

平安银行 (000001)

证券研究报告
2017年02月02日

大行的估值水平，小行的业绩弹性

脱胎于深发展，收入结构持续优化

平安银行为深发展与原平安银行整合而成，其前身深发展与中国金融改革密切相关。依托平安集团，借助交叉销售，发力综合金融，平安银行非利息收入增长快速，收入结构持续优化。3Q16 非息收入占比达 33%，位列上市银行前列。

多元驱动，小行般的成长性

从 3Q16 业绩驱动因子分析来看，规模扩张、息差、非息收入及成本控制贡献大，多元驱动业绩增长；而拨备计提力度大增则显著拖累。

自 12 年以来，平安银行拨备前利润增速持续超 30%，领上市银行之先；净利润增速也持续在股份行平均之上，可谓是具有小行般的成长性。

站在利率上升时间窗口，显著受益

受货币政策转向、美债收益率大幅上升等影响，市场利率显著上升。我们或已站在市场利率上升的中期时间窗口，市场利率将明显上行，推动银行资产收益率上行，而存款占比高的银行负债成本相对刚性，净息差有望实质性改善。平安银行为当前存款占比最高的上市股份行，更受益于市场利率上行，息差有望走阔。

资产质量企稳，业绩或大幅上行

16 年初以来的经济企稳或复苏带动了银行业资产质量企稳，周期行业的复苏将显著改善周期行业贷款风险，减轻拨备计提压力。平安银行资产质量已边际改善，逾期贷款率与关注贷款率环比下降，资产质量有望进一步企稳。平安银行拨备前利润是利润的两倍多，资产质量改善将带来业绩的大幅上行，弹性大。

投资建议：目标价 13.3 元/股，看 40% 上行空间

我们认为，资产质量担忧与管理层的更迭为平安银行估值压制主因，也恰是机会所在。资产质量已显现改善信号，显著受益于市场利率上行，新管理层基本落地，零售银行转型预计加快，未来业绩增速大概率反转，有望大幅上行。

当前 0.9 倍 PB (If) 估值与中行相当，严重低估了其基本面与成长性。首次覆盖，给予买入评级，给 1.1 倍 17PB 目标价，对应 13.3 元/股，6 个月内看 40% 上行空间。

风险提示：经济下行超预期导致资产质量大幅恶化；新管理层能力显著低于预期。

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.33 元
目标价格	13.3 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,170.41
流通 A 股股本(百万股)	16,917.99
A 股总市值(百万元)	160,199.94
流通 A 股市值(百万元)	157,844.84
每股净资产(元)	10.38
资产负债率(%)	92.90
一年内最高/最低(元)	10.97/8.52

作者

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

廖志明 联系人
liaozhiming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(亿元)	734	961	1121	1337	1600
增长率(%)	40.3	31.0	16.7	19.3	19.6
归属母公司股东净利润(亿元)	198	219	235	289	362
增长率(%)	30.0	10.4	7.5	22.9	25.2
每股收益(元)	1.73	1.53	1.37	1.68	2.11
市盈率(P/E)	5.4	6.1	6.8	5.5	4.4
市净率(P/B)	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6

资料来源：wind，天风证券研究所

投资要点

跟大行一样估值水平的股份行；资产质量边际改善，逾期贷款率与关注贷款率环比下降；新管理层落地，向大零售转型加快；；扣除同业资产的同业负债的比例较低，更受益于市场利率上升，息差或改善，业绩有望超预期

关键假设（乐观&悲观）

中性假设：经济企稳，增速持平或略微下行；市场利率持平或略微上升；资产规模增长保持平稳。

估值分析

作为资产规模偏小的股份行，平安银行估值仅 0.90 倍 PB (lf)，显著低于 1.01 倍 PB (lf) 上市股份行的平均估值水平，与五大行接近，甚至低于建行，价值低估较严重。

与市场预期差

新管理层落地及零售转型前景或好于预期；此外，资产质量企稳情况或好于市场预期。

股价催化剂

新管理层落地，零售转型加快；经济数据继续向好，复苏好于预期。

公司简介

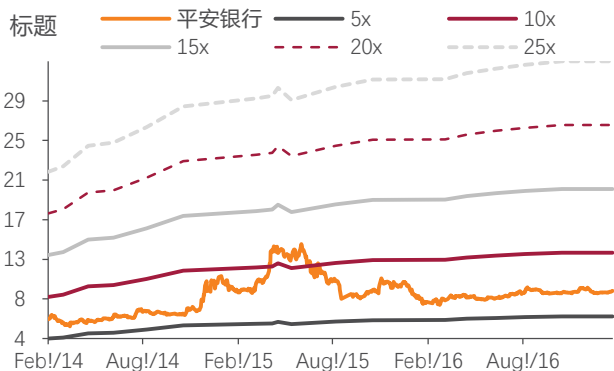
总部设在深圳的全国性股份制商业银行。其前身为深圳发展银行，于 2012 年 6 月吸收合并原平安银行并于同年 7 月更名为平安银行。截至 2015 年末，平安银行在职员工 38,600 人，通过全国 58 家分行、1037 家营业机构为客户提供多种金融服务，以公司、零售、同业、投行“四轮驱动”为业务重点，以“专业化、集约化、综合金融和互联网金融”四大特色为经营战略，跳出银行办银行，践行银行业供给侧改革，积极支持实体经济发展，全面助力中国经济转型。

