

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 10.72
合理价格区间(元): NA

罗毅 执业证书编号: S0570514060001
研究员 0755-23952862
luoyi@htsc.com

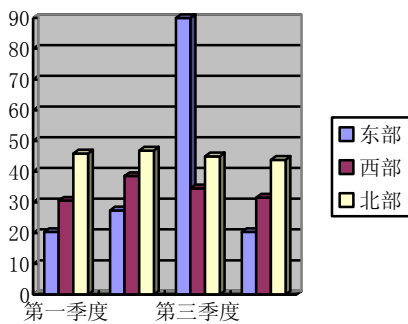
林博程 0755-82573832
联系人 linbocheng@htsc.com

张帅帅 0755-23952720
联系人 zhangshuaishuai@htsc.com

相关研究

- 1 《北京银行(601169):业绩稳健 中间业务增速良好》 2013.05
- 2 《北京银行(601169):定增提升发展动力,不良存在温和反弹》 2012.04
- 3 《“退可守、进可攻”的品种——北京银行非公开定增获批点评》 2012.01

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	10,560.19
流通 A 股(百万)	8967.69
52 周内股价区间(元)	6.71-11.53
总市值(百万)	113,522.06
总资产(百万)	1,490,653.00
每股净资产(元)	8.70

资料来源: 公司公告

轻装上阵显优势, 改革转型大步走

北京银行(601169)

投资要点:

公司股权结构合理,外资、国资、民营资本汇集混合所有制,改革激发活力,公司治理经营效率有望进一步提升。充分利用京津冀区位优势 and 股东资源,公司不良率和成本收入比两项指标低于上市同业,未来将继续保持稳健的资产质量和经营效率。利率市场化改革推进,作为一家公司业务突出的银行,公司业务投行化是发展重点,同时借助互联网、移动终端等措施积极推进以小微和个人客户为主的“大零售”。

混合所有制股权结构,受益改革激发活力。 第一大股东 ING 是全球范围内金融集团,拥有综合金控的成熟经验;北京市国资委通过下属企业持股北京银行超过 ING,为实际大股东,优秀的区位优势和国资资源助力公司开拓业务。国资改革正稳步推进,改革红利下,公司决策和经营效率有望大幅提升。另,公司高管持股人数和持股市值居上市同业前列,股东和管理层利益协调,中长期激励机制建立。

不良及成本率双低,轻装上阵。 截止 2014 年三季度末,公司不良贷款比例仅为 0.76%,远低于上市银行平均水平的 1.05%;公司企业贷款占比较高,客户多为资信状况优质的大中型企业;经济发达的京津冀地区企业业务占比 60%以上,区位优势明显。另,成本收入占比仅为 23%,保持前期优势,继续领跑行业。此外,公司资产结构调整,收入结构进一步优化,非息收入占比稳步提升,部分对冲改革冲击。

资产结构调整,收入结构优化。 金融脱媒和利率市场化趋势不可逆,在稳健保持现有业务的优势的同时,公司强调收入多元化,增加非息收入占比,调整生息资产结构,丰富利息收入来源,提高同业业务、债券类投资资产等占比,对冲利率市场化改革带来的行业冲击。

上调为“买入”评级: 行业仍被低估,低不良应给予高溢价。中国银行业“做大”已久,未来焦点在于“做强”。利率市场化改革大背景下,金融创新政策会陆续推出,银行差异化竞争逐步显现。作为 A 股“双低”(低市净率和低市盈率)的行业,随经历一波行情,但较 A 股整体仍处估值低位,“高大上”特质显现,未来仍然会是资金选择标的。市场对于银行股低估的主要担忧在于资产质量隐患,北京银行的低不良率数据靓丽,未来有望继续保持,应该被给予高溢价。考虑到行业被低估和公司高溢价,上调北京银行至买入评级。

