

民生银行(600016.SH)

“商贷通”：变小为美，助力增长

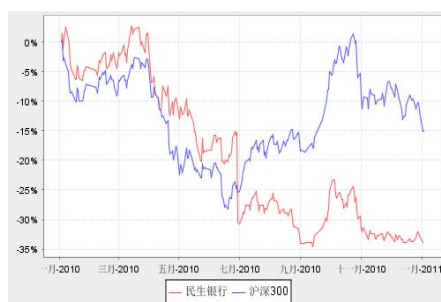
评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**7.25-7.70**
 分析师
 程娇翼
 S0740210080001
 021-20315179
 chengjy@qlzq.com.cn
 2011 年 3 月 6 日

分析师
 谢刚
 S0740210090003
 金融小组

基本状况

总股本(百万股)	26714.73
流通股本(百万股)	22587.60
市价(元)	5.01
市值(百万元)	133840.81
流通市值(百万元)	113163.89

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	35,017	42,060	54,562	67,895	79,546
营业收入增速	38.40%	20.11%	29.72%	24.44%	17.16%
净利润增长率	24.46%	53.51%	41.54%	26.97%	18.05%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.54	0.64	0.77	0.91
前次预测每股收益(元)	0.42	0.54	0.64	0.77	0.87
市场预测每股收益(元)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
偏差率(本次-市场/市场)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
市盈率(倍)	12.77	9.84	8.34	6.98	5.91
PEG	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
每股净资产(元)	2.86	3.95	3.90	4.77	5.67
每股现金流量	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
净资产收益率	15.15%	17.06%	17.84%	18.18%	17.35%
市净率	1.87	1.35	1.37	1.12	0.94
总股本(百万股)	18,823	22,262	26,714	28,365	28,365

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 不知不觉中我们忽然发现，在 2011 年按揭贷款增量受限的情形下，多家银行已经将“个人经营性贷款”作为营销重点提上日程，我们暂且不对其他银行的推行效果做出评判，但不可否认的是，民生银行“商贷通”的成功或多或少给他们上了一课。
- “商贷通”的潜在客户群体约有 4000 万户，即使民生银行再发展三年，也仅涉足 1% 的份额，可见小微金融市场潜力巨大。相比小微企业的“高风险”，我们认为较低的边际贡献和较高的开拓成本才是银行始终在小微领域“喊得多做得少”的最主要原因。
- 我们认为民生银行在目前的转型中，已经克服了“较低的边际贡献”这一障碍，而“商贷通”的成本增加实际是低于我们的直观理解的。“商贷通”品牌下的业务和产品本身和其他银行的个人经营性贷款并没有实质性的差异，民生银行的成功之处在于能在短时间内找到合适的营销模式（即“一圈两链”）实现客户群的快速积累，并实现了品牌认知度的快速提升！对于差异化程度非常低的金融产品来说，同时具备规模优势和品牌优势将有助于降低未来的单位管理成本，前者降低单位人工成本，后者降低单位营销成本。
- 我们不担心“商贷通”风险的理由有三：（1）借款者以其个人和家庭资产对贷款负无限责任；（2）民生银行“商贷通”侧重抵御经济周期较强的衣食住行等领域；（3）抵押贷款仍是最主要形式。因为“商贷通”贷款 90% 以上都为 1 年期以内的，所以从风险暴露的时间来看当前“商贷通”低于 0.1% 的不良率显示资产质量良好。
- 2011-2013 年仍是“商贷通”实现规模较快增长的阶段，我们预计至 2013 年“商贷通”余额将达到 5000 亿，在总贷款中的比重将快速上升至 32%，对利润的贡献度能够达到 40%-50% 左右，客户数将达到 40-50

万户。借助“商贷通”，民生银行的零售贷款占比也将快速上升，到 2013 年该比例将高达 42%，预计将达到同类银行最高水平。未来事业部将重点开拓非息业务，预计 2010 年全行的非息收入主要由事业部贡献。

- **可能的股价催化剂是支持小微领域的优惠政策出台。**2011 年民生银行的小微贷款在总贷款的比重将超过 20% 甚至达到 25%，为上市银行最高，故任何支持小微领域的优惠政策出台，民生银行受益都将是最为明显的。我们认为在资本计量中降低小微贷款的风险权重对民生银行的意義最为重大，经过我们测算，如果有抵押的小微贷款的风险权重下降至 75%，可提高民生银行 2011 年的 CAR 约 0.45 个百分点；若权重下降至 50%，则对 CAR 有 0.94 个百分点的提高。
- **盈利预测及投资建议：**我们根据对“商贷通”业务的判断，较前次上调了 2012 年的业绩预测，调整后预计 2010-2012 年民生银行的净利润分别为 171/217/257 亿，分别增长 42%/27%/18%。考虑 H 股发行对股本摊薄后（但暂不考虑可转债转股的摊薄），2010-2012 年 EPS 分别为 0.64/0.77/0.91 元，BVPS 分别为 3.90/4.77/5.67 元。我们按照 2011 年 1.5X-1.6X 作为民生银行的合理估值区间，对应的目标价为 7.25-7.70 元，我们维持民生银行“买入”的投资评级。

内容目录

蛋糕很大，为何吃的人少？	4 -
市场潜力巨大：民生再发展三年也仅涉足 1%？	4 -
银行在小微金融领域渗透率低，仅仅是因为高风险么？	4 -
“商贷通”真正的成功是什么？	6 -
“一圈两链”集中营销模式：降低客户选择成本和信息不对称风险	6 -
高效率审批及使用便捷：客户满意度的关键	7 -
“商贷通”业务的拓展没有抬高成本收入比	7 -
如何看待“商贷通”的风险？	8 -
2011-2013 年“商贷通”将实现规模、业绩齐增长	9 -
“商贷通”规模贡献度将达到 30%，利润贡献度超过 40%	9 -
“商贷通”助力客户结构转型	11 -
事业部定位：主攻非息业务	12 -
盈利预测及投资建议	12 -
盈利预测	12 -
投资建议：维持“买入”评级	13 -
可能的催化剂：支持小微信贷的政策出台	13 -
风险提示	13 -

图表目录

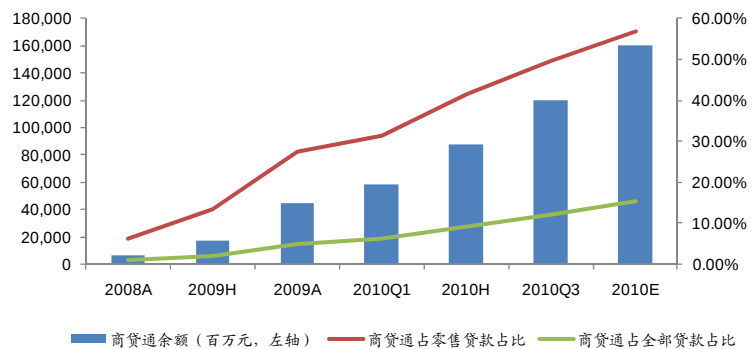
图表 1: 民生银行近两年“商贷通”规模增长迅速	- 4 -
图表 2: 上市银行成本收入比	- 5 -
图表 3: 民生银行的贷款收益水平同业居前	- 6 -
图表 4: 民生银行的 NIM 水平同业居前	- 6 -
图表 5: 同类银行个人经营性贷款品牌及规模比较	- 8 -
图表 6: “商贷通”仍能继续实现规模较快增长	- 10 -
图表 7: 民生银行“商贷通”客户数	- 10 -
图表 8: 上市银行零售贷款占比	- 11 -
图表 9: 民生银行的零售贷款占比快速提升	- 11 -
图表 10: 民生银行贷款的客户结构	- 11 -
图表 11: 民生银行 2010 上半年手续费收入分项情况	- 12 -
图表 12: 民生银行盈利预测及估值简表	- 14 -

蛋糕很大，为何吃的人少？

市场潜力巨大：民生再发展三年也仅涉足 1%？

- “商贷通”本质是个人经营性贷款，属于零售贷款，对象一般是中小企业主和个体工商户。
- 据统计，全国中小企业约为 980 万户，个体工商户 2900 万户，且小微企业和个体工商户每年以 10%-12% 的速度在增长，故预计未来 3 年“商贷通”的潜在客户群体（小企业主和个体工商户）至少会新增 800 万户，存量至少将达到 4000 万户。
- 小微企业客户融资需求量很大，但 80% 以上的融资是通过民间借贷来实现的，通过银行融资的部分尚不足 20%，这和我国超过 75% 的融资来源为银行信贷的状况大相径庭。
- 民生银行的三年发展愿景中“商贷通”贷款余额计划达到 4000-5000 亿元，这意味着按照户均 100-150 万元贷款估算，对应的小微客户数将达到 40 万-50 万户，也仅占到潜在客户群体的 1%！可见小微金融市场的潜力巨大。
- 经过 2009-2010 年两年时间的发展，我们预计民生银行的“商贷通”贷款余额已经达到 1600 亿元（2010Q3 为 1200 亿元），2010 年新增量占到全部贷款增量的 72%。

图表 1：民生银行近两年“商贷通”规模增长迅速



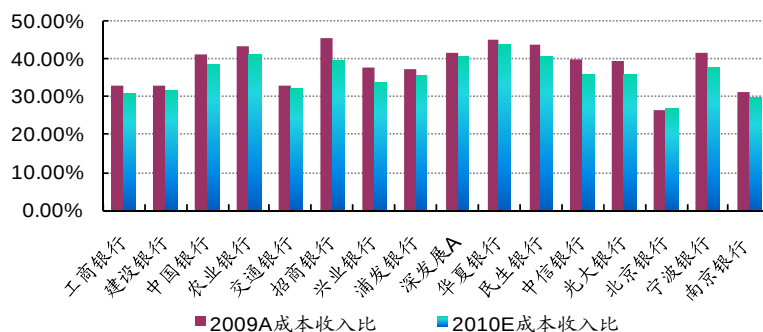
来源：齐鲁证券研究所

银行在小微金融领域渗透率低，仅仅是因为高风险么？

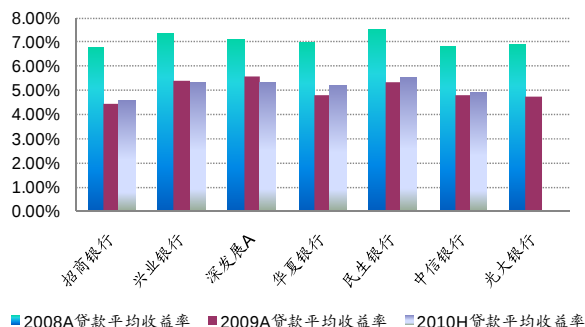
- 2010 年民生银行的“商贷通”全年平均定价水平较基准利率的上浮幅度大概在 26% 左右，我们强调这种高定价能力不是民生银行所独有的，也就是说其他银行的个人经营性贷款的利率都可以达到该水平。对于多数小微客户来说，他们更关注的是资金的可获得性，而不是资金成本本身，这就决定了银行对其较高的溢价能力，相比民间借贷利率，银行利率较基准利率上浮 20%-30% 仍具有较大吸引力！

- 那么我们不禁反问，既然市场潜力较大，且银行溢价能力非常强，为何过去参与这块市场竞争的银行却很少呢？
- 我们认为所谓的小微业务的“高风险”并不是阻碍银行进入的最主要原因，因为我国银行业不论是在对公小微企业领域还是在个人经营性贷款领域中，抵押贷款都是最主要的担保方式（关于风险的讨论可以参考第三部分（如何看待“商贷通”的风险）的论述）。
- 相比小微企业的“高风险”，我们认为较低的边际贡献和较高的开拓成本才是银行始终在小微领域“喊得多做得少”的最主要原因。
 - 较低的边际贡献：虽然银行对小微企业（主）的溢价能力普遍较大型企业高出 20%，但单笔业务涉及的金额少，对总规模和利润的贡献不明显。
 - 较高的开拓成本：和传统对公业务相比，如一笔金额为 1 亿的大贷款相当于 66-100 笔小微贷款，所耗费的人力和物力要多得多。
- 其实，任何发展零售业务的策略都面临着高成本的问题。过去招商银行大力发展零售业务时，也同样经历过高成本的困扰阶段。而且我们比较上市公司的成本收入比后发现，但凡零售业务涉及比例较高的银行其成本收入比都会在 40% 左右（平均水平为 35%）。
 - 但面临“金融脱媒”和“利率市场化”的两大威胁，上市银行大力发展小微业务、零售业务和非息业务势在必行。
 - 招商银行零售转型之后，为其带来了持续稳定的低成本负债，这在今天存款竞争日益激烈的环境中已经显出优势。这说明银行愿意以今天的高付出换取明天的正回报，才是促使其实现转型的最大动力。
- 我们认为民生银行在目前的转型中，已经克服了“较低的边际贡献”这一障碍。因为高定价资产占比只有达到一定幅度后才能对整体贷款的收益率和息差形成重要的贡献，而民生银行的“商贷通”规模的快速增长已经对 2010 年的贷款收益率和息差形成明显的提升作用。
- 而我们通过了解“商贷通”之所以能够快速发展的模式之后，我们认为“商贷通”的成本增加实际是低于我们的直观理解的。

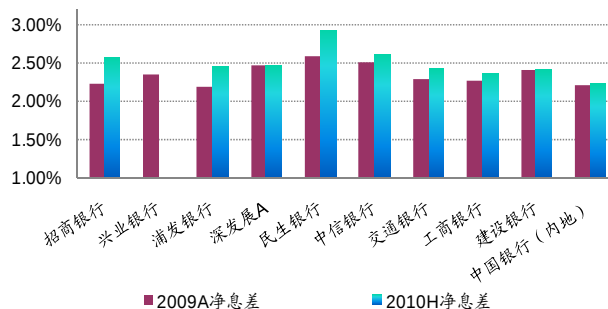
图表 2：上市银行成本收入比



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：民生银行的贷款收益水平同业居前


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：民生银行的 NIM 水平同业居前


来源：齐鲁证券研究所

“商贷通”真正的成功是什么？

- 我们认为“商贷通”品牌下的各个业务和产品本身和其他银行的个人经营性贷款并没有实质性的差异（见图表 5），民生银行的成功之处在于能在短时间内找到合适的营销模式实现客户群的快速积累，并实现了品牌认知度的快速提升！
- 我们认为对于差异化程度非常低的金融产品来说，同时具备规模优势和品牌优势将有助于降低未来的单位管理成本，前者降低单位人工成本，后者降低单位营销成本。

“一圈两链”集中营销模式：降低客户选择成本和信息不对称风险

- 目前民生银行的“商贷通”余额已经超过 1600 亿，占总贷款的比重已经超过 15%。民生银行的“商贷通”能够在短短不到 2 年的时间里迅速形成一定规模，和其独特的“一圈两链”的营销模式密不可分。
 - 所谓“一圈”是指将小微企业贷款服务瞄准各个城市主要的大型商圈和专业市场。目前我国大多数城市都形成了一些较为成熟的商圈，而且随着产业集群效应的显现，专业化市场也越来越多。这种营销方式的优势是行业特点鲜明，产品可以标准化运作，风险较好控制。就以民生银行上海分行为例，成功营销了“闵行九星胶合板市场”，“铜川路水产市场”，“奉贤印刷包装商户集群”等项目。
 - 所谓“两链”，就是指核心企业的“销售链”和“供应链”，这一模式本身我们并不陌生，但“商贷通”营销的关键将“1+N”模式中的“N”锁定在中小商户上。如抓住酒类核心企业“泸州老窖”，对其在某区域的个体经销商集中营销，降低风险的同时控制了成本。
- 民生银行通过这种类似做批发的方式营销零售贷款，能够实现客户和贷款规模的快速扩张，降低单位成本。
- 截至 2010 年底，“商贷通”的客户数已经超过了 12 万户，由华东向其他区域快速的推广正说明了“一圈两链”营销模式的成功。“商贷通”最早在华东 10 家分行中重点开拓，2009 年华东区域贷款占比达到 75%，但到

2010 年底，华东区域的占比已经下降到了 52%左右，仍是最重要的区域，但华北和华南的贷款占比由年初的 10%和 15%分别上升到了 24%和 24%。

高效率审批及使用便捷：客户满意度的关键

- 分支行探索建立抵押物价值事先群评估，有助于提高审批效率。该模式是由分支行以“商户集中度”为标准圈选楼盘、通过咨询中介等第三方机构，根据楼盘均价及个体调整原则，进行抵押物价值测算、认定，并根据房地产市场走势及价格监测对该数据库进行定期更新和维护。这样在受理抵押贷款时，就可免去繁琐的抵押物外部评估手续和评估费用，实现个人房地产抵押贷款的标准化操作，可以达到简化业务流程，缩短审批时间的目的。
- “商贷通”审批效率是同业短期无法追赶和超越的。民生“商贷通”可以做到首次贷款 3 天放款，二次贷款 1 天放款。
- “商贷通”以可循环使用授信额度方式，借款人可在一定额度内随借随还，贷款利息按天计算，借款人一般在自助设备或网上银行就可完成提款和还款操作，较为便利。
- “商贷通”下包含了十几种产品，可实现存贷等多种产品合一。如贷款的同时可以开通“贷生利”和“亲情贷生利”产品，借款人和亲戚的钱存到民生银行，都可以抵扣贷款利息，即存款抵贷款，降低融资成本。

“商贷通”业务的拓展没有抬高成本收入比

- 2010 年“商贷通”业务条线新增 600 名员工，占到全行新增人数的 24%，人员的增幅相比业务规模的增长而言并不算多。由于我们预计未来三年“商贷通”贷款将保持每年余额新增 1000-1200 亿左右，故我们预计人员的增加也将保持在 600-800 人左右。
- 过去人员的增长主要是分支机构的开设所致，预计未来分支机构增设速度放缓，“商贷通”条线人员增加占全行新增员工的比例将有上升。
- 在这两年的“商贷通”业务的开展中，很多支行都以团队项目的形式作业，一般是一个小组由一名主客户经理，配置 2-3 名擅长营销和风险的客户经理及若干辅助的操作人员，支行对团队整体进行考核。我们预计在这种模式下，民生银行对成熟的客户经理的新增需求将会较前两年明显减少。以前招有丰富经验的客户经理的薪资大约在 30-40 万元/年左右，但现在一些岗位应届毕业生就可胜任，但薪资支出却可降至 10 万元/年左右，而且还可采取延期发放奖金的方式来降低员工的操作风险。
- 2011 年民生银行可能还会在用工形式上做一些新的尝试，拟增加一些非全职人员。
- “商贷通”业务的快速发展没有给民生银行带来较大的成本压力，我们预计 2010 年民生银行的成本收入比将下降至 40%左右，未来仍会维持在该水平附近。

图表 5：同类银行个人经营性贷款品牌及规模比较

银行	产品品牌	适用客户	担保方式	最高额度	2010H 占总贷款比重
招商银行	“生意贷”	经营稳定、信用记录良好的中小企业主、个体工商户	能提供房产抵押或其他符合条件的担保	最高可达房产价值的 100%	不足 5%
兴业银行	“兴业通”	向个体私营业主提供的全方位个人金融服务的业务	提供质押、抵押、联保、互保、组合担保等灵活多样的担保方式		不足 3%
浦发银行		中小企业主和个体工商户	接受住房、商业用房、标准厂房、土地、商位使用权质押等担保方式	2000 万元	不足 2%
深发展	“展业贷”	中小企业主和个体经营者	可接受的抵押物包括住房、写字楼、别墅（含独栋别墅）、商住两用房、首层临街商铺、标准化厂房等	2000 万元	不足 5%
华夏银行	“乐业”系列	私营企业主和个体工商户	可接受质押和抵押两种方式担保	以房产作抵押的，最高不超过抵押物评估价值的 70%；商用房、别墅、高档住房不超过评估价值的 50%	不足 4%
民生银行	“商贷通”	中小企业主和个体工商户	抵押、质押、保证、联保等 11 种担保方式	采用抵押方式的，金额最高可达抵押物评估价值的 80%	超过 15%

来源：齐鲁证券研究所

如何看待“商贷通”的风险？

- 我们不担心“商贷通”风险的理由有三点。
- 首先，借款者以其个人和家庭资产对贷款负无限责任。所以不同于一般公司贷款，个人经营性贷款除考察借款者的经营活动外，更需要关注个人及家庭的资产负债状况、经营实力和道德品行。所以从安全性来说，我们认为作为个人贷款的“商贷通”本身风险低于对公业务。
 - 首先，无限责任可以避免企业主利用公司贷款套现或者随意变更公司重组。因为最终的贷款责任一直会追究到个人，一旦违约家庭的资产都将受到法律的追究。
 - 其次，我们认为中国人都“好面子”，同样是一笔不良贷款，如果是企业名义，企业主可能不会在意，而且企业可以破产，但如果追究到个人并对个人名誉产生不良影响，则多数人都会尽力避免违约，且我国个人无破产说。

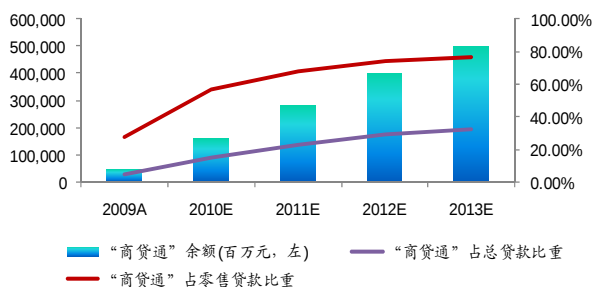
- 第三，相比过去 5 年，中小企业主自身财富的积累已经有很大的提高。民生银行的“商贷通”户均贷款除北京外（户均 200 万）一直控制在 150 万左右，可能远低于大部分借款者的个人财富值。
- 其次，民生银行“商贷通”侧重抵御经济周期较强的衣食住行等领域，包括服装、建材装饰及家具、电子产品、农产品及餐饮等重点开拓。“商贷通”的潜在客户群大量分部在制造业，流通服务业，以及批发和零售业，民生银行这两年 70% 的资源投向了后两者，仅在华东区域投放了一定量的制造业贷款，但在其他区域对制造业仍较为谨慎。
- 第三，抵押贷款仍是最主要形式。民生银行“商贷通”中抵押贷款占到 70%，担保类贷款占到 30%，而真正的信用贷款实际还不到 1%。而抵押品仍以住房为主，珠三角、长三角区域有涉及一些标准工业园区的厂房和写字楼，贷款/抵押品价值倍数不会超过 80%。
- 从风险暴露的时间来看，当前抵押贷款为主的“商贷通”资产质量优异。2009 年开始做“商贷通”以来，实际累计投放了 2700-2800 亿贷款，由于 90% 以上都是一年期以内的，所以其中已经到期的有 1000 多亿，在这 1000 多亿中不良贷款只有 1 亿多左右。
- 我们预计 2010 年末“商贷通”的不良率在 0.1% 以下非常低，但这一数字本身可能不能说明什么问题，因为未来“商贷通”可能会不局限于抵押贷款，担保方式可能会越来越多，越来越灵活，故不良率上升到一个平均水平如 0.75%（民生银行全部贷款的不良率水平）或者高于平均水平可能都是正常的。但需要强调的是，不良率要达到 1% 的数量级可能需要几年的时间，短期内我们不需要担心，理由是“抵押模式被替代”不可能在短期内看到。
- 对于部分投资者认为民生银行目前不具备“根据风险给贷款定价”的能力，我们的看法是：
 - 我们认为银行的本质是经营风险，而根据风险定价的能力一定不是在一开始就完全具备的，而是在逐步实践的过程中去提升的。我们希望看到的是随着“商贷通”业务的发展，民生银行能通过其对该市场的风险认识去逐步增加信用贷款的比重，逐步提升其风险识别能力。
 - 今天即使是全行业风险管控能力做得最好的招商银行，我们亦不认为其完全具备小微业务的风险定价能力。而全行业在小微业务发展的初期，都必将以抵押贷款为主，较低的抵押贷款乘数降低了银行的风险。
 - 在具备一定规模的基础上逐步探索信用贷款的风险识别与定价才具备现实意义，如果连承担风险的能力都没有，对风险即使合理定价了又能如何？我想这也是民生银行一直追求“大数定律”和“收益覆盖风险”的原因所在吧。

2011-2013 年“商贷通”将实现规模、业绩齐增长

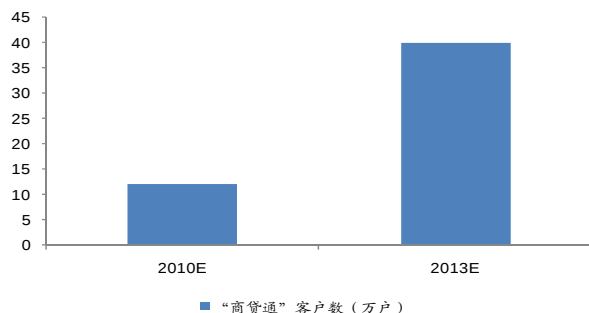
“商贷通”规模贡献度将达到 30%，利润贡献度超过 40%

- 我们预计，即使更多的银行从今年开始大力发展个人经营性贷款业务，最早到 2013 年后该领域的竞争程度才会明显，所以未来三年仍是“商贷通”实现规模较快增长的阶段。民生银行的领先优势，其他银行追赶至少需要 2-3 年的时间。

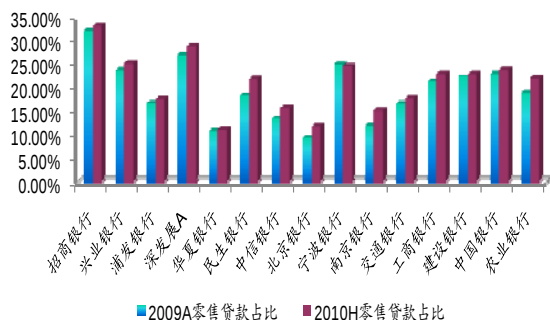
- 民生银行“商贷通”的发展和其事业部改革密不可分，目前大客户业务主要集中在事业部，而分支行有更多的人力和资源去支持小微企业。截至 2010 年底总行从各个层面对“商贷通”业务都给予更大的支持，**新增贷款 70%-80%都用于小微业务。**
- 领先于同业两年的实践中，对市场的认识，业务拓展方式，作业流程都在不断完善和提高，客户识别和风控能力也在不断提高。而且这些不单是某个分支行的局部优势，而是从上到下的整体优势，这也是其他银行未来经过实践方可具备的。
- **2011-2013 年，我们预计民生银行将继续贯彻至少 70%以上的新增贷款额度向“商贷通”倾斜，预计 2011-2013 年“商贷通”余额将分别达到 2800 亿，4000 亿和 5000 亿左右，三年复合增长率为 46%，在总贷款中的比重将快速上升至 32%（预计 2010 年末为 15%），至 2013 年底，“商贷通”的客户数将达到 40-50 万户。**
- 这两年民生银行在个人按揭贷款方面的存量增长不明显，这是公司主动选择的结果。而在 2011 年全行业按揭增长面临压力的情形下，民生银行借助“商贷通”可实现零售业务占比的快速提升。我们预计至 2010 年末民生银行的零售贷款占比将上升至 27%（仅次于招行和深发展），到 2013 年该比例将高达 42%，预计将达到同类银行最高水平。
- 我们按照“商贷通”平均贷款利率较基准利率上浮 20%-25%粗略估算，至 2013 年商贷通对利润的贡献度能够达到 40%-50%左右。对利润的贡献高于规模的贡献目前在华东部分分行已经有所验证，如截至 2010 年中期，上海分行的中小及小微业务的合计创利占到分行贷款整体创利的 36%，对利润的贡献度高于贷款规模的占比。
- 2011 年“商贷通”业务的升级版有三个业绩目标，一是贷款定价要继续上行；二是资金力求平衡；三是挖掘客户综合服务能力，增加非息业务收入。我们认为（1）在 2011 年信贷紧缩的背景下，贷款定价能力继续上行较易实现，预计目前新增“商贷通”的利率上浮幅度已经超过 30%。（2）相比增加非息收入，增加“商贷通”的存款派生率，即资金自给率可能在 2011 年效果更为明显。2010 年“商贷通”的存款派生率在 30%左右，我们预计 2011 年将提升至 40%以上。（3）增加非息业务是个长期努力的方向，但我们预计“商贷通”业务对非息收入形成明显拉动效应约在 2012-2013 年。

图表 6：“商贷通”仍能继续实现规模较快增长


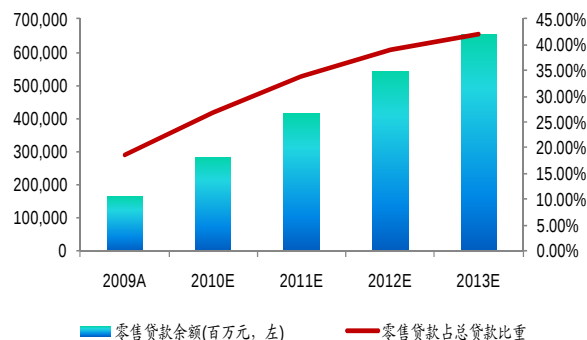
来源：齐鲁证券研究所

图表 7：民生银行“商贷通”客户数


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：上市银行零售贷款占比


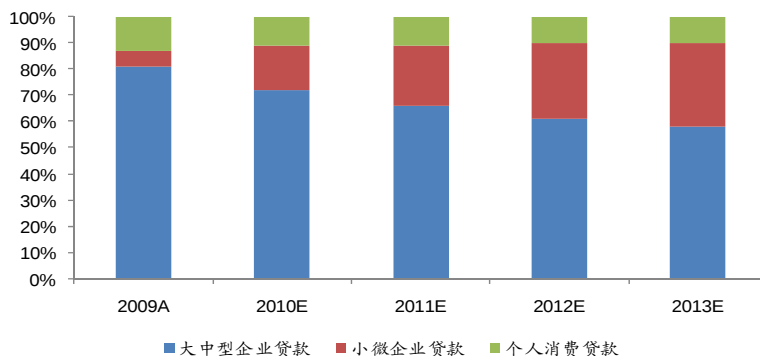
来源：齐鲁证券研究所

图表 9：民生银行的零售贷款占比快速提升


来源：齐鲁证券研究所

“商贷通”助力客户结构转型

- 借力“商贷通”业务，民生银行的客户结构转型目标也正在实现，即民营、小微和零售高端客户正在成为民生银行的主要客户群。
- 我们预计截至 2010 年末，民生银行的贷款客户结构为：15%以上是小微企业，10%是消费金融，大中型企业占比大约在 75%左右。我们预计至 2013 年末，大中型企业客户贷款占比将下降至 58%左右，小微和零售客户贷款占比超过 40%。而在大企业客户中，90%都是民营企业客户。
- “商贷通”的客户群体和零售高端客户的重叠度非常高，如高端小企业主，基本是个人资产在 1000 万以上的，才有可能获得 100 万的贷款，这类客户未来将是私人银行的重点营销客户。
- 如果未来能在 40 万的“商贷通”客户中把交叉销售做透，对中间业务的贡献度会非常可观（尽管无法量化）。

图表 10：民生银行贷款的客户结构


来源：齐鲁证券研究所

事业部定位：主攻非息业务

- 我们欣赏民生银行务实的态度，即有舍才有得。在全行信贷资源向“商贷通”倾斜时，一般大中型客户的贷款需求势必会受到影响。但民生银行借此对事业部的业务定位进行了调整，即大中型客户的贷款需求主要由存量到期贷款来满足，每年一般对公贷款余额增量大致在 200-300 亿左右。而在信贷资源增量有限的情形下，事业部将主动放弃一些低利率贷款客户，有利于提升整体贷款收益率。
- **未来事业部是非息收入主要来源：**由于事业部单独进行利润考核，所以在规模增长受限的情形下，客户经理开拓非息业务的积极性较高。目前客户经理将更多的经历投入到类似投资银行业务中去，这样既利用了自己的资源，又不占用资本，考核时效益更高。而且对于一些大客户，其本身的信贷需求就在减少，如象上海宝钢这样的客户，贷款需求几乎没有，事业部则主要和他做一些贸易融资、票据、信用证、应收款的管理、现金管理等业务，以获得中间业务收入。
- **我们预计 2010 年的非息收入占比已经提升至 16%，主要由事业部贡献，2011 可能会更明显。**2010 年前三季度民生银行实现手续费收入 67 亿，同比增长 77%。我们预计至 2010 年末，民生银行的非息收入占比已经提升至近 16% 左右，而非息收入中的大部分收入预计都是由事业部贡献，我们预计未来民生银行的非息收入还将呈现良好的上升趋势。

图表 11：民生银行 2010 上半年手续费收入分项情况

	2009H 收入额	2010H 收入额	2010H 增速	2009H 占比	2010H 占比
手续费及佣金收入合计	2,442	4,659	90.79%		
结算手续费收入	200	510	155.00%	8.19%	10.95%
证券承销服务手续费	73	162	121.92%	2.99%	3.48%
信用承诺手续费及佣金	423	661	56.26%	17.32%	14.19%
银行卡手续费收入	565	287	-49.20%	23.14%	6.16%
托管及其他业务手续费	319	895	180.56%	13.06%	19.21%
财务顾问收入	769	1,538	100.00%	31.49%	33.01%
融资租赁手续费	78	397	408.97%	3.19%	8.52%
其他	15	209	1293.33%	0.61%	4.49%

来源：齐鲁证券研究所（单位：百万元）

盈利预测及投资建议

盈利预测

- 我们根据对“商贷通”业务的判断，较前次上调了 2012 年的业绩预测，调整后预计 2010-2012 年民生银行的净利润分别为 171/217/257 亿，分别增长 42%/27%/18%。
- 考虑 H 股发行对股本摊薄后（但暂不考虑可转债转股的摊薄），

2010-2012 年 EPS 分别为 0.64/0.77/0.91 元，BVPS 分别为 3.90/4.77/5.67 元。

投资建议：维持“买入”评级

- 当前股价对应 2011 年 1.1XPB 和 7.0XPE，估值为上市银行最低。
- 我们按照 2011 年 1.5X-1.6X 作为民生银行的合理估值区间，对应的目标价为 7.25-7.70 元，我们维持对民生银行的“买入”评级。
- 按照我们在 2011 年度策略中首创的对银行业进行分部估值的方法（详见相关报告），分拆出的 2011 年民生银行的利息业务 EPS 和手续费业务 EPS 分别为 0.61 元和 0.15 元，若分别给予 10X 和 20XPE 估值，对应的合理价值为 9.2 元/股。虽然在当前“行业 ROE 趋势向下过程中估值难以突破”的背景下，我们用该方法对银行股估值对投资的指导意义不大，但我们还是提供该结果供大家参考。

可能的催化剂：支持小微信贷的政策出台

- 我们预计在“十二五”期间，鼓励和引导银行大力开展小微企业信贷的相关财税和监管政策将会显著增加。
- 我们预计可能出台的政策有：（1）继续扩大小企业贷款损失准备金税前扣除的额度；（2）降低小微企业贷款经营利润的所得税率或降低应纳税所得额的税基，减免的税收用于核销小微坏账；（3）对小微企业贷款经济资本耗用差异化计量与监管；（4）允许银行对小微的不良贷款快速核销。
- 由于 2011 年民生银行的小微贷款在总贷款的比重将超过 20%甚至达到 25%，为上市银行最高，故任何支持小微领域的优惠政策出台，民生银行受益都将是最为明显的。
- 在以上我们所提到的政策中，我们认为在资本计量中降低小微企业的风险权重对民生银行的**意义最为重大**。虽然同是零售业务，但按揭贷款的风险权重仅为 50%，大大降低了资本占用，而这也是很多银行在发展零售时优先发展按揭业务的原因之一。倘若有抵押的小微贷款的风险权重由现在的 100%下降至 75%或者 50%，则经风险调整后的收益就将高于按揭贷款。
- 经过我们测算，如果有抵押的小微企业的风险权重下降至 75%，可提高民生银行 2011 年的 CAR 约 0.45 个百分点；若权重下降至 50%，则对 CAR 有 0.94 个百分点的提高。

风险提示

- 民生银行已经提出其修改后的融资方案，即 A 股可转债+H 股公开发行，短期内或会对市场情绪有影响；
- “商贷通”未来将探索多种担保方式，若在规模快速扩张中风控效果低于预期，使得不良率超出我们预想的水平导致业绩低于预期。

- 国内外经济形势出现波动，房地产价格若出现较大幅度的下跌，将会对银行资产质量产生较大的负面影响，进而导致估值下行风险加大。

图表 12：民生银行盈利预测及估值简表

每股盈利及估值	2009A	2010E	2011E	2012E	盈利驱动因素	2009A	2010E	2011E	2012E
每股收益 (EPS)	0.54	0.64	0.77	0.91	生息资产规模增长	34.10%	23.20%	17.73%	14.48%
每股拨备前收益	0.94	1.07	1.27	1.49	生息资产平均收益率	4.37%	4.40%	4.95%	4.92%
每股净资产 (BVPS)	3.95	3.90	4.77	5.67	计息负债平均付息率	1.84%	1.59%	2.07%	2.06%
P/E	9.84	8.34	6.98	5.91	净利差 (SPREAD)	2.53%	2.81%	2.89%	2.86%
P/PPOP	5.68	5.02	4.20	3.59	净息差 (NIM)	2.67%	2.95%	3.07%	3.05%
P/B	1.35	1.37	1.12	0.94	业务支出/营业净收入	43.62%	40.90%	39.68%	39.78%
ROAE	17.06%	17.84%	18.18%	17.35%	有效税率	22.66%	23.00%	23.00%	23.00%
ROAA	0.75%	1.08%	1.14%	1.16%	权益倍数 (A/E)	16.20	16.84	15.23	14.64
资产负债表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	规模增长	2009A	2010E	2011E	2012E
总资产	1,426,392	1,751,916	2,059,107	2,355,158	总资产	35.29%	22.82%	17.53%	14.38%
贷款总额	882,979	1,050,745	1,218,864	1,389,505	贷款净额	34.23%	18.67%	15.61%	13.62%
证券投资	156,831	203,880	254,850	318,563	证券投资	16.28%	30.00%	25.00%	25.00%
央行及同业资产	361,182	473,627	564,635	629,892	央行及同业资产	43.30%	31.13%	19.22%	11.56%
总负债	1,337,498	1,647,010	1,923,902	2,194,272	总负债	33.79%	23.14%	16.81%	14.05%
存款总额	1,127,938	1,432,481	1,690,328	1,943,877	存款总额	43.54%	27.00%	18.00%	15.00%
其它计息负债	190,034	173,337	210,850	226,629	其它计息负债	-4.25%	-8.79%	21.64%	7.48%
股东权益	88,034	104,053	135,205	160,885	股东权益	63.39%	18.20%	29.94%	18.99%
损益表摘要	2009A	2010E	2011E	2012E	收入增长	2009A	2010E	2011E	2012E
净利息收入	32,240	45,600	57,078	65,720	净利息收入	6.12%	41.44%	25.17%	15.14%
非利息收入	9,820	8,962	10,817	13,827	非利息收入	111.77%	-8.74%	20.70%	27.82%
营业净收入	42,060	54,562	67,895	79,546	营业净收入	20.11%	29.72%	24.44%	17.16%
营业支出	-21,148	-26,111	-31,768	-37,318	营业支出	16.92%	23.47%	21.67%	17.47%
营业利润	20,912	28,451	36,128	42,228	营业利润	23.52%	36.05%	26.98%	16.89%
计提准备金前利润	20,963	28,451	36,128	42,228	计提准备金前利润	23.27%	35.72%	26.98%	16.89%
当期计提准备金	-5,307	-6,201	-7,876	-8,877	当期计提准备金	-18.58%	16.85%	27.01%	12.71%
税前利润	15,656	22,250	28,251	33,351	税前利润	49.28%	42.12%	26.97%	18.05%
净利润	12,104	17,132	21,753	25,680	净利润	53.51%	41.54%	26.97%	18.05%
资产负债结构	2009A	2010E	2011E	2012E	资产质量指标	2009A	2010E	2011E	2012E
央行及同业/总资产	25.30%	27.03%	27.42%	26.75%	不良贷款率	0.84%	0.75%	0.85%	0.95%
证券投资/总资产	10.99%	11.64%	12.38%	13.53%	信贷成本	0.63%	0.60%	0.65%	0.65%
贷款净额/总资产	60.83%	58.78%	57.81%	57.43%	拨备覆盖率	206.04%	267.01%	274.30%	279.51%
存款/总负债	84.33%	86.97%	87.86%	88.59%	拨备/贷款余额	1.73%	2.00%	2.33%	2.66%
贷款结构	2009A	2010E	2011E	2012E	其它数据	2009A	2010E	2011E	2012E
企业贷款	77.45%				分支机构数量	434			
票据贴现	3.99%				员工数量	26,039			
个人贷款	18.56%				总股本数量 (百万股)	22,262	26,714	28,365	28,365

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308