的道路。

民生银行在业内，一直有着“敢于第一个吃螃蟹”的称号，从事业部制改革、流程银行建设、参股美国联合银行到“商户进柜台”的商贷通的零售产品，民生银行不惜成本的进行大刀阔斧的改革和不断的尝试。改革和创新有可能会带来巨大的成功，而成功是必须付出成本的。

我们相信，民生的一系列改革，都是符合历史发展趋势的，但目前我们难以评判民生的创新是否一定会成功，是否成本过高，这一切需要历史来验证。

事业部制改革

事业部制最早是由美国通用汽车公司总裁斯隆于 1924 年提出的，是一种高度集权下的分权管理体制。事业部制是分级管理、分级核算、自负盈亏的一种形式，即公司按地区或按产品类别分成若干个事业部，从产品的设计到产品的销售，均由事业部负责，实行单独核算。银行实施事业部制，有利于其业绩和风险问题的综合把握，便于责、权、利的统一。

事业部是国际银行普遍采取的组织模式，而中国的银行普遍采取分支行的诸侯制。事业部制的银行结构会较大削弱基层分支行行长的权力，因此在推行的过程中难免会遇到抵制。

民生银行是首个强硬推进事业部改革的银行，通过事业部制改革，民生银行希望把支行的公司业务全部上收到分行，支行只从事零售业务。

2005 年下半年，民生银行开始酝酿公司业务组织架构的改革，2006 年初开始，半年内完成了 22 家分行和直属支行的公司业务集中经营。2007 年 7 月，公司正式全面启动公司业务事业部制改革。2007 年 9 月，贸易金融部、金融市场部、投资银行部和工商企业金融部首批四家事业部挂牌成立；随后的 2008 年初，地产、能源、交通和冶金四家行业金融事业部挂牌成立。

事业部制改革，涉及到很多利益调整和冲突。目前，民生新增贷款中一半是由事业部完成，另外一半是由分支行完成；贷款余额中有一半划归事业部，另外一半仍交由分支行管理。事业部制是否会全面推行，尚需要一定的时日来观察。

流程化银行建设

国内传统银行的核心银行系统是建立在“部门银行理念”基础上的，而民生推崇的流程银行，必须由前中后台共同服务于客户的核心银行系统支撑。

部门银行并没有真正的核算概念，也就是没有转移定价。在部门银行体制下，产品的概念并不很清晰。对银行产品盈利能力的评价和盈利贡献的量化，流程银行能够对不同环节的贡献作出较清晰的划分。

流程银行首先由银监会主席刘明康于 2005 年 10 月在上海银行业首届合规年会上提出，其核心可概括为前中后台共同服务于客户。

事业部可以是流程银行的外在表现。因此，始于 2006 年的民生银行结构调整和业务转型，主要方式是全面推进流程银行建设和事业部制改革，这是对中国银行业传统经营方式较大的变革。

民生银行从 2007 年 9 月全面启动的新核心银行系统建设，目前已经进入新的核心业务系统正式上线的最后准备阶段。在新核心银行系统全面上线后，“账户交易驱动”的传统会计核算系统将转变为以“客户为中心”的核心银行系统。

新的核心业务系统的成功运行，有可能使得民生的网上银行、零售银行等系统一举超过招行，为公司带来二次腾飞的契机。因此，公司管理层对核心银行系统全面上线之后事业部改革和流程银行建设的深化、以及各项相关业务的进一步发展有较高的期待。

改革是有成本的，不仅仅是金钱的成本。流程银行建设的失败，则有可能使公司流失大量的客户。

商贷通的大力推行

2008年下半年，董文标提出了“商户进支行、商户进柜台”的发展思路，把小微企业融资确定为大力发展零售资产业务的突破口。“商户进柜台”，曾遭遇到同行的不解和排斥。

2009年2月，公司的小微企业融资产品“商贷通”开始在上海推出，并陆续在全国11家分行推出。

截止9月末，公司商贷通余额达到321亿元，占民生银行零售贷款的比重达到25%。08年底，央行规定按揭贷款基准利率打七折，使得以房贷为主的零售资产业务的收益率大大下降，而“商贷通”实现了基准利率上浮8.41%，部分缓解了公司因按揭利率下行所带来的影响。

据了解，商贷通依然是未来重点发展的零售产品。此类新型业务的开展，为民生带来了新的利润增长点，同时也表示民生的风险偏好有所增加。

民生银行需要关注的问题

民生银行成立之初，股权就高度分散，无控股股东。银行由于其重要的金融属性，不同于其它企业，具有相当浓重的公众色彩，因此股权分散对银行来说本是好事，避免了“一股独大”的情况。

但股权分散所带来的好处，需要在三个前提下才能呈现：银行的监管、市场的监督、信息的披露必须是公平、及时、有效的，只有在这样的市场环境下，公众才能有效监督和制约董事会的经营活动。而在缺乏有效监督的情况下，控股股东缺位容易造成“一会独大”的情况，董事会的经营决策权有可能超出正常范围。

较好的公司治理结构，需要对所有股东负责；应该有较强的内部制衡结构，即所有者、董事会和高级经理人员三者之间形成一种相互制衡结构；监事会应该有效监督公司的一切经营活动；高层管理人员的激励约束机制应该奖惩并举，否则会强化其风险偏好。

中国的金融发展尚不成熟，其相关制度的不断完善还有较长的路程。民生银行自成立以来就带着民营资本发展与创新的热情，需要在不断创新的道路上完善其公司治理以保证其发展。

推荐逻辑与风险提示

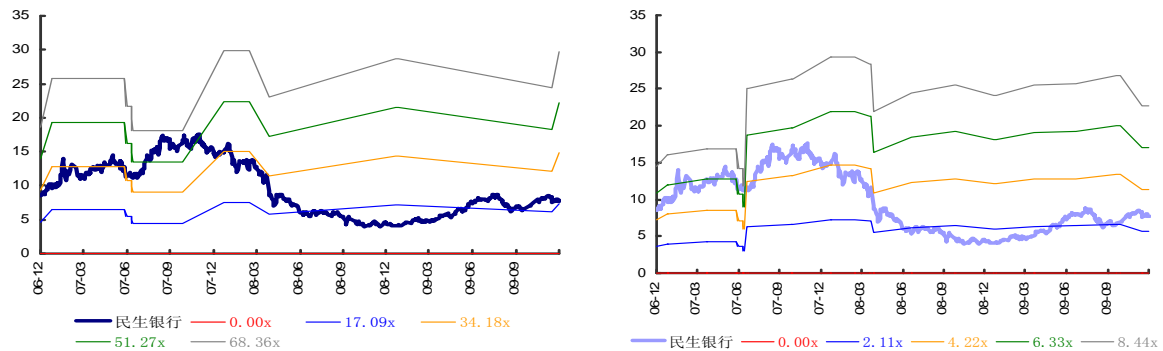
推荐逻辑

我们预计民生 09、10 年的 EPS 分别为 0.51 元、0.56 元，目前估值对应 09 年的 PE、PB 分别为 15.6X、2.02X，对应 10 年的 PE、PB 分别为 14.1X、1.79X，估值具有优势。考虑到 2010 年宏观经济持续复苏的大环境并且 3、4 季度可能会有两次加息，我们认为民生银行的估值在未来半年具有 20% 的提升空间，给与“增持”的投资评级。

风险提示

宏观经济二次探底或者信贷政策过度收紧从而影响整个银行业的资产质量，造成不良贷款大面积出现。

图 20、民生银行的 PE-band 和 PB-band



数据来源：wind，联合证券研究所。

附录：民生银行的历史背景

在 1992 年邓小平的南巡讲话之后，1993 年开始各城市加大了国有中小企业改革的力度，当年 11 月通过的《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》更进了一步确立了民营经济在市场经济中的重要地位。蓬勃发展的民营经济并急需更多的资金支持。

中国民生银行的萌芽就是在这样的历史背景下产生的。1993 年 10 月，资深工商界人士经叔平接任全国工商联第七届执委会主席。在闭幕会上，经叔平正式提出了组建一家股份制民营银行的设想。1995 年 2 月，全国工商联正式向中国人民银行提出筹建中国民生银行的申请，6 月中国人民银行批复同意全国工商联牵头组建中国民生银行。1996 年 1 月 12 日，民生银行在北京人民大会堂举行开业典礼；2 月 7 日登记成立，注册资本金 13.8 亿元。经叔平出任董事长，当时中国证监会副主席童贻银出任行长。

可以说，中国民生银行是应运时代发展的产物。民生银行是中国首家主要由非公有制企业发起设立的全国性股份制商业银行，也是唯一的一家。它的成立，打破了金融领域的国有垄断和对民营资本的限制，是在特定的历史条件下出现的。

当时，为了经济的发展，中国正经历意识形态的转型和经济、金融体制上的改革，各行各业都在试图创新，以顺应市场经济的发展。国务院在批准民生银行成立的时候，说过民生银行是一个“试点”，试试看行不行。在民生银行之后，国务院已经停止了对此类银行的设立审批。

民生银行是以非公有企业为主的 59 家发起人发起成立的，均为企业法人股股东，股权分散。民生银行在发展在成立之初，就将市场定位确立为主要为民营经济和民营中小企业服务，并以此为切入点发展相关的金融服务。

1996 年前后，工、农、中、建四大银行还在经历从“政府的银行”向真正的商业银行转型。而此时成立的民生银行，在诞生之初，就具有明晰的产权结构，具有完整的业务及自主营业能力，确立了较好的公司治理架构，明确了股东大会、董事会、监事会的职责，行长由董事会聘任，向董事会负责，实行行长负责制。

民生银行在 2000 年 11 月在 A 股上市，募集资金 41.3 亿，补充了资本金，走上了快速发展的道路。从 2000 年底至 2009 年，民生的总资产规模增长了约 21.7 倍，净利润增长了约 47.2 倍。

2009 年 11 年民生银行实现 H 股上市，资金来源和股东结构更为多元化，同时向国际化迈进了一大步。H 股发行完毕后，民生的股东结构见图 1，由新希望投资有限公司董事长刘永好先生（及其女刘畅、其兄刘永行等）持股 7.16%，位居第一大股东；中国人寿持有 4.33% 的股份，位居第二大股东，其它 A 股股东持有 73.51% 的股份，H 股投资者持有另外 15% 的股份。

表 1、民生银行截止 2000 年 9 月 30 日的股东名册

序号	股东名称	法人代表	所持股份（股）	比例(%)
1	四川新希望农业股份有限公司	刘永好	138,020,000	9.99
2	中国泛海控股有限公司	卢志强	130,000,000	9.42
3	东方集团股份有限公司	张宏伟	130,000,000	9.42
4	中国船东互保协会	陈忠表	110,000,000	7.96
5	中国乡镇企业投资开发有限公司	曹聚仁	100,080,000	7.25
6	厦门福信集团有限公司	陈章辉	95,300,000	6.9
7	中国煤炭工业进出口集团公司	经天亮	90,000,000	6.52
8	中国有色金属建设股份有限公司	张健	90,000,000	6.52
9	北京万通实业股份有限公司	冯仑	74,060,000	5.36
10	四川南方希望有限公司	刘畅	64,980,000	4.7
11	哈尔滨岁宝热电股份有限公司	扬祥波	50,000,000	3.62
12	上海巴士实业（集团）股份有限公司	金晓林	36,000,000	2.6
13	希望集团有限公司	刘永行	32,800,000	2.37
14	上海铭源实业集团有限公司	姚涌	31,808,376	2.3
15	河南开祥电力实业股份有限公司	胡国栋	30,000,000	2.17
合计			1,380,248,376	100

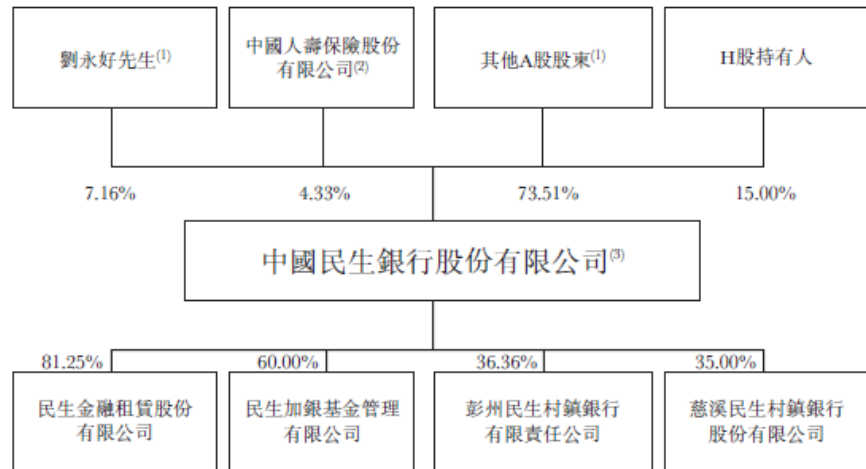
数据来源：公司招股说明书，联合证券研究所

表 2、民生银行截止 2009 年中期的前十大股东

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数
新希望投资有限公司	A 股	5.90%	1,111,322,354
中国人寿保险股份有限公司—传统—普通保险产品—005L—CT001 沪	A 股	5.10%	959,422,762
中国船东互保协会	A 股	4.01%	754,803,754
东方集团股份有限公司	A 股	3.94%	740,808,520
中国中小企业投资有限公司	A 股	3.27%	614,962,526
厦门福信集团有限公司	A 股	3.14%	591,767,535
中国泛海控股集团有限公司	A 股	3.09%	582,449,263
四川南方希望实业有限公司	A 股	2.52%	474,035,782
易方达 50 指数基金	A 股	1.37%	257,304,659
兴业趋势基金	A 股	1.09%	206,000,000
总股本	A 股	100%	18,823,001,989

数据来源：公司资料，联合证券研究所

图 21、民生银行发行 H 股以后的股权结构



数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 3、民生银行资产负债表和损益表

资产负债表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	700,449	919,796	1,054,350	1,478,690	1,843,978	2,206,094
生息资产[净]	690,640	903,062	1,032,068	1,441,722	1,797,879	2,150,942
生息资产[毛]	697,057	910,725	1,043,953	1,456,046	1,816,357	2,176,152
贷款余额[毛]	447,447	554,959	658,360	908,537	1,117,500	1,352,175
贷款减值准备	-6,417	-7,663	-11,885	-14,323	-18,478	-25,211
贷款余额[净]	441,031	547,296	646,475	894,213	1,099,022	1,326,965
债券投资	100,693	156,553	133,659	190,043	232,565	278,121
同业资产	148,917	199,213	251,934	357,466	466,292	545,856
存放央行	107,734	110,281	184,778	180,024	245,014	281,125
存放同业	41,182	88,932	67,156	177,443	221,277	264,731
非生息资产	9,809	16,735	22,282	36,967	46,099	55,152
总负债	681,144	869,610	999,678	1,391,843	1,746,059	2,094,822
计息负债	672,590	856,836	981,272	1,360,790	1,712,867	2,055,112
客户存款	583,315	671,219	785,786	1,139,390	1,458,419	1,779,271
同业负债	67,573	151,697	161,487	192,230	221,277	242,670
应付债券	21,702	33,920	33,999	29,171	33,171	33,171
非计息负债	8,554	12,774	18,406	31,052	33,192	39,710
股东权益	19,305	50,186	54,672	86,847	97,919	111,272
股本	10,167	14,479	18,823	22,145	22,145	22,145
损益表	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	17,176	25,217	35,017	40,691	47,369	59,278
利息净收入	16,168	22,580	30,380	31,347	42,160	52,938
利息收入	27,361	40,070	56,311	52,919	70,348	88,146
利息支出	-11,191	-17,490	-25,931	-21,571	-28,188	-35,208
手续费及佣金净收入	1,026	2,391	4,461	4,255	5,110	6,239
手续费及佣金收入	1,224	2,665	4,755	4,593	5,498	6,686
手续费及佣金支出	-197	-274	-294	-338	-389	-447
其他非息净收入	-72	245	176	5,088	100	100
营业支出	-11,931	-16,017	-24,605	-25,773	-30,953	-39,673
营业税金及附加	-1,391	-2,047	-2,916	-2,645	-3,079	-3,853
业务及管理费	-8,326	-11,705	-14,901	-18,862	-22,217	-27,164
计提减值准备	-2,214	-2,265	-6,518	-4,267	-5,657	-8,656
其中：贷款减值准备	-2,158	-2,236	-5,522	-3,627	-5,657	-8,656
拨备前利润	7,452	11,478	17,006	19,184	22,074	28,261
税前利润	5,237	9,212	10,488	14,917	16,416	19,605
所得税费用	-1,479	-2,877	-2,595	-3,656	-3,992	-4,761
净利润	3,758	6,335	7,893	11,262	12,424	14,844
摊薄 EPS	0.37	0.44	0.42	0.51	0.56	0.67

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 4、民生银行资产负债表和损益表百分比法

资产负债表[占总资产比]	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
贷款余额	62.96%	59.50%	61.32%	60.47%	59.60%	60.15%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
债券投资	14.38%	17.02%	12.68%	12.85%	12.61%	12.61%
同业资产	21.26%	21.66%	23.89%	24.17%	25.29%	24.74%
非生息资产	1.40%	1.82%	2.11%	2.50%	2.50%	2.50%
总负债	97.24%	94.54%	94.81%	94.13%	94.69%	94.96%
客户存款	83.28%	72.97%	74.53%	77.05%	79.09%	80.65%
同业负债	9.65%	16.49%	15.32%	13.00%	12.00%	11.00%
应付债券	3.10%	3.69%	3.22%	1.97%	1.80%	1.50%
非计息负债	1.22%	1.39%	1.75%	2.10%	1.80%	1.80%
股东权益	2.76%	5.46%	5.19%	5.87%	5.31%	5.04%
损益表[占营业收入比]	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
利息净收入	94.13%	89.54%	86.76%	77.04%	89.00%	89.31%
非息净收入	5.56%	10.46%	13.24%	22.96%	11.00%	10.69%
其中:净手续费收入	5.98%	9.48%	12.74%	10.46%	10.79%	10.53%
营业成本	-56.57%	-54.54%	-50.88%	-52.85%	-53.40%	-52.32%
拨备前利润	43.38%	45.52%	48.56%	47.15%	46.60%	47.68%
当期拨备	-12.89%	-8.98%	-18.61%	-10.49%	-11.94%	-14.60%
税前利润	30.49%	36.53%	29.95%	36.66%	34.66%	33.07%
税后利润	21.88%	25.12%	22.54%	27.68%	26.23%	25.04%

数据来源: 公司资料, 联合证券研究所

表 5、民生银行盈利主要驱动因素

主要驱动因素	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
生息资产	25.96%	30.65%	14.63%	39.47%	24.75%	19.81%
贷款余额	18.35%	24.03%	18.63%	38.00%	23.00%	21.00%
计息负债	25.52%	27.39%	14.52%	38.68%	25.87%	19.98%
存款余额	19.21%	15.07%	17.07%	45.00%	28.00%	22.00%
净息差[NIM]	2.59%	2.81%	3.11%	2.51%	2.58%	2.65%
净利差[NIS]	2.52%	2.70%	2.94%	2.39%	2.47%	2.55%
生息资产收益率	4.38%	4.98%	5.76%	4.23%	4.30%	4.42%
计息负债成本率	1.85%	2.29%	2.82%	1.84%	1.83%	1.87%
存贷差	3.80%	4.31%	4.79%	3.68%	3.85%	3.85%
贷款收益率	5.57%	6.41%	7.32%	5.45%	5.55%	5.60%
存款成本率	1.77%	2.10%	2.53%	1.77%	1.70%	1.75%
手续费净收入占比	5.98%	9.48%	12.74%	10.46%	10.79%	10.53%
成本收入比	48.47%	46.42%	42.55%	46.35%	46.90%	45.82%
信用成本	0.52%	0.45%	0.91%	0.46%	0.56%	0.70%
有效税率	28.24%	31.23%	24.74%	24.51%	24.32%	24.29%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 6、民生银行增长能力分析

增长能力分析 [累计同比]	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	35.81%	46.81%	38.86%	16.20%	16.41%	25.14%
利息净收入	34.16%	39.66%	34.54%	3.18%	34.49%	25.57%
非息净收入	69.05%	161.44%	75.87%	101.49%	-44.24%	21.68%
手续费净收入	175.67%	132.98%	86.55%	-4.61%	20.08%	22.11%
营业成本	38.27%	41.53%	27.31%	20.71%	17.62%	22.62%
拨备前利润	32.59%	54.02%	48.17%	12.81%	15.06%	28.03%
减值准备	63.06%	2.29%	187.76%	-34.54%	32.60%	53.00%
税前利润	22.88%	75.90%	13.85%	42.23%	10.05%	19.43%
所得税	-3.96%	94.51%	-9.81%	40.88%	9.21%	19.26%
净利润	38.07%	68.57%	24.59%	42.68%	10.32%	19.48%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 7、民生银行资产结构和负债结构

负债结构[总资产]	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
客户存款	83.28%	72.97%	74.53%	77.05%	79.09%	80.65%
企业活期	36.72%	39.33%	34.79%			
储蓄活期	5.25%	4.50%	4.28%			
活期存款	41.97%	43.83%	39.07%	40.00%	40.00%	40.00%
企业定期	46.92%	44.49%	44.83%			
储蓄定期	10.98%	11.52%	13.07%			
定期存款	57.90%	56.02%	57.90%	60.00%	60.00%	60.00%
同业负债	9.65%	16.49%	15.32%	13.00%	12.00%	11.00%
应付债券	3.10%	3.69%	3.22%	1.97%	1.80%	1.50%
非计息负债	1.22%	1.39%	1.75%	2.10%	1.80%	1.80%
资产结构[总资产]	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
贷存比 [含贴现]	76.71%	82.68%	83.78%	79.74%	76.62%	76.00%
贷款总额	63.88%	60.33%	62.44%	61.44%	60.60%	61.29%
公司贷款	77.23%	75.83%	73.80%			
票据贴现	12.96%	6.25%	9.71%			
个人贷款	15.33%	17.92%	16.49%			
债券投资	14.38%	17.02%	12.68%	12.85%	12.61%	12.61%
同业资产	21.26%	21.66%	23.89%	24.17%	25.29%	24.74%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 8、民生银行收益率与成本率假设

收益率与成本率假设	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净息差 [NIM]	2.59%	2.81%	3.11%	2.51%	2.58%	2.65%
净利差 [NIS]	2.52%	2.70%	2.94%	2.39%	2.47%	2.55%
存贷差	3.80%	4.31%	4.79%	3.68%	3.85%	3.85%
生息资产收益率	4.38%	4.98%	5.76%	4.23%	4.30%	4.42%
贷款收益率	5.57%	6.41%	7.32%	5.45%	5.55%	5.60%
债券投资收益率	2.99%	3.35%	3.76%	3.70%	3.80%	3.80%
同业资产收益率	1.36%	2.08%	2.75%	1.39%	1.48%	1.84%
存放央行收益率	0.95%	1.21%	1.50%	1.08%	1.18%	1.50%
存放同业收益率	2.21%	3.52%	5.12%	1.85%	1.80%	2.20%
计息负债成本率	1.85%	2.29%	2.82%	1.84%	1.83%	1.87%
存款成本率	1.77%	2.10%	2.53%	1.77%	1.70%	1.75%
同业负债成本率	2.17%	2.92%	3.86%	1.70%	2.20%	2.25%
应付债券成本率	3.61%	3.97%	4.15%	4.83%	5.00%	5.00%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

表 9、民生银行资产质量与资本充足率指标

资产质量指标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
NPL 余额	5,598	6,773	7,921	7,513	9,615	13,231
正常类	96.06%	97.40%	96.31%			
关注类	2.69%	1.38%	2.49%			
次级类	0.48%	0.41%	0.53%			
可疑类	0.44%	0.49%	0.48%			
损失类	0.33%	0.31%	0.19%			
不良贷款率	1.25%	1.22%	1.20%	0.83%	0.86%	0.98%
准备金余额/NPL	114.63%	113.14%	150.04%	190.64%	192.18%	190.54%
单项准备金/NPL	62.03%	51.59%	50.37%	45.60%	46.25%	52.57%
组合准备金/Non-NPL	0.67%	0.76%	1.21%	1.21%	1.27%	1.36%
准备金余额/贷款余额	1.43%	1.38%	1.81%	1.58%	1.65%	1.86%
不良贷款生成率 (未考虑清收)	0.32%	0.45%	0.45%	0.12%	0.40%	0.50%
资本充足率及存贷款结构	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资本充足率(CAR)	8.20%	10.73%	9.22%	10.37%	10.13%	9.62%
核心资本充足率	4.40%	7.34%	6.60%	8.38%	7.59%	7.22%
风险资产加权系数	60.40%	62.35%	72.83%	68.00%	68.00%	68.00%

数据来源：公司资料，联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。