风险提示: 对资产质量问题的担忧上升。

经营预测指标与估值

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	30665	37650	44529	51705
+/-%	10.2	22.8	18.3	16.1
净利润(百万)	13,465	16,393	19,197	22,175
+/-%	15.2%	21.7%	17.1%	15.5%
EPS	1.27	1.55	1.82	2.10
PE	8.5	6.9	5.9	5.1

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

推荐逻辑图	错误!未定义书签。
一、混合所有制股权 改革激发活力	3
1、混合所有制改革标的	3
2、中长期激励机制建立	3
二、双低领跑行业 收入结构优化	4
1、资产质量稳定 不良领跑行业	4
2、管理效率提升 成本收入比处低位	5
3、收入结构优化	5
三、估值讨论	7

图表目录

图 1: 北京银行股东持股比例 (截止 2014Q3)	3
图 2: 高管持股水平位于上市银行高位	4
图 3: 上市银行 2014Q3 不良贷款率情况	4
图 4: 上市银行 2014Q3 拨备覆盖率情况	4
图 5: 费用管理领先	5
图 6: 费用管理持续优化	5
图 7: 北京银行营业收入结构趋势	5
图 8: 16 家上市银行营业收入结构一览 (截止 2014H1)	5
图 9: 贷款类资产占比总体呈现下降趋势	6
图 10: 北京银行生息资产结构多样化 (截止 2014Q3)	6
图 11: 贷款产生利息收入占比弱化	7

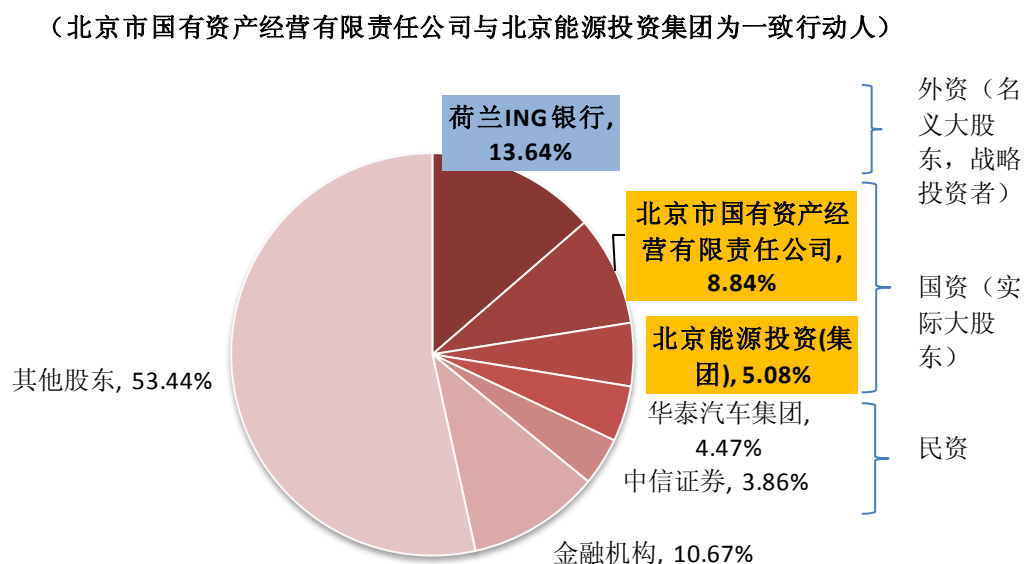
一、混合所有制股权 改革激发活力

1、混合所有制改革标的

股权分散，结构均衡。根据 2014 年三季度报，第二大股东北京市国有资产经营有限责任公司（持股比例 8.84%）和第三大股东北京能源投资（集团）有限公司（持股比例 5.08%）为一致行动人，代表北京市国资委。荷兰 ING 银行持股 13.64%，为公司第一大股东。另外，民营资本亦参股公司，其中，华泰汽车集团有限公司持股 4.47%，中信证券股份有限公司持股 3.86%。北京银行股权结构比较分散，前十大股东占比为 46.56%，为 16 家上市银行中最低水平。地方国资与外资占比居首，且差别不大，民营资本虽持股比例相对较小，但也带给了北京银行充足的市场化提升空间。

