

沪港通股票

北京银行

估值修复或已反映其基本面优势

经营效率持续领先同业

公司贷款目前主要集中在北京及环渤海地区，具有较强区位优势 and 良好客户基础。2010 年上市以来成本收入比持续保持在行业最低水平，公司单位员工和机构经营效率持续领先同业。我们认为公司较高的经营效率、相对稳定的资产质量及充足的拨备水平有望支撑公司盈利增长高于同业平均。

资产结构调整或利于缓解息差下行压力，资产质量压力或仍小于同业

2014 年前三季度净利润同比增长 14%，占我们全年盈利预测的 81%。我们估算三季度净息差环比提升 5bps 至 2.28%，息差改善或主要得益于资产结构调整，即同业资产环比压缩 5%，投资环比扩张 3%。同时，三季度公司不良贷款环比上升 17%，不良率环比上升 8bps 至 0.76%（没有核销）。我们认为逾期/不良仍处于行业低位（中期 117%），资产质量压力或仍小于同业。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 5bps；考虑降息对于资产负债表的修复支撑，我们下调 15 年信贷成本假设 5bps。我们相应下调公司 14/15/16 年 EPS 预测至 1.47/1.67/1.91 元（原 1.47/1.70/1.96 元）。

估值：上调目标价至 10.06 元，下调评级至“中性”

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 12.2%，略高于行业平均；我们在 2015 年行业平均 PB0.94X 的基础上给予 17% 的溢价得到目标 PB1.00X，得到目标价 10.06 元，对应 15 年 PE 为 6.00X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 0.96X/5.76X 倍。我们认为其较高的估值溢价已反映出公司经营效率及良好客户基础对盈利的支撑，下调公司评级至“中性”（原为“买入”）。

Equities

中国	
银行业（除储贷业务）	
12 个月评级	中性
	之前：买入
12 个月目标价	Rmb10.06
	之前：Rmb9.21
股价	Rmb9.65
路透代码：601169.SS 彭博代码 601169 CH	
交易数据和主要指标	
52 周股价波动范围	Rmb10.00-5.79
市值	Rmb102 十亿/US\$16.5 十亿
已发行股本	10,560 百万 (ORDA)
流通股比例	10%
日均成交量(千股)	82,986
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb731.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb92.1 十亿
市净率 (12/14E)	1.1x
一级资本充足率	11%
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	从 到 %市场预测
12/14E	1.47 1.47 0.00 1.41
12/15E	1.70 1.67 -1.87 1.58
12/16E	1.96 1.91 -2.29 1.76

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	20,385	27,820	30,697	36,154	41,547	48,364	56,784	67,073
税前利润	11,397	14,770	16,821	19,691	22,274	25,586	29,429	34,014
净利润 (本地 GAAP)	8,947	11,675	13,459	15,550	17,591	20,206	23,242	26,864
净利润 (UBS)	8,947	11,675	13,459	15,550	17,591	20,206	23,242	26,864
一级资本充足率%	9.6	10.9	10.4	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.00	1.20	1.27	1.47	1.67	1.91	2.20	2.54
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	19.3	19.1	18.0	18.3	17.7	17.6	17.5	18.7
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.8	3.4	3.6	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
市净率	1.3	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
市净率(UBS)	1.3	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.3	5.5	5.5	6.6	5.8	5.0	4.4	3.8
净股息收益率(%)	2.2	5.1	2.1	3.1	3.5	4.0	4.6	5.3

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 56 分的股价(Rmb9.65)得出。

投资主题

北京银行

投资理由

我们认为北京银行在业务转型过程中仍有较大增长潜力，较同类银行资产质量较为稳定。具体分析：1) 北京银行中小企业客户仍以中型客户为主，我们认为未来小企业及小微企业发展空间较大；2) 公司目前贷款主要集中在北京及环渤海地区，区位及总部经济优势明显，贷款资产质量压力应该较小；3) 公司费用控制能力较高及拨备实力较强，或为业绩增长提供支撑。我们对公司 15 年盈利预测与市场预期基本一致。目标价基于 PB/ROE 估值。目前公司估值略高于同业平均，已反映较强基本面实力，评级“中性”。

