



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 4 日

银行

研究部

分析员：

毛军华

maojh@cicc.com.cn

罗景, CFA

luojing@cicc.com.cn

鄢耀

yanyao@cicc.com.cn

上调评级至推荐

民生银行(600016.CH)

多重因素助推，纳入首选组合

投资提示：

上调民生银行评级至“推荐”，股价上涨潜力 30-40%，纳入 A 股银行首选组合。

理由：

- ✓ **估值洼地。**目前民生银行 10 年市盈率为 12.8 倍，市净率为 1.73 倍（对应 10 年 ROE 14.4%），而上市银行在考虑融资摊薄后平均 10 年市盈率为 15 倍。
- ✓ **融资完成增强规模增长确定性。**H 股融资完成后，预计民生银行 09 年资本充足率达 11.58%，核心资本充足率达 9.51%，未来两年规模增长的资本瓶颈基本消除，规模快速增长的确定性增强。
- ✓ **沪深 300 权重股（银行板块第三大权重股，2.6%），受益于股指期货推出。**
- ✓ **预计一季报同比增长超过 40%，剔除出售海通证券的一次性收益后，同比增速超过 100%。**
- ✓ **作为高弹性品种，在经济上行周期中将充分受益，盈利超预期潜力大。**

中长期来看，民生银行积极调整业务模式，增强竞争力。在公司银行领域，民生率先进行事业部改革，并成功加快业务增速、改善风险管理、提高盈利能力、增强议价能力和手续费业务。在零售银行领域，民生优化“商贷通”的业务流程，建立标准化“信贷工厂”，进军微型企业市场。通过上述转型，民生银行有望逐步转变高费用驱动、高资本消耗的增长模式。

盈利增长强劲、资产回报率不断改善。预计未来两年事业部和商贷通占贷款总额比重分别上升 4 个和 11 个百分点，从而额外贡献 10 个基点的贷款收益率。预计 2009~2011 年民生银行资产和经常性利润的复合增速将分别达 25%和 45%。ROA 将由 1-3Q09 的 0.71%改善至 2010 年的 0.89%。

风险：宏观经济的二次探底，战略转型的执行风险。

主要财务信息

(百万元)	2007 A	2008 A	2009E	2010E	2010E
主营业务收入	24,821	34,747	39,701	47,769	60,892
(+/-%)	44.5	40.0	14.3	20.3	27.5
拨备金前经营利润	11,068	16,930	19,375	22,800	29,992
(+/-%)	48.4	53.0	14.4	17.7	31.5
净利润	5,939	7,893	11,944	13,796	17,627
(+/-%)	58.0	32.9	51.3	15.5	27.8
每股收益(元)	0.32	0.42	0.54	0.62	0.79
(+/-%)	32.0	32.9	27.9	15.5	27.8
每股净资产(元)	2.67	2.90	4.05	4.58	5.28
市盈率(倍)	25.1	18.9	14.7	12.8	10.0
市净率(倍)	2.97	2.72	1.96	1.73	1.50
平均资产收益率(%)	0.72	0.80	0.98	0.87	0.89
股息收益率(%)	0.5	1.0	1.0	1.2	1.5

股票信息

	A股
当前股价	人民币7.91
股票代码	600016.CH
日成交量(百万股)	194
52周最高价/最低价	人民币8.87/4.03
总市值(人民币, 十亿元)	175
发行股数(百万股)	22,262
其中: 流通股(百万股)	18,823
主要股东(持股比例)	新希望(9.54%)

最近股价走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600016.CH	+6.17	+2.73	+17.36	+96.82
上证指数	+3.92	+2.56	+17.91	+79.98
银行股指数	+6.46	+5.18	+17.84	+105.38

最近股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

特别声明：中金公司受聘担任民生银行H股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

目录

多重因素助推，上调评级至推荐，纳入首选组合.....	3
催化因素一：估值洼地.....	3
催化因素二：H股上市成功融资增强规模和盈利增长确定性.....	3
催化因素三：沪深 300 权重股，受益于股指期货推出.....	3
催化因素四：1 季报高增长.....	4
催化因素五：经济上行周期中的高弹性品种.....	5
市场化的业务模式促进业务发展.....	6
十三年发展历程.....	6
独特的股权结构.....	8
市场机制.....	9
良好的公司治理.....	11
调整业务模式，迎接未来增长机会.....	13
进行事业部改革，改善面向大公司客户的专业化服务.....	13
凭借“商贷通”进军小型和微型企业市场.....	17
为高端客户搭建综合性服务平台.....	19
加强风险管理为业务重组提供支持.....	22
以客户为导向的先进IT系统与整个发展策略相匹配.....	23
结构改善提升盈利能力.....	25
结构改善提升盈利能力.....	25
2010~11 年展望.....	34

多重因素助推，上调评级至推荐，纳入首选组合

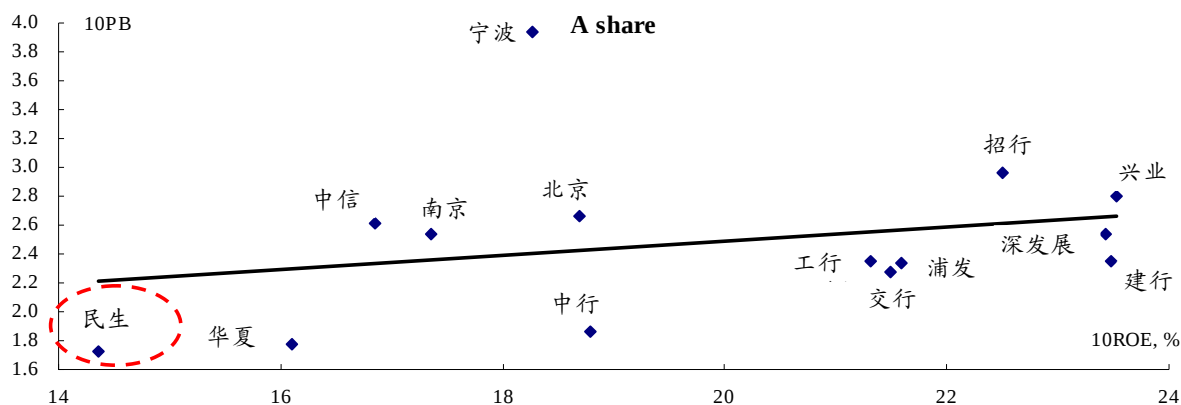
我们将民生银行投资评级从“审慎推荐”上调至“推荐”，并纳入 A 股银行首选组合，主要理由是：1.估值低；2.融资完成增强规模和盈利增长确定性；3.沪深 300 权重股受益于股指期货推出；4.一季报高增长；5.作为高弹性品种，在经济上行周期中将充分受益，盈利超预期潜力大。

催化因素一：估值洼地

从市盈率来看，目前民生银行 10 年市盈率为 12.8 倍，而上市银行在考虑融资摊薄后平均 10 年市盈率为 15 倍左右。未来两年的盈利复合增长高达 46%，远高于行业 20-25% 的增速。按照 18 倍目标市盈率计算，民生银行 A 股股价未来 12 个月存在 30~40% 的上涨空间。

从市净率角度来看，民生银行 10 年 ROE 为 14.4%，对应 10 年 1.73 倍市净率，在上市银行中处于低估状态。

图表 1：民生银行 10 年 ROE 隐含 PB 估值吸引



资料来源：公司数据，中金公司研究部

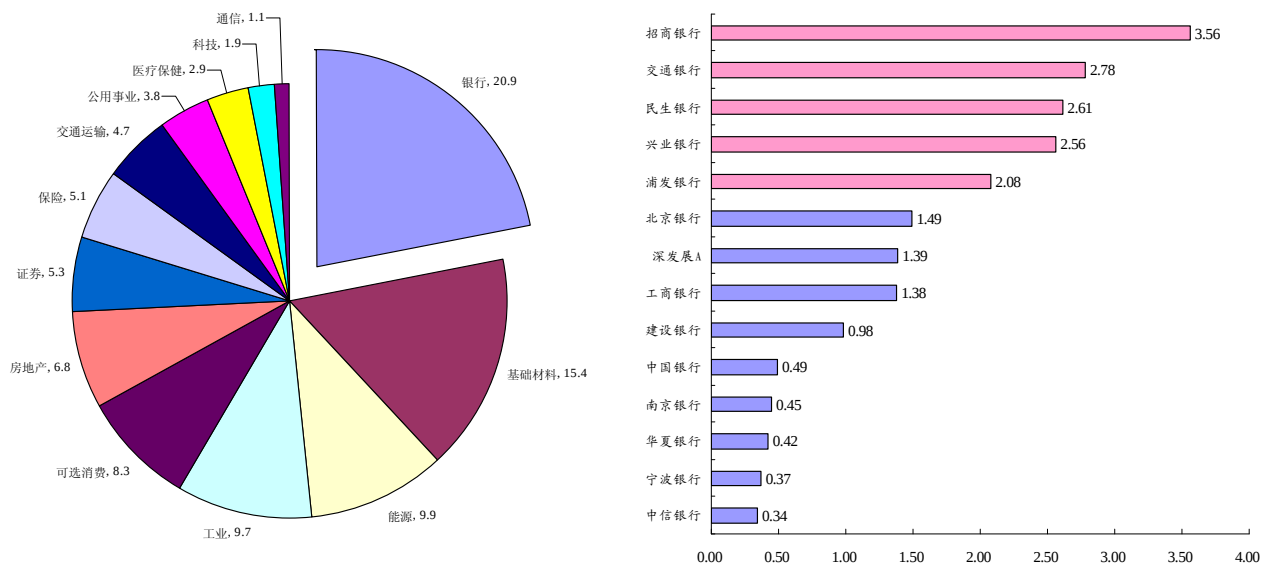
催化因素二：H 股上市成功融资增强规模和盈利增长确定性

H 股上市融资完成后，预计民生银行 09 年资本充足率达 11.58%，核心资本充足率达 9.51%，完全可以支持未来两年的业务发展，资本瓶颈基本消除。在未来两年贷款年均增速 20%，资产增长 25% 的假设下，民生银行不考虑附属资本补充的情况下仍能保持资本充足率高于 10%，核心资本充足率仍可保持在 8.4% 水平。规模和盈利快速增长的确定性增强。

催化因素三：沪深 300 权重股，受益于股指期货推出

民生银行在沪深 300 指数中的权重约为 2.6%，为银行板块的第三大权重股，将直接受益于股指期货推出带来的需求上升，进而推动估值水平。

图表 2：银行板块在沪深 300 中占 20.9%，招行、交行、民生、兴业和浦发为银行板块中前五大权重股



资料来源：wind，中金公司研究部

催化因素四：1 季报高增长

我们预计民生银行 10 年 1 季度净利润将达 35.75 亿元，同比增长 43.3%，明显高于上市银行平均 25.9% 的水平，而如果剔除 09 年 1 季度出售海通证券的投资收益约 10 亿元，1 季度同比增速将高达约 105%。

图表 3：10 年 1 季度盈利预测

(同比增速, %)	工行	建行	中行	交行	招行	兴业	中信	民生	浦发	华夏	深发展	北京	南京	宁波	上市银行合计
生息资产增长	17.8	17.7	15.0	18.6	21.2	26.7	23.2	31.0	9.4	15.3	14.4	23.4	50.9	34.6	18.1
净息差 (%)	2.28	2.42	2.14	2.25	2.26	2.45	2.76	2.67	2.36	2.15	2.51	2.50	2.56	3.09	2.5
净息差同比变化, 基点	1	-11	9	18	-2	19	37	19	29	30	-18	13	-7	16	11
净利息收入	21.3	16.8	24.3	32.0	21.8	37.2	41.6	41.8	30.6	33.6	8.8	28.1	51.7	43.2	23.9
净手续费收入	2.4	4.2	3.0	12.8	39.4	20.9	22.8	10.4	21.1	-3.7	53.2	15.7	67.1	-9.1	6.2
经营收入	17.6	18.2	25.4	27.7	23.3	37.9	36.7	25.6	29.2	34.0	10.1	34.1	24.3	26.9	22.3
营业费用	16.0	15.0	20.0	25.0	36.4	35.0	20.0	22.0	60.0	32.0	18.8	60.0	24.8	10.0	21.1
拨备前利润	18.4	8.7	19.4	29.0	11.5	39.9	48.2	28.9	14.0	36.3	2.7	25.5	24.1	45.6	18.3
拨备	71.2	-55.3	-38.4	6.0	-62.4	-755.4	-3.6	1.4	-9.5	-18.0	33.3	1402.3	-26.3	56.3	-25.1
税前利润	13.3	25.6	31.8	33.4	21.9	103.1	55.0	40.3	22.7	84.3	-8.0	15.6	38.0	41.1	26.3
净利润	12.8	25.2	33.1	31.0	22.7	103.4	53.9	43.3	23.5	74.1	-4.2	17.7	40.4	38.0	25.9
10年1季度净利润(百万元)	39,805	32,860	24,752	10,394	4,988	5,982	4,971	3,575	3,655	1,223	1,074	1,768	580	488	136,116
每股收益(元)	0.12	0.14	0.10	0.21	0.26	1.20	0.13	0.16	0.41	0.24	0.35	0.28	0.32	0.20	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

催化因素五：经济上行周期中的高弹性品种

无论从基本面还是财务上来看，民生银行均是上市银行中弹性最高的银行，在宏观经济周期向上的阶段，市场更加偏好高弹性品种。所以，民生银行目前应该获得相比长期估值中枢更多的估值溢价。

从基本面看，民生银行的客户结构更加倾向于高 beta 组合，主要以制造业、商业和房地产开发等非国有企业为主。由于于其独特的客户基础，民生银行在宏观经济复苏过程中净息差和资产质量的弹性更大。

- 1) 这些客户在宏观经济向好，信贷紧缩时期获得贷款的难度较大，有利于民生银行溢价能力的提升。
- 2) 民生银行 45% 的贷款投向高风险行业，其资产质量对宏观经济变动的敏感性更强。我们目前模型中假设民生银行未来两年不良贷款净形成率为 0.3%，如果宏观经济继续向好，未来资产质量改善有可能带来更多惊喜。

从财务上看，民生银行盈利水平对加息、规模、息差和信用成本变动的敏感性最高。所以在宏观经济向好时期，民生银行的盈利水平更有可能超出预期。

- 1) 假设 2010 年初对称性加息 27 个基点，而活期存款利率保持不变，民生银行净利润将提升 6.5%，显著高于行业平均的 2.7%。主要原因是其资产久期较短，其 84% 的贷款在 3 个月内重定价。
- 2) 由于 ROA 较低，我们的敏感性测算显示，贷款和生息资产增速提升 1 个百分点、净息差上升 10 个基点和信用成本下降 10 个基点，民生银行的受益最大。

图表 4：加息敏感性测算

	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	深发展	华夏	北京	南京	宁波	加权平均
10年初对称加息27bp，活期保持不变															
对2010年的影响															
加权存款利率变动	6.4	7.6	6.4	8.2	6.8	9.8	7.2	9.7	10.1	12.6	8.4	6.2	8.9	4.8	
加权贷款利率变动	14.7	13.4	14.9	17.5	18.4	18.5	11.6	21.5	14.5	16.0	13.8	13.9	18.2	14.5	
债券收益率上升	5.7	10.6	8.9	5.8	9.3	10.0	7.1	15.0	6.3	10.7	6.5	9.1	1.8	1.8	
净利息收入减少（百万元）	4,257	3,325	4,250	1,719	1,490	937	107	1,204	249	144	203	279	49	77	18,289
存贷利差缩小	2,066	422	2,081	1,267	1,061	635	(30)	851	152	(11)	124	147	40	74	
债券收益率上升	2,191	2,903	2,169	452	429	301	137	353	97	154	79	133	9	3	
NIM变化（基点）	3.3	3.3	5.5	4.7	6.6	5.6	0.6	7.7	1.8	2.2	2.2	4.7	2.7	5.1	4.0
净利润增加（百万元）	3,192	2,494	3,187	1,289	1,117	702	80	903	187	108	152	210	37	58	13,717
相当于原预测的 %	2.1%	1.9%	4.5%	3.2%	4.7%	3.6%	0.5%	6.5%	1.2%	1.7%	2.9%	2.7%	1.6%	3.1%	2.7%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 5：对主要盈利驱动因素的弹性测算

影响10年净利润 %	工行	建行	中行	交行	招行	中信	浦发	民生	兴业	华夏	深发	北京	南京	宁波
10年贷款增速														
每增加1个百分点	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.0	2.3	1.3	0.8	0.6	1.0
10年生息资产增速														
每增加1个百分点	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	2.0	1.6	3.0	1.8	1.2	1.2	1.7
10年净息差														
每提升10个基点	6.2	5.7	6.5	7.0	7.3	6.7	8.0	8.7	6.9	15.6	7.9	5.4	5.3	6.0
10年净手续费收入增速														
每增加1个百分点	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
10年信用成本														
每下降10个基点	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	4.3	4.7	5.3	3.7	8.4	4.7	2.9	2.4	3.7

资料来源：公司数据、中金公司研究部

市场化的业务模式促进业务发展

民生银行从白手起家成长为拥有上万亿总资产的全国性银行仅用了十三年的时间，这个速度堪称奇迹。除了良好的宏观背景环境，我们相信民生银行独特的所有权形式、市场化的业务模式和以业绩考评为基础的激励机制都为该银行的迅猛发展起到了推动作用。