国资改革进展提速，加快市场化进程。2013 年底，十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，积极发展混合所有制经济，完善国有资产管理体制，从“管企业”向“管资本”转变，推动国有企业完善现代企业制度。2014 年 8 月，北京发布《关于全面深化市属国资国企改革的意见》明确改革方向，突出了国有企业的职责就是要紧紧围绕首都经济社会的发展而发挥作用。具体亮点有（1）80%的国有资本将集中在公共服务业，暗示了对于银行一类充分竞争类的行业和企业不太可能再有国有资本流入来加强控制权；（2）以管资本为主加强国有资产监管，明确出资人职权与企业自主权的边界；（3）推进以市场化为导向的选人用人和管理机制和健全公司法人治理机构，前两点预示着国资监管机构减少对管理层选聘和经营权的干预，仅仅对董事、监事行使出资人的监管权利；（4）完善长效激励约束机制，采用股票期权、岗位分红等激励方式，进一步完善中长期激励机制。混合所有制改革深化将从股权结构上进一步激活公司的市场化动力，引领商业银行跨入跳跃化发展的轨道，公司中长期受益。

图 1：北京银行股东持股比例（截止 2014Q3）



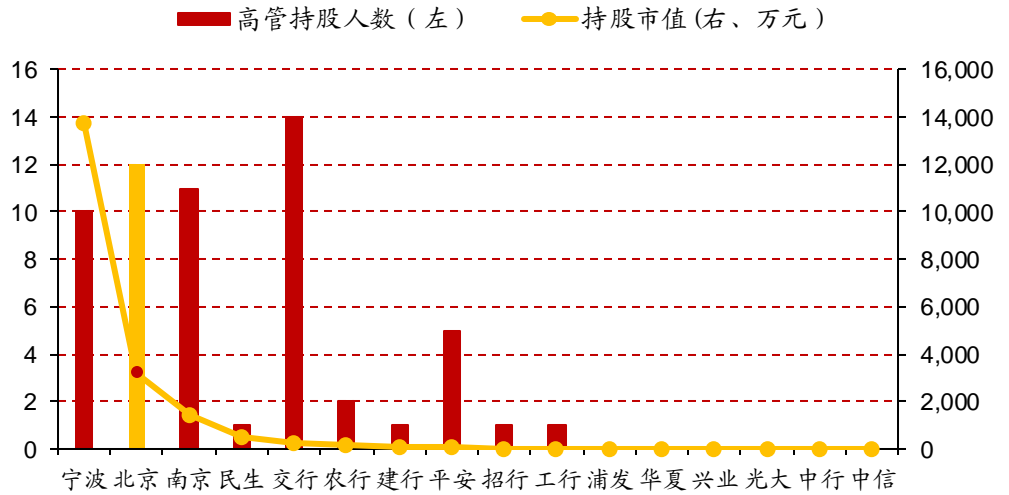
资料来源：公司财报、华泰证券研究所

2、中长期激励机制建立

建立激励机制，绑定未来发展。横向比较上市同业，北京银行高管持股人数和持股市值都居行业前列，目前共计有 12 名高管持有合计约 3234 万元市值的公司股份。所有权与管理权的统一协调是公司中长期发展的大问题，公司提前着手，通过高管持股等激励机制协调好股

东与管理层利益，充分调动管理的主观能动性，建立和完善中长期激励机制，保障公司战略的有效执行。

图 2: 高管持股水平位于上市银行高位



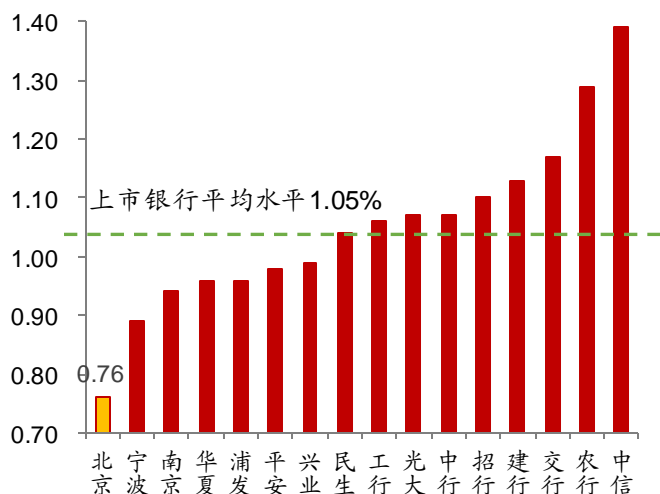
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