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 11.4 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 8.07 元。

近期催化剂

正面：未来公司与小米互联网金融合作推进进展或超出预期；

负面：2015 年经济下滑或导致公司资产质量恶化超出预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb10.06

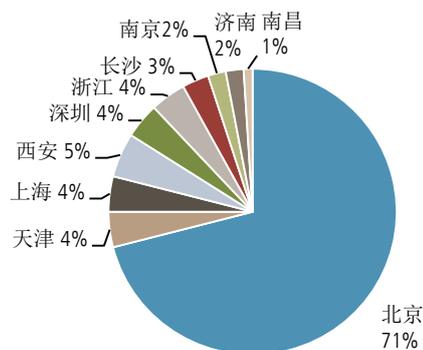
公司简介

北京银行是经中国人民银行和北京市政府批准，于 1996 年 1 月在北京市原 90 家城市信用社基础上组建成立的城市商业银行，是中国最早成立的城市商业银行之一。2005 年 9 月荷兰 ING 银行（战略投资者）和国际金融公司（IFC）相继参股北京银行。2007 年 9 月北京银行正式在上海证券交易所挂牌上市。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于北京银行，我们关注其较强经营效率、较强的资本和拨备实力为业绩增长提供的支撑。

收入按地区分布，2013 (%)



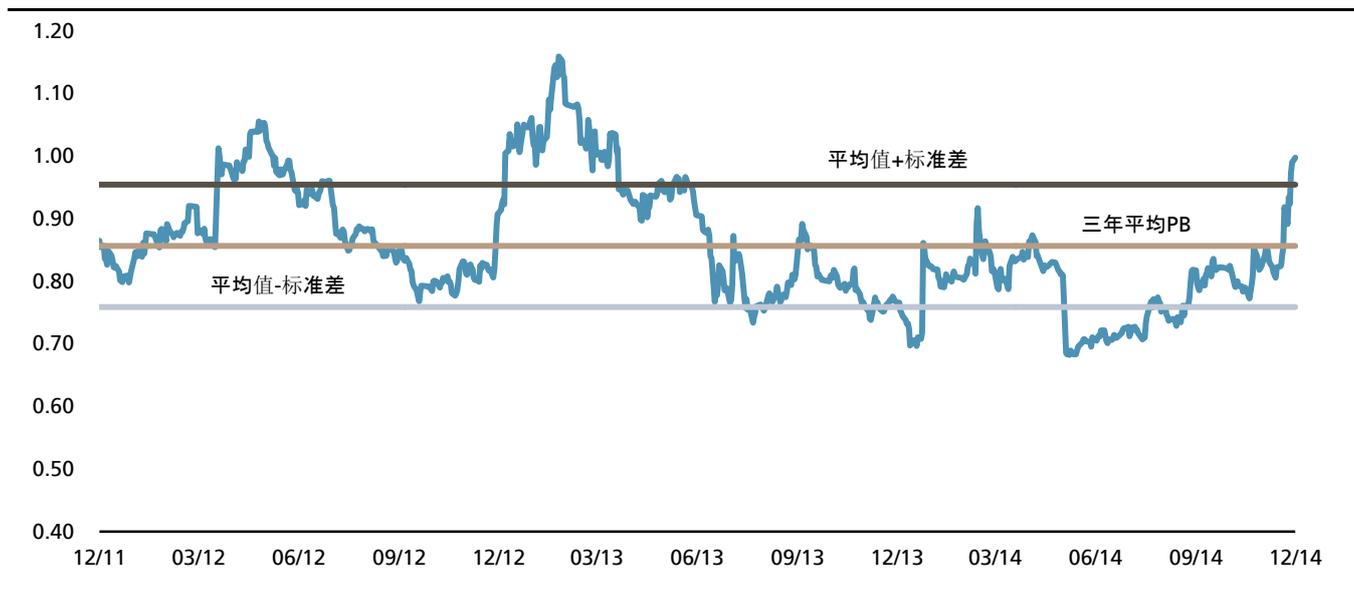
来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	27,820	30,697	36,154	41,547	48,364
净利息收入	24,623	26,285	30,491	34,109	38,534
非利息收入	3,197	4,412	5,663	7,439	9,830
营业费用	8,842	9,680	11,785	13,660	15,865
拨备前利润	18,697	20,656	23,964	27,428	31,978
税前利润	14,770	16,821	19,691	22,274	25,586
净利润	11,675	13,459	15,550	17,591	20,206
每股盈利 (元)	1.20	1.27	1.47	1.67	1.91
每股净资产 (元)	6.78	7.40	8.72	10.09	11.67
每股股利 (元)	0.33	0.15	0.29	0.33	0.38