简要行业分析

受 2012 年以来的经济下行导致资产质量承压以及利率市场化和降息等导致息差显著收窄之影响，银行业利润增速普遍下行，高增长的时代业已逝去。2016 年初以来经济复苏态势明显，资产质量或迎来拐点；16 年底以来市场利率显著上行，我们站在利率上升的中期时间窗口，银行业绩增速有望反转，估值中枢上移。

PE-Band

平安银行历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

平安银行历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 脱胎于深发展，依托平安集团	5
1.1. 脱胎于深发展，金融改革的见证者	5
1.2. 依托平安集团，中间业务发力	8
2. 多元驱动，小行般的高成长性	10
2.1. 多元驱动业绩增长，息差靓丽	10
2.2. 拨备前利润增速喜人，小行般的高成长性	12
3. 受益于利率走高，业绩增速有望上升	13
3.1. 站在利率上行的中期时间窗口	13
3.2. 受益于利率上升，息差有望走阔	15
4. 资产质量企稳，或迎来拐点	17
4.1. 经济有所复苏，银行业资产质量企稳	17
4.2. 逾期贷款情况好转，资产质量或迎拐点	18
5. 新管理层落地，向零售银行转型加快	19
6. 投资建议：大行的估值，看 40%上行空间	20
6.1. 估值如大行，价值低估严重	20
6.2. 给予 1.1 倍 17PB 目标价，看 40%上行空间	20
7. 风险提示	21

图表目录

图 1：深发展：87-03 年自我发展时代、04-09 年新桥时代、10 年开启平安时代（亿元）	5
图 2：90 年代末亚洲金融危机后深发展银行深陷不良危机（亿元）	6
图 3：平安银行脱胎于深发展银行	7
图 4：10 年平安集团的入主缓解了资本不足问题，支撑业务较快发展（%）	7
图 5：平安集团为平安银行大股东，持股达 58%（3Q16）	7
图 6：平安为金融牌照齐全的金控集团	8
图 7：平安银行发挥集团交叉销售优势，加快客户迁徙转化	8
图 8：平安银行转型加快，综合金融发力	9
图 9：发展中间业务为转型的大方向	9
图 10：平安银行非息收入持续较快增长，占比持续提升（亿元）	10
图 11：平安银行非息收入占比显著优于同业平均水平（3Q16）	10
图 12：规模扩张、息差与成本控制驱动净利增长（3Q16）	10
图 13：平安银行规模与净利增长稳健（%）	11
图 14：平安银行资产规模增速与行业平均相当	11
图 15：平安银行拨备计提力度大增（亿元）	11
图 16：平安银行净息差逆势保持平稳	12
图 17：平安银行拨备前利润增速大幅高于净利增速	12
图 18：平安银行拨备前利润增速显著高于行业平均	12

图 19: 2012 年以来, 平安银行净利增长较快, 好于行业平均	13
图 20: 当前存贷款基准利率处于历史最低位 (%)	13
图 21: 当前大型金融机构存款准备金率仍高达 17%, 降准空间仍存 (%)	14
图 22: 16 年 11 月以来, 市场利率显著上行, 站在利率上升的中期时间窗口 (%)	14
图 23: 美国带领全球主要国家走上利率上行通道 (10Y 国债, %)	15
图 24: 市场利率上行及金融去监管带动美日银行板块大涨超 30%	15
图 25: 降息周期中银行业净息差明显走低, 滞后半年到一年	16
图 26: 平安银行或更受益于市场利率上行(“合同业存单的同业负债占比-同业资产占比”估算)	16
图 27: 平安银行付息负债中存款占比有所提升, 并维持高位	17
图 28: 2016 年初以来, 实体经济企稳或复苏态势明显 (%)	17
图 29: 2016 年初以来, 商业银行不良率及关注贷款率明显企稳 (%)	18
图 30: 平安银行逾期贷款率及关注贷款率企稳, 环比略降	18
图 31: 平安银行拨贷比逐步上升, 并超过 2.5% 的监管要求	19
图 32: 平安银行邵平时代已去 (高管层离职人数)	19
图 33: 平安银行新管理层基本落地 (截至 17 年 1 月 27 日)	19
图 34: 平安银行估值如大行般, 价值低估 (PB 倍数)	20