二、不良率与成本率双低 收入结构优化

1、资产质量稳定 资产质量行业领先

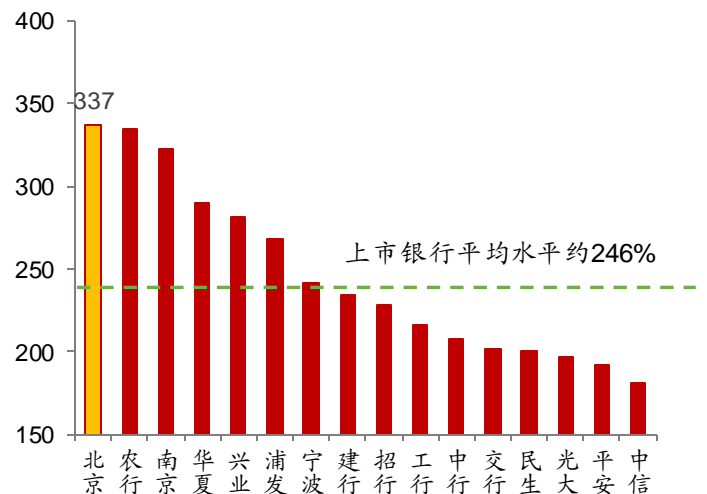
资产质量稳定，不良优于同行。北京银行的资产质量在 16 家上市银行中表现出明显优势，不良贷款率位居同业水平的底部。截止 2014Q3，公司不良贷款率为 0.76%，较二季度末微升 8BP，较年初提升 11BP，资产质量保持稳定。宏观经济增速放缓，债务偿还能力下降，银行业整体不良双升。在此背景下，公司不良仍处低位，成为行业中一抹亮色。14 年三季度末公司拨备覆盖率达到 337%，远高于行业平均水平的 246%，拨备充足，资产质量风险无需过度担心。

图 3: 上市银行 2014Q3 不良贷款率情况



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图 4: 上市银行 2014Q3 拨备覆盖率情况



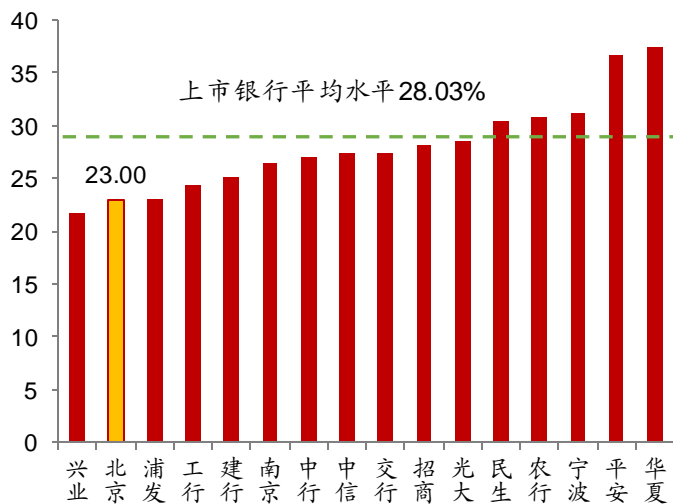
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

未来优势继续，不良继续处低位。在过去5个季度公布的数据中（2013Q3-2014Q3）公司连续保持同业最低水平，预计未来一段时间内，北京银行资产质量将保持稳定，不良率处低位。

