

2010年2月12日

民生银行

致力于提高盈利能力

A
买入

600016.SS - 人民币 7.23

目标价格: 人民币 8.85(▲8.60)

H
买入

1988.HK - 港币 7.61

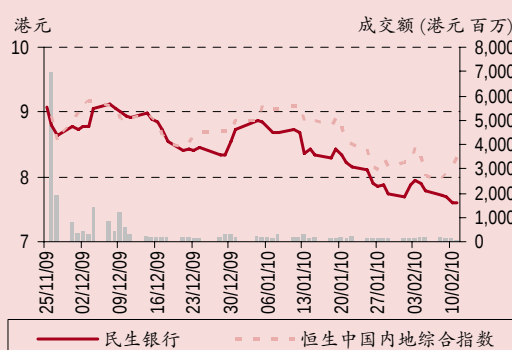
目标价格: 港币 10.00

袁琳, CFA

+8610 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

股价相对指数表现(H)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现(H)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(13)	(13)	n.a	n.a
相对恒生中国内地综合指数(%)	(6)	(4)	n.a	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据(H)

发行股数(百万)	22,262
流通股(%)	15
流通股市值(港币 百万)	26,168
3个月日均交易额(港币 百万)	416
主要股东(%)	
新希望投资有限公司	9

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*孙鹏、尹颈桦为本报告重要贡献者

尽管 06 年以来, 民生银行面临着一些增长瓶颈, 但本世纪初, 民生银行还是获得了骄人的增速。公司已开始制定并实施对内部组织结构和信息系统的改革计划。这一创新式结构改革为该行提供了新的发展机遇。我们预计, 未来几年中, 民生银行将通过利润率提升和经营效率改善来提高盈利能力。我们将 A 股评级由持有上调至买入, 并给予其 H 股买入的首次评级。

支撑评级的要点

- 07 年底, 民生银行发起了事业部改革。同时, 公司还开始建立新的集中式后台运营体系, 并对信息系统进行升级。我们预计, 如果改革成功推行, 民生银行的资产收益率将由 09 年的 0.73% (剔除一次性因素) 大幅提升至 2011 年的 0.89%;
- 未来几年中, 民生银行将保持较高的网络扩张速度。这不仅将支撑其利润绝对数额的增长, 还将提升杠杆水平, 从而提升公司的净资产收益率。我们预计, 2009-11 年间, 民生银行的盈利年均复合增长率将达到 27%, 净资产收益率将在 09 年达到 11.4%, 并于 2011 年恢复至 15.1% 的较高水平;
- 我们认为, 鉴于其财务状况和客户结构, 民生银行对中国经济复苏的敏感性大于板块平均水平。

评级面临的主要风险

- 改革计划受阻以及过快的资产增长。

估值

- 我们采用了三种不同的估值方法来为民生银行估值。我们的计算显示, 其 2010 年公允市净率应为 1.90 倍, 由此我们得出 H 股目标价 10.0 港币和 A 股目标价 8.85 人民币。我们将 A 股评级由持有上调至买入, 并给予其 H 股买入的首次评级。

图表 1. 投资摘要(H 股)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(人民币 百万)	22,580	30,380	31,613	41,981	50,903
净利润(人民币 百万)	6,335	7,885	12,733	13,481	16,842
全面摊薄每股收益(人民币)	0.337	0.419	0.616	0.606	0.757
变动(%)	44.4	24.5	47.0	(1.7)	24.9
市盈率(倍)	19.9	16.0	10.9	11.1	8.8
每股现金流量(人民币)	3.5	2.9	4.1	4.7	5.3
价格/每股现金流量(倍)	1.9	2.3	1.6	1.4	1.3
净资产收益率(%)	18.2	15.2	17.4	13.8	15.2
每股股息(人民币)	(0.065)	0.192	0.084	0.089	0.111
股息率(%)	(1.0)	2.9	1.3	1.3	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

目录

摘要.....	3
估值.....	6
盈利能力逐步改善	12
创新式组织结构推动增长.....	19
网络不断扩张	27
效率和成本控制.....	31
资产质量良好.....	33
民生银行财务预测	36
主要风险.....	51
附录、财务数据.....	53
研究报告中所提及的有关上市公司	60

摘要

截至 08 年底，民生银行是中国第八大商业银行。本世纪初至今，该行取得了非常高的增速

06 年民生银行的总资产规模达到了约 7,000 亿人民币，增长遇到了瓶颈。公司开始制定并实施对内部组织结构和信息系统的改革计划

其资本基础和扩张战略应有助于录得较高的资产增速，并在未来转化为更多的利润

截至 08 年底，民生银行是中国第八大商业银行。本世纪初至今，该行取得了非常高的增速。从 1999 年到 2008 年间，该行总贷款规模的年均增速达到了 50%(行业平均水平为 13.94%，而五家股份制银行[深发展、华夏银行、招商银行、浦发银行和民生银行]的平均水平为 42.4%)，同期，其净利润年均增速高达 82%(五大股份制银行的平均水平为 42.8%)，尽管 06 年起，民生银行的总资产规模达到了约 7,000 亿人民币，增长遇到了瓶颈。所幸的是，公司踏上了新的“万里长征”，开始引入并实施对内部组织结构和信息系统的改革。这一创新式内部结构改革为民生银行提供了新的发展机遇。至今，改革已进行了将近两年，公司也经历了非常艰难的过渡期，但展望未来，我们预计，由于经营效率的提升和中国经济稳步复苏的背景下业务量的扩大，民生银行将恢复较高的增速，盈利能力也将有所改善。其主要优势包括：

1. 创新型组织结构和先进的信息系统

内部组织结构的调整对民生银行的盈利能力和增长产生了重大影响。该行最大的优势在于其致力于使股东利益最大化，并能够对环境的变化做出迅速反应。07 年底，民生银行发起了事业部改革。同时，公司还开始建立新的集中式后台运营体系，并对信息系统进行升级。这些改革将有助于其根据客户的需求提供更加高效和个性化的服务。我们认为，最终，集中式后台运营体系带来的成本节约和业务量的增长将使民生银行的盈利能力和利润率获得提升。我们预计，如果改革成功推行，民生银行的资产收益率将由 09 年的 0.73% (剔除一次性因素) 大幅提升至 2011 年的 0.89%。

2. 未来几年高速增长

截至 09 年 9 月 30 日，民生银行有 29 家分行、387 个营业网点和一个香港代表处，网络规模小于招商银行、中信银行和浦发银行。我们认为，要发展业务并增加其金融资产，民生银行仍需要设立更多的实体分支机构。资本基础和扩张战略应有助于其录得较高的资产增速，并在未来转化为更多的利润。扩张不仅将支撑其利润的绝对增长，还将提升杠杆水平，从而提升公司的净资产收益率。我们预计，2009-11 年间，民生银行的盈利年均复合增长率将达到 27%，到 2011 年，净资产收益率将由 09 年的 11.4% (剔除一次性因素) 恢复至 15.1% 的水平。

我们认为，如果未来两年中经济恢复活力，民生银行将录得快速增长

改革可能引起员工工作环境的巨大变化，从而对其业务发展产生不利影响

追求资产的高速增长可能使民生银行的信贷质量控制受到影响

3.持续受益于经济复苏

与资产规模更大的大银行相比，民生银行的主要客户是中型企业。这些客户的贷款需求与经济形势联系更为紧密。也就是说，当经济增长强劲时，这些企业的贷款需求也会迅速上升。此外，民生银行的资产久期较短，因此加息为其带来的好处将大于行业平均水平。因此，我们认为，如果未来两年中经济恢复活力，民生银行将录得快速增长。

我们对民生银行的主要担忧包括：

1. 改革计划受阻

民生银行的组织结构改革计划面临诸多挑战，包括如何处理新的事业部与原分支机构之间的合作、如何建立新的绩效评估体系、如何建立高效的后台运营体系、以及如何将现有的 IT 系统升级并整合为新的核心系统（这将有助于所有支行以更低的成本提供更好的服务）等问题。最为重要的是，新的组织结构将要求员工适应新的职位或职位的职责有所改变，这甚至可能会影响到个人的工作状况。改革可能引起员工工作环境的巨大变化，从而对其业务发展产生不利影响。因此，民生银行可能面临市场份额流失的风险，而最终改革可能反倒带来更多问题。在最坏的情况下，民生银行可能因为过渡失败而回到原来的组织结构并丢失市场份额。

2. 在扩张和多样化问题上过于轻率

目前民生银行已进入租赁、基金管理和乡镇银行业务。08 年，公司还收购了美国联银控股 9.9% 的股权。虽然我们认为多样化业务模式和打入国际市场并不会给民生银行的长期发展带来威胁，但从短期来看，过于激进的投资可能浪费了宝贵的资本金。此外，我们担心民生银行急于发展其他金融服务业务的大胆战略可能增加其风险。公司未来几年的扩张计划较为激进，虽然我们认为有效的网络扩张对其长期发展有利，但由此生产的高成本也会引发担忧。同时，追求资产的高速增长可能使民生银行的信贷质量控制受到影响。此外，过于激进的扩张可能使重组更加艰难，并引发许多其他不稳定因素。

我们不排除“商贷通”业务
可能使民生银行的信用风险
上升的可能性

3. 资产质量风险

毫无疑问，如果经济低迷导致中国制造业或房地产业出现恶化，那么将对民生银行的资产质量产生负面影响。我们注意到，08 年民生银行的关注类贷款大幅上升。如果宏观经济形势出现恶化或民生银行为提升盈利能力而采取高风险的策略，那么我们不排除其贷款损失急速上升的可能性。此外，民生银行希望通过“商贷通”业务获得更多零售贷款，这在中国还是一个非常新的产品。我们不排除该业务可能使该行的信用风险上升的可能性。

估值

我们对民生银行采用了三种估值方法

我们对民生银行采用了以下三种估值方法：

1. 市净率与净资产收益率之间相关性的回归分析(对象为六家 H 股上市的国内银行)；
2. 三阶段股利贴现模型(DDM)；
3. 同业市净率区间对比。

这三种方法得出的结论见图表 2：

图表 2. 民生银行的公允价值预测*

	公平市净率(倍)
回归分析(市净率与净资产收益率)	1.68
三阶段股利贴现模型	2.00
同业市净率对比	2.03
平均	1.91

*估值是基于 2010 年预测

资料来源：中银国际研究预测

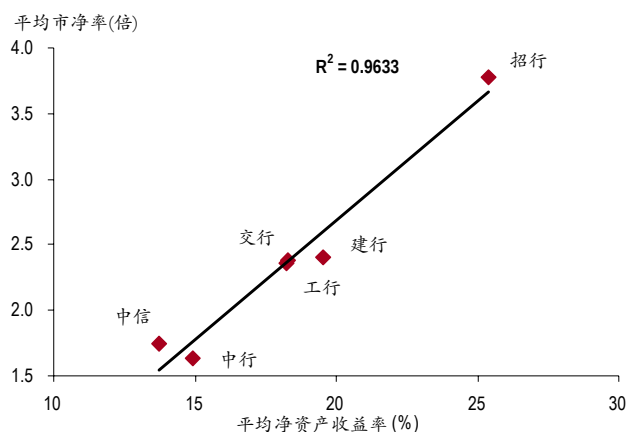
H 股上市银行的市净率和净资产收益率之间显示出很高的相关性

回归分析(市净率与净资产收益率)

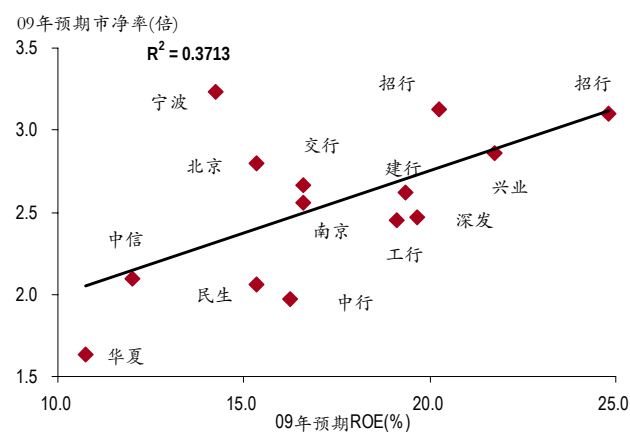
根据我们的计算，现实中 H 股上市银行的市净率和净资产收益率之间显示出很高的相关性。07 年到 09 年的三年中，宏观经济形势从极好到极坏，为了在给银行估值时考虑进经济的上升和下滑我们在回归分析中采用了这三年的平均数据。采用 07-09 年三年的平均净资产收益率和三年平均市净率，我们得出六家 H 股上市的国内银行其净资产收益率和市净率之间的相关系数为 0.96。简单地说，我们认为净资产收益率较高的银行应享有较高的市净率。

剔除三家小型城市商业银行后，其余 11 家 A 股上市银行的净资产收益率与市净率之间仍显示出较好的相关性，相关系数为 0.77

A 股方面，09 年预期净资产收益率和市净率之间的相关系数为 0.37，表明回归分析对全部 A 股银行板块来说并不十分适用。剔除三家小型城市商业银行后，其余 11 家 A 股上市银行的净资产收益率与市净率之间仍显示出较好的相关性，相关系数为 0.77。因此，我们认为，除了几家小型银行外，国内银行的估值仍与净资产收益率息息相关。我们得出这个结论是因为目前几乎所有小银行的净资产收益率都较低(因为近期上市后他们的资本基数升高)，但考虑到快速扩张带来的高增长预期，投资者给予了它们较高的市净率。也就是说，小银行的资本金增加了很多从而使净资产收益率摊薄至了较低水平。但是，由于应该采用长期净资产收益率来决定市净率，因此短期内的摊薄效应并不能全面反映净资产收益率与市净率之间的关系。

图表 3.H 股银行的净资产收益率和市净率回归分析


资料来源：彭博、公司数据、中银国际研究预测

图表 4.A 股银行的净资产收益率和市净率回归分析


注：民生银行的数据剔除了处置海通证券的一次性收益
 资料来源：彭博、公司数据、中银国际研究预测

我们的回归分析使用了07-09年H股上市银行的平均数据，得出的公式为：
 $y = 0.1824x - 0.9666$ ，其中x代表净资产收益率；y代表市净率

我们的回归分析使用了07-09年H股上市银行的平均数据，得出的公式为： $y = 0.1824x - 0.9666$ ，其中x代表净资产收益率；y代表市净率。在此公式中代入2010-2011年间的平均净资产收益率14.5%，我们得出市净率应为1.7倍。

采用传统的三阶段股利贴现模型来为民生银行估值

股息折现模型

我们还采用了传统的三阶段股利贴现模型来为民生银行估值。我们认为，三阶段模型对国内银行来说是最为适用的，因为中国的银行业仍处于高速增长阶段，对民生银行来说尤其如此，因为未来几年中该行的盈利能力将有所提升，同时规模也将不断扩大。此模型有助于抓住近期内的快速增长（我们采用了2009-2011年三年的盈利预测），此后将进入增速高于平均水平的7年扩张阶段，然后第十年以后将回到温和增长的阶段。

在模型中，我们假设第四年至第十年的中期增速为12%，此后增速为6%，我们认为，这一假设并不过分乐观，因为我们认为全行业的总体贷款增速将保持在8%以上。我们认为，从中期来看，民生银行的贷款增速很可能高于行业平均水平。

贴现率可通过资本资产定价模型得出：

$$K = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

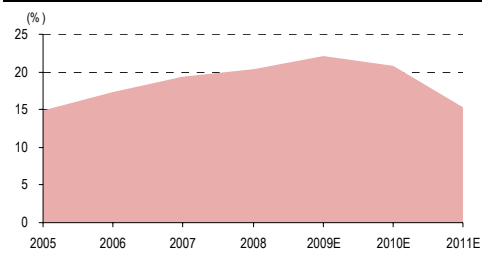
我们采用了中信银行调整后的贝塔值(β)1.03(彭博计算出的周贝塔值)来作为民生银行的贝塔值(β)，因为他们两家都是中等规模的股份制商业银行。我们还假设贴现率为11%，无风险利率为4%，股票风险溢价为5%。

我们假设长期净资产收益率为 17.1%，并认为这一假设是可以达到的。由此，我们得出民生银行的公允市净率为 2.14 倍。我们注意到，即使考虑到净息差的大幅缩窄并剔除处置海通证券股份带来的收益（并未考虑 H 股融资），09 年民生银行的预计净资产收益率仍能达到 15%。展望未来，即使金融危机过后资本要求更加严格导致银行的资本负债率上升空间有限，但我们仍然预计，随着进一步的网络扩张，即使考虑到资本基数的扩大，民生银行的资本负债率也将保持在 17 倍的水平，高于 2010 年的 16 倍。同时，资产收益率也有上升空间。我们预计，民生银行将通过净息差的扩大、稳定的营业成本和中国经济保持正常增速背景下稳定的信用风险来获得更高的资产收益率。

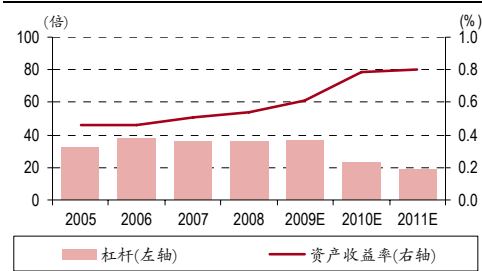
虽然我们预计明年民生银行的盈利能力将有所提升，但也不排除情况恶化的可能性。首要影响因素就是未来两年中如果经济出现下滑将导致信用成本的上升。我们假设，由于经济增长放缓和货币策略略微收紧，2011 年民生银行的不良贷款净形成率将由目前的 1% 上升至 2%，但不良贷款的进一步上升将导致其未来两年内的平均净资产收益率由 13.6% 降至 11.5%。但很明显，民生银行的估值对长期增速和长期净资产收益率更为敏感。短期净资产收益率的下降只会使公允市净率由目前的 2.14 倍下降至 2.07 倍，因为估值更大程度上取决于长期盈利能力。此外，如果盈利能力未能得到改善还会降低其资产收益率并打压长期估值。

三阶段股利贴现模型

净资产收益率



资产收益率&杠杆水平



股价对永久收益率和永续增长率的敏感性

可持续有权益收益率

	15.1%	15.6%	16.1%	16.6%	17.1%	17.6%	18.1%	18.6%	19.1%
率	4.0%	1.61	1.65	1.70	1.74	1.78	1.83	1.87	1.92
长	5.0%	1.67	1.72	1.77	1.82	1.87	1.92	1.97	2.03
增	6.0%	1.75	1.81	1.87	1.93	2.00	2.06	2.12	2.18
速	7.0%	1.88	1.95	2.03	2.11	2.18	2.26	2.34	2.41
率	8.0%	2.08	2.19	2.29	2.39	2.49	2.59	2.70	2.80

三阶段股利贴现模型中的假设

	合计 1-3 年份	4-10 年份	终值	4-10 年份	长期	历史
公平市价/每股有型资产	2.00	0.12	0.51	1.36		
有形股 (%)		15.7		17.1		15.4
增长率 (%)		12.0		6.0		43.7
股息率 (%)		30.7		64.9		22.8

贴现率假设

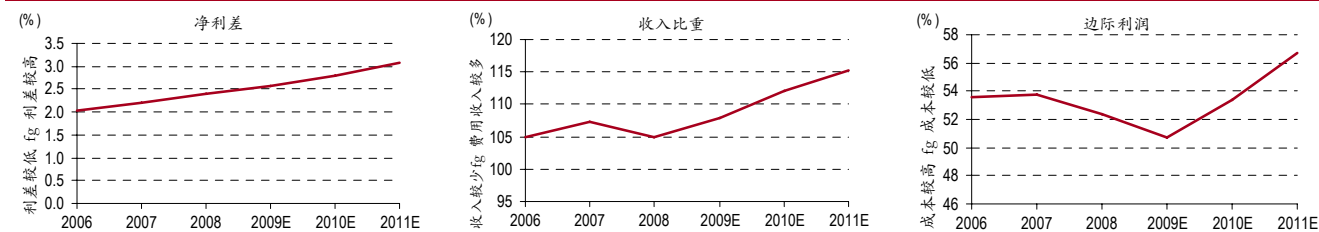
骆驼评级			经调整 CAPM	
资本充足率(C)	1.6	} 1.9	无风险利率(%)	4.0
资产质量(A)	3.0		预期市场回报(%)	9.0
管理能力(M)	1.8		贝塔值(经调整)	1.03
盈利能力(E)	1.7		阿尔法值(用 CAMEL)(%)	1.9
流动性(L)	1.6			
市场风险敏感度(S)	1.5			
				股本折扣率(%)

净资产收益率分解

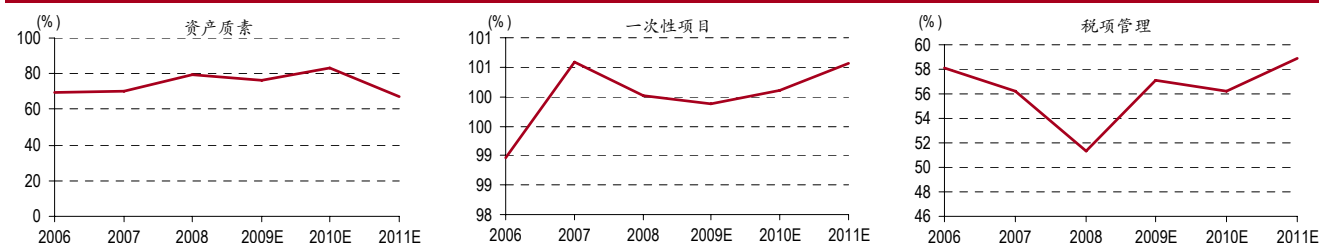
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
负债率(负债/资本)	37	35	34	35	22	18
资本结构(资本/股本)	100	100	100	100	100	101
资金结构(存款/负债)	79	84	89	88	81	78
资金流动(贷款/存款)	71	75	77	77	80	83
资产结构(资产/贷款)	183	165	150	152	162	163
杠杆(x)	38	36	35	36	23	19
净利差(利息收入/平均资产)	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1
收入比重(总收入/净利息收入)	105	107	105	108	112	115
边际利润(拨备前利润/总收入)	53.6	53.8	52.4	50.7	53.4	56.7
资产质素(拨备后利润/拨备前利润)	69.6	70.6	79.5	76.0	83.2	67.2
一次性项目(税前利润/拨备后利润)	99	101	100	100	100	101
税项管理(税后利润/税前利润)	58.2	56.2	51.3	57.1	56.3	58.9
合并(可分配利润/税后利润)	100	100	100	100	100	100
资产回报率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.8	0.8

股本回报 (%)	17.4	18.1	19.1	22.0	18.2	15.2
有形股本回报 (%)	17.4	19.3	20.3	22.1	20.8	15.4

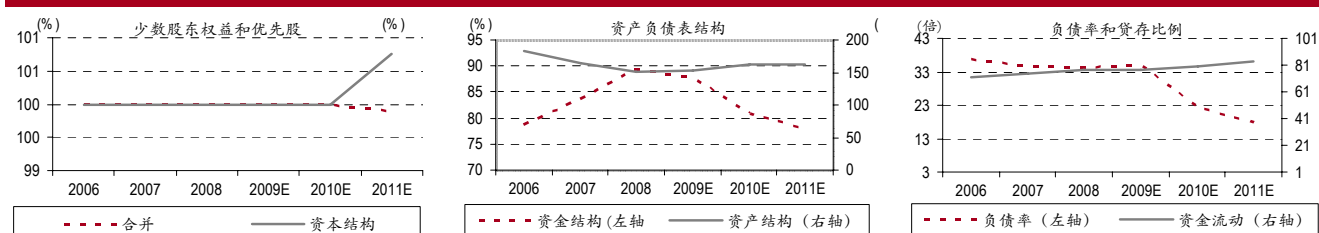
经营表现



资产质量和非经营表现



资产负债表结构和并表



资料来源: 中银国际研究预测

H 股上市内地银行的平均
2010 年预测市净率为 2.09
倍，而 A 股银行为 2.21 倍

我们认为，民生不太可能达
到招行目前的高估值，但基
于其灵活的管理结构、强大
的信息系统和颇具吸引力的
激励手段，其估值又应该高
于中信银行

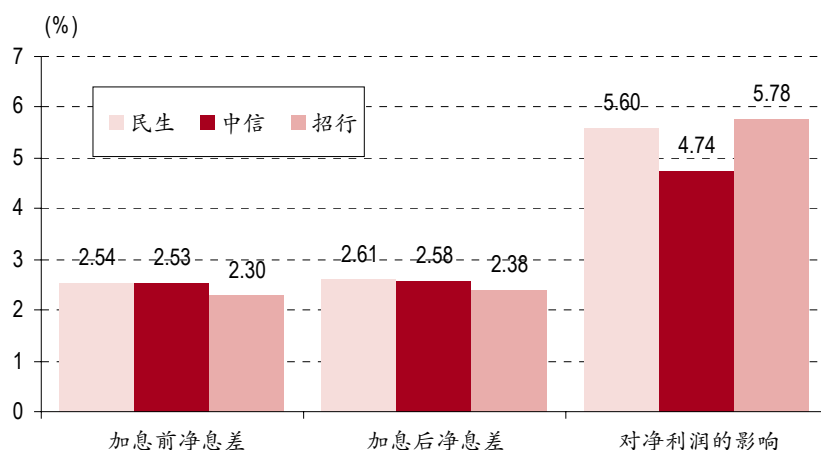
同业市净率对比

H 股上市内地银行的平均 2010 年预测市净率为 2.09 倍，而 A 股银行为 2.21 倍。我们认为，与民生银行最直接可比的是招商银行、中信银行两家中型银行，这两家银行的 2010 年预测市净率分别为 2.71 倍和 1.67 倍。但是，必须注意到的是，招商银行的估值较高主要是由于其独特的业务模式和零售业务的稳健增长前景，而民生银行的盈利能力不及招行，同时风险也更高。我们认为，民生不太可能达到招行目前的高估值，但基于其灵活的管理结构、强大的信息系统和颇具吸引力的激励手段，其估值又应该高于中信银行。此外，与中信银行相比，民生的不良贷款率也较低，而拨备覆盖率较高(截至 09 年 6 月 30 日)。

展望 2010 年，我们预计民生的表现将好于中信，原因如下：

- 1) **净息差回升更为强劲。**我们预计，由于贷款结构调整，民生银行的净息差回升速度将更为强劲。此外，由于货币政策略微收紧，民生银行面对中小企业客户时的议价能力也将有所提升。同时，加息给民生银行带来的好处也要大于中信，原因包括：i) 民生的外币投资较少。中信资产中有 20% 左右为外币证券，这部分资产重新定价需要很长时间。此外，中信银行从投资证券中获得的利息收入占比 (12%) 也高于民生 (10%)；ii) 2010 年民生银行需要重新定价的存款相对较少。虽然中信银行的活期存款占存款总量的 39.5% (截至 09 年上半年末)，高于民生银行的 37.99%，但民生的定期存款久期比中信要长。因此，总体来说，民生银行从加息中受益更大。

图表 5. 如果 2010 年基准利率上调对净息差的影响



资料来源：公司数据、公司年报、中银国际研究预测

2) **资产增速更高。**09 年前三季度，中信银行的贷款同比增速为 49%，高于民生的 42%。然而，我们预计 2010 年中信银行的网络扩张速度将慢于民生。此外，中信银行的客户中大企业和政府支持的投资公司较多，而在去年贷款增速空前和 2010 年信贷可能略微收紧的情况下，这些客户 2010 年的贷款需求可能较 09 年有所下降。中信可能会缺少贷款需求较高的目标客户。最后，09 年前三季度中信银行的存款增速为 26.2% (低于民生的 39%)，这使其贷存比高达 83% (截至 09 年三季度末)。我们预计，中信银行的存款余额较低将限制其贷款增速，因此 2010 年中信银行的贷款增速将低于民生。

因此，我们采用 H 股国内银行板块平均市净率得出民生银行的 2010 年公平市净率应为 2.03 倍。

图表 6. 估值对比

		评级	上升下			目标市	市盈率			市净率			每股收益			每股账面价值			净资产收益率		
			收盘价	目标价	跌空间	净率	(倍)			(倍)			(人民币)			(人民币)			(%)		
			(港币)	(港币)	%	(倍)	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
H 股																					
工商银行	持有	5.60	5.96	6.46	2.50	14.88	13.54	13.39	2.74	2.49	2.28	0.33	0.36	0.37	1.80	1.99	2.17	19.43	19.24	17.76	
建设银行	买入	5.99	7.09	18.41	2.64	13.33	12.09	11.68	2.65	2.39	2.17	0.40	0.44	0.45	1.99	2.21	2.44	20.88	20.77	19.44	
中国银行	买入	3.83	4.82	25.95	1.94	13.32	10.85	9.79	1.85	1.67	1.49	0.25	0.31	0.34	1.83	2.02	2.26	14.55	16.16	17.09	
交通银行	卖出	7.99	7.16	(10.44)	1.72	12.15	12.75	11.81	2.31	2.07	1.86	0.58	0.55	0.60	3.05	3.40	3.78	20.10	17.11	16.61	
招商银行	买入	19.04	22.00	15.54	3.25	14.25	17.87	18.77	3.10	3.28	2.73	1.18	0.94	0.89	5.41	5.11	6.16	23.49	17.86	15.88	
中信银行	持有	5.47	5.61	2.52	1.72	14.09	12.67	11.46	1.97	1.82	1.63	0.34	0.38	0.42	2.45	2.65	2.96	14.86	14.94	15.01	
民生银行	买入	7.61	9.58	25.94	1.87	16.00	10.89	11.07	2.34	1.62	1.44	0.42	0.62	0.61	2.86	4.14	4.66	15.15	17.43	13.76	
平均		7.99	8.77	9.74	2.30	13.67	13.29	12.82	2.43	2.29	2.03	0.51	0.50	0.51	2.76	2.90	3.29	18.88	17.68	16.96	
A 股																					
民生银行	买入	7.23	8.55	18.27	1.83	17.25	11.74	11.94	2.53	1.74	1.55	0.42	0.62	0.61	2.86	4.14	4.66	15.15	17.43	13.76	
招商银行	买入	15.56	17.93	15.26	2.91	14.12	17.09	17.89	2.88	3.04	2.53	1.10	0.91	0.87	5.41	5.11	6.16	28.58	19.64	16.41	
浦发银行	持有	19.64	20.08	2.27	2.23	8.88	10.78	13.83	2.67	2.54	2.18	2.21	1.82	1.42	7.36	7.75	9.02	35.77	24.00	16.94	
华夏银行	买入	10.75	12.80	19.11	1.95	17.47	16.01	14.11	1.96	1.79	1.63	0.62	0.67	0.76	5.50	6.02	6.55	15.17	11.66	12.06	
深发展	持有	22.11	21.46	(2.94)	3.10	108.10	14.35	15.08	4.19	3.32	3.19	0.20	1.54	1.47	5.28	6.67	6.93	4.18	25.78	23.38	
中国银行	持有	4.11	4.39	6.70	1.94	16.21	13.21	11.91	2.25	2.03	1.82	0.25	0.31	0.34	1.83	2.02	2.26	14.55	16.16	17.09	
工商银行	持有	4.86	5.05	3.82	2.33	14.65	13.33	13.18	2.69	2.45	2.24	0.33	0.36	0.37	1.80	1.99	2.17	19.43	19.24	17.76	
兴业银行	持有	33.61	35.12	4.50	2.42	14.76	12.71	14.72	3.43	2.77	2.32	2.28	2.65	2.28	9.80	12.15	14.51	25.90	24.10	18.85	
交通银行	持有	8.19	8.59	4.85	2.27	14.13	14.82	13.73	2.68	2.41	2.17	0.58	0.55	0.60	3.05	3.40	3.78	20.10	17.11	16.61	
中信银行	卖出	6.80	6.10	(10.36)	2.06	19.88	17.86	16.16	2.77	2.57	2.30	0.34	0.38	0.42	2.45	2.65	2.96	14.86	14.94	15.01	
宁波银行	买入	15.18	18.55	22.17	3.45	28.49	25.89	24.96	4.31	3.92	2.82	0.53	0.59	0.61	3.52	3.87	5.38	15.83	15.86	14.01	
南京银行	持有	16.42	14.73	(10.31)	1.87	20.72	18.54	20.25	2.67	2.48	2.08	0.79	0.89	0.81	6.15	6.61	7.89	13.71	13.88	12.31	
建设银行	买入	5.61	6.70	19.35	2.75	14.16	12.84	12.41	2.81	2.54	2.30	0.40	0.44	0.45	1.99	2.21	2.44	20.88	20.77	19.44	
北京银行	持有	15.73	16.03	1.90	2.31	18.08	17.81	15.71	2.90	2.57	2.27	0.87	0.88	1.00	5.43	6.12	6.93	17.92	15.30	15.35	
平均		13.27	14.00	6.75	2.39	23.35	15.50	15.42	2.91	2.58	2.24	0.78	0.90	0.86	4.46	5.05	5.83	18.72	18.28	16.35	

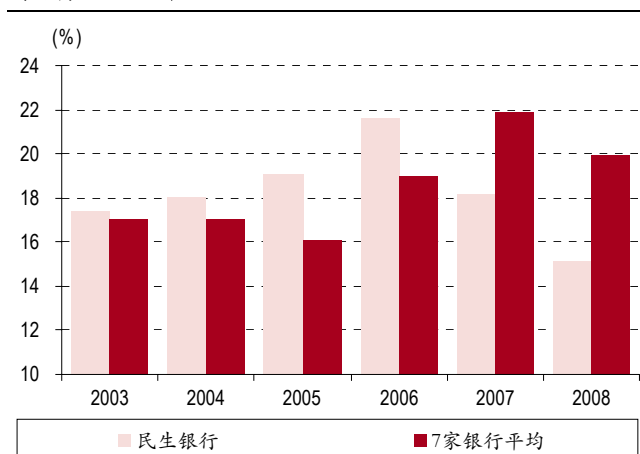
资料来源：公司数据、中银国际研究

盈利能力逐步改善

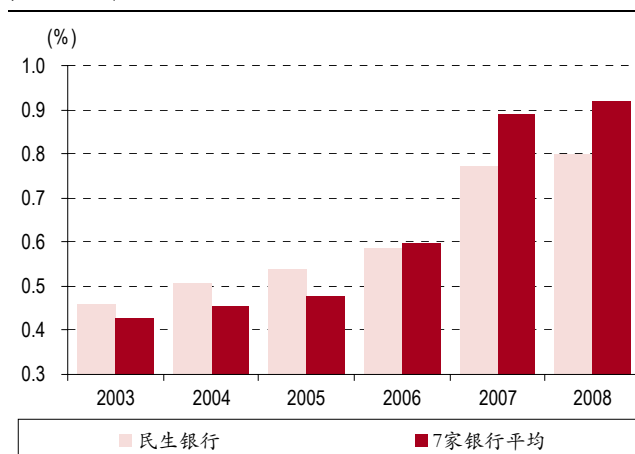
我们注意到，07年以后，民生银行的净资产收益率一直略低于其他中等规模银行。较低的资产负债率和资产收益率也是盈利能力较差的重要原因

07年以前，民生银行的盈利能力高于行业平均水平。1999-2006年间，通过业务量的扩大和良好的资产质量，该行的净资产收益率和盈利水平均有所提升。然而，随着规模的迅速扩大，民生银行也逐步丧失了竞争优势。由于其他银行也很快改善了资产质量，因此民生的资产质量优势有所削弱。其核心贷款业务的盈利能力没有得到改善，而存款成本依然较高，再加上经营费用，这些都拖累了民生银行的总体盈利能力。我们注意到，07年以后，民生银行的净资产收益率一直略低于其他中等规模银行。较低的资产负债率和资产收益率也是盈利能力较差的重要原因。民生银行无法获得较高的资产收益率主要是由于其经营效率较低，其费用比例高于其他银行，而这些支出并没有带来较高的回报。民生银行的净息差和手续费收入也低于其他银行。此外，其资本充足率也低于其他银行，但由于风险加权资产的占比较高，因此其资产负债率也低于其他银行。这些现象都表明了一个事实：在经营效率较低的情况下，大量资本投资并没有产生高利润。

图表7. 民生银行的净资产收益率和7家银行的平均净资产收益率*



图表8. 民生银行的资产收益率和7家银行的平均资产收益率



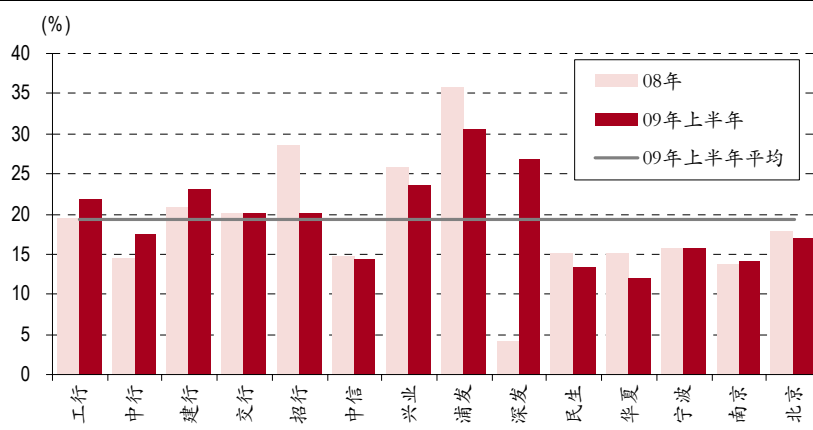
*7家银行指民生银行、华夏银行、招商银行、浦发银行、中信银行、兴业银行和深发展

注：民生银行的2006-08年数据是H股数据

资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

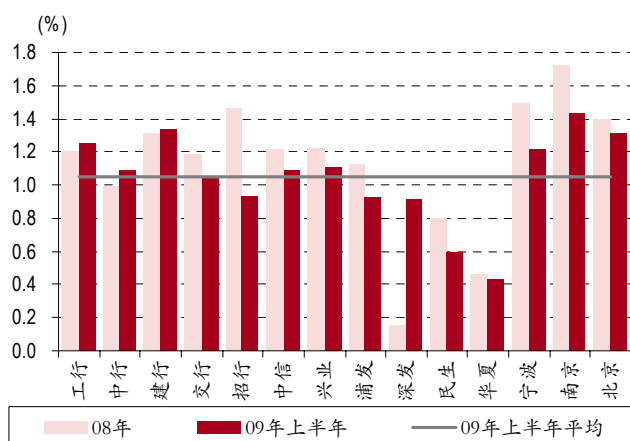
图表 9. 净资产收益率对比



注: 民生银行数据不包括处置海通证券股份的收益

资料来源: 公司数据、公司年报、中银国际研究预测

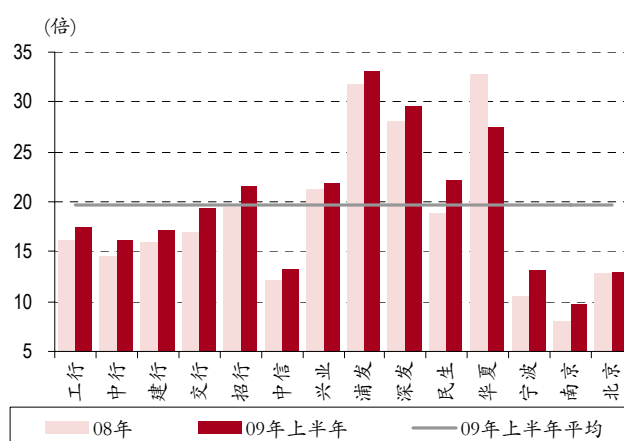
图表 10. 资产收益率对比



注: 民生银行数据不包括处置海通证券股份的收益

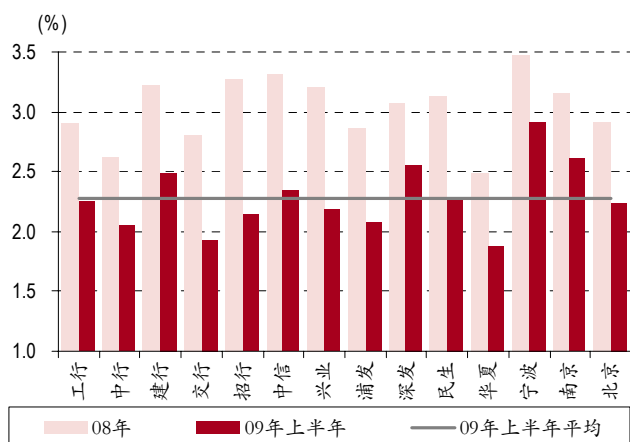
资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 11. 资产负债率对比



资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究

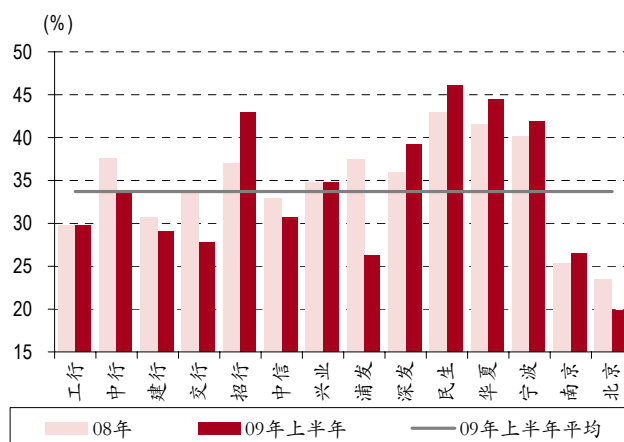
图表 12. 净息差



注: 我们计算的净息差是根据生息资产期初和期末的平均值计算而得

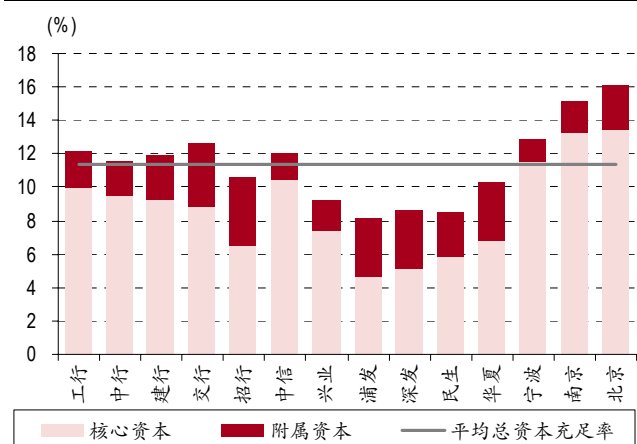
资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 13. 成本收入比



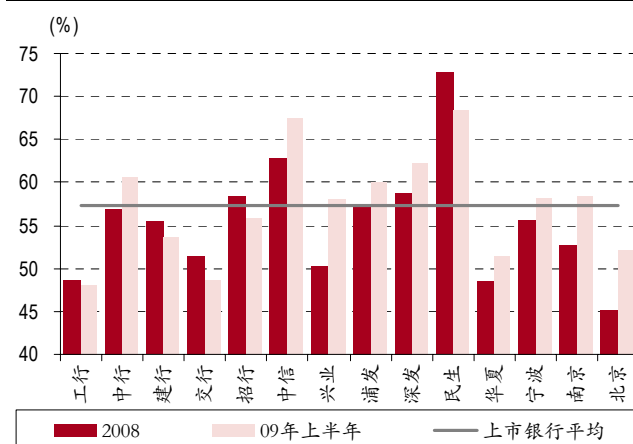
注: 成本指经营费用, 不包括营业税, 但包括其他经营费用。经营收入不包括处置海通证券股份带来的收益

资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 14. 资本充足率和核心资本充足率(09 年上半年)


资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

民生银行最大的优势是其对市场变化的快速反应能力，以及在任何情况下都竭力使股东利益最大化的努力

图表 15. 风险加权资产占比


资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

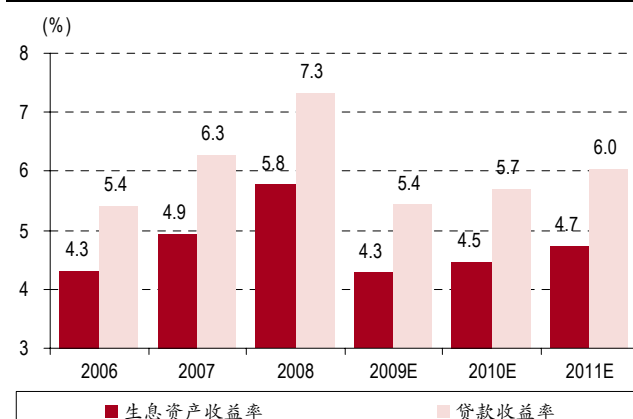
民生银行最大的优势是其对市场变化的快速反应能力，以及在任何情况下都竭力使股东利益最大化的努力。遇到增长瓶颈后，民生银行于 07 年底开始了改革计划，目前民生致力于通过全面、深远的结构调整来重新获得长期竞争优势。民生银行的一个亮点是在改革进程下，09 年上半年该行已摆脱了最艰难的时期，并于 09 年 3 季度开始复苏。我们预计其盈利能力将进一步改善并重新获得竞争优势。

我们预计，由于贷款组合的收益率提升，民生银行的净息差将有所扩大。我们预计，高收益贷款在总贷款中的占比将增加，这将使贷款收益率率由 5.36% 提升至 5.77%（即使各类贷款的收益率都保持在 09 年上半年的水平）。正如我们将要在后面几个章节中阐述的，随着服务质量的提高和各分支机构提升盈利能力的压力加大，民生银行各事业部甚至非事业部的贷款利率都会有所上升。此外，我们预计市场利率（如果是基准利率就更好）的上调也将有助于净息差提升。展望未来，我们预计未来三年中，民生银行的净息差将不断提升。

图表 16. 净利息收入/总资产


注：净利息收入/总资产=净利息收入/期初和期末总资产的均值

资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

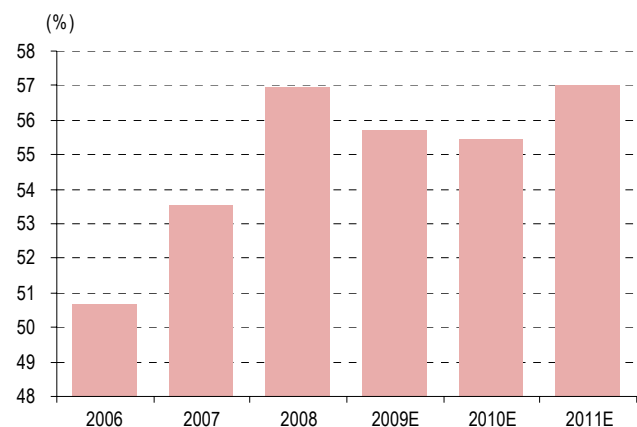
图表 17. 生息资产收益率和贷款收益率


注：我们的计算是根据期初和期末的平均余额

资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

我们还预计，从长期角度来看，成本收入比将有所下降。随着未来结构改革、业务量增长和成本控制措施的逐步推进，我们预计经营效率的提高也将有助于民生银行削减费用。此外，民生还可以通过在经济形势较好的时候降低拨备覆盖率来降低信用成本。

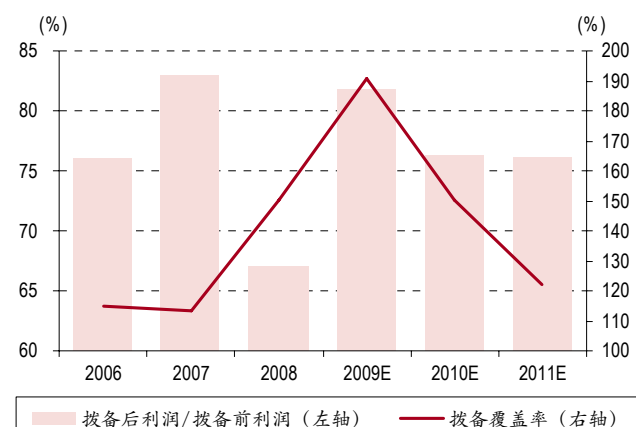
图表 18. 经营效率(经营利润/经营收入)



注：经营费用中不包括营业税

资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

图表 19. 拨备后利润/拨备前利润和不良贷款覆盖率

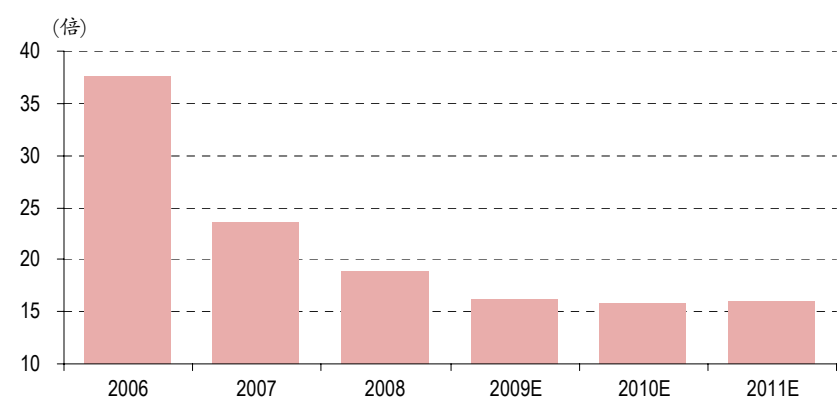


资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

我们预计2011年民生银行的
净资产收益率将达到15.1%

由于采取了全国性的扩张战略，未来两年中，民生银行的负债率将随着业务量的增长而上升。基于上述理由，我们预计2011年民生银行的净资产收益率将达到15.1%。

图表 20. 负债率(总资产/总股东权益)



注：基于期初和期末余额的平均数

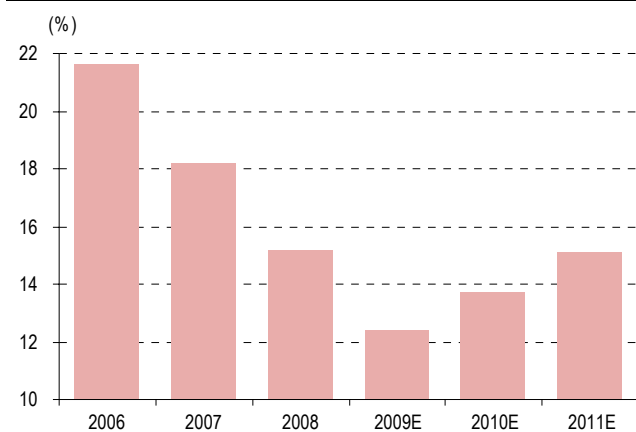
资料来源：公司数据、公司年报、中银国际研究预测

图表 21. 资产收益率预测



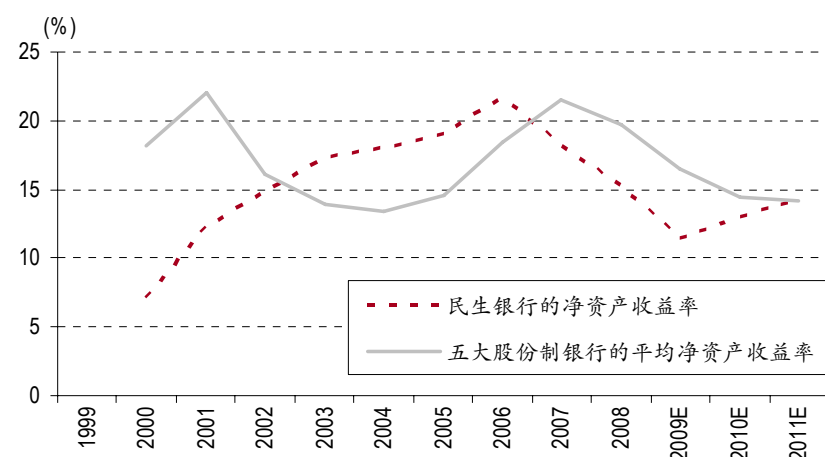
注: 09 年盈利预测中不包括处置海通证券股份带来的收益
资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

图表 22. 净资产收益率预测



注: 09 年盈利预测中不包括处置海通证券股份带来的收益
资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

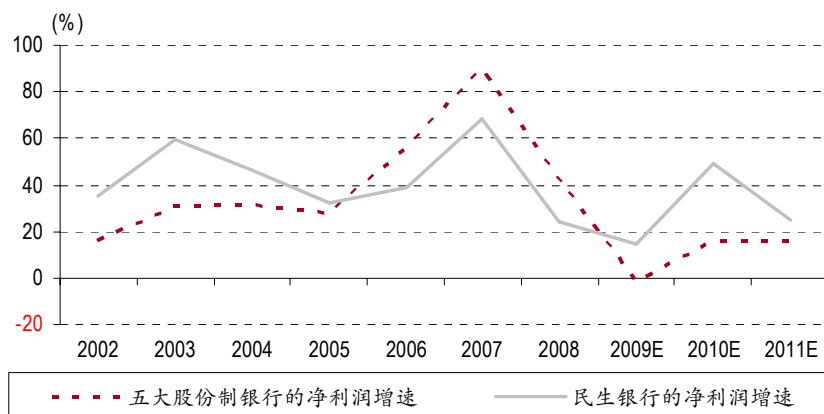
图表 23. 净资产收益率预测对比



注: 09 年盈利预测中不包括处置海通证券股份带来的收益
资料来源: 公司数据、公司年报、中银国际研究预测

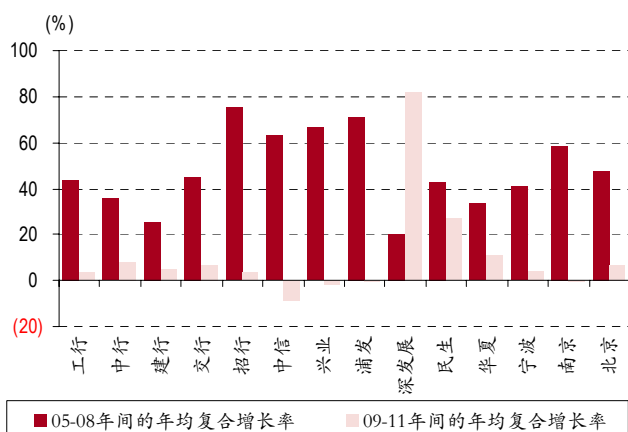
我们预计，未来，随着盈利能力的强劲回升，民生银行将恢复快速增长

我们预计，未来，随着盈利能力的强劲回升，民生银行将恢复快速增长。虽然 06 年以来，该行的净利润增速有所放缓，但我们预计，随着业务量的扩大、净息差的回升和更好的成本控制，未来三年内，民生银行的净利润增速将出现反弹。我们预计 2009-11 年间，其净利润增速为 28%，比五家股份制银行的平均水平高出 14 个百分点。

图表 24. 民生银行和五大股份制银行的净利润增速


注: 09 年盈利预测中不包括处置海通证券股份带来的收益

资料来源: 公司数据、公司年报、中银国际研究预测

图表 25. 净利润增速对比


注: 民生银行 09 年盈利预测中不包括处置海通证券股份带来的收益

资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

图表 26. 增长动力分析

(%)	2008	2009E	2010E	2011E
贷款量	17.4	30.7	18.8	17.0
净息差	10.2	(25.9)	4.0	2.0
净手续费及佣金收入	7.3	1.1	2.4	2.8
其他收入	(0.5)	19.6	(10.6)	0.2
营业外收入	0.2	(0.3)	0.0	0.0
经营费用	13.4	(4.6)	(0.9)	5.0
拨备	(38.5)	42.6	(8.0)	(1.3)
营业税	(0.9)	8.8	(2.9)	(1.0)
企业所得税	15.9	(10.3)	3.1	(0.3)
总计	24.6	61.5	5.9	24.3

资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究预测

我们看到, 民生银行正在通过创新型的机构改革计划、信息系统升级和网络扩张来转型为一家更具吸引力的股份制银行。我们预计, 未来三年内, 民生较其他股份制银行的优势有以下几点:

- 新的组织结构将带来更优质的服务。这使得民生能够在较低的风险下收取较高的价格, 从而将盈利能力推升至高于其他中型银行的水平;
- 高效的利用资源。通过资本和人力资源的合理配置, 该行各类产品的收益率都将有所上升, 这将有助于提升其已运用资本回报率;

我们看到，民生银行正在通过创新性的机构改革计划、信息系统升级和网络扩张来转型为一家更具吸引力的股份制银行

- 民生银行在中小企业客户和高端客户中具有竞争优势，这不仅会为其资产业务带来更高的收益率，同时也将为其理财业务带来更加稳定的客户基数；
- 在全国主要城市有较大的分支机构网络。

创新式组织结构推动增长

总体来看，内部组织结构的调整通常会对银行提供金融服务的效率、与客户的沟通互动以及能否在各个市场取得成功产生重大影响

大部分国外银行都已开始采用M型组织结构来替代按职能划分出半自主式运营部门的U型结构

中国的商业银行管理体系是基于按职能划分的结构，可以定义为U型

总体来看，内部组织结构的调整通常会对银行提供金融服务的效率、与客户的沟通互动以及能否在各个市场取得成功产生重大影响。对盈利能力和增长率的影响也会随着时间加剧。

我们对国外银行组织结构的分析显示，首先，集中式的决策体系将增加成本。第二，集中式的产品传送体系会增加成本或者对成本影响不大。没有一种情况显示，集中式的产品及服务传送体系能够减少成本。但是，集中式的后台运作体系却能够大大的节约成本，这是由于集中式体系所带来的规模经济效应。

传统的U型分支机构体系实际是一种集中式的组织结构，但其后台运作体系却是分散的。

大部分国外银行都已开始采用M型组织结构来替代按职能划分出半自主式运营部门的U型结构。在M型组织结构中，运营部门主要是依据产品、品牌、市场或地域来划分。每个部门再根据职能划分为更小的部门，从而使组织中的高层下放一定的权利。总部负责战略决策，而运营决策由各运营部门决定。因此，这种结构给了运营部门很大的自治权，使它们能够像一个独立的公司那样自担风险。每个部门都像一个有具体目标的独立公司（即盈利中心）。根据国外银行的经验，M型组织结构较好地结合了集中化的优点（例如规模经济）和分散化的优点（例如为利润最大化提供了适当的激励）。因此，与U型组织结构和外部市场相比，M型组织结构更具优势。同时，根据一些银行的数据，集中式的后台运作体系可以使成本下降4%左右，这也与后台运作体系通常能带来较大的规模经济的观点相一致。因此，经营者通常希望将后台业务集中化从而获得规模经济效益。

中国的商业银行管理体系是基于按职能划分的结构，可以定义为U型。一家银行的组织和管理结构分为三层，即总部-分行-支行。总部负责管理及评估所有的一线分行，一线分行管理其二线分行，二线分行管理其支行和营业部。

随着行业内竞争日趋激烈以及客户需求的改变，这种管理体系的劣势已开始逐步显现

除了中国银行业目前采用的传统U型组织结构的缺点，中型银行还面临许多其他挑战，从而要求他们对组织结构进行进一步改革

随着行业内竞争日趋激烈以及客户需求的改变，这种管理体系的劣势已开始逐步显现。首先，计划无法对市场需求做出迅速反应，新产品开发与市场需求脱节，导致无法推出新产品或新产品设计由于偏离市场需求而失败。第二，总部指导的有效性越来越差。总部制定的战略规划无法得到分支机构的实际执行，计划不能适应国际监管和经营环境的需要。第三，由于绩效评估体系和风险控制措施不完善，各个层面都更加看重短期效益，业务发展集中于数量扩张而忽视质量的改善，从而导致专业化水平较低、资产结构简单以及创新业务开发效率低下。第四，由于每一家分行或支行的前、中、后台都是作为一个整体来进行评估，很难将三者分开，因此就造成了部门职责不够清晰。风控和内控部门很容易受到干扰。最后，产品线和业务线被分割为很多的“小而完整”的盈利中心，产品线和业务线模糊，并且很难进行独立的评估。很难设定一个内部转让价格，更难准确的计算出某一产品或业务的成本及收入。在这样的情况下，就很难用成本和收入来对某一产品或业务进行评估，或建立科学的风险定价系统。所有这些都会导致盈利能力的低下，特别是在竞争激烈的环境下。

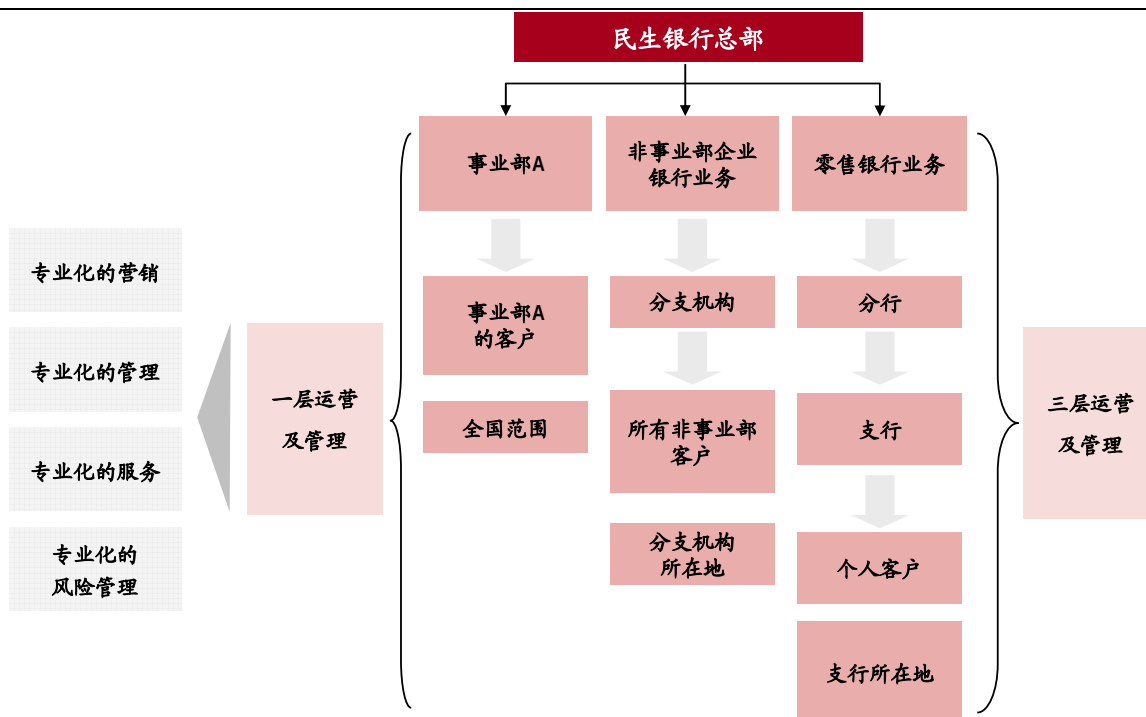
除了中国银行业目前采用的传统U型组织结构的缺点，中型银行还面临许多其他挑战，从而要求他们对组织结构进行进一步改革。首先，他们在传统贷款市场上的竞争优势正在逐步丧失。随着“脱媒”逐渐盛行，大部分企业开始实行集中化的财务管理，因此支行发现很难获得优质客户。同时，小银行要与大银行在总部层面进行竞争又颇具挑战。第二，大银行拥有更大的客户和存款基数、更广的分销网络和更强的资本实力，因此在采用传统方法的零售业务上，他们比中型银行更具有非常明显的优势。第三，中型银行已开始提高他们的灵活性，并在规模扩张上更为激进。目前为止，大部分中型银行的业务都与大银行相似，而没有开创出自己的市场。随着竞争环境的改变（特别是利率自由化），中型银行将面临更大的挑战。此外，资本要求将更为严格，这就要求更加深入的资本管理、更加综合的会计信息和更加全面的风险控制。目前这些按行政区域划分的支行显然无法满足竞争的需要。因此，我们很高兴看到民生银行对零售和企业业务进行的战略性组织结构改革。

公司业务上的事业部改革

民生银行于07年底开始了事业部改革，目前已成立了八个事业部

民生银行于07年底开始了事业部 (SBU)改革，目前已成立了八个事业部。

图表 27. 民生银行的组织结构



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 28. 企业业务事业部

分行业事业部		产品事业部	客户事业部
地产金融事业部	能源金融事业部	贸易金融事业部	中小企业金融事业部
交通金融事业部	冶金金融事业部		

资料来源：公司数据、中银国际研究

事业部负责拓展各自的业务、销售和营销以及对客户提供个性化和综合额的金融产品服务。

事业部负责拓展各自的业务、销售和营销以及对客户提供个性化和综合额的金融产品服务。他们同时负责各自部门和特定的风险管理、市场和行业研究、人力资源及财务管理工作。分行向事业部分部提供支持服务，包括公共关系协调、人员管理及协助建立客户关系。分行与事业部分部可以透过合作营销及交叉销售达到重大业务的协同效应。

事业部架构改革将有助于民生银行通过专门化的运营来为客户提供高质量的服务以满足客户需求

提升效率和效益是另一个主要职能

事业部可以按照风险提高定价能力并提高产品策略的有效性

也可以建立更为有效的业绩评估和激励系统。

也可以加强管理及控制风险的能力

我们认为事业部架构的改革将有助于民生银行:

1. 加强相关业务板块的专门化运营及提供综合的服务和产品以满足客户需要。各事业部在自身的业务板块内均有专门资深的市场研究分析师团队、销售人员和风险管理人员，为客户设计量身定制的金融产品和服务，区分了民生银行与其他银行产品和服务的质量。
2. 提升效率和效益。各事业部全国性地整体管理特点业务板块，从而简化了中层管理。例如能源金融事业部已战略性地将其分部设于接近中国 13 大煤炭基地所在的地区周边、中国国家电网及五大电力集团在国内的主要电源点地区。这使该行可向板块内最重要的客户提供服务。同时将特定行业知识和专业知识集中于特定的业务单位，让他们更高效地构思战略和行动，回应市场环境的变化。根据事业部组织架构，风险管理、研究、人力资源和财务管理等支持职能相对独立运作。因此各事业部可以更高效和有效地执行职责，充分应对特定业务板块所产生的所有问题。
3. 按照风险提高定价能力并提高产品策略的有效性。通过事业部和设立具体行业和产品会计模式，该行可以根据客户和产品特征计算盈利能力，从长期看，该行可以按照长期的盈利能力和风险对服务和产品进行定价。同时，也可以使内部资源可以获得更好的定价，从而通过内部资源的分配来制定长期策略。
4. 建立更为有效的业绩评估和激励系统。由于大部分大客户都是事业部客户，银行分支机构可以有更强的意愿来发展中小企业业务。而且银行分支机构可以与当地客户加强合作，提供更加具体的市场调研和新产品来保障未来的增长。
5. 加强管理及控制风险的能力。各事业部均指派一位风险总监，在其指导下履行多个风险管理职能，且已经建立自身多层次架构的风险预防及监控机制，涉及目标客户、客户准入、分级监控、贷后管理及风险管理决策等。这一机制的设立使事业部可以对相似风险资产进行集中及标准化的管理。此外，由于各事业部评估、监察及控制的市场及客户类型相似，事业部风险管理团队较以往未设立这一机制时更能深入了解整体市场状况和客户运作模式。比如地产金融事业部已在借贷占比较高的地区设立了区域性的监管中心。受益于增强对这些中心对市场的研究和分析，该事业部已将业务中心侧重于华东和其他地区，并降低在一些风险较高地区所承受的风险。

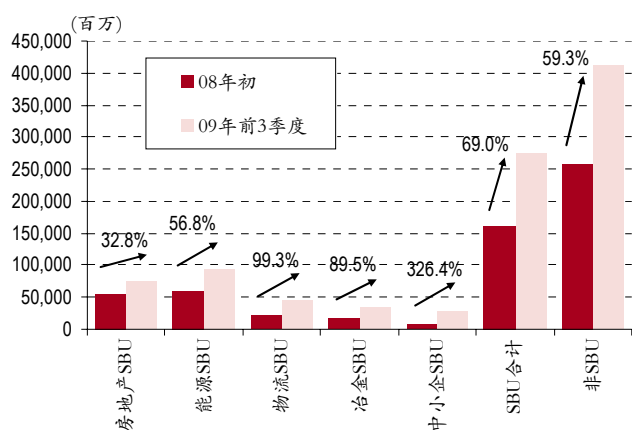
目前事业部的情况给我们对于架构改革对企业业务带来的正面影响充满了信心

预计09年事业部对企业业务总体的利润贡献超过了60%。

目前事业部的情况，使我们对于架构改革对公司业务所带来的正面影响充满了信心。

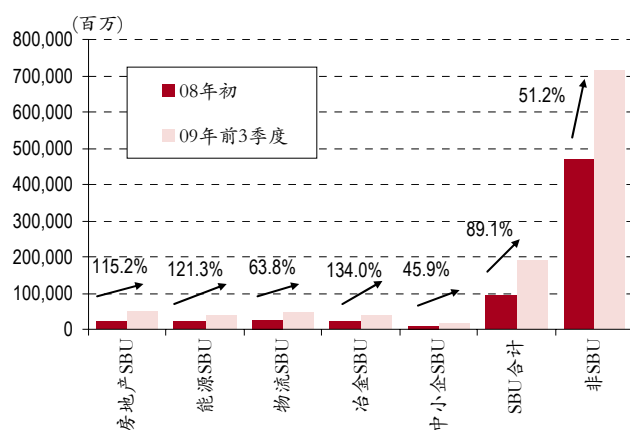
截至09年9月30日，事业部的贷款和存款比重分别占到了企业总贷款和存款的40%和21%。但存贷款增速要高于非事业部部分。更重要的是事业部获得的利息收入占到09年上半年企业总贷款利息收入的48%。截至09年上半年末，事业部定价高于基准利率的新增贷款占比为29.8%，比新增且贷款的总和高出8.69个百分点。我们认为事业部高质量的贷款服务可以支持较高的收益率。预计未来事业部的贷款将会增加并推动总体贷款收益率上升。贷款增长较快且收益率更高，即使资源配置没有发生变化，贷款的盈利能力也应该有所提升。事业部的总体贷款损失率远低于非事业部的水平。预计09年事业部对公司业务总体的利润贡献超过了60%。

图表 29. SBU 贷款



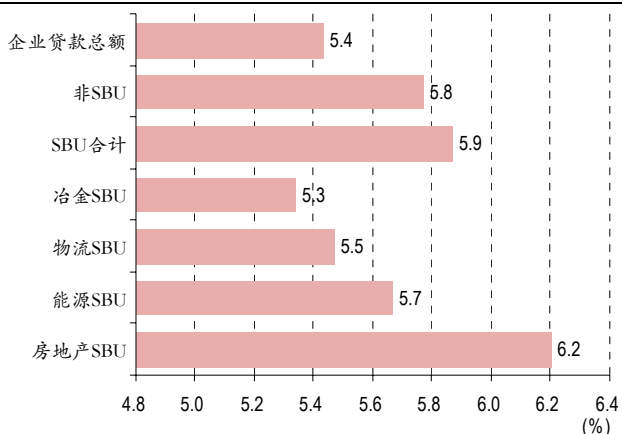
注：不含贴现票据和非SBU贷款，但包含贸易融资贷款
资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 30. SBU 存款



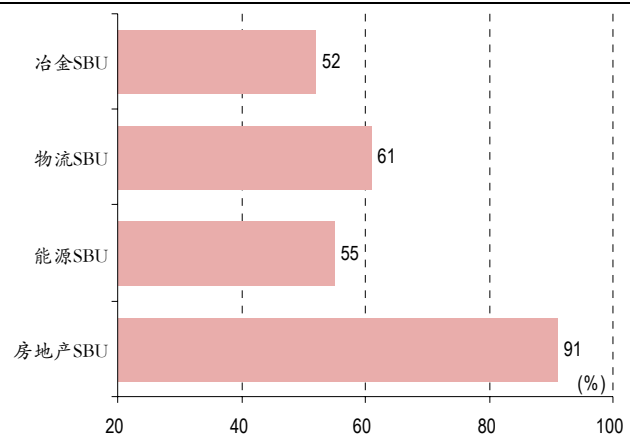
注：非SBU存款包括贸易融资贷款
资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 31. 2009 年上半年 SBU 和非 SBU 的贷款收益率



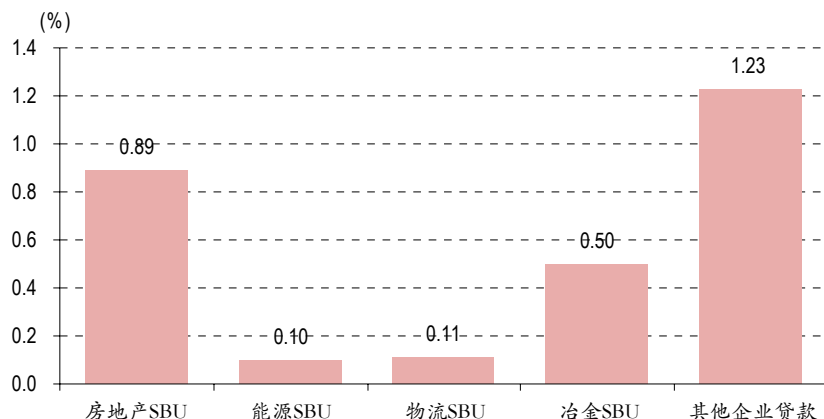
注：SBU 和非SBU 数据是通过2008 年末和2009 年上半年的平均贷款余额预测。不包括贴现票据
资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 32. 09 年上半年利率等于或高于基准利率的贷款比重



注：不含贴现票据
资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 33. 09 年前 3 季度 SBU 减值贷款比率



注：不包括贴现票据，其他企业贷款包括其他 SBU 和非 SBU 贷款。其他企业贷款的不良贷款率为预估值

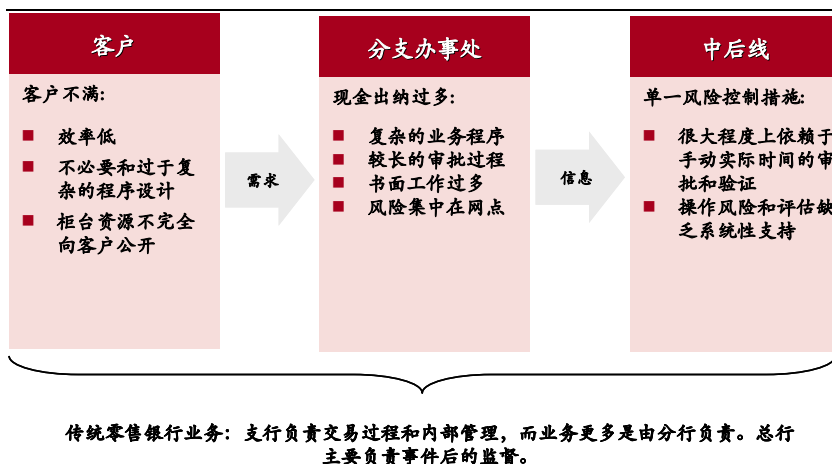
资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

在零售业务部门(也可视为一个事业部)中，分支机构将转型成为标准化和高运营效率的部门，侧重营销和销售

以独有的策略发展零售业务

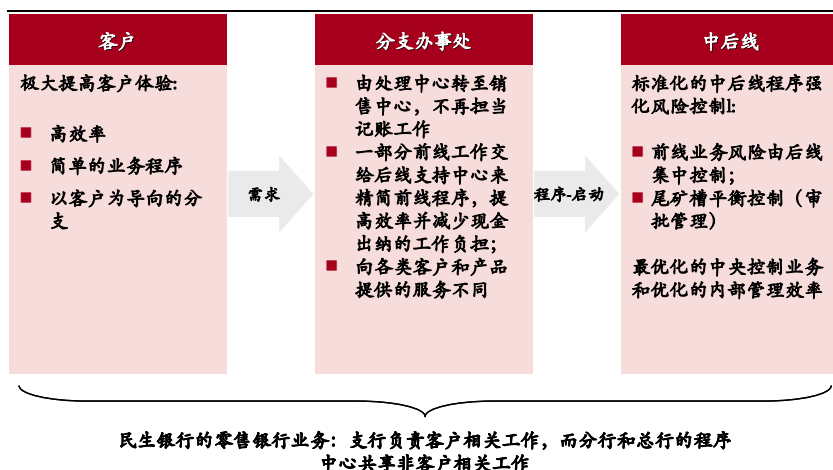
民生银行的零售业务在最近几年间遭遇了诸多挑战。经历了 2003-06 年的快速增长，该行在发展个人银行业务并确立自身竞争优势的过程中感受到了压力。在此背景下，民生银行开始了零售业务结构的改革。在零售业务部门(也可视为一个事业部)中，分支机构将转型成为标准化和高运营效率的部门，侧重营销和销售(较传统意义上侧重交易过程和内部事务有所转变)，而后线支持服务被转移到了分行和总行的程序中心。

图表 34. 传统的零售业务模式



资料来源：公司数据、公司招股书、中银国际研究

图表 35. 民生银行针对零售业务的独有模式

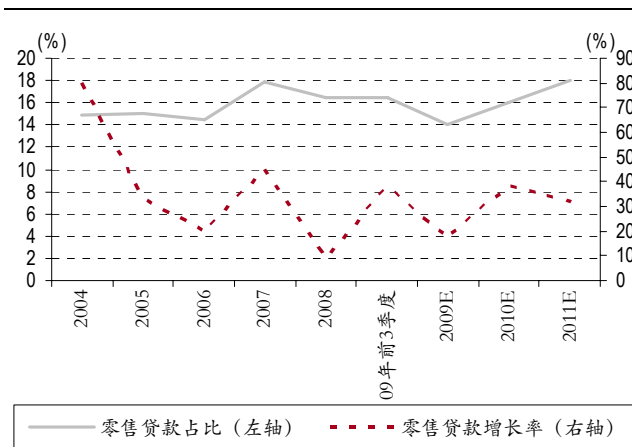


资料来源: 公司数据、公司招股书、中银国际研究

该行的“商贷通”产品为个体工商户, 小型企业主, 小型企业及微型企业提供一系列金融服务, 以及持其生产或投资经营活动

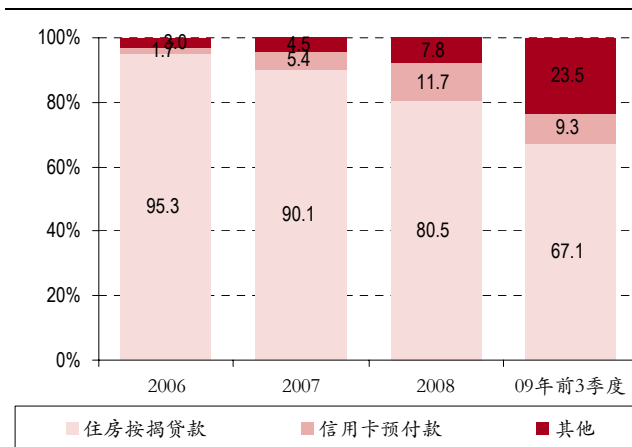
该行的“商贷通”产品为个体工商户, 小型企业主, 小型企业及微型企业提供一系列金融服务, 以支持其生产或投资经营活动。有关服务包括人民币授信, 结算, 存取款, 理财, 客户信贷以及咨询及财务顾问服务。该行会为“商贷通”申请人加快审批程序, 以让合格申请人能与申请后最快 7 天内获得有关贷款。民生银行还容许为借贷人提供多种不同类型的抵押品及担保。截至 2009 年 9 月 30 日, “商贷通”贷款余额为人民币 321 亿元, 占个人贷款总数的 22%。“商贷通”也获得了更高的收益率, 其收益率大约在基准利率以上 12% 左右。展望未来, 我们认为“商贷通”的收益率将继续随着业务扩大和定价能力的增加而上升。随着高端客户存款的增加, “商贷通”也应该有助于零售存款的增加。此外, “商贷通”提供了一条接近高端客户的便捷途径, 有助于民生银行发展自身的理财业务和其他手续费收入业务。

图表 36. 零售贷款比重和增长率

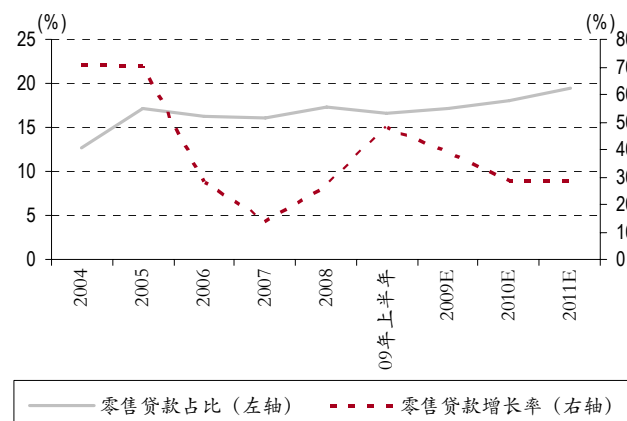


资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

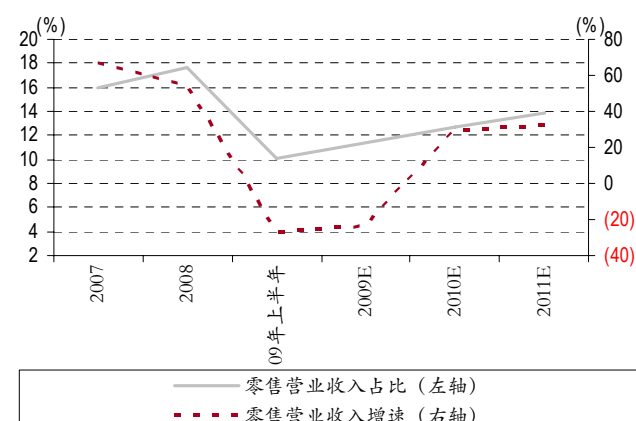
图表 37. 零售贷款构成



资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 38. 零售贷款比重和增长率


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

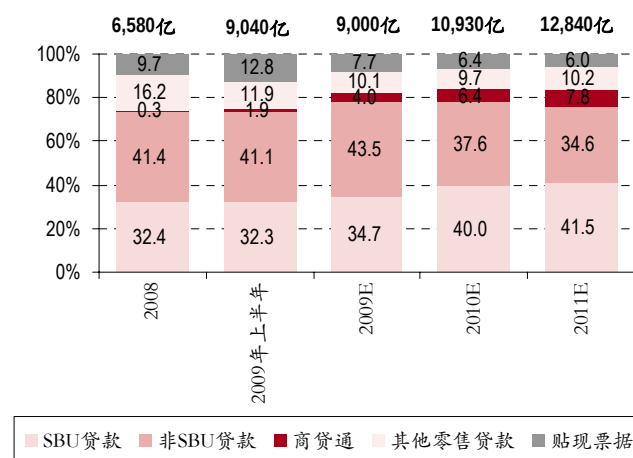
图表 39. 零售业务收入增长和贡献


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

预计2011年目标客户数量将达到10万。按照平均100万元的信贷额度，“商贷通”的余额将在明年年底达到1,000亿

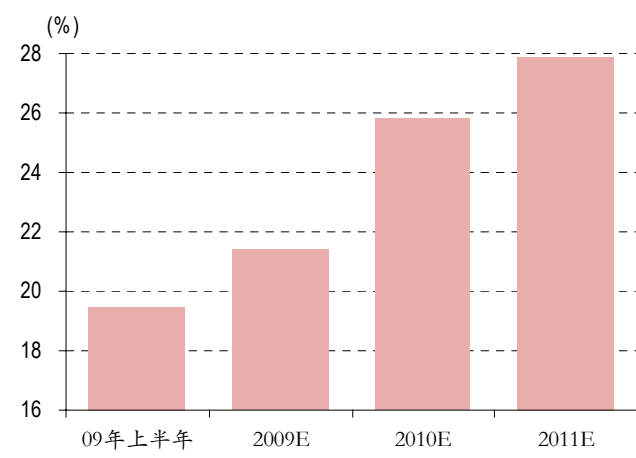
预计未来“商贷通”的潜在客户总数可能最终会达到80万，如果每位客户的信贷额度为100万元，市值将达到约8,000亿元。我们认为民生银行进入这一市场的时间较早，因而可以从这些潜在客户中挑选出最好的一部分。预计2011年目标客户数量将达到10万。按照平均100万元的信贷额度，“商贷通”的余额将在明年年底达到1,000亿。预计平均贷款利率比基准利率高出10个百分点。

考虑到架构转型，我们调整了对贷款结构变动的预测（见图表40-41）。我们同时认为按照基准利率定价的贷款比重大幅上升，从而推动贷款收益和净息差双双扩大。

图表 40. 贷款结构和余额


注：黑体数字为各期末的总贷款数量

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 41. 基准利率定价之上的贷款


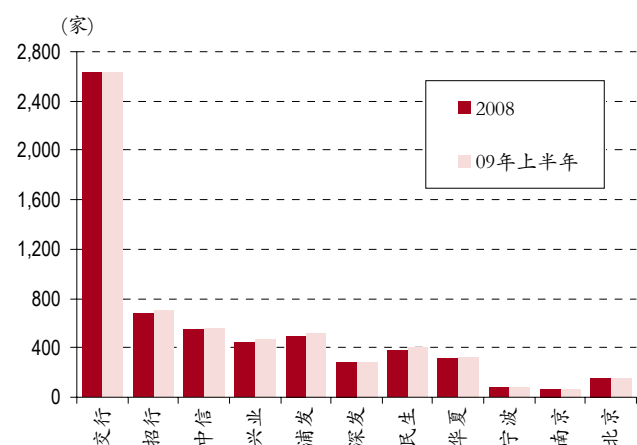
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

网络不断扩张

我们认为民生应该通过扩大在经济发达和重要战略地区（包括省会和部分二线城市）的分支网点来寻求利润增长点。其支行的数量仍有较大的增长空间

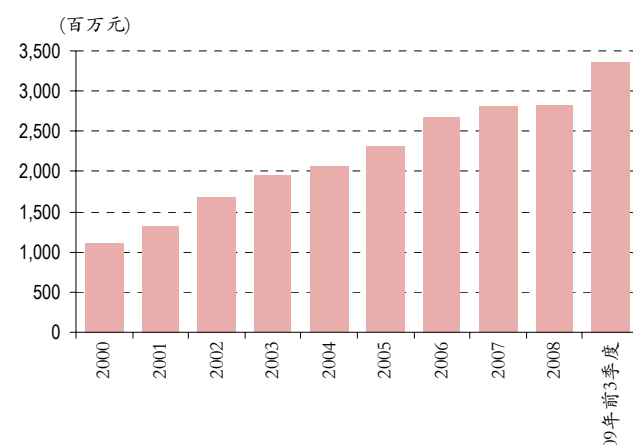
截至 09 年 9 月 30 日，该行拥有 29 家分行，387 家营业网点以及一处位于香港的办事处。分支机构分布在国内的 29 个战略地区。值得注意的是截至 9 月末，148 家网点集中在北京、上海、广州和深圳四大城市。我们认为未来分支网络在拓展业务和品牌知名度中仍担当了重要作用，所以实体网点仍然是增加金融资产的必要环节。图 48 中的地图标出了国内的 50 座大城市，其中包括了 30 家省会以及民生的 29 家分行所在地。一家独立研究机构认为其中的 25 座城市是最具吸引力的金融服务中心。我们认为民生应该通过扩大在经济发达和重要战略地区（包括省会和部分二线城市）的分支网点来寻求利润增长点。其营业网点的数量仍有较大的增长空间。

图表 42. 期末网点数量



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 43. 09 年前 3 季度网点平均资产规模



资料来源：公司数据、中银国际研究

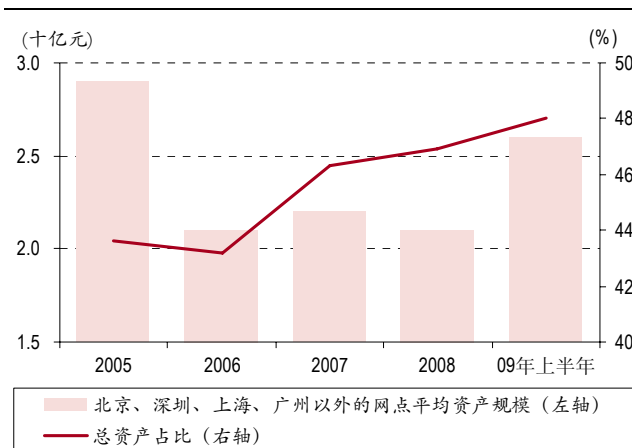
图表 44. 民生银行网点分布



很明显新设网点对资产增长的贡献在过去几年中变得愈发重要

很明显新设网点对资产增长的贡献在过去几年中变得愈发重要。我们注意到 2006 年以后新设立的网点在 09 年上半年末占到了民生总资产的 9.14%，但对于增长率的贡献却达到了 36.25%。北京、深圳、上海和广州等发达城市的资产增速正在逐步放缓。因此民生的新增网点很自然地成为了未来的主要增长点。

图表 45. 非一线城市网点平均资产规模



图表 46. 新设网点资产规模

(人民币, 百万)	2006	2007	2008	09 年上半年
温州	2,396	4,367	8,009	13,766
厦门	3,258	7,186	7,067	9,631
青岛	7,890	15,496	12,382	13,725
郑州			17,636	36,950
长沙			5,680	15,837
合肥				10,397
长春				26,532
南昌				2,087
总计	13,544	27,049	50,774	128,925
总资产中占比(%)	1.93	2.94	4.82	9.14
新增资产中占比(%)	9.45	12.33	37.74	36.25

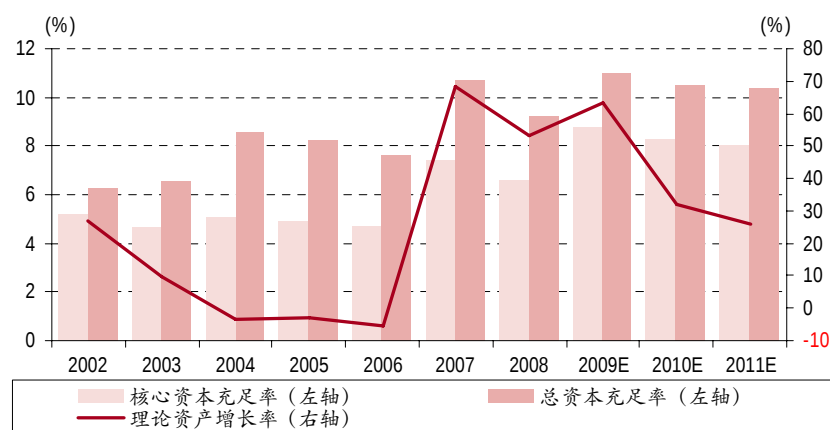
资料来源：公司数据、中银国际研究

资本金是设立分支机构的关键因素。虽然今年银监会放宽了对于设立分支的管制，但资金仍是决定牌照发放的主要参考标准

资本金支持

资本金是设立分支机构的关键因素。虽然今年银监会放宽了对于设立分支的管制，但资本金仍是决定牌照发放的主要参考标准。我们预计截至 09 年末民生的核心资本充足率应该达到了 8.9%，资本充足率达到了 11.1%。较高的资本基础将为未来几年内努力拓展分支网络奠定基础。

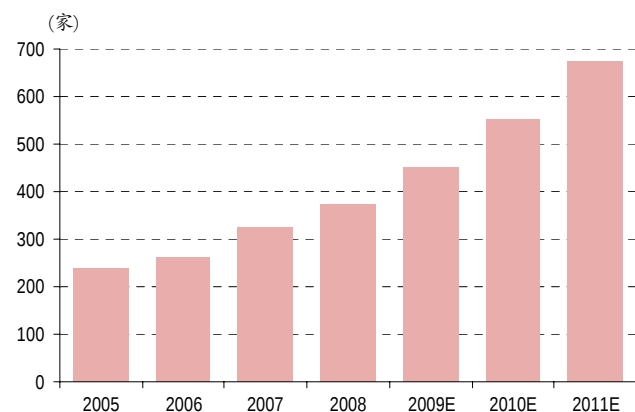
图表 47. 资本金支持



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

预计每年新开的网点数量将提高到 100 家，我们认为到 2011 年末总数将达到约 673 家，接近招行目前经营网点的数量。

图表 48. 网络扩张预测



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 49. 总资产预测

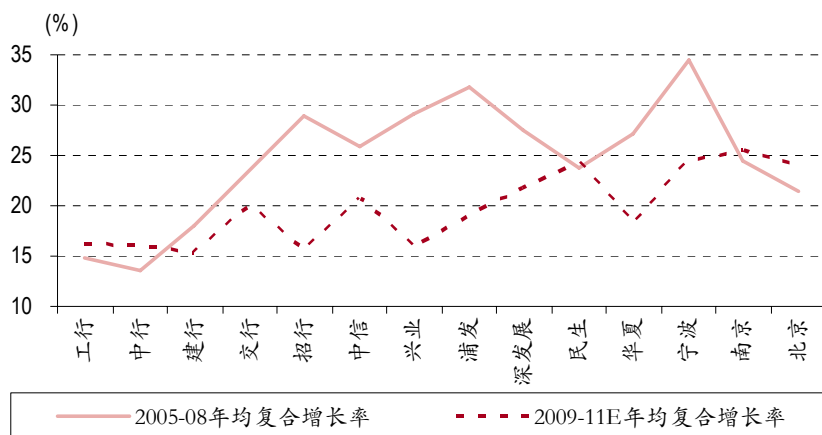
(人民币 十亿)	2008	2009E	2010E	2011E
新网点资产		120	150	140
较现有网点的增加		255	141	163
新增资产总规模		375	291	303
总资产规模	1,054	1,429	1,721	2,023
增长率 (%)		36	20	18

资料来源：中银国际研究预测

如果2009-11年网点扩张计划进展顺利，民生应该可以回到高增长路线。预计2009-11年总资产的复合增长率将达到24.6%

如果2009-11年网点扩张计划进展顺利，民生应该可以回到高增长路线。预计2009-11年总资产的复合增长率将达到24.6%，在国内所有上市银行中增速排在第二。

图表 50. 资产增长率



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

效率和成本控制

民生的净资产收益率较低在一定程度上可能是因为该行的费用率较高。其成本收入比较高，人力成本的增加是一部分原因

民生的净资产收益率较低在一定程度上可能是因为该行的费用率较高。其成本收入比较高，人力成本的增加是一部分原因。资产盈利能力较低也拖累了员工的利润贡献，而且网点的迅速扩张也造成了更多的费用。

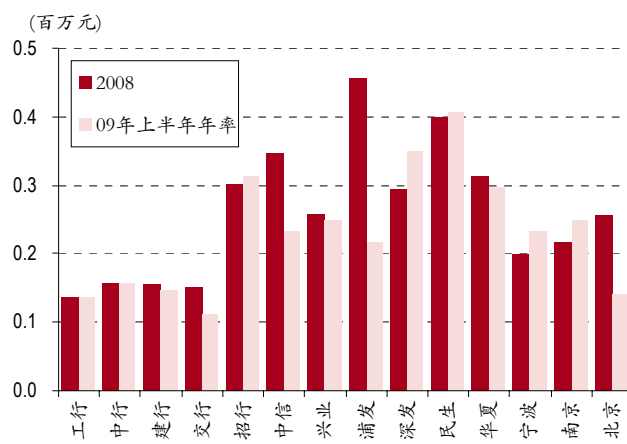
人力和管理费用占比达到了75%。从人力成本上看，09年上半年民生的人均成本几乎是行业中最高的。令人失望的是成本较高造成了经营业绩的下滑。幸运的是从人均资产上看，民生的员工服务范围正在明显扩大，这有助于控制成本收入比的上升。

图表 51. 2008 年成本结构

(%)	民生银行	其他上市银行
人力成本	44.6	44.9
折旧	3.4	7.3
租赁费用，主要是写字楼	4.6	3.4
银监会监管费用	0.8	0.8
营业税及附加	16.4	15.4
其他营业费用	30.3	28.3
营业费用总额	100	100

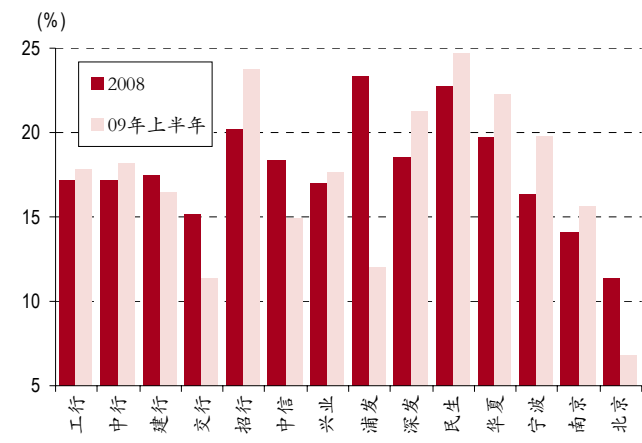
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 52. 人均员工薪酬



资料来源：公司数据、中银国际研究

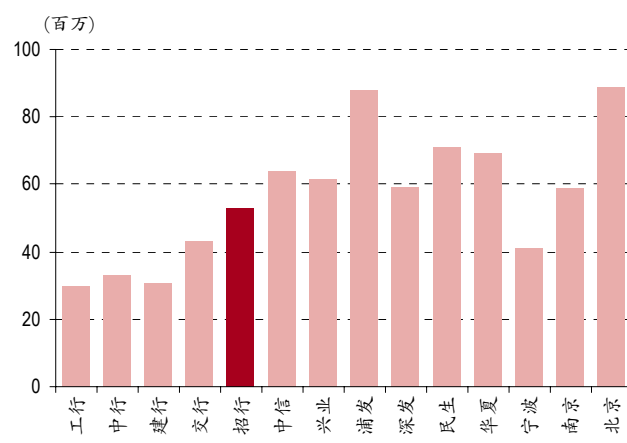
图表 53. 人力成本收入比



注：不包括出售海通证券获得的收入

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 54. 09 年上半年人均资产

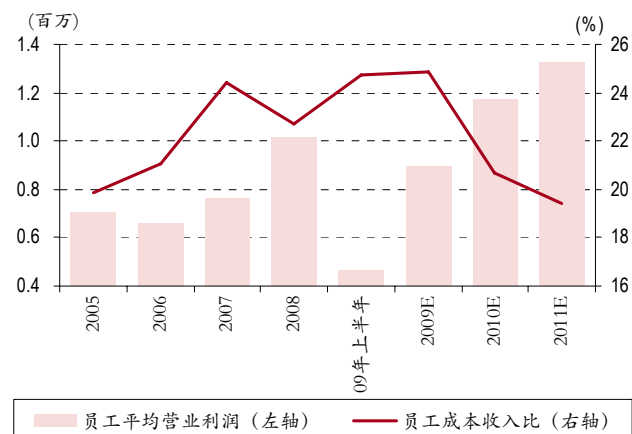


资料来源：公司数据、中银国际研究

我们认为未来人力成本收入比将会下降

我们预计未来人均资产将随着网络扩张以及架构改革而继续上升。我们同时看到人均营业收入随着净息差的回升而上升，而且虽然人均成本可能因为保持在人力资源方面的竞争优势而继续上升，我们认为未来人力成本收入比将会下降。

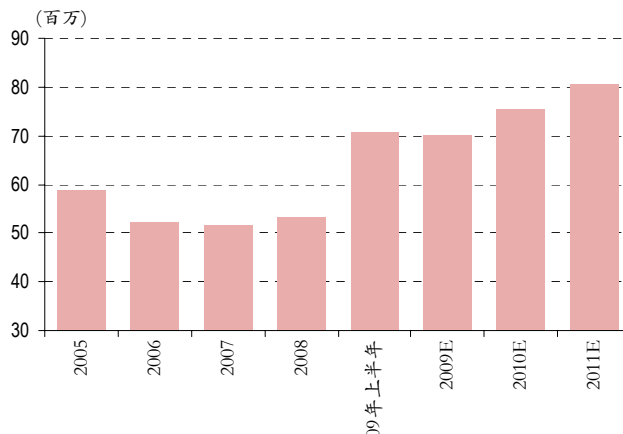
图表 55. 人力成本收入比和人均营业利润预测



注：2009 年上半年和全年的总营业收入不包括出售持有海通证券获得的收入

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 56. 人均资产预测

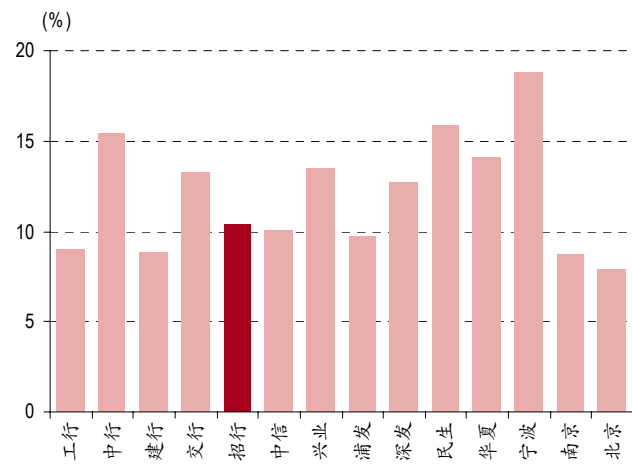


资料来源：公司数据、中银国际研究预测

即便网络扩张使得部分费用有所增加，我们认为效率最终将会提升

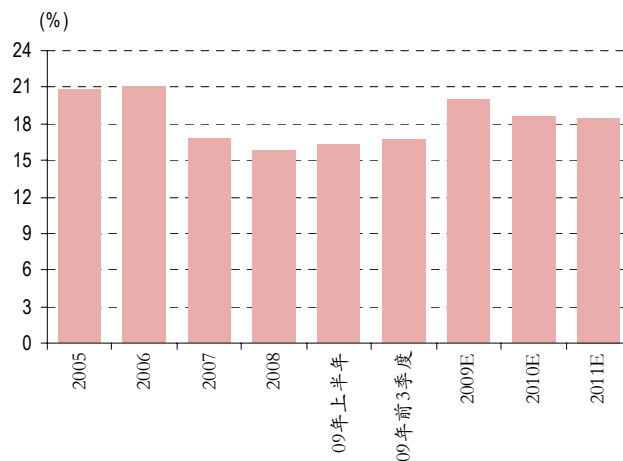
民生银行的其他营业费用率高于其他上市银行。我们预计网络扩张是其中的原因之一，还有较高的销售费用也推动了整体费用的上升。我们预计未来其他费用率将随着盈利能力提高、业务量增加以及更好地成本控制而下降。后台费用应该随后台运营系统的不断集中化而有所下降。此外民生从去年 10 月开始推出一套新的核心系统，有助于控制成本。即便网络扩张使得部分费用有所增加，我们认为效率最终将会提升。

图表 57. 2008 年其他费用收入比



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 58. 民生银行其他费用收入比



注：2009 年上半年和全年的总营业收入不包括出售持有海通证券获得的收入

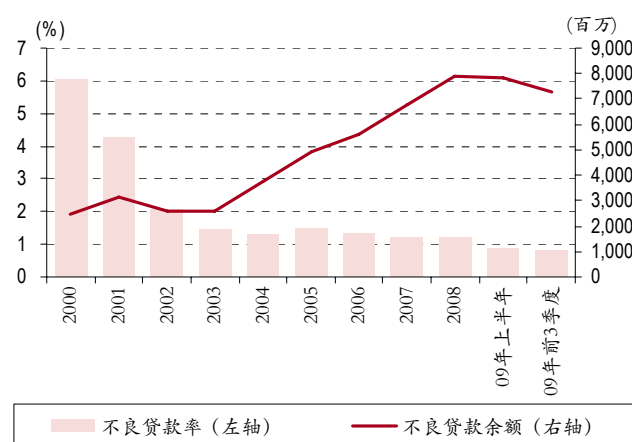
资料来源：公司数据、中银国际研究预测

资产质量良好

该行成立以来资产质量一直
保持良好

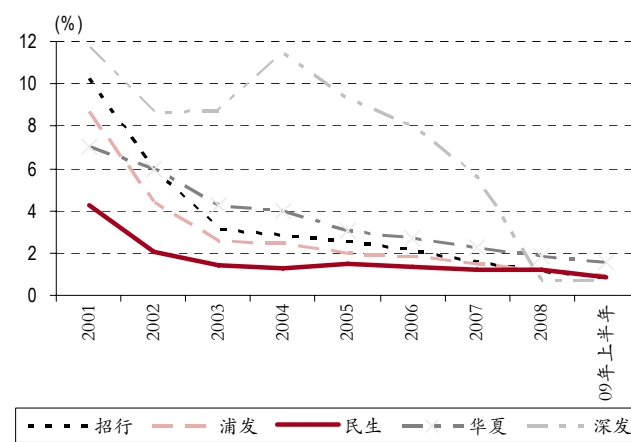
民生银行自成立以来资产质量一直保持良好的。从2002年以来不良贷款率一直没有超过2%。该行受益于我国经济的高速发展并从1999年开始扩张规模,在一定程度上反映出其资产质量的稳定。但我们认为审慎和全方位的风险管理系统以及先进的信息系统也对银行实现健康的资产质量起到了支撑。

图表 59. 民生银行不良贷款余额和不良贷款率



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 60. 五家股份制商业银行的不良贷款率



资料来源: 公司数据、中银国际研究

国内首批建立全方位综合风
险管理系统的银行之一

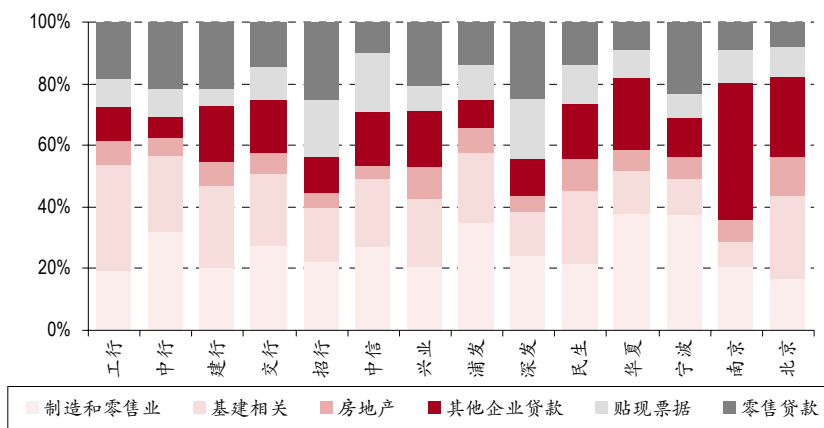
民生银行是国内首批建立全方位综合风险管理系统的银行之一。该行设立了独立的信用卡审批、评估和监测程序,通过引入发现和控制高信贷风险领域敞口的举措使得贷款资产合理化。同时该行计划在未来优化内部信贷风险评级系统并进一步强调信贷管理过程中的评级作用。该行计划继续将风险管理结构和方法向国际最佳标准靠拢,包括新巴塞尔协议。该行特别希望使用新的工具来更加准确的计算和评估客户的信贷风险,如新巴塞尔协议框架下的内部评级审核系统。预计这些风险管理办法将有助于该行不断管理信贷风险。

另外该行制造、批发和零售贷款比重相对较小。我们担心如果未来两年经济复苏的程度如果非常疲弱,这些行业的资产质量可能会出现问題。从贷款地区分布上看,我们发现该行华南和华东的比重相对较小。由于我们担忧这些地区的经济复苏在依赖出口的情况下可能会面临挑战,这些地区的放贷风险可能会高于其他地区。

09 年上半年末无担保贷款的损失率只有 0.33%，而有担保的抵押贷款为 1.58%，保证贷款为 1.22%

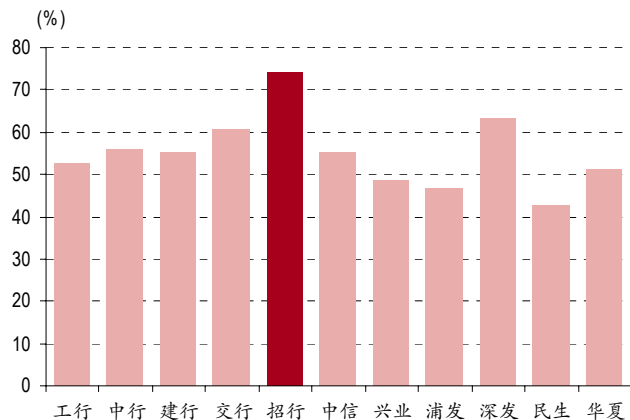
有些投资者可能会认为企业贷款和无担保客户比重较高会使该行面临更大的风险。但在国内只有信用评级较高的客户才可以获得无担保贷款，所以只有良好的客户基础才能支撑较高的无担保贷款比重。这也体现在无担保贷款的减值比率上，09 年上半年末只有 0.33%，而有担保的抵押贷款为 1.58%，保证贷款为 1.22%。

图表 61. 截至 09 年上半年末的贷款行业分布



资料来源：公司数据、中银国际研究

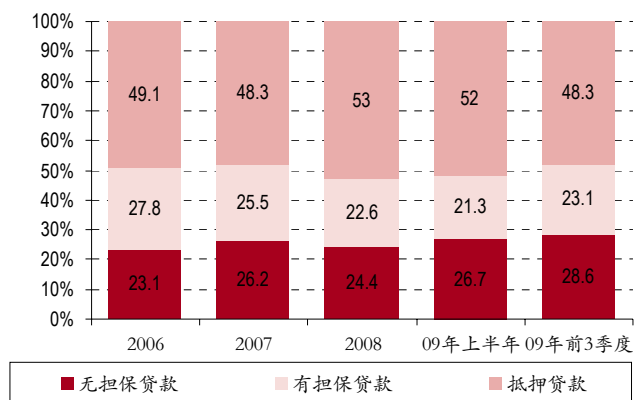
图表 62. 09 年上半年华南和华东贷款比重



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

民生的拨备覆盖率高于其他银行

图表 63. 按担保对贷款分类



资料来源：公司数据、中银国际研究

民生的拨备覆盖率也高于其他银行。截至 09 年 3 季度末，总体拨备覆盖率达到 186%，不良贷款的拨备为 70.6%。图表 68 显示，截至 09 年上半年末不良贷款的最终亏损额度约为 47 亿元，所以当前的拨备应该可以抵消损失。

图表 64. 截至 09 年上半年的减值贷款备抵和最终损失预测

(百万元)	贷款损失	损失率	损失预测
无担保贷款	880	100	880
有担保贷款	2,381	70	1,667
有担保物抵押	4,230	50	2,115
有抵押物抵押	310	20	62
总计	7,801		4,724
9 年上半年末备抵额			5,181
超额/不足备抵额			(457)

资料来源：公司数据、中银国际研究

民生银行财务预测

资产增长率

我们的经济学家预测 2010-11 年我国 GDP 增速将会放缓

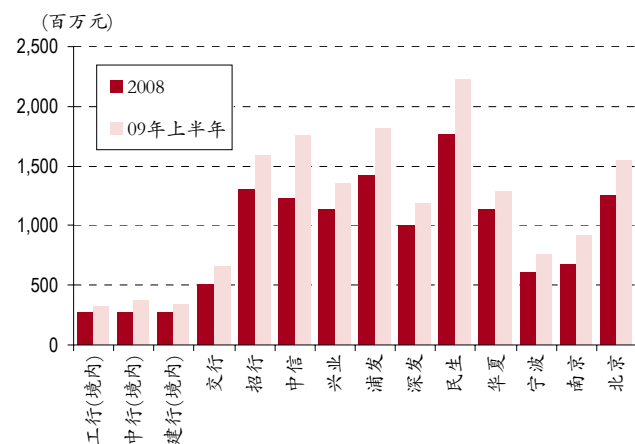
我们的宏观经济学家预测 2010-11 年我国 GDP 增速将会放缓。虽然 09 年的新增贷款高达 9.58 万亿,我们认为未来两年贷款增速将会放缓,但新增贷款的绝对数将会在 09 年比较基数提高的情况下维持在较高水平。

图表 65. 宏观经济指数预测

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
实际 GDP	10.1	10.4	11.6	13.0	9.0	8.7	8.0	8.3
名义 GDP	17.7	14.6	15.7	21.4	16.9	7.5	12.0	11.3
工业增加值	11.5	11.6	12.9	14.9	9.5	11.0	8.0	9.1
城镇固定资产投资	28.8	27.2	24.3	25.8	26.6	30.5	17.0	20.0
M2	14.6	17.6	16.9	16.8	17.8	27.6	17.5	16.0
贷款增速	11.6	9.8	15.7	16.2	15.9	31.7	17.5	15.0
存款增速	15.6	19.4	16.8	16.1	19.7	28.2	16.8	15.5

资料来源: 人民银行、国家统计局、中银国际研究预测

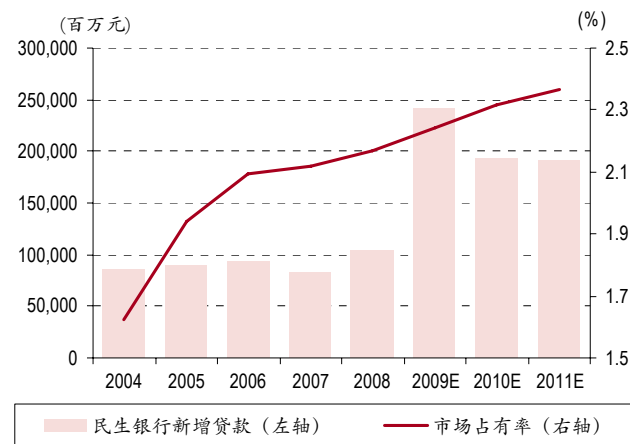
图表 66. 每个网点贷款余额



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

我们认为民生的市场占有率将会扩大, 而且存贷款数量都将出现稳健增长

图表 67. 民生银行贷款预测



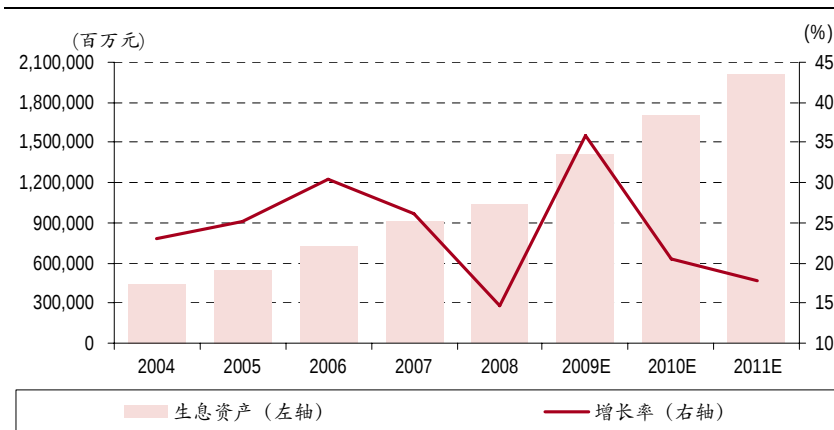
资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

根据我们对 2009-11 年银行板块 21% 的贷款增速假设,我们认为民生的市场占有率将会扩大,而且存贷款数量都将出现稳健增长,其原因有二。首先是网点的扩张。民生银行每家网点的贷款额度在上市银行中最高,因为其分支行的经营效率具有一定的竞争优势。随着网点的不断铺开,贷款和资产的增速应该会高于其他银行。虽然 2010 和 2011 年的货币供应可能会有一定程度的收紧,但凭借雄厚的资本实力,两年的新增贷款分别有望达到 1,930 亿和 1,920 亿。

此外，得益于贷款增长，同期的企业存款也应该出现大幅增长。银行间业务在公司加快资金周转的策略下也应该会迅速扩张。因此即便未来几年生息资产增速在 09 年快速增长之后放缓在所难免，我们依然预计 2010 和 2011 年生息资产将分别增加 19% 和 17%。随着生息资产数量的不断增加，利息收入应该随之稳健增长。

随着生息资产数量的不断增加，利息收入应该随之稳健增长

图表 68. 民生银行生息资产预测



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

净息差

过去五年民生的净息差相对其他银行有所上升

过去五年民生的净息差相对其他银行有所改善。如图 73 所示，虽然其净息差在 2005-07 年期间低于行业平均水平，但 08 年初之后已经实现赶超。

图表 69. 净息差比较

(%)	2005	2006	2007	2008	09 年上半年
工行	2.59	2.37	2.81	2.90	2.25
中行	2.33	2.51	2.82	2.62	2.05
建行	2.80	2.84	3.25	3.22	2.49
交行	2.56	2.61	2.89	2.81	2.04
招行	2.57	2.57	3.02	3.28	2.14
浦发	2.66	2.84	3.04	2.86	2.08
民生	2.43	2.60	2.78	3.12	2.29
华夏	2.25	2.42	2.65	2.49	1.88
深发	2.34	2.89	3.14	3.08	2.55
中信	2.34	2.56	3.08	3.32	2.34
兴业	2.30	2.44	3.37	3.21	2.18
宁波	3.56	3.28	3.26	3.47	2.92
南京	2.59	2.53	2.98	3.15	2.61
北京	1.90	2.18	2.32	2.91	2.30
平均	2.52	2.62	2.96	3.03	2.29

注：根据期初和期末的平均余额计算

资料来源：公司数据、中银国际研究

资产收益率总是可以高于平均水平，但资金成本仍然高于其他银行

根据我们的具体分析，我们发现民生的资产收益率总是可以高于平均水平，但其资金成本也高于其他银行。因此该行在净息差方面没有明显的优势。

图表 70. 生息资产收益率比较

(%)	2005	2006	2007	2008	09 年上半年
工行	4.05	3.97	4.48	4.85	3.82
中行	3.88	4.46	4.83	4.62	3.49
建行	4.17	4.35	4.79	5.10	4.09
交行	4.02	4.23	4.81	5.00	3.83
招行	3.94	4.07	4.60	5.09	3.62
浦发	4.37	4.53	4.83	5.06	4.08
民生	4.66	4.31	4.93	5.78	4.05
华夏	4.07	4.40	4.90	5.66	4.34
深发	4.14	4.98	5.90	6.48	4.47
中信	4.17	4.58	4.89	5.42	3.88
兴业	4.27	4.60	5.96	6.43	4.28
宁波	5.06	4.90	4.93	5.95	4.36
南京	4.11	4.28	5.19	5.51	4.15
北京	3.30	3.68	3.97	4.87	3.63
平均	4.16	4.39	4.93	5.42	4.01

注：根据期初和期末的平均余额计算

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 71. 资金成本比较

(%)	2005	2006	2007	2008	1H09
工行	1.51	1.70	1.80	2.11	1.71
中行	1.69	2.14	2.24	2.20	1.57
建行	1.45	1.62	1.66	2.03	1.72
交行	1.52	1.71	2.06	2.34	1.87
招行	1.44	1.60	1.69	1.92	1.56
浦发	1.79	1.78	1.89	2.31	2.04
民生	2.29	1.85	2.25	2.82	1.85
华夏	1.90	2.06	2.33	3.32	2.56
深发	1.78	2.12	2.84	3.48	2.02
中信	1.89	2.11	1.94	2.30	1.68
兴业	2.03	2.23	2.83	3.55	2.20
宁波	1.38	1.63	1.82	2.71	1.55
南京	1.67	1.90	2.49	2.75	1.72
北京	1.46	1.59	1.77	2.14	1.53
平均	1.70	1.86	2.12	2.57	1.83

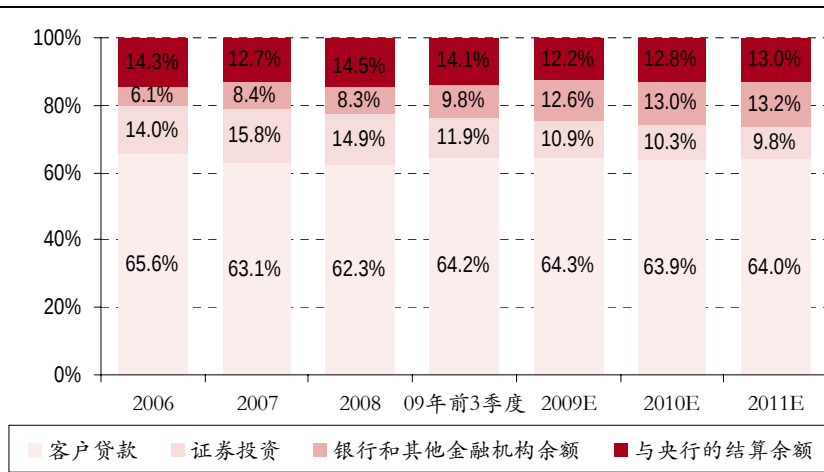
注：根据期初和期末的平均余额计算

资料来源：公司数据、中银国际研究

虽然近几年来贷款和证券投资的比重略有下滑，收益率却因为结构调整而有所上升。首先，很明显更多中长期企业贷款的收益率较高。由于 09 年 3 季度末的普通企业贷款占比为 76.8%，更长的期限意味着收益率呈现上升趋势。其次，我们认为投资收益较高是部分因为投资组合的结构变动。06 年以来，银行逐步加大对于部分投资评级较高的公司债投入来提高收益率，使得 09 年 3 季度末的公司债比重由 06 年末的 4.5% 上升到了 11.9%。我们认为未来生息资产结构的优化将主要表现在贷款比重的上升以及获得更多收益率高于平均水平的客户。因此 2010 和 2011 年资产收益率应该会继续上升。

随着贷款比重上升以及获得更多收益率高于平均水平客户带来生息资产结构的优化，2010 和 2011 年资产收益率应该会继续上升

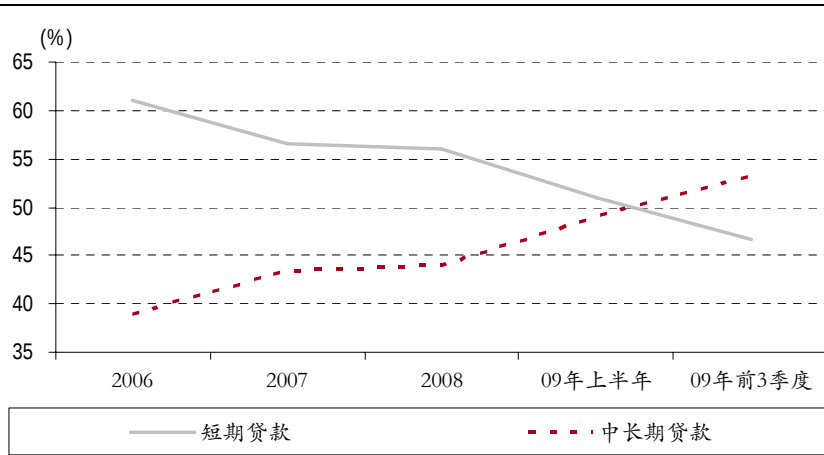
图表 72. 生息资产构成



注：2007-2011 年的数据是根据期初和期末平均余额计算的

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 73. 企业贷款久期分布



资料来源：公司数据、中银国际研究

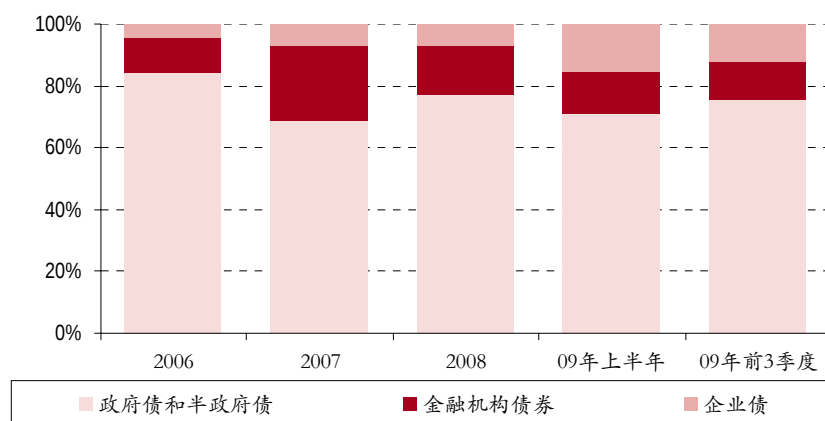
图表 74. 投资收益率比较

(%)	2005	2006	2007	2008	09 年上半年
工商银行	2.91	2.59	3.08	3.34	3.02
中国银行	2.99	3.76	4.08	3.57	2.83
建设银行	2.89	3.02	3.39	3.63	3.13
交通银行	2.90	3.10	3.23	3.85	3.22
招商银行	2.78	2.58	3.16	3.22	2.70
浦发银行	2.56	2.74	3.16	3.31	3.02
民生银行	3.03	2.99	3.35	3.89	3.65
华夏银行	3.12	3.10	3.23	3.64	3.56
深发展	2.67	2.75	3.07	3.76	3.34
中信银行	2.79	3.33	3.94	4.52	3.13
兴业银行	3.12	3.22	4.29	3.47	2.98
宁波银行	2.58	2.76	3.18	3.86	3.63
南京银行	2.99	3.24	3.83	3.83	3.82
北京银行	2.58	2.96	2.92	4.00	3.23
均值	2.85	3.01	3.42	3.71	3.23

注：根据期初和期末的平均余额计算

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 75. 债券组成



资料来源：公司数据，中银国际研究

在我们看来，民生银行资金成本高于同业平均水平的主要原因是该行相对较高的企业存款成本

为了使比较结果更加准确，我们在估算中采用了日均余额均值。在我们看来，民生银行资金成本高于同业平均水平的主要原因是该行企业存款成本相对较高。由于企业存款在其存款总额中的比重已接近 80%，因此会对资金成本有较明显影响。从 2006 年到 2009 年上半年，该行企业活期存款比率一直较低，仅在华夏银行和深发展之上，导致企业存款成本高企。我们认为未来经济活动的复苏将推动企业资金周转速度加快。因此，企业活期存款的占比有望提升，存款成本也会随之下降。

图表 76. 09 年上半年上市银行存款成本之比较

(%)	企业存款	企业活期存款	企业定期存款	零售存款	活期零售存款	定期零售存款	存款总计
民生银行	1.81	0.66	2.61	1.94	0.35	2.40	1.83
兴业银行	1.72	0.62	2.89	1.69	0.36	2.39	1.71
招商银行	1.46	0.61	2.23	1.59	0.46	2.69	1.52
浦发银行	1.66	0.52	2.96	2.08	0.37	2.75	1.75
建设银行	1.36	0.61	2.68	1.95	0.36	2.90	1.64
工商银行	1.40	0.62	2.74	2.13	0.36	3.02	1.77
中信银行	1.71	0.65	2.55	1.99	0.34	2.36	1.76
深发展	1.81	0.54	2.84	2.16	0.33	3.01	1.88
中国银行	1.41	0.65	2.66	2.28	0.36	3.02	1.87
华夏银行	1.74	0.72	2.20	2.07	0.37	2.70	1.78
北京银行	1.20	0.49	2.50	2.61	0.36	3.50	1.45
南京银行	1.54	0.58	2.49	2.43	0.38	3.21	1.66
宁波银行	1.52	0.59	2.59	1.91	0.36	2.67	1.63
交通银行	1.66	NA	NA	1.98	NA	NA	1.77

注：中国银行、工商银行、建设银行的数据均已国内数据为基准

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 77. 企业活期存款比率之比较

(%)	2006	2007	2008	09 年上半年
工商银行	65.02	64.66	60.72	59.80
中国银行	58.50	57.46	56.14	53.76
建设银行	70.76	69.17	65.43	63.22
交通银行	57.92	57.40	51.73	48.09
招商银行	55.70	56.88	51.43	48.41
浦发银行	48.69	49.64	44.01	42.92
民生银行	43.99	47.02	45.76	43.22
华夏银行	38.38	45.16	42.59	42.63
深发展*	33.93	33.67	28.53	26.05
中信银行	50.92	52.82	48.29	47.02
兴业银行	55.98	52.87	44.67	45.06
宁波银行	63.92	60.80	68.80	70.60
南京银行	58.48	62.08	49.47	47.73
北京银行	68.74	68.94	66.84	64.20

注1：企业活期存款占比 = 企业活期存款 / (企业存款总额 + 其他存款)

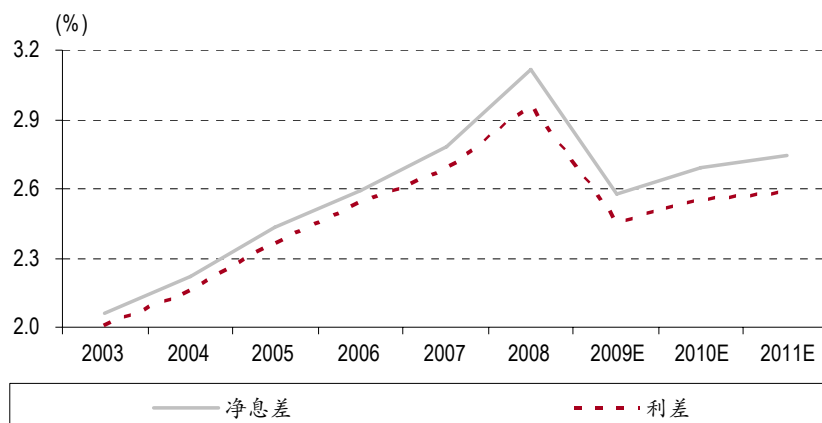
* 对于深发展来说，我们预计企业定期存款中的保证金存款时导致企业活期存款比重极低的主要原因

资料来源：公司数据，中银国际研究

预计未来民生银行的净息差将受到资产收益率较高和资金成本较低的双重提振

预计未来民生银行的净息差将受到资产收益率较高和资金成本较低的双重提振。首先，对那些能贡献高于平均收益率水平的客户，民生银行的定价能力较强；第二，我们认为，在不久的将来，银行间市场和债券市场的利率将上调，这必将带来较高的投资回报率和同业拆放收益率；第三，协议存款将逐步到期，目前成本较高的情况也会得到改观；最后，预计 2010 年央行将上调基准利率，因此未来该行的资产收益率也将进一步提高。

图表 78. 民生银行的净息差和利差

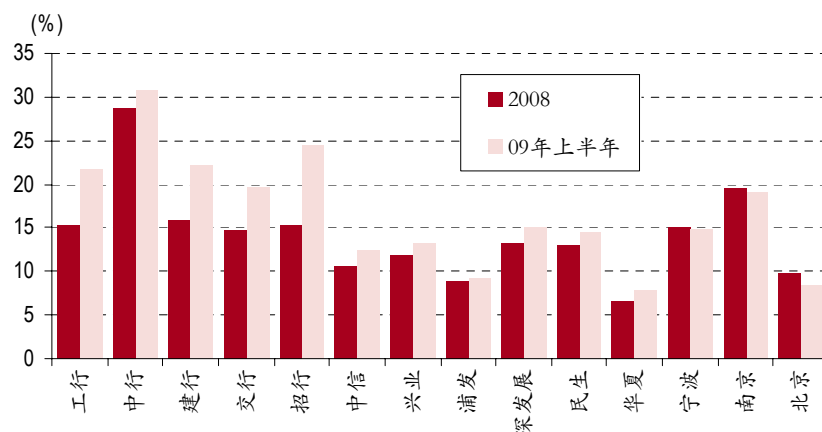


注：净息差和利差均以生息资产期初和期末的均值为计算基础

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

非息收入

图表 79. 非息收入占比



注：非息收入占比=(净手续费收入+其他非息收入)/总经营收入。我们计算民生银行数据时剔除了处置海通证券股权的收入

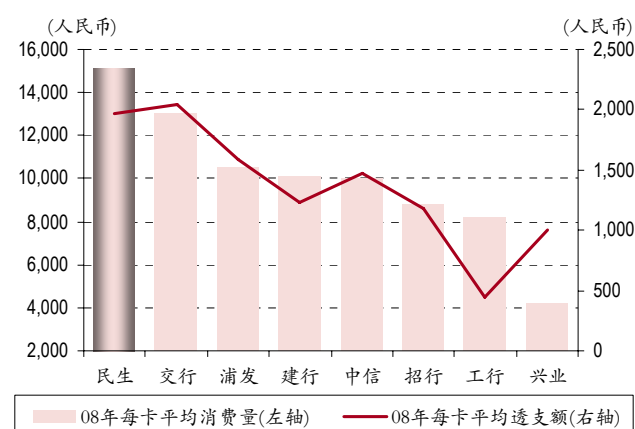
资料来源：公司数据，中银国际研究

过去三年民生银行的非息收入一直保持高增长。在国内股份制商业银行中，其非息收入占总经营收入的比重相对较高，排名第三，仅次于招商银行和深发展。

在手续费和佣金收入方面，
我们预计未来两年民生银行
将保持相对稳定的增长

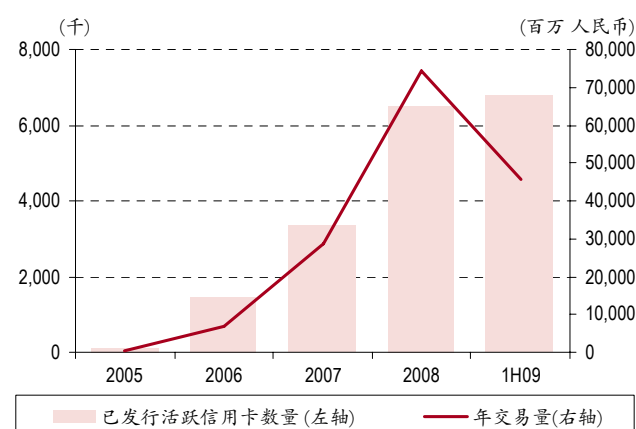
在手续费和佣金收入方面，我们预计未来两年民生银行将保持相对稳定的增长。预计信用卡业务将迅速发展壮大，在非息收入中的比重逐步提升。该行信用卡业务从开设到实现盈利仅仅用了三年，在国内银行中成长速度名列前茅。随着发卡速度加快、客户基础扩大和用卡环境改善，2008年该行单卡消费额在国内银行中最高。虽然民生银行今年将减少发卡量，但是我们依然认为未来三年信用卡数量将以每年 15% 的速度增长，此项业务对非息收入的贡献也有望继续提升。

图表 80. 每卡平均消费额和透支额



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 81. 民生银行信用卡发行和年交易量



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

此外，随着资本市场机遇不断及融资需求越来越多，我们预计从财务咨询服务中获得的手续费收入将稳步提升。因此，尽管 2009 年手续费和佣金收入增长有所下滑，但是预计未来两年该行依然能够保持 23% 的年增长率。

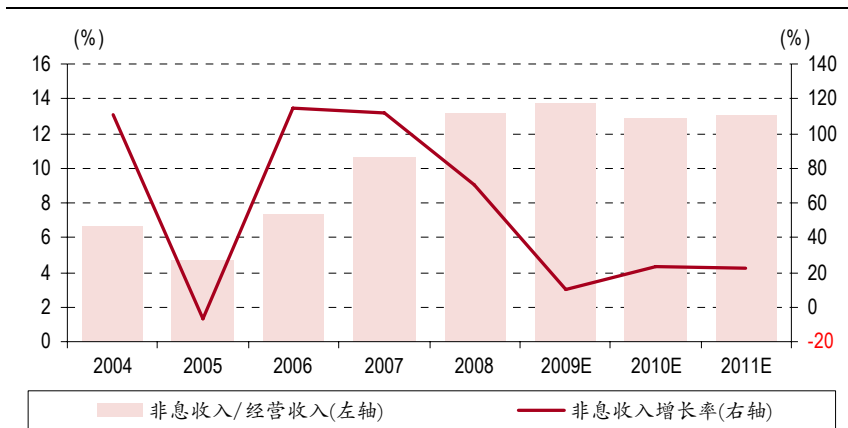
图表 82. 手续费和佣金收入预测

(百万人民币)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
财务顾问服务	367	1,136	1,702	1,617	1,940	2,328
银行卡服务	150	397	920	1,032	1,306	1,652
信贷承诺	169	298	917	1,009	1,241	1,489
托管及其他财务顾问服务	190	406	603	693	853	1,049
结算服务	258	301	312	374	487	633
证券承销服务	51	82	139	160	197	236
其他	39	45	162	186	233	291
总计	1,224	2,665	4,755	5,072	6,256	7,678
增长率(%)	-	117.7	78.4	6.7	23.3	22.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

剔除海通证券股份转让收入，2009 年上半年民生银行的交易收入和交易利润仅占非息收入总额的 2.4%。由于交易收入易受债市波动的影响，因此我们在模型中将未来两年手续费收入占非息收入总额的比率仅定在目前的水平。同时，我们预计 2009-11 年整体非息收入将有小幅提高，在总经营收入中的占比保持平稳。

图表 83. 非息收入预测



注：我们的估算不包括出让海通证券股份的收入

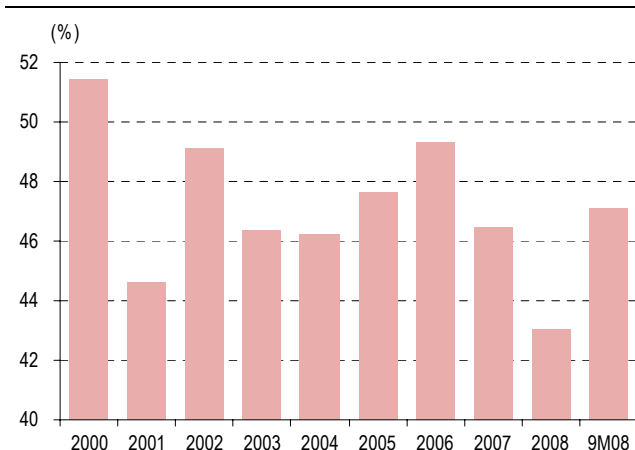
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

经营费用

民生银行的成本与收入比率
相对高于同业

民生银行的成本与收入比率相对高于同业。由于近几年员工成本占到总经营费用的 53%(不包括营业税)，因此员工成本率成为整体费用的决定性因素。我们了解到，虽然 2009 年上半年民生银行的人均经营收入高于其他行(除了浦发银行和北京银行)，但是较高的员工人均成本导致整体成本收入比率出现上升。

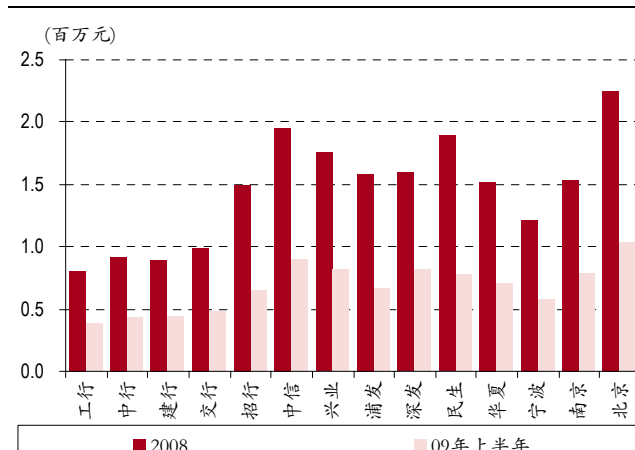
图表 84. 民生银行的成本与收入比率



注：08 年前三季度数据不包括剥离海通证券股份的收入

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 85. 员工人均经营收入



注：09 年上半年数据不包括剥离海通证券股份的收入

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们预计未来民生银行的成本与收入比率将略有降低，盈利能力有望提升

我们预计未来民生银行的成本与收入比率将略有降低，盈利能力有望提升。首先，随着更多支行、网点设立，规模效应将在一定程度上缓解费用上升；第二，核心信息技术系统和更多自动柜员机上线后，经营效率提高，员工费用增长将得到控制。因此，员工费用在整体费用中的比率将有所下降，预计到 2011 年员工费用率将占经营费用的 50%(不包括营业税)。但是，我们也注意到，信息系统和固定资产等费用将限制整体费用缩减的空间。

图表 86. 经营费用预测

(百万人民币)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
员工成本	3,671	6,175	7,950	9,121	9,968	11,365
折旧	573	517	602	713	871	1,009
租赁费用，主要是办公场所	564	687	824	1,000	1,343	1,609
银监会监管费	117	116	134	226	304	362
营业税及其附加	1,391	2,047	2,916	2,578	3,412	4,316
其他经营费用	3,674	4,253	5,542	7,153	8,736	10,608
总经营费用	9,990	13,795	17,968	20,792	24,632	29,269
增长率(%)	-	38.09	30.25	15.71	18.47	18.82

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

与同业相比，民生银行的资产质量相当稳健

资产质量和拨备

与同业相比，民生银行的资产质量相当稳健。根据贷款五级分类，截至 2009 年上半年末，该行的不良贷款率为 0.86%，在所有上市银行中仅高于兴业银行、深发展和宁波银行。考虑到民生银行自 2005 以来不良贷款率一直稳中有降，我们认为该行风险控制和管理能力较为出色。与此同时，由于该行成立时间晚于其他行，因此历史遗留呆坏账也相对较少。

图表 87. 不良贷款率比较

(%)	2005	2006	2007	2008	1H09
工商银行	4.69	3.79	2.74	2.29	1.81
中国银行	4.62	4.04	3.12	2.65	1.80
建设银行	3.84	3.29	2.60	2.21	1.71
交通银行	2.37	2.01	2.06	1.92	1.51
招商银行	2.58	2.12	1.54	1.11	0.86
浦发银行	1.97	1.83	1.46	1.21	0.90
民生银行	1.50	1.25	1.22	1.20	0.86
华夏银行	3.04	2.73	2.25	1.82	1.55
深发展	9.33	7.99	5.62	0.68	0.72
中信银行	4.14	2.50	1.47	1.36	0.99
兴业银行	2.33	1.53	1.15	0.83	0.67
宁波银行	0.61	0.33	0.36	0.92	0.85
南京银行	3.35	2.47	1.79	1.64	1.37
北京银行	4.38	3.58	2.94	1.55	1.14
均值	3.99	3.29	2.51	2.04	1.53

资料来源：公司数据，中银国际研究

从2007年开始，该行不良贷款净形成率一直稳定在较低水平

我们认为，过去三年民生银行不良贷款余额的上升可以归咎于放贷量增长。幸而，我们了解到该行的不良贷款净形成率从2007年以来就一直稳定在较低水平，表明资产质量稳步提升。同时，我们也注意到随着整体经济环境的景气度提升，民生银行的不良贷款回收率也出现了上升。

图表 88.历史不良贷款率数据

(百万人民币)	2006	2007	2008	9M09
年初	4,828	5,893	6,773	7,921
新增减值贷款	2,092	2,780	5,029	2631
冲销	(435)	(792)	(1,198)	(885)
升级	(59)	(33)	(144)	(63)
回收	(533)	(1,075)	(2,539)	(2,064)
放弃回收数额	-	-	-	(255)
年末	5,893	6,773	7,921	7,285
变动(%)	-	14.93	16.95	(8.03)
贷款总额	472,088	554,959	658,360	893,543
新不良贷款净形成率(%)	-	0.6	0.9	0.5
不良贷款回收率(%)	-	18.2	37.5	34.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

通过对不良贷款行业来源的分析，我们发现在企业贷款中，信息技术和房地产两行业的不良贷款率相对较高。未来我们将密切关注该行对租赁和商务服务业的贷款投放，因为从2008年末到2009年前三季度末，民生银行对该行业新投放贷款增长了86.8%。虽然零售贷款的整体不良贷款率依然很低，但是信用卡贷款的质量还有待关注。

图表 89. 各行业不良贷款率

不良贷款率(%)	2006	2007	2008	09 年上半年
制造业	2.75	1.89	1.52	1.47
房地产业	1.18	2.40	2.62	2.12
交通、仓储及邮政服务业	0.03	0.22	0.91	0.06
租赁和商务服务业(*)	3.09	1.40	1.09	0.85
水环境及公共事业管理	0.00	0.00	0.00	0.00
电力、燃气及水的生产和供应业	0.23	0.18	2.44	1.77
采矿业	0.18	0.10	0.04	0.03
公共管理和社会组织	0.00	0.00	0.00	0.00
建筑业	0.00	0.00	0.13	0.24
批发及零售业	5.00	5.30	2.02	1.47
教育及公共服务业	3.98	3.36	1.72	0.07
金融业	0.45	3.56	0.00	0.00
软件与信息技术服务业	4.00	5.15	9.48	8.68
其他(**)	4.06	2.10	2.84	4.96
企业贷款总额	1.54	1.47	1.48	1.03
贴现票据	0.00	0.00	0.11	0.00
住房按揭贷款	0.74	0.60	0.52	0.55
信用卡贷款	0.60	0.46	1.23	3.28
其他	3.52	0.13	0.70	0.14
零售贷款总额	0.82	0.57	0.61	0.76
贷款总额	1.25	1.22	1.20	0.86

*主要包括资产管理、租赁、广告和市政基础设施建设业等

**主要包括科研、技术服务、地质勘探、酒店和餐饮业

资料来源：公司数据，中银国际研究

虽然不良贷款形成率不会超过1%，但是我们依然认为未来民生银行的不良贷款率和不良贷款余额将双双上升

虽然不良贷款形成率不会超过 1%，但是我们依然认为未来民生银行的不良贷款率和不良贷款余额将双双上升，主要是因为以下两方面原因：

1. 如果实体经济持续疲软，潜在的紧缩政策可能会推升新不良贷款形成率；
2. 我们注意到逾期贷款和特别关注贷款在 2008 年的大幅上升之后，2009 年上半年有所减少。但是，考虑到经济前景不确定，我们认为上述两类贷款未来将有所增加。出于谨慎考虑，我们预计可疑贷款和亏损贷款的比率将保持在 0.5%和 0.2%，次级贷款在贷款总额中的比重将升高。

图表 90. 不良贷款结构预测

比率(%)	2006	2007	2008 09 年 1-9 月	2009E	2010E	2011E
正常贷款	96.1	97.4	96.3	97.7	96.2	95.6
特别关注贷款	2.6	1.4	2.5	1.5	3.0	3.0
次级贷款	0.5	0.4	0.5	0.3	0.1	0.4
可疑贷款	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5
亏损贷款	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
贷款总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 91. 不良贷款预测

(百万人民币)	2008	2009E	2010E	2011E
年初	6,773	7,921	7,239	11,706
新增不良贷款	5,029	2,818	10,367	11,293
冲销	(1,198)	(1,300)	(1,900)	(1,500)
回收和升级	(2,683)	(2,200)	(4,000)	(3,000)
年末	7,921	7,239	11,706	18,499
贷款总额	658,360	899,858	1,092,696	1,284,354
不良贷款率(%)	1.2	0.8	1.1	1.4
新不良贷款形成率(%)	0.9	0.4	1.2	1.0
不良贷款回收率(%)	37.5	27.8	55.3	25.6

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

截至 2009 年上半年末，民生银行的覆盖率为 170%(是上市银行的平均水平)，高于银监会 150% 的要求

截至 2009 年上半年末，民生银行的覆盖率为 170%(是上市银行的平均水平)，高于银监会 150% 的要求。

值得一提的是，我们注意到截止 2009 年前三季度末，民生银行对优良贷款(包括正常和特别关注贷款)的拨备仅为 0.9%。如果该行将正常贷款和特别关注贷款的覆盖率分别上调至 1% 和 2%，那么拨备额也会相应上升(达到 6 亿人民币)。

我们注意到，民生银行对于特殊贷款类的高覆盖率主要是因为对贴现票据和企业贷款做出了拨备。

图表 92. 上市银行的不良贷款覆盖率

覆盖率(%)	2005	2006	2007	2008	09 年上半年
工商银行	54.2	70.6	103.5	130.1	138.2
中国银行	80.6	96.0	108.2	121.7	139.0
建设银行	66.8	82.2	104.4	131.6	150.5
交通银行	69.7	94.8	95.8	117.1	123.0
招商银行	111.0	135.6	180.4	223.3	241.4
浦发银行	142.1	151.5	191.1	192.5	216.0
民生银行	101.4	108.9	113.2	150.0	169.9
华夏银行	69.3	84.2	109.3	151.2	153.4
深发展	42.8	47.6	48.3	105.1	133.1
中信银行	79.9	84.6	110.0	150.0	150.1
兴业银行	90.5	126.0	155.2	226.6	218.8
宁波银行	271.6	404.3	360.0	152.7	160.4
南京银行	94.3	107.3	147.1	170.0	164.7
北京银行	82.0	87.3	83.7	180.2	200.4
均值	68.62	84.81	107.36	134.28	148.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 93. 减值亏损拨备流向

09 年前三季度	拨备 (百万人民币)	不良贷款 (百万人民币)	贷款拨备率 (%)
次级贷款	1,176	2,854	41.2
可以贷款	1,882	2,347	80.2
亏损贷款	2,084	2,084	100.0
总计	5,142	7,285	70.6
2009 年上半年			
制造业	2,417	1,743	138.7
房地产业	2,218	2,020	109.8
交通、仓储和邮政服务业	820	45	1,822.2
租赁和商务服务业(*)	1,232	670	183.9
水、环境和公共事业管理业	629	0	N/A
电力、燃气及水的生产和供应业	1,426	974	146.4
采矿业	334	11	3,036.4
公共管理和社会组织	301	0	N/A
建筑业	297	70	424.3
批发和零售业	474	372	127.4
教育和出版业	64	15	426.7
金融业	43	0	N/A
信息传输、信息技术服务和软件业	436	412	105.8
其他(**)	724	517	140.0
企业贷款总额	11,415	6,849	166.7
贴现票据	328	0	N/A
住房按揭贷款	983	507	193.9
信用卡贷款	479	418	114.6
其他	51	27	188.9
零售贷款总额	1,513	952	158.9
贷款总额	13,256	7,801	169.9

*主要包括资产管理、租赁、广告和市政基础设施建设

**主要包括科研、技术服务、地质勘探、酒店和餐饮业

资料来源：公司数据，中银国际研究

根据我们的预测，2010 年民生银行的信贷成本有望降低，主要是因为 2009 年覆盖率较高

根据我们的预测，2010 年民生银行的信贷成本有望降低，主要是因为 2009 年覆盖率较高。即使宏观经济景气度未能明显改观，2011 年资产质量风险持续上升，我们认为该行也能够将其信贷成本维持在较低水平。

图表 94. 信贷成本预测

(百万人民币)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
普通拨备	4,169	7,895	8,759	10,616	12,444
特别拨备	3,494	3,990	5,032	6,957	10,120
减值亏损拨备	7,663	11,885	13,791	17,572	22,565
不良贷款余额	6,773	7,921	7,239	11,706	18,499
覆盖率(%)	113.14	150.04	190.51	150.12	121.98
信贷成本(%)	0.40	0.86	0.36	0.46	0.50
新拨备	2,236	5,686	3,256	5,032	6,442

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 93. 减值亏损拨备流向

09 年前三季度	拨备 (百万人民币)	不良贷款 (百万人民币)	贷款拨备率 (%)
次级贷款	1,176	2,854	41.2
可以贷款	1,882	2,347	80.2
亏损贷款	2,084	2,084	100.0
总计	5,142	7,285	70.6

2009 年上半年			
制造业	2,417	1,743	138.7
房地产业	2,218	2,020	109.8
交通、仓储和邮政服务业	820	45	1,822.2
租赁和商务服务业(*)	1,232	670	183.9
水、环境和公共事业管理业	629	0	N/A
电力、燃气及水的生产和供应业	1,426	974	146.4
采矿业	334	11	3,036.4
公共管理和社会组织	301	0	N/A
建筑业	297	70	424.3
批发和零售业	474	372	127.4
教育和出版业	64	15	426.7
金融业	43	0	N/A
信息传输、信息技术服务和软件业	436	412	105.8
其他(**)	724	517	140.0
企业贷款总额	11,415	6,849	166.7
贴现票据	328	0	N/A
住房按揭贷款	983	507	193.9
信用卡贷款	479	418	114.6
其他	51	27	188.9
零售贷款总额	1,513	952	158.9
贷款总额	13,256	7,801	169.9

*主要包括资产管理、租赁、广告和市政基础设施建设

**主要包括科研、技术服务、地质勘探、酒店和餐饮业

资料来源：公司数据，中银国际研究

根据我们的预测，2010 年民生银行的信贷成本有望降低，主要是因为 2009 年覆盖率较高

根据我们的预测，2010 年民生银行的信贷成本有望降低，主要是因为 2009 年覆盖率较高。即使宏观经济景气度未能明显改观，2011 年资产质量风险持续上升，我们认为该行也能够将其信贷成本维持在较低水平。

图表 94. 信贷成本预测

(百万人民币)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
普通拨备	4,169	7,895	8,759	10,616	12,444
特别拨备	3,494	3,990	5,032	6,957	10,120
减值亏损拨备	7,663	11,885	13,791	17,572	22,565
不良贷款余额	6,773	7,921	7,239	11,706	18,499
覆盖率(%)	113.14	150.04	190.51	150.12	121.98
信贷成本(%)	0.40	0.86	0.36	0.46	0.50
新拨备	2,236	5,686	3,256	5,032	6,442

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要风险

改革可能会严重导致员工个人工作中断，这将会对该行的业务发展产生负面影响

重组失败

尽管民生银行的组织结构改革将有利于培育长期的竞争优势，但是改革本身正面临巨大的挑战，譬如如何实现新设立的战略事业部与现有的银行分支机构之间的互动，如何建立新的绩效评估体系，如何建立有效的业务支持团队以及如何将现有的信息技术系统整合到全新的核心系统中去。首当其冲的是，新的组织结构要求员工能够针对其职责与期望的新变化做出自我调整。改革可能会严重导致员工个人工作中断，这将会对该行的业务发展产生负面影响。所有银行在改革期间都面临着市场份额缩水的风险。更令人担心的是，改革或许不会一帆风顺，会遇到重重阻力，这将在较长的一段时间内使民生银行错失成长机遇。

而且，完美的组织架构并不存在。战略事业部体系也有其软肋，例如：i)作为利润中心，战略事业部可能更加关注于自身利益，追求短期利润最大化的同时容易忽视企业的长期发展；ii)战略事业部运营更加独立，协调起来需要花费更大的力气，机构职能可能出现重叠；及 iii)客户经理的焦点限于信贷业务或产品销售，这与整合的服务理念相悖。

以过于激进的战略发展其他金融服务会带来风险

业务多样化发展过于草率

民生银行目前已经开展了租赁、加银基金管理和村镇银行业务。该行于 2008 年收购美国联合银行(UCBH Holdings)9.9%股权。虽然我们不能说多样化的业务模式和国际化发展会影响其长期发展，但是短期内过于激进的投资浪费了宝贵的资金，带来了风险。我们相信未来继续以过于激进的战略来开发其他金融服务会给该行带来更多的风险。

民生银行未来几年的扩张计划野心勃勃。虽然有效的网络扩张将对其长期发展有利，但是成本上升也是不容忽视的问题

扩张过快

民生银行未来几年的扩张计划野心勃勃。虽然我们认为有效的网络扩张将对其长期发展有利，但是成本上升也是不容忽视的问题。追求资产的过快增长会使其对信贷失去控制；而且，过于草率的扩张与结构调整同步进行，会带来更多的不稳定因素，给结构调整提出更多的难题。

毫无疑问，中国经济下滑引起的制造业或房地产业经营环境恶化会对该行的资产质量产生冲击

资产质量风险

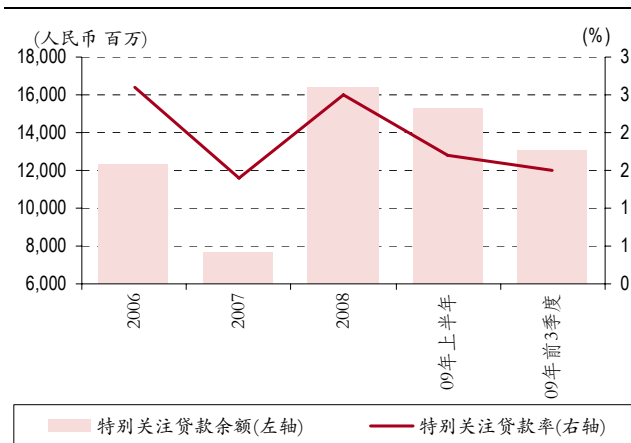
毫无疑问，中国经济下滑带来的制造业或房地产业经营环境恶化会对该行的资产质量产生冲击。

2008年，民生银行的特别关注贷款大幅上升。如果宏观经济环境恶化，或者该行采取高风险的策略来提高盈利，那么我们不能排除其减值贷款迅速上升的可能。

而且，民生银行通过“商贷通”扩大零售贷款业务的规模。

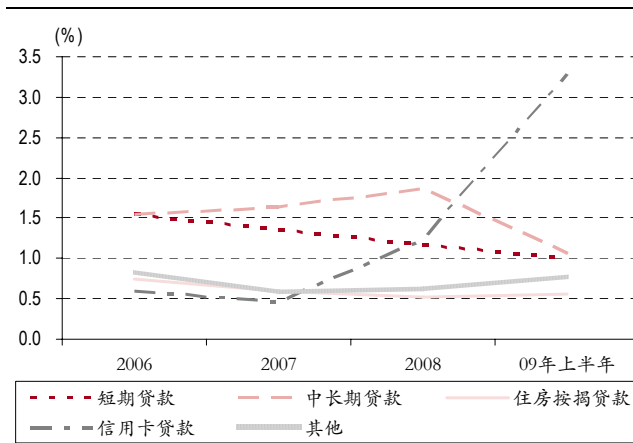
“商贷通”是我国银行业内一项全新的产品，我们不排除民生银行可能会因为此项业务而录得较高减值贷款的可能。信用卡贷款的上升表明其信用卡业务风险也在日益上升。

图表 97. 特别关注贷款



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 98. 产品减值贷款率

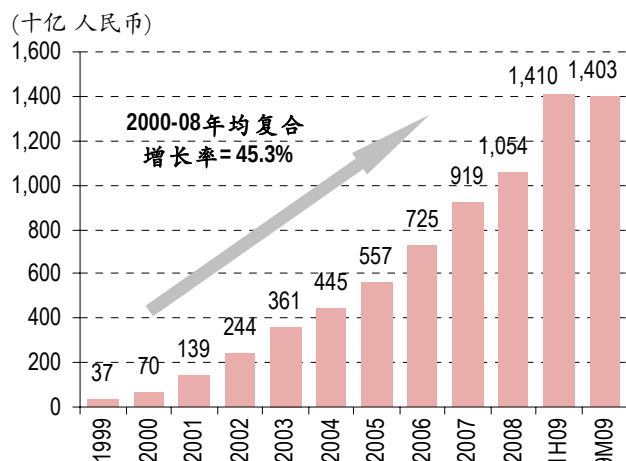


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

附录、财务数据

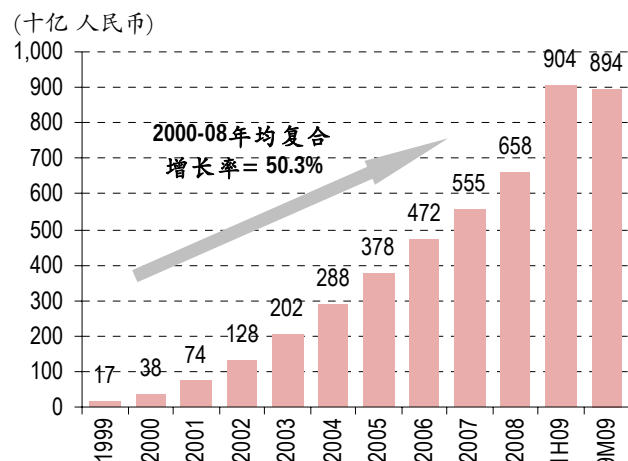
资产

图表 99. 总资产增长率



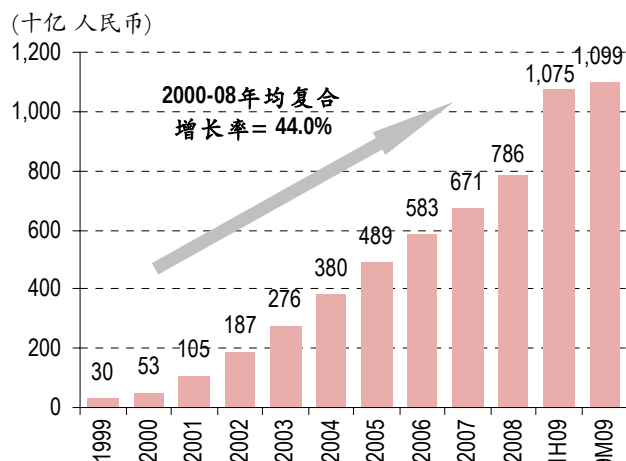
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 100. 总客户贷款增长率



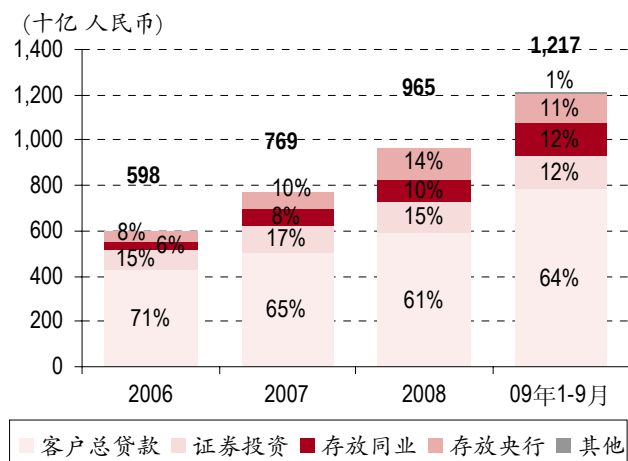
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 101. 客户存款总额增长率



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 102. 生息资产平均余额



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

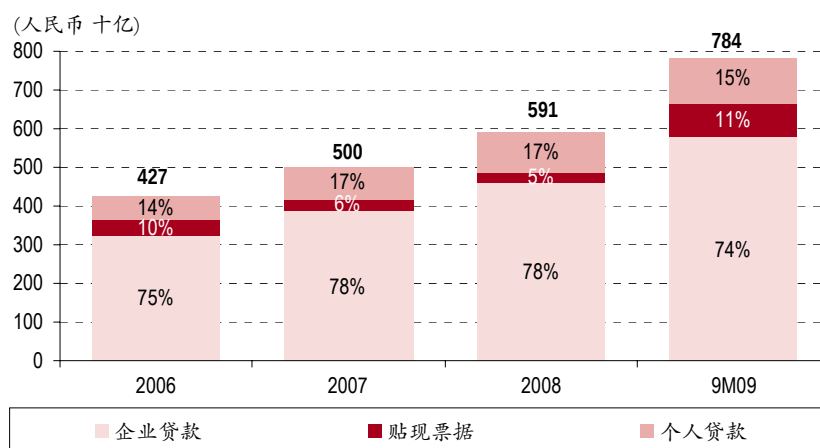
图表 103. 生息资产平均收益率

(%)	2006	2007	2008	09 年前三季度
客户贷款总额	5.39	6.43	7.52	5.27
证券投资	3.01	3.40	3.89	3.64
存放同业	2.66	3.50	4.28	1.65
存放央行	1.61	1.72	1.63	1.43
其他	5.11	6.15	4.80	6.43
生息资产总额	4.58	5.21	5.84	4.25

注：以日均余额为基础

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 104. 平均贷款余额构成



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

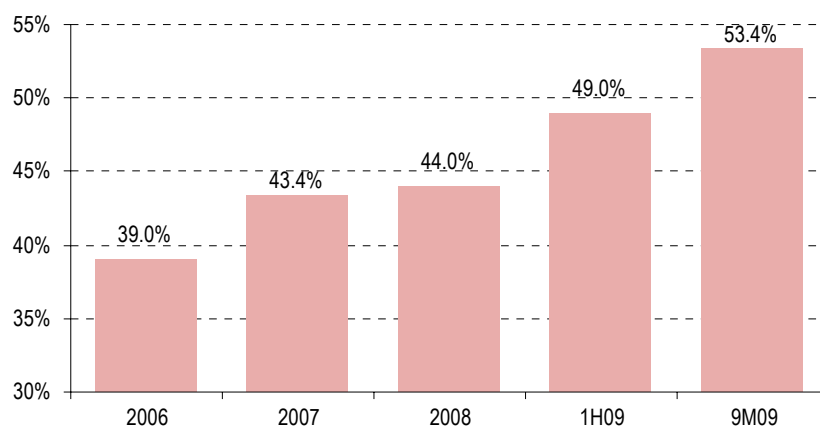
图表 105. 平均贷款收益率

(%)	2006	2007	2008	09 年前三季度
企业贷款	5.56	6.56	7.44	5.58
贴现票据	3.71	5.26	10.38	3.19
零售贷款	5.67	6.23	7.08	5.24
对客户贷款总额	5.39	6.43	7.52	5.27

注：根据日均余额

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 106. 中长期贷款占企业贷款比率%(期末余额)



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 107. 企业贷款行业构成

(十亿人民币)	2006	2007	2008	09 年上半年
制造业	75	96	94	118
房地产业	53	69	85	95
运输、仓储及邮政服务业	40	47	65	79
租赁和商务服务业	18	25	48	79
水、环境和公共事业管理	33	36	38	71
电力、燃气及水的生产和供应业	39	48	43	55
采矿业	10	15	27	37
公共管理和社会组织	9	8	13	34
建筑业	22	23	23	30
批发和零售业	17	21	20	25
教育和公共服务业	14	17	13	20
金融业	2	2	3	5
信息传输、信息技术服务和软件业	6	4	4	5
其他	7	9	10	10
企业贷款总额	346	421	486	663

(%)	2006	2007	2008	09 年上半年
制造业	21.8	22.9	19.3	17.9
房地产业	15.3	16.5	17.5	14.3
运输、仓储及邮政服务业	11.5	11.1	13.5	11.9
租赁和商务服务业	5.3	6.0	9.8	11.9
水、环境和公共事业管理	9.4	8.5	7.8	10.7
电力、燃气及水的生产和供应业	11.4	11.5	8.8	8.3
采矿业	2.9	3.5	5.5	5.5
公共管理和社会组织	2.7	1.9	2.7	5.1
建筑业	6.3	5.6	4.8	4.5
批发和零售业	4.9	5.0	4.1	3.8
教育和公共服务业	4.2	4.0	2.7	3.1
金融业	0.5	0.6	0.6	0.7
信息传输、信息技术服务和软件业	1.7	0.9	0.9	0.7
其他	2.1	2.1	2.0	1.6
企业贷款总额	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 108. 证券投资及交易性资产

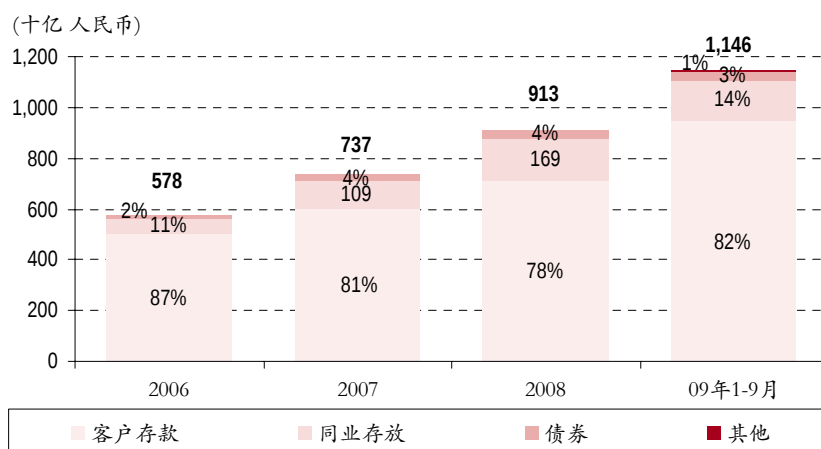
(十亿人民币)	2006	2007	2008	09 年上半年	09 年前三季度
交易性资产	0	3	4	7	6
可供出售证券	50	61	54	65	52
持有到期证券	40	46	39	46	54
贷款及应收账款	10	47	37	39	43
总计	101	157	134	157	154

(%)	2006	2007	2008	09 年上半年	09 年前三季度
交易性资产	0.0	1.6	3.3	4.6	3.6
可供出售证券	49.8	38.8	40.1	41.3	33.9
持有到期证券	40.0	29.3	28.9	29.6	34.8
贷款及应收账款	10.2	30.3	27.7	24.5	27.6
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

负债

图表 109. 付息负债平均余额



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

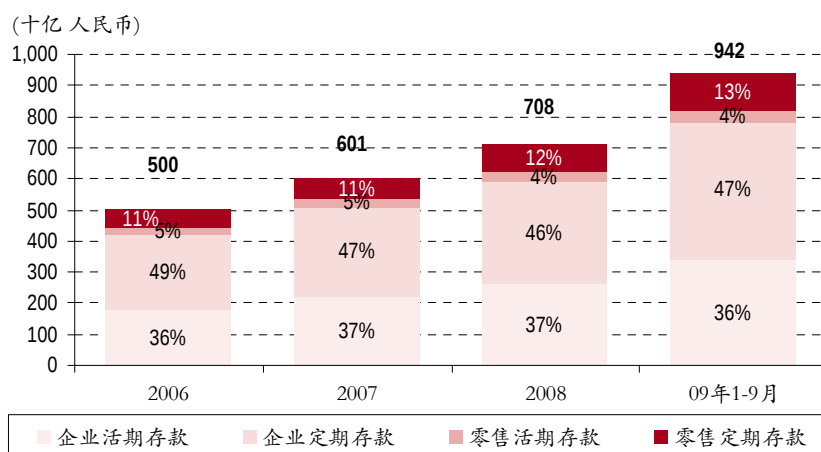
图表 110. 付息负债平均成本

(%)	2006	2007	2008	09年1-9月
客户存款	1.90	2.19	2.60	1.73
同业存放	1.84	2.95	3.58	2.13
已发行债券	3.87	3.97	4.21	4.38
其他	1.89	-	1.91	2.78
付息负债总额	1.94	2.37	2.84	1.87

注：根据日均余额

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 111. 平均存款余额组成



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 112. 平均存款成本

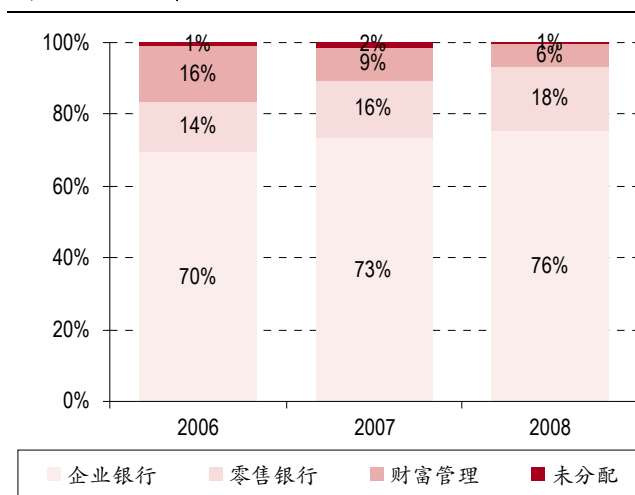
(%)	2006	2007	2008	09 年 1-9 月
企业活期存款	0.95	1.01	0.99	0.66
企业定期存款	2.69	3.23	4.06	2.48
企业存款小计	1.95	2.26	2.69	1.70
零售活期存款	0.74	0.78	0.64	0.35
零售定期存款	2.00	2.28	2.69	2.34
零售存款小计	1.62	1.84	2.14	1.89
存款总额	1.90	2.19	2.60	1.73

注：根据日均余额

资料来源：公司数据，中银国际研究

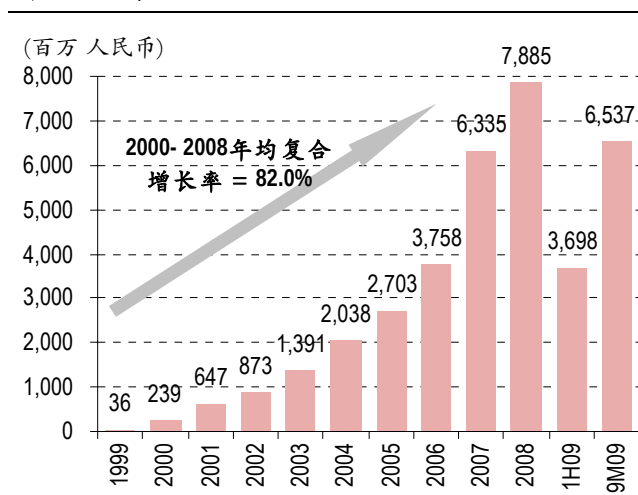
收入

图表 113. 分部经营收入组成



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 114. 净利润增长

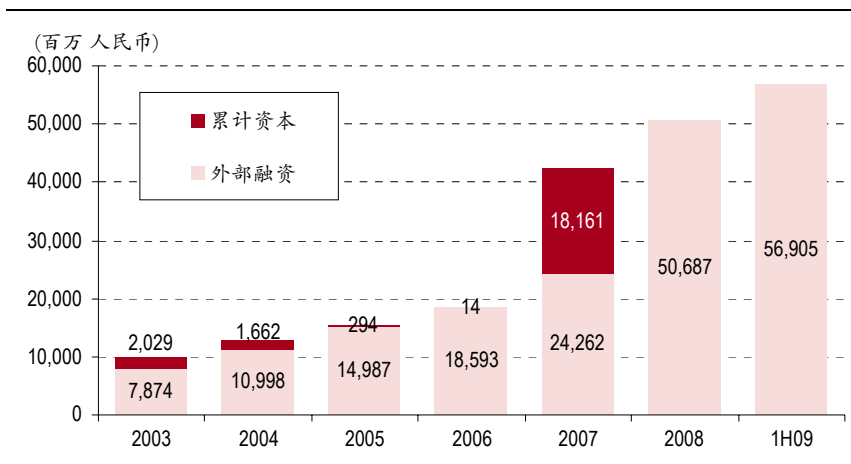


注：09 年上半年和 09 年前三季度利润不包括出让海通证券股份所得收益

资料来源：公司数据，中银国际研究

资本

图表 115. 民生银行核心资本



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表 (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	22,580	30,380	31,613	41,981	50,902
净手续费及佣金	2,391	4,461	4,734	5,840	7,166
其他非息收入	330	176	5,209	378	464
经营收入	25,301	35,017	41,556	48,199	58,532
经营费用	(11,790)	(15,171)	(18,399)	(21,479)	(25,268)
拨备前经营利润	13,511	19,846	23,157	26,720	33,264
贷款损失拨备	(2,236)	(5,686)	(3,256)	(5,032)	(6,442)
其他风险拨备	(29)	(832)	(483)	(486)	(478)
经营利润	11,246	13,328	19,418	21,202	26,344
非经常性项目	13	76	0	5	10
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	11,259	13,404	19,418	21,207	26,354
营业税	(2,047)	(2,916)	(2,635)	(3,485)	(4,403)
所得税	(2,877)	(2,595)	(4,040)	(4,232)	(5,188)
税后利润	6,335	7,893	12,743	13,491	16,763
少数股东权益	0	(8)	(10)	(10)	(10)
净利润	6,335	7,885	12,733	13,481	16,753
变动 (%)	65	24	61	6	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	3,289	2,900	3,190	3,509	3,860
银行间贷款	195,924	249,034	364,137	441,519	529,664
衍生产品交易投资	1,285	1,216	1,581	2,055	2,672
总客户预付款	554,958	658,360	899,858	1,092,696	1,284,354
减: 拨备	(7,663)	(11,885)	(13,791)	(17,572)	(22,565)
长期投资	156,552	133,659	150,601	170,598	194,211
联营公司权益	0	125	125	125	125
净固定资产	3,457	3,978	4,567	5,124	6,669
其他资产	0	0	0	0	0
总资产	919,796	1,054,350	1,430,166	1,722,294	2,026,215
负债及权益					
客户存款	671,218	785,786	1,087,000	1,336,081	1,589,869
银行存款及结余	150,688	163,239	186,523	204,374	224,010
总负债	869,610	999,678	1,337,108	1,617,727	1,907,348
普通股股本(面值)	14,479	18,823	22,262	22,262	22,262
准备金(包括股本溢价)	30,979	29,048	55,797	58,628	62,146
留存收益	4,728	6,009	14,197	22,865	33,637
总股东权益	50,186	53,880	92,256	103,755	118,045
少数股东权益	0	792	802	812	822
已运用资本	50,186	54,672	93,058	104,567	118,867
总负债及权益	919,796	1,054,350	1,430,166	1,722,294	2,026,215

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (A 股) (人民币 百万)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	6,335	7,885	12,733	13,481	16,753
非现金项目	3,790	2,120	3,228	5,183	6,524
其他变动	(184)	(362)	10	10	10
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	13,282	(32,482)	(43,589)	(19,010)	(22,959)
经营产生的现金流	23,223	(22,839)	(27,618)	(336)	328
投资及融资回报	(47,760)	22,796	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(24,537)	(43)	(27,618)	(336)	328
投资	(1,362)	(1,686)	(2,218)	(2,364)	(2,514)
自由现金流	(25,899)	(1,729)	(29,837)	(2,699)	(2,186)
收购	(2,600)	0	0	0	0
投资者可用现金	(28,499)	(1,729)	(29,837)	(2,699)	(2,186)
融资活动产生的净现金	29,258	1,340	30,127	3,018	2,537
现金增(减)	759	(389)	290	319	351

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (A 股) (%)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	5.0	5.8	4.3	4.5	4.7
资金成本	2.3	2.8	1.8	1.9	2.2
利差	2.7	3.0	2.5	2.6	2.6
净息差	2.8	3.1	2.6	2.7	2.7
其他收入总收入	10.8	13.2	23.9	12.9	13.0
成本收入比	46.6	43.3	44.3	44.6	43.2
有效税率	43.7	41.1	34.4	36.4	36.4
增长率					
贷款增长率	24.0	18.6	36.7	21.4	17.5
存款增长率	15.1	17.1	38.3	22.9	19.0
资产增长率	31.3	14.6	35.6	20.4	17.6
可持续增长率	30.9	42.9	47.5	37.1	38.3
流动性					
贷存比	82.7	83.8	82.8	81.8	80.8
贷款资金比	64.8	67.0	68.6	69.0	69.0
贷款资产比	60.3	62.4	62.9	63.4	63.4
核心负债/总负债	66.2	67.8	69.7	70.7	71.6
超额准备金率	3.8	12.4	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	1.2	1.2	0.8	1.1	1.4
一般拨备比率	0.8	1.2	1.0	1.0	1.0
特殊拨备覆盖率	51.6	50.4	69.5	59.4	54.7
总拨备覆盖率	113.2	150.0	190.5	150.1	122.0
资本充足率					
权益资产比率	5.5	5.1	6.5	6.0	5.8
盈余资本	2.8	1.3	2.8	2.5	2.4
总资本充足率	10.8	9.3	10.8	10.5	10.4
一级资本充足率	7.4	6.6	8.8	8.3	8.0
回报率					
资产收益率	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
净资产收益率	18.2	15.2	17.4	13.8	15.1
已运用资本收益率	18.2	15.0	17.2	13.6	15.0
结构性已运用资本收益率	16.2	14.7	17.6	14.7	15.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利息收入	22,580	30,380	31,613	41,981	50,902
净手续费及佣金	2,391	4,461	4,734	5,840	7,166
其他非息收入	330	176	5,209	378	464
经营收入	25,301	35,017	41,556	48,199	58,532
经营费用	(11,790)	(15,171)	(18,399)	(21,479)	(25,268)
拨备前经营利润	13,511	19,846	23,157	26,720	33,264
贷款损失拨备	(2,236)	(5,686)	(3,256)	(5,032)	(6,442)
其他风险拨备	(29)	(832)	(483)	(486)	(478)
经营利润	11,246	13,328	19,418	21,202	26,344
非经常性项目	13	76	0	5	10
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	11,259	13,404	19,418	21,207	26,354
营业税	(2,047)	(2,916)	(2,635)	(3,485)	(4,403)
所得税	(2,877)	(2,595)	(4,040)	(4,232)	(5,188)
税后利润	6,335	7,893	12,743	13,491	16,763
少数股东权益	0	(8)	(10)	(10)	(10)
净利润	6,335	7,885	12,733	13,481	16,753
变动(%)	65	24	61	6	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(H股)(人民币 百万)

年结日:12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
资产					
现金及等价物	3,289	2,900	3,190	3,509	3,860
银行间贷款	195,924	249,034	364,137	441,519	529,664
衍生产品交易投资	1,285	1,216	1,581	2,055	2,672
总客户预付款	554,958	658,360	899,858	1,092,696	1,284,354
减: 拨备	(7,663)	(11,885)	(13,791)	(17,572)	(22,565)
长期投资	156,552	133,659	150,601	170,598	194,211
联营公司权益	0	125	125	125	125
净固定资产	3,457	3,978	4,567	5,124	6,669
其他资产	11,994	16,963	19,897	24,242	27,225
总资产	919,796	1,054,350	1,430,166	1,722,294	2,026,215
负债及权益					
客户存款	671,218	785,786	1,087,000	1,336,081	1,589,869
银行存款及结余	150,688	163,239	186,523	204,374	224,010
其他借款	33,920	33,999	38,483	43,483	48,483
总借款	855,826	983,024	1,312,006	1,583,938	1,862,362
其他负债	13,784	16,654	25,101	33,789	44,985
总负债	869,610	999,678	1,337,108	1,617,727	1,907,348
普通股股本(面值)	14,479	18,823	22,262	22,262	22,262
准备金(包括股本溢价)	30,979	29,048	55,797	58,628	62,146
留存收益	4,728	6,009	14,197	22,865	33,637
总股东权益	50,186	53,880	92,256	103,755	118,045
少数股东权益	0	792	802	812	822
已运用资本	50,186	54,672	93,058	104,567	118,867
总负债及权益	919,796	1,054,350	1,430,166	1,722,294	2,026,215

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	6,335	7,885	12,733	13,481	16,753
非现金项目	3,790	2,120	3,228	5,183	6,524
其他变动	(184)	(362)	10	10	10
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	13,282	(32,482)	(43,589)	(19,010)	(22,959)
经营产生的现金流	23,223	(22,839)	(27,618)	(336)	328
投资及融资回报	(47,760)	22,796	0	0	0
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	(24,537)	(43)	(27,618)	(336)	328
投资	(1,362)	(1,686)	(2,218)	(2,364)	(2,514)
自由现金流	(25,899)	(1,729)	(29,837)	(2,699)	(2,186)
收购	(2,600)	0	0	0	0
投资者可用现金	(28,499)	(1,729)	(29,837)	(2,699)	(2,186)
融资活动产生的净现金	29,258	1,340	30,127	3,018	2,537
现金增(减)	759	(389)	290	319	351

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(H股)(%)

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
生息资产收益率	5.0	5.8	4.3	4.5	4.7
资金成本	2.3	2.8	1.8	1.9	2.2
利差	2.7	3.0	2.5	2.6	2.6
净息差	2.8	3.1	2.6	2.7	2.7
其他收入总收入	10.8	13.2	23.9	12.9	13.0
成本收入比	46.6	43.3	44.3	44.6	43.2
有效税率	43.7	41.1	34.4	36.4	36.4
增长率					
贷款增长率	24.0	18.6	36.7	21.4	17.5
存款增长率	15.1	17.1	38.3	22.9	19.0
资产增长率	31.3	14.6	35.6	20.4	17.6
可持续增长率	30.9	42.9	47.5	37.1	38.3
流动性					
贷存比	82.7	83.8	82.8	81.8	80.8
贷款资金比	64.8	67.0	68.6	69.0	69.0
贷款资产比	60.3	62.4	62.9	63.4	63.4
核心负债/总负债	66.2	67.8	69.7	70.7	71.6
超额准备金率	3.8	12.4	3.0	3.0	3.0
资产质量					
不良贷款率	1.2	1.2	0.8	1.1	1.4
一般拨备比率	0.8	1.2	1.0	1.0	1.0
特殊拨备覆盖率	51.6	50.4	69.5	59.4	54.7
总拨备覆盖率	113.2	150.0	190.5	150.1	122.0
信用成本	0.40	0.86	0.36	0.46	0.50
需特别关注贷款比例	1.38	2.49	3.00	3.00	3.00
资本充足率					
权益资产比率	5.5	5.1	6.5	6.0	5.8
盈余资本	2.8	1.3	2.8	2.5	2.4
总资本充足率	10.8	9.3	10.8	10.5	10.4
一级资本充足率	7.4	6.6	8.8	8.3	8.0
回报率					
资产收益率	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9
净资产收益率	18.2	15.2	17.4	13.8	15.1
已运用资本收益率	18.2	15.0	17.2	13.6	15.0
结构性已运用资本收益率	16.2	14.7	17.6	14.7	15.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

北京银行(601169.SS/人民币 15.73, 持有)

中国银行(3988.HK/港币 3.83, 买入; 601988.SS/人民币 4.11, 持有)

交通银行(3328.HK/港币 7.99, 卖出; 601328.SS/人民币 8.19, 持有)

南京银行(601009.SS/人民币 16.42, 持有)

宁波银行(002142.SZ/人民币 15.18, 买入)

建设银行(0939.HK/港币 5.99; 601939.SS/人民币 5.61, 买入)

招商银行(3968.HK/港币 19.04; 600036.SS/人民币 15.56, 买入)

民生银行(1988.HK/港币 7.61; 600016.SS/人民币 7.23, 买入)

中信银行(0998.HK/港币 5.47, 持有; 601998.SS/人民币 6.80, 卖出)

华夏银行(600015.SS/人民币 10.75, 买入)

工商银行(1398.HK/港币 5.60; 601398.SS/人民币 4.86, 持有)

兴业银行(601166.SS/人民币 33.61, 持有)

浦发银行(600000.SS/人民币 19.64, 持有)

深发展(000001.SZ/人民币 22.11, 持有)

以2010年2月11日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;

卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。

未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 10 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371