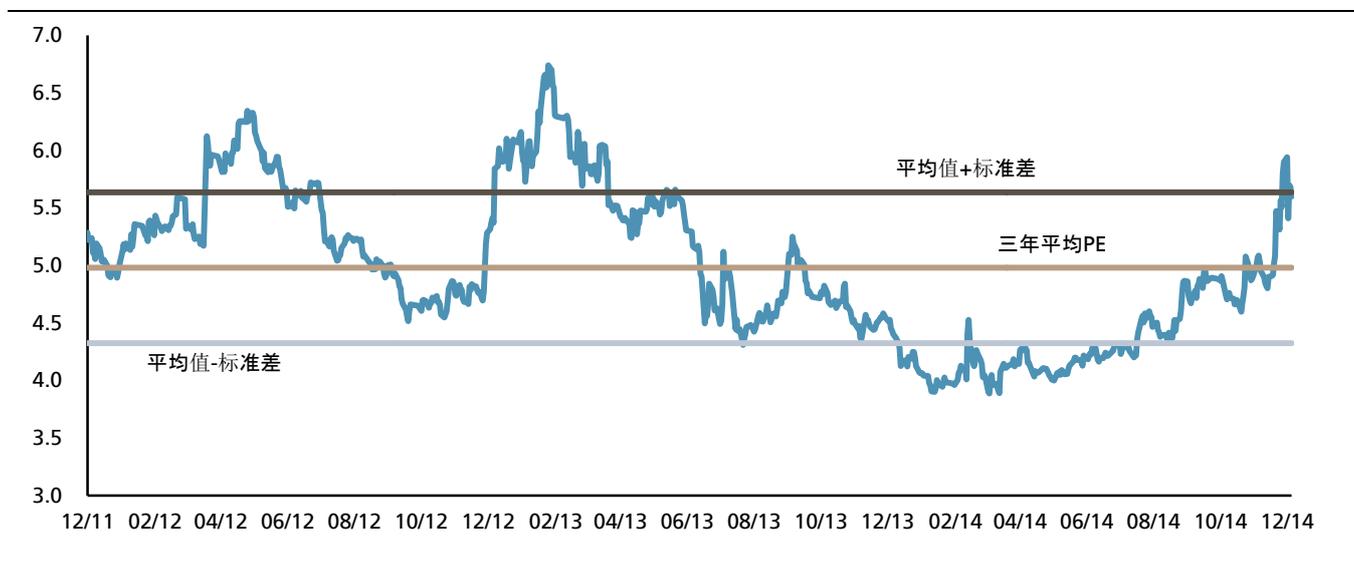
数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 36: 北京银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 37: 北京银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

北京银行 (601169.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
净利息收入	18,772	24,623	26,285	30,491	16.0	34,109	11.9	38,534	43,701	49,553
非利息收入总额	1,613	3,197	4,412	5,663	28.4	7,439	31.4	9,830	13,083	17,520
总盈利	20,385	27,820	30,697	36,154	17.8	41,547	14.9	48,364	56,784	67,073
现金支出总额	(6,327)	(8,842)	(9,680)	(11,785)	-21.7	(13,660)	-15.9	(15,865)	(18,443)	(21,461)
折旧前营业利润	14,057	18,978	21,017	24,369	15.9	27,887	14.4	32,498	38,341	45,612
折旧和摊销(除商誉)	(234)	(281)	(361)	(405)	-12.3	(459)	-13.3	(520)	(646)	(802)
拨备前营业利润	13,823	18,697	20,656	23,964	16.0	27,428	14.5	31,978	37,695	44,810
总拨备	(2,425)	(3,928)	(3,835)	(4,273)	-11.4	(5,154)	-20.6	(6,392)	(8,266)	(10,796)
拨备后营业利润	11,397	14,770	16,821	19,691	17.1	22,274	13.1	25,586	29,429	34,014
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	11,397	14,770	16,821	19,691	17.1	22,274	13.1	25,586	29,429	34,014
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	11,397	14,770	16,821	19,691	17.1	22,274	13.1	25,586	29,429	34,014
税项	(2,451)	(3,086)	(3,356)	(4,135)	-23.2	(4,678)	-13.1	(5,373)	(6,180)	(7,143)
税后利润	8,946	11,684	13,465	15,556	15.5	17,597	13.1	20,213	23,249	26,871
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	1	(9)	(6)	(6)	-5.0	(6)	-5.0	(6)	(7)	(7)
净利润(本地 GAAP)	8,947	11,675	13,459	15,550	15.5	17,591	13.1	20,206	23,242	26,864
净利润(不计优先股股息)	8,947	11,675	13,459	15,550	15.5	17,591	13.1	20,206	23,242	26,864
净利润(UBS)	8,947	11,675	13,459	15,550	15.5	17,591	13.1	20,206	23,242	26,864
每股(Rmb)										
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.00	1.20	1.27	1.47	15.5	1.67	13.1	1.91	2.20	2.54
每股收益(UBS 稀释后)	1.00	1.20	1.27	1.47	15.5	1.67	13.1	1.91	2.20	2.54
拨备前营业利润(稀释后)	1.54	1.91	1.96	2.27	16.0	2.60	14.5	3.03	3.57	4.24
每股股息净值	0.16	0.33	0.15	0.29	96.3	0.33	13.1	0.38	0.44	0.51
每股账面价值	5.62	6.78	7.40	8.72	17.9	10.09	15.7	11.67	13.49	15.59
每股账面价值(UBS)	5.62	6.78	7.40	8.72	17.9	10.09	15.7	11.67	13.49	15.59
资产负债表(Rmb 百万)										
银行资产(年底)	956,499	1,119,969	1,336,764	1,525,382	14.1	1,750,268	14.7	2,004,645	2,296,207	2,630,573
银行资产(平均)	844,855	1,038,234	1,228,366	1,431,073	16.5	1,637,825	14.4	1,877,457	2,150,426	2,463,390
总资产(年底)	956,499	1,119,969	1,336,764	1,525,382	14.1	1,750,268	14.7	2,004,645	2,296,207	2,630,573
风险加权资产(RWA)(年底)	489,491	619,379	748,588	854,214	14.1	980,150	14.7	1,122,601	1,285,876	1,473,121
风险加权资产(RWA)(平均)	440,527	554,435	683,983	801,401	17.2	917,182	14.4	988,408	1,204,239	1,297,861
客户贷款	396,077	483,445	568,852	661,253	16.2	766,139	15.9	882,207	1,015,454	1,168,222
客户贷款(平均)	361,840	439,761	526,149	615,052	16.9	713,696	16.0	824,173	948,830	1,025,214
生息资产(平均)	834,914	1,024,133	1,208,828	1,409,986	16.6	1,616,533	14.6	1,853,050	2,122,471	2,431,366
客户存款	614,241	713,772	834,480	968,670	16.1	1,115,375	15.1	1,277,729	1,463,744	1,676,871
普通股权益(年底)	50,383	71,617	78,114	92,080	17.9	106,560	15.7	123,249	142,450	164,665
普通股权益(平均)	46,465	61,000	74,865	85,097	13.7	99,320	16.7	114,905	132,849	143,957
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	50,383	71,617	78,114	92,080	17.9	106,560	15.7	123,249	142,450	164,665
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	46,465	61,000	74,865	85,097	13.7	99,320	16.7	114,905	132,849	153,557
有形资产净值	50,383	71,617	78,114	92,080	17.9	106,560	15.7	123,249	142,450	164,665
Balance sheet structure (%)										
贷款/银行资产(年底)	41.4	43.2	42.6	43.3	1.9	43.8	1.0	44.0	44.2	44.4
存款/银行资产(年底)	64.2	63.7	62.4	63.5	1.7	63.7	0.4	63.7	63.7	63.7
存贷比	64.5	67.7	68.2	68.3	0.1	68.7	0.6	69.0	69.4	69.7
股东资金总额/银行资产(年底)	5.3	6.4	5.8	6.0	3.3	6.1	0.9	6.1	6.2	6.3

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

北京银行 (601169.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	46,942	67,512	77,556	89,951	104,057	120,260	138,898	160,439
总资本	59,033	79,900	94,683	108,081	122,236	138,599	157,569	179,639
风险加权资产 (RWA) (年底)	489,491	619,379	748,588	854,214	980,150	1,122,601	1,285,876	1,473,121
核心资本(一级资本)充足率%	9.6	10.9	10.4	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9
一级资本充足率%	9.6	10.9	10.4	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9
总资本充足率%	12.1	12.9	12.6	12.7	12.5	12.3	12.3	12.2
有形权益	50,383	71,617	78,114	92,080	106,560	123,249	142,450	164,665
权益对资产比率%	5.3	6.4	5.8	6.0	6.1	6.1	6.2	6.3
有形权益对有形资产比率%	5.3	6.4	5.8	6.0	6.1	6.1	6.2	6.3
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	2,135	2,943	3,788	6,615	14,045	22,641	26,174	30,258
风险准备金总额	9,533	13,275	16,010	20,083	25,037	31,229	39,295	49,892
不良贷款率	0.5	0.6	0.6	1.0	1.8	2.5	2.5	2.5
拨备覆盖率	446.5	451.1	422.6	303.6	178.3	137.9	150.1	164.9
拨备: 平均贷款余额	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1
不良资产净值与股东资金比率	(14.7)	(14.4)	(15.6)	(14.6)	(10.3)	(7.0)	(9.2)	(11.9)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.22	2.37	2.14	2.13	2.08	2.05	2.03	2.01
拨备与营业利润比率	17.5	21.0	18.6	17.8	18.8	20.0	21.9	24.1
股东权益回报率(UBS 盈利)	19.3	19.1	18.0	18.3	17.7	17.6	17.5	18.7
经调整的资产收益率	19.3	19.1	18.0	18.3	17.7	17.6	17.5	17.5
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	2.03	2.11	1.97	1.94	1.92	2.04	1.93	2.07
资产收益率	1.06	1.13	1.10	1.09	1.07	1.15	1.08	1.09
生产率								
成本收入比	32.2	32.8	32.7	33.7	34.0	33.9	33.6	33.2
成本与平均资产比率	0.78	0.88	0.82	0.85	0.86	0.93	0.89	0.90
薪酬费用比	14.4	12.3	13.8	16.7	17.1	17.1	17.1	16.9
增长率(%)								
营业收入	30.5	36.5	10.3	17.8	14.9	16.4	17.4	18.1
拨备前营业利润	41.2	35.3	10.5	16.0	14.5	16.6	17.9	18.9
净利润(UBS)	31.5	30.5	15.3	15.5	13.1	14.9	15.0	15.6
每股股息净值	9.0	103.8	-55.0	96.3	13.1	14.9	15.0	15.6
总资产(年底)	30.5	17.1	19.4	14.1	14.7	14.5	14.5	14.6
客户贷款	20.9	22.1	17.7	16.2	15.9	15.1	15.1	15.0
客户存款	10.1	16.2	16.9	16.1	15.1	14.6	14.6	14.6
Value (x)								
市值/收入	3.2	2.4	2.4	2.8	2.5	2.1	1.8	1.5
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.8	3.4	3.6	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.3	5.5	5.5	6.6	5.8	5.0	4.4	3.8
市盈率(UBS, 稀释后)	7.3	5.5	5.5	6.6	5.8	5.0	4.4	3.8
净股息收益率(%)	2.2	5.1	2.1	3.1	3.5	4.0	4.6	5.3
市净率	1.3	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6
市净率(UBS)	1.3	1.0	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。