

2014 年 03 月 03 日

银行

互联网金融研究系列之直销银行 ING-Direct

■规模经济是纯互联网银行盈利模式的主要特征：互联网的优势主要是成本节约，因此可以容忍更低的息差。另外，为了口碑宣传和提高市场影响力，必须提供更高的收益吸引眼球，因此“薄利多销”是其主要特征。ING Direct 主要盈利来源于利差收入，采取“高买低卖”方式，净息差水平和母公司相比差距在 20bp 左右（成立初期由于规模扩张需要净息差一直在 1 个百分点以下，和母公司相差 50bp 以上）。成立 7 年后首次实现盈利。

■线下“咖啡馆银行”支持线上业务：ING Direct 以纯网上自助为主，提供全系列远程服务（邮件、7 天 24 小时电话和网上实时聊天）。它还在关键城市设立具理财顾问功能的咖啡馆，用户可在此进行休息，拉近了银行与客户的距离。客户还可接入网络银行，获得更广泛的金融服务。咖啡馆主要特色是传递现代、创新和焕然一新的品牌形象。

■直销银行主要面向零售银行业务：产品和服务流程简单和标准化、风险控制依赖“硬信息”和“大数法则”是互联网银行主要特点，ING Direct 面向零售客户，即使近年来和传统银行融合也主要针对零售。

■ING Direct 强调金融服务化繁为简：产品策略体现为四点：1、有限的产品选择，集中在储蓄产品和抵押贷款产品，易标准化且客户易于尝试，会将 ING Direct 作为附加账户，不取代现有账户；2、通过关联即时从活期账户获取资金；3、专注于简化的“自助”银行产品，可由消费者独立管理；4、无最低存款要求，降低消费者对存款最低金额的担心。客户体验主要表现为利率高、开户便捷（5 分钟即可设置）、储蓄无最低限额、服务可通过网络和电话、线下需求可与顾问在咖啡馆会面。

■最成功分支 ING-DiBa：“narrow focus”是其成功关键：聚焦有限的几种零售产品、流程标准化、定价透明化、call money account、宣传营销的大规模投入、同时得益于发展初期的市场环境（在经过股票市场泡沫之后，个人投资者普遍风险厌恶，喜欢低风险固定收益产品），ING-DiBa 提供了通过技术打破有高进入壁垒行业大门的典型案列。另外，2003 年，ING-DiBa 并购了原德国 Quelle 邮购公司的分支 Entrium 获得了大量增量客户、Entrium 出色的个人贷款业务及经纪业务也是其成功的另外一个原因。

■美国次贷危机后集团策略转变：和传统银行融合，向全能银行转变：危机中 ING Direct USA 的巨额损失甚至导致集团经营陷入困境，之后集团出售了加拿大、美国、英国的直销银行。从 2011 年开始集团策略转为将 ING Direct 发展为一家全能银行，但依然坚持从客户角度出发、通过低成本方式提供简单、透明的零售银行产品的理念。

■风险提示：监管升级、信用风险爆发。

行业分析

证券研究报告

投资评级 同步大市-A

维持评级

首选股票	目标价	评级
000001 平安银行	15.60	买入-B
600036 招商银行	13.70	增持-A
600015 华夏银行	10.85	增持-A
601166 兴业银行	15.50	买入-B
601998 中信银行	4.90	增持-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.52	-5.59	-0.57
绝对收益	1.14	-6.90	-18.11

许敏敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003

xumm@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

银行:4 季度货币政策执行报告点评	2014-02-10
银行:政策紧平衡,存款压力挥之不去	2014-01-16
银行:耐心等待	2014-01-07

目 录

1. 创立背景.....	4
1.1. 在成熟市场拓展海外零售业务.....	4
1.2. ING Direct Canada 成立：集团直销银行理念的标志.....	4
2. 商业模式.....	5
2.1. 规模经济，以低成本的网上自助服务为主.....	5
2.2. 线下“咖啡馆银行”支持线上业务.....	7
2.3. 产品：高利率、简单、标准化.....	7
2.4. 品牌宣传：强调与传统银行模式脱离.....	8
2.5. 客户为中心的产品和服务策略.....	9
2.6. 管理：独立于母公司.....	10
2.7. 风险控制：重定价速度快、限制期限错配.....	10
3. 经营情况.....	10
3.1. 成立 7 年之后实现盈利.....	10
3.2. 最成功分支 ING DiBa：欧洲最大的纯互联网银行.....	11
3.2.1. Call money account (the “Extra-Konto”).....	13
3.2.2. 并购 Entrium 强强联合.....	13
3.2.3. 强力营销扩大品牌影响力.....	14
3.2.4. 外部环境配合：风险厌恶使投资者更偏好固定收益产品.....	14
3.3. 次贷危机受挫：ING Direct USA.....	14
4. 变化与重定位：传统银行与直销银行融合.....	15
5. 启示.....	16
5.1. 规模经济是互联网银行盈利模式的主要特征.....	16
5.2. 咖啡馆银行：线下网点的销售服务性质.....	16
5.3. 脱离银行的管理模式增加活力.....	16
5.4. 从客户体验出发，重视需求的简单便捷.....	16
5.5. 主要针对零售业务，极少涉及批发业务.....	16
5.6. 产品单一易受金融危机冲击.....	16
5.7. 依托大银行集团：服务多样化.....	17
5.8. 利率市场化是公平定价的前提.....	17

图 表 目 录

图 1 : 使用各类渠道的客户数量 (单位: 百万人)	5
图 2 : ING Bank 和 ING Direct 净息差对比.....	5
图 3: ING Direct 付息率和生息率对比.....	5
图 4 : ING 集团的存款贡献一半来自 ING Direct.....	6
图 5: ING Direct 的成本收入比 (%)	6
图 6 : ING Direct 的线下咖啡馆.....	7
图 7: ING Direct 宣传海报 (2004)	9
图 8: ING Direct 品牌知名度.....	9
图 9 : 欧洲地区利率和 ING Direct 重定价速度.....	10
图 10 : ING Bank 和 ING Direct 盈利情况.....	11
图 11: ING Direct 在 ING Bank 中的盈利占比.....	11
图 12 : ING Direct 盈利结构	11
图 13 : ING Direct 贷款地区分布.....	11
图 14: ING-DiBa 的历史.....	12
图 15 : ING-DiBa 的商业模式.....	13
图 16 : Extra-Konto 利率更具吸引力	13
图 17 : 2002 年前后的德国股票市场	14
图 18 : 德国用户网络使用度变化.....	14
图 19: ING Bank 策略转变: 坚持简单、公平、低成本.....	15
 表 1 各国分支的成立时间及发展状况.....	 6
表 2 各个市场产品分布	8

直销银行是银行主动拥抱互联网的一种典型运作模式，在这一经营模式下，银行没有营业网点，不发放实体银行卡，客户主要通过电脑、电子邮件、手机、电话等远程渠道获取银行产品和服务。直销银行于 20 世纪 90 年代末在欧美等经济发达国家诞生，在近 20 年的发展过程中，经受了互联网泡沫、金融危机的历练，商业模式相对成熟。