十三年发展历程

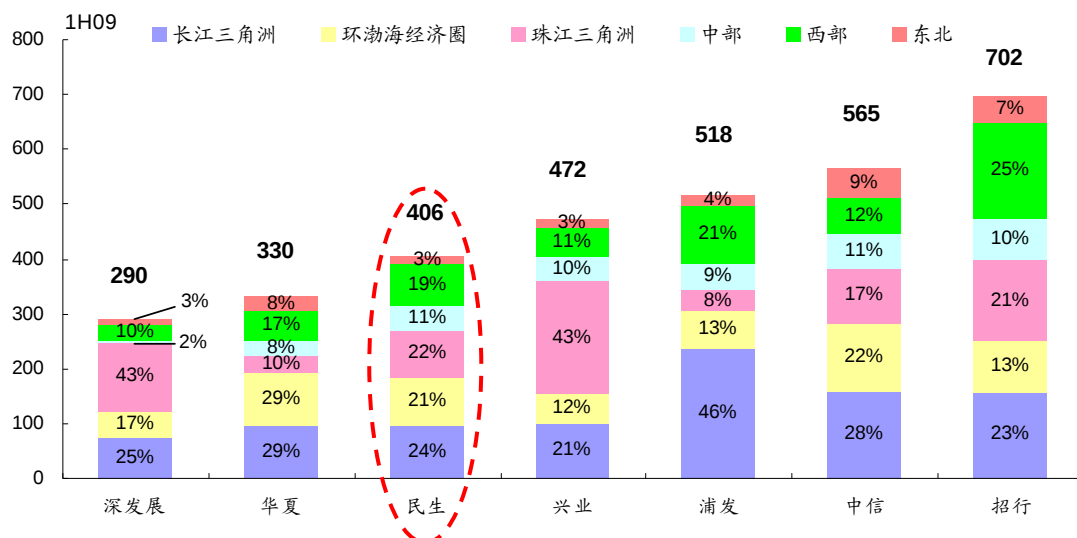
过去十三年中，民生银行在全国 29 个城市开设了 406 个网点，其中 67% 集中在经济较发达的沿海地区。该行拥有 130,249 家公司储户，并与全国 500 强企业中的过半建立了客户关系；同时，其零售业务拥有 1720 万名客户并发行了 680 万张信用卡和 2180 万张借记卡，已逐步达到规模经济的临界点。

2008 年民生银行名列第四大股份制银行，其总资产、贷款总额和存款总额分别占整个市场的 1.7%、2.1% 和 1.6%。八年前民生位列第六，仅有 63 个分支机构，但之后借助资本市场飞速发展。民生银行 2000~08 年的总资产复合增长率为 40.9%，这是上市银行中最高水平。

自 2000 年以来，民生银行凭借独立的贷款评审制度得以在贷款迅速增长的同时保证了资产质量。截至 09 年上半年，民生的不良贷款率从 2000 年的 5.95% 降至 0.86%，低于中型银行 0.95% 的平均水平和上市银行 1.29% 的平均水平。此外截至 09 年 3 季度，民生银行的准备金覆盖率已从 2000 年的 21% 扩大至 185%。

总之，民生银行 2000~08 年税前利润复合增速为 44.3%，名列上市银行中第二。

图表 6：民生银行的业务已拓展至全国



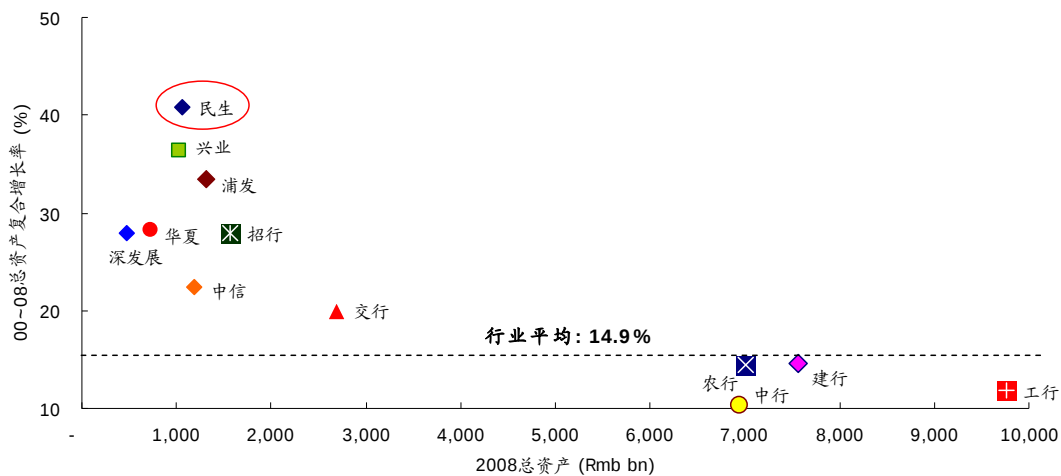
资料来源：公司数据、《金融年鉴》、中金公司研究部

图表 7: 民生银行各业务发展情况

1H09	零售银行			公司银行	电子银行	
	信用卡, 1,000	借记卡, 1,000	个人客户数, 1,000	公司客户数, 1,000	自助银行	ATM
招行	28,850	51,720	40,390	331	1,622	4,745
中信	8,235		14,610*		880	3,032
民生	6,780	21,800	17,250	130	1,573	2,669
浦发	3,380	17,140				
兴业	5,399			162		2,711*
深发展	3,196	10,106*	12,580			

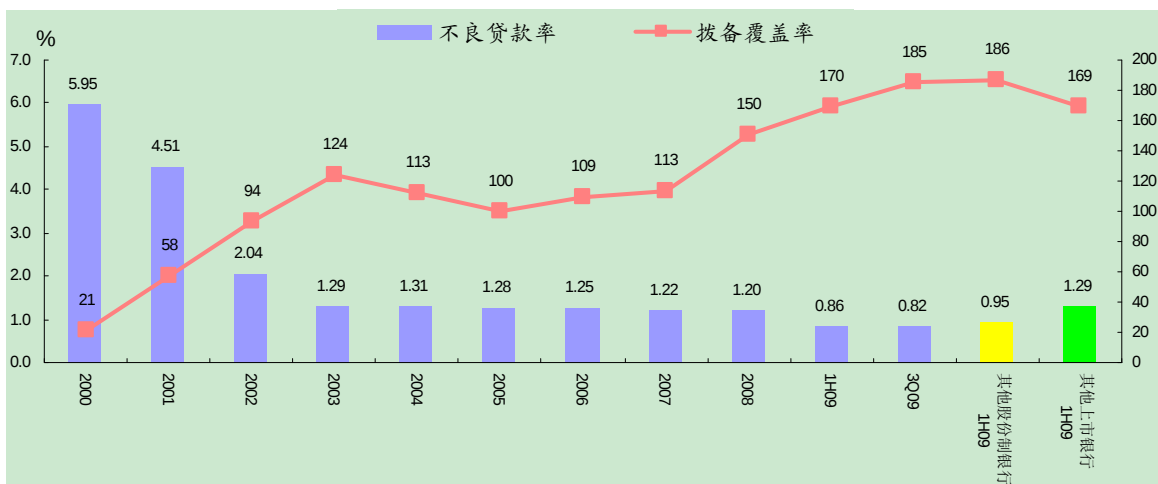
资料来源: 公司数据、中金公司研究部; 注: * 截至 2008 年

图表 8: 中型银行资产增速最快



资料来源: 公司数据、《金融年鉴》、中金公司研究部

图表 9: 民生银行资产质量良好, 覆盖率保守



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

独特的股权结构

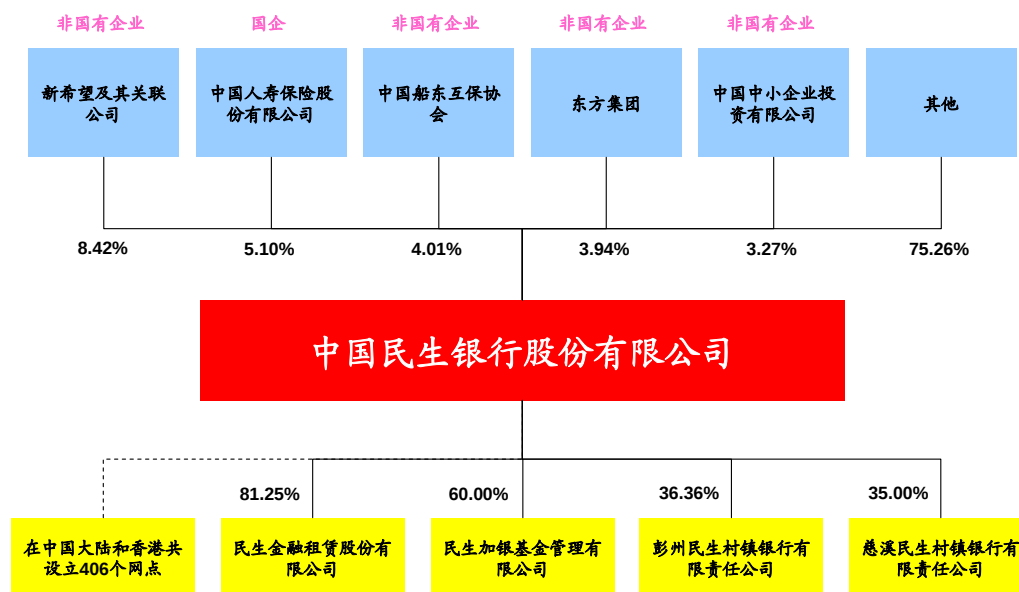
民生银行是唯一一家由非国有企业成立的股份制商业银行，独特的股权结构给该行带来了市场机制和良好的公司治理。民生银行成立于 1996 年，当时非国有企业拥有 85% 的股权，与首钢控股的华夏银行和地方政府控股的上海浦东银行截然不同。截至 2009 年 6 月，新希望投资及其关联公司拥有民生银行 8.42% 股份和董事会总共 18 个席位中的 2 个席位。

图表 10：唯一一家非国有企业控股的上市银行

所有者性质	银行
中央政府	工商银行
	建设银行
	中国银行
	交通银行
地方政府	上海浦东银行
	兴业银行
	华夏银行
	北京银行
	宁波银行
	南京银行
国有企业	招商银行
	中信银行
外资企业	深发展银行
私有企业	民生银行

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 11：非国有企业控制民生银行



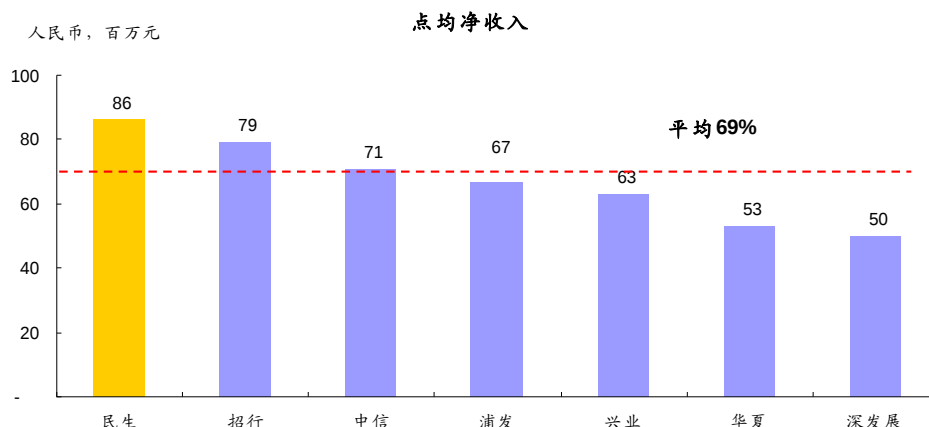
资料来源：公司数据、中金公司研究部

市场机制

与国有企业和地方政府不同，非国有企业的控股地位对银行高层在利润增长方面要求更高，因此形成了用业绩说话的企业文化。

- **各分支机构业绩考核制度：**2002 年民生率先对其分支机构实施业绩考核制度。该制度从净利润、运营效率、风险和内部控制等方面进行考核，突破以往分行和支行之间的等级差别。例如，获得高分的支行行长也可以享受分行行长的待遇。这种制度极大程度地激发各分支机构开拓业务的动力。
- **“两率”考核制度：**“两率”分别指薪酬利润比和营业费利润比。该制度能更好地激励员工尽全力拓展业务，并已颇具成效。因此，民生银行能享有高于行业平均水平的点均收入。

图表 12：民生银行的点均收入超过行业平均水平

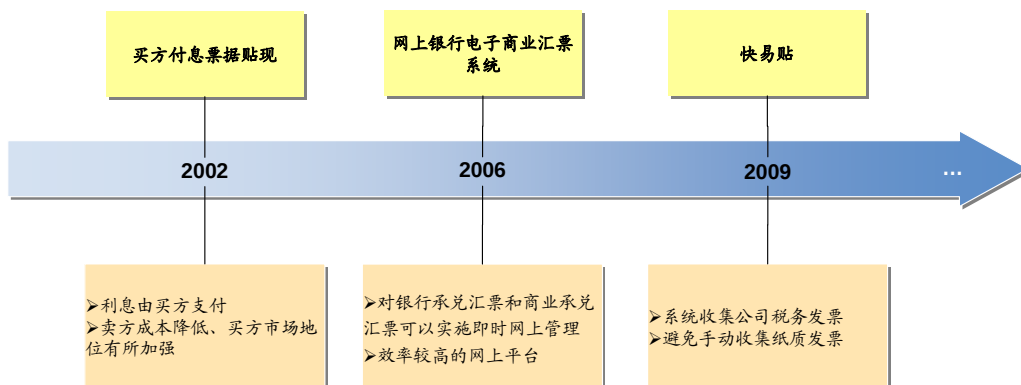


资料来源：公司数据、中金公司研究部

业绩至上的企业文化激励民生银行所有员工积极开发适合客户需求的产品以适应市场变化、抓住发展机会。

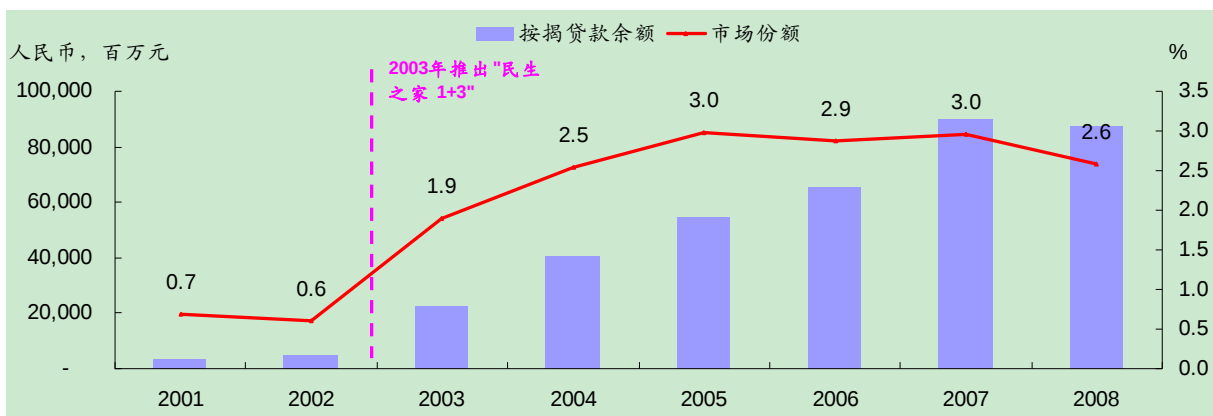
- **票据贴现。**2001 年民生银行为了降低贴现方的成本推出买方付息票据贴现。2006 年该行推出网上银行电子商业汇票系统，这是管理承兑汇票的一个有效平台。2009 年民生又推出首家“快易贴”产品，该产品可以系统地从企业增值税发票收集信息，避免手工收集纸质发票。
- **房屋抵押贷款。**2003 年民生银行率先推出“民生家园 1+3”产品，为客户购房、装修、停车位提供打包贷款服务，且一旦发放贷款可以轻松续贷。民生银行借此充分享受了相关行业的迅猛发展，并在 2003~05 年期间成功提高了市场份额。
- **贸易金融。**2006 年民生银行推出保付代理、物流融资、增值服务等三个系列产品。2007 年该行抓住机会用订单融资等创新产品大力发展船运融资和大宗商品贸易融资业务。2008 年为抓住国际电子交易的发展契机，该行加大了对应收账款融资和电子贸易的关注力度。目前民生银行已成长为一家全面的贸易金融服务供应商，主要提供五大解决方案，包括应收账款融资、进口贸易链融资、担保函、增值服务和结构性融资。

图表 13：针对票据贴现持续推出创新产品和服务



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 14：由于产品创新民生银行的房屋抵押贷款业务在 2003~05 年期间发展迅速



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 15：五大创新解决方案构成领先的贸易金融平台



资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行H股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

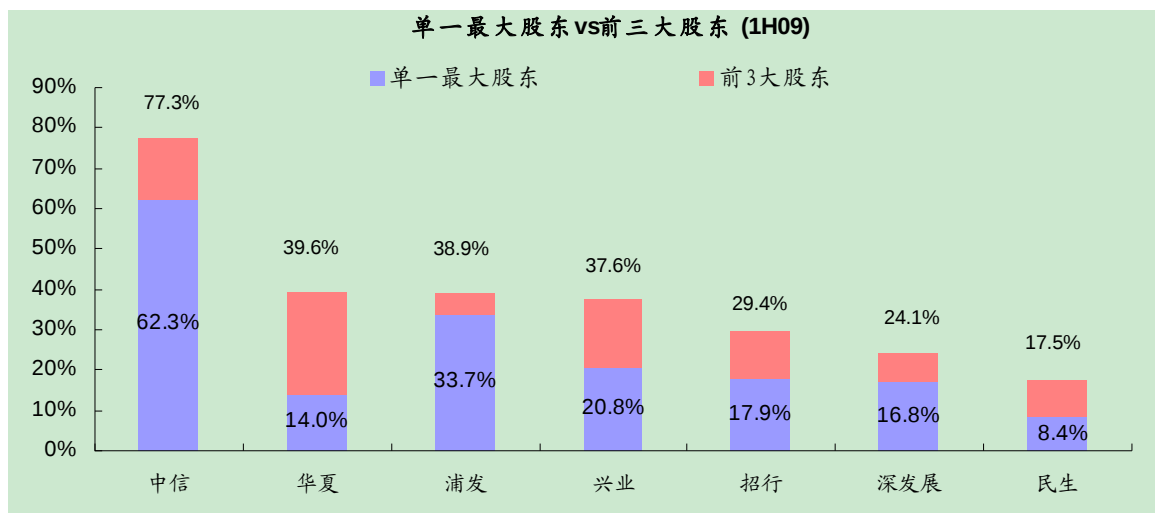
良好的公司治理

截至 2009 年 6 月，民生银行的第一大股东和前三大股东分别仅拥有 8.42% 和 17.5% 股权。分散的股权结构和九年的上市经验确保公司的商业决策能实现股东利益最大化，而不会损害中小股东的利益。我们认为新希望集团、东方集团和中国泛海这三大股东已在董事会形成了相互制衡的局面。

