

买入

目标价: 15.79

存款优势明显, 分行拉动增长

投资要点:

- 📖 依托首都经济环境, 享受首都经济增长
- 📖 依靠分行建设实现高成长
- 📖 资产质量良好, 融资平台风险可控

报告摘要:

- **依托首都经济环境, 享受首都经济增长。**作为总部位于北京的城商行, 北京银行有条件享受更多的首都经济增长的机会。高质量的央企客户、稳定的系统存款来源和广阔的村镇银行建设都为北京银行发展创造了条件。
- **依靠分行建设实现高成长。**城商行上市历史短, 网点少, 高成长性值得期待。从北京银行成长历史看, 2008年是公司加速成长期, 全年新开西安、深圳和杭州3家分行, 新增网点22家; 2009年新开长沙分行1家, 新增网点14家; 2010年3月南京分行获批开业, 成为北京银行第七家异地分行。公司计划每年新设分行2-3家。
- **资产质量良好, 融资平台风险可控。**2006年以来, 北京银行的不良率和不良额持续下降, 拨备覆盖率持续上升, 资产质量持续改善。最新调研信息显示, 北京银行政府融资平台贷款余额844亿, 预计占10年贷款平均余额的27%, 其中76%来自北京地区。北京银行的融资平台贷款中90%是中长期贷款, 今年会压缩贷款规模。从融资平台贷款的情况看, 我们认为风险基本可控。
- **盈利预测和投资建议。**基于三阶段红利贴现模型, 北京银行的每股内在价值在13.58-18.77元之间, 中枢15.79元。对于成长阶段的小银行, 2-2.5倍PB是合适的, 目标价14.02-17.53元, 建议买入。

(百万元, 元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	11882	16057	20302	25056
EBITDA(百万元)	7586	9468	12441	15566
净利润	5633	7113	9561	11855
摊薄 EPS(元)	0.90	1.14	1.54	1.90
BVPS(元)	6.03	7.01	8.27	9.82
PE(X)	13.41	10.62	7.90	6.37
PB(X)	2.01	1.73	1.47	1.23
P/PPOP(X)	9.66	7.15	5.65	4.58
市值/总资产	14.16%	11.61%	9.67%	8.27%

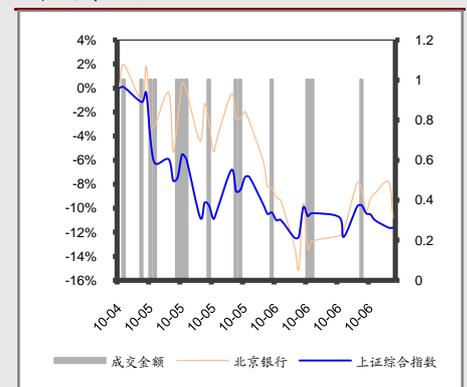
分析师

张继袖

电话: 010-88085976

 Email: zhangjixiu@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(百万股)	6227.56
流通股(万股)	3955.53
每股净资产	6.03
主要股东	ING 银行
主要股东持股比例	16.07%

相关研究

拨备反哺利润, NIM 同比微降-2009 年年报和 10 年一季报点评, 2010.4.28

目录

1. 投资建议	4
1.1 推荐思路和理由	4
1.2 业绩预测和投资建议	4
2. 公司简介和股权结构	4
2.1 公司简介	4
2.2 股权结构	4
3. 传统业务稳健增长，净息差反弹优势不明显	5
3.1 利息收入仍是主导	5
3.2 降幅小导致 NIM 反弹有限	8
3.3 手续费收入增长平稳	11
3.4 费用控制良好	13
3.5 盈利能力处于中上游水平	14
4. 存款优势显现，不良低位	15
4.1 揽储竞争中有优势	15
4.2 资产质量良好，融资平台风险可控	16
5. 成长路径：短期内仍将依靠分行开设	17
6. 行业分析：转型背景下的挑战	18
6.1 银行业的生命周期	18
6.2 银行业前景：补充资本后迎接新发展周期	19
6.3 经济转型和结构调整考验银行信贷转向能力	19
6.4 人民币升值提升银行战略价值	19
7. 盈利预测和投资建议	20
7.1 盈利预测	20
7.2 基于三阶段红利贴现模型的内在价值	21
7.3 相对估值	22
7.4 投资建议	23

图目录

图 1: 收入结构走势图.....	6
图 2: 北京银行生息资产规模季度增长.....	7
图 3: 上市银行生息资产规模季度增长.....	7
图 4: 北京银行 NIM 单季度增长.....	8
图 5: 城商行手续费净收入.....	11
图 6: 城商行手续费净收入增速.....	11
图 7: 北京银行手续费结构.....	12
图 8: 城商行 ROAE.....	14
图 9: 城商行 ROAA.....	14
图 10: 北京银行拨备覆盖率上升, 不良率下降.....	16
图 11: 金融机构成长阶段图示.....	19
图 12: 05 年以来人民币升值趋势.....	20

表目录

表 1: 前十大股东持股情况.....	5
表 2: 限售股解禁情况.....	5
表 3: 上市银行近期利息净收入增长情况.....	6
表 4: 上市银行 2010 年贷款增速预测.....	7
表 5: 上市银行 NIM 年化数据.....	9
表 6: 上市银行 NIM 测算情景一.....	9
表 7: 上市银行 NIM 测算情景二.....	10
表 8: 上市银行 NIM 测算情景三.....	10
表 9: 上市银行 NIM 测算情景四.....	11
表 10: 2009 年城商行手续费增速.....	12
表 11: 城商行手续费收入构成.....	12
表 12: 城商行手续费收入构成占比.....	13
表 13: 上市银行费用比数据.....	13
表 14: 上市银行减值损失占比营业收入情况.....	14
表 15: 上市银行净利润增速情况.....	15
表 16: 2010 年一季度上市银行存款增速放缓.....	16
表 17: 北京银行各分行资产和人员扩张.....	17
表 18: 北京银行各分行收入、利润和资产结构.....	17
表 19: 北京银行各分行人均效率对比.....	18
表 20: 北京银行盈利预测.....	21
表 21: 北京银行 DDM 估值结果.....	22
表 22: 上市银行盈利预测.....	22
表 23: 上市银行估值.....	23

1. 投资建议

1.1 推荐思路和理由

行业进入稳定成长阶段，凭借多年的积累，北京银行具有应对经济周期的能力；

北京银行依靠首都的经济环境，自身定位为城市银行，充分分享北京地区的发展优势；

大力开展科技型中小企业贷款，进军文化创意新兴产业，即使未来经济二次探底，科技型中小企业船小好调头，成为未来业绩增长点；

医保定点银行展示其在北京地区的人气，也带来了稳定存款来源，跨区经营成为未来业绩的保证。

1.2 业绩预测和投资建议

我们预测北京银行 2010-2012 年净利润增长率在 26.3%、34.4% 和 24%，每股收益为 1.14 元、1.54 元和 1.90 元。采用三阶段 DDM 折现模型，公司的价值中枢在 15.79 元/股；采用相对估值，每股价值 14.02-17.53 元。综上，给予买入评级。

2. 公司简介和股权结构

2.1 公司简介

北京银行（601169）的前身成立于 1996 年 1 月 29 日，是由原北京市 90 家城市信用合作社股东以及北京市财政资金管理局、北京无线技术开发服务公司、北京市华远集团公司、北京市海淀区国有资产投资经营公司、中国机械工业供销总公司、北京城市建设开发集团总公司等六家发起人以发起设立方式组建而成的股份有限公司。

截至 2010 年 3 月 31 日，北京银行已有天津、上海、西安、深圳、杭州和长沙六家异地分行。截至 2009 年 12 月 31 日，网点数量达到 168 个，员工 5681 人，资产规模 5333.78 亿元，净利润 56.33 亿元。

2.2 股权结构

北京银行是一家外资作为第一大股东和全员持股的银行。北京银行于 2007 年 9 月 19 日在上海证券交易所上市，公开发行 A 股 12 亿股，发行后，总股本 62.2756 亿股。截至 2010 年 3 月 31 日，荷兰 ING 银行持有有限售条件的 A 股 10 亿股，占总股本的 16.07%，处于第一大股东位置。

2010 年 2 月 24 日，公司首发原股东解禁 26.06 万股，占已流通股份的 0.01%。

公司上市前持有 5% 以上股份的股东 ING 银行、北京市国资公司、北京能源投资（集团）有限公司和国际金融公司承诺自公司股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的北京银行股份，也不由北京银行回购其持有的股份。北京银行前十大股东持股情况见表 1，限售股解禁情况见表 2。

表 1: 前十大股东持股情况

股东名称	持股数量(百万股)	持股比例(%)	股本性质
ING BANK N.V.	1,000	16.07	限售流通 A 股
北京市国有资产经营有限责任公司	648	10.41	限售流通 A 股,A 股流通股
北京能源投资(集团)有限公司	372	5.98	限售流通 A 股
国际金融公司	251	4.04	限售流通 A 股
中国对外经济贸易信托有限公司	141	2.26	A 股流通股
世纪金源投资集团有限公司	110	1.77	A 股流通股
北京市华远集团有限公司	83	1.34	A 股流通股
中国纺织机械(集团)有限公司	81	1.3	A 股流通股
北京信息基础设施建设股份有限公司	57	0.92	A 股流通股
北京联东投资(集团)有限公司	57	0.92	A 股流通股
合 计	2,801	45.01	

资料来源: wind, 宏源证券研究所

表 2: 限售股解禁情况

上市日期	上市股份数量(百万股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	限售股份数量(百万股)	上市股份类型
2010-9-20	2,272	57.44	36.48	0	首发原股东限售
2010-2-24	0	0.01	0	2,272	首发原股东限售
2009-2-12	0	0	0	2,272	首发原股东限售
2008-9-19	2,755	69.66	44.24	2,272	首发原股东限售
2007-12-19	300	25	4.82	5,028	首发机构配售
2007-9-19	900	100	14.45	5,328	首发一般股份

资料来源: wind, 宏源证券研究所

3. 传统业务稳健增长, 净息差反弹优势不明显

3.1 利息收入仍是主导

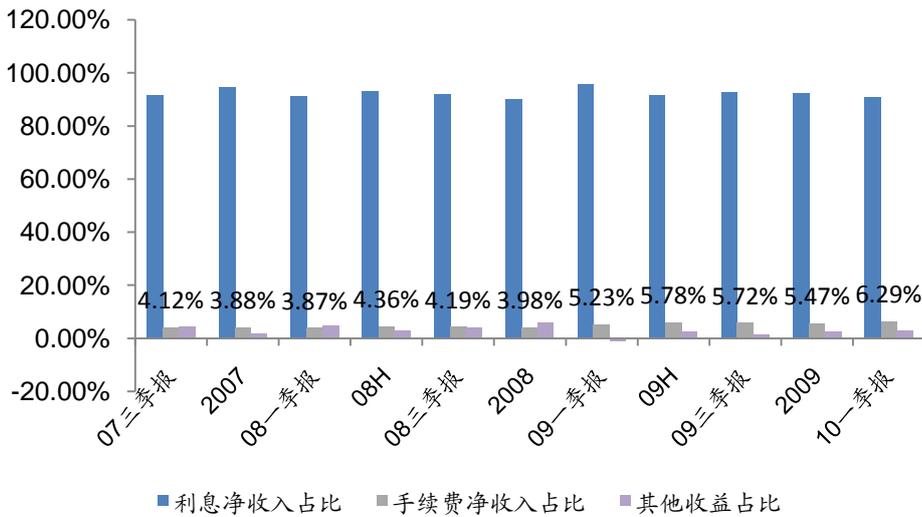
从国际银行业发展来看, 银行业的盈利主要来自以下几方面: 获取存贷利差、中间业务收入和其他业务收入。

中国的银行具有很强的同质性, 北京银行也不例外。2010 年 1 季度末, 北京银行的收入结构中, 利息净收入占比 90.85%, 手续费及佣金净收入占比 6.29%, 其他非息收入占比 2.86%, 而 14 家上市银行这三项的平均水平是 78.16%、19.31%和 2.53%。可见, 北京银行的传统业务收入占重要地位, 仍需开拓手续费等中间业务收入来源。

从北京银行收入结构历史变化中我们发现, 尽管非息收入占比还处于较低水平, 但趋势在上升, 说明收入结构在持续改善。

横向比较看, 北京银行的利息净收入在降息周期中表现不及同类型的南京银行和宁波银行。2009 年中期, 北京银行的利息净收入同比增长-3.49% (上市银行平均为-9.91%), 2009 年报时同比增长-1.21%, 略高于 14 家上市银行的平均水平 (-3.68%), 而在 2010 年息差反弹中, 由于不是利息净收入降幅最大的银行, 反弹力度也不够明显。

图 1: 收入结构走势图



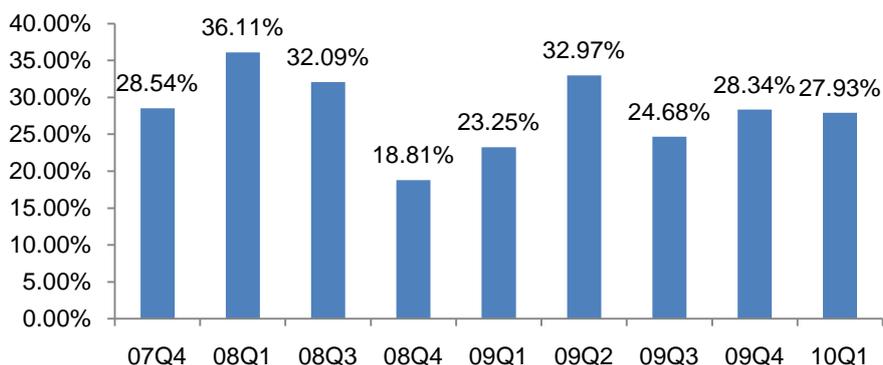
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 3: 上市银行近期利息净收入增长情况

	2009H	2009	2010Q1
深发展 A	0.97%	3.07%	9.43%
建设银行	-7.75%	-5.80%	12.40%
工商银行	-11.95%	-6.55%	18.45%
中国银行	-8.34%	-2.49%	20.82%
合计	-9.91%	-3.68%	22.79%
北京银行	-3.49%	-1.21%	27.49%
交通银行	-9.86%	1.41%	31.10%
招商银行	-22.81%	-13.91%	31.99%
浦发银行	-0.56%	6.36%	34.43%
兴业银行	-8.11%	3.85%	41.94%
华夏银行	-15.41%	-4.11%	47.58%
中信银行	-17.63%	-0.30%	47.59%
民生银行	-5.08%	6.12%	47.86%
宁波银行	14.53%	22.94%	52.74%
南京银行	10.63%	21.98%	53.80%

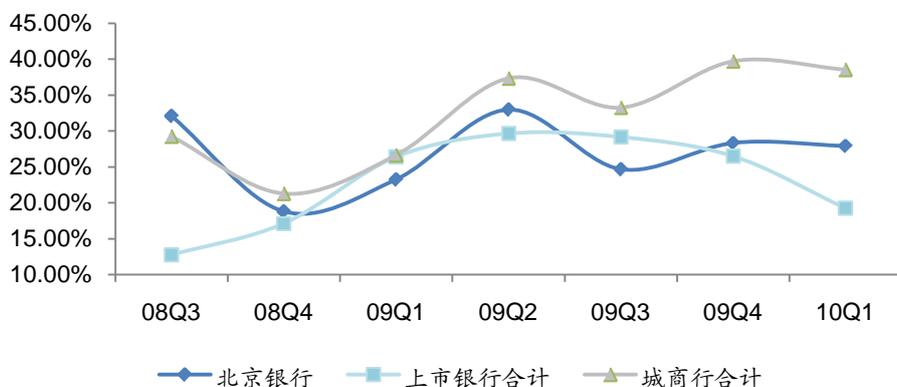
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 2: 北京银行生息资产规模季度增长



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 3: 上市银行生息资产规模季度增长



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 4: 上市银行 2010 年贷款增速预测

亿, %	2006	2007	2008	2009	2010E	2010 贷款增 速预测
北京	1296	1572	1931	2735	3335	22.0
工行	36312	40732	45720	57286	66206	15.6
华夏	2598	3061	3555	4302	5104	18.6
建行	28735	32722	37939	48198	56442	17.1
交行	8974	11045	13286	18393	22403	21.8
民生	4474	5550	6584	8830	10745	21.7
南京	255	306	402	670	832	24.1
宁波	281	365	492	819	1043	27.4
浦发	4609	5510	6976	9289	11463	23.4
深发展	1822	2218	2837	3595	4370	21.5
兴业	3245	4001	4994	7016	8544	21.8
招行	5657	6732	8744	11858	14504	22.3
中信	4632	5752	6649	10656	13088	22.8
中行	24318	28506	32961	49104	61270	24.8
合计	127207	148071	173069	232751	279349	20.0

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

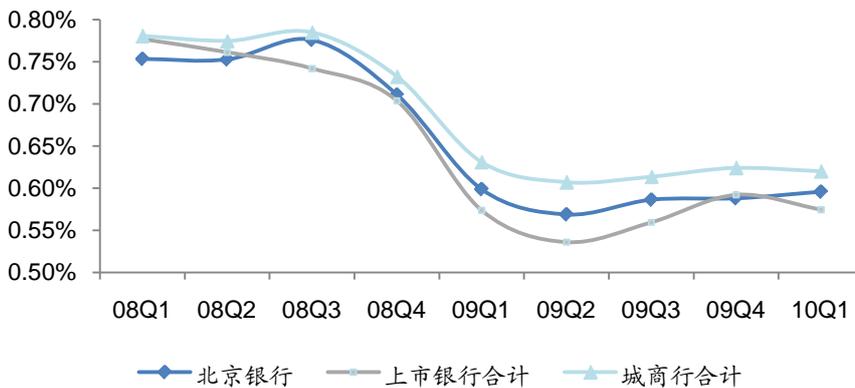
3.2 降幅小导致 NIM 反弹有限

分解利息净收入的影响因素生息资产规模和净息差发现，即使在信贷天量增长的 2009 年，北京银行季度生息资产规模增长依然控制在 33% 水平下，远低于同属城商行的南京银行和宁波银行，体现了公司稳健经营的特点。

北京银行的净息差水平是比较低的。这主要是因为公司近 77% 的贷款集中在北京地区，公司客户中 60% 以上的是总部在北京的大型企业集团，北京地区为全国资金聚集之地，大型银行总部云集，银行的议价能力受到限制。从净息差反弹看，从 2008 年三季度北京银行 NIM 与城商行均值差 1 个 BP 后，在降息周期中，持续跑输城商行均值，在今年一季度尽管差值缩小至 2 个 BP，但还是逊色于宁波银行和南京银行。

我们利用 2009 年年报的期限结构测算了北京银行 2010 年的 NIM 反弹区间。加息假设参考 2004 年加息周期中第一次加息假设：活期和三个月内存款不加息，5 年以上存款加息 36 个 BP，3-12 个月以及 1-5 年存款加息 27 个 BP；3 个月以内贷款加息 18 个 BP，5 年以上贷款加息 36 个 BP，其他档次加息 27 个 BP。我们得到的结果是北京银行 2010 年 NIM 反弹大概在 8 个 BP 水平，这个水平低于行业平均水平，可能与北京银行 3 个月内短期贷款占比较多有关，也与我们 3 个月内贷款利率加息较低的假设有关。

图 4: 北京银行 NIM 单季度增长



资料来源：公司数据，宏源证券研究所

表 5: 上市银行 NIM 年化数据

	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q1 环比	10Q1 同比
深发展 A	3.40%	3.06%	2.98%	2.81%	2.73%	2.37%	2.41%	2.48%	2.47%	0.00%	-0.25%
宁波银行	3.56%	3.56%	3.58%	3.13%	2.96%	2.89%	2.87%	2.92%	2.76%	-0.16%	-0.21%
浦发银行	3.35%	3.25%	3.25%	2.75%	2.10%	2.07%	2.26%	2.44%	2.42%	-0.03%	0.32%
华夏银行	2.84%	2.89%	2.71%	2.26%	1.88%	1.93%	2.11%	2.19%	2.38%	0.20%	0.50%
民生银行	2.83%	3.23%	3.15%	2.96%	2.54%	2.28%	2.57%	2.81%	2.95%	0.14%	0.41%
招商银行	3.64%	3.65%	3.29%	2.96%	2.33%	2.00%	2.15%	2.29%	2.42%	0.13%	0.09%
南京银行	3.27%	3.11%	2.92%	3.18%	2.68%	2.63%	2.51%	2.63%	2.57%	-0.05%	-0.11%
兴业银行	3.05%	3.13%	2.99%	2.70%	2.30%	2.18%	2.38%	2.50%	2.44%	-0.05%	0.14%
北京银行	3.05%	3.04%	3.14%	2.87%	2.42%	2.29%	2.37%	2.37%	2.40%	0.03%	-0.01%
交通银行	3.22%	3.03%	3.00%	2.53%	2.10%	1.98%	2.18%	2.44%	2.30%	-0.14%	0.20%
工商银行	3.10%	2.95%	2.87%	2.88%	2.30%	2.14%	2.22%	2.38%	2.32%	-0.06%	0.02%
建设银行	3.35%	3.38%	3.29%	3.16%	2.59%	2.39%	2.37%	2.44%	2.38%	-0.06%	-0.21%
中国银行	2.83%	2.71%	2.66%	2.56%	2.10%	1.98%	2.08%	2.13%	2.03%	-0.11%	-0.07%
中信银行	3.49%	3.54%	3.52%	3.07%	2.43%	2.40%	2.66%	3.02%	2.48%	-0.54%	0.05%
上市银行合计	3.14%	3.08%	3.00%	2.84%	2.31%	2.16%	2.26%	2.39%	2.32%	-0.07%	0.00%
国有银行合计	3.11%	3.02%	2.95%	2.85%	2.31%	2.15%	2.22%	2.34%	2.26%	-0.08%	-0.05%
股份制银行合计	3.27%	3.32%	3.18%	2.83%	2.31%	2.16%	2.36%	2.55%	2.51%	-0.04%	0.20%
城商行合计	3.16%	3.13%	3.18%	2.96%	2.55%	2.45%	2.48%	2.52%	2.50%	-0.02%	-0.04%

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 6: 上市银行 NIM 测算情景一

情景一	主要假设		NIM 上升 (BP)		
存款利率上行	活期	利率上升幅度 BP	工行	6.95	
			宁波	7.47	
	3 个月以内	0	南京	7.60	
			建行	7.84	
	1-5 年	27	北京	8.04	
			中行	8.54	
	5 年以上	36	浦发	8.79	
			交行	9.19	
	贷款利率上行	3 个月以内	18	深发展	9.59
				招行	9.71
1-5 年		27	兴业	10.40	
			华夏	10.44	
5 年以上		36	中信	10.62	
		民生	10.85		

资料来源: 宏源证券研究所

表 7: 上市银行 NIM 测算情景二

情景二	主要假设		NIM 上升 (BP)		
存款利率上行	利率上升幅度 BP	北京	12.79		
		南京	13.19		
		宁波	13.72		
		兴业	13.89		
		建行	13.99		
		招行	14.12		
贷款利率上行	利率上升幅度 BP	工行	14.29		
		华夏	14.50		
		浦发	14.64		
		民生	14.99		
		交行	15.00		
		中信	15.25		
		中行	15.38		
		深发展	15.58		
		3 个月以内	18		
		3-12 个月	27		
1-5 年	27				
5 年以上	36				

资料来源: 宏源证券研究所

表 8: 上市银行 NIM 测算情景三

情景三	主要假设		NIM 上升 (BP)		
存款利率上行	利率上升幅度 BP	工行	6.95		
		南京	7.35		
		宁波	7.46		
		建行	7.80		
		北京	7.95		
		中行	8.53		
贷款利率上行	利率上升幅度 BP	浦发	8.74		
		交行	9.13		
		深发展	9.54		
		招行	9.67		
		兴业	10.38		
		华夏	10.44		
		中信	10.61		
		民生	10.84		
		3 个月以内	18		
		3-12 个月	27		
1-5 年	27				
5 年以上	27				

资料来源: 宏源证券研究所

表 9: 上市银行 NIM 测算情景四

情景四	主要假设	NIM 上升 (BP)		
存款利率上行	利率上升幅度 BP	南京	12.93	
		北京	13.05	
		宁波	13.71	
		兴业	13.87	
		建行	13.99	
		招行	14.18	
贷款利率上行		工行	14.33	
		华夏	14.51	
		浦发	14.61	
		交行	14.94	
		民生	14.99	
		中信	15.31	
		中行	15.42	
		深发展	15.56	
		3 个月以内	18	
		3-12 个月	27	
1-5 年	27			
5 年以上	27			

资料来源: 宏源证券研究所

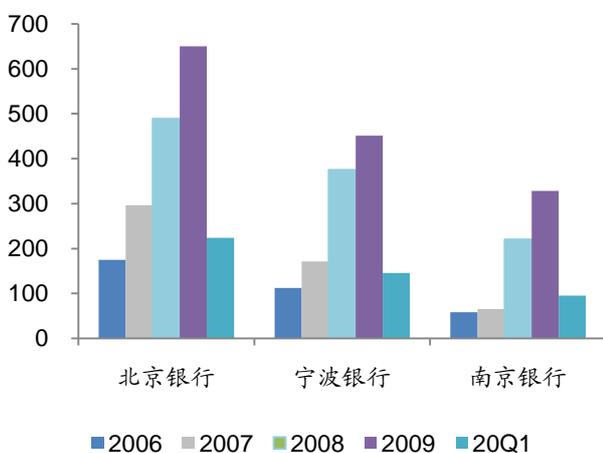
3.3 手续费收入增长平稳

北京银行的手续费及佣金净收入增速处于行业中上游水平。2008 年和 2009 年, 北京银行的手续费及佣金净收入增速 65% 和 33%, 高于行业的 33% 和 21% 的水平。2010 年一季度, 北京银行的手续费净收入增长率 61.66%, 高于行业的 42.34% 水平。

从结构上分析, 2009 年, 北京银行的银行卡、融资顾问和债券手续费无论从总量上还是结构上都出现提升, 而理财收入金额和比例出现下降。

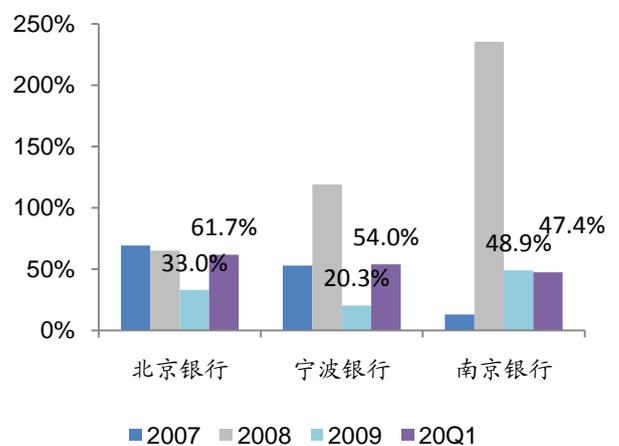
比较三家城商行, 北京银行顾问和咨询业务、银行卡业务和结算与清算业务增速取得较快发展; 宁波银行在代理业务、顾问和咨询业务以及银行卡业务上增速加快; 南京银行银行卡业务负增长, 结算业务增长突出。结构上看, 南京银行代理业务和顾问咨询业务占比大, 宁波银行的银行卡业务占比大, 北京银行各项中间业务发展均衡。

图 5: 城商行手续费净收入



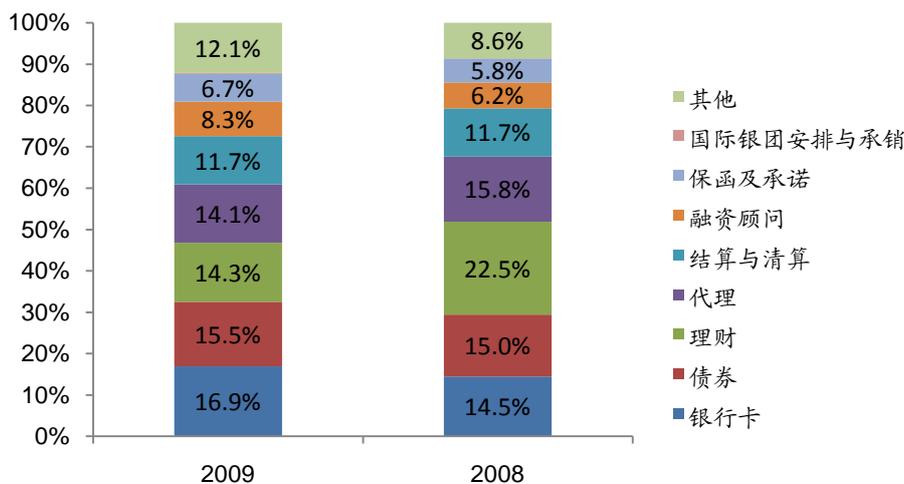
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 6: 城商行手续费净收入增速



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 7: 北京银行手续费结构



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 10: 2009 年城商行手续费增速

%	北京	宁波	南京
银行卡业务	51.0	84.8	-11.7
结算与清算	28.7	18.8	153.3
代理业务	14.8	221.9	38.3
顾问及咨询	73.2	285.2	49.5
其他	21.5	-53.4	44.2
合计	28.8	21.4	51.5

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 11: 城商行手续费收入构成

百万元	北京	宁波	南京	北京	宁波	南京
		2009			2008	
银行卡业务	129	226	6	85	123	7
结算与清算	89	73	51	69	62	20
代理业务	107	70	131	93	22	94
顾问及咨询	63	53	131	37	14	88
其他	372	98	36	306	209	25
合计	760	521	355	590	429	234

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 12: 城商行手续费收入构成占比

%	北京	宁波	南京	北京	宁波	南京
	2009			2008		
银行卡业务	16.9	43.4	1.7	14.5	28.5	3.0
结算与清算	11.7	14.1	14.4	11.7	14.4	8.6
代理业务	14.1	13.5	36.8	15.8	5.1	40.3
顾问及咨询	8.3	10.3	37.0	6.2	3.2	37.5
其他	49.0	18.7	10.1	51.9	48.8	10.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

3.4 费用控制良好

北京银行的费用控制一直处于领先水平, 06 年以来, 四年又一期的费用比一直是上市银行最低值, 北京银行目标是继续将费用比控制在 30% 以内。

北京银行减值损失占比营业收入年度之间波幅较大, 年景好时, 多提减值损失, 这样的规律在银行业中也属常态。我们预计公司今年的减值损失占比营业收入将在 9.5%, 2011 年占比会继续下降。

表 13: 上市银行费用比数据

	2006	2007	2008	2009	2010Q1
深发展 A	45.6	38.9	36.0	41.8	41.3
宁波银行	37.6	36.5	40.2	41.4	41.0
浦发银行	40.4	36.9	36.7	36.0	35.0
华夏银行	42.7	40.4	41.4	44.9	47.0
民生银行	47.7	46.3	42.6	42.2	38.2
招商银行	37.9	35.0	36.8	44.9	35.1
南京银行	35.2	30.2	25.4	31.4	25.2
兴业银行	38.6	36.3	34.8	36.2	30.7
北京银行	27.4	25.0	23.4	26.4	22.5
交通银行	36.0	32.4	31.3	32.2	24.7
工商银行	36.0	34.5	29.5	32.9	27.8
建设银行	38.0	35.9	30.7	32.9	27.1
中国银行	36.9	46.6	31.5	34.9	28.2
中信银行	44.2	34.9	33.0	39.9	36.2
行业平均	37.6	37.7	31.8	34.8	29.3

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 14: 上市银行减值损失占比营业收入情况

%	2006	2007	2008	2009	2010Q1
深发展 A	20.0	19.0	50.5	10.4	2.9
宁波银行	3.7	4.4	7.5	10.1	4.7
浦发银行	20.9	13.4	10.8	8.6	7.6
华夏银行	24.1	24.8	27.8	19.7	15.3
民生银行	12.2	9.0	18.6	12.6	9.4
招商银行	14.7	8.1	9.3	5.8	10.0
南京银行	7.0	9.8	15.1	9.8	9.9
兴业银行	17.6	7.6	11.5	1.6	7.2
北京银行	12.1	7.6	15.0	5.6	-4.2
交通银行	17.5	12.0	15.4	13.5	10.9
工商银行	18.0	14.7	17.9	7.5	4.5
建设银行	12.8	12.6	19.0	9.5	6.6
中国银行	8.0	4.6	19.7	6.5	8.7
中信银行	9.9	10.7	16.0	6.4	9.6
行业平均	14.0	11.3	18.0	8.3	7.2

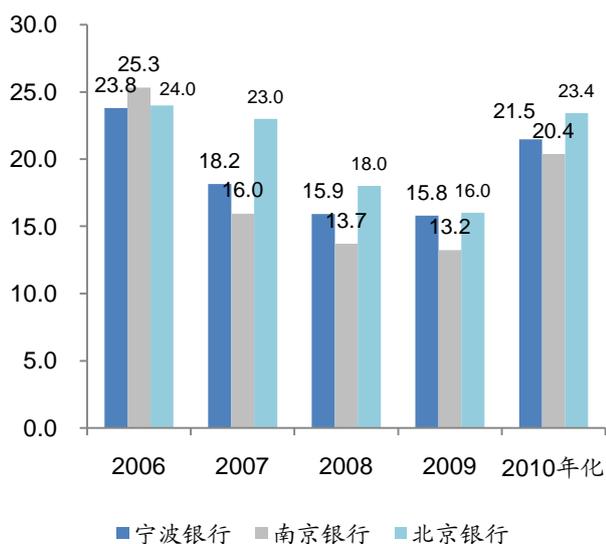
资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

3.5 盈利能力处于中上游水平

北京银行的盈利能力在上市银行中属于中等偏上水平。2009 年, 公司总资产收益率为 1.19%, 仅低于工行、建行和南京银行, 2008 年 ROAA 为 1.40%, 仅低于招行、宁波银行和南京银行。

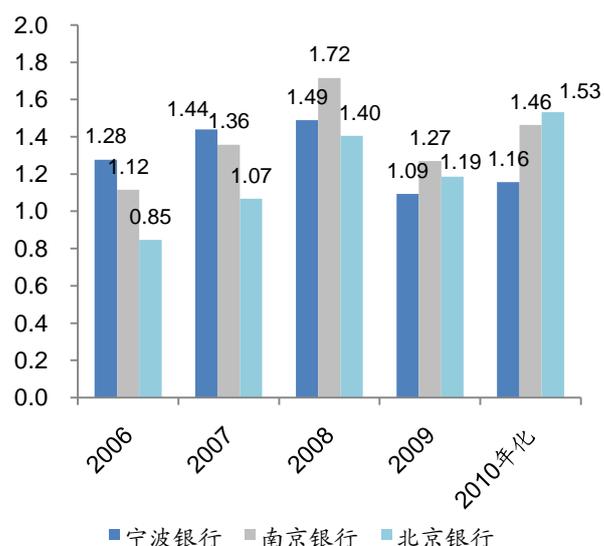
从盈利增速上看, 受净息差影响, 09 年和 10 年一季度北京银行归属于母公司股东的净利润增长缓慢。我们预计全年北京银行净利润增长 26.3%, 2013-2010 年净利润复合增长率 26%, 属于利润稳定增长品种。

图 8: 城商行 ROAE



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

图 9: 城商行 ROAA



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

表 15: 上市银行净利润增速情况

%	2007	2008	2009	10Q1
深发展 A	103.4	-76.8	719.3	40.6
宁波银行	50.5	40.0	9.4	40.7
浦发银行	64.0	127.6	5.6	38.7
华夏银行	44.2	46.1	22.4	86.1
民生银行	65.3	24.5	53.5	70.8
招商银行	114.5	38.3	-13.5	40.4
南京银行	53.0	60.1	6.0	42.2
兴业银行	126.0	32.6	16.7	38.7
北京银行	56.4	61.8	4.0	39.2
交通银行	61.9	38.6	5.8	31.5
工商银行	66.8	36.3	16.1	18.2
建设银行	49.1	34.1	15.3	33.9
中国银行	34.2	13.0	27.2	41.4
中信银行	122.5	60.7	7.5	33.5
行业平均	58.2	32.9	16.5	31.8

资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

4. 存款优势显现, 不良低位

4.1 揽储竞争中有优势

随着央行持续货币回笼, 银行资金面呈现出紧张状态, 这对存款有保障的银行来说是一种相对优势。从央行数据看, 5月末, 金融机构本外币各项存款余额为 67.46 万亿, 同比增长 20.40%。人民币各项存款余额为 66.07 万亿, 同比增长 21%, 比上月末低 1 个百分点。当月人民币各项存款增加 1.08 万亿元, 同比少增 2528 亿, 环比少增 1000 亿。

从上市银行 2010 年一季报看, 存款增速比 2009 年显著下滑, 由 2009 年的平均增速 26.54% 下降到 2010 年一季度 18.89%, 下滑 7.65 个百分点, 南京银行下降幅度最大, 高达 31.23%, 其次是民生银行, 达到 21.99%。北京银行由于存款来源稳定 (北京地区教育、医疗、卫生和财政存款稳定), 下滑幅度最小。同时, 上市银行净融出资金规模也略有放大。

表 16: 2010 年一季度上市银行存款增速放缓

	2008	09Q1	2009	10Q1	10Q1 增速
深发展 A	28.17%	27.80%	26.11%	16.71%	-9.40%
宁波银行	37.30%	45.03%	45.30%	36.45%	-8.86%
浦发银行	24.08%	35.08%	36.74%	20.42%	-16.33%
华夏银行	10.61%	22.78%	19.85%	17.67%	-2.17%
民生银行	17.07%	30.84%	43.54%	21.56%	-21.99%
招商银行	32.55%	45.06%	28.59%	13.44%	-15.14%
南京银行	23.17%	62.90%	62.80%	31.57%	-31.23%
兴业银行	25.14%	45.09%	42.45%	28.51%	-13.94%
北京银行	21.62%	25.62%	41.51%	41.27%	-0.23%
交通银行	19.93%	26.49%	27.13%	19.76%	-7.37%
工商银行	19.21%	26.08%	18.82%	13.37%	-5.45%
建设银行	19.39%	27.95%	25.49%	17.09%	-8.40%
中国银行	17.57%	27.18%	29.22%	23.99%	-5.23%
中信银行	20.15%	30.51%	41.88%	37.14%	-4.74%
合计	19.82%	28.60%	26.54%	18.89%	-7.65%

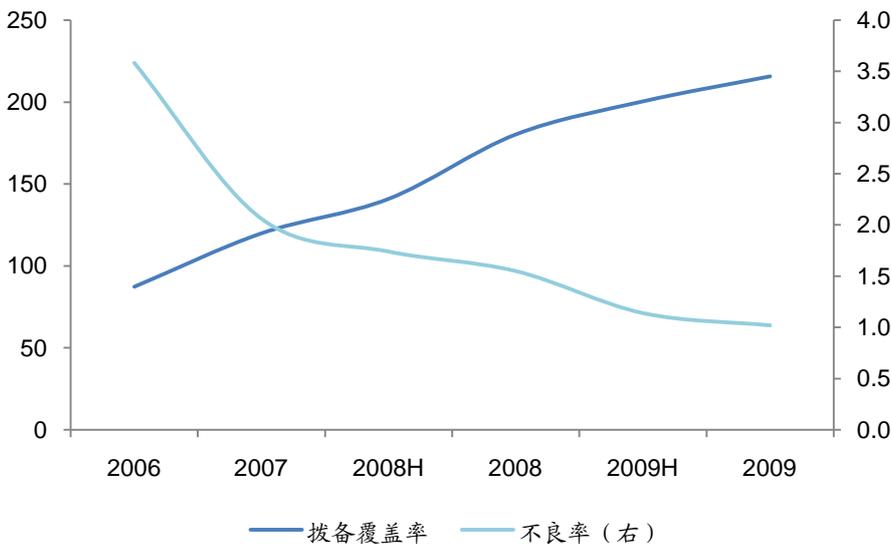
资料来源: wind, 宏源证券研究所

4.2 资产质量良好, 融资平台风险可控

北京银行的资产质量在业内一直很好。2006 年以来, 北京银行的不良率和不良额持续下降, 拨备覆盖率持续上升, 资产质量持续改善。

我们最新调研信息显示, 北京银行政府融资平台贷款余额 844 亿, 预计占 10 年贷款平均余额的 27%, 其中 76% 来自北京地区, 剩下的主要集中在分行所在地的上海、西安等地。北京银行的融资平台贷款中 90% 是中长期贷款, 今年会压缩贷款规模。在贷款分类中, 公司将融资平台贷款划分为商贸和租赁类, 2009 年底, 该类贷款占比 22.09%。从北京银行融资平台贷款的情况看, 我们认为风险基本可控。

图 10: 北京银行拨备覆盖率上升, 不良率下降



资料来源: 公司数据, 宏源证券研究所

5. 成长路径：短期内仍将依靠分行开设

城商行上市历史短，网点少，高成长性值得期待。从北京银行成长历史看，2008 年是公司加速成长期，全年新开西安、深圳和杭州 3 家分行，新增网点 22 家；2009 年新开长沙分行 1 家，新增网点 14 家；2010 年 3 月南京分行获批开业，成为北京银行第七家异地分行。截至 09 年底，北京银行网点数 169 家，高于宁波银行和南京银行。到 2009 年，北京银行各分行的人员和资产规模得到快速增长，但是利润总额和营业收入占比却低于资产占比，我们预计可能是由于北京银行较高的转移定价。

从人均效率上看，成立较早的天津、上海、西安和深圳分行的人均收入和利润 2009 年比 2008 年出现上升，杭州分行 09 年的利润数据不是很好。总行的人均利润两年内表现稳定。

在成长阶段的北京银行，计划每年新开 2-3 家异地分行，今年南京分行已开业，济南分行也在计划中。我们认为，目前中国银行业的成长主要是依靠外延式扩张进行的，这样的成长路径依然是资本消耗型的，同时新设分行开业必然加剧行业竞争和资源浪费，如何提高资源利用效率才是成长过程中需要考虑的。

表 17: 北京银行各分行资产和人员扩张

开业时间	员工数 (人)			资产规模 (百万元)		
	2009	2008	yoy(%)	2009	2008	yoy(%)
总行	1092	1096	-0.36	132,332	133,164	-0.62
天津分行 2006.10	188	179	5.03	17,598	10,825	62.57
上海分行 2007.10	176	168	4.76	22,354	11,238	98.91
西安分行 2008.3	126	108	16.67	12,324	7,351	67.65
深圳分行 2008.9	91	74	22.97	5,473	2,147	154.91
杭州分行 2008.12	102	74	37.84	8,177	931	778.30
长沙分行 2009.9	71	na	na	2,639	na	na
南京分行 2010.3	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司数据，宏源证券研究所

表 18: 北京银行各分行收入、利润和资产结构

	2009			2008		
	营业收入	利润总额	资产总额	营业收入	利润总额	资产总额
北京地区	88.33%	94.70%	87.15%	94.33%	98.18%	92.21%
天津地区	3.60%	2.91%	3.30%	2.66%	2.01%	2.60%
上海地区	3.67%	1.99%	4.19%	2.33%	0.81%	2.69%
西安地区	2.30%	1.28%	2.31%	0.64%	-0.26%	1.76%
深圳地区	1.00%	0.13%	1.03%	0.04%	-0.47%	0.51%
杭州地区	1.04%	-0.45%	1.53%	0.00%	-0.27%	0.22%
长沙地区	0.06%	-0.56%	0.49%			
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司数据，宏源证券研究所

表 19: 北京银行各分行人均效率对比

百万元	2009			2008		
	人均营业收入	人均利润总额	人均资产规模	人均营业收入	人均利润总额	人均资产规模
北京地区	9.62	6.21	425.74	10.59	6.22	350.85
天津地区	2.28	1.11	93.61	1.83	0.78	60.47
上海地区	2.48	0.81	127.01	1.71	0.34	66.89
西安地区	2.17	0.73	97.81	0.73	-0.17	68.07
深圳地区	1.31	0.10	60.14	0.07	-0.44	29.02
杭州地区	1.21	-0.32	80.16	0.00	-0.25	12.58
长沙地区	0.10	-0.57	37.16			
合计	6.44	3.88	288.99	7.24	4.09	245.45

资料来源：公司数据，宏源证券研究所

6. 行业分析：转型背景下的挑战

6.1 银行业的生命周期

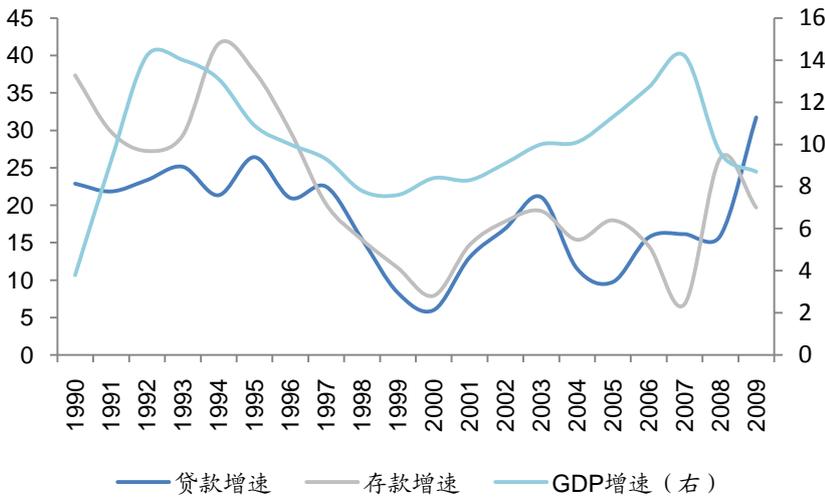
一个行业的成熟过程包括公司竞争环境的变化。根据生命周期理论，典型的行业生命周期应有四个阶段：创业阶段，这时具有较高的发展速度；成长阶段，其发展速度已经降低，但仍高于经济的整体发展速度；成熟阶段，其发展速度与整体经济一致；衰退阶段，其发展速度以及慢于经济中的其他行业，或者以及慢慢萎缩。

银行业的长期发展与整个金融制度密切相关，在金融深化过程中经历相对漫长的生命周期和盈利模式转变期，作为依附于经济和经济必不可少的服务部门，其稳定的盈利模式需要稳定的经济增长模式。

我国银行业目前的增长速度较快，金融创新刚刚起步，正处于成长期，具有良好的发展潜力。从 1992 年 - 2009 年的数据分析，我们发现金融机构的贷款增长率只在 2000 年和 2005 年是低于 GDP 增速的，贷款平均增长率是 GDP 增速的 1.8 倍，存款增长率只有 2000 年低于 GDP 增速，平均增长率是 GDP 的 2.2 倍，说明银行业处于成长阶段，高于经济整体发展速度。

在 2003 年之前，贷款增速和 GDP 增速有很强的相关性，2004-2007 年的四年间，GDP 保持在百分之十以上的高增长，贷款增速维持在 16% 以下，此阶段的 GDP 增长不是通过粗犷型的贷款增长拉动。2008 年，金融危机爆发，出口形势严重恶化，内需不足，为了保证 GDP 增速达到甚至超过 8%，政府提出 4 万亿经济刺激方案，贷款增速逆周期而动，金融体系在刺激方案中担当着重要的资金供给任务，拉动经济增长。但是，在信贷高增长的背后隐藏着巨大的风险：地方融资平台贷款存在隐忧、CPI 压力增大、房价高企，降低贷款增速势在必行。所以，我们认为，在未来传统行业对经济的带动作用逐渐减弱之后，随着金融“脱媒”作用显现，贷款增速与 GDP 的习相关性会逐步减弱。

图 11: 金融机构成长阶段图示



资料来源: wind, 宏源证券研究所

6.2 银行业前景: 补充资本后迎接新发展周期

我国银行业已经进入稳定发展的新时期, 各方面的因素都表明我国银行业发展正面临较大的机遇和挑战。始于 2009 年下半年的银行业再融资, 到目前为止, 14 家上市银行均已实施或公告计划实施股权或债权融资方案, 农行上市已经启动。补充完资本后的银行业在未来 3-5 年内不会再有大规模资本补充计划, 未来 3 年银行业的贷款增速将维持在 17% 左右, 中间业务发展迅速, 净利差见底后稳步回升, 因此未来 3 年银行业的净利润复合增长率将达到 20% 的水平。

6.3 经济转型和结构调整考验银行信贷转向能力

2008 年以来, 在全球经济增长趋缓的背景下, 我国经济将进入增速减缓期。

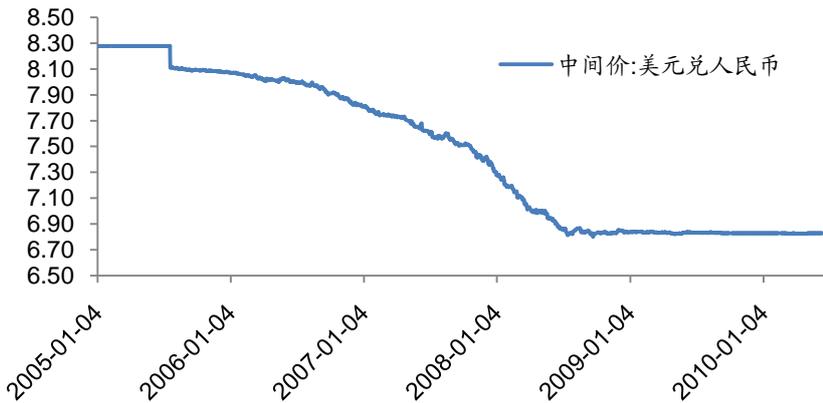
中国现在的经济形式关键在于产业升级和结构调整, 传统产业面临重整和洗牌, 新兴产业备受政府扶持和投资者青睐。对于银行这样提供资金服务的行业, 紧跟国家政策导向, 把资金逐步从传统行业撤出进而投向新兴产业是保证银行长期成长的关键。尽管我们还无法细分贷款投向新能源等行业的数据, 但这无疑是银行业贷款未来发展的重点。

从 2009 年年报数据看, 目前中国银行业最大的贷款投向是制造业, 14 家上市银行中只有北京银行、南京银行和工商银行不是制造业贷款占比第一, 其他 11 家银行均是制造业贷款最多。房地产贷款占比数据显示, 中行、兴业和建行 2008、2009 年中期和 2009 年三期的财报数据呈下降趋势, 而深发展、交行和华夏房地产贷款占比不到 8%, 风险相对较低。同时, 我们认为按揭贷款利息有保证, 不良低, 是银行稳定的收入来源, 对按揭贷款占比高的银行给予肯定。

6.4 人民币升值提升银行战略价值

2005 年汇改至 2007 年, 人民币就一直保持小幅渐进式升值的步伐。但 2007 年以来升值的速度有加速的迹象。2010 年 6 月 19 日, 央行网站上提出“进一步推进人民币汇率形成机制改革, 增强人民币汇率弹性”的观点, 二次汇改在悄无声息中进行着。虽然这次汇改不会像 05 年那样带来人民币后来的大幅升值, 但是市场已经有人民币逐步升值的预期, 人民币的持续稳步升值将增强银行的实际盈利能力、致使资产在重估中升值, 减少资本外流, 进而推高银行股的估值水平。

图 12: 05 年以来人民币升值趋势



资料来源: wind, 宏源证券研究所

7. 盈利预测和投资建议

7.1 盈利预测

盈利假设: 在全年新增贷款 7.5 万亿的假设下, 根据北京银行的市场份额, 我们预计公司 2010 年贷款增速 22%, 不良保持双降, 全年不良率 1%, 拨备覆盖率 215.7%, 净息差小幅上升至 2.52%, 由于存款来源稳定, 全年存款增速 23%, 总资产增速 22%, 公司成本收入比和有效税率与 09 年持平。

一般情形下, 我们预计 2010-2012 年, 北京银行将分别实现归属于母公司净利润 71.14 亿、95.63 亿和 118.58 亿元, 净利润复合增长率 29%, 对应每股收益分别为 1.14、1.54、1.90 元。

在悲观情形下, 假设 2010-2012 年公司营业收入增长率低于我们预期的 10%, 对应的 EPS 将分别实现每股收益 1.09 元、1.42 和 1.70 元, 3 年净利润复合增长率降低至 25%。

表 20: 北京银行盈利预测

万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	1095392.20	1456982.12	1821096.66	2238131.85
(YOY)	-1.21%	31.23%	25.76%	19.23%
净手续费及佣金收入	65010.40	98920.68	142701.36	182573.72
(YOY)	32.96%	52.16%	44.26%	27.94%
其他净收入	27837.60	49833.17	66436.50	84904.00
(YOY)	-61.06%	79.01%	33.32%	27.80%
营业收入合计	1188240.20	1605735.97	2030234.53	2505609.57
(YOY)	-3.34%	35.14%	26.44%	23.41%
营业支出	472789.10	702007.77	815108.86	977897.73
(YOY)	-13.34%	48.48%	16.11%	19.97%
营业利润	715451.10	903728.20	1215125.67	1527711.85
(YOY)	4.64%	26.32%	34.46%	25.72%
拨备前利润	782081.30	1056870.55	1336268.93	1649153.42
(YOY)	-9.94%	35.14%	26.44%	23.41%
营业外收支净额	772.90	672.90	572.90	472.90
(YOY)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	716224.00	904401.10	1215698.57	1528184.75
(YOY)	3.13%	26.27%	34.42%	25.70%
所得税费用	152944.40	193128.24	259603.54	342649.32
(YOY)	0.06%	26.27%	34.42%	31.99%
净利润	563279.60	711272.86	956095.03	1185535.43
(YOY)	3.99%	26.27%	34.42%	24.00%
归属于母公司股东的净利润	563385.90	711407.09	956275.46	1185762.24
YOY	4.00%	26.27%	34.42%	24.00%

资料来源: 宏源证券研究所

7.2 基于三阶段红利贴现模型的内在价值

我们采用三阶段红利贴现模型计算北京银行的内在价值, 前三年为快速增长阶段, 此后 10 年为稳定增长阶段, 然后伴随着利润增速放缓进入永续增长阶段。

关键假设: 永续增长阶段的总资产收益率为 1.03%, 此时净息差维持在 2.22%, 比 2010 年的 NIM 下降了 30 个 BP; 非息收入占比在永续阶段为 30%, 信贷成本维持 80 个基点。财务杠杆目标值为 15, 基于 3% 的无风险收益率和 7% 的市场风险溢价假设, 根据 wind 计算的 Beta 值为 1.12, 北京银行的股权成本 10.84%, 永续增长率为 4.03%。

在上述假设下, 我们得到北京银行的每股内在价值在 13.58-18.77 元之间, 中枢 15.79 元。若股权成本假设扩大至 9.84%-11.84%, 内在价值在 11.07-27.89 元之间。

表 21: 北京银行 DDM 估值结果

		COE				
		9.84%	10.34%	10.84%	11.34%	11.84%
永续增长率	2.03%	15.85	14.40	13.14	12.04	11.07
	2.53%	16.63	15.05	13.68	12.49	11.46
	3.03%	17.53	15.79	14.29	13.01	11.89
	3.53%	18.57	16.63	14.99	13.58	12.37
	4.03%	19.79	17.62	15.79	14.24	12.92
	4.53%	21.25	18.77	16.72	15.00	13.54
	5.03%	23.00	20.14	17.80	15.87	14.25
	5.53%	25.16	21.79	19.09	16.89	15.07
	6.03%	27.89	23.82	20.65	18.11	16.04

资料来源: 宏源证券研究所

7.3 相对估值

受宏观影响, 银行业今年经历了惨烈的下跌过程, 上市银行的 PE 和 PB 估值已经达到 2008 年金融危机的水平, 也是历史的最低水平。与国外市场相比, 银行业估值也未高估。截至 2010 年 6 月 28 日, 北京银行 2010 年 PE 为 11.05 倍, PB 为 1.80 倍。

表 22: 上市银行盈利预测

	每股收益 (元)				BVPS			PPOP		
	08	09	10E	11E	09	10E	11E	09	10E	11E
深发展 A	0.20	1.62	1.71	2.13	6.59	9.78	11.39	2.49	2.83	3.48
宁波银行	0.53	0.58	0.69	0.90	3.90	5.44	6.03	0.87	1.06	1.37
浦发银行	1.09	1.15	1.16	1.35	5.92	9.07	10.51	2.31	1.78	2.11
华夏银行	0.62	0.75	0.73	0.87	6.06	8.05	8.78	1.64	1.56	1.89
民生银行	0.35	0.54	0.57	0.68	3.95	3.87	3.91	0.94	0.89	0.89
招商银行	0.98	0.85	1.01	1.29	4.30	6.14	7.15	1.30	1.38	1.80
南京银行	0.61	0.65	0.72	0.87	5.04	6.85	7.62	1.21	1.11	1.38
兴业银行	1.90	2.22	2.66	3.76	9.95	15.51	19.14	3.55	3.84	5.20
北京银行	0.87	0.90	1.14	1.54	6.03	7.01	8.27	6.03	7.01	8.27
交通银行	0.54	0.57	0.63	0.77	3.10	4.19	4.84	1.00	1.05	1.30
工商银行	0.33	0.39	0.45	0.55	2.02	2.31	2.62	0.57	0.68	0.83
建设银行	0.40	0.46	0.53	0.66	2.38	2.75	3.09	0.49	0.53	0.66
中国银行	0.25	0.32	0.37	0.42	2.03	2.38	2.61	0.49	0.64	0.74
中信银行	0.34	0.37	0.46	0.57	2.63	3.01	3.44	0.56	0.74	0.91

资料来源: 宏源证券研究所

表 23: 上市银行估值

	收盘价		市盈率(倍)			市净率(倍)			P/PPOP		
	2010-6-30	09	10E	11E	09	10E	11E	09E	10E	11E	
深发展 A	17.51	10.81	10.26	8.20	2.66	1.79	1.54	7.03	6.20	5.03	
宁波银行	11.02	18.90	15.89	12.31	2.83	2.03	1.83	12.67	10.35	8.07	
浦发银行	13.60	11.81	11.73	10.06	2.30	1.50	1.29	5.90	7.65	6.45	
华夏银行	11.12	14.76	15.24	12.76	1.84	1.38	1.27	6.78	7.13	5.89	
民生银行	6.05	11.13	10.57	8.87	1.53	1.56	1.55	6.44	6.82	6.79	
招商银行	13.01	15.39	12.91	10.07	3.03	2.12	1.82	10.00	9.43	7.24	
南京银行	10.04	15.53	13.98	11.60	1.99	1.47	1.32	8.27	9.05	7.25	
兴业银行	23.03	10.39	8.64	6.12	2.32	1.48	1.20	6.49	6.00	4.43	
北京银行	12.13	13.41	10.62	7.90	2.01	1.73	1.47	2.01	1.73	1.47	
交通银行	6.01	10.55	9.62	7.77	1.94	1.44	1.24	6.00	5.70	4.63	
工商银行	4.06	10.55	8.95	7.42	2.01	1.76	1.55	7.17	6.00	4.90	
建设银行	4.70	10.29	8.79	7.17	1.98	1.71	1.52	9.56	8.79	7.17	
中国银行	3.39	10.65	9.12	7.98	1.67	1.43	1.30	6.85	5.33	4.55	
中信银行	5.40	14.72	11.76	9.54	2.05	1.80	1.57	9.69	7.30	5.95	
行业平均		12.78	11.29	9.13	2.15	1.66	1.46	7.49	6.96	5.70	
国有大行 平均		10.51	9.12	7.59	1.90	1.58	1.40	7.39	6.45	5.31	
股份制银 行平均		12.72	11.59	9.38	2.24	1.66	1.46	7.48	7.22	5.97	
城商行平 均		15.95	13.49	10.60	2.28	1.74	1.54	7.65	7.05	5.60	

资料来源: 宏源证券研究所

7.4 投资建议

对于成长阶段的小银行, 2-2.5 倍 PB 是合适的, 目标价 14.02-17.53 元, 建议买入。

分析师简介:

张继袖: 宏源证券研究所银行业研究员, 南开大学会计学博士, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 工商银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、华夏银行、浦发银行、民生银行、中信银行、深发展银行、兴业银行、北京银行、南京银行、宁波银行。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。