2、管理效率提升 成本收入比处低位

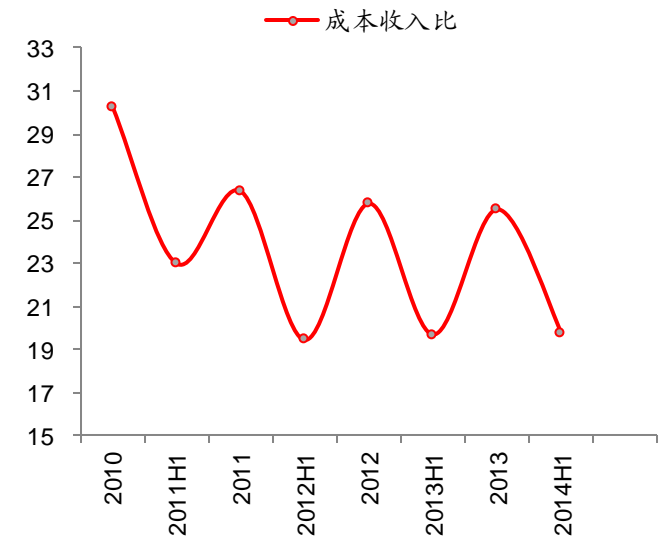
成本收入比连续保持板块最低水平，得益于公司出色的经营效率。北京银行2014Q3的财报数据显示其成本收入比为23%，远低于上市同业的平均水平28.03%，费用管理领先同业。另外，近年来公司经营效率持续提升，成本收入比呈震荡下降趋势：自2010年30%的水平下降至2014H1接近20%的水平。

图 5: 费用管理领先



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图 6: 费用管理持续优化

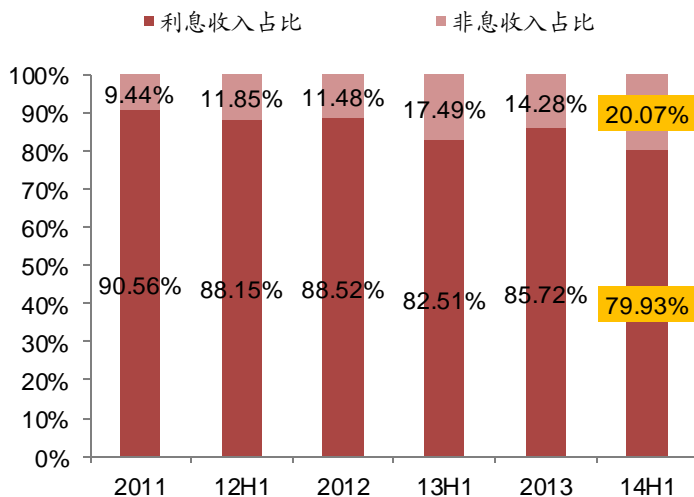


资料来源：公司财报、华泰证券研究所

3、收入结构优化

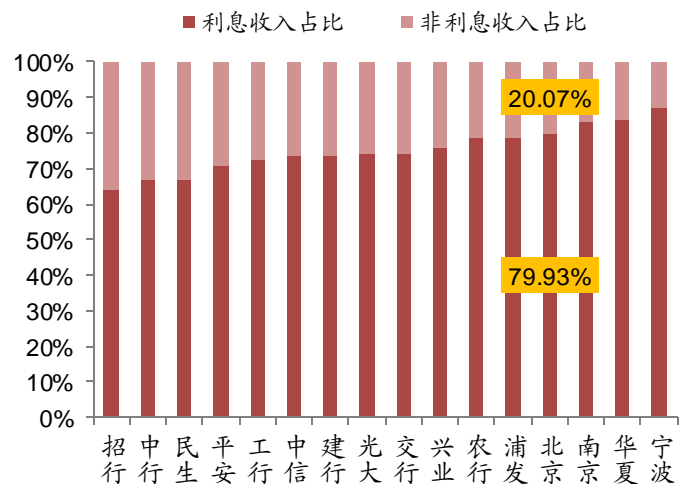
非息收入占比提升，收入结构优化。截止2014年6月末，公司实现非息净收入37亿元，占比20.07%，为近年最高，其中，实现手续费及佣金净收入31亿元，占营业收入比例达17%，收入结构持续优化。