此外，民生银行高级管理层关注的是银行发展，而非个人自身的政治前途。董事长董文标和行长洪崎自民生银行创立时就已加入，这在中国所有上市银行中独一无二。他们拥有二十余年的从业经验，非常了解中国银行业。

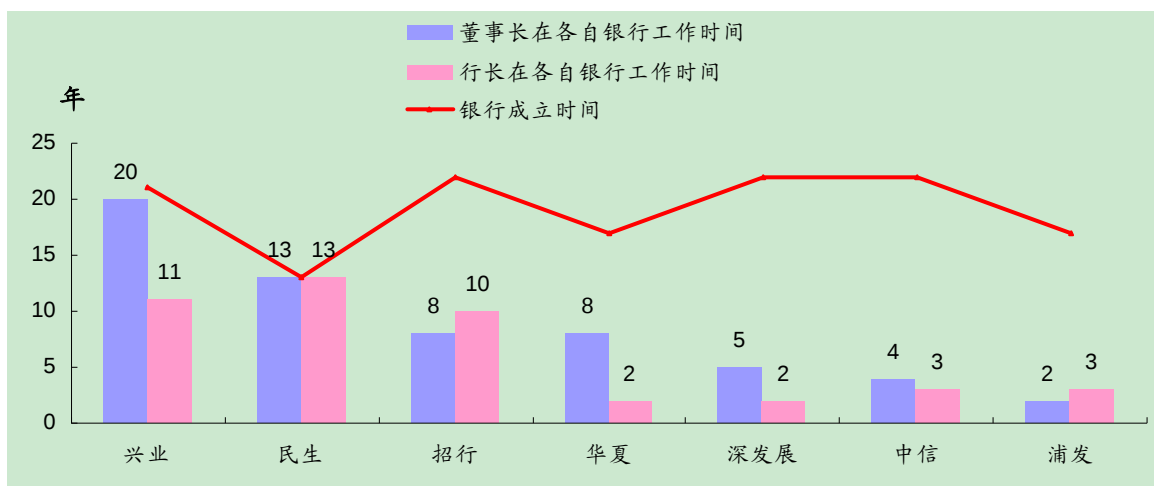
2000 年 12 月在上交所上市以来，市场化的业务模式和股东利益最大化的企业文化为股东带来了丰厚的投资回报：截至 2009 年 10 月底民生银行 A 股股权回报率为 14.7%，高于上证综指和银行业指数的增幅。

图表 16：分散的股权结构使得董事会出现相互制衡的局面



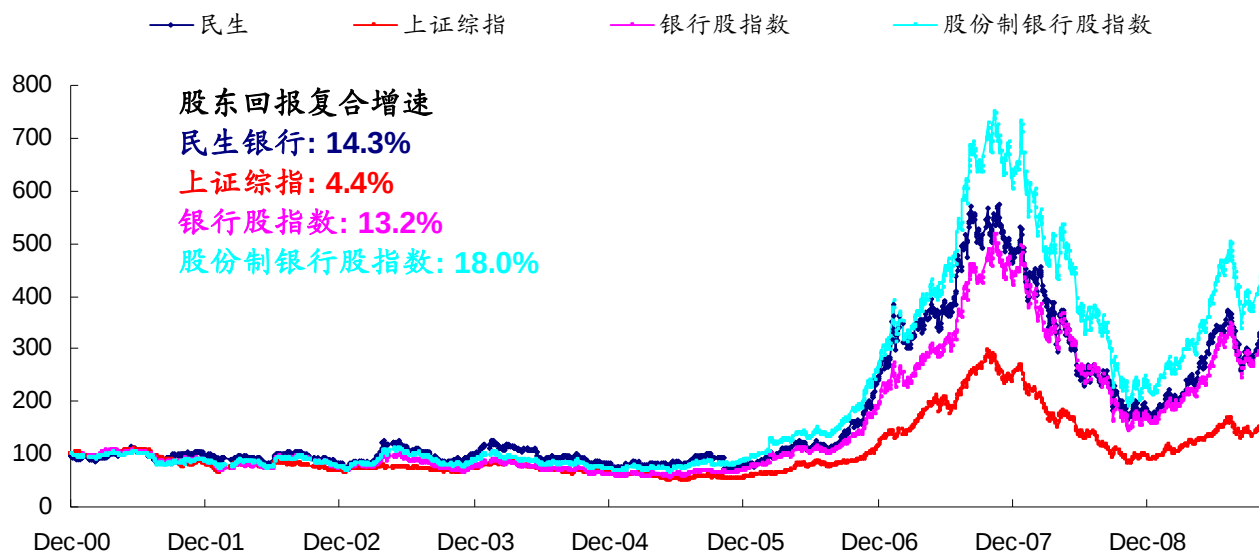
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 17：民生银行高级管理层更了解自己所在的银行



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 18：民生银行 A 股股价表现



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

调整业务模式，迎接未来增长机会

2000~2006 年，民生总贷款额高速增长，期间复合增长率达 52.5%。然而，管理层意识到，随着脱媒化和利率市场化的逐步到来，之前受费用驱动的资本密集型增长模式难以奏效。面对市场状况的变化，民生自 2007 年开始重塑其业务模式并做出诸多努力以捕捉未来增长机会。

- 实施事业部改革，改善对大公司客户的服务
- 建立“商贷通”品牌及标准的“信贷工厂”模式进军微型企业市场
- 建立综合性平台，满足中高端零售客户的需求
- 提升多层次、集中和独立的风险管理体系
- 开发基于客户的新型核心银行系统

民生的这些改革举措在中国银行业具有深远的意义。

- 事业部目标盈利能力：提高风险调整回报和大公司客户中间业务收入
- 支行负责业务增长：中小企业、微型融资和零售银行

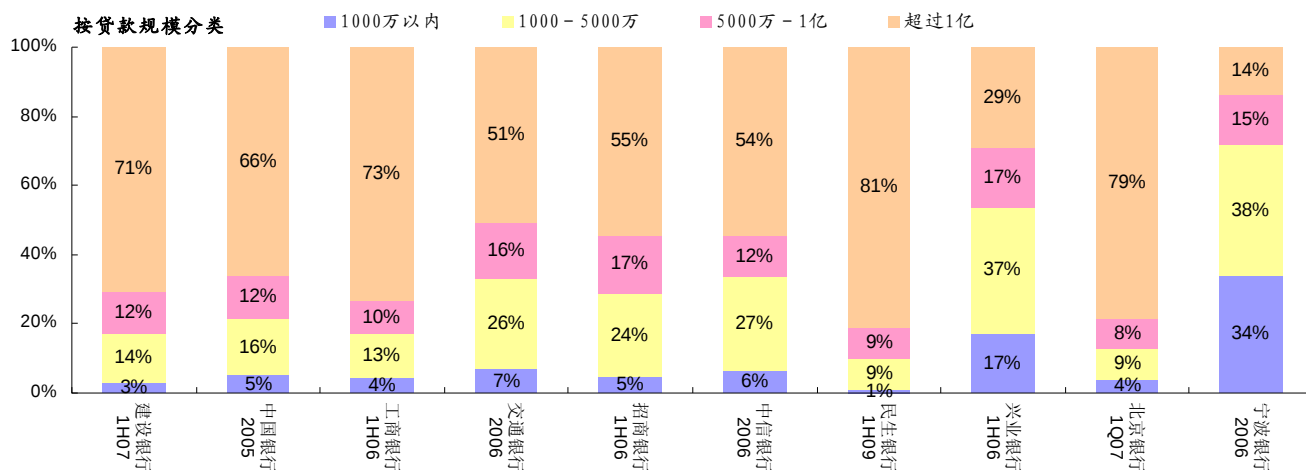
为使支行从日常工作中解脱出来，大量的后台支持职能由支行转移至分行和总行的处理中心。

进行事业部改革，改善面向大公司客户的专业化服务

过去 10 年，民生的公司银行业务日益壮大。截止 09 年上半年，民生共有 130,249 位企业存款客户和 10,129 位有授信的企业贷款客户。目前民生的客户数量已达到规模经济的临界点，其主要任务已由扩大企业贷款额转向提高客户份额。

优质大型公司是民生公司银行业务的主要组成部分，目前超过 80% 的企业贷款余额均超过 1 亿人民币。随着资本市场发展的加速和利率的逐步市场化，民生不得不将其业务模式的基础由利差调整为中间业务收入。然而，老的运营机制无法满足客户日益复杂化的需求，民生随之于 2007 年末启动事业部改革。

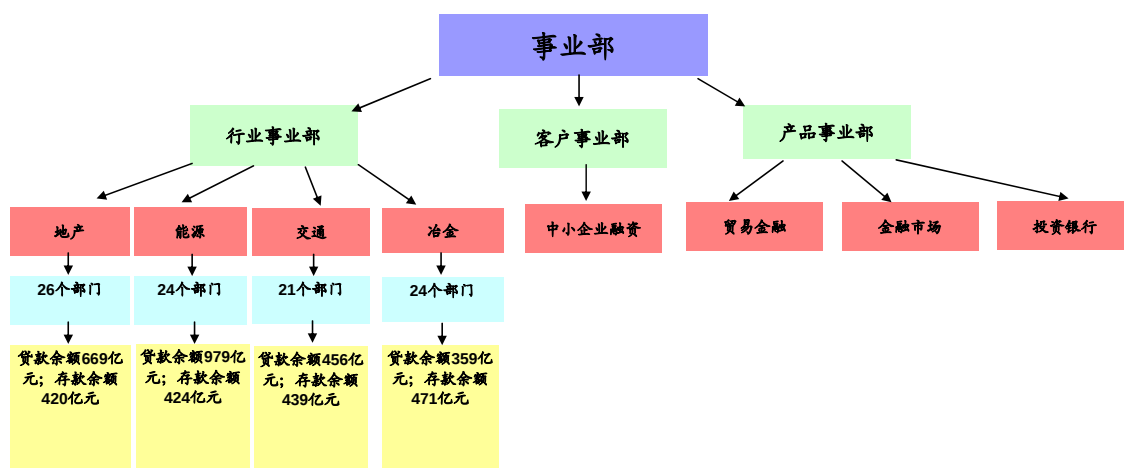
图表 20：民生的企业贷款业务中大客户所占份额较高



资料来源：公司数据、中金公司研究部

民生已在 8 大业务领域建立起事业部，包括四个行业事业部（地产、能源、交通和冶金）、中小企业金融事业部、贸易金融事业部、投行事业部和金融市场事业部。每个行业事业部通常建立数家分支机构，作为子部门的支持平台。

图表 21：民生事业部结构图



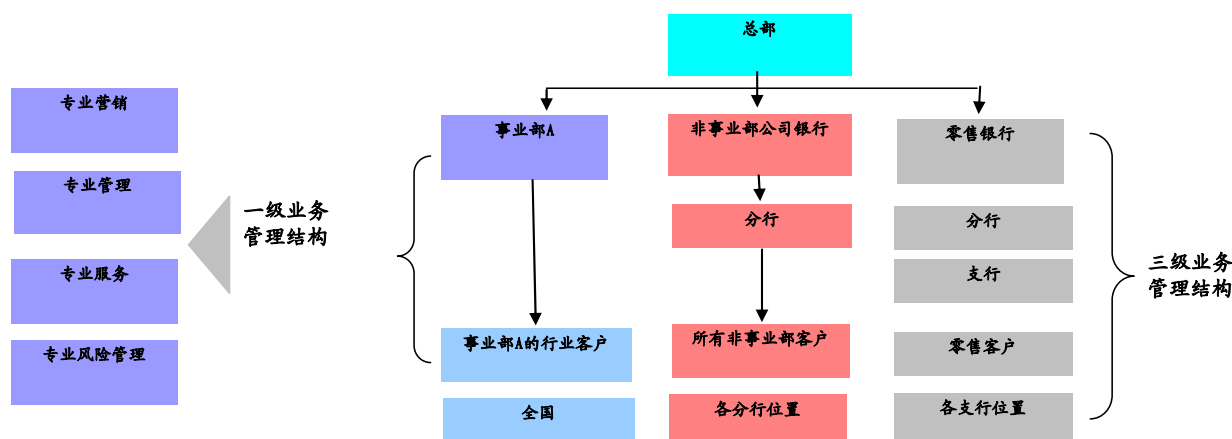
资料来源：公司数据、中金公司研究部

据我们了解，事业部改革的理念是通过提供增值服务提高盈利能力。其特点如下：

- 业务专长：**由于各事业部侧重于某一特定行业、客户群或产品，并拥有专有的研究、销售和风险管理团队，因而可对相关领域具有更为全面和深入的理解。与传统的分行结构相比，民生的事业部结构所提供的服务更具针对性和专业化，能够更好地满足客户的复杂需求。
- 扁平化组织结构：**与传统的 3 级（总行、分行、支行）运营和管理模式不同，事业部通过 1 级结构进行全国性运营（中小企业事业部拥有矩阵结构）。1 级结构可使民生更为有效地向客户分配资源和改善运营效益。据金融时报称，采用事业部结构，开发商贷款信贷审批程序已由改革之前的 2~5 个月缩短至 1 周左右。
- 独立的运营：**各事业部拥有独立的营销、管理、客户服务和风险管理职能及人力资源和财务管理等支持性职能。更重要的是，事业部自负盈亏。因此，事业部可更为关注源自特定业务领域的独特事宜。

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 22：事业部采用 1 级结构，而非传统的 3 级结构

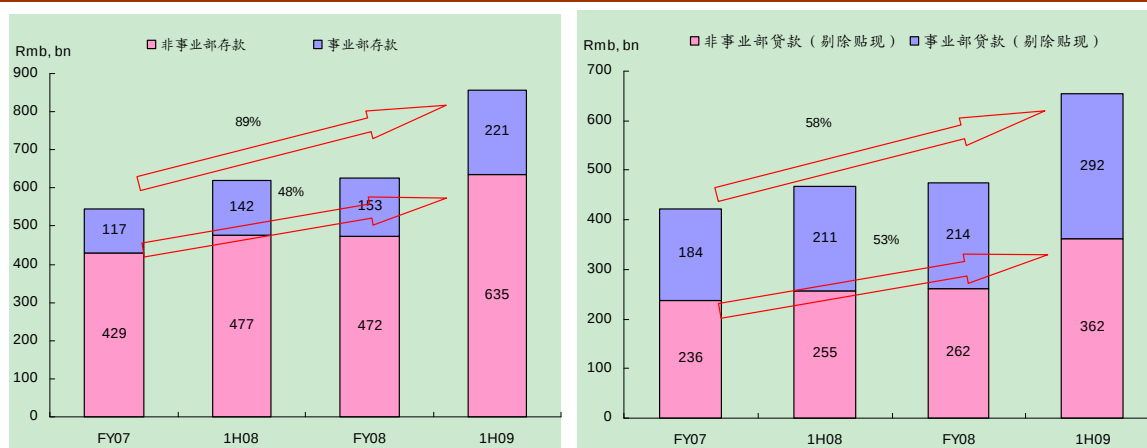


资料来源：公司数据、中金公司研究部

事业部改革效果已现。过去一年半，民生规模扩张加快、贷款议价能力提升、中间业务收入贡献增加，而且风险控制良好。

- 规模扩张加快：**09 年上半年，事业部的存款总额为 1533 亿人民币，今年以来增长 44%，较 2008 年初增长 89%，而同期非事业部存款增长分别为 34% 和 48%。事业部存款在企业存款总额中的占比已由 2007 年的 21% 上升至 09 年上半年的 26%。另一方面，09 年上半年的贷款总余额为 2918 亿人民币，较 2008 年初增加 58%，高于非事业部企业贷款 53% 的增速。截止 09 年上半年末，事业部贷款在企业贷款总额中的占比已升至 44.7%。
- 贷款议价能力提升：**事业部可向主要客户提供专业化服务并对某些客户的风险因素拥有更深刻的理解，因而拥有较非事业部部门更强的议价能力。09 年上半年，事业部新增贷款中约 30% 高于基准利率，而民生所有新增企业贷款的这一比例仅为 21%。四个行业事业部中，以基准利率或高于基准利率提供的贷款占比为 52~91%。因此，09 年上半年事业部平均贷款收益率为 5.77%，较企业贷款平均收益率高出 18 个基点。
- 中间业务收入的主要贡献者：**凭借其专业团队，事业部不但能够提供传统的融资产品，而且能够提供一站式金融服务（如提供更具增值性的服务）来推动中间业务收入增长。例如，房地产事业部还提供结构融资、项目评估、并购顾问、资产托管和财务规划等。09 年上半年，四个行业事业部和贸易融资事业部为民生贡献了 10.7 亿人民币的中间业务收入，占 47%。
- 良好的风险控制：**事业部拥有业内专业化的风险管理团队，对类似风险资产进行集中的标准化管理。该团队对所覆盖的行业拥有深刻的理解。09 年上半年经济低迷时期，四个行业事业部的资产质量实现了显著改善。实际上，民生的房地产贷款资产质量较优。其开发商贷款不良贷款率在中型银行中降幅较大。

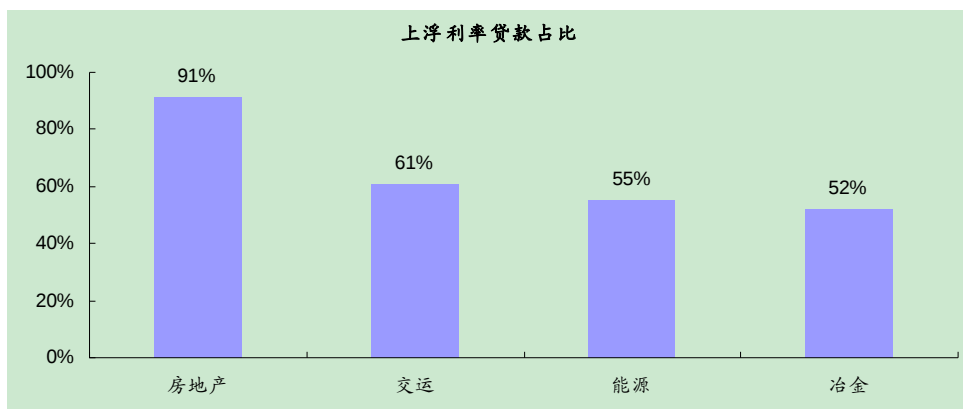
图表 23：事业部规模扩张较快



特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

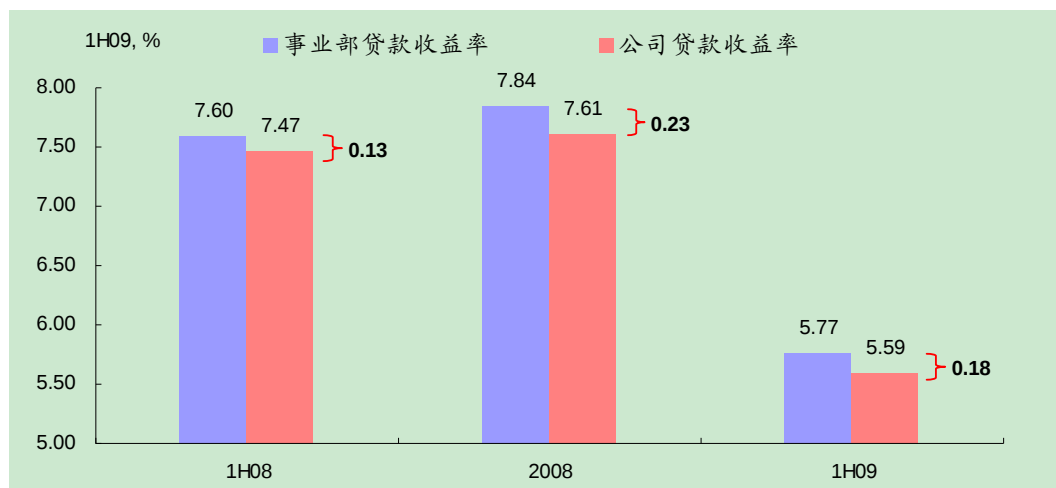
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 24：大多数事业部贷款以基准利率或高于基准利率定价



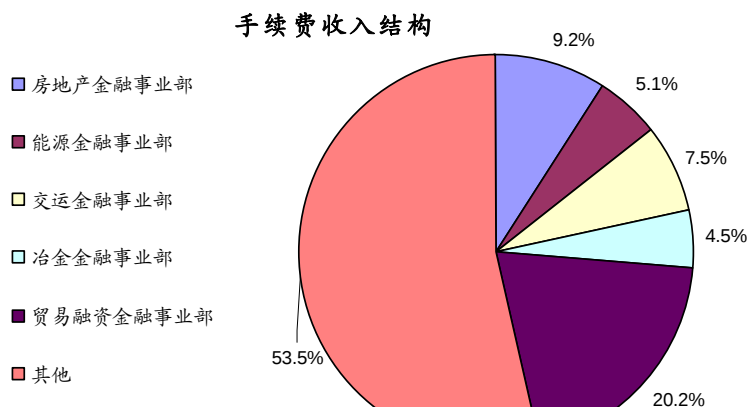
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 25：事业部的议价能力得以提升



资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：计算 08 年上半年企业贷款收益率时采用了期初和期末贷款余额的平均值

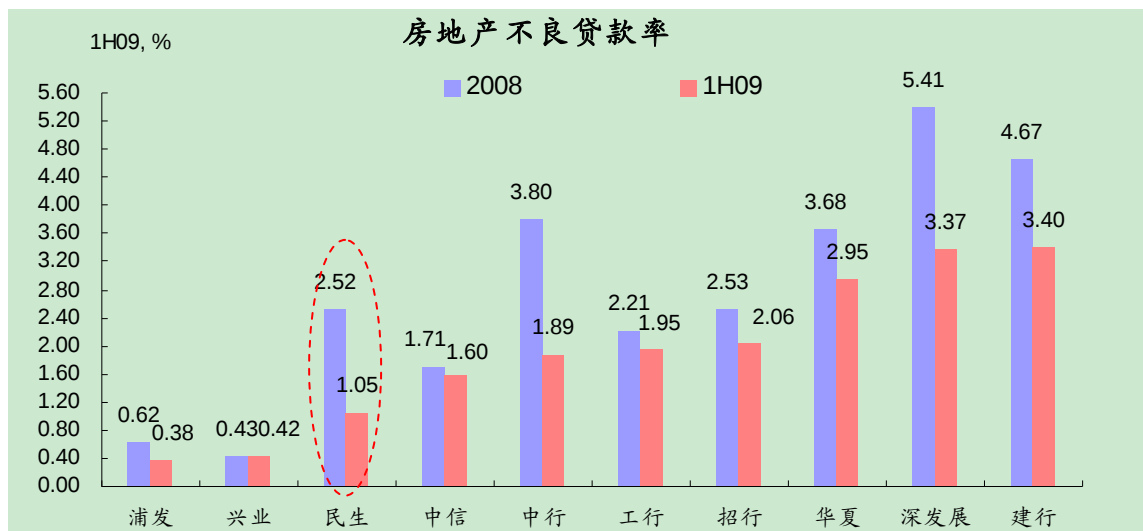
图表 26：事业部所贡献的中间业务收入约占 50%



特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响独立性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 27：尽管房地产市场较为波动，但房地产相关贷款的资产质量依然健康



资料来源：公司数据、中金公司研究部

凭借“商贷通”进军小型和微型企业市场

通过事业部改革，各分行约 50% 的公司银行业务被转移至事业部，使得大量支行不得不侧重于中小企业贷款和零售业务。事实上，金融机构对富裕的微型企业主所提供的服务不足，预计这一市场的潜在规模超过 8000 亿人民币。为开发这一市场，民生创建了“商贷通”并建立了一个称之为“信贷工厂”的独特业务流程。

审慎的业务策略：根据中国经济的特点，民生采用审慎的业务策略开发小企业和微型企业市场。

- **先进的规划：**民生通常基于其对客户生命周期和特点、地域差异和行业链的深入理解在不同城市选择小众市场。
- **批发银行营销活动：**民生与地方政府和行业协会一起接触目标客户，以获得规模效益。其目标通常是一个周期（批发银行市场）两个链（供应链和客户链）。
- **简化业务流程：**在信贷工厂机制下，民生通过引入信用打分系统和建立集中处理中心来重塑其信贷审批程序。据我们了解，民生已启动商贷通在线信贷申请系统。

创新的服务解决方案：商贷通具有诸多诱人特点：

- **全面的产品系列可满足微型企业的财务需求：**商贷通可为微型企业主提供一体化金融服务，包括授信、结算、理财和财务顾问服务。
- **灵活的抵押或担保：**大多数微型企业抵押品有效，因此商贷通可按合理的贷款价值比接受其业主的房产作为抵押品，如专业市场运营商的担保、行业链中核心企业的担保、应收账款等。
- **对客户要求反应迅速：**鉴于微型企业通常对信贷支持的及时性要求较高，信贷工厂机制将审批程序由之前的 15 日缩短至 7 日之内。

倍受欢迎的产品：2009 年初启动的商贷通深受市场欢迎，截止 09 年上半年末的贷款余额为 169 亿人民币，占零售贷款总额的 14%。商贷通的竞争优势从以下两篇报道即可见一斑：

- **厦门茶叶分销行业：**据厦门市茶叶协会估计，厦门目前有 1 万家以上的茶业企业，但是大多属于中小企业，融资渠道较少。茶商的资金需求阶段性很明显，一般在 8 月到 10 月、3 月到 4 月这两个阶段。借助商贷通，民生

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

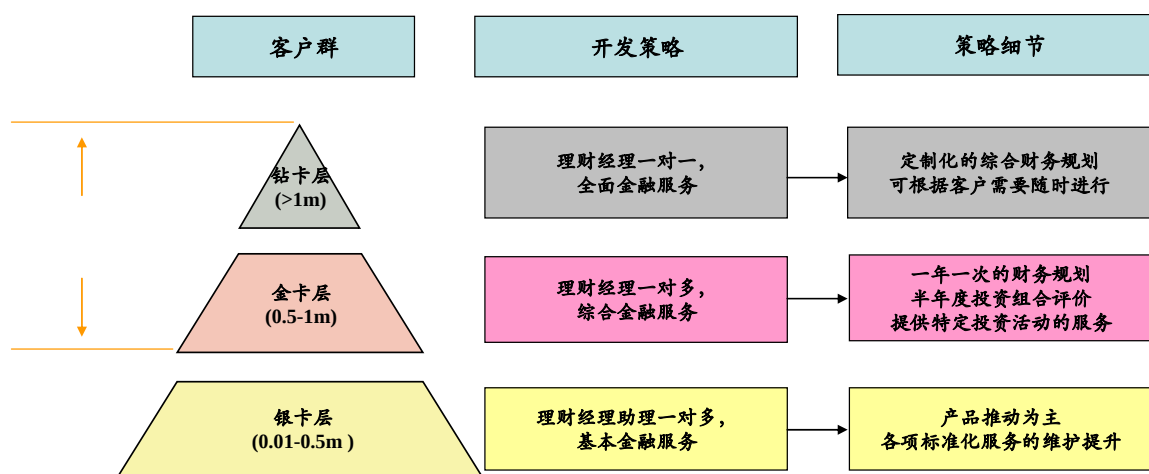
银行厦门分行于 2009 年 7 月与厦门市茶叶协会签订了金融服务战略合作协议。通过这一合作，茶叶协会向民生推荐拥有良好记录的小企业，而民生计划向厦门茶叶行业商户贷款投入 10 亿元，扶持 500 家中小商户。（厦门商报）

- **北京百荣世贸商城：**该市场现有经营商户近 10000 家，经营品种近 100000 种，已经成为华北最大的服装、小商品批发中心。但这些小商户因缺乏抵押品而通常难以获得银行资金支持。民生与该商城担保子公司合作给予商户批量授信额度 5000 万元人民币，而其要求仅仅是客户在商城经营需 2 年以上。（民生银行网站）

为高端客户搭建综合性服务平台

民生根据零售客户在银行的金融资产总额将其划分为三个级别，并采用不同的策略。对于金融资产超过 50 万人民币的客户，民生为其提供一系列独有的高端定制服务，如财务规划、财务顾问和投资组合评估。

图表 28：清晰的客户群划分

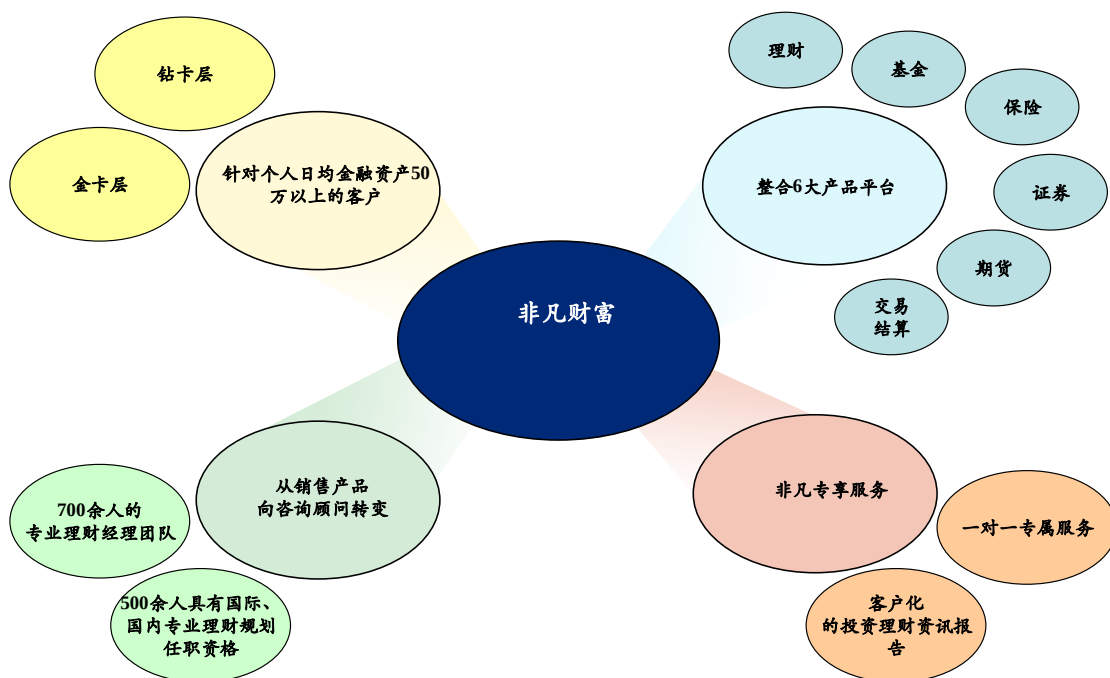


资料来源：公司数据、中金公司研究部

根据以中高端个人为主的业务策略，民生开发出一个融合“3+N”贵宾增值服务和“非凡财富”为一体的平台。

- **“3+N”贵宾增值服务：**高端客户可享受机场贵宾服务、医疗健康通道和高尔夫俱乐部会员等殊荣礼遇。
- **非凡财富：**民生提供六个系列的综合产品，包括理财、投资基金、保险、证券、期货和结算。700 多位理财经理向客户提供专注的顾问服务，其中 150 余位经理持有金融理财师证书，350 余位持有助理金融理财师证书。

图表 29：非凡财富的创新

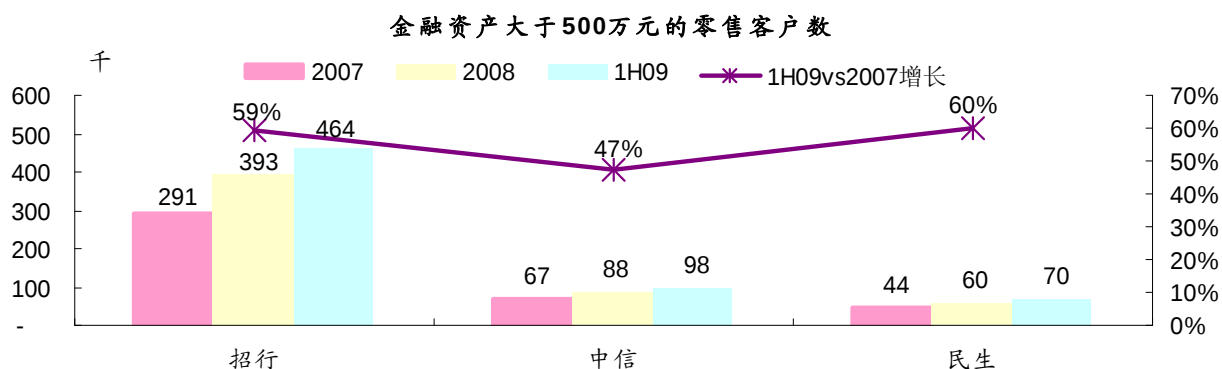


资料来源：公司数据、中金公司研究部

通过具有针对性的客户策略，09 年上半年民生的高端客户数量显著增长。

- **高端零售客户数量增速较快：**由于开始较晚，民生金融资产超过 50 万人民币的零售客户数量远远少于招行和中信银行。但民生 2007 至 2009 年上半年期间高端零售客户数量实现了 60% 的增速，远远超过招行和中信银行。
- **高端客户存款在零售存款中的占比较高：**民生约 54% 的零售存款来自高端客户，而招行这一比例为 45%。
- **白金和钻石信用卡快速增长：**截止 2009 年 6 月，民生已发行 120,000 张白金和钻石信用卡，2007 年至 09 年上半年的复合增速为 115.2%，远超信用卡总额发行量的增速。因此，民生 2008 年每张信用卡平均消费额名列第一。

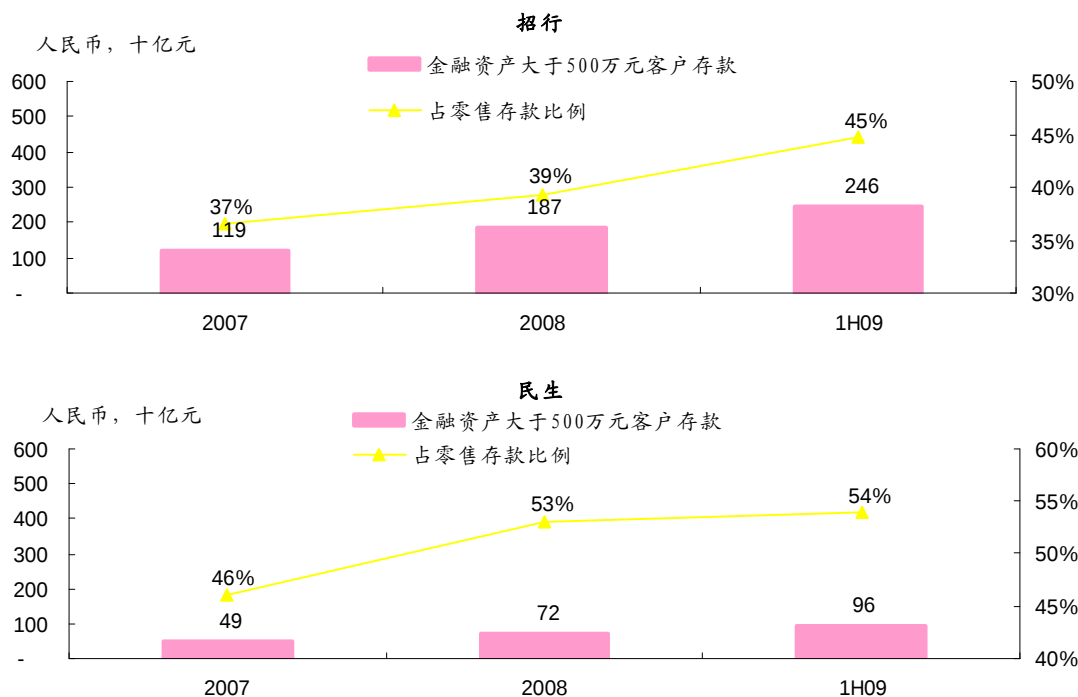
图表 30：中高端零售客户比较



资料来源：公司数据、中金公司研究部

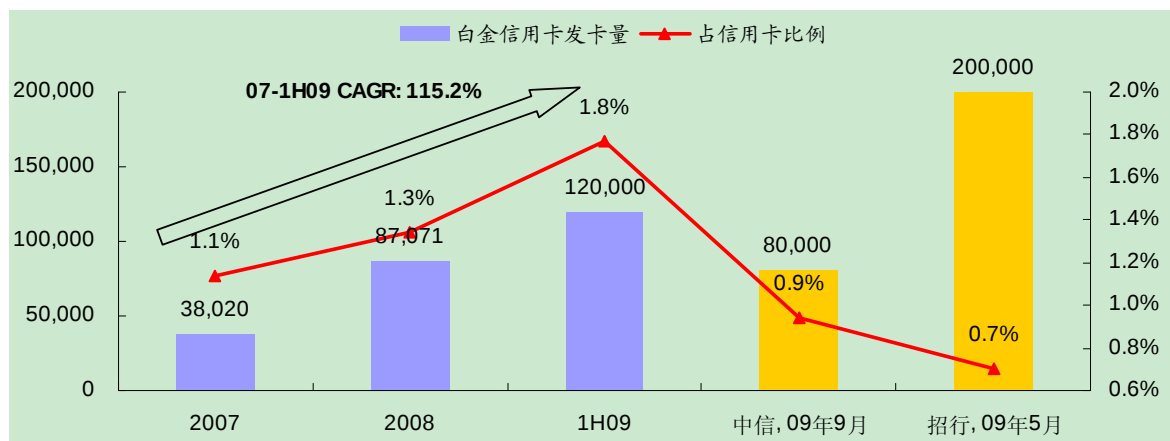
特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 31：中高端零售客户存款



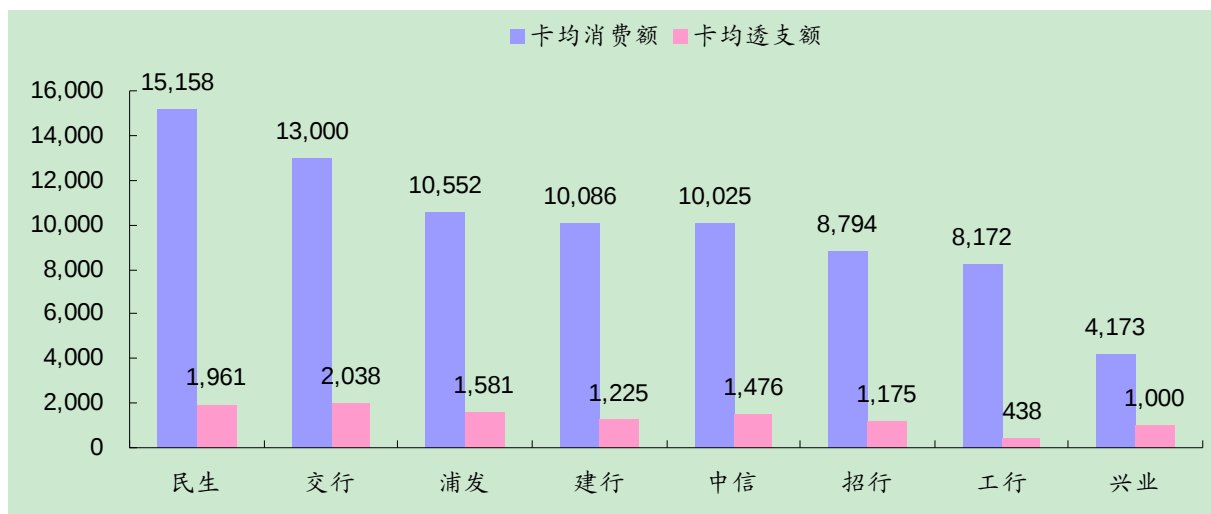
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 32：中高端信用卡业务



资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：民生的数据包括白金和钻石信用卡

图表 33：2008 年民生每张信用卡消费和透支额分别名列第一和第二



资料来源：公司数据、中金公司研究部

加强风险管理为业务重组提供支持

在最初发展阶段，民生 1999 年的不良贷款率约为 10%。之后，围绕独立、专业化和集中化改进风险管理体系的持续努力初见成效，使得民生在业务实现惊人的快速增长的同时确保了资产质量。为进一步兼顾资产质量和规模扩张，民生采取了或计划采取各种综合风险管理举措，包括建立多层次风险管理结构和侧重于客户的风险管理机制。

民生一直强调风险管理的独立性、专业化和集中化，涵盖信贷审批、放款和收贷的整个流程。

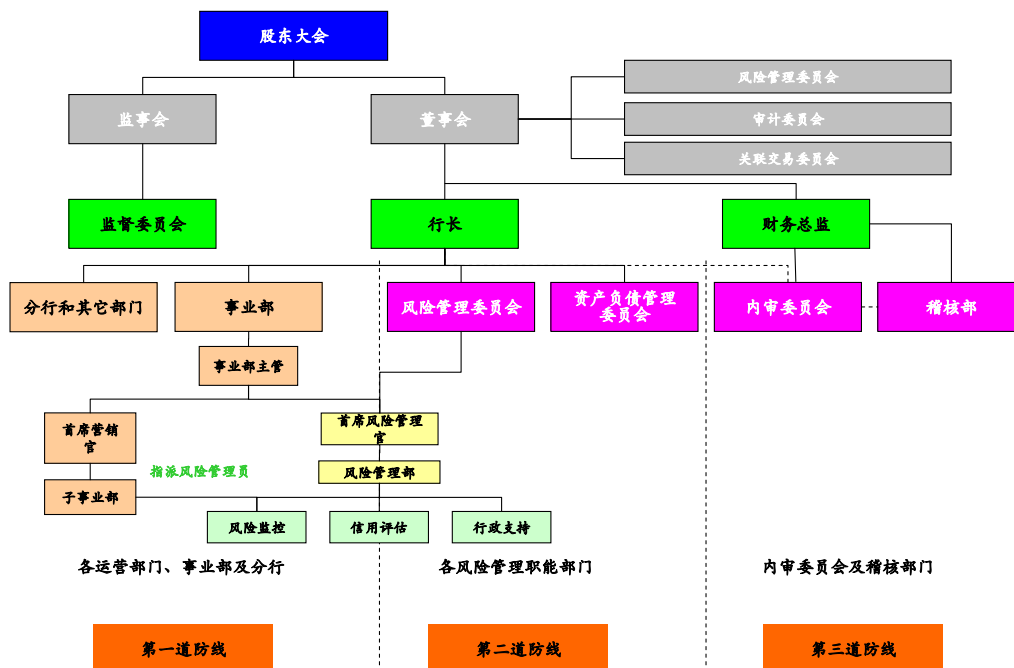
- **独立性：**2002 年，民生开拓了一个独立的信贷评估体系，并于 2004 年在华北、华东和华南建立了区域性信贷审批中心。这些区域信贷审批中心的审贷员均由总行直接派遣。在这一体系下，贷款申请视产品类型、放贷行所处地区及该贷款申请的行业类别由相关区域信贷审批中心和事业部的风险管理部门进行处理，
- **集中化：**民生在分行建立了集中放款业务，可对运营风险进行整体控制、执行所有放款标准和高效处理抵押品、所提交文件、客户信息和法律文件等。
- **专业化：**2005 年 4 月，民生针对企业客户建立了 A1-D 的 11 级信用评级体系。

为了给未来增长提供进一步支持，民生建立了多层次风险管理体系和侧重于客户的风险管理机制，覆盖整个银行和所有业务。

多层次风险管理结构：民生已建立了由“三道防护线”构成的多层次风险管理体系，包括运营部门（包括事业部和分行）、风险管理职能部门和独立的内审部门。

- **第一道防护线：运营部门、事业部和分行**在各自层面上根据民生的风险管理政策和要求在运营过程中进行风险管理。例如，风险管理委员会为各事业部指派一位首席风险管理官，该人士向事业部主管和风险管理委员会汇报工作，与事业部的风险管理部门对风险进行管理。
- **第二道防线：各层次的风险管理部门**负责开发风险管理体系和制定相关政策，履行风险管理职能。
- **第三道防线：内审委员会和稽核部门**进行独立审计和监控，并对风险管理评估反馈进行后续评估。

图表 34: 多层次风险管理结构图解



资料来源：公司数据、中金公司研究部

侧重于客户的风险管理机制将所有业务线的面向所有类型客户的风险管理创新和产品创新融合在一起，以便风险管理团队参与产品服务的早期开发并提供建议。

- **集中而独立的事业部风险管理体系**有效地增强了事业部的风险控制。由于事业部评估、监控和控制的市场和客户类型较为相似，事业部风险管理团队能够对整个市场状况和客户运营行为获得更为深刻的理解。
- **针对微型企业贷款的综合性的风险管理程序**：作为建立微型企业信贷工厂的一个战略措施，民生在零售风险管理部门设立了商贷通管理中心，并编写了商贷通标准运营程序手册及特别面向微型企业设计的信贷评估标准。民生还充分利用政府、行业协会和商会收集信息进行日常监控，将内外资源结合利用。

以客户为导向的先进 IT 系统与整个发展策略相匹配

民生聘任外部专家协助设计和建设其 IT 系统，并大量投资软硬件设施，目前已拥有行业领先的 IT 平台，为该行在产品创新和优质服务方面提供了竞争优势。

- **数据整合：**2001 年，民生在国内开拓性地采用了集中的会计和财务信息系统。2004 年建立本地数据备份系统。
- **核心银行体系：**早在 1997 年，民生即推出新型一体化银行体系，涵盖公司银行、零售银行和贸易融资等所有业务系列。2003 年，民生成为亚太区首家采用 SAP 核心银行体系和 SAP 财务管理解决方案的银行；2004 年，民生开始调整核心银行体系，2007 年开始建设，2009 年开始推出。
- **风险管理：**民生于 2002 年推出风险管理体系，之后实施了多种安全措施对其做进一步改善，包括防火墙技术、数字安全认证、入侵者探测软件、互联网安全策略和运行灾难恢复中心等。

为与整体长期策略相适应，2009 年民生推出的**新型核心银行体系**将会把民生之前以会计为重心的体系改造为一个以业务为重心的体系，并推动其成为一家侧重于客户的流程导向型银行这一目标的实现。预计民生将受益于核心新银行体系的实施，包括

- **客户关系：**该体系目前包括一个特别设计的前台系统，支行柜员能够藉此将业务处理职能转至后台部门，从而可集中精力于营销和客户服务。

- **财务和风险管理：**该体系可通过业务模块中内嵌的风险管理工具更为快速和全面地识别风险，更好地做出风险管理决策，提供更为全面的风险新型和增加透明度。
- **操作和交易管理：**通过更快速和更具成本效益的金融交易实时处理以及对业务部门和产品盈利能力的更深入理解，该体系改善了民生通过集中的数据资源对其操作进行多方位分析以及在本行内识别、衡量和管理市场和违约风险的能力。

图表 35：以客户为导向的新兴先进核心银行体系与整体长期策略相匹配



资料来源：公司数据、中金公司研究部

结构改善提升盈利能力

民生银行 08 年和 09 年上半年调整后 ROAA 分别为 0.80% 和 0.60%（剔除海通股权收益后）。虽然同期利息收入和净手续费收入与平均资产之间的比率均高于大多上市股份制银行，但民生银行税前利润与平均资产之间的比率（PTPAA）较低，主要是由于其利息支出、信贷成本以及快速扩张相关的营业费用更高。

图表 36：利息支出和营业费用较高导致民生银行 ROAA 低于其它股份制银行

(1H09, %)	国有银行				股份制银行									
	工行	建行	中行	交行	民生07	民生08	民生调整后	招行	中信	浦发	兴业	华夏	深发展	平均
利息收入/平均资产	3.76	4.04	3.36	3.72	4.87	5.71	4.00	3.61	3.84	4.05	4.23	4.31	4.40	4.06
利息支出/平均资产	1.57	1.58	1.39	1.73	2.13	2.63	1.73	1.48	1.53	1.98	2.07	2.45	1.89	1.88
净利息收入/平均资产	2.19	2.46	1.97	1.99	2.75	3.08	2.26	2.13	2.32	2.07	2.16	1.86	2.51	2.19
非利息收入/平均资产	0.83	0.70	0.87	0.49	0.27	0.44	0.39	0.64	0.33	0.21	0.33	0.16	0.44	0.36
净手续费收入/平均资产	0.52	0.56	0.61	0.37	0.24	0.45	0.37	0.46	0.26	0.15	0.23	0.15	0.19	0.26
其他非利息收入/平均资产	0.31	0.13	0.27	0.12	0.03	(0.01)	0.01	0.18	0.07	0.06	0.10	0.00	0.26	0.10
经营收入/平均资产	2.80	3.16	2.85	2.48	3.02	3.52	2.65	2.77	2.65	2.28	2.49	2.02	2.95	2.54
经营费用/平均资产	0.83	0.92	0.95	0.69	1.42	1.51	1.23	1.15	0.82	0.58	0.87	0.90	1.16	0.96
调整后经营费用	0.83	0.92	0.95	0.69	1.42	1.51	1.23	1.15	0.82	0.58	0.87	0.90	1.16	0.96
营业税/平均资产	0.17	0.19	0.15	0.16	0.25	0.30	0.21	0.17	0.19	0.19	0.19	0.16	0.21	0.19
拨备前利润/平均资产	1.79	2.05	1.74	1.63	1.35	1.72	1.22	1.44	1.64	1.51	1.43	0.97	1.59	1.40
当年提取准备金/平均资产	0.19	0.31	0.27	0.30	0.28	0.66	0.46	0.30	0.20	0.26	0.01	0.41	0.43	0.30
税前收入/平均资产	1.60	1.74	1.48	1.33	1.07	1.07	0.76	1.14	1.45	1.24	1.43	0.56	1.15	1.10
所得税/平均资产	0.36	0.40	0.34	0.28	0.35	0.26	0.16	0.22	0.36	0.30	0.31	0.13	0.24	0.25
净利润/平均资产	1.24	1.34	1.14	1.04	0.72	0.80	0.60	0.92	1.09	0.94	1.12	0.43	0.91	0.86
调整后的总资产收益率	1.26	1.34	1.14	1.04	0.72	0.80	0.60	0.92	1.09	0.94	1.12	0.43	0.91	0.86
平均RWA/平均资产	0.50	0.56	0.60	0.53	0.62	0.73	0.68	0.57	0.62	0.59	0.49	0.49	0.60	0.58
RoRWA	2.54	2.41	1.91	1.97	1.16	1.10	0.88	1.63	1.75	1.61	2.28	0.89	1.50	1.51
净资产收益率	21.8	22.9	17.5	20.1	17.1	15.1	13.1	16.0	14.5	16.7	25.7	15.6	26.9	18.3

资料来源：公司数据、中金公司研究部

结构改善提升盈利能力

业务结构改善显著提升 ROA。为解决 ROA 低的问题，民生银行加强结构改善力度，旨在进一步提升议价能力，缩短与其它同类银行间的存款成本差距，改善非利息收入比，控制成本收入比，并努力降低信贷成本，从而提升 ROE。

议价能力强带来较高贷款收益率

虽然资金成本比较高，民生银行净息差仍好于行业平均水平，这主要得益于其较高的贷款收益率。民生银行一般性贷款收益率日均水平在中型股份制银行中最高，08 年和 09 年上半年分别达 7.67% 和 5.94%。我们为每种贷款（例如抵押贷款、短期和中长期公司贷款）设定不同的基准利率，计算出各银行加权基准贷款利率，从而了解每家银行的议价能力。我们预测，在所有上市国有银行和股份制银行中，民生银行议价能力最强，08 年和 09 年上半年贷款利率溢价分别为 8.3% 和 10%。民生银行议价能力较强主要得益于其：

- **事业部制改革：**凭借对相关行业的深入了解，事业部制使公司能够提供全面的专业化服务，增强了银行的议价能力。08 年上半年，行业事业部一般性贷款加权收益率较全行平均水平高 13 个基点，09 年上半年达到 18 个基点，显示其议价能力进一步强化。

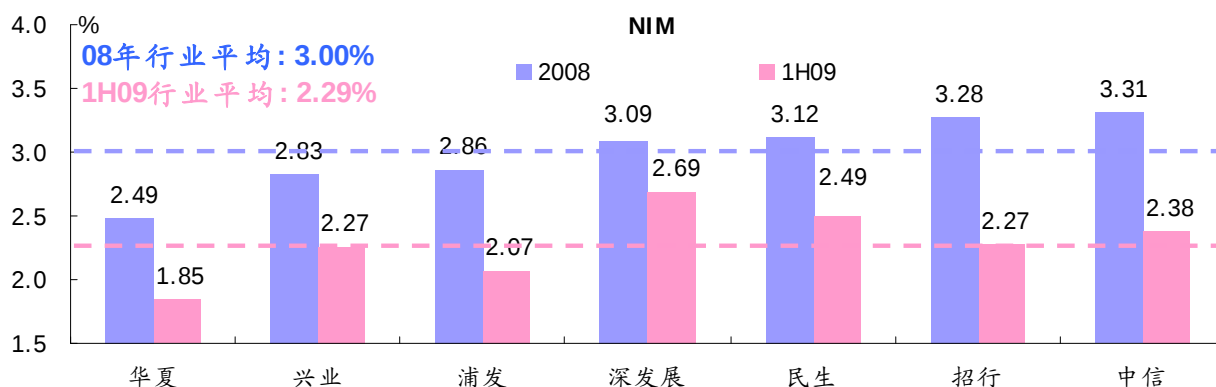
- **中小企业事业部业务快速发展：**08 年民生银行在国内金融界首开先河，专设了中小企业金融事业部，实现了对中小企业的专业化、专门化、专营化服务。截至 2009 年 6 月 30 日，中小企业金融事业部已在全国六个城市设立六个分部，贷款余额增加 230%，较一般性公司贷款增速快 173 个百分点，推动中小企业贷款在贷款总额中占比不断增加。
- **零售贷款中微型企业贷款占比快速上升：**09 年民生银行推出“商贷通”业务，该产品将目标客户定位为微型企业，为其提供全方位的金融服务，受到客户的普遍欢迎。由于“商贷通”贷款利率溢价 5%，因此“商贷通”产品占比的提升有助于改善全行零售贷款收益率。截至 09 年上半年底，“商贷通”贷款六个月内就在公司零售贷款总额中的占比达到 14%。

积极调整贷款结构来提升贷款收益率溢价：展望未来，民生银行将继续提升高收益率贷款的占比，进一步增强其议价能力。

- 我们预计事业部贷款在一般性贷款总额中的占比将从 09 年上半年 37% 提升至 11 年 41%，事业部贷款收益率相对于一般性公司贷款平均收益率的溢价也将从 3.2% 升至 5%，从而推动一般性贷款收益率多升 0.1~0.6 个基点。
- 2011 年，“商贷通”贷款在一般性贷款余额中的占比将达到 13.7%（2009 年上半仅为 2.1%），年均复合增速 88%。我们预计“商贷通”贷款收益率较 1 年期基准贷款利率高 10%，2011 年这一数字将达 15%。因此，“商贷通”贷款每年将推动一般性贷款收益率多升约 3 个基点。

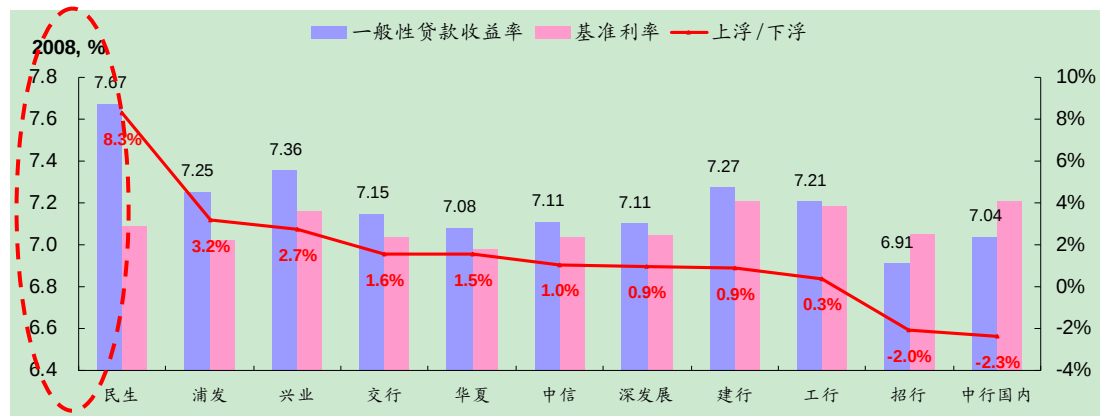
因此，未来两年事业部和“商贷通”等高收益率贷款产品占比的不断上升将提升公司整体贷款收益率 10 个基点，从而使民生银行贷款利率溢价从 2009 年上半年的 10% 升至 2011 年的 12%。

图表 37：民生银行净息差高于行业平均水平



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 38：出色的议价能力助民生银行 08 年实现高贷款收益率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 39：积极调整贷款结构来进一步增强民生银行的贷款收益率溢价水平

人民币，百万元	1H09	2009E	2010E	2011E
一般性贷款（扣除贴现）	787,995	789,947	1,058,625	1,324,319
事业部贷款	291,819	295,373	422,745	541,875
同比增长，%		38%	43%	28%
占一般性贷款比例	37.0%	37.4%	39.9%	40.9%
贷款收益率	5.77%	5.79%	5.81%	5.87%
较公司贷款平均收益率溢价	3.2%	3.5%	4.0%	5.0%
	19	20	23	29
对一般性贷款收益率贡献，基点		0.1	0.6	0.3
商贷通贷款	16,900	51,680	113,696	181,913
同比增长，%		580%	120%	60%
占一般性贷款比例	2.1%	6.5%	10.7%	13.7%
贷款收益率	5.84%	5.84%	6.11%	6.11%
比一年期基准利率溢价	10.0%	10.0%	15.0%	15.0%
	58	58	92	92
对一般性贷款收益率贡献，基点		2.6	3.8	2.7
事业部和商贷通贡献合计，基点		2.6	4.4	3.0

资料来源：公司数据、中金公司研究部

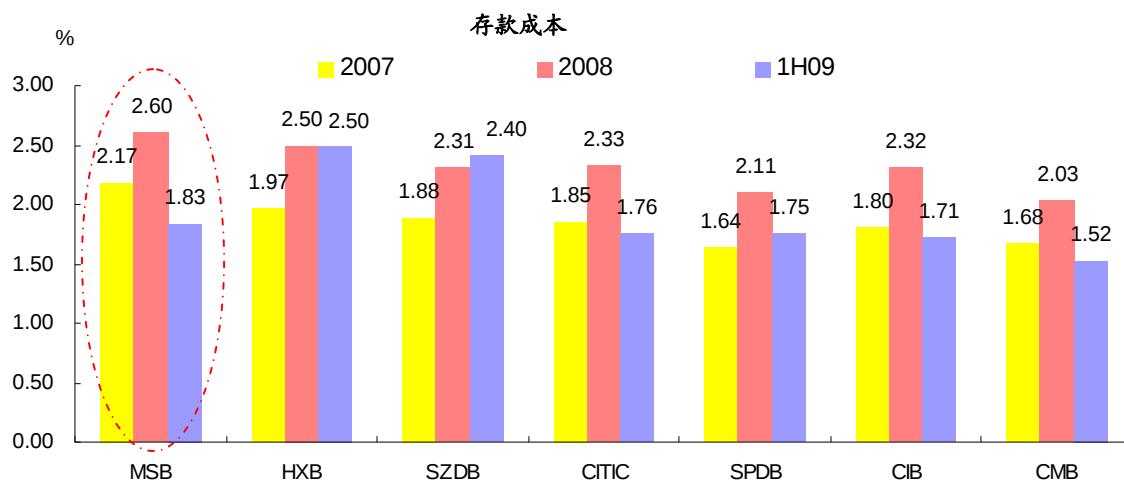
存款结构调整缩小了存款成本差距

在中型股份制银行中，民生银行 08 年日均存款成本最高，为 2.60%，09 年上半年处于第二高水平，为 1.83%。这主要归咎于零售存款占比较低，而定期存款占比较高，08 年和 09 年上半年定期存款分别占存款总额的 58%和 60%，09 年上半年 57%的公司存款和 77%的零售存款为定期类产品。这种非对称存款结构主要是由于公司缺乏核心公司结算账户和网点有限。

不过，存款结构改变缩小了存款成本差距。虽然民生银行存款成本高于同类银行，与其它中型股份制银行之间的平均成本差距已经从 07 年的 37 个基点缩窄至 09 年上半年的 10 个基点。这一趋势令人鼓舞，主要得益于其内部 FTP 系统的不断改善，该系统鼓励各分支机构积极吸收低成本存款，因此极大地改善了存款结构。

- **活期存款占比降幅小于其它同类银行。**07 年至 09 年上半年，民生银行活期存款在存款总额中占比从 43.8%回落 4.2 个百分点至 39.6%，而其它中型股份制银行降幅为 7.3 个百分点。
- **定期存款结构不断改善。**定期存款期限越长意味着存款成本越高。07 年，民生银行超过 30%的定期存款期限超过一年，其中很大一部分为高成本的协议存款。09 年上半年该比例已显著降至 15%。

图表 40：民生银行存款成本高于其它同类银行



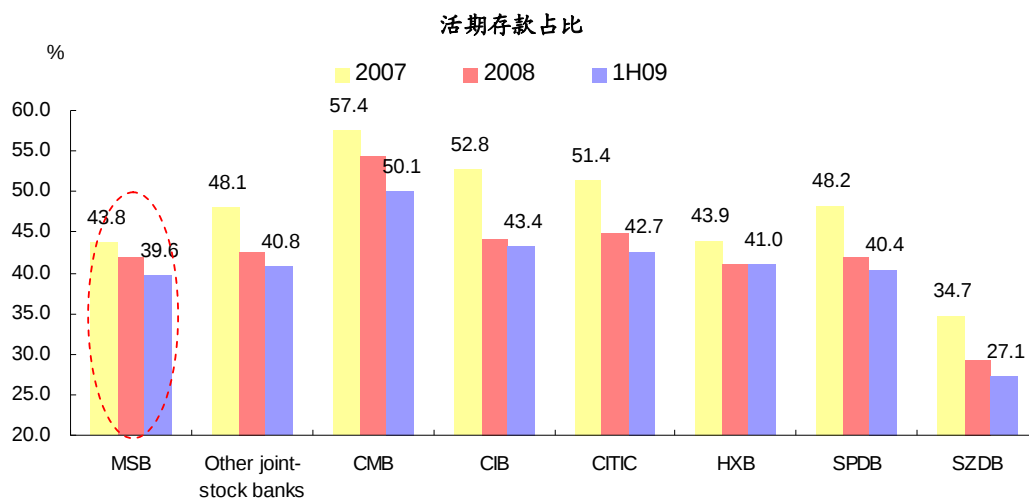
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 41：高存款成本主要是由于其定期存款占比较高

1H09, %		民生	华夏	深发展	中信	浦发	兴业	招行
公司存款		83.2	64.8	49.7	83.5	67.0	70.2	62.3
	活期	35.9	36.7	21.9	39.6	36.2	38.2	30.6
	定期	47.3	28.0	27.8	44.0	30.8	31.9	31.7
个人存款		16.6	13.9	15.7	16.5	15.7	15.1	37.7
	活期	3.8	4.3	5.2	3.1	4.2	5.1	19.5
	定期	12.8	9.6	10.5	13.3	11.5	10.0	18.2
其他		0.2	21.4	34.6	-	17.3	14.7	-
合计		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
活期存款		39.6	41.0	27.1	42.7	40.4	43.4	50.1
定期存款		60.2	37.7	38.3	57.3	42.3	41.9	49.9

资料来源：公司数据、中金公司研究部

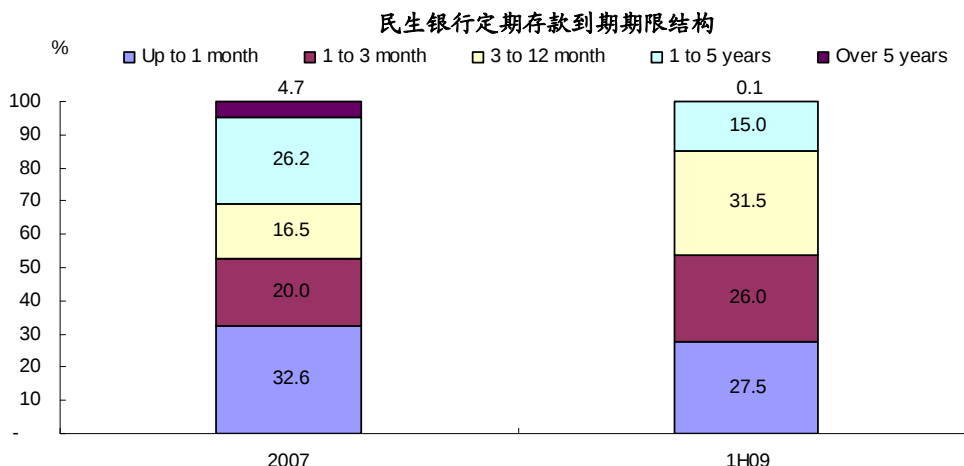
图表 42：民生银行活期存款占比降幅小于其它同类银行



资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 43：定期存款结构不断改善



资料来源：公司数据、中金公司研究部

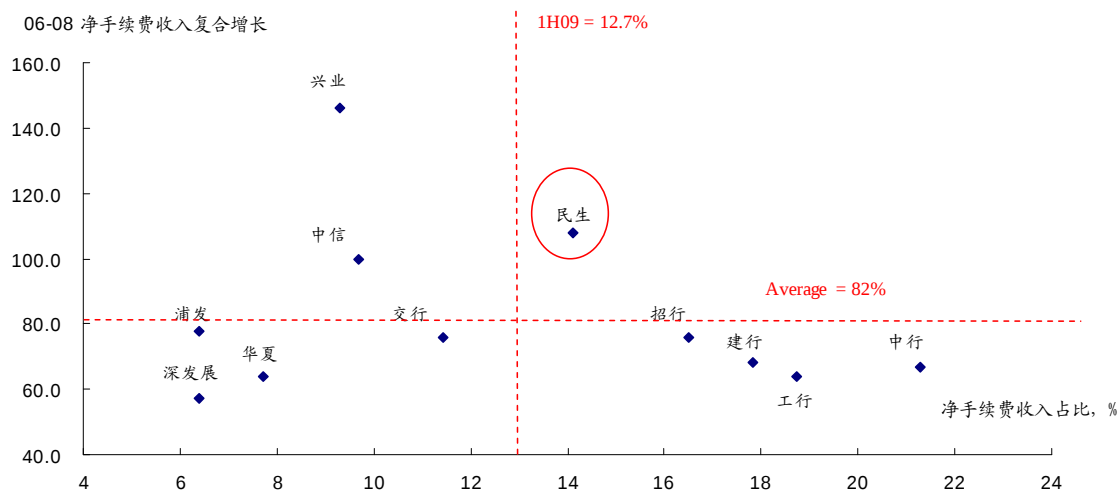
收入来源拓宽推动净手续费收入的快速增长

08 年民生银行实现净手续费收入 44.6 亿元，06 年~08 年复合增速 108%，在上市股份制银行中排名第二。09 年上半年尽管经济低迷，公司仍凭借其收入来源拓宽而实现净手续费收入 23 亿元，在上市股份制银行中排名第二。截至 09 年 6 月底，净手续费收入占公司营业收入的 14.1%，而 07 年为 8.0%。

展望未来，民生银行仍将维持较快的净手续费收入增速。

- 大力推动产品和服务创新，为客户提供量身定做的服务，维持在投资银行、贸易金融和财富管理业务领域的强劲增长势头。
- 择机进入其它金融服务领域，推动手续费收入增长：目前，民生银行已设立两家村镇银行、一家金融租赁公司和一家基金管理公司。我们认为民生银行将积极寻求机会进入其它金融服务领域，以辅助现有银行业务，实现协同效应。

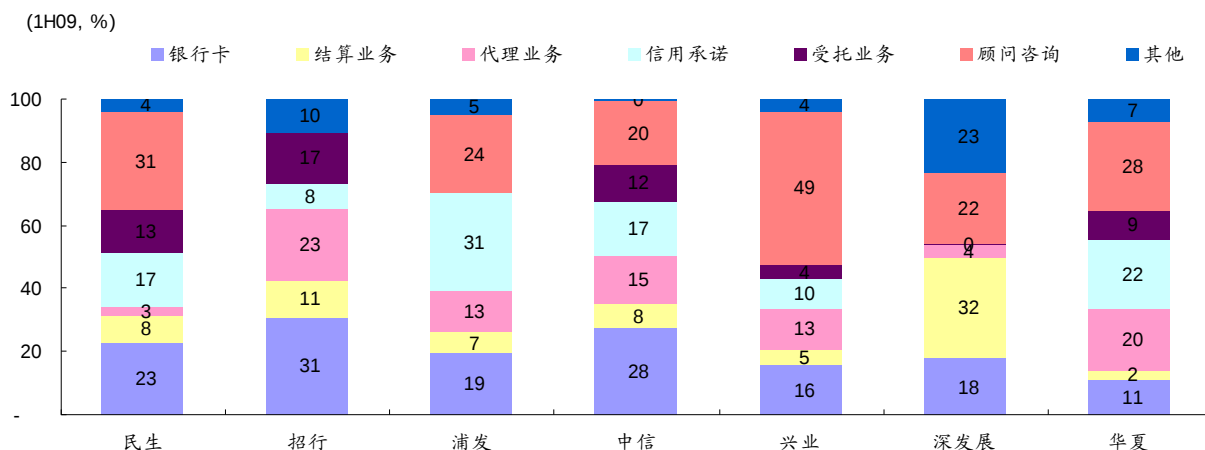
图表 44：06~08 年净手续费收入复合增速和净收入费收入占比在股份制银行中排名第二



资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行H股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做出任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 45：上市股份制银行的手续费收入结构



资料来源：公司数据、中金公司研究部

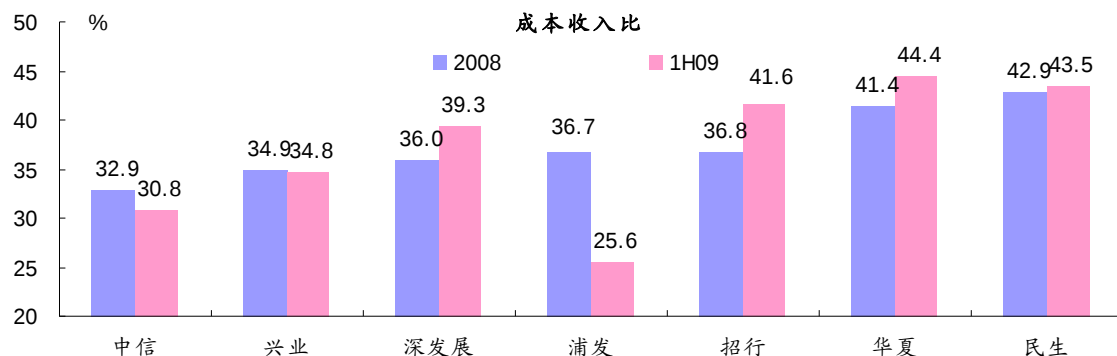
成本收入比逐步下降

成本收入比处于股份制银行高端，08年和09年上半年分别达42.9%和43.5%（剔除海通股权收益后）。

这主要是因为其采用的业务模式会产生较高人力资源成本。08 年和 09 年上半年员工费用分别占公司总支出的 53% 和 57%，处于股份制银行的高端，年人均费用约为 40 万元，而行业平均值为 30 万元。

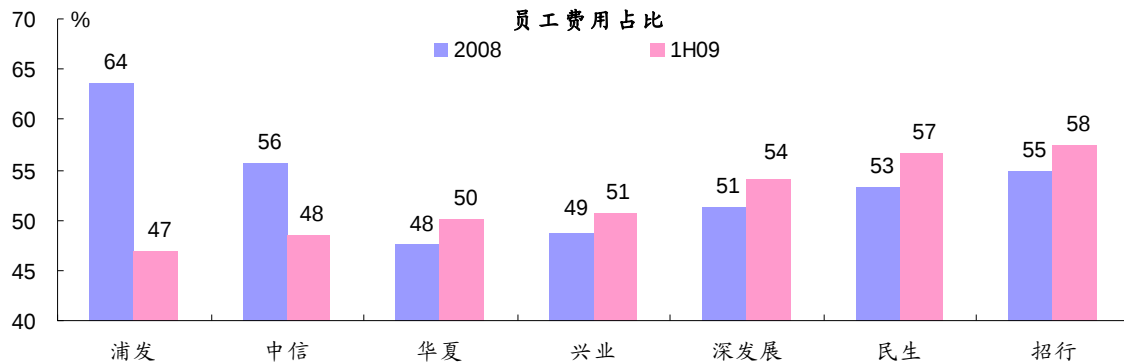
我们预计民生银行将通过重新分配资源来增强管理和经营效率、控制成本收入比。未来大部分后台支持功能将从支行转移到总行和分行的业务处理中心。目前，支行主要从事客户服务相关领域的工作，而总部和分行则共同承担客服以外的其它工作。

图表 46：08 年和 09 年上半年民生银行成本收入比业内排名分别为第一和第二



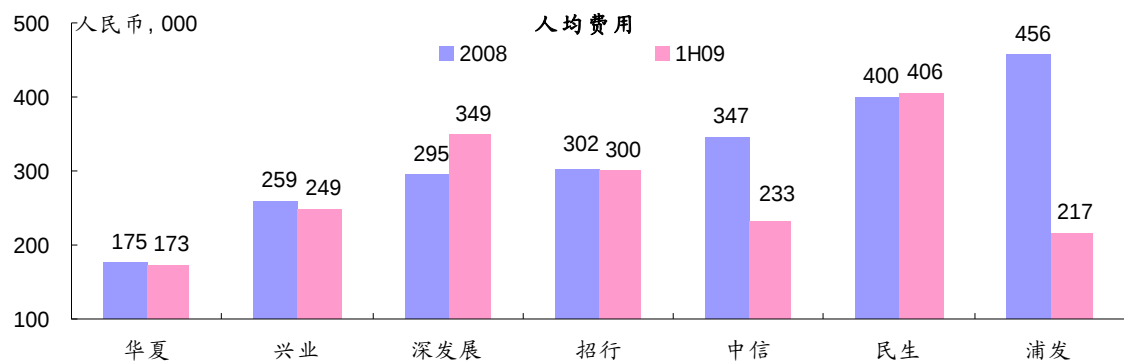
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 47：员工费用在营业支出中占比处于行业高端



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 48：09 年上半年民生银行员工人均费用最高



资料来源：公司数据、中金公司研究部

资产质量低于行业平均水平，不过正在改善

2007~08 年净不良贷款形成率均较行业平均水平高出 20~40 个基点，主要是由于高风险行业贷款占比较高所致。不过 09 年上半年这种状况有所改观，0.22% 的净不良贷款形成率好于行业平均水平。我们认为，未来资产质量将进一步改善。

- **随外部状况调整贷款结构：**民生银行积极调整贷款行业配置，以降低贷款风险。例如 09 年上半年公司将地产行业贷款占比从 08 年的 17.5% 削减至 14.3%。同期，水务、环保和公共事业领域的贷款占比则从 7.8% 增至 10.7%。
- **多层次、集权式、独立的风险管理架构。**多层次风险管理架构包括“三道防线”，各运营部门、风险管理职能部门和独立的内审部门共同控制信贷风险。
- **事业部制改革。**各个事业部均配备精通所覆盖行业的专门风险控制团队。随着改革的推进，四个行业的事业部均在 09 年上半年经济低迷期间，取得了资产质量的显著改善。

图表 49：资产质量低于行业平均水平，不过正在逐步改善

Credit Costs (%)	2007	2008	1H09	Impaired loan ratio (%)	2007	2008	1H09
CMB	0.49	0.48	0.53	CMB	1.54	1.11	0.87
SPDB	0.69	0.60	0.51	SPDB	1.46	1.21	0.90
CIB	0.40	0.68	0.03	CIB	1.15	0.83	0.67
MSB	0.44	1.07	0.62	MSB	1.22	1.20	0.86
HXB	1.25	1.48	0.80	HXB	2.25	1.82	1.55
SZDB	1.02	2.91	0.65	SZDB	5.64	0.68	0.72
ICBC	0.86	0.84	0.37	ICBC	2.74	2.29	1.81
CCB	0.65	1.03	0.49	CCB	2.60	2.21	1.71
BoCom	0.64	0.86	0.59	BoCom	2.05	1.92	1.51
BoC	0.36	0.63	0.37	BoC	3.17	2.76	2.69
CITIC	0.55	0.87	0.28	CITIC	1.48	1.36	0.99
BoBJ	0.45	0.98	0.27	BoBJ	2.06	1.55	1.14
BoNB	0.31	0.60	0.58	BoNB	0.36	0.48	0.85
BoNJ	0.67	1.13	0.90	BoNJ	1.79	1.64	1.36
Average	0.64	0.87	0.44	Average	2.51	2.06	1.54
NPL coverage (%)	2007	2008	1H09	NPL Net Formation rate (%)	2007	2008	1H09
CMB	180.4	223.3	246.3	CMB	-0.19	-0.01	0.06
SPDB	191.1	192.5	216.0	SPDB	0.08	0.19	0.14
CIB	155.2	226.6	218.8	CIB	0.01	0.09	0.08
MSB	113.1	150.0	169.9	MSB	0.35	0.45	0.24
HXB	109.3	151.2	153.4	HXB	0.50	0.54	0.30
SZDB	48.3	105.1	133.1	SZDB	0.79	0.03	0.42
ICBC	103.5	130.1	138.2	ICBC	-0.51	0.00	0.12
CCB	104.4	131.6	150.5	CCB	-0.10	0.16	0.35
BoCom	95.6	116.8	123.0	BoCom	0.04	0.43	0.38
BoC	106.4	117.2	139.0	BoC	-0.29	0.25	0.00
CITIC	110.0	150.0	150.1	CITIC	0.00	0.26	0.23
BoBJ	119.9	180.2	200.4	BoBJ	-0.98	-0.55	0.28
BoNB	359.9	152.5	160.4	BoNB	0.14	0.98	0.75
BoNJ	146.9	170.1	164.7	BoNJ	-0.06	0.69	0.79
Average	107.5	133.1	148.1	Average	-0.02	0.25	0.29

资料来源：公司数据、中金公司研究部

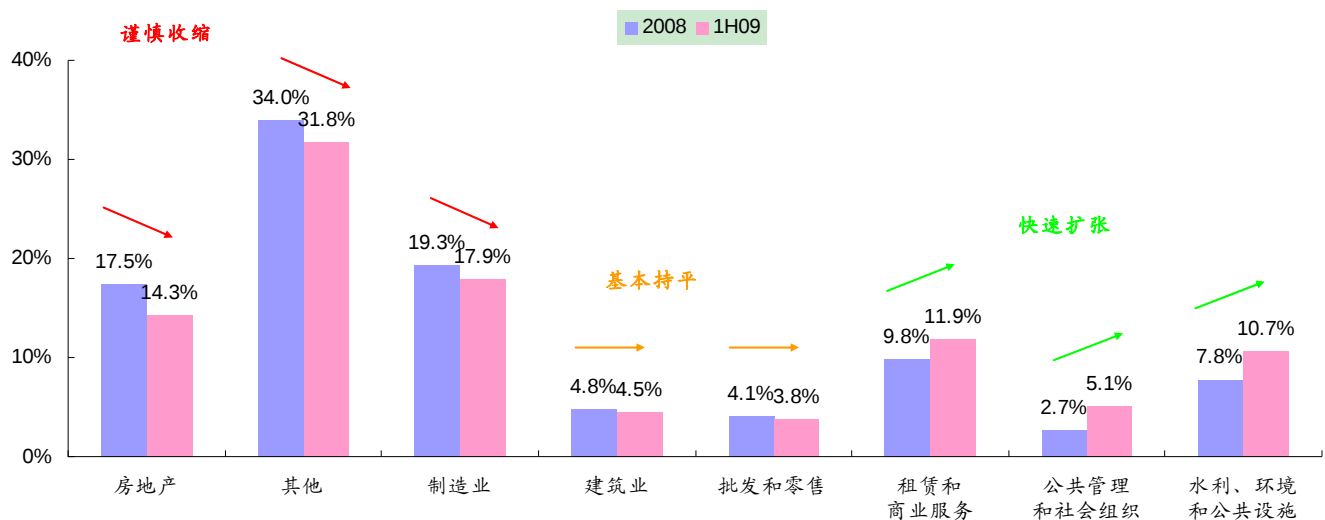
图表 50: 09 年上半年贷款结构

高风险行业					
1H09 贷款余额占比					
%	制造业	商业贸易	房地产	建筑	小计
民生银行	16.6	14.3	10.5	3.4	44.9
工商银行	15.0	9.3	8.4	1.2	33.9
建设银行	16.9	8.6	7.9	2.8	36.1
中国银行	23.0	13.1	7.9	1.6	45.5
交通银行	20.2	11.2	6.8	3.6	41.8
招商银行	16.5	10.0	5.1	2.6	34.3
中信银行	20.3	10.6	4.2	3.3	38.4
浦发银行	23.3	11.5	8.2	5.4	48.3
兴业银行	15.2	13.0	10.4	3.2	41.7
深发展	16.5	7.7	5.0	3.5	32.7
华夏银行	26.2	9.3	6.9	6.4	48.7

低风险行业					
1H09 贷款余额占比					
%	能源	交通运输	公共事业	个人贷款	小计
民生银行	4.3	8.9	7.9	13.8	34.8
工商银行	10.1	14.7	9.1	18.2	52.1
建设银行	11.0	10.8	4.3	21.0	47.0
中国银行	11.3	9.9	6.9	22.0	50.1
交通银行	1.6	11.7	8.5	14.2	35.9
招商银行	1.5	9.7	8.0	25.0	44.2
中信银行	7.0	8.6	6.6	9.9	32.1
浦发银行	2.3	7.0	8.2	13.9	31.3
兴业银行	2.2	7.1	11.0	20.6	41.0
深发展	3.2	4.5	n.a	24.9	32.7
华夏银行	2.9	6.5	7.0	8.8	25.3

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 51: 公司贷款结构随外部条件的变化而调整



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

2010~11 年展望

我们预计民生银行经营净利润 09~11 年复合增速为 46%，2011 年经营 ROAA 较 09 年上半年的 0.60%增厚 0.29 个百分点至 0.89%。我们假设：

- 2009~11 年资产负债将取得适度快速增长，其中贷款总额年均增长 20.0%，存款总额年均增长 26.4%；
- 净息差将从 09 年前三季度的 2.50%升至 11 年的 2.68%，我们认为 2010 或 2011 年不会加息；
- 2009~11 年净手续费收入复合增速为 25.7%；
- 调整后成本收入比（剔除营业税）从 2009 年的 50.4%降至 2011 年的 45.0%；
- 信贷成本将从 09 年上半年和前三季的 62 个基点和 58 个基点降至 11 年的 43 个基点，其中准备金覆盖率增至 207%（09 年上半年 169.9%和三季度 184.7%），反映了未来三年资产质量的良好弹性；
- 2009~11 年实际税率和派息率维持不变，分别为 24.0%和 15.0%。

资产负债表：通过地域扩张与渗透率提升实现快速增长

我们预计民生银行 2009~11 年总资产复合增速为 25%，民生银行将扩大其分支网络并提升单位产出，存款增速有望达 26.0%。此外，我们预计活期存款占比将从 09 年上半年的 39.6%攀升至 11 年的 44.0%，主要得益于宽松的货币政策以及将定期存款用于资本市场。

同时资产结构也将有所变化：

- 2011 年，贷款在总资产中的占比将从 09 年上半年和第三季度的 63.2%和 62.7%小幅滑落至 56.8%；
- 票据贴现占比将从 09 年上半年的 12.8%降至 11 年的 2%。

图表 52：资产与负债结构

	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E	09-11 CAGR
存款增速	19.3%	15.1%	17.1%	41.4%	36.0%	31.0%	22.0%	26.4%
存款结构								
活期存款	42.0%	43.8%	41.9%	39.6%	42.0%	43.0%	44.0%	
定期存款	57.9%	56.0%	57.9%	60.2%	58.0%	57.0%	56.0%	
总存款/总负债	82.6%	77.3%	78.6%	79.5%	82.4%	83.1%	83.4%	
同业负债/总负债	13.0%	17.3%	16.3%	17.0%	13.9%	13.8%	13.7%	
发行债券/总负债	3.1%	4.0%	3.4%	2.2%	2.2%	1.7%	1.4%	
非付息负债/总负债	1.2%	1.5%	1.7%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
贷款增长	24.9%	17.6%	18.6%	47.7%	32.0%	20.0%	20.0%	20.0%
贷款结构								
中长期贷款	42.0%	49.1%	45.3%	45.4%	45.0%	45.0%	45.0%	
贴现	12.3%	6.2%	9.7%	12.8%	6.0%	4.0%	2.0%	
短期贷款和其他	45.7%	44.7%	45.0%	41.7%	49.0%	51.0%	53.0%	
贷款净额/总资产	64.2%	59.6%	61.3%	63.2%	61.6%	57.4%	56.8%	
同业资产/总资产	20.2%	21.3%	23.6%	23.5%	22.8%	23.7%	23.8%	
债券投资/总资产	13.9%	17.0%	12.7%	11.1%	13.0%	16.3%	16.7%	
非生息资产/总资产	1.7%	2.1%	2.4%	2.2%	2.6%	2.6%	2.6%	
小计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	
贷存比（不含贴现）	71.0%	77.5%	75.6%	73.3%	72.4%	66.3%	65.2%	
贷存比（含贴现）	80.9%	82.7%	83.8%	84.1%	81.3%	74.5%	73.3%	
总资产增速	30.1%	26.7%	14.7%	32.7%	31.5%	28.9%	21.1%	25.0%
核心资本充足率	4.35%	7.40%	6.60%	5.90%	9.51%	8.62%	8.33%	
资本充足率	8.12%	10.73%	9.22%	8.48%	11.58%	10.42%	9.99%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

净息差将进一步扩大

按照期初期末余额计算，净息差从2008年的3.12%显著降至09年上半年的2.29%，主要是由于央行08年下半年连续四次非对称加息。不过，民生银行净息差已于09年上半年触底，09年前三季已反弹至2.50%。未来，我们认为将继续反弹：

- 贷款收益率将从09年上半年的5.01%上升至11年的5.70%，反映了民生银行持续提升贷款收益率溢价的努力；
- 随着重新定价的持续推进和活期存款占比的增加，存款成本将逐步下降。

图表 53：净息差将进一步扩大

	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
贷款收益率	5.41%	6.26%	7.36%	5.01%	5.35%	5.60%	5.70%
债券投资收益率	2.98%	3.36%	3.76%	3.65%	3.55%	3.30%	3.30%
存放央行款项收益率	0.97%	1.25%	1.53%	1.09%	1.10%	1.10%	1.10%
同业收益率	2.22%	3.51%	5.13%	1.84%	2.20%	2.20%	2.20%
生息资产收益率	4.31%	4.93%	5.78%	4.05%	4.22%	4.32%	4.32%
存款成本	1.77%	2.10%	2.53%	1.77%	1.70%	1.68%	1.68%
同业负债成本	1.79%	2.65%	3.89%	1.63%	1.70%	1.70%	1.70%
债券成本	3.62%	3.97%	4.15%	4.85%	5.00%	5.00%	5.00%
付息负债成本	1.82%	2.25%	2.82%	1.84%	1.79%	1.75%	1.74%
净息差	2.54%	2.78%	3.12%	2.29%	2.54%	2.67%	2.68%
净利差	2.49%	2.67%	2.96%	2.21%	2.43%	2.57%	2.58%

资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：按照期初和期末余额计算

调整后成本收入比逐步下降至 45.5%

随着民生银行积极吸引和挽留人才，并大力发展劳动力密集型的零售银行业务，我们预计其 2009~11 年员工费用复合增速达 22%，这是营业支出增加的主要因素。总之，我们预计 2009~11 年营业成本年均增长 22.7%，调整后成本收入比将逐步从 51.0%下降至 45.5%。

图表 55：成本收入比将维持高位

	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E	09-11 CAGR
员工成本	3,672	6,175	7,950	4,034	9,143	11,154	13,608	22.0%
租赁费用	564	673	904	459	1,175	1,469	1,836	25.0%
折旧	399	461	572	336	858	1,030	1,236	20.0%
业务管理费	2,636	3,151	3,930	1,597	4,716	5,895	7,369	25.0%
其他	1,054	1,244	1,545	686	1,854	2,225	2,670	20.0%
营业费用	8,326	11,705	14,901	7,112	17,746	21,772	26,718	22.7%
营业税	1,391	2,047	2,916	1,266	2,581	3,061	3,813	
营业费用（含营业税）	9,717	13,752	17,817	8,378	20,326	24,833	30,531	22.6%
调整后成本收入比（含营业税）	56.6%	55.4%	51.3%	51.3%	58.4%	52.7%	52.0%	
调整后成本收入比（不含营业税）	48.5%	47.2%	42.9%	43.5%	51.0%	46.2%	45.5%	

资料来源：公司数据、中金公司研究部

资产质量弹性带来良好的信贷成本状况

未来三年资产质量具有弹性。保守起见，我们盈利模型中仅预计 2011 年净不良贷款形成率从 09 年的 0.12% 小幅上升至 0.30%，因为 09 年上半年贷款猛增带来的潜在信贷风险可能在未来三年内显现。但是，我们认为宏观经济 08 年 4 季度已经见底，2009~11 年将逐步复苏。良好的宏观经济和不断改善的风险管理水平使得不良贷款率从 2006 年至 2009 年三季度处于下降通道，预计 2011 年不良贷款率将从 09 年前三季度的 0.82% 降至 0.74%。

信贷成本较低助准备金覆盖率维持在较高水平。我们预计 2011 年民生银行将会将其准备金覆盖率提升至 217.3%，以备万一，但得益于资产质量的弹性，2011 年信贷成本将会从 09 年上半年和前三季度的 62 个基点和 58 个基点降至 46 个基点。

图表 56：历史和预测财务数据

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表摘要 (人民币百万元)							每股盈利及估值指标						
净利息收入	16,168	22,580	30,380	30,559	41,768	52,013	每股净利润(元)	0.24	0.32	0.42	0.54	0.62	0.79
非利息收入	1,009	2,240	4,367	9,142	5,323	6,651	每股拨备前利润(元)	0.47	0.59	0.90	0.87	1.00	1.26
经营收入合计	17,176	24,821	34,747	39,701	47,090	58,665	每股净资产(元)	1.23	2.67	2.90	4.05	4.58	5.28
营业费用	8,326	11,705	14,901	17,746	21,772	26,718	P/E	33.1	25.1	18.9	14.7	12.8	10.0
拨备前利润	7,460	11,068	16,930	19,375	22,257	28,134	P/POP	16.7	13.5	8.8	9.1	7.9	6.3
当期提取减值准备金	2,214	2,265	6,518	3,660	4,105	4,941	P/B	6.44	2.97	2.72	1.96	1.73	1.50
税前利润	5,237	8,816	10,488	15,715	18,152	23,193	股息派发率(%)	0.0%	12.2%	19.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,758	5,939	7,893	11,944	13,796	17,627	股息收益率(%)	0.00%	0.49%	1.01%	1.0%	1.2%	1.5%
资产负债表摘要 (人民币百万元)							资产质量指标						
总资产	725,087	918,838	1,054,350	1,386,922	1,787,729	2,165,485	NPL 余额 (百万元)	5,893	6,773	7,921	7,211	8,318	9,947
贷款余额 (毛额)	472,088	554,959	658,360	869,035	1,042,842	1,251,411	正常	96.13%	97.40%	96.31%			
其他生息资产	247,080	352,427	382,693	496,042	715,406	878,392	关注	2.62%	1.38%	2.49%			
非生息资产	12,336	19,116	25,182	36,060	46,481	56,303	次级	0.49%	0.41%	0.53%			
存款余额	583,315	671,219	785,786	1,068,669	1,399,956	1,707,947	可疑	0.47%	0.49%	0.48%			
其他付息负债	113,942	184,608	197,238	209,471	261,576	310,684	损失	0.29%	0.31%	0.19%			
股东权益	19,310	50,187	54,672	90,059	102,063	117,620	NPL/贷款余额(%)	1.25%	1.22%	1.20%	0.83%	0.80%	0.79%
主要驱动因素 (%)							逾期贷款/贷款余额(%)	1.33%	1.03%	1.23%			
总资产年增长率	30.1%	26.7%	14.7%	31.5%	28.9%	21.1%	准备金余额/NPL(%)	108.9%	113.1%	150.0%	197.1%	204.4%	207.3%
净息差(NIM)	2.54%	2.78%	3.12%	2.54%	2.67%	2.68%	准备金余额/贷款余额(%)	1.36%	1.38%	1.81%	1.64%	1.63%	1.65%
净利差(Spread)	2.49%	2.67%	2.96%	2.43%	2.57%	2.58%	资产负债配置结构 (%)						
平均贷款生息率	5.41%	6.26%	7.36%	5.35%	5.60%	5.70%	核心资本充足率*	4.35%	7.40%	6.00%	9.51%	8.46%	8.42%
平均债券投资收益率	2.98%	3.36%	3.76%	3.55%	3.30%	3.30%	资本充足率*(CAR)	8.12%	10.73%	9.22%	11.58%	10.23%	10.08%
平均生息资产生息率	4.31%	4.93%	5.78%	4.22%	4.32%	4.32%	风险加权资产平均系数	58.3%	62.4%	72.8%	68.0%	66.0%	65.0%
平均存款付息率	1.77%	2.10%	2.53%	1.70%	1.68%	1.68%	股东权益/总资产	2.7%	5.5%	5.2%	6.5%	5.7%	5.4%
平均付息负债付息率	1.82%	2.25%	2.82%	1.79%	1.75%	1.74%	生息资产/总资产	98.3%	97.9%	97.6%	97.4%	97.4%	97.4%
非利息收入/经营收入	5.9%	9.0%	12.6%	23.0%	11.3%	11.3%	贷款/总资产	65.1%	60.4%	62.4%	62.7%	58.3%	57.8%
营业费用/经营收入	48.5%	47.2%	42.9%	44.7%	46.2%	45.5%	债券投资/总资产	13.9%	17.0%	12.7%	13.0%	16.3%	16.7%
提取准备金/贷款平均余额	0.52%	0.44%	1.07%	0.48%	0.43%	0.43%	贷款/存款(不含贴现)	71.0%	77.5%	75.6%	72.4%	66.3%	65.2%
年增长率 (%)							存款结构 (占存款余额%)						
贷款余额	24.9%	17.6%	18.6%	32.0%	20.0%	20.0%	对公活期存款	36.7%	39.3%	37.6%			
存款余额	19.3%	15.1%	17.1%	36.0%	31.0%	22.0%	对公定期存款	46.9%	44.5%	44.8%			
净利息收入	30.7%	39.7%	34.5%	0.6%	36.7%	24.5%	居民储蓄活期存款	5.2%	4.5%	4.3%			
非利息收入	121.6%	122.1%	94.9%	109.4%	-41.8%	25.0%	居民储蓄定期存款	11.0%	11.5%	13.1%			
经营收入合计	33.9%	44.5%	40.0%	14.3%	18.6%	24.6%	其他存款	0.1%	0.2%	0.2%			
营业费用	39.0%	40.6%	27.3%	19.1%	22.7%	22.7%	贷款结构 (占贷款余额%)						
拨备前利润	28.3%	48.4%	53.0%	14.4%	14.9%	26.4%	中长期贷款	42.0%	49.1%	45.3%	45.0%	45.0%	45.0%
税前利润	24.9%	68.3%	19.0%	49.8%	15.5%	27.8%	其中：个人贷款	14.5%	17.9%	16.5%			
净利润	40.6%	58.0%	32.9%	51.3%	15.5%	27.8%	贴现贷款	12.3%	6.2%	9.7%	11.0%	11.0%	11.0%
盈利结构拆解分析 (以下按占平均总资产%)							其他数据						
净利息收入	2.52%	2.75%	3.08%	2.50%	2.63%	2.63%	分支机构数量 (个)	261	327	374	340	-	-
非利息收入	0.16%	0.27%	0.44%	0.75%	0.34%	0.34%	员工数 (人)	13,381	17,766	19,853	12,447	-	-
经营收入合计	2.68%	3.02%	3.52%	3.25%	2.97%	2.97%	贷款余额市场份额(%)	1.98%	2.00%	2.06%			
营业费用	1.30%	1.42%	1.51%	1.45%	1.37%	1.35%	存款余额市场份额(%)	1.68%	1.67%	1.64%			
拨备前利润	1.16%	1.35%	1.72%	1.59%	1.40%	1.42%	个人贷款市场份额(%)	2.85%	3.04%	2.92%			
当期提取各项准备金	0.35%	0.28%	0.66%	0.30%	0.26%	0.25%	总股本 (百万股)	15,729	18,823	18,823	22,262	22,262	22,262
税前利润	0.82%	1.07%	1.06%	1.29%	1.14%	1.17%	其中：上市交易股本	6,113	6,113	6,113			
所得税	0.23%	0.35%	0.26%	0.31%	0.27%	0.28%	近三年扩股增资大事记：	2004和2005年分别发行次级债58亿和14亿元 2006年发行混合债43亿元；2007年增发20亿股					
ROAA	0.59%	0.72%	0.80%	0.98%	0.87%	0.89%	最近三大股东及比例：	新希望5.9%+2.52%；中国人寿 5.10%					
X(平均总资产/平均净资产)	37.0	23.7	18.8	16.9	16.5	18.0							
ROAE	21.7%	17.1%	15.1%	16.5%	14.4%	16.0%							

资料来源：公司数据、中金公司研究部

特别声明：中金公司受聘担任民生银行 H 股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人，存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突，我们建议投资者在做任何相关投资决策前，参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 57: 估值表

	(当地货币)	百万股	百万股	(当地货币, 十亿)	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	10E	11E	09~11 CAGR				
A股																							
国有大银行																							
工商银行	5.44	334,019	250,962	1817	2.16	1.68	1.75	1.82	1.21	1.16	1.21	1.26	19.3	19.6	21.5	22.2	24.1	18.5	21.3				
建设银行	6.19	233,689	9,000	1447	2.41	1.87	1.91	1.92	1.31	1.24	1.30	1.31	20.8	21.2	23.5	23.5	26.9	16.0	21.3				
中国银行	4.33	253,839	177,819	1099	2.03	1.69	1.74	1.70	1.02	1.06	1.16	1.14	14.5	16.2	18.8	19.3	30.6	12.8	21.4				
交通银行	9.35	48,994	15,955	458	1.94	1.54	1.61	1.59	1.19	0.98	1.08	1.06	20.1	18.7	21.9	21.9	36.2	18.2	26.9				
中小股份制银行																							
招商银行	18.05	19,119	15,669	345	2.20	1.40	1.44	1.42	1.45	1.00	1.02	0.99	28.4	20.7	22.1	21.7	29.2	17.9	23.4				
中信银行	8.23	39,033	2,302	321	2.20	1.67	1.78	1.74	1.21	1.10	1.15	1.15	14.9	14.5	16.8	17.7	31.6	21.1	26.2				
民生银行	7.91	22,145	18,823	175	1.72	1.59	1.40	1.42	0.80	0.98	0.87	0.89	15.1	16.5	14.4	16.0	15.5	27.8	21.5				
浦发银行	21.69	8,830	7,926	192	1.73	1.36	1.41	1.40	1.13	0.88	0.92	0.90	35.8	23.6	21.6	20.6	24.7	14.0	19.2				
兴业银行	40.31	5,000	3,980	202	1.86	1.46	1.58	1.60	1.22	1.06	1.09	1.10	25.9	22.6	23.5	23.6	26.2	22.4	24.3				
华夏银行	12.42	4,997	3,784	62	1.35	0.92	1.07	1.07	0.46	0.46	0.58	0.60	15.2	12.3	16.1	17.3	47.2	23.7	35.0				
深发展	24.37	3,105	2,924	76	1.97	1.45	1.46	1.48	0.15	0.86	0.94	0.96	4.2	24.7	23.4	21.6	23.1	25.4	24.3				
城市商业银行																							
北京银行	19.34	6,228	3,955	120	2.25	1.71	1.84	1.87	1.40	1.23	1.33	1.38	17.9	16.2	19.1	20.6	36.2	28.0	32.1				
南京银行	19.35	1,837	1,161	36	2.62	2.07	2.11	2.17	1.72	1.28	1.35	1.51	13.7	13.2	17.4	21.1	46.2	39.9	43.0				
宁波银行	17.49	2,500	1,053	44	2.02	1.59	1.69	1.75	1.49	1.10	1.16	1.20	15.8	15.1	19.1	21.8	42.4	33.2	37.7				
H股																							
大型银行																							
工商银行	6.44	334,019	83,057	2151	2.16	1.68	1.75	1.82	1.21	1.16	1.21	1.26	19.3	19.6	21.5	22.2	24.1	18.5	21.3				
建设银行	6.67	233,689	65,847	1559	2.41	1.87	1.91	1.92	1.31	1.24	1.30	1.31	20.8	21.2	23.5	23.5	26.9	16.0	21.3				
中国银行	4.20	253,839	76,020	1066	2.03	1.69	1.74	1.70	1.02	1.06	1.16	1.14	14.5	16.2	18.8	19.3	30.6	12.8	21.4				
交通银行	9.01	48,994	23,064	441	1.94	1.54	1.61	1.59	1.19	0.98	1.08	1.06	20.1	18.7	21.9	21.9	36.2	18.2	26.9				
中小股份制银行																							
招商银行	20.35	19,119	3,461	389	2.20	1.40	1.44	1.42	1.45	1.00	1.02	0.99	28.4	20.7	22.1	21.7	29.2	17.9	23.4				
中信银行	6.63	39,033	8,854	259	2.20	1.67	1.78	1.74	1.21	1.10	1.15	1.15	14.9	14.5	16.8	17.7	31.6	21.1	26.2				
民生银行	8.72	22,145	3,322	193	1.72	1.59	1.40	1.42	0.80	0.98	0.87	0.89	15.1	16.5	14.4	16.0	15.5	27.8	21.5				
每股收益					每股净资产				市值/拨备前利润				市盈率				市净率				股息收益率		
	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
A股																							
国有大银行																							
工商银行	0.33	0.38	0.47	0.56	1.80	2.02	2.31	2.66	9.1	9.9	8.0	6.8	16.4	14.4	11.6	9.8	3.02	2.70	2.35	2.05	3.0	3.1	3.9
建设银行	0.40	0.45	0.57	0.67	2.00	2.26	2.63	3.04	8.5	9.1	7.4	6.4	15.6	13.7	10.8	9.3	3.09	2.74	2.35	2.04	3.1	3.3	4.2
中国银行	0.25	0.32	0.42	0.47	1.83	2.09	2.33	2.45	8.4	8.3	6.7	6.0	17.1	13.6	10.4	9.2	2.37	2.08	1.86	1.77	3.0	3.7	4.8
交通银行	0.58	0.61	0.83	0.98	3.06	3.47	4.12	4.85	9.9	9.8	7.5	6.3	16.1	15.3	11.3	9.5	3.05	2.69	2.27	1.93	2.1	2.0	2.7
中小股份制银行																							
招商银行	1.42	0.95	1.23	1.45	5.43	5.04	6.08	7.28	8.4	13.6	10.4	8.7	12.7	19.0	14.7	12.4	3.33	3.58	2.97	2.48	0.6	1.1	1.4
中信银行	0.34	0.38	0.50	0.60	2.45	2.74	3.14	3.62	13.3	14.3	10.8	9.0	24.1	21.8	16.6	13.7	3.36	3.00	2.62	2.27	1.0	1.1	1.5
民生银行	0.42	0.54	0.62	0.79	2.90	4.05	4.58	5.28	8.8	9.1	7.9	6.3	18.9	14.7	12.8	10.0	2.72	1.96	1.73	1.50	1.0	1.0	1.2
浦发银行	2.21	1.47	1.84	2.10	7.36	7.75	9.29	11.02	6.4	9.6	7.7	6.6	9.8	14.7	11.8	10.4	2.95	2.80	2.33	1.97	1.1	1.4	1.7
兴业银行	2.28	2.44	3.08	3.77	9.80	11.80	14.39	17.54	11.6	12.0	9.0	7.4	17.7	16.5	13.1	10.7	4.11	3.42	2.80	2.30	1.1	1.2	1.5
华夏银行	0.62	0.71	1.05	1.30	5.49	6.08	6.99	8.08	6.9	8.7	6.4	5.3	20.2	17.4	11.8	9.5	2.26	2.04	1.78	1.54	1.0	1.2	1.7
深发展	0.20	1.49	1.83	2.30	5.28	6.74	9.60	11.62	9.3	9.8	8.6	6.9	123.2	16.4	13.3	10.6	4.61	3.62	2.54	2.10	0.1	0.9	1.1
城市商业银行																							
北京银行	0.87	0.94	1.28	1.64	5.43	6.19	7.29	8.68	13.9	14.8	10.9	8.7	22.2	20.5	15.1	11.8	3.56	3.12	2.65	2.23	0.9	1.0	1.3
南京银行	0.79	0.85	1.25	1.74	6.18	6.73	7.64	8.88	16.0	16.0	11.1	8.4	24.4	22.7	15.5	11.1	3.13	2.88	2.53	2.18	1.6	1.8	2.6
宁波银行	0.53	0.56	0.80	1.06	3.52	3.88	4.48	5.26	24.2	21.8	15.1	11.3	32.8	31.3	21.9	16.5	4.97	4.51	3.90	3.32	1.1	1.1	1.6
A股大银行平均									9.0	9.3	7.4	6.4	16.3	14.3	11.0	9.5	2.88	2.55	2.21	1.94	2.8	3.0	3.9
A股中小银行平均									9.2	11.0	8.7	7.2	32.4	17.2	13.4	11.1	3.33	2.92	2.40	2.02	0.9	1.1	1.4
A股城商行平均									18.0	17.5	12.4	9.4	26.5	24.8	17.5	13.1	3.89	3.50	3.03	2.58	1.2	1.3	1.8
A股银行平均									11.0	11.9	9.1	7.4	26.5	18.0	13.6	11.0	3.32	2.94	2.48	2.12	1.5	1.7	2.2
H股																							
大型银行																							
工商银行	0.33	0.38	0.47	0.56	1.80	2.02	2.31	2.66	9.4	10.3	8.1	6.9	16.8	15.1	11.8	9.9	3.10	2.82	2.38	2.08	3.0	3.0	3.8
建设银行	0.40	0.45	0.57	0.67	2.00	2.26	2.63	3.04	7.9	8.6	6.8	5.9	14.6	13.0	10.0	8.6	2.89	2.61	2.17	1.88	3.4	3.5	4.5
中国银行	0.25	0.32	0.42	0.47	1.83	2.09	2.33	2.45	7.0	7.1	5.6	5.0	14.3	11.7	8.7	7.7	1.99	1.78	1.54	1.47	3.6	4.3	5.8
交通银行	0.58	0.61	0.83	0.98	3.06	3.47	4.12	4.85	8.2	8.3	6.2	5.2	13.4	13.0	9.3	7.9	2.55	2.29	1.87	1.59	2.6	2.3	3.2
中小股份制银行																							
招商银行	1.42	0.95	1.23	1.45	5.43	5.04	6.08	7.28	8.2	13.5	10.1	8.4	12.4	18.9	14.2	12.0	3.25	3.57	2.87	2.40	0.6	1.1	1.4
中信银行	0.34	0.38	0.50	0.6	2.45	2.74	3.14	3.62	9.2	10.2	7.4	6.2	16.8	15.5	11.5	9.5	2.34	2.13	1.81	1.57	1.5	1.6	2.2
民生银行	0.42	0.54	0.62	0.79	2.90	4.05	4.58	5.28	8.4	8.7	7.6	6.0	18.0	14.1	12.2	9.5	2.60	1.87	1.65	1.43	1.2	1.2	1.4
H股银行平均									8.3	9.5	7.4	6.2	15.2	14.5	11.1	9.3	2.67	2.44	2.04	1.77	2.2	2.4	3.2

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



特别声明: 中金公司受聘担任民生银行H股发行的联席账簿管理人及联席牵头经办人, 存在可能影响本报告研究观点客观性的利益冲突, 我们建议投资者在做出任何相关投资决策前, 参阅独立第三方的研究观点。本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。