ING Direct 是全球最大的直销银行，是荷兰国际集团（International Netherlands Groups）的一部分。总部位于阿姆斯特丹的荷兰国际集团在全球 50 多个国家有分支机构，业务遍及保险、资产管理、批发银行、传统零售银行和直销银行。在成立 ING Direct 前，荷兰国际集团在海外的对公业务和保险业务已经占据一定的市场规模，但尚无零售业务，ING Direct 成立的目的就是旨在拓展海外零售业务。

1995 年开始，ING 集团开始寻求将零售业务扩张到荷兰本土以外的方式，而此时位于加拿大的分支机构管理人员提出，直销模式正在北美兴起，于是 ING 集团在加拿大开始试验直销银行模式。ING Direct 也因此于 1997 年在加拿大首创，在其成功之后迅速向全球多个国家复制，最多的时候在 9 个国家：加拿大、美国、澳大利亚、德国、奥地利、英国、西班牙、意大利、法国都有设点。2008 年金融危机后，ING Direct 又逐步收缩，出售了北美和英国等多处直销银行业务，专注在欧洲的发展。ING Direct 的发展历程能为我们探索直销银行模式提供较为全面和系统的经验。

1. 创立背景

1.1. 在成熟市场拓展海外零售业务

ING Direct 成立的目的就是旨在为 ING 集团拓展海外零售业务，支持母公司业务发展。作为由一家集保险与银行一体的金融集团，ING 起初在保险业务和公司银行业务方面都具有相当规模的全球市场积累，但在零售银行领域的经营却仅局限于作为公司大本营的荷兰、比利时、卢森堡这三个低地国家。1995 年起，ING 决心在全球进行零售银行的业务布局。但海外拓展并非易事，在金融行业已高度成熟的西方国家，ING 的零售银行业务在低地国家以外的市场并不具知名度，如果继续沿用传统的在全球架设实体银行网点和物理柜台的做法，不仅将付出大量无法收回的沉没成本，而且也很难吸引相对成熟的零售银行客户的注意力。

1.2. ING Direct Canada 成立：集团直销银行理念的标志

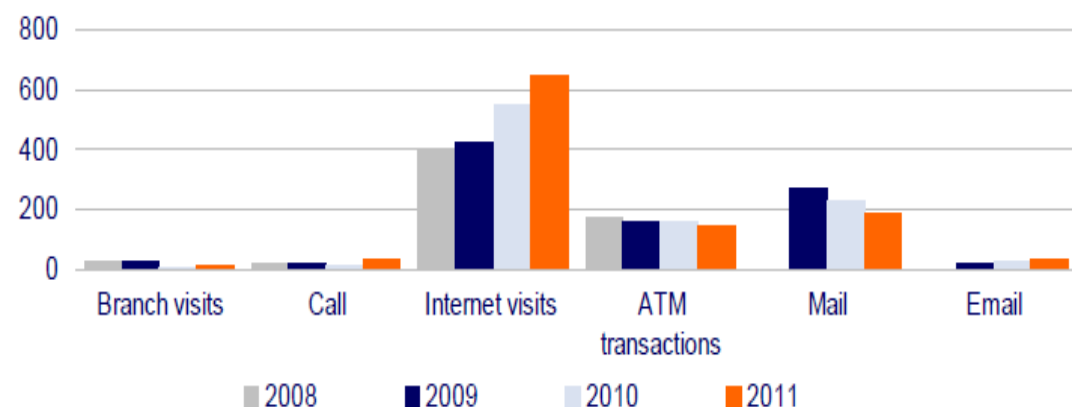
库尔曼（Kuhlmann）于 1996 年加入 ING 任 CEO 兼首席执行官，负责 ING Direct 的创立。1997 年的加拿大，银行业的发展极为成熟，是世界上零售银行分支机构和 ATM 布局最集中的地区之一。五家本土银行占据了 72% 的市场份额。银行业的竞争主要体现在网点覆盖和产品的竞争。垄断的性质导致行业内竞争极不明显，客户的价值和以客户为中心的理念在银行眼里并不被重视。电子银行尚在雏形阶段，只有蒙特利尔银行和加拿大皇家银行的一个试点项目提供一种电子银行产品。加拿大对本土银行极低的利率和极高的服务费意见很大，但他们并没有其他选择。相比而言，外资银行当时在加拿大并不成功，并且 20 世纪 90 年代外资银行的数量减少了 20%。

库尔曼面临的两大难题是：1、树立 ING 的品牌。当时外资银行并不成功，并且 ING 的名字很少有人听过；2、设计有吸引力的产品。产品必须简单易懂，从而使客户有动力将存款转移到 ING。网上银行这种新兴的商业模式有一些很明显的成本优势：它没有分支机构，无需承担大量管理和业务人员，建立和运营费用都比传统银行低得多。因此，可以利用低成本优势，提供给客户更优惠的交易条件，比如，高利息的存款，低利息的贷

款，不收年费和手续费，不设定最低存款限制等。ING 最初创设的产品为 “Investment Savings Account (ISA)” 和 “Guaranteed Investment Certificates (GIC)”，就是给客户支付更高的利率(ISA 的最初利率是 4%，比传统银行的利率高出 1%)。而且不收取任何手续费，也没有最低额度限制。没有分支网点和 ATM 机，但呼叫中心是 7 天 24 小时在线，周末也不休息。1999 年 ING Direct 加入了网络渠道。

加拿大 ING Direct 在成功之后迅速向全球多个国家复制。2011 年 ING 集团的一项调查显示，在集团的所有渠道当中，互联网渠道的应用人数最多，并且逐年增加。

图 1：使用各类渠道的客户数量（单位：百万人）



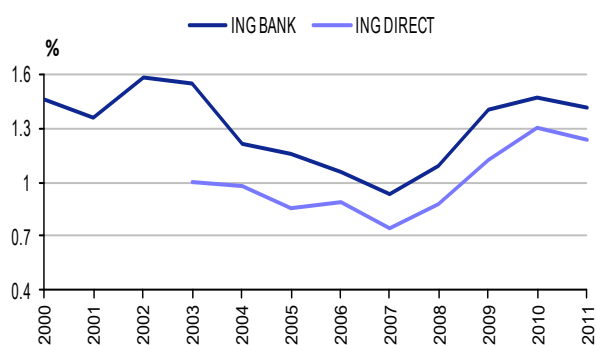
数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

2. 商业模式

2.1. 规模经济，以低成本的网上自助服务为主

直销银行的核心策略是通过彻底摆脱物理网点来实现成本的节约。理论上讲，通过节约费用，直销银行可以在相对传统的有物理网点的银行低一些的利差水平上实现相差不多的回报。ING Direct 的净息差水平和母公司相比差距在 20bp 左右（成立初期由于规模扩张的需要 ING Direct 的净息差水平一直在 1 个百分点以下，和母公司息差的差距在 50bp 左右）。

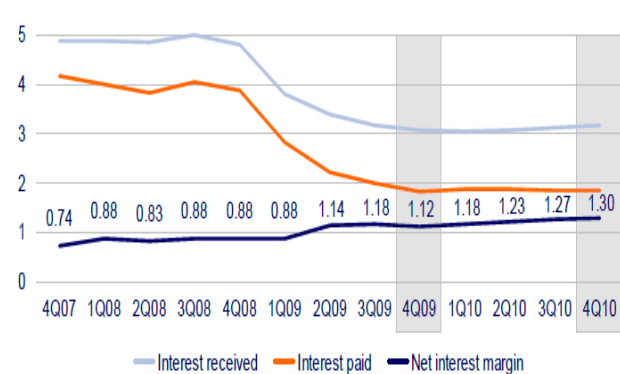
图 2：ING Bank 和 ING Direct 净息差对比



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

注：ING Direct 从 1997 年成立之后 2003 年首次实现盈利。2011 年之后由于集团经营策略发生变化，在盈利层面不再将 ING Direct 单列。

图 3：ING Direct 付息率和生息率对比

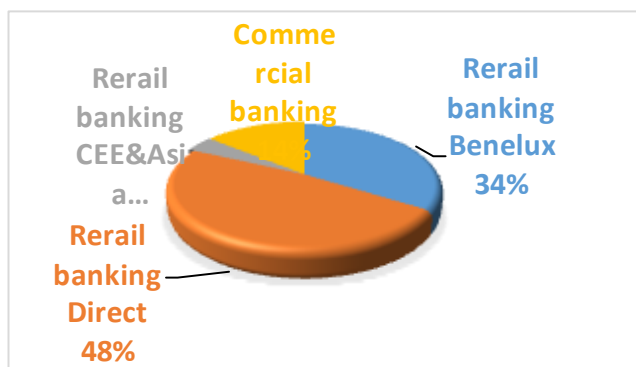


数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

ING Direct 创始人库尔曼提出，ING Direct 的商业模式就是做“银行业的沃尔玛”，以

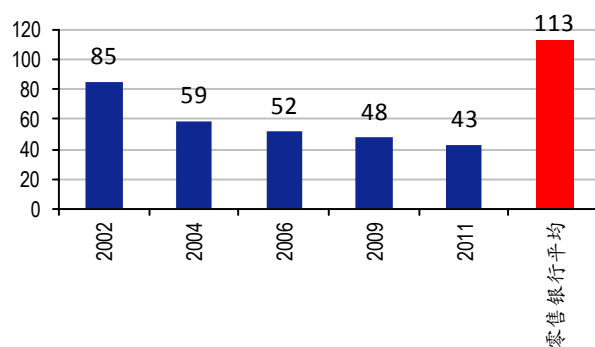
低廉的价格出售简单的“金融日用品”，其理念就是低成本的提供简便、公平的银行服务。ING 集团的低成本优势、扎实的储蓄存款基础离不开 ING Direct 的贡献。

图 4：ING 集团的存款贡献一半来自 ING Direct



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

图 5：ING Direct 的成本收入比 (%)



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

1997 年加拿大 ING Direct 成立之后，其成功的模式迅速向全球其他地区推广，ING 集团在 9 个地区设立了直销银行，其中除了德国和奥地利的 ING DiBa 不是自己创立（收购的方式成立）之外，其余均为自行创立的相对独立的机构。

表 1 各国分支的成立时间及发展状况

时间	事件	发展
1997 年 5 月	加拿大 ING Direct 成立	ING Direct 直销银行概念的标志，2000 年成为加拿大最大的直销银行
1999 年 5 月	西班牙 ING Direct 成立	目前是西班牙最大的直销银行
1999 年 8 月	澳大利亚 ING Direct 开始营业	之后成为澳大利亚第五大零售储蓄银行
2000 年 3 月	法国 ING Direct 成立	很快便实现高速增长，到 2007 年底存款规模达到 130 亿欧元
2000 年 9 月	美国 ING Direct 成立	成立之后高速增长并成为美国第三大储蓄银行和第一大直销银行。由于在美国抵押贷款市场敞口太大，ING Direct USA 成为 ING 集团在次贷危机中经营困难的主要原因。集团在 2012 年将其出售
2001 年 4 月	意大利 ING Direct 成立	同样在成立初期高速增长，到 2006 年底存款规模达到 140 亿欧元
2003 年 5 月	英国 ING Direct 成立	2006 年底存款超过 266 亿英镑；2007 年经历了资金的大规模撤离，2008 年 9 月规模缩水到 150 亿英镑，2008 年 10 月英国财政部宣布将 250 亿英镑存款放在 ING Direct UK。同时 ING Direct 宣布收购 Landsbanki-owned Heritable Bank 5 亿英镑存款。即便如此，到 2009 年底 ING Direct UK 的存款依旧没有超过 158 亿英镑
2004 年 6 月	德国 ING-DiBa	DiBa 是 1965 年成立，1994 年主要从事纯网络银行业务，1998 年和 ING 建立战略合作，2002 年被 ING 集团收购 79% 股权。2003 年 ING 集团收购其剩余股权，DiBa 成为其全资子公司，2004 年 6 月更名为 ING-DiBa 并且是欧洲最大的纯互联网银行、德国第四大零售银行。2007 年底，ING-DiBa 成为德国第二大储蓄、抵押贷款银行
2004 年	ING-DiBa 扩张至奥地利	在更名之后 ING-DiBa 将业务扩张至奥地利
2012 年	出售 ING Direct USA 和 ING Direct Canada	前者出售给 Capital One Financial, 后者出售给 Scotiabank
2013 年	出售 ING Direct UK	出售给 巴克莱

数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

注：受到金融危机的冲击，集团出售了部分直销银行，集中在欧洲发展。

2.2. 线下“咖啡馆银行”支持线上业务

ING Direct 以网上自助服务为主，同时提供全系列的远程服务，包括邮件、7 天 24 小时的电话服务和网上的实时聊天服务。ING Direct 在关键城市设立具有理财顾问功能的咖啡馆，为品牌提供一种线下的真实存在，虽然数量不多，但咖啡馆所在之处都可以让消费者感觉到该银行“确实”是低成本。用户可以在此进行休息、与银行客户经理接触，拉近了银行与客户的距离。更为重要的是，客户们还可以接入网络银行，获得更为广泛的金融服务。

咖啡馆的主要特色有：色彩明亮温暖并传递现代、创新和焕然一新的品牌形象；通过计算机终端，消费者可以登陆账户，咖啡吧提供免费的互联网接入；将咖啡吧店员培训为金融顾问，能够以没有术语的方式与客户沟通对话，提供产品建议；咖啡吧提供品牌标示的纪念品，并可以出租，以在更广范围内推广 ING Direct 品牌。

图 6：ING Direct 的线下咖啡馆



数据来源：银行家，安信证券研究中心

2.3. 产品：高利率、简单、标准化

消费者对银行服务的要求主要体现为便捷、收益高。ING Direct 通过简化产品种类和销售过程使金融服务变得简单。库尔曼指出：“银行的复杂性是不对的，我们主张化繁为简。”

ING Direct 在产品方面的主要策略可以概括为四方面：

- 1、针对直销渠道提供有限的产品选择，使有限的产品选择集中在储蓄产品和部分贷款产品，客户易于尝试，会将 ING Direct 作为附加账户，不取代消费者的现有账户；
- 2、通过关联即时从活期账户中获取资金，如果需要，则利用联邦快递将支票递送给客户；
- 3、专注于简化的“自助”银行产品，可由消费者独立管理，电子账单整合相关账户信息，提供 9 种不同的共同基金（可基于“保守”、“中等”或“进取”选择不同的组合）；
- 4、没有最低存款要求，降低消费者对存款最低金额的担心。

客户体验主要表现为利率高、开户便捷，5 分钟即可设置。储蓄没有最低存款金额限制，无储蓄/存单费用；服务手段则可通过网络和电话处理，通过与活期账户关联获取资金；如果有线下服务需求，也可与顾问在咖啡馆会面；安全无忧，储蓄在联邦存款保险公司

有保险保障。

ING Direct 从简单的储蓄账户起步，然后扩展到储蓄账户、按揭贷款、股票账户、养老金账户和企业储蓄账户，其中又以储蓄账户、按揭贷款账户为主。代表性产品主要有：

- 1、Orange 储蓄账户、Orange 电子支票和 Orange 存单。这几类账户不设起存点，平均可获得活期约 1.3% 的年收益率，其中，金额在 5 万美元以内的可享受 0.25% 的年收益率，5 万美元以上的可享 1.5% 的年收益率。这几类账户都是借记卡形式，无法签发支票。从期限看，这几类账户期限在 6~60 个月，年收益率可达 1.25%~1.75%。
- 2、Easy Orange、Orange Mortgage。可称为“适合储蓄者的按揭贷款”（30 年期，前五年享受固定利率还款，每两周还款一次）。提倡“根据您的需求量身定制按揭方案”。
- 3、Share Builder（股票投资账户）、儿童账户。这类账户购股费用低至 4 美元，不设最低账户金额。签约即赠 50 美元。
- 4、企业储蓄账户、企业存单、Share Builder 401K（养老保险）。其特点是，1.15% 的年收益率，24 个月的存单可享 1.5% 的年收益率（接近消费贷款利率），定位于为小微企业制定简单的低成本养老金计划。
- 5、IRA（个人退休账户）和 Rollovers（用旧债券购买新债券）。产品包括投资股票、对冲基金、ETF（交易型开放式指数基金）产品或 FDIC（联邦存款保险公司）保险储蓄、存单等。可将 401(k) 或 403(b) 累积到 IRA。

表 2 各个市场产品分布

产品比重	加拿大	西班牙	澳大利亚	法国	美国	意大利	德国	英国	奥地利
储蓄账户	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%
抵押贷款账户	>10%	>10%	>10%	>10%	>10%	5%~10%	>10%	<5%	<5%
零售投资产品	<5%	>10%	<5%	5%~10%	<5%	5%以下	>10%	<5%	<5%
其他	<5%	<5%	5%~10%	<5%	<5%	<5%	<5%	<5%	<5%

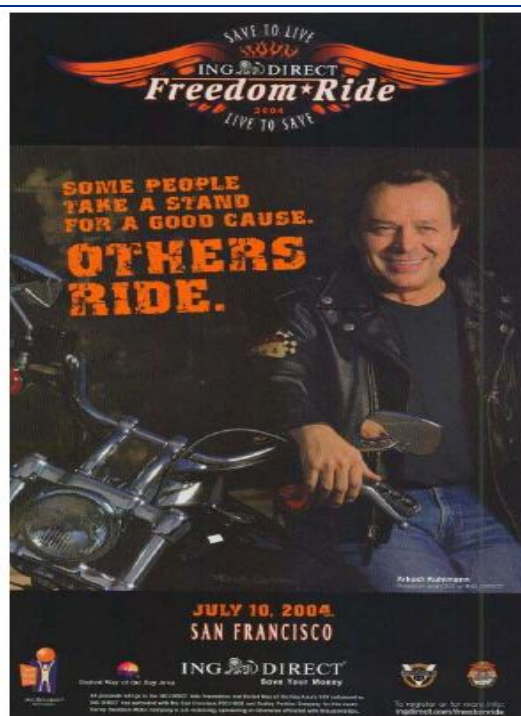
数据来源：ING DIRECT USA - REBEL WITH A CAUSE，安信证券研究中心

2.4. 品牌宣传：强调与传统银行模式脱离

ING Direct 品牌建设强调与银行业传统模式的脱离，并紧密围绕这一不同做市场宣传。美国第一资本投资国际集团 (capital one) 收购美国 ING Direct USA 时，将其更名为 Capital 360，ING Direct Canada 也将在 2014 年更名为 Tangerine（橘子），强调与传统银行的区别。

广告定位也将自身定位为传统金融机构的“反面”，采用幽默、反传统的基调，同时与其他强调全面金融服务供应的广告相对应。在文化建设方面：ING Direct 采用开放式办公空间结构，鼓励对话，被称为“乐园”。ING Direct 的员工“积极、充满热情”，关注“做正确的事”，为消费者提供更好的回报和服务，员工加入并留在 ING Direct，因为“将有机会在强大的商业模式下、在‘非银行’文化氛围中工作，并有机会实现快速成长”。

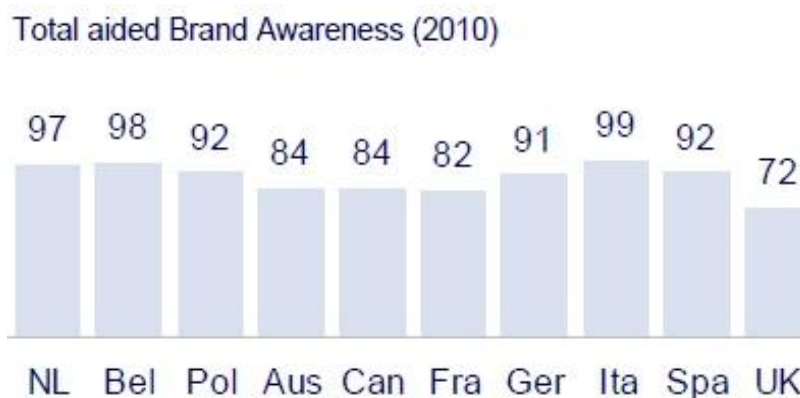
图 7: ING Direct 宣传海报 (2004)



数据来源: ING DIRECT USA - REBEL WITH A CAUSE, 安信证券研究中心

ING Direct 通过良好的客户体验,在现有客户中赢得了非常好的口碑,客户的满意度高达 90%。进而通过客户转介获得大量新的客户,有 40%的新客户由老客户推荐而来。ING Direct 除采用线上广告、直投邮件等传统的营销方式,在进入部分新市场(如美国)时,采用地铁免票等方式进行游击战式的营销,制造话题,打开知名度。

图 8: ING Direct 品牌知名度



数据来源: ING 集团, 安信证券研究中心

2.5. 客户为中心的产品和服务策略

和传统银行不同的是,ING 从客户的角度出发去设计产品和业务流程,最后反馈到管理层。产品设计不但从消费者需求出发,而且会根据渠道特点进行定制。比如储蓄账户客户在获得较高收益的同时,资金也便捷可得。

对一家银行来说,最关键的是如何去吸引尽可能多的储户,并一直保有他们,也就是“存款立行”的理念。创造一个稳定的储蓄客户群体是任何一家银行最为基础的任务。由于 ING Direct 的理念是“以低廉的价格出售简单的“金融日用品”,因此清晰、简单明了

的产品很重要，这就需要有明确的目标客户定位。ING Direct 经过对自己的客户群体做详尽的调查，研究他们的生活习惯与生活方式、资产平衡情况、最近的活动以及信用卡消费情况等，最后界定出了一个有相似行为的人群：父母级人物，年龄在 30 到 50 岁之间；有网络消费习惯；一般工作繁忙，没有太多的时间浪费。最终 ING Direct 将目标客户定位为 30~50 岁受过良好教育的上班族，已经接受或通过电话、网络理财，收入水平高于市场平均水平，喜欢自助理财。

2.6. 管理：独立于母公司

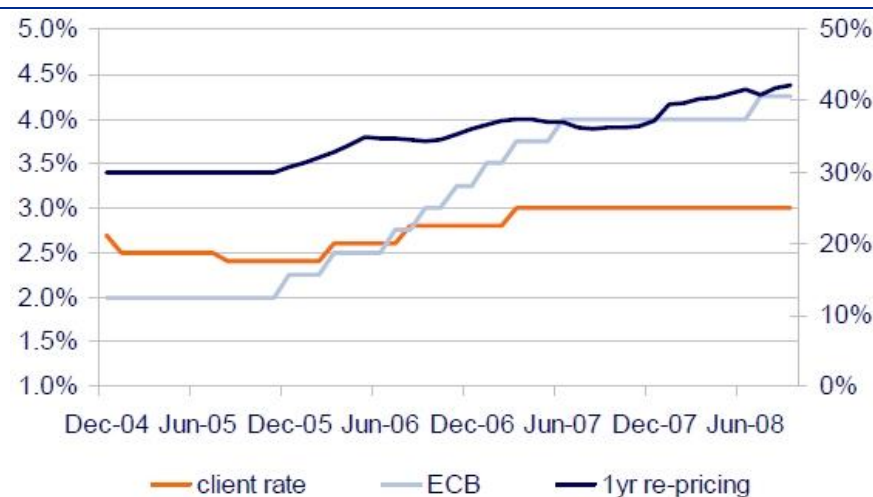
管理架构方面，ING Direct 是独立于母公司的实体，这种构架允许 ING Direct 以比被母公司控制所允许的更快速度对资产与负债利差进行控制；ING Direct 组织作为全球性的实体，同母公司组织以地区架构相比，可以更容易地在全球范围共享最佳实践。在品牌推广方面，广告宣传由独立于母公司的代理机构管理。与 ING Direct 作为较大组织的一部分不同，这种独立的代理机构完全专注于 ING Direct 的需要，允许广告宣传方式针对 ING Direct 渠道调整（而不是针对母公司渠道）。

2.7. 风险控制：重定价速度快、限制期限错配

由于以纯互联网的形式经营，在风险控制方面 ING Direct 主要靠硬信息，很少用到软信息。这也是提供有限的标准化产品的关键原因。ING Direct 的利率敏感性缺口很小，为灵活定价提供条件。主要表现在：

- 1、40%的资产在 1 年内重定价，
- 2、严格限制期限错配；
- 3、限制可变利率储蓄的期限，不能太长。

图 9：欧洲地区利率和 ING Direct 重定价速度



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

在投资组合方面，ING Direct 是风险厌恶型，主要投资低风险的固定收益产品。在 ING Bank 的流动性框架下，ING Direct 是净流动性提供者。

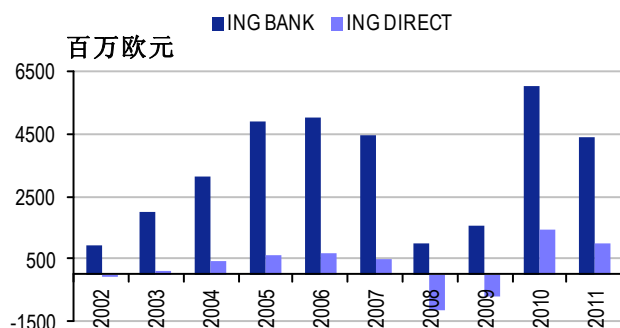
3. 经营情况

3.1. 成立 7 年之后首次实现盈利

ING Direct 以长远眼光经营海外市场，通常是在目标国家市场的首位直销银行，三年左右即实现盈亏平衡。ING Direct 盈利模式并不是主流的非利差收入，它主要的盈利来源

于利差收入。它采取的是“高买低卖”的方式，即以高利息吸纳存款，而以低利息发放贷款，由于 ING Direct 仅通过网络和电话服务客户，因此有较低的获得成本和账户维护成本，节约的成本可以容忍相对较低的利差。

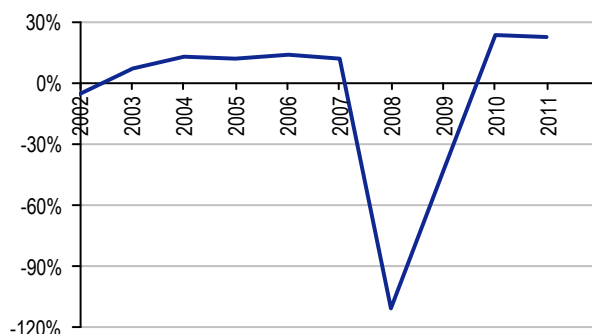
图 10：ING Bank 和 ING Direct 盈利情况



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

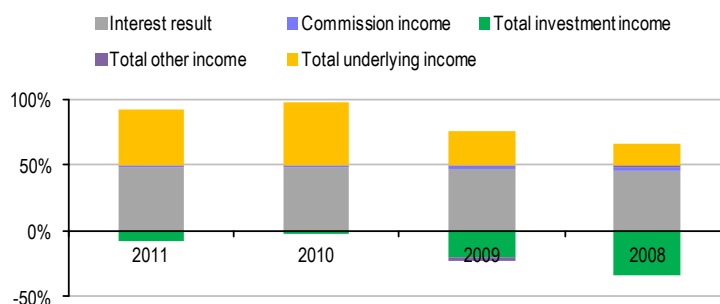
注：ING Direct 从 1997 年成立之后 2003 年首次实现盈利。2011 年之后由于集团经营策略发生变化，在盈利层面不再将 ING Direct 单列。

图 11：ING Direct 在 ING Bank 中的盈利占比



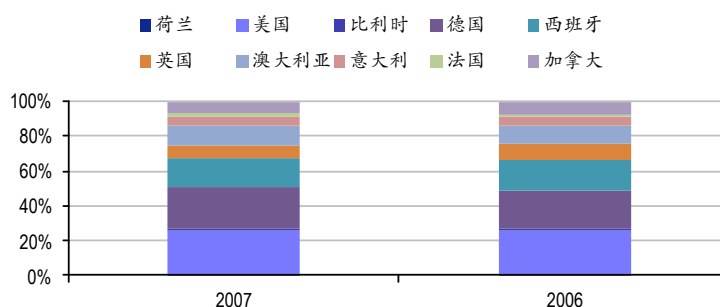
数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

图 12：ING Direct 盈利结构



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

图 13：ING Direct 贷款地区分布



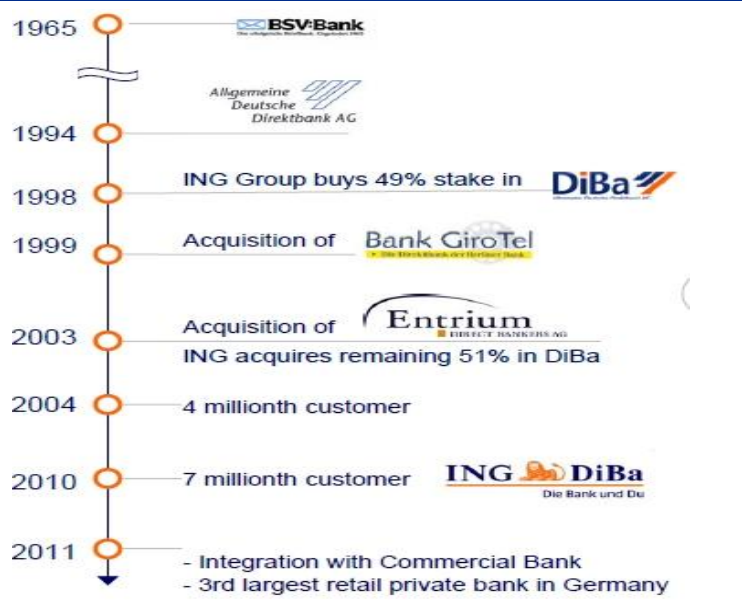
数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

3.2. 最成功分支 ING DiBa：欧洲最大的纯互联网银行

ING Direct 所有的机构当中，ING-DiBa（主要在德国和奥地利经营）和 ING Direct USA 是最大的两家，而 ING-DiBa 是唯一一家非创业投资的分支机构（non-greenfield operation），也是集团旗下最成功的直销银行。DiBa (Allgemeine Deutsche Direktbank) 1965 年成立，从 1994 年开始将目光主要放在纯网络银行业务上。1998 年 DiBa 和 ING 集团建立战略合作关系，2002 年被 ING 集团收购 79% 的股权。2003 年 ING 集团又收购 DiBa 的竞争者 Entrium

Direct Bankers AG，在这之后DiBa成为欧洲最大的纯互联网银行。2003年DiBa成为ING集团的全资子公司，并于2004年6月更名为ING-DiBa。同年，ING-DiBa将业务从德国拓展到奥地利。由于收购了Entrium，ING-DiBa跃升为德国第四大零售银行。2011年底，ING-DiBa成为德国第三大零售银行。

图 14: ING-DiBa 的历史



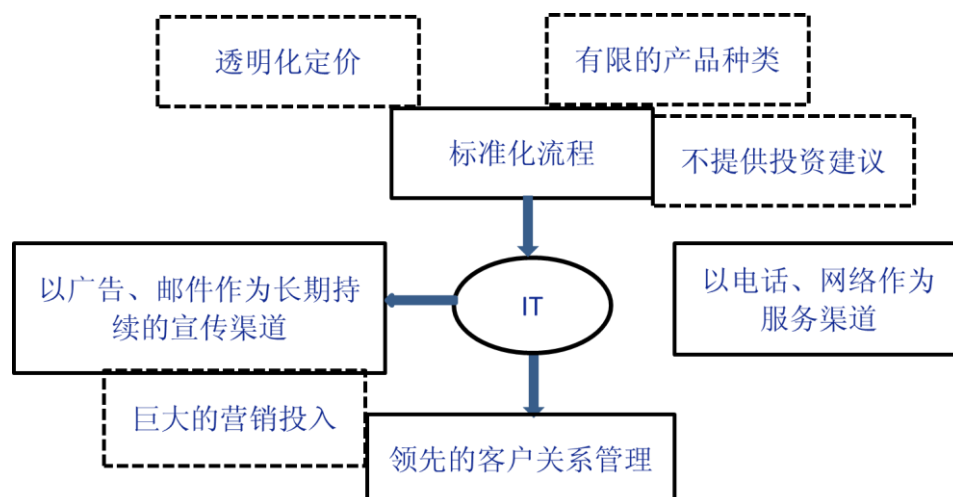
数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

在德国银行业持续面临盈利能力下滑局面的背景下，ING-DiBa却能实现快速发展，主要是在信息技术的支持下，ING-DiBa找到了一个竞争对手无法模仿的持续的商业模式：通过直销渠道提供有限的几种高定价产品、高度标准化的流程、自助用户界面、强势品牌。ING-DiBa的成功是通过技术来打破有高进入壁垒行业大门的典型案列。

ING-DiBa在产品方面只提供有限的几种产品，从不提供投资建议，这种“narrow focus”是其成功的关键，因为这保障了公司能够最大程度的实现流程简化。ING-DiBa没有物理网点，只通过广告、邮件、电话和客户保持7天24小时沟通，提供服务的方式主要靠电话、邮件以及庞大的ATM网络。经过多年的实践，公司实现了客户关系管理的最优化。

直销银行作为一种商业理念，受益于互联网的发展，然而ING-DiBa的成功并不仅仅是建立在某个单独因素的基础之上，而是多个因素的有机结合：独一无二的直销银行模式、聚焦有限的几种零售产品、对call money account 的大量宣传、同时与市场环境有机结合（在经过股票市场泡沫之后，个人投资者普遍风险厌恶，喜欢低利率零风险的产品）。

图 15：ING-DiBa 的商业模式

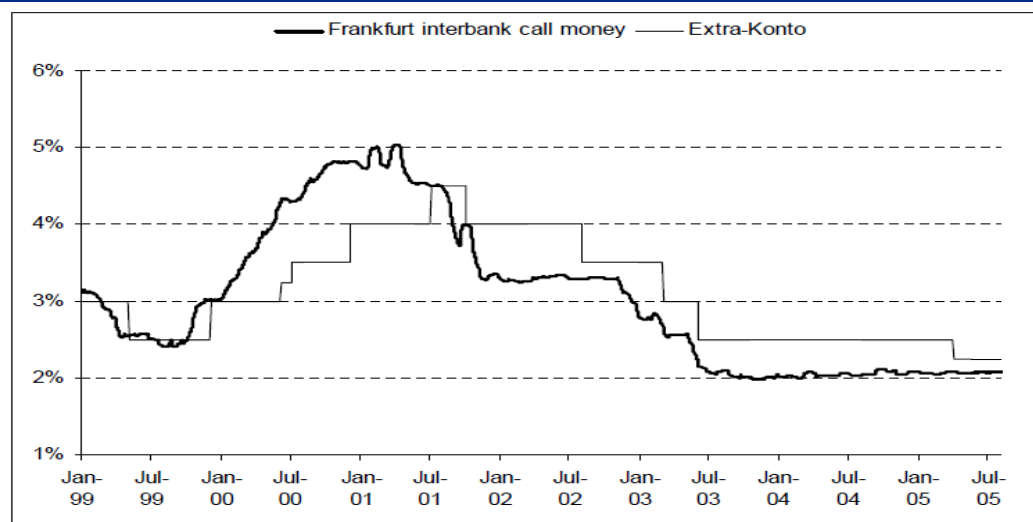


数据来源：How ING-DiBa conquered the German retail banking market, 安信证券研究中心

3.2.1. Call money account (the “Extra-Konto”)

Call money account 是 ING-DiBa 成功的关键。该产品是普通的存折储蓄账户的替代品，在 ING-DiBa 之前，竞争者从未用过类似产品去吸引新客户。得益于该账户的贡献，ING-DiBa 账户数快速增长，2001 年开始飞速发展，到 2003 年就跻身德国第四大零售银行，到 2004 年底客户数超过 4300 万。

图 16：Extra-Konto 利率更具吸引力



数据来源：How ING-DiBa conquered the German retail banking market, 安信证券研究中心

3.2.2. 并购 Entrium 强强联合

2003 年，ING-DiBa 并购了 Entrium 并开始发展个人贷款业务。Entrium 曾是德国 Quelle 邮购公司的分支，有非常扎实的客户基础。另外，Entrium 还在经纪业务领域有强大的市场地位，并购使得 ING-DiBa 的手续费收入在 2003 年直接翻倍。另外，由于两家银行不同的强项，ING-DiBa 的“call money account”以及抵押贷款业务、Entrium 的个人贷款业务以及经纪业务形成非常好的互补效应。并购直接带给 ING-DiBa 100 万客户。

3.2.3. 强力营销扩大品牌影响力

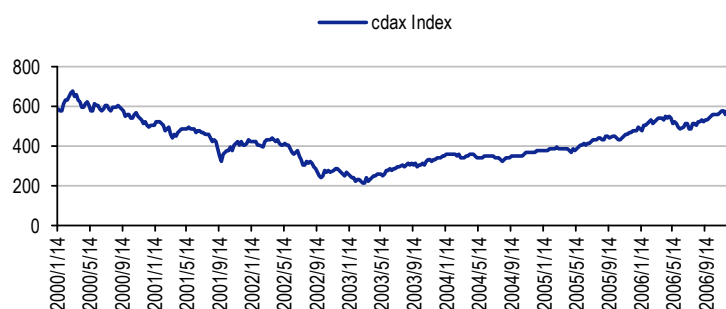
ING-DiBa在市场推广方面投入非常大。2004年，公司营销费用高达1亿欧元，是其经营费用的23.7%，而他的营销无疑也是非常成功的，品牌认知度从2000年的33%提升至2004年的87%。2004年，ING-DiBa的风险加权资产回报率(RAROC)高达18.5%，即便是在经营困难的年份，和其他德国银行不同的是，ING-DiBa总能实现盈利。由于采用直销模式，在高速增长的同时，ING-DiBa的员工费用是非常少的。

3.2.4. 外部环境配合：风险厌恶使投资者更偏好固定收益产品

2000年以后，在经过股票市场泡沫之后，个人投资者普遍对股票市场失去兴趣，特别是创业板市场（Neuer Markt）的科技类股票对个人投资者打击非常大。因此，个人投资者的风险厌恶程度加重，普遍更偏好无风险的固定收益产品，这时ING-DiBa的Extra-Konto（Call money account）吸引了他们的目光。

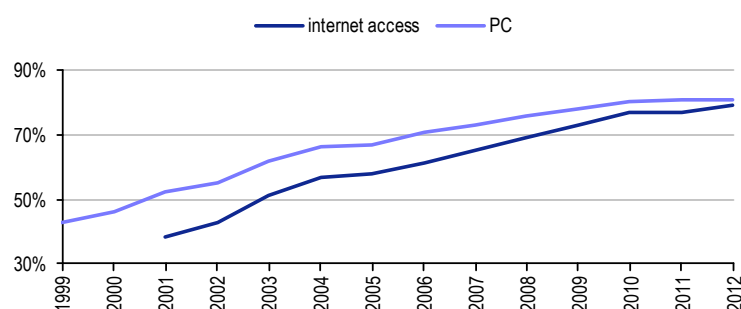
另外，由于信贷市场的问题，其他银行大都忙于清理坏账、关闭分支机构、裁员等，对ING-DiBa而言并不存在这种问题。相反，ING-DiBa却迎来了德国市场对网络银行的逐渐接受。

图 17：2002 年前后的德国股票市场



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 18：德国用户网络使用度变化



数据来源：German statistical office，安信证券研究中心

3.3. 次贷危机受挫：ING Direct USA

和ING-DiBa相反，ING Direct USA是集团自己发起成立的，同样也经历了快速的发展，是ING Direct第二大分支。2000年成立之后，到2009年底，存款已经达到751亿美元，客户数量达到760万个，并成为美国第三大储蓄银行和第一大直销银行。但由于ING Direct USA在美国抵押贷款市场敞口太大，次贷危机中损失严重，甚至是ING集团在次

贷危机期间经营困难的主要原因。由于市场原因，2008 年 ING Direct 不得不在其美国 Alt-A RMBS 资产池上核销 18.76 亿欧元，2009 年上半年又核销了 4.91 亿欧元。2009 年 1 月，受益于荷兰政府的非流动资产救助，364 亿欧元 Alt-A RMBS 风险资产转移给了荷兰政府。这项措施防止了 ING 集团进一步的资产核销。

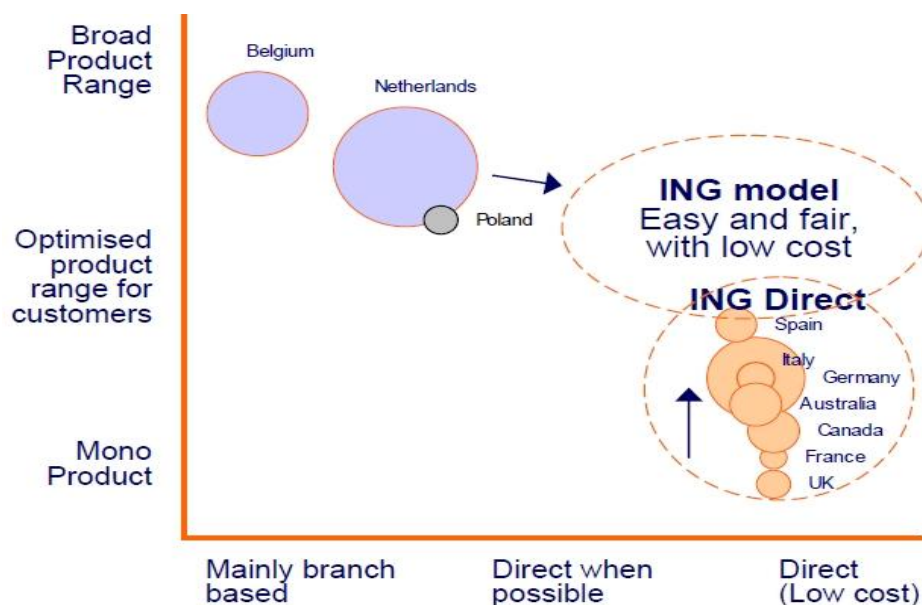
在集团的业务收缩战略之下，2012 年，ING Direct USA 被出售给 Capital One Financial 并且更名为 Capital 360，但 ING Direct 的商业模式和高收益率产品依旧保持。

4. 变化与重定位：传统银行与直销银行融合

2007 年金融危机后，ING 集团分拆为保险和银行两大板块。集团的银行业务之前在全球有三大类：零售银行、直销银行和商业银行。危机之后 ING 集团开始致力于直销银行业务和传统银行业务的融合，发展策略转为将 ING Direct 发展为一家全能银行，但强调两大原则：1、面向客户：简单和公平。包括：建立以客户为中心的文化，关爱客户；以数量有限、透明的产品满足所有客户需求；一贯公平的定价；以客户为中心的流程管理；在可能的情况下采用直销渠道，在需要时提供建议。2、内部运营：低成本模式，稳定的业务。包括：卓越的品牌；有吸引力的客户细分，偏向直接渠道、低信贷风险。

在这两大原则下，ING 集团的传统银行模式和直销银行模式正在互相趋近，在比利时、荷兰和卢森堡的经济联盟的传统全能银行减少产品供应，向直销银行简化产品类型的模式靠拢。以荷兰为例，在整合前提供 62 种产品，在整合后压缩到 20 种，目前已经进一步压缩到 8 种。同时，传统全能银行也开始大力发展线上销售业务，在比利时，三年内将储蓄产品和银行卡产品的线上销售比例提高 10 个百分点（2009 年到 2011 年）。

图 19: ING Bank 策略转变：坚持简单、公平、低成本



数据来源：ING 集团，安信证券研究中心

与此同时，ING Direct 在部分市场开始完善产品供应，力求成为客户的主要银行，在西班牙、德国、意大利和澳大利亚等国家逐步推出支付账户，同时，在部分地区的线下建立精简网络，在西班牙建立 29 家精简版分行网络以覆盖西班牙 83% 的人口，并于 2011 年在意大利开设了 7 家分行。

5. 启示

5.1. 规模经济是互联网银行盈利模式的主要特征

一些学者的研究显示纯互联网银行一开始在经营方面弱于传统的有网点银行，但随着时间的推移，随着纯互联网银行规模的扩大，这种经营差距会逐渐缩窄，核心原因是互联网银行存在非常明显的规模经济。互联网的优势主要来自成本的节省，而节省的各项成本可以用来降低客户的贷款利率、增加客户的存款收益率，从而可以吸引更多的客户。但在成立初期，为了口碑的宣传和提高市场影响力，互联网银行必须提供更高的收益率来吸引客户眼球。以网络为基础意味着银行可以不需要设立分支机构、不用去收购区域性银行就进入其他地区，从而提供了更大的潜在增长空间。ING Direct 的盈利历史也验证了这一点：在 1997 年成立之后，2003 年才首次实现盈利。

5.2. 咖啡馆银行：线下网点的销售服务性质

线下的实体网点对纯互联网银行而言就是一个服务、销售、展示的平台，客户可以在实体网点体会到触手可及的银行服务，但更重要的是，银行可将客户通过实体店的接口引入网络端，并在无限的虚拟网络中提供更为广泛的服务。带给我们的启示在于，具有众多网点的中型银行，品牌知名度已经深入人心，再通过线上线下结合的方式有机结合，在客户获取方面将取得明显进步。

5.3. 脱离银行的管理模式增加活力

银行作为一种传统的商业模式，其经营风险的本质就决定了其“严肃、不易接近”的外表。ING Direct 则在宣传中打破了这一传统，在广告宣传中将自身定位为传统金融机构的“反面”，采用幽默、反传统的基调，在文化建设方面也类似互联网公司的模式：采用开放式办公空间结构、鼓励对话、对员工强调在“非银行”文化氛围中工作。

5.4. 从客户体验出发，重视需求的简单便捷

ING Direct 在产品设计上强调从客户需求出发去开发产品，这与传统金融机构自上而下的产品设计完全不同，有利于产品被客户接受和推广。

5.5. 主要针对零售业务，极少涉及批发业务

纯线上模式由于风险控制方面更多依赖硬信息、主要提供标准化产品，因此批发业务很难适应纯网络模式，因为公司客户对金融服务的需求范围更广、个性化更强，并且风险控制方面需要考虑到更多“软信息”，比如管理层、商业模式等。在批发业务的网络化方面，必须依靠线上线下结合的方式。对零售业务来说，还有非常重要的一点是，由于每笔业务规模普遍非常小，在“大数定律”的作用下，可以天然地实现风险缓释。

5.6. 产品单一易受金融危机冲击

受到金融危机的影响以及在英国出现的问题，ING Direct 客户信心受挫，2008 年之后，西班牙、澳大利亚、法国、意大利、德国、奥地利存款规模均出现缩水。更严重的是 ING Direct USA 证券化资产的损失甚至影响到了 ING 集团的利润和稳定性。2009 年 10 月，ING 集团宣布将出售 ING Direct USA 并且将保险业务和银行业务分离。ING Direct USA 损失的最主要原因是在美国抵押贷款市场风险敞口太大，而这与 ING Direct 的产品主要

集中在储蓄类和抵押贷款市场、抵押贷款类产品增长过多有关。

5.7. 依托大银行集团：服务多样化

国外有很多互联网银行，但多数银行都是“虚实结合”的模式，即通过网络的模式为低价值客户提供服务、通过线下网点为高价值客户服务，因为网络只能提供部分而不是全面的金融服务。即便是纯互联网银行，也有很多在中途清算、被收购、或者放弃纯粹的互联网模式转而走向虚实结合之路。ING Direct 能够持续离不开集团的支持。经历了 2008 年金融危机的冲击，ING Direct 开始转变经营理念，追求传统银行和直销银行模式的相互融合，因为多样化是银行抵御风险的一道屏障。

5.8. 利率市场化是公平定价的前提

ING Direct 强调其金融服务的公平性，这就意味着即便在直销银行和传统银行融合的过程当中，也不允许线上线下冲突的存在，定价公平。这一过程的实现前提是利率市场化。在中国存款利率未市场化的背景下，直销银行“薄利多销”的性质意味着存款成本必然高于管制利率，因此可能会给银行现存业务的成本构成一定压力。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

许敏敏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮 编： 200123

北京市

地 址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮 编： 100034