图 7: 北京银行营业收入结构趋势



资料来源：公司财报、华泰证券研究所

图 8: 16家上市银行营业收入结构一览（截止2014H1）

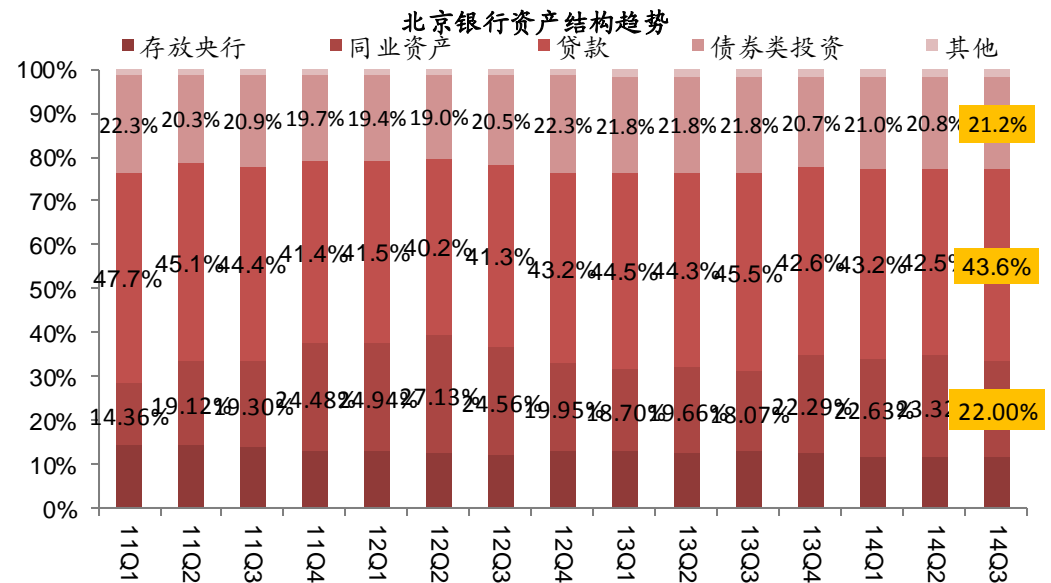


资料来源：Wind 资讯、华泰证券研究所

资产结构多元化。较上市同业，公司非息收入占比指标难说亮眼，但细察生息资产结构和利

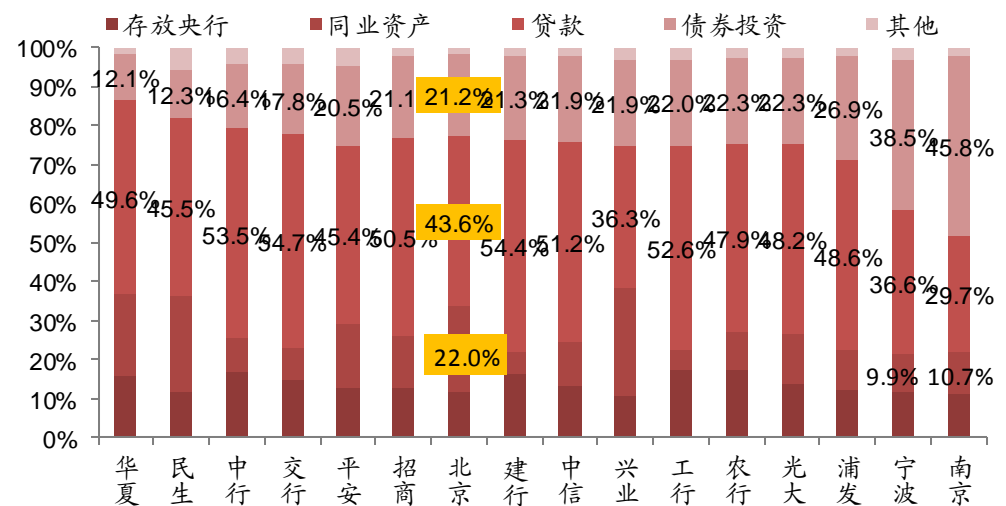
息收入结构，却让人给予更多期待。截止 2011 年一季度末，同业资产占比仅为 14.36%；截止 2014 年三季度末，这一占比上升至 22%，同业资产规模达到 3280.15 亿元，同比增长 50%。贷款类资产在 2011 年一季度末高达 3501.48 亿元，占总资产的 47.7%，目前虽仍为最主要的生息资产，但贷款类资产的占比逐年下降，在 2014 年三季度末降至 43.6%。横向比较，截止 2014 年三季度，贷款类资产的占比为 43.6%，较上市银行平均水平低 3.1 个百分点；同业资产的占比为 22%，高于上市银行平均水平 8.4 个百分点，资产结构多元化调整效果逐步显现。

图 9： 贷款类资产占比总体呈现下降趋势



资料来源：华泰证券研究所

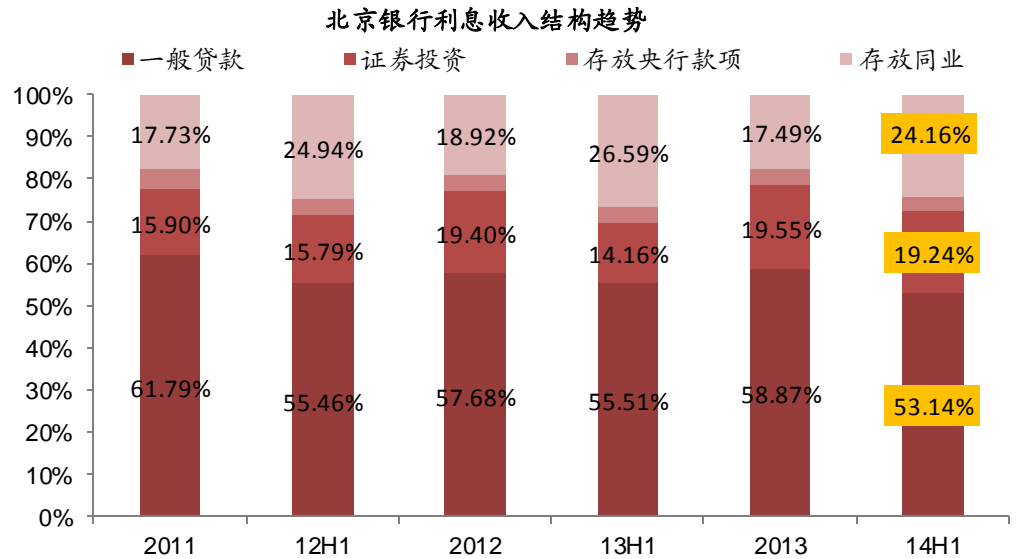
图 10： 北京银行生息资产结构多样化 (截止 2014Q3)



资料来源：华泰证券研究所

资产结构调整推动收入结构优化。截止 2014 年三季度末，一般贷款产生利息占比为 53.14%，为近年来最低水平，相比 2011 年年末的占比下降了 8.65 个百分点；存放同业产生的利息收入和证券投资收入占比分别达到 24.16%和 19.24%，较 2011 年年末分别上升 6.43 个百分点和 3.34 个百分点。

图 11: 贷款产生利息收入占比弱化



资料来源: 华泰证券研究所

三、估值讨论

未来一段时间内, 国资改革继续推进, 作为北京市国资委参股企业, 北京银行将受益于国资改革, 公司决策和经营效率有望进一步提升。

凭借公司区位优势、股东资源和管理层业务布局, 未来一段时间内, 公司资产质量保持稳定, 不良贷款比例维持低位, 同时管理效率提升背景下, 成本收入比收入持续优化, 双低指标继续领跑行业。

