

平安银行 (000001.SZ) 银行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市场价格(人民币): 9.22元

新三年, 未来值得期待

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	14,631.18
总市值(百万元)	158,311.19
年内股价最高最低(元)	13.08/8.48
沪深300指数	3233.36
深证成指	10390.96

公司基本情况(人民币)

(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	73407	96163	112859	132534	158363
(+/-)	40.7%	31.0%	17.4%	17.4%	19.5%
净利润	19,802	21,865	23,896	26,948	31,827
(+/-)	30.0%	10.4%	9.3%	12.8%	18.1%
每股收益(元)	1.73	1.53	1.39	1.57	1.85
每股净资产(元)	7.63	9.41	10.67	11.91	13.40
P/E	5.32	6.03	6.63	5.87	4.97
P/B	1.21	0.98	0.86	0.77	0.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

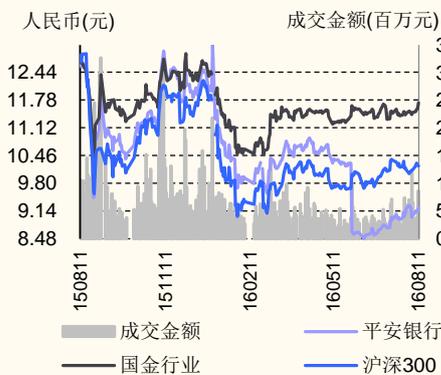
- **战略差异化, 具有核心竞争力。**公司秉承“专业化、集约化、综合金融、互联网金融”四大经营战略。综合金融战略是公司差异化竞争优势的基础与核心, 公司也凭此形成了自己特有的核心竞争力。主要依托平安集团及其子公司的综合资源优势, 拓宽对客户的服务领域, 增强客户综合金融服务体验。
- **息差逆势上升。**在降息周期和存贷款利率管制取消的行业大背景下, 同业的息差水平都转头向下, 而公司的息差却逆势上升, 表现可谓非常的亮眼。公司优秀的息差表现我们认为主要有两个方面: 1) 集团的业务协同让公司有更多的议价能力; 2) 互联网金融的创新发展和品牌影响, 客户的粘性增强同时获客数显著提升, 存款的沉淀提升, 带来的业务规模效应。
- **非息收入高速增长, 4年复合增长率达到62%。**2015年实现非利息净收入300.64亿元, 同比增长48%, 较5年前的水平计算其复合增长率达到62%。在营业收入中的占比由4年前的16.9%提升至31.3%, 四年翻一倍。非息收入的高速增长离不开公司专业化的经营战略以及集团的业务协同带来的综合服务能力的提升。
- **中报看点:** 2016年中期公司实现净利润122.92亿元, 同比增长6.1%; 不良率和拨备覆盖率分别为1.56%、160.82%。1) 业绩整体符合预期, 但业绩质量好于我们的预期。2) 资产重定价和高收益资产减少致二季度息差略有下降。但公司二季度2.71%的息差水平还是显著高于同业。3) 不良率与一季度末持平, 不良生成小幅上升。90天+逾期的增速也开始放缓, 不良的确认上略有改善。

盈利预测和估值

- 我们看好公司的综合金融以及创新发展能力, 持续推进转型创新。我们预计2016年公司业绩同比增长9.3%。目前对应2016年PB为0.86倍。相对公司的成长公司的股价低估明显, 基于公司改善的不良情况以及未来综合金融和互联网平台创新带来的高成长, 公司股价有估值修复和较大的溢价空间, 我们给予公司买入的投资评级。

风险提示

- 经济持续下行, 信用风险持续爆发; 市场系统性风险; 公司经营风险等



相关报告

刘志平 联系人
(8621)61038229
liuzhiping@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

战略差异化，具有核心竞争力	3
息差逆势上升	4
非息收入高速增长	5
中报看点	6
投资建议和盈利预测	7
风险提示	7

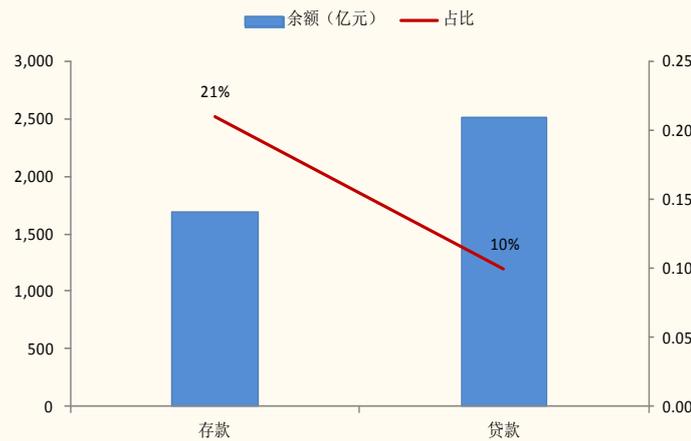
图表目录

图表 1：事业部的存贷款贡献度	3
图表 2：获客数显著提升	3
图表 3：2014-2015 年公司业绩增长远超其他股份制银行	3
图表 4：2011-2015 年公司业绩高增长	3
图表 5：2015 年公司净息差同业最高	4
图表 6：公司的净息差逆势提升	4
图表 7：公司的生息资产收益率行业最高	4
图表 8：公司的议价能力较高，波动小	4
图表 9：中间业务收入 4 年复合增长 62%	5
图表 10：中收占比 4 年翻一倍	5
图表 11：手续费收入的分解，前四大业务占 76%	5
图表 12：托管业务收入占比已经超过 10%	5
图表 13：中期净利润同比增长 6.1%	6
图表 14：成本收入持续下降	6
图表 15：信贷成本仍在高位	6
图表 16：活期存款占比创新高	6
图表 17：中期不良率企稳	7
图表 18：二季度不良生成率略有上升	7

战略差异化，具有核心竞争力

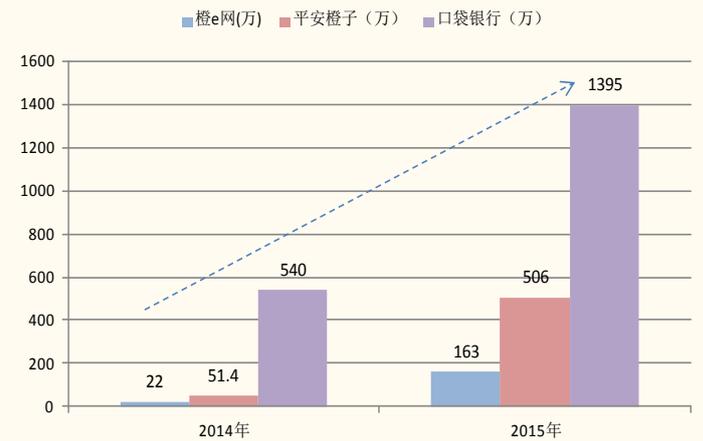
- 公司秉承“专业化、集约化、综合金融、互联网金融”四大经营战略。综合金融战略是公司差异化竞争优势的基础与核心，公司也凭此形成了自己特有的核心竞争力。主要依托平安集团及其子公司的综合资源优势，拓宽对客户的服务领域，增强客户的综合金融服务体验。
- 专业化、集约化的服务思路，事业部快速发展。2013 年至今公司已成立六家行业事业部，目前正在筹建电子信息产业金融事业部和与装备制造业金融事业部，新事业部成立后，将实现八大事业部、九大行业产业链金融服务的“全覆盖”。2015 年末，行业事业部（自营）存款余额 1,694 亿元、贷款余额 2,506 亿元，均较年初实现翻番，分别占公司总存贷款余额的 21%、10%；2015 年实现营业收入 101 亿元，同比增长 41%。
- 互联网金融全面开花。公司不断探索商业模式创新，在互联网领域不断加强产品研发和技术创新，目前已经打造“贷贷平安”、“橙 e 网”、“行 E 通”、“产业基金”、“物联网”、“平安橙子”等特色产品，互联网金融品牌知名度和影响力不断提升。
- 前两年，公司的业绩显著好于其他股份制银行，集团业务协同以及互联网金融战略大显成效。2016 年是平安银行“新三年”的起点，我们可以看到公司在既有战略下各项业务深化落地，业绩实现新的高增长。

图表 1：事业部的存贷款贡献度



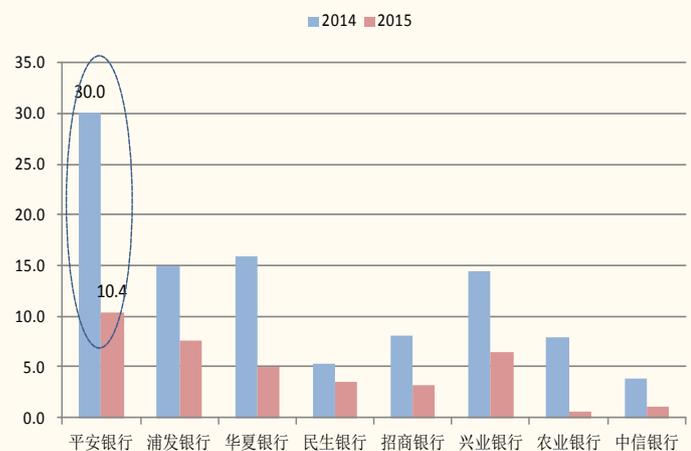
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：获客数显著提升



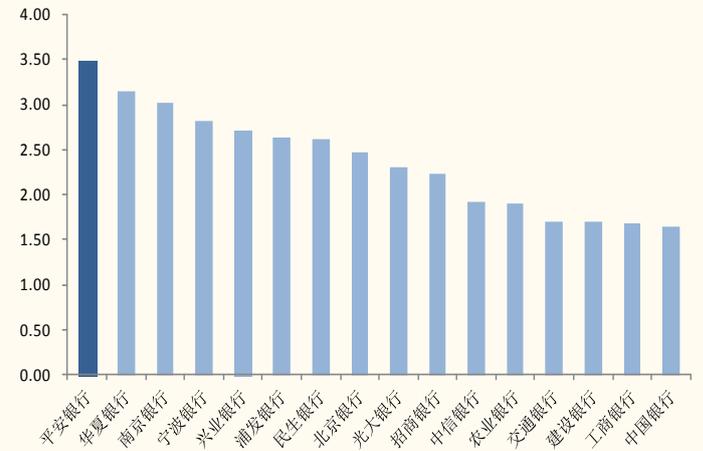
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 3：2014-2015 年公司业绩增长远超其他股份制银行



来源：WND 资讯、国金证券研究所

图表 4：2011-2015 年公司业绩高增长

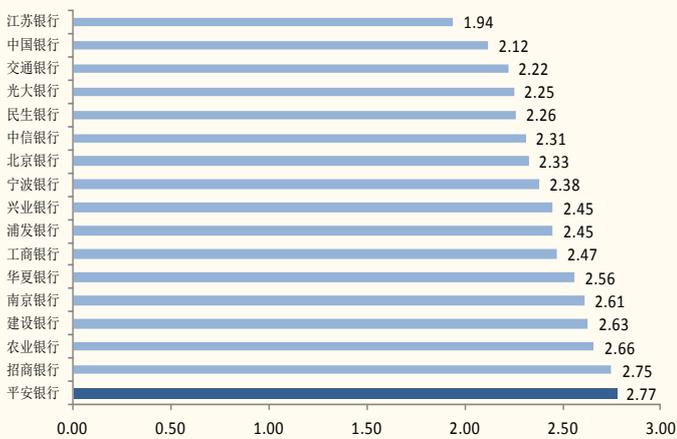


来源：WND 资讯、国金证券研究所

息差逆势上升

- 在降息周期和存贷款利率管制取消的行业大背景下，同业的息差水平都转头向下，而公司的息差却逆势上升，表现可谓非常的亮眼。2015年公司的息差水平在行业里最高。2015年公司的净息差为2.63%，同比提高20BP。其中四季度的净息差环比继续提升13BP。
- 公司优秀的息差表现我们认为主要有两个方面：1) 集团的业务协同让公司有更多的议价能力，公司的生息资产收益率远高于同业，同时较高的议价能力使公司的资产收益率水平较同业的波动小；2) 互联网金融的创新发展和品牌影响，客户的粘性增强同时获客数显著提升，存款的沉淀提升，带来的业务规模效应。

图表 5：2015 年公司净息差同业最高



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 6：公司的净息差逆势提升



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 7：公司的生息资产收益率行业最高



来源：WIND 资讯、国金证券研究所

图表 8：公司的议价能力较高，波动小

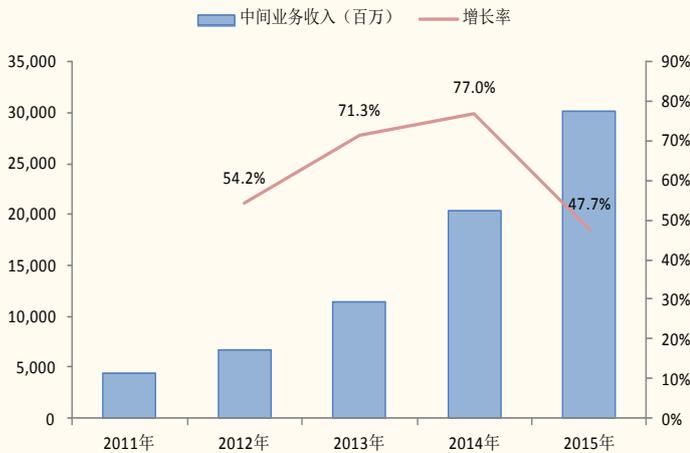


来源：WIND 资讯、国金证券研究所

非息收入高速增长

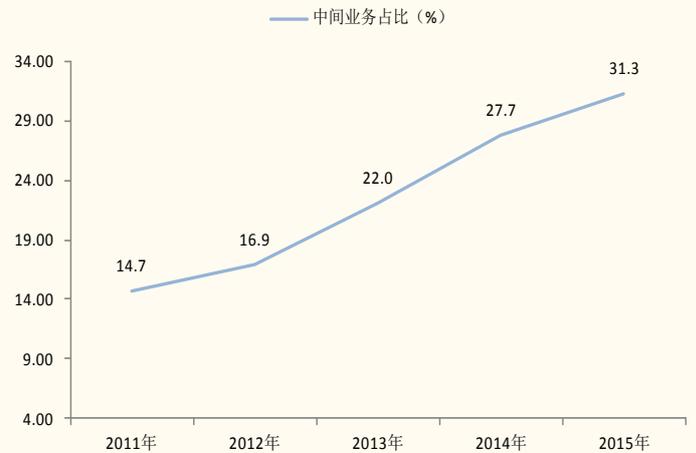
- 非息收入高速发展，4年复合增长率达到62%。2015年实现非利息净收入300.64亿元，同比增长48%，较5年前的水平计算其复合增长率达到62%。在营业收入中的占比由4年前的16.9%提升至31.3%，四年翻一倍。非息收入的高速增长离不开公司专业化的经营战略以及集团的业务协同带来的综合服务能力的提升。
- 分解下公司的手续费收入，银行卡、投行类业务、代理委托以及托管业务带来的收入合计占到了总收入的76%，是公司手续费收入的贡献来源。另外托管业务近几年发展很快，2015年托管规模较年初增长105%，业务收入占比已经超过10%。

图表 9：中间业务收入 4 年复合增长 62%



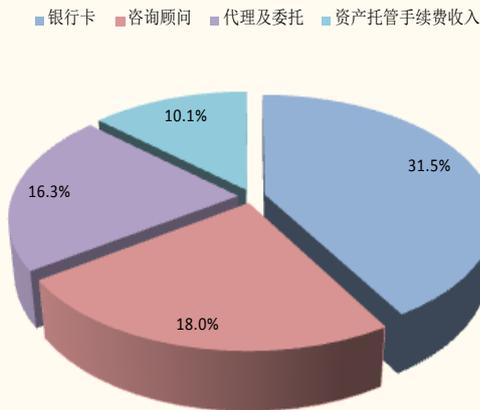
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 10：中收占比 4 年翻一倍



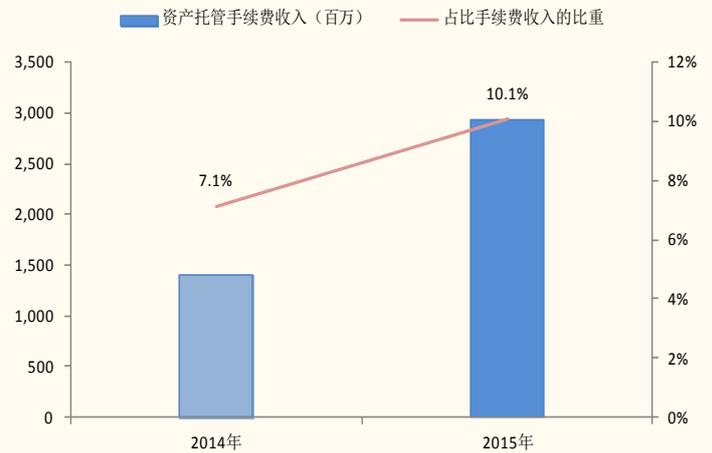
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 11：手续费收入的分解，前四大业务占 76%



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 12：托管业务收入占比已经超过 10%

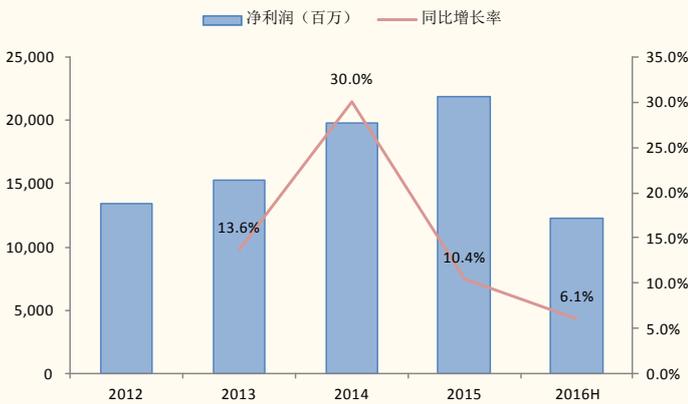


来源：公司公告、国金证券研究所

中报看点

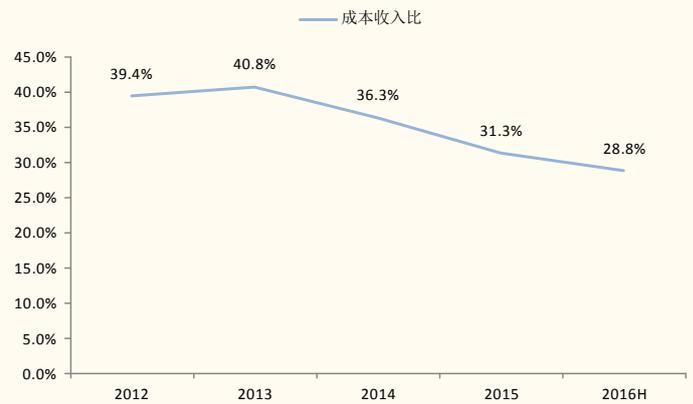
- 2016 年中期公司实现净利润 122.92 亿元，同比增长 6.1%，其中营业收入、拨备前利润分别同比增长 17.6%、28.3%。资产减值拨备同比增长 54.8%。不良率和拨备覆盖率分别为 1.56%、160.82%。
- 业绩整体符合预期，但业绩质量好于我们的预期。主要表现在两个方面：1) 公司实现拨备前利润同比增长 28.3%，在拨备前利润大幅增长的基础上公司继续大幅计提拨备，同比增长 54.8%，信贷成本维持在高位。2) 成本收入比继续下降，同比下降 3.42 个百分点。二季度公司业绩同比和环比分别增长 4%、2%。
- 资产重定价和高收益资产减少致二季度息差略有下降。二季度公司的净息差较一季度下降 16BP，主要是二季度资产重定价继续以及资产荒的影响。但公司二季度 2.71% 的息差水平还是显著高于同业。中期整体的息差依然继续提升，同比提高 8BP，在市场普降的情况下也很难得。主要是上半年公司加大了负债的管理，活期存款占比提升至 45.9% 的历史高位，我们预计主要来源于公司互联网金融平台吸收的存款沉淀，存款活期化致计息负债成本同比下降 93BP。
- 不良率与一季度末持平，不良生成小幅上升。中期的不良率为 1.56%，与一季度末持平。不良余额较一季度末增长 7%，增速较上报告期放缓。二季度不量的生成率较一季度小幅提升 10BP，但低于去年三四季度的水平。90 天+逾期的增速也开始放缓，不良的确认上略有改善。

图表 13：中期净利润同比增长 6.1%



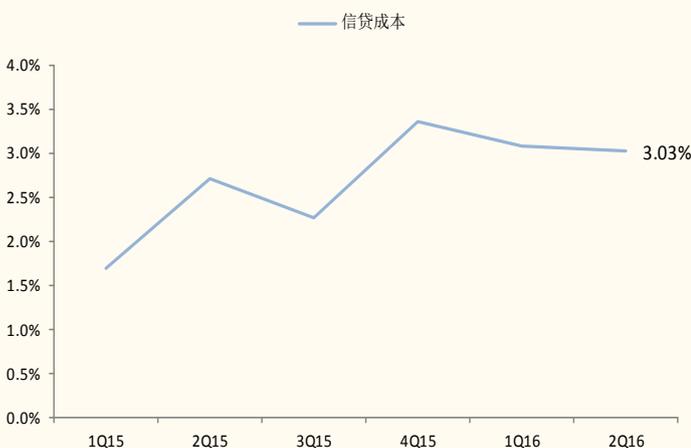
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 14：成本收入持续下降

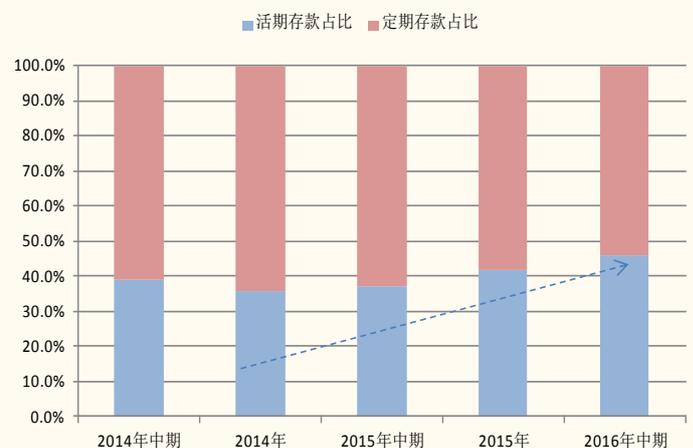


来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15：信贷成本仍在高位

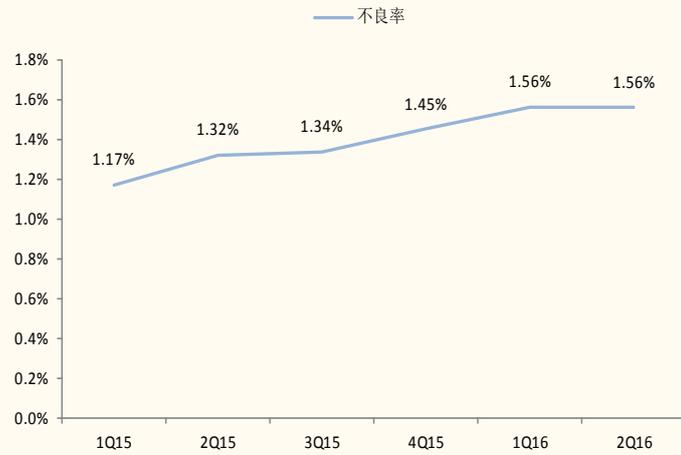


图表 16：活期存款占比创新高



来源：公司公告、国金证券研究所

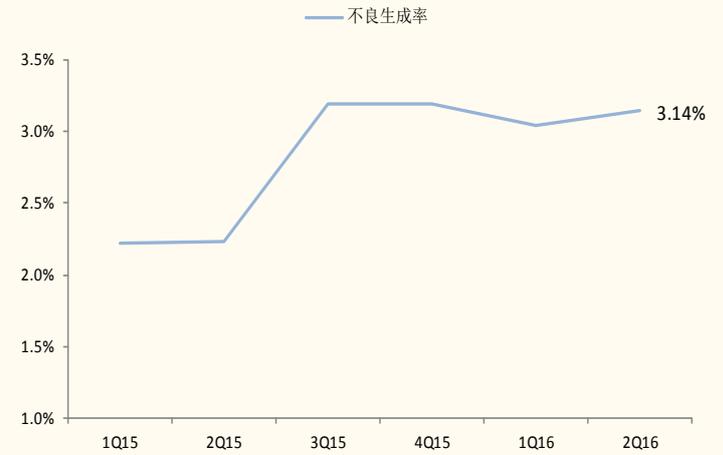
图表 17：中期不良率企稳



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 18：二季度不良生成率略有上升



来源：公司公告、国金证券研究所

投资建议和盈利预测

- 我们看好公司的综合金融以及创新发展能力，持续推进转型创新。综合金融和互联网金融增强客户的粘性和获客能力，从而带来低成本存款的沉淀和中收的实现，在利率市场化中和经济下行周期中受冲击的程度相对较小。
- 我们预计 2016 年公司业绩同比增长 9.3%。目前对应 2016 年 PB 为 0.86 倍。相对公司的成长公司的股价低估明显，基于公司改善的不良情况以及未来综合金融和互联网平台创新带来的高成长，公司股价有估值修复和较大的溢价空间，我们给予公司买入的投资评级。

风险提示

经济持续下行，信用风险持续爆发；市场系统性风险；公司经营风险等

附录：三张报表预测摘要

利润表数据						每股指标					
百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	百万元/元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
生息资产	1,972,037	2,257,358	2,609,744	3,037,068	3,511,148	ROAA (%)	0.97	0.93	0.88	0.86	0.89
净息差 (%)	2.57	2.77	2.72	2.68	2.73	ROAE (%)	16.30	14.95	13.11	12.60	13.42
利息收入	119,202	131,649	149,676	171,182	196,889	每股净资产	11.46	11.29	10.67	11.91	13.40
利息费用	66,156	65,550	75,896	88,364	101,150	EPS	1.73	1.53	1.39	1.57	1.85
净利息收入	53,046	66,099	73,780	82,817	95,739	股利	1,988	2,189	4,779	5,390	6,365
贷款减值损失	15,011	30,485	37,265	44,870	53,133	DPS	0.17	0.15	0.28	0.31	0.37
非利息收入						股利分配率 (%)	10	10	20	20	20
佣金手续费净收入	17,378	26,445	35,460	46,098	59,005	股本	11,425	14,309	17,171	17,171	17,171
交易性收入	3,158	4,031	4,031	4,031	4,031						
其他收入	-175	-412	-412	-412	-412						
非利息收入合计	20,361	30,064	39,079	49,717	62,624	业绩指标					
非利息费用						增长率 (%)					
业务管理费	26,668	30,112	36,487	42,971	51,989	净利息收入	30.4	24.6	11.6	12.2	15.6
营业税金及附加	5,482	6,671	7,899	9,689	11,998	非利息收入	77.0	47.7	30.0	27.2	26.0
非利息费用合计	32,150	36,783	44,386	52,660	63,987	非利息费用	26.9	14.4	20.7	18.6	21.5
税前利润	26,194	28,846	31,159	34,956	41,194	净利润	30.0	10.4	9.3	12.8	18.1
所得税	6,392	6,981	7,263	8,007	9,367	生息资产	15.6	14.5	15.6	16.4	15.6
净利润	19,802	21,865	23,896	26,948	31,827	总付息负债	15.1	14.3	15.3	15.7	14.3
						风险加权资产	17.9	20.4	18.6	19.3	17.2
资产负债表数据						收入分解					
总资产	2,186,459	2,507,149	2,902,385	3,341,400	3,805,510	净利息收入/营业收入	72.3	68.7	65.4	62.5	60.5
客户贷款	1,003,637	1,186,872	1,406,860	1,691,694	1,993,170	手续费净收入/营业收入	23.7	27.5	31.4	34.8	37.3
客户存款	1,533,183	1,733,921	2,046,027	2,455,232	2,921,726	效率 (%)					
其他付息负债	466,074	550,263	588,662	593,952	562,619	成本收入比	36.3	31.3	32.3	32.4	32.8
股东权益	130,949	161,500	203,160	224,455	250,018	营业费用/总资产	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8
客户贷款平均	917,882	1,095,255	1,296,866	1,549,277	1,842,432	流动性 (%)					
资产质量						客户贷款/生息资产	50.9	52.6	53.9	55.7	56.8
不良贷款	10,501	17,645	24,723	31,928	37,739	贷存比	66.8	67.0	68.6	68.8	68.5
不良贷款率	1.02	1.45	1.71	1.82	1.81	资本信息 (%)					
贷款拨备覆盖	21,097	29,266	40,051	62,260	96,235	核心一级资本充足率	8.6	9.0	8.7	8.2	7.9
拨备覆盖率	201	166	162	195	255	一级资本充足率	8.6	9.0	8.7	8.2	7.9
信贷成本	14,301	29,461	37,265	44,870	53,133	资本充足率	10.9	10.9	11.0	10.8	11.2
信贷成本 (%)	1.56	2.63	2.80	2.80	2.76						

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-13	买入	13.86	N/A
2	2015-04-24	买入	16.66	N/A
3	2015-06-30	买入	13.77	N/A
4	2015-08-14	买入	12.57	N/A
5	2015-10-23	买入	11.22	N/A
6	2015-11-24	买入	12.45	N/A
7	2016-03-10	买入	10.17	N/A
8	2016-04-21	买入	10.52	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD