

**民生银行 (600016.SH) 银行业**
**评级: 买入 维持评级**
**公司研究**

市价 (人民币): 5.13 元

## 改革成基石, 商贷助推二次腾飞

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据 (人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	22,587.60
流通港股(百万股)	4,127.13
总市值(百万元)	137,046.58
年内股价最高最低(元)	6.63/4.97
沪深 300 指数	3223.48
上证指数	2898.26


**相关报告**

1. 《3季报点评》, 2010.11.1
2. 《1季报点评-息差继续反弹》, 2010.4.30
3. 《年报点评-符合预期》, 2010.4.20

**陈建刚** 分析师 SAC 执业编号: S1130210040007  
(8621)61038264  
chenjg@gjzq.com.cn

**张英** 分析师 SAC 执业编号: S1130210020002  
(8621)61038295  
zhangying@gjzq.com.cn

**李伟奇** 分析师 SAC 执业编号: S1130208120260  
(8621)61038291  
liweiqi@gjzq.com.cn

**基本结论**

- 自上而下的紧缩货币政策环境及自下而上的资本约束开启银行业绩增长模式由规模扩张转向 ROA 提升的时期。分析当前银行的收入结构, ROA 的提升只能源于收入方净利息收益率及手续费收入的增长。我们认为民生银行无论在净利息收益率还是在手续费收入增长方面均有足够潜力。
- 商贷通引领贷款收益率持续提升。经过 09 年试水, 公司战略重点业务商贷通在 2010 年步入快速增长期。09 年底商贷通余额仅为 448 亿元, 而 10 年上半年就已达到 873 亿, 新增商贷通贷款占上半年新增贷款比例为 59%。我们预计全年商贷通余额将完成 1500 亿元。根据公司未来 3 年的规划, 2013 年将达到 5000 亿元, 占贷款余额比例继续提高。商贷通利率上浮方面, 年初较基准利率上浮 19.66%, 9 月底 24%, 目前上浮 28%-29% 左右。
- 未来商贷通有望实现资金自给, 资金成本率上升的幅度不会持续高于同业。目前商贷通业务贷款派生存款的比率大约为 30%, 资金需求主要依赖于公司条线。未来商贷通业务发展重点在于选择存款派生比率高的客户。目前采取的主要措施包括 1) 主办银行制度, 客户资金往来账户必须开设在民生以提高资金沉淀; 2) 激励客户主动为银行吸收存款, 例如根据客户推荐存款规模给予贷款利率优惠; 3) 上下游供应链模式。公司未来商贷通存款派生比率目标为 70% (目前为 30%), 基本实现资金的自我供给, 由于这样的存款大多属于结算类资金, 多以活期为主, 因为资金成本率上升的压力并不会高于同业。
- 事业部改革提升营销深度, 助推手续费收入高增长。2010 年上半年公司手续费净收入同比增长 96%; 其中 5 大金融事业部实现净手续费收入 18.9 亿元, 占全行手续费收入 42%; 而整体对公业务全年手续费收入预计将超过 38 个亿。在信贷资源紧缩背景之下, 以事业部为代表的公司业务条线积极提高金融服务深度, 以供应链金融及新兴投行业务为业务发展方向, 提高手续费收入占比。我们认为这样的手续费收入是可持续的, 并非完全利息收入转换为手续费收入。
- 在经济转型和监管从严的大背景下, 中型银行贷款未来的发展趋势必然是转向中小企业, 民生占据了中小企业贷款开发的先机, 如果能够借此实现对公向零售银行的蜕变, 那么商贷通带给民生的不仅仅是良好的品牌形象, 而是一次质变的机会。
- 流程银行建设奠定了民生从对公银行转向零售银行的基石, 而商贷通则助推公司二次腾飞。作为流程银行建设第一阶段的事业部改革明确了分支行业务重点, 对业务条线的梳理为分支行业务重点发展零售业务奠定基础, 未来新核心业务系统上线则将成为分支行业务发展的新引擎。

**投资建议**

- 预计 2010/2011 公司实现净利润 153/198 亿, 同比增长 27%/29%, 目前股价对应 8.9x10PE /6.9x11PE, 1.36x10PB /1.16x11PB, PE、PB 估值均在市场低端, 公司的相对估值偏低, 给予公司“买入”投资建议。
- 明年紧货币政策下, 银行股的投资逻辑是“以价补量”, 我们看好民生小微贷款对净息差的提升效应。随着流程银行改革成效的逐步显现和商贷通业务的先行优势更加明显, 民生有望实现 ROA 的持续提升, 走上集约化经营之路。

## 基本结论

- 长期以来，民生的 PE 和 PB 估值较行业平均水平一直表现出不同程度的折价。07 年以前，与民生规模发展战略伴随的低 ROA 和市场对粗放增长下风险控制能力的担忧是造成民生估值折价的主要原因；07 年之后，民生作为首家打造流程银行（事业部改革和核心系统改造）的先行者又遭遇诸多质疑，改革结果的不确定性成了市场给予民生低估值的新理由。
- 不确定性逐步消除，前期改革成为民生“二次腾飞”的基石，公司基本面改善如期而至。
  - 民生小微贷款的先行优势很大程度上得益于前期改革的完成。民生通过事业部改革先把体制确立，理顺事业部与分行之间的利益关系。大企业贷款收归各大大事业部，既有利于总行控制风险，又能让分行全身心投入到商贷通的发展，使商贷通系统可以做到批量审批、信贷工厂的模式。而其他银行即便迅速跟进小企业贷款市场，推出类似商贷通的产品，但由于缺乏事业部的体制，分行没有去做中小企业、小微企业贷款的动力。
  - 自 07 年启动流程银行改革以来，民生放弃前期粗放扩张的增长方式转为集约化经营模式，ROAA 逐年提升。公司资金收益率的提升源于：1) 净息差的提升；2) 非息收入占比提升；3) 成本收入比下降

图表 1: 上市银行 ROAA 水平

盈利能力 (平均值)	2005	2006	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
招商银行	0.59%	0.84%	1.36%	1.45%	1.00%	1.18%	1.24%	1.25%
民生银行	0.54%	0.60%	0.78%	0.80%	0.98%	1.29%	1.17%	1.10%
浦发银行	0.48%	0.53%	0.68%	1.13%	0.90%	1.04%	1.07%	1.11%
华夏银行	0.36%	0.34%	0.41%	0.46%	0.48%	0.63%	0.69%	0.66%
ROAA 中国银行	0.58%	0.83%	0.99%	0.98%	1.03%	1.19%	1.16%	1.15%
建设银行	1.11%	0.92%	1.15%	1.31%	1.24%	1.50%	1.46%	1.48%
交通银行	0.72%	0.80%	1.07%	1.19%	1.00%	1.27%	1.16%	1.11%
工商银行	0.63%	0.71%	1.00%	1.20%	1.19%	1.41%	1.39%	1.35%
农业银行	#DIV/0!	#DIV/0!	0.83%	0.84%	0.82%	#DIV/0!	0.95%	0.92%
兴业银行	0.60%	0.70%	1.18%	1.22%	1.13%	1.26%	1.20%	1.18%
深发展	0.15%	0.53%	0.86%	0.15%	0.95%	1.11%	1.04%	1.03%
中信银行	0.58%	0.57%	0.97%	1.19%	0.97%	1.15%	1.28%	1.36%
光大银行	#DIV/0!	#DIV/0!	0.68%	0.92%	0.75%	#DIV/0!	#DIV/0!	0.90%
北京银行	0.77%	0.85%	1.07%	1.40%	1.18%	1.66%	1.39%	1.33%
南京银行	0.85%	1.12%	1.36%	1.71%	1.27%	1.64%	1.47%	1.41%
宁波银行	1.28%	1.39%	1.44%	1.49%	1.09%	1.32%	1.49%	1.21%
Average	0.71%	0.78%	1.09%	1.10%	1.05%	1.55%	1.35%	1.34%

来源：公司数据、国金证券研究所

- 净息差的提升。10 年前 3 季度内，民生净息差始终保持上市银行最高。
  - 从资产端看，贷款收益率提高源于新增贷款结构的改变和贷款议价能力的提升。公司将发展的战略重点集中在对公零售领域-商贷通，经过 09 年的试水，民生商贷通业务已进入爆发增长期。09 年底商贷通余额仅为 448 亿元，而 10 年上半年就已达 873 亿，新增商贷通贷款占上半年新增贷款比例为 59%。我们预计全年商贷通余额将完成 1500 亿元。根据公司未来 3 年的规划，2013 年将达到 5000 亿元，占贷款余额比例继续提高。商贷通利率上浮方面，年初较基准利率上浮 19.66%，9 月底 24%，目前上浮 28%-29%左右。

图表 2: 上市银行净息差

	2005	2006	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
招商银行	3.53%	2.60%	3.06%	3.35%	2.48%	2.42%	2.48%	2.51%
民生银行	2.47%	2.66%	2.82%	3.03%	2.56%	2.90%	2.91%	2.90%
浦发银行	2.78%	2.86%	3.11%	3.00%	2.21%	2.40%	2.44%	2.47%
华夏银行	1.90%	2.44%	2.67%	2.60%	2.02%	2.38%	2.42%	2.41%
中国银行		2.52%	2.87%	2.67%	2.13%	2.03%	2.10%	2.09%
建设银行	2.82%	2.79%	3.17%	3.22%	2.41%	2.35%	2.39%	2.42%
交通银行	2.52%	2.60%	2.80%	2.95%	2.22%	2.24%	2.33%	2.37%
工商银行		2.39%	2.84%	2.92%	2.26%	2.32%	2.37%	2.39%
农业银行				3.23%	2.34%		2.48%	2.51%
兴业银行		2.46%	2.73%	2.84%	2.33%	2.44%	2.37%	2.35%
深发展	2.46%	2.72%	3.20%	3.00%	2.46%	2.46%	2.49%	2.50%
中信银行	2.19%	2.38%	3.09%	3.35%	2.59%	2.49%	2.52%	2.56%
光大银行				2.91%	2.00%		2.34%	
北京银行	1.92%	2.21%	2.44%	2.96%	2.31%	2.38%	2.33%	2.29%
南京银行	2.68%	2.61%	2.90%	3.13%	2.60%	2.57%	2.54%	2.54%
宁波银行	2.22%	2.56%	3.13%	3.38%	2.84%	2.74%	2.63%	2.54%
<b>AVERAGE</b>	<b>2.50%</b>	<b>2.56%</b>	<b>2.92%</b>	<b>3.03%</b>	<b>2.36%</b>	<b>2.44%</b>	<b>2.44%</b>	<b>2.45%</b>

来源: 公司数据、国金证券研究所

图表 3: 上市银行小企业贷款数据

	2013E	2010E	1H10	2009	2008	1H10	2009	2008	
	贷款余额 (亿元人民币)					占比 (所有贷款余额总额)			备注
交通银行				395			2.19%		小微企业
民生	5000	1500	873	448	66	9.14%	5.07%		小微企业
南京银行			141	93	73	18.53%	13.83%	18.15%	小企业
宁波银行			108	93	44	11.34%	11.40%	8.89%	小企业
浦发				243	230		2.62%	3.29%	小企业
中信			522	404	318	4.37%	3.79%	4.79%	小企业
工商银行					3572			7.81%	小企业
中行			2146	1772	771	3.98%	3.61%	2.34%	小企业
农行			4027	3766		8.71%	9.10%		小企业

来源: 公司数据、国金证券研究所

- 从负债端看, 存款成本率下降得益于活期存款占比上升。10 年中期活期存款占比为 47.8%, 较 07 年末提高 4 个百分点。

图表 4: 上市银行活期存款占比

	2006	1H07	2007	1H08	2008	1H09	2009	1H10
招商银行	52.9%	56.8%	57.4%	53.6%	51.3%	49.3%	54.8%	56.2%
民生银行	39.2%	43.2%	43.8%	40.4%	41.9%	37.4%	48.6%	47.8%
浦发银行	40.1%	47.0%	48.2%	44.1%	37.8%	40.4%	45.2%	44.0%
华夏银行	38.0%	40.9%	43.9%	38.8%	41.1%	41.0%	43.7%	44.3%
中国银行	42.7%	45.3%	44.3%	41.7%	44.0%	44.4%	47.0%	46.0%
活期存款占比								
建设银行	55.4%	56.9%	57.3%	53.9%	52.9%	51.5%	55.2%	54.9%
交通银行	45.3%	47.6%	53.4%	48.6%	47.1%	44.6%	48.1%	47.7%
工商银行	48.4%	51.2%	51.6%	48.4%	48.8%	49.9%	51.4%	50.8%
农业银行			56.9%		53.6%		55.5%	55.7%
兴业银行	46.7%	51.0%	52.8%	45.4%	44.2%	43.4%	50.6%	47.0%
深发展	35.0%	0.0%	34.7%	31.4%	29.3%	27.1%	31.7%	29.7%
中信银行	46.4%	46.8%	50.4%	44.6%	43.8%	42.4%	48.3%	47.2%
光大银行			49.2%		44.2%		43.1%	#DIV/0!
北京银行	61.6%	#REF!	62.1%	60.8%	60.7%	58.2%	56.5%	52.2%
南京银行	54.8%	54.8%	58.1%	53.2%	45.3%	45.2%	48.5%	48.3%
宁波银行	59.3%	58.6%	57.3%	53.3%	61.0%	60.8%	57.9%	57.6%

来源: 公司数据、国金证券研究所

- 非息收入占比提升。3Q07-3Q10 民生的手续费净收入年复合增长率为 53%，非息收入占比也从 07 年末的 10.4% 提高到 10 年的 16% 以上。股份制银行中非息收入占比仅位于招行之后。

图表 5: 上市银行非息收入占比

	2005	2006	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
招商银行	11.24%	14.21%	17.49%	15.60%	21.72%	19.76%	19.88%	20.47%
民生银行	4.72%	5.57%	10.40%	12.76%	22.32%	18.31%	16.89%	16.01%
浦发银行	4.79%	6.32%	5.62%	8.10%	8.26%	9.28%	10.47%	9.74%
非息收入占收入								
华夏银行	-0.24%	1.93%	3.82%	6.47%	7.78%	9.47%	8.10%	7.42%
中国银行	19.37%	12.96%	16.27%	24.04%	27.39%	30.28%	27.54%	26.88%
建设银行	9.45%	7.40%	12.20%	16.24%	20.96%	24.06%	23.21%	22.65%
交通银行	10.13%	8.58%	13.87%	14.32%	17.12%	18.84%	17.16%	16.77%
工商银行	9.56%	10.20%	11.86%	15.45%	20.79%	21.78%	21.20%	20.56%
农业银行			12.54%	8.33%	18.35%	3.19%	1.81%	17.28%
兴业银行	4.59%	3.22%	5.53%	11.99%	13.76%	11.94%	13.16%	13.27%
深发展	9.57%	9.15%	11.53%	13.13%	14.27%	11.65%	13.47%	13.54%
中信银行	7.02%	7.87%	6.12%	10.41%	12.11%	12.47%	12.56%	13.59%
光大银行			10.61%	8.72%	18.99%			15.84%
北京银行	2.83%	3.99%	5.24%	10.58%	7.87%	9.14%	8.68%	9.20%
南京银行	9.12%	11.78%	-0.27%	19.49%	12.32%	16.58%	16.79%	15.84%
宁波银行	9.18%	5.87%	8.04%	14.36%	14.81%	13.27%	16.76%	11.30%

来源: 公司数据、国金证券研究所

- 成本收入比下降。公司推行费用标准化收效显著，3Q10 公司成本收入比 38.4%，绝对水平在上市银行中仍属较高，但较 07 年已明显下降 8 个百分点。

图表 6: 上市银行成本收入比

	2005	2006	2007	2008	2009	1Q10	1H10	3Q10
招商银行	41.29%	37.96%	34.94%	36.62%	44.76%	35.15%	35.11%	36.62%
民生银行	47.49%	48.65%	46.45%	42.79%	42.74%	38.27%	38.38%	38.40%
浦发银行	40.45%	40.23%	37.23%	36.95%	36.22%	35.12%	34.46%	33.42%
华夏银行	47.52%	43.82%	40.51%	41.49%	44.85%	46.96%	42.91%	42.19%
中国银行	43.35%	38.66%	41.38%	33.55%	37.05%	29.83%	31.26%	32.94%
建设银行	39.38%	38.05%	35.90%	30.60%	32.79%	27.08%	27.74%	27.90%
交通银行	45.24%	36.40%	32.40%	31.37%	32.43%	25.23%	28.25%	28.78%
工商银行	42.49%	37.52%	34.41%	29.41%	32.77%	27.79%	28.16%	28.36%
农业银行			33.37%	44.65%	43.07%			
兴业银行	39.86%	38.43%	36.28%	34.77%	36.37%	30.90%	31.17%	31.51%
深发展	48.26%	44.31%	38.75%	36.02%	41.67%	41.23%	41.93%	41.42%
中信银行	44.10%	44.08%	34.84%	32.87%	39.81%	36.15%	30.40%	29.78%
光大银行			32.07%	33.92%	39.40%			
北京银行	30.82%	27.87%	25.18%	23.22%	26.37%	22.53%	25.56%	25.78%
南京银行	37.76%	35.32%	29.84%	25.35%	31.89%	25.21%	28.51%	28.71%
宁波银行	38.26%	38.19%	36.51%	40.57%	41.41%	41.08%	35.16%	36.97%

来源: 公司数据、国金证券研究所

- 在经济转型和监管从严的大背景下, 中型银行贷款未来的发展趋势必然是转向中小企业, 民生占据了中小企业贷款开发的先机, 如果能够借此帮助自己完成对公向零售银行的蜕变, 那么商贷通带给民生的不仅仅是良好的品牌形象, 而是一次质变的机会。

### 投资建议

- 预计 2010/2011 公司实现净利润 153/198 亿, 同比增长 27%/29%, 目前股价对应 8.92x10PE /6.9x11PE, 1.36x10PB /1.16x11PB, PE、PB 估值均在市场低端, 公司的相对估值偏低。
- 明年紧货币政策下, 银行股的投资逻辑是“以价补量”, 我们看好民生小微贷款对净息差的提升效应。随着流程银行改革成效的逐步显现和商贷通业务的先行优势更加明显, 民生有望继招行之后完成对公向零售银行的转变, 实现 ROA 的持续提升, 走上集约化经营之路。

**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
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**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：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室