行业仍被低估, 低不良应给予高溢价。中国银行业“做大”已久, 未来焦点在于“做强”。利率市场化改革大背景下, 金融创新政策会陆续推出, 银行差异化竞争逐步显现。作为 A 股“双低”(低市净率和低市盈率)的行业, 随经历一波行情, 但较 A 股整体仍处估值低位, “高大上”特质显现, 未来仍然会是资金选择标的。市场对于银行股低估的主要担忧在于资产质量隐患, 北京银行的低不良率数据靓丽, 未来有望继续保持, 应该被给予高溢价。考虑到行业被低估和公司高溢价, 北京银行有 30% 的上行空间, 故上调北京银行至买入评级。

盈利预测

资产负债表概要	2013A	2014E	2015E	2016E
总资产	1,336,764	1,551,983	1,778,573	2,000,895
贷款余额	568,852	667,832	769,342	879,358
债券投资	276,904	326,193	372,512	422,056
总负债	1,258,458	1,459,056	1,667,993	1,870,654
存款余额	834,480	938,790	1,038,865	1,156,776
应付债券	366,848	424,993	493,927	565,695
股东权益	78,306	92,927	110,580	130,241
盈利能力	2013A	2014E	2015E	2016E
ROAA	1.10%	1.13%	1.15%	1.17%
ROAE	18.05%	19.15%	18.87%	18.42%
贷款收益率	6.35%	6.18%	6.12%	6.02%
存款成本率	2.12%	2.31%	2.38%	2.43%
净息差 (NIM)	2.28%	2.37%	2.45%	2.52%
成本收入比	25.51%	26.17%	25.43%	25.98%
成长能力	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款余额	17.67%	17.40%	15.20%	14.30%
存款余额	16.91%	12.50%	10.66%	11.35%
净利息收入	6.75%	21.10%	17.50%	15.70%
非利息收入	54.10%	28.60%	23.11%	18.59%
营业费用	9.07%	8.71%	16.96%	17.59%
净利润	15.24%	21.75%	17.10%	15.51%
营业收入结构	2013A	2014E	2015E	2016E
利息占比	85.72%	84.54%	83.99%	83.69%
手续费收入占比	12.89%	13.50%	14.05%	14.35%
业务费用占比	25.51%	24.35%	24.08%	24.39%
计提拨备占比	12.51%	13.72%	14.60%	14.53%

利润表概要	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	26,285	31,831	37,401	43,273
手续费净收入	3,951	5,081	6,255	7,418
营业费用	10,041	10,916	12,767	15,013
拨备前利润	20,656	26,734	31,762	36,692
计提减值准备	3,835	5,164	6,503	7,514
所得税	3,356	5,177	6,062	7,003
净利润	13,465	16,393	19,197	22,175
资本管理	2013A	2014E	2015E	2016E
核心资本	78,272	90,537	105,928	121,584
资本净额	97,168	116,281	138,374	162,977
风险加权资产	887,884	1,075,228	1,253,716	1,435,505
风险加权资产比重	66.42%	69.28%	70.49%	71.74%
核心资本充足率	8.81%	8.42%	8.45%	8.47%
资本充足率	10.94%	10.81%	11.04%	11.35%
资产质量	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款减值准备	16,010	18,728	22,341	26,761
不良贷款额	3,788	5,476	6,770	8,442
不良贷款率	0.65%	0.82%	0.88%	0.96%
拨备覆盖率	386%	342%	330%	317%
拨贷比	2.51%	2.80%	2.90%	3.04%
信用成本	0.67%	0.75%	0.83%	0.83%
估值分析	2013A	2014E	2015E	2016E
PE	8.5	6.9	5.9	5.1
PB	1.5	1.2	1.0	0.9
EPS	1.27	1.55	1.82	2.10
BVPS	7.40	8.80	10.47	12.33
每股股利	0.38	0.47	0.55	0.63
股息收益率	2.40%	4.57%	5.39%	6.23%

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：8625 84457777/传真：8625 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86755 82492388/传真：86755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：8621 28972098/传真：8621 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn