

银行III

署名人: 张 镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 张中阳

S0960110080064

0755-82026914

zhangzhongyang@cjis.cn

6-12个月目标价: 7.00元

当前股价: 5.14元

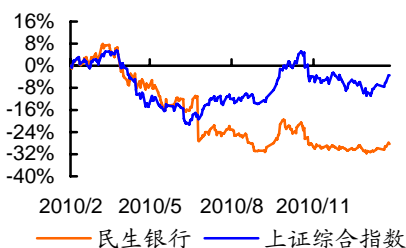
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2899.24
总股本(百万)	26715
流通股本(百万)	26715
流通市值(亿)	1373
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	3.75
资产负债率	93.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
民生银行	-100.0	-100.0	-100.0
	0	0	0
上证综合指数	3.87	-3.82	11.22



相关报告

《民生银行-定向增发为转型赢得空间和时间》2011-1-10

《民生银行-投资收益维持业绩正增长, 二季度贷款迅猛投放》2009-8-20

《民生银行_完成海通证券股权处置工作点评》2009-6-26

民生银行

600016

强烈推荐

厚积薄发 二次腾飞

- 作为民营经济参与银行业的试验田, 民生银行是唯一一家由非国有企业发起成立的全国性股份制商业银行。独特的股权性质和分散的结构赋予民生鲜明的市场经济色彩和锐意进取的经营风格, 民生银行具有更市场化的业绩考核和激励机制, 对市场变化的快速反应和适应能力。
- 民生银行在 15 年的发展过程中, 体现出自己鲜明的经营特征, 包括对公业务为主的业务结构、规模扩张为主的增长模式、高投入的成本策略。存款中有 83% 来源于对公客户, 贷款中有 78% 来源于对公客户; 依靠信贷规模超常规扩张的发展模式造就了贷款占比高、风险资本权重高、资本消耗大的生息资产结构; 成本收入比、人均费用、网均费用均居股份制银行前列。
- 为应对盈利能力偏低和金融脱媒和利率市场化的挑战, 民生银行走上了以提升定价能力、优化收入结构为目的, 中小企业批发业务为核心, 带动高端零售业务和中间业务的转型道路。通过管理模式和组织架构的改革(事业部制改革)提升专业服务水平 and 经营效率, 通过产品创新(商贷通)优化业务结构和客户结构。
- 经过 06 年到 10 年的转型阵痛磨合期和战略投入期, 民生银行具备了新一轮快速发展的基础, 即将进入二次腾飞阶段。事业部改革和商贷通极大提升了贷款议价能力, 服务和客户结构的改善降低了存款成本, 共同促进净息差的提升, 近年来净息差均处于股份制银行首位; 中间业务收入来源扩大, 中间业务收入占比提升至 17.5%, 股份制银行中仅次于招行; 经营效率的提高、战略投入期接近尾声, 收入快速增长都将促使成本收入比下行, 目前为 37.7%, 在股份制银行中已处于中游, 与招行接近; 多层次风险管理体系促进资产质量不断改善。
- 给予“强烈推荐”的投资评级。考虑定向增发, 我们预测民生银行 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.75、0.68、0.82 元, 每股净资产分别为 4.07、4.73、5.41 元。我们认为民生走在国内银行转型的前列, 已经度过转型阵痛磨合期和战略投入期, 经营的不确定性逐渐消除, 厚积薄发, 即将进入二次腾飞阶段。在 2011 年信贷偏紧的背景下, 民生银行的议价能力将得到更好的体现, 息差弹性大。给予民生银行“强烈推荐”的投资评级, 目标价 7 元。

风险提示: 监管政策变化、宏观经济下行和利率市场化风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	34,747	41,451	52,307	66,246	80,004
同比增长	37.79%	19.29%	26.19%	26.65%	20.77%
净利润	7,893	12,108	16,594	21,512	25,862
同比增长	24.59%	53.40%	37.05%	29.63	20.22%
净息差	3.12%	2.65%	2.87%	2.97%	2.95%
ROAA	0.80	0.98%	1.04%	1.12%	1.12%
每股收益(元)	0.42	0.54	0.75	0.68	0.82
每股净资产(元)	2.90	3.99	4.07	4.73	5.41
市盈率(PE)	12.3	9.5	6.9	7.5	6.2
市净率(PB)	1.8	1.3	1.2	1.1	0.9

资料来源: 中投证券研究所 注: 考虑了定向增发

目 录

1、改革试验田：首家民营股份制银行.....	5
1.1 民营企业发起成立的全国性股份制银行.....	5
1.2 分散制衡的股权结构.....	5
2、经营特征：对公为主、规模扩张、高投入.....	6
2.1 对公业务为主的业务结构.....	6
2.2 规模扩张为主的增长模式.....	8
2.3 高投入的成本策略.....	9
3、成长的烦恼：盈利能力偏低.....	11
4、以体制和产品创新为依托全面转型.....	12
4.1 中小企业批发业务为核心，带动零售业务和中间业务.....	12
4.1 事业部：体制创新提升服务水平和经营效率.....	13
4.2 商贷通：产品创新优化业务和客户结构.....	15
5、厚积薄发，即将进入二次腾飞阶段.....	16
5.1 产品创新和客户结构改善提升贷款议价能力.....	16
5.2 服务提升和业务结构改善降低存款成本.....	17
5.3 专业化的服务推动中间业务收入快速增长.....	18
5.4 战略投入期即将结束，成本收入比下行.....	19
5.5 多层次风险管理体系促进资产质量改善.....	20
盈利预测与投资建议.....	21
盈利预测.....	21
投资评级：“强烈推荐”.....	21
风险提示.....	22
更谨慎的银行监管政策.....	22
宏观经济风险.....	22
利率市场化风险.....	22

图表目录

图 1 股份制银行规模 (2010Q3)	5
图 2 股份制银行网点和员工数量 (2010H)	5
图 3 股份制银行存款中对公存款占比	7
图 4 股份制银行贷款中对公贷款占比	7
图 5 股份制银行零售贷款占比	7
图 6 股份制银行按揭贷款占比	7
图 7 股份制银行零售存款占比	7
图 8 股份制银行活期存款占比	7
图 9 民生银行 2002-2009 年总资产增长	8
图 10 股份制银行 2002-2009 年资产复合增长率	8
图 11 民生银行 2002-2009 年贷款增长	8
图 12 股份制银行 2002-2009 年贷款复合增长率	8
图 13 民生银行 2002-2009 年存款增长	8
图 14 股份制银行 2002-2009 年存款复合增长率	8
图 15 股份制银行生息资产中贷款占比	9
图 16 股份制银行风险资产权重	9
图 17 民生银行成本收入比较高	9
图 18 股份制银行人均薪酬费用	9
图 19 股份制银行人均费用	10
图 20 股份制银行网均费用	10
图 21 股份制银行人均贷款	10
图 22 股份制银行人均存款	10
图 23 股份制银行网均贷款	10
图 24 股份制银行网均存款	10
图 25 股份制银行人均利润	10
图 26 股份制银行网均利润	10
图 27 民生银行 2003-2009 年净利润增长	11
图 28 股份制银行 2002-2009 年净利润复合增长率	11
图 29 股份制银行 ROAA	11
图 30 民生银行 ROAA	11
图 31 股份制银行 ROAE	12
图 32 民生银行 ROAE	12
图 33 民生银行转型路径	12
图 34 民生银行事业部制结构	14
图 35 民生银行对公业务条线事业部	14
图 36 民生银行事业部存款增长快于对公存款	14
图 37 民生银行事业部贷款增长快于对公贷款	14
图 38 民生银行事业部存款快速增长	15
图 39 民生银行事业部贷款快速增长	15
图 40 民生银行商贷通贷款快速增长	16
图 41 商贷通带动零售贷款占比不断增长	16
图 42 股份制银行公司贷款收益率	17

图 43 股份制银行零售贷款收益率.....	17
图 44 股份制银行贷款收益率.....	17
图 45 民生银行存款付息率.....	17
图 46 民生银行非利息收入占比快速上升.....	19
图 47 民生银行手续费及佣金收入结构.....	19
图 48 民生银行事业部贡献了 50%以上的非利息收入.....	19
图 49 股份制银行不良率和拨备覆盖率 (2010Q3).....	20
图 50 民生银行不良贷款率和拨备覆盖率.....	20
图 51 民生银行事业部不良贷款率.....	20
表 1 民生银行定向增发前后股权结构变化.....	6
表 2 股份制银行活期存款占比.....	17
表 3 股份制银行净息差.....	18
表 4 股份制银行净利差.....	18
表 5 股份制银行生息资产收益率.....	18
表 6 股份制银行付息负债成本率.....	18
表 7 股份制银行非利息收入占比.....	19
表 8 股份制银行成本收入比.....	19
表 9 股份制银行估值比较.....	21

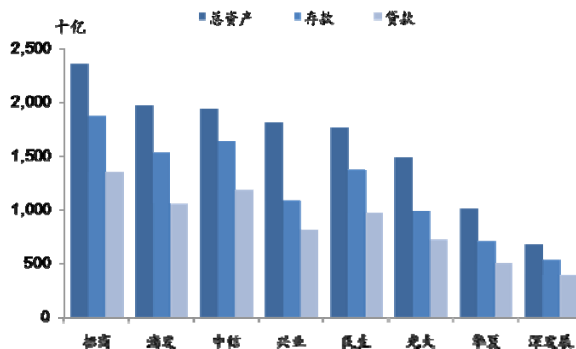
1、改革试验田：首家民营股份制银行

1.1 民营企业发起成立的全国性股份制银行

中国民生银行于 1996 年 1 月 12 日成立,是在中华全国工商联的协调下,首家主要由非公有制企业发起创办的全国性股份制商业银行,是民营经济在参与中国银行业的试验田。2000 年 12 月 19 日,民生银行 A 股股票在上交所上市。2003 年 3 月 18 日,民生银行 40 亿可转换债在上交所正式挂牌交易。2004 年 11 月 8 日,民生银行发行了 58 亿元人民币次级债券,成为第一家在全国银行间债券市场成功私募发行次级债券的商业银行。2005 年 10 月 26 日,民生银行成功完成股权分置改革,成为首家完成股权分置改革的商业银行。2009 年 11 月 26 日,民生银行 H 股在香交所上市。

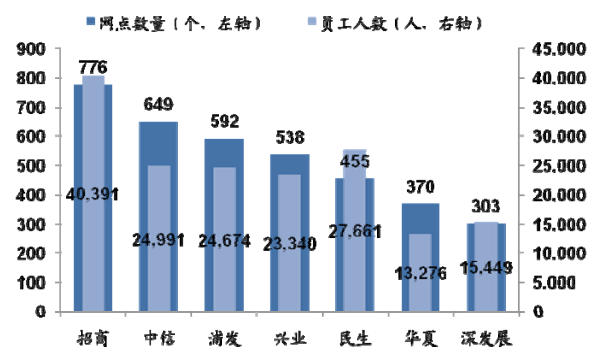
截至 2010 年三季度末,中国民生银行总资产规模达 17,643.95 亿元,位居股份制银行的第 5 位;存款总额 13,730.25 亿元,位于股份制银行的第 4 位;贷款总额 9,924.49 亿元,位居股份制银行的第 4 位。截至 2010 年 6 月底,民生银行在全国设立了 29 家分行,在香港设立 1 家代表处,机构总数量为 455 个,位居股份制银行的第 5 位,员工 27,661 人,位居股份制银行的第 4 位。

图 1 股份制银行规模 (2010Q3)



资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 2 股份制银行网点和员工数量 (2010H)



资料来源:公司公告、中投证券研究所

1.2 分散制衡的股权结构

作为民营经济参与中国银行业的试验田,民生银行是唯一一家由非国有企业发起成立的全国性股份制商业银行,成立时非国有企业拥有 85% 的股权,与地方政府主导的浦发银行、兴业银行、深圳发展银行,国有企业主导的招商银行、中信银行、光大银行、华夏银行不同,民生银行从诞生之日起,独特的股权性质和结构就赋予民生银行鲜明的市场经济色彩,与其它银行相比,民生银行具有更市场化的业绩考核和激励机制,也因此培育了民生对市场需求变化的快速反应和适应能力。

2011 年 1 月 7 日民生银行董事会发布的发行不超过 47 亿股,募集资金不超过人民币 214.79 亿的定向增发 A 股方案,定向增发后,新希望投资及其关

联公司拥有民生银行 8.46% 股份，中国人寿及旗下保险产品拥有民生银行 6.44% 股份，泛海控股拥有民生银行 6.01% 股份，上海健特及其关联公司拥有民生银行 5.00% 股份，分散而又相互制衡的股权结构和相对独立的高管团队，使得民生银行拥有良好的公司治理结构。

表 1 民生银行定向增发前后股权结构变化

股东名称	持股数量 (股)	持股比例	增发股份 (股)	持股数量 (股)	持股比例
新希望投资有限公司	1,333,586,825	4.99%		1,333,586,825	4.25%
四川南方希望实业有限公司	558,306,938	2.09%	660,000,000	1,218,306,938	3.88%
希望集团有限公司	105,394,709	0.39%		105,394,709	0.34%
小计	1,997,288,472	7.48%		2,657,288,472	8.46%
中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	1,151,307,314	4.31%		1,151,307,314	3.66%
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 沪	242,728,560	0.91%		242,728,560	0.77%
中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品	129,948,000	0.49%		129,948,000	0.41%
中国人寿保险股份有限公司	0	0.00%	500,000,000	500,000,000	1.59%
小计	1,523,983,874	5.70%		2,023,983,874	6.44%
上海健特生命科技有限公司	114,840,000	0.43%	1,424,000,000	1,538,840,000	4.90%
巨人投资有限公司	31,800,000	0.12%		31,800,000	0.10%
小计	146,640,000	0.55%		1,570,640,000	5.00%
中国泛海控股集团有限公司	698,939,116	2.62%	1,190,000,000	1,888,939,116	6.01%
中国船东互保协会	905,764,505	3.39%	160,000,000	1,065,764,505	3.39%
江苏熔盛投资集团有限公司	0	0.00%	500,000,000	500,000,000	1.59%
华泰汽车集团有限公司	0	0.00%	266,000,000	266,000,000	0.85%
香港中央结算(代理人)有限公司	4,079,288,888	15.27%		4,079,288,888	12.99%
东方集团股份有限公司	888,970,224	3.33%		888,970,224	2.83%
中国中小企业投资有限公司	737,955,031	2.76%		737,955,031	2.35%
福信集团有限公司	574,503,116	2.15%		574,503,116	1.83%
生命人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	304,172,571	1.14%		304,172,571	0.97%
合计	11,857,505,797	44.39%	4,700,000,000	16,557,505,797	52.71%
其他股东	14,857,227,190	55.61%		14,857,227,190	47.29%
总股本	26,714,732,987	100.00%	4,700,000,000	31,414,732,987	100.00%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、经营特征：对公为主、规模扩张、高投入

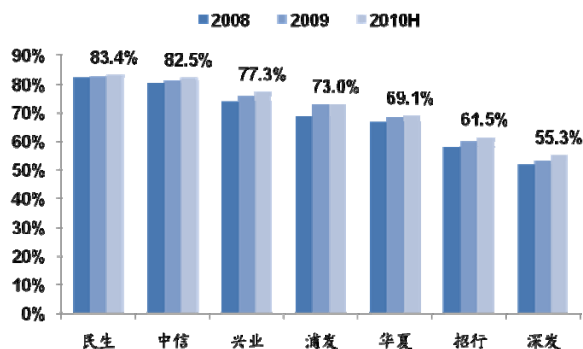
民生银行成立 15 年来，业务不断地拓展，规模不断地扩大，效益逐年递增，保持了快速健康的发展势头，也体现出自己鲜明的经营特征，包括对公业务为主的业务结构、规模扩张为主的增长模式、高投入的成本策略。

2.1 对公业务为主的业务结构

由于银行的零售客户的流动性远低于公司客户，其对于银行交通和交易便利性的偏好显著高于公司客户，对银行网点和人员的需求远高于公司客户，银行的零售业务具有显著的网点、人员密集性特征，网点覆盖率对于发展零售业

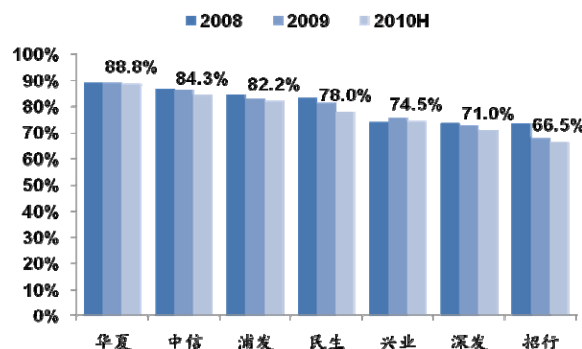
务至关重要。面对国有银行在物理网点和人员上的巨大优势，股份制商业银行在发展初期，基本上都选择了对公业务作为主要的发展方向，股份制银行基本上都显示出了对公业务为主的业务结构，而民生银行的这一特征更加明显，2010年6月末，民生银行的存款有83.4%来源于对公客户，居于股份制银行首位，零售存款占比为16.4%；贷款中对公贷款占比，由于商贷通业务的发展，近年有所下降中有78.0%，位于居于股份制银行第4位，零售贷款占比为22.0%，位于居于股份制银行第4位，其中按揭贷款占比为11.1%，位于股份制银行的末端，仅高于华夏银行。

图 3 股份制银行存款中对公存款占比



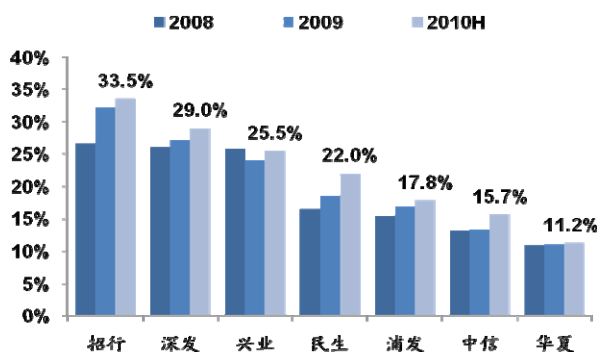
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 股份制银行贷款中对公贷款占比



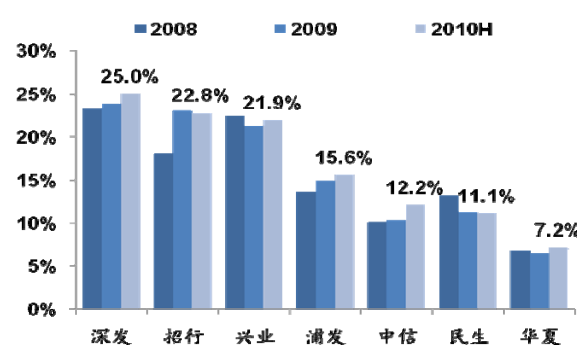
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 股份制银行零售贷款占比



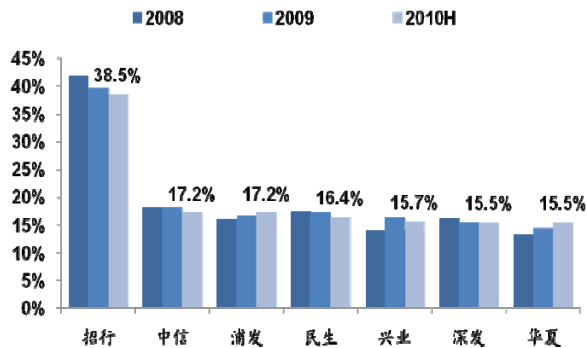
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 股份制银行按揭贷款占比



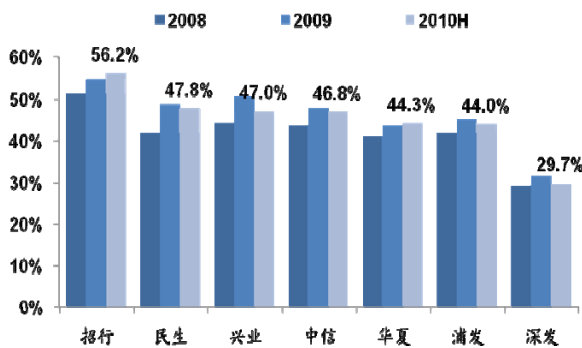
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 股份制银行零售存款占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 股份制银行活期存款占比

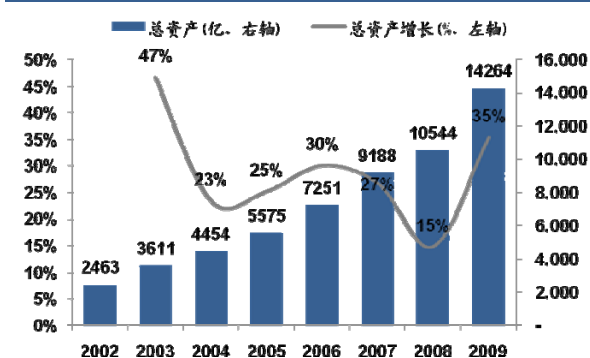


资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 规模扩张为主的增长模式

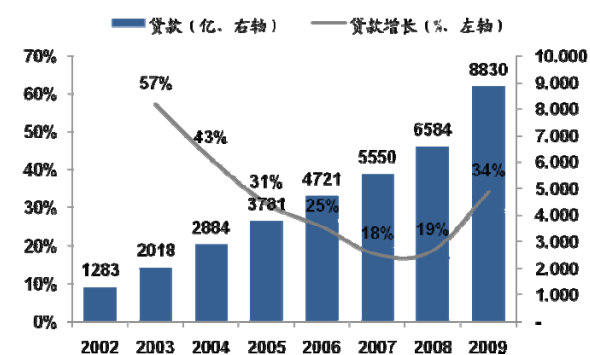
依靠对公业务的发展和网点的快速扩张，民生银行的发展显示出了显著地规模扩张特征，特别是在2007年之前，2003至2007年民生银行总资产复合增长率为30.2%，在股份制银行中仅次于兴业；贷款复合增长率34.2%，在股份制银行中均处于第一；存款复合增长率29.4%，在股份制银行中也处于第一。这种依靠信贷规模超常规扩张的发展模式也造就了民生银行贷款占比高、风险资本权重高、资本消耗大的生息资产结构，2010年6月末，其生息资产中风险权重较大的贷款占比为60.1%，位居股份制银行第3位，与前两位的中信、深发展相差无几；其风险资产权重为69.6%，仅次于中信的70.0%。

图 9 民生银行 2002-2009 年总资产增长



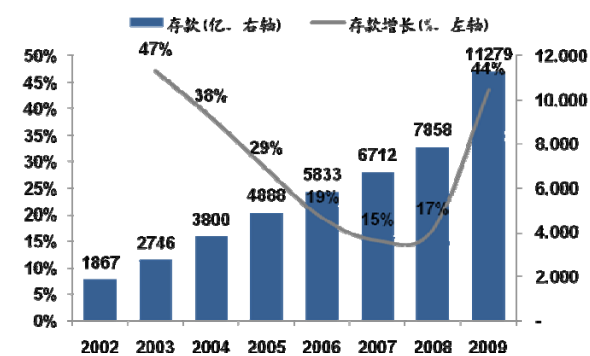
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 11 民生银行 2002-2009 年贷款增长



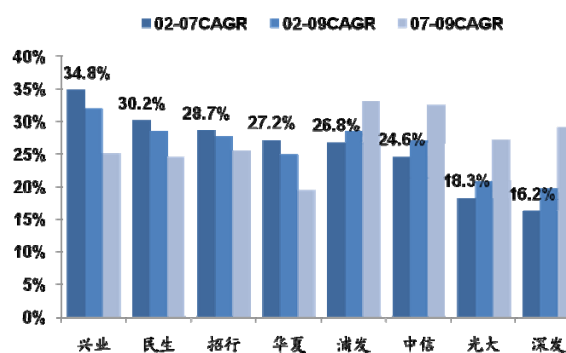
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 13 民生银行 2002-2009 年存款增长



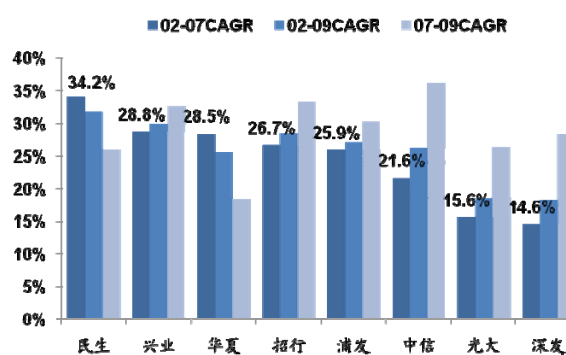
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 10 股份制银行 2002-2009 年资产复合增长率



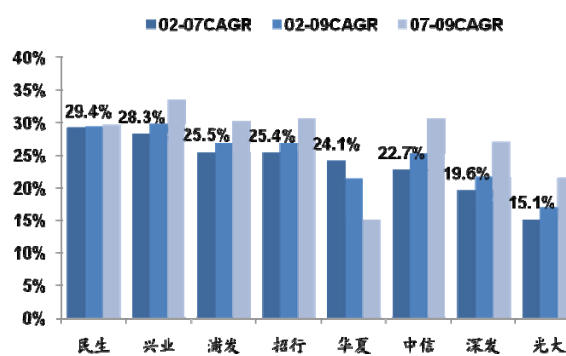
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 12 股份制银行 2002-2009 年贷款复合增长率



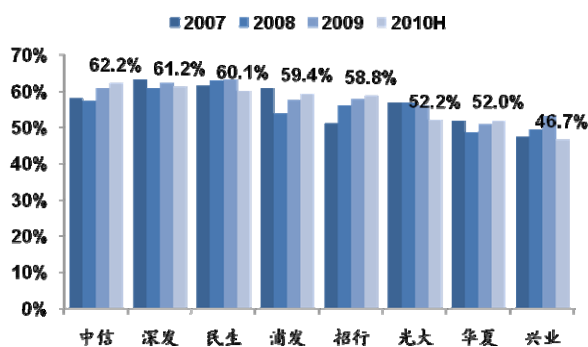
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 14 股份制银行 2002-2009 年存款复合增长率



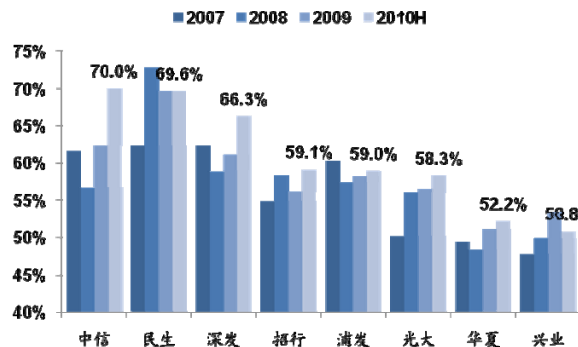
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 15 股份制银行生息资产中贷款占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 16 股份制银行风险资产权重



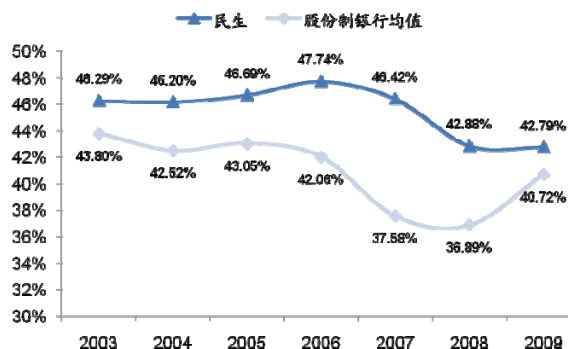
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.3 高投入的成本策略

民生银行的另一个经营特征就是与其高度市场化的考核和激励机制密切相关的高投入的成本收入结构。与国有银行相比，股份制银行拥有的客户资源处于劣势，客户的拓展、业务的发展更多的依靠对人员和网点的投入和激励，民营经济主导、政府背景最少的民生银行更是如此，民生银行的成本收入比一直显著高于股份制银行的平均水平。

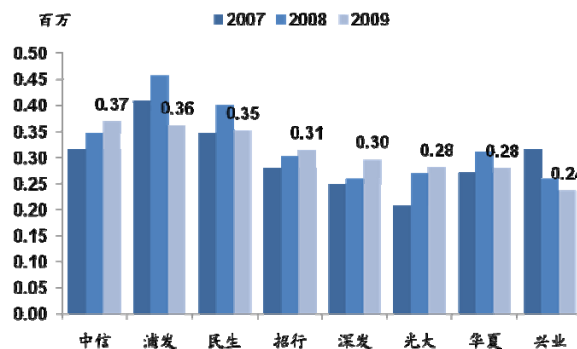
民生银行 2009 年人均薪酬费用达到 37 万，位居股份制银行第 1 位，人均总费用为 68 万，也位居股份制银行第 1 位；网均费用达到 4090 万，位居股份制银行第 1 位，且远超其它股份制银行。与高费用投入相对应的是较高的产出，民生银行 2009 年人均贷款 3500 万，人均存款 4330 万，位居股份制银行第 4 位；网均贷款 20.35 亿，网均存款 25.99 亿，均位居股份制银行第 1 位；但这种高投入高产出的策略却体现为财务上的低效率，2009 年人均净利润为到 46 万，位居股份制银行第 4 位，网均净利润为到 2790 万，位居股份制银行首位，但如果剔除 2009 年处置海通证券股权的收益 49.02 亿，这两个数值将会下降至 28 万和 1660 万，高成本收入比是影响民生银行盈利能力的重要因素。

图 17 民生银行成本收入比较高



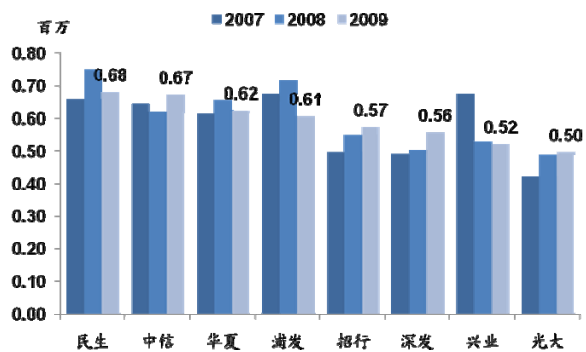
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 18 股份制银行人均薪酬费用



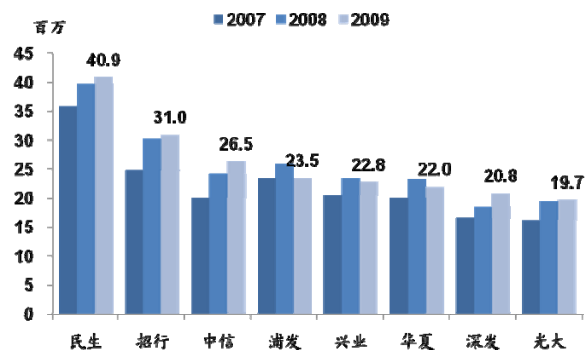
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 19 股份制银行人均费用



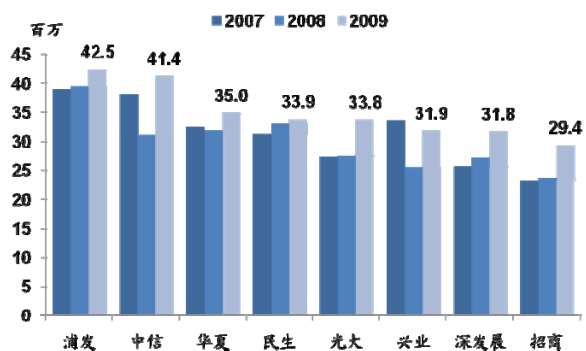
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 20 股份制银行网均费用



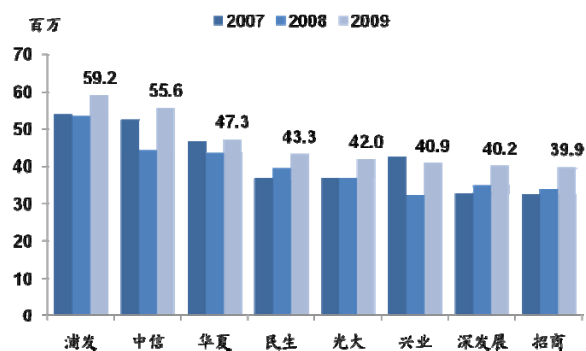
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 21 股份制银行人均贷款



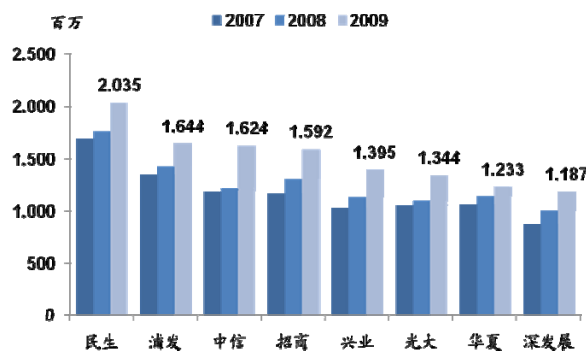
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 22 股份制银行人均存款



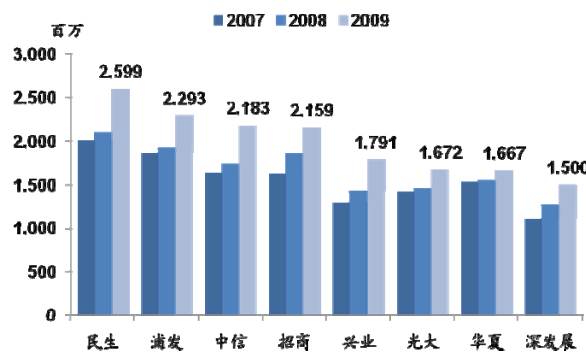
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 23 股份制银行网均贷款



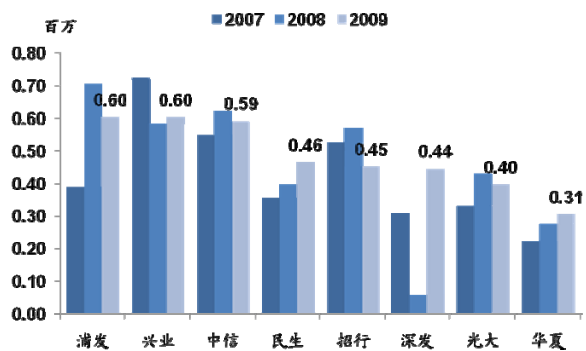
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 24 股份制银行网均存款



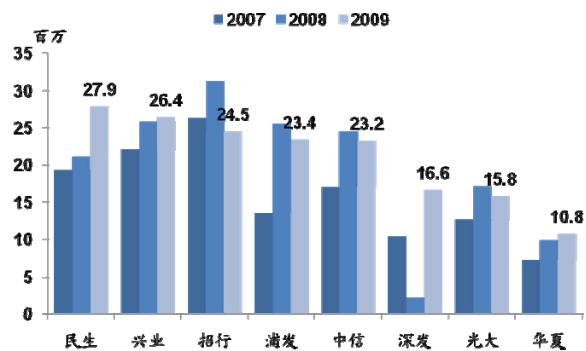
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 25 股份制银行人均利润



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 26 股份制银行网均利润



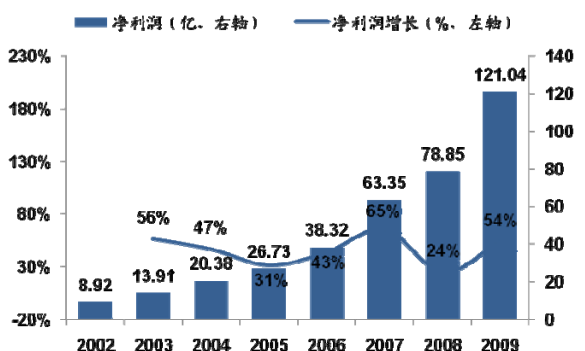
资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、成长的烦恼：盈利能力偏低

对公业务为主、规模扩张为主、高投入的发展模式虽然给民生银行带来了超常规的规模扩张速度，使得民生银行按资产规模计成为中国第 10 大商业银行，但同时也带来了成长的烦恼：盈利能力偏低，民生银行的 ROAA 和 ROAE 在 2007 年之后开始低于股份制银行的平均水平。随着各家股份制银行跑马圈地式网点全国扩张阶段的完成，再加上国有商业银行股份制改革上市的逐步完成，原有的依靠网点扩张和高费用投入，抢占国有银行市场份额的超常规规模扩张发展模式受到挑战，民生银行到了求新求变的时刻。

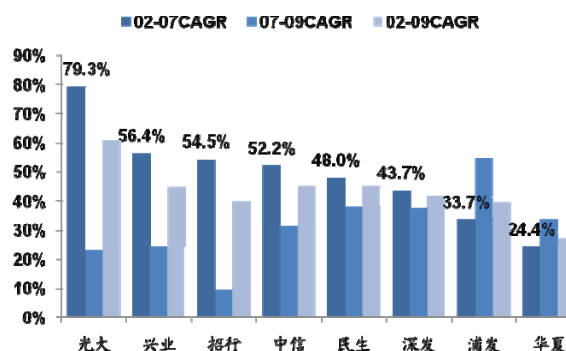
民生银行面临的烦恼是中国商业银行尤其是中小商业银行在现阶段普遍面临的困惑。长期以来，直接融资渠道的弱小，中国经济主要的融资渠道是以银行为主体的间接融资渠道，贷款是稀缺资源，再加上利率没有市场化，存在利差保护，贷款收益比较高，资本充足率监管也不健全，就造成了银行的增长主要依靠信贷规模的扩张，信贷投放对象以国有大企业、国家投资的大项目为主，收入基本依靠利息收入的发展模式。在资本约束加强、金融脱媒和利率市场化的大趋势背景下，这种发展模式是不具有持续性的，中国商业银行面临着发展路径的选择，公业务为主、规模扩张为主的民生银行面临着挑战尤其严峻。

图 27 民生银行 2003-2009 年净利润增长



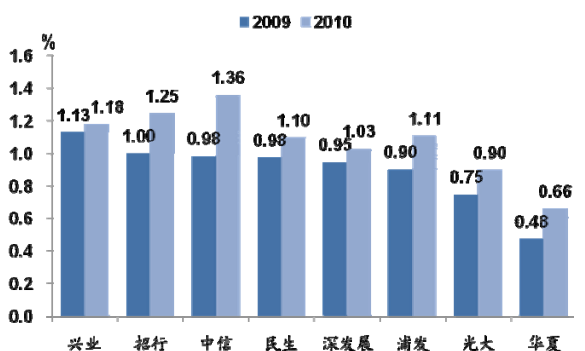
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 28 股份制银行 2002-2009 年净利润复合增长率



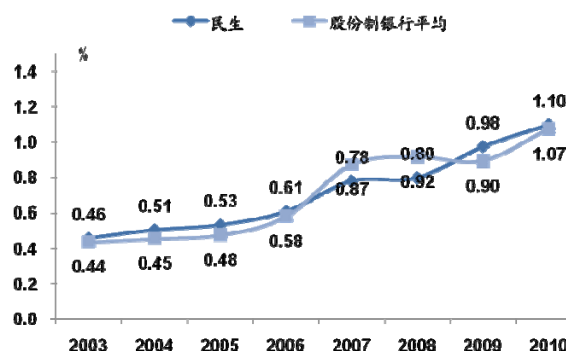
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 29 股份制银行 ROAA



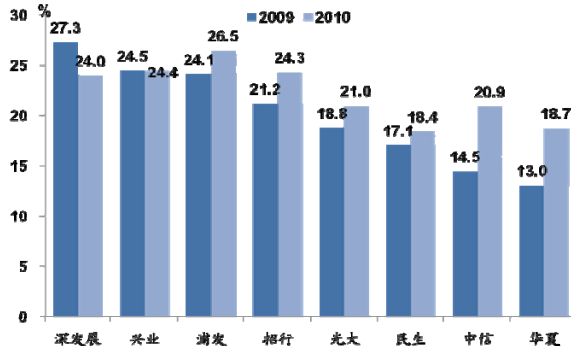
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 30 民生银行 ROAA



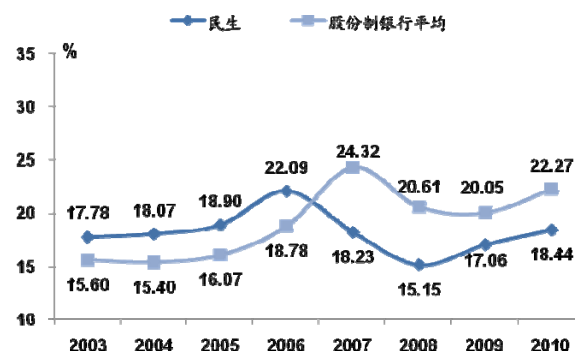
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 31 股份制银行 ROAE



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 32 民生银行 ROAE



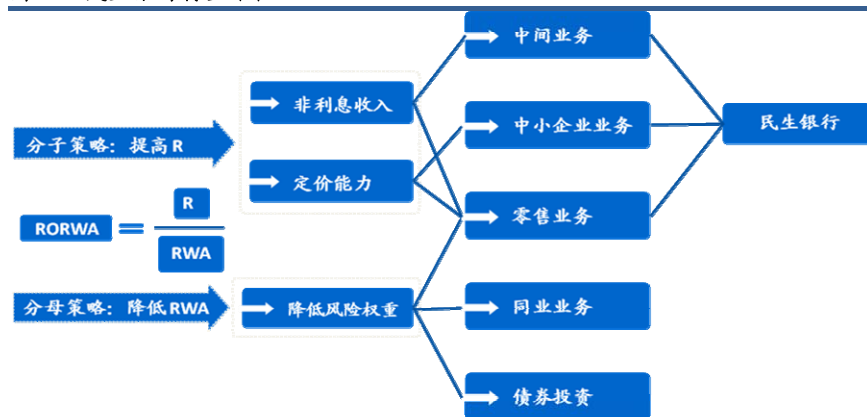
资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、以体制和产品创新为依托全面转型

4.1 中小企业批发业务为核心，带动零售业务和中间业务

我们 2010 年 12 月 20 日发布的《银行业 2011 年投资策略-迷雾中寻找方向：资本约束下差异化转型》认为，对于中国商业银行来说，实现可持续发展的关键是在降低资本消耗和提高收益之间做出权衡，对于股东来说，追求的是投资回报，而最能反映股东投资回报的是财务指标是 ROE，在资本约束下提升银行的 ROE 水平，取决于如何加权风险资产收益率 RORWA，根据 RORWA 的计算方法，我们提出了中国银行转型的两条道路“分子策略”和“分母策略”：“分子策略”是指如何在现有资本消耗速度下，提高收益，使得对投资者来说，再融资的收益大于再融资的成本，途径是中间业务，提高风险定价能力（零售业务、中小企业业务）。“分母策略”是指如何减慢资本消耗速度，提高低风险权重资产占比，降低再融资频率，减少再融资对股东权益的摊薄，途径是低资本消耗的业务（中间业务、零售业务、同业业务、债券业务）。从以上逻辑我们认为中国银行业的发展模式将出现分化，零售银行、专注于中小企业的批发银行、交易型银行（同业、债券）、综合化银行（混业化经营）是可能的方向，根据这一核心观点，我们认为民生银行已经选择了“分子策略”，走上了以提升定价能力、优化收入结构为目的，中小企业批发业务为核心，并带动高端零售业务和中间业务的转型道路。

图 33 民生银行转型路径



资料来源：公司公告、中投证券研究所

对于发展的战略方向，历史上民生银行经历两次重大转变。在成立之初，由于民营银行的出身背景，民生银行确定了服务民营、中小、高科技企业的战略定位，但由于民营企业还处于发展的初级阶段，抗风险能力较差，中小企业在亚洲金融危机之后生存环境艰难，高科技产业在中国也才刚刚起步，实施这一战略，需要以雄厚的资本实力和良好的风险管理水平为支撑，而这却当时弱小的民生银行所不具备的，这一阶段民生银行发展速度不快，资产质量不高，1999年末不良贷款率达到8.72%。2000年开始民生银行开始调整发展战略，把支柱行业如电力、电信、路桥、航空等的大型国有企业作为主要目标客户，这些客户具备信用好、风险低特征。这战略转向使得民生银行走上了低风险高增长的超常规发展之路，2001-2006年，民生银行总资产年均增长率77%，净利润年均增长率160%，2002年末不良贷款率下降到2.04%，不良率一直保持在低于1.5%的水平，民生银行实现了首次腾飞。

随着同质化竞争的加剧和资本约束的加强，再加上对于金融脱媒和利率市场化的大趋势，对公大客户为主的客户结构，面临着议价能力下降、成本费用高企、效率低下、盈利能力下降的挑战，原有的公业务为主、规模扩张为主、高投入的粗放式发展模式已经不合时宜，民生银行再次面临战略转型。从2006年开始，民生银行进入了战略调整 and 经营转型阶段，这个阶段开始时的战略是：提升为企业客户服务的专业化水平和综合服务能力；寻找零售业务的突破。随着改革实践的日益成熟，2009年下半年，民生银行将发展战略最终定位为：民营企业的银行、小微企业的银行、高端客户的银行。而这一战略意图的实现主要依托两个因素：一个是管理模式和组织架构的改革，具体而言就是集中经营和后来的事业部制改革，另一个是产品的创新，主要是商贷通产品为民生银行找到了小微企业金融服务的零售业务蓝海。

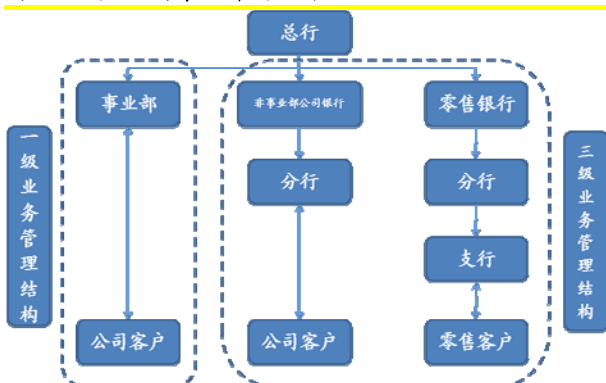
4.1 事业部：体制创新提升服务水平和经营效率

面对金融脱媒和利率市场化趋势，如何在已经白热化的竞争中脱颖而出，留住客户，提升客户贡献度，关键在于提升企业客户服务的专业化水平和综合服务能力，一方面增强银行的议价能力，另一方面提升中间业务收入，国际银行业普遍的做法是实施事业部制。对于银行来讲，事业部制是指将特定业务按照特定产品、特定客户群体和市场划分，作为一个相对独立的利润中心进行运作，各事业部独立核算，自负盈亏，具备实现业务发展目标所必须的经营权、决策权和资源配置权，各事业部之间的往来遵循等价交换的原则。

在事业部这个问题上，民生银行再次显示了其民营银行锐意进取的经营风格，2006年开始进行管理模式和组织架构的改革，首先启动了公司业务集中经营改革，把支行的公司业务全部集中到分行，各分行根据当地的行业特点成立不同的行业金融部，为客户提供专业化的金融服务，2007年下半年，开始酝酿公司业务事业部改革。2008年初全面启动公司业务事业部改革，把地产、能源、交通和冶金等高风险行业的公司业务，从总行——分行——支行“三级经营、三级管理”的体制变为事业部“一级经营、一级管理”的体制。在原有贸易金融部、资金与资本市场部、投资银行部基础上，实施事业部改革，成立贸易金融部、金融市场部、投资银行部三个产品事业部；设立四个行业金融事业部，即地产金融事业部、能源金融事业部、交通金融事业部和冶金金融事业

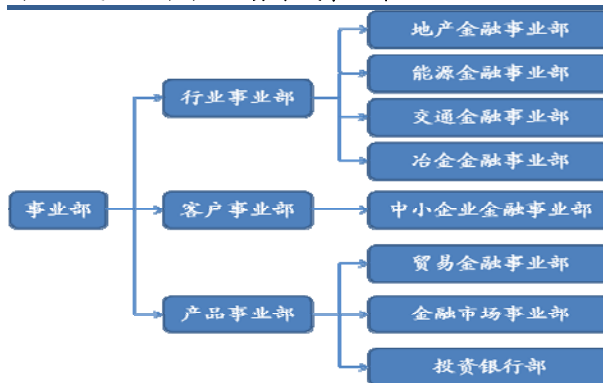
部；设立工商企业金融事业部（2009年上半年改为中小企业金融事业部），近期还在筹备成立文化产业金融事业部和现代农业金融事业部，进一步扩大事业部的业务覆盖范围。

图 34 民生银行事业部制结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 35 民生银行对公业务条线事业部



资料来源：公司公告、中投证券研究所

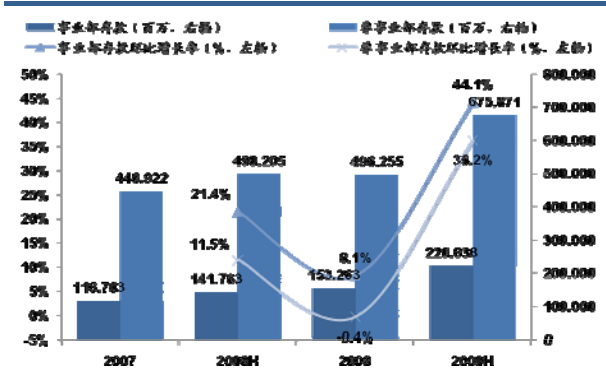
我们认为，事业部制为民生银行带来了以下的方面带来了核心竞争优势：

专业化服务：各事业部主要负责特定的行业、客户群或者产品，具有专业化的市场研究分析团队、销售团队，与传统的总分行制相比，这些团队对各自负责的行业、客户群或者产品的需求有更深刻的理解，因而可以提供更专业的、量身定制的服务和产品，从而提升银行服务和产品的价值，增强银行的议价能力和创造中间业务收入的能力。

经营效率：各事业部管理全行的特定业务板块，可以更有效地在全行范围内配置资源；实行一级管理的各事业部权力较大，可以降低决策链条，有利于提高决策效率，提高总行对终端的控制力，提高市场反应速度，适应不稳定环境所带来的高速变化，更好地满足客户的需求，同时基层分支行长可以摆脱具体业务条线的细节性事务，专注于综合化管理；有利于实现规模经济，降低人力成本和销售费用。

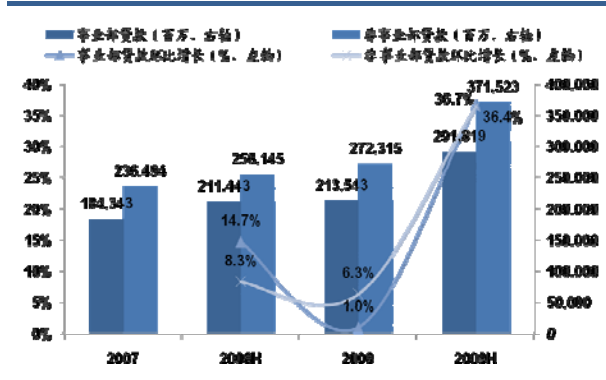
风险管理：各事业部都有专注于本事业部业务板块的风险管理团队，对相关行业、客户和产品的风险有着更深刻的理解和把握，从而提升风险评估的质量和准确性，同时作为自负盈亏的经营部门，事业部对风险管理的积极性更高。

图 36 民生银行事业部存款增长快于对公存款



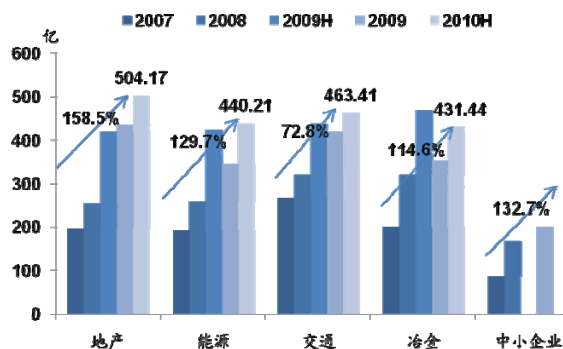
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 37 民生银行事业部贷款增长快于对公贷款



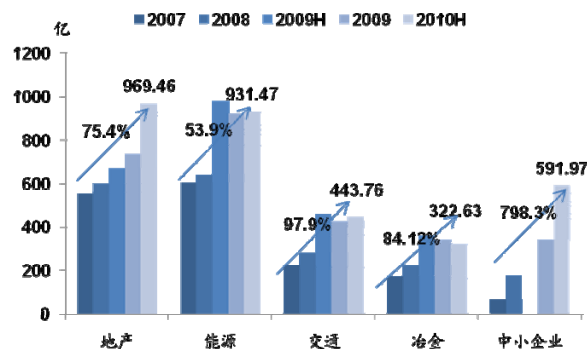
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 38 民生银行事业部存款快速增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 39 民生银行事业部贷款快速增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

事业部改革以来事业部规模发展迅速，事业部存贷款增速均超过非同期事业部对公存贷款的增速，截至 2010 年 6 月底，地产、能源、交通、冶金和中小企业事业部较 2007 年底成立之初存款分别增长 158.5%、129.7%、72.8%、114.6%和 132.7%，贷款分别增长 75.4%、53.9%、97.9%、84.12%和 798.3%。

4.2 商贷通：产品创新优化业务和客户结构

民生银行公司业务事业部改革为民生银行带来另一个好处是带动了零售业务的发展。以往民生银行的零售业务发展不快，主要因为支行没有动力去做零售业务，只需要做好几个大客户就够了，在对公业务划归事业部之后，支行不能开展公司业务了，只能全力做好零售业务，基层网点成为专门从事零售业务的平台，民生银行的零售业务的具备了快速发展的条件。

虽然具备了快速发展的条件，但国内零售银行业务也已经竞争十分激烈，面对进入较早的招行、深发展，具有网点人员优势的国有大行，民生需要找到好的切入点。2009 年 2 月，民生银行推出“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，融资金额 500 万元以下、平均在 100 万元左右，民生银行开始把小微企业金融服务作为战略重点，以“商贷通”为载体，寻求零售业务的突破。

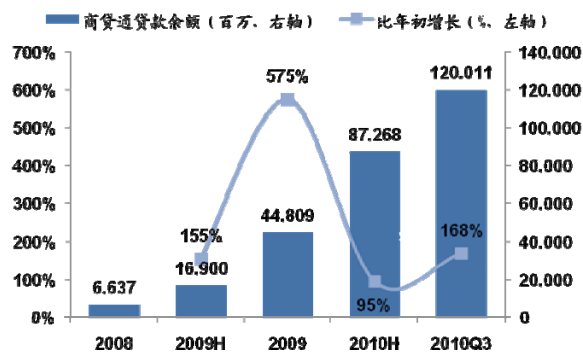
“商贷通”目标市场选择的基本原则在于运用“大数法则”测算出特定行业的风险概率，甄选“商贷通”业务进入的行业，迅速地找到有效客户群体，并对其进行批量营销，实现“商贷通”业务在特定行业的规模化，以达到规模效益，而且实现零售业务批发化，大大降低人工成本；同时强调价格覆盖风险原则，即提高贷款的收益率，以此覆盖预期的风险损失。我们认为“商贷通”产品的核心竞争力主要体现在其快速灵活机制和多层次的产品和服务：通过实施“信贷工厂”，提高了审批和放款效率，最大限度、最快速地满足客户需求；同时“商贷通”批量为目标客户提供资产业务、结算业务、存取款业务、理财业务、消费信贷业务和咨询服务等一揽子金融解决方案，除传统的抵押方式外，还创新推出了互保、联保和信用等 11 种授信方式，可以更好地满足目标客户多元化和个性化的金融需求。

“商贷通”推出之后呈现出爆发式增长，2010 年三季度末余额达到了 1200 亿，是 2008 年末余额的 18 倍，同时“商贷通”也带动了民生零售业务的快速

发展，零售贷款占比从 2008 年底的 16.5%，上升到 2010 年三季度末的 24.3%，结构也得到不断的优化，收益相对较低按揭贷款和信用卡贷款占比明显下降，收益相对较高的“商贷通”占比明显提升在 2010 年三季度末达到 50%左右。公司计划未来 3 年内将“商贷通”余额做到 5000 亿。

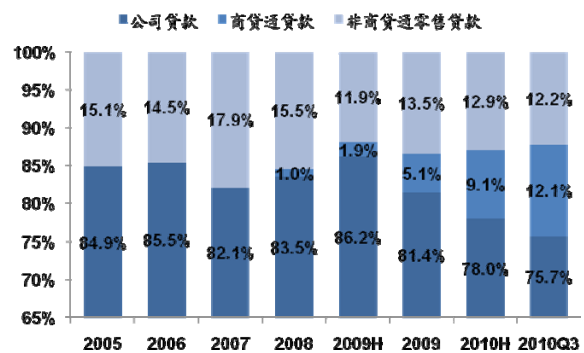
此外，目前“商贷通”将近 10 万客户，民生 2011 年规划的是推出“商贷通”是做提升版，深度开发客户，提高综合收益，同时资产负债自求平衡方面下功夫。“商贷通”在商户派生方面还有很大的提升空间，小微金融不仅是做贷款，正在推出结算业务、民生金融管家等，以及由此派生的家庭的非凡财富伴侣等业务。提出 1: 3: 4 的业务发展方式，即 1 个商贷通客户，派生 3 个客户，做透 4 个家庭的业务，加强业务发展的批量化，专门化，加强交叉销售，来逐步实现“商贷通”资金自给自足。

图 40 民生银行商贷通贷款快速增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 41 商贷通带动零售贷款占比不断增长



资料来源：公司公告、中投证券研究所

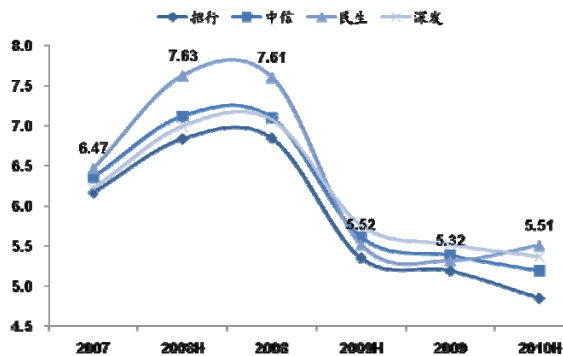
5、厚积薄发，即将进入二次腾飞阶段

从 2006 年到 2010 年，经过 5 年的战略调整 and 经营转型，通过目标市场的调整（民营企业、小微企业、高端客户）、组织结构和流程的创新（事业部制）和产品的创新（商贷通），民生银行已经度过了转型的阵痛磨合期和战略投入期，具备了新一轮快速发展的基础，厚积薄发，民生银行即将进入二次腾飞阶段，具体体现在盈利能力的提升和收入结构的改变。

5.1 产品创新和客户结构改善提升贷款议价能力

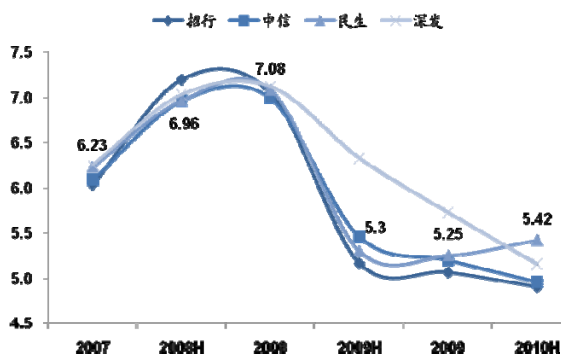
得益于事业部改革的稳步推进，以及商贷通产品的推出，凭借更加专业化的对细分行业、客户和产品的理解，更加灵活快速的市场反应速度，民生银行的贷款议价能力得到很大提升，2010 年上半年新投放对公贷款平均利率为 5.66%，相当于基准利率上浮 6.12%，加强中小企业定价能力，新投放贷款加权平均利率达到 6.19%，相当于基准利率上浮 19.16%；商贷通贷款收益率 2010 年初 6.27%，较基准利率上浮 19.66%，三季度末接近 6.6%，较基准利率上浮 24%。与其它股份制银行相比，2009 年中期，贷款收益率见底以来，民生银行的贷款收益率有更显著的反弹。

图 42 股份制银行公司贷款收益率



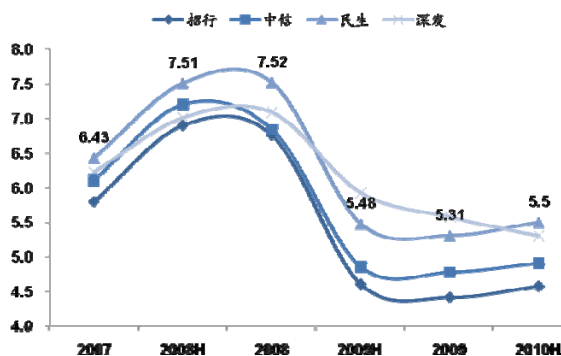
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 43 股份制银行零售贷款收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 44 股份制银行贷款收益率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.2 服务提升和业务结构改善降低存款成本

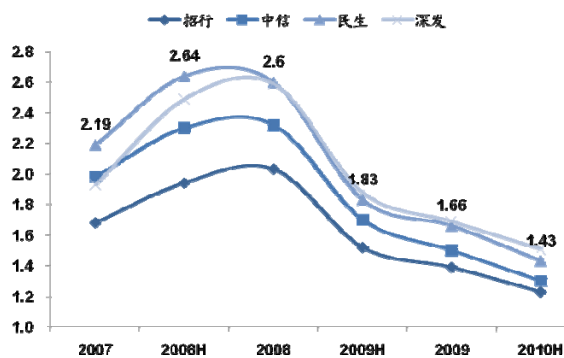
事业部和“商贷通”带给民生银行的另一个好处是存款成本的下降，服务水平的提升和产品的创新，能够改善客户结构，创造和满足客户更多交易性的需求，带来更多的零售存款和活期存款，从而降低存款成本。民生银行活期存款占比 2009 年以来有显著的上升，2010 年中达到 47.8%，在股份制银行中仅次于零售立行的招商银行，体现在存款成本率上，民生银行的在股份制银行中依然较高，但已经出现显著下行，正向积极方向发展。

表 2 股份制银行活期存款占比

	2006	2007H	2007	2008H	2008	2009H	2009	2010H
招商	52.9%	56.8%	57.4%	53.6%	51.3%	49.3%	54.8%	56.2%
中信	46.4%	46.8%	50.4%	44.6%	43.8%	42.4%	48.3%	47.2%
浦发	40.1%	47.0%	48.2%	44.1%	37.8%	40.4%	45.2%	44.0%
兴业	46.7%	51.0%	52.8%	45.4%	44.2%	43.4%	50.6%	47.0%
民生	42.0%	43.2%	43.8%	43.0%	41.9%	39.6%	48.6%	47.8%
光大	42.8%		49.2%		44.2%		43.1%	44.4%
华夏	38.0%	40.9%	43.9%	38.8%	41.1%	41.0%	43.7%	44.3%
深发	35.0%	32.1%	34.7%	31.4%	29.3%	27.1%	31.7%	29.7%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 45 民生银行存款付息率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

贷款议价能力的提升和存款成本的下降共同促进民生银行净利差和净息

差的提升，民生银行近年来净利差和净息差均处于股份制银行首位，2010年第三季度单季分别为2.78%和2.87%，远高于其它股份制银行2.45%和2.50%左右的水平。

表 3 股份制银行净息差

%	2008				2009				2010		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
招行	3.54	3.55	3.20	2.88	2.28	1.96	2.11	2.25	2.37	2.49	2.53
中信	3.41	3.46	3.44	3.00	2.38	2.35	2.61	2.60	2.51	2.55	2.58
浦发	3.26	3.17	3.17	2.69	2.07	2.05	2.22	2.39	2.38	2.50	2.57
兴业	3.00	3.08	2.93	2.65	2.26	2.14	2.34	2.45	2.40	2.30	2.25
民生	2.78	3.17	3.09	2.90	2.49	2.24	2.52	2.75	2.83	2.91	2.87
华夏	2.77	2.82	2.65	2.21	1.79	1.88	2.14	2.14	2.34	2.42	2.37
深发	3.30	2.98	2.90	2.76	2.69	2.34	2.37	2.44	2.43	2.49	2.55

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 股份制银行生息资产收益率

%	2008				2009				2010		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
招行	5.22	5.30	5.04	4.81	3.84	3.33	3.41	3.46	3.56	3.68	3.76
中信	5.39	5.58	5.66	5.06	4.06	3.80	3.95	3.81	3.33	3.81	3.89
浦发	5.65	5.96	5.85	4.32	4.23	3.86	3.79	3.87	3.87	3.98	4.15
兴业	5.76	6.16	6.15	5.30	4.46	4.16	4.16	4.22	4.16	4.28	4.30
民生	5.23	5.81	5.72	5.37	4.40	3.96	4.07	4.24	4.23	4.38	4.43
华夏	6.02	5.91	6.19	5.53	4.47	4.13	4.27	3.58	3.64	4.58	4.73
深发	6.76	6.38	6.14	5.78	4.78	4.05	3.90	3.96	4.00	4.10	4.17

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 股份制银行净利差

%	2008				2009				2010		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
招行	3.42	3.40	3.06	2.75	2.18	1.87	2.02	2.17	2.28	2.40	2.43
中信	3.21	3.26	3.21	2.78	2.21	2.21	2.49	2.51	2.02	2.46	2.47
浦发	3.10	2.96	2.97	2.59	1.95	1.96	2.14	2.31	2.31	2.41	2.48
兴业	2.85	2.92	2.74	2.48	2.12	2.02	2.24	2.36	2.31	2.19	2.13
民生	2.63	3.01	2.92	2.75	2.38	2.15	2.45	2.68	2.67	2.83	2.78
华夏	2.66	2.72	2.51	2.04	1.63	1.75	2.02	2.07	1.42	2.32	2.26
深发	3.12	2.80	2.72	2.61	2.61	2.29	2.33	2.38	2.38	2.43	2.45

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 股份制银行付息负债成本率

%	2008				2009				2010		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
招行	1.80	1.90	1.98	2.06	1.66	1.46	1.39	1.30	1.28	1.28	1.34
中信	2.18	2.32	2.45	2.28	1.85	1.59	1.46	1.30	1.31	1.35	1.42
浦发	2.55	3.00	2.88	1.73	2.28	1.90	1.65	1.56	1.56	1.57	1.67
兴业	2.91	3.24	3.41	2.82	2.34	2.14	1.91	1.86	1.85	2.09	2.17
民生	2.60	2.80	2.80	2.62	2.02	1.81	1.62	1.56	1.56	1.55	1.65
华夏	3.36	3.19	3.68	3.49	2.84	2.38	2.25	1.51	2.22	2.26	2.47
深发	3.64	3.58	3.42	3.17	2.17	1.76	1.57	1.58	1.62	1.67	1.72

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.3 专业化的服务推动中间业务收入快速增长

行业事业部专业化服务水平的提升，贸易金融部、金融市场部、投资银行部等产品事业部的设立，都为民生银行非利息收入的提升创造了良好的条件。民生通过巩固在票据、贸易金融、理财等业务的优势，在新兴市场投行业务、托管及年金业务寻求新的增长点，为客户特别是民企战略客户提供以投融资为核心的量身定做的服务，提升咨询及财务顾问业务的服务内涵，不断扩大中间业务收入来源，提升中间业务收入占比，优化收入结构。

民生银行中间业务收入占比今年快速提高，2010年三季度末达到17.53%，在股份制银行中仅次于招商银行，比事业部成立时的2007年底提高7.07%。由于2009年处置海通证券股权巨额投资收益的影响，2010年非利息收入出现同比下滑，剔除处置海通股权收益因素的影响后，2010年三季度末非利息收入同比增长86.85%。手续费及佣金净收入2010年以来保持快速增长，2010年三季度末非利息收入同比增长86.85%。

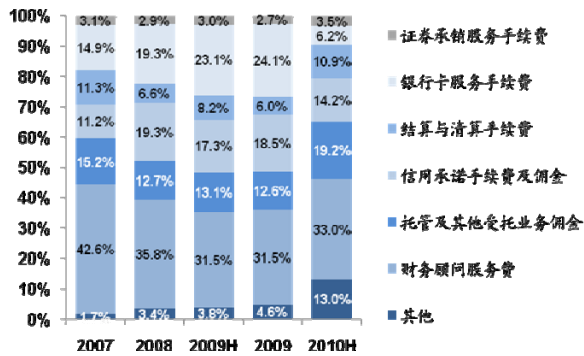
同时，手续费及佣金净收入的结构进一步优化，财务顾问收入、贸易融资及交易融资、债务融资工具、托管及年金等成为中间业务收入持续增长主要来源，四大行业事业部和贸易金融事业部对中间业务收入的贡献在50以上%。

表 7 股份制银行非利息收入占比

	2005	2006	2007	2008	2009	2010Q1	2010H	10Q1-3
招商	13.23%	13.17%	17.23%	15.23%	21.54%	19.88%	20.01%	20.33%
中信	7.02%	7.87%	6.12%	10.41%	12.11%	12.47%	12.56%	13.59%
浦发	4.79%	6.32%	5.62%	8.10%	8.26%	9.28%	10.47%	9.74%
兴业	4.43%	2.68%	5.48%	11.85%	14.13%	12.40%	13.59%	13.71%
民生	3.55%	5.88%	10.46%	12.57%	22.22%	18.47%	18.86%	17.53%
光大	9.55%	6.12%	11.33%	9.58%	19.20%		17.77%	15.94%
华夏	-0.24%	1.93%	3.82%	6.47%	7.78%	9.47%	8.10%	7.42%
深发	9.57%	9.15%	11.53%	13.13%	14.27%	11.65%	13.47%	13.54%

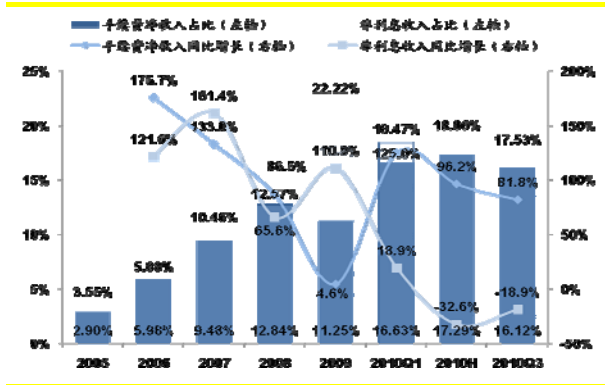
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 47 民生银行手续费及佣金收入结构



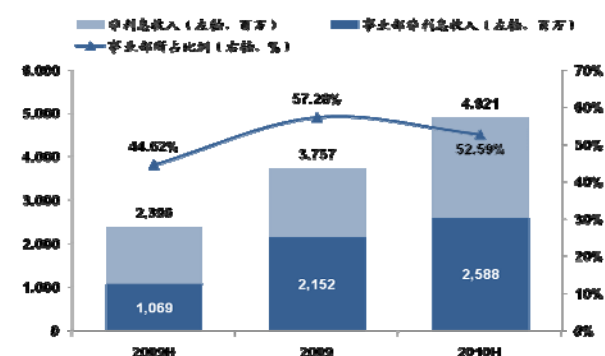
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 46 民生银行非利息收入占比快速上升



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 48 民生银行事业部贡献了 50% 以上的非利息收入



资料来源：公司公告、中投证券研究所

5.4 战略投入期即将结束，成本收入比下行

高成本收入比一直是制约民生银行盈利能力的重要因素，2008 年、2009 年分别达 42.88% 和 42.79%，剔除海通股权收益后 2009 年达到 48.53%，处于股份制银行最高水平，一方面，是因为民生银行高成本投入的业务模式会产生较高人力资源成本。另一方面，是由于战略转型，过去几年民生处于战略投入期，很多核心的 IT 系统建设需要大量的投入。

表 8 股份制银行成本收入比

	2007	2008	2009	2010Q1	2010H	2010Q3
招商	35.05%	36.78%	44.86%	35.09%	35.05%	36.68%
中信	34.89%	32.98%	39.95%	36.18%	30.48%	29.86%
浦发	36.86%	36.69%	35.99%	35.05%	34.46%	33.39%
兴业	36.30%	34.83%	36.22%	30.74%	31.01%	31.35%
民生	46.42%	42.88%	42.79%	38.20%	37.46%	37.71%
光大	31.81%	33.61%	39.30%		34.07%	35.39%
华夏	40.39%	41.41%	44.88%	46.96%	42.88%	42.16%
深发	38.93%	35.99%	41.76%	41.25%	42.26%	41.72%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

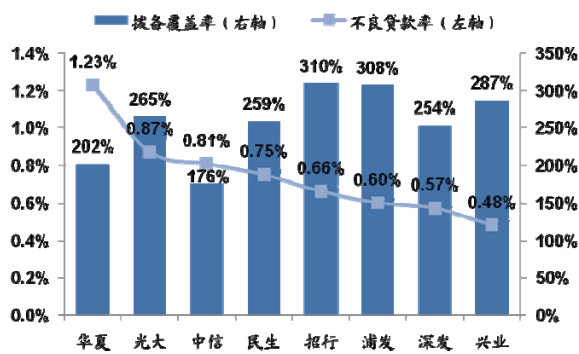
我们认为事业部改革，会增强民生银行管理和经营效率、控制成本费用增长，大部分后台支持功能将从支行转移到总行和分行的业务处理中心，从而实现规模经济，降低成本费用开支，同时转型的战略投入期已接近尾声，此外，

收入将会快速增长，这些因素都将降低成本收入比，从 2010 年的数据已经可以得到印证，一季报、半年报和三季度中成本收入比分别为 38.20%、37.46% 和 37.71%，较年初有大幅下降，在股份制银行中已处于中游，与招行接近。

5.5 多层次风险管理体系促进资产质量改善

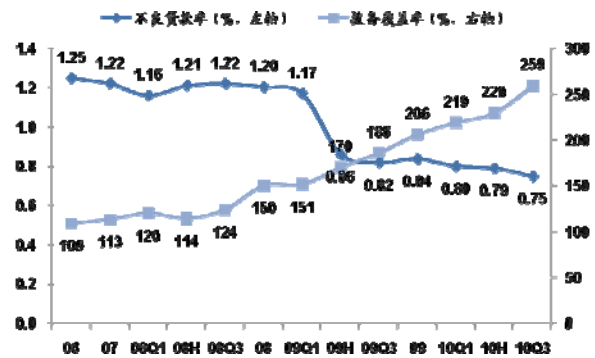
2010 年三季度末，民生银行不良贷款率为 0.75%，拨备覆盖率 259%，均处于股份制银行的中游水平，但从历史来看，其不良率和拨备覆盖率一直在改善。从事业部贷款的水平看，2010 年中报地产、能源、交通、冶金和中小企业事业部的不良贷款率分别为 1.23%、0.00%、0.01%、0.51%和 0.77%，地产贷款不良率在调控的大背景下有所反弹，风险均在可控的范围内。2010 年三季度末，商贷通贷款不良贷款户数为 72 户，93 笔，不良余额约 1.0375 万，不良率 0.086%，资产质量十分优异。

图 49 股份制银行不良率和拨备覆盖率 (2010Q3)



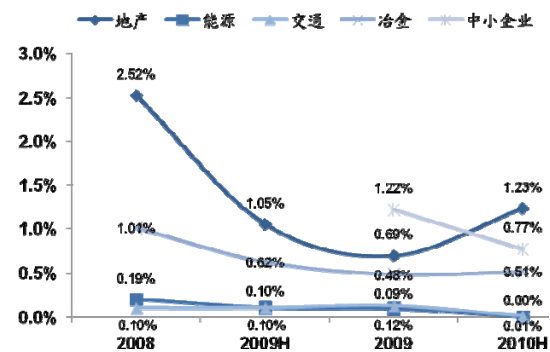
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 50 民生银行不良贷款率和拨备覆盖率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 51 民生银行事业部不良贷款率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

民生银行一直强调风险管理的独立性、专业化和集中化，2002 年，建立了独立的信贷评审体系，并于 2004 年在华北、华东和华南建立区域性信贷审批中心，审贷员均由总行直接派遣。在此基础上，民生银行 2010 年开始实施多层次的风险管理组织架构，由业务部门、风险管理职能部门及内部审计部门三道防线组成。事业部的建立，提升了民生对相关行业、客户和产品风险的理解和认识，可以更多将风险控制前移，从根本上降低不良发生的概率。而对于普遍认为风险较大的小微企业贷款，民生依据大数定律的原理来确定违约概率，依据收益覆盖风险的原则来确定贷款利率，通过批量营销和信贷工厂，即

规模化、规范化、流程化和标准化来有效的控制风险，同时，小微企业金融竞争相对较小，民生银行进入较早，有足够的客户基础可以筛选到更高比例的优质客户。我们认为随着多层次风险管理体系的逐步完善，事业部和商贷通运作经验的不断积累，民生银行未来资产质量将进一步改善。

盈利预测与投资建议

盈利预测

考虑定向增发,我们预测民生银行 10 年、11 年、12 年的 EPS 分别为 0.75、0.68、0.82 元,每股净资产分别为 4.07、4.73、5.41 元。对应 2 月 16 日 5.14 元的收盘价,10 年、11 年、12 年的 PE 分别为 6.90、7.51 和 6.24,10 年、11 年、12 年的 PB 分别为 1.24、1.07 和 0.94。

表 9 股份制银行估值比较

	收盘价	EPS				BVPS				P/E				P/B			
	11-02-16	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
招商银行	13.12	0.95	1.19	1.48	1.76	4.85	6.31	7.49	8.96	13.81	11.01	8.88	7.47	2.71	2.08	1.75	1.46
中信银行	5.35	0.37	0.55	0.60	0.72	2.63	3.07	3.56	4.06	14.46	9.73	8.96	7.48	2.03	1.74	1.50	1.32
浦发银行	12.96	1.62	1.33	1.57	1.84	7.70	8.84	10.16	12.00	8.00	9.74	8.24	7.06	1.68	1.47	1.28	1.08
兴业银行	26.98	2.66	3.09	3.55	4.31	11.92	15.30	18.25	21.99	10.14	8.73	7.60	6.27	2.26	1.76	1.48	1.23
民生银行	5.14	0.54	0.75	0.68	0.82	3.99	4.07	4.73	5.41	9.45	6.90	7.51	6.24	1.29	1.24	1.07	0.94
光大银行	4.02	0.26	0.32	0.37	0.44	1.44	1.96	2.24	2.58	15.46	12.56	10.84	9.08	2.79	2.05	1.79	1.56
华夏银行	11.54	0.75	1.14	1.47	1.70	6.06	7.76	9.39	10.59	15.32	10.15	7.86	6.79	1.90	1.49	1.23	1.09
深发展 A	15.88	1.62	1.79	2.18	2.66	6.59	9.53	11.34	13.56	9.80	8.89	7.27	5.98	2.41	1.67	1.40	1.17

资料来源: Wind、中投证券研究所

投资评级: “强烈推荐”

民生银行在国内银行中首先推行事业部改革,以“商贷通”产品进入小微企业金融服务蓝海,通过体制创新和产品创新,走上了以提升定价能力、优化收入结构为目的,中小企业批发业务为核心,并带动高端零售业务和中间业务的转型道路,已经走在了国内商业银行转型的前列。我们认为经过 2006 年-2010 的战略调整 and 经营转型,民生银行已经度过了转型的阵痛磨合期和战略投入期,经营的不确定性逐渐消除,具备了新一轮快速发展的基础,厚积薄发,民生银行即将进入二次腾飞阶段。在 2011 年货币政策收紧,信贷偏紧的背景下,民生银行的议价能力将得到更好的体现,息差弹性大。我们给予民生银行“强烈推荐”的投资评级,目标价 7 元,对应 10 年、11 年、12 年的 PE 分别为 9.3、10.3 和 8.5,10 年、11 年、12 年的 PB 分别为 1.72、1.48 和 1.29。

风险提示

更谨慎的银行监管政策

监管部门日趋谨慎的监管政策，如资本充足率标准、拨备充足率指标的调整都将会对银行的盈利能力和估值水平造成影响。

宏观经济风险

经济增长的不确定性带来的银行盈利增长的不确定性。央行不对称加息、提高存款准备金率等货币政策也会影响银行的盈利能力。

利率市场化风险

随着利率市场化改革的深入，银行产品定价的弹性区间扩大，银行可能面临更激烈的竞争所导致的息差收窄。

附：财务预测表

损益表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	30,380	32,240	44,300	55,395	66,281
非利息收入	4,367	9,211	8,007	10,852	13,723
营业收入	34,747	41,451	52,307	66,246	80,004
营业税金及附加	2,916	2,802	3,052	3,872	4,691
营业费用	14,901	17,737	22,171	27,871	33,455
拨备前营业利润	16,930	20,912	27,083	34,504	41,859
当期拨备	5,686	4,792	5,533	6,567	8,272
税前利润	10,412	15,605	21,551	27,937	33,587
所得税	2,595	3,548	4,957	6,426	7,725
净利润	7,893	12,108	16,594	21,512	25,862
资产负债表 (百万)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,054,350	1,426,392	1,749,942	2,105,580	2,504,951
总生息资产	1,029,168	1,380,557	1,665,786	2,015,895	2,409,581
贷款	658,360	882,979	1,041,915	1,229,460	1,450,763
其他生息资产	382,693	512,819	644,644	813,774	994,429
存款	785,786	1,127,938	1,409,923	1,691,907	2,030,288
其他付息负债	194,247	175,377	191,165	217,439	247,655
股东权益	54,672	88,894	108,828	148,500	170,059
增长驱动 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
存款增长	17.1%	43.5%	25.0%	20.0%	20.0%
贷款增长	18.6%	34.1%	18.0%	18.0%	18.0%
生息资产增长	14.7%	34.1%	20.8%	21.1%	19.7%
生息资产平均生息率	5.78%	4.39%	4.47%	4.82%	4.98%
付息负债平均付息率	2.83%	1.86%	1.59%	1.69%	1.77%
净息差 (NIM)	3.12%	2.65%	2.87%	2.97%	2.95%
净利差 (Spread)	2.95%	2.53%	2.88%	3.14%	3.21%
非利息收入/营业收入	12.6%	22.2%	15.3%	16.4%	17.2%
成本收入比	42.9%	42.8%	42.4%	42.1%	41.8%
当年拨备/平均贷款	0.94%	0.62%	0.57%	0.58%	0.62%
盈利增长率 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	34.5%	6.1%	37.4%	25.0%	19.7%
手续费及佣金净收入	86.5%	4.6%	68.5%	36.2%	26.8%
营业收入	37.8%	19.3%	26.2%	26.6%	20.8%
拨备前利润	47.7%	23.5%	29.5%	27.4%	21.3%
税前利润	13.8%	49.3%	37.7%	29.6%	20.2%
净利润	24.6%	53.4%	37.1%	29.6%	20.2%

资本管理 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
核心资本充足率	6.60%	8.92%	8.68%	9.92%	9.57%
资本充足率	9.22%	10.83%	10.92%	12.63%	12.01%
风险加权资产系数	72.8%	69.7%	69.67%	69.67%	69.67%
盈利能力 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ROAE (拨备前)	32.3%	29.1%	27.4%	26.8%	26.3%
ROAE	15.1%	16.9%	16.8%	16.7%	16.2%
ROAA	0.80%	0.98%	1.04%	1.12%	1.12%
资产质量 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
不良贷款率	1.20%	0.84%	0.71%	0.76%	0.81%
拨备覆盖率	150.0%	206.0%	281.6%	291.4%	301.4%
拨备余额/贷款余额	1.81%	1.73%	1.99%	2.22%	2.45%
资产负债结构 (%)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
股东权益/总资产	5.5%	5.2%	6.2%	6.2%	7.1%
生息资产/总资产	97.8%	97.6%	96.8%	95.2%	95.7%
贷款/总资产	60.3%	62.4%	61.9%	59.5%	58.4%
贷存比 (含贴现)	82.7%	83.8%	78.3%	73.9%	72.7%
存款/负债总额	77.2%	78.6%	84.3%	85.9%	86.5%
存款结构					
活期存款	41.9%	48.6%			
定期存款	57.9%	51.3%			
公司存款	82.4%	82.7%			
零售存款	17.3%	17.2%			
贷款结构					
公司贷款	73.8%	77.5%			
个人贷款	16.5%	18.6%			
贴现	9.7%	4.0%			
每股指标与估值	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股拨备前利润	0.90	0.94	1.01	1.10	1.33
每股收益	0.42	0.54	0.75	0.68	0.82
每股净资产	2.90	3.99	4.07	4.73	5.41
P/PPPOP	5.71	5.47	5.07	4.68	3.86
P/E	12.27	9.45	6.90	7.51	6.24
P/B	1.77	1.29	1.24	1.07	0.94
其他数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
网点数量	374	434			
员工数量	19,853	26,039			

资料来源：公司报表、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434