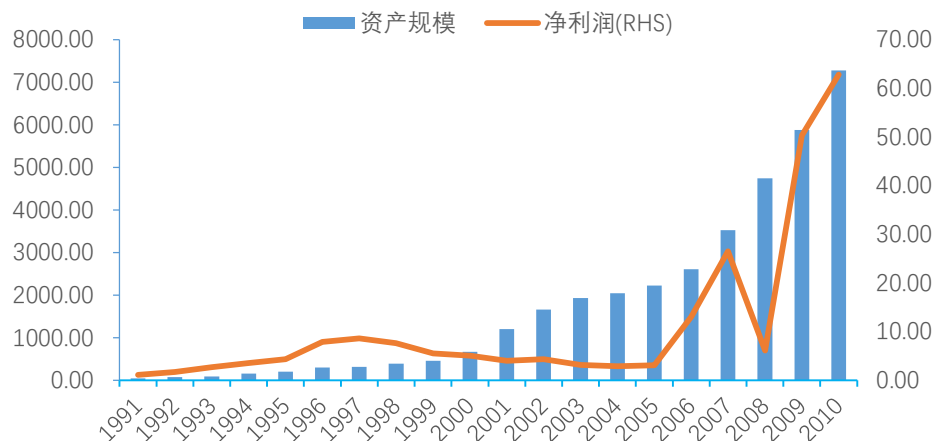
1. 脱胎于深发展，依托平安集团

1.1. 脱胎于深发展，金融改革的见证者

脱胎于深发展银行。平安银行是深圳发展银行以吸收合并原平安银行的方式完成两行整合并更名后的银行，是全国性股份制商业银行。其前身深圳发展银行是全国第一家向个人发售股票并将股票公开上市买卖股份制商业银行。

深发展始于 87 年金融改革初兴之时，终于 12 年金融市场群雄争霸之秋。其历史可分为 87-03 年的自我发展时代，04-09 年的新桥时代以及 10 年开始的平安时代。观其历史，深发展为 A 股早期神话的缔造者、很长一段时期内的唯一上市银行、最早引入外资大股东的商业银行，与金融改革相伴相随，并终于此。

图 1：深发展：87-03 年自我发展时代、04-09 年新桥时代、10 年开启平安时代（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

深发展始于金融改革初兴之时。1987 年，成立仅 10 年的深圳特区改革开放急需资金，当地政府萌发创设地方银行的念头；经深圳市人民政府和中国人民银行批准，特区内 6 家信用社通过股份化改造组建而成深发展银行，筹建中的深发展首次以自由认购方式向社会公众发行普通股股票，并于当年 12 月 28 日正式开业，成为中国首家股份制商业银行，领时代之先。是年，招商银行亦成立，南中国金融迎来翻天覆地之变化。

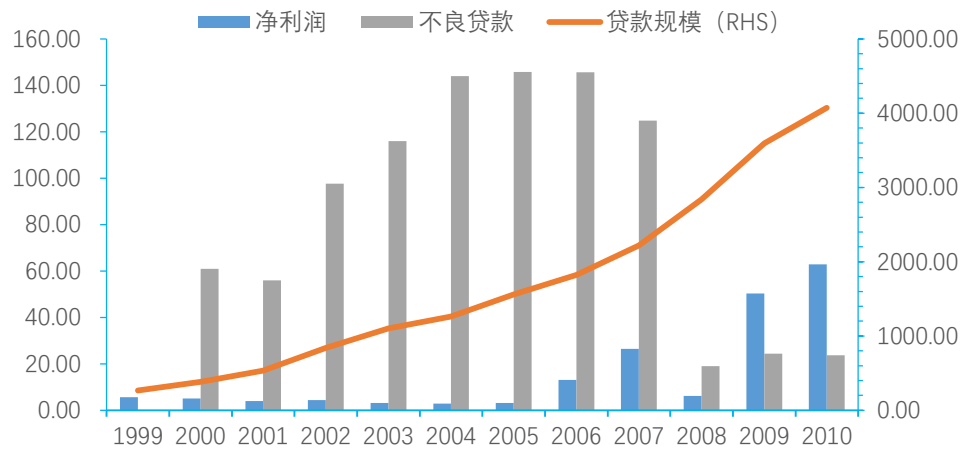
自我发展时代前半段蓬勃发展。88 年 4 月，深圳证券公司成立，深发展成中国第一只挂牌流通的股票。1991 年，深交所成立，深发展成首只 IPO 的股票，代号 0001。从成立之初起，凭借股份制的制度优势，深发展在其自我发展（87-03 年）的前半阶段蓬勃发展，资产规模及盈利大幅上升。资产规模从 90 年的 29 亿元飙增至 97 年的 318 亿元，与此同时，净利润从 0.71 亿元增至 8.62 亿元，8 年时间里资产规模及盈利增长均超 10 倍，乃当之无愧的银行龙头股。

自我发展时代后半段危机重重。1997 年，深发展时任行长贺云挪用 3.11 亿元信贷资金炒作本行股票。事发后，贺云撤职，深发展 4 年不准配股，深发展股价飞流直下。经过十年的快速发展，深发展已经走到亟待调整的十字路口。尽管 28% 的非流通股对 72% 的流通股，让深发展在股权分置改革之前已接近全流通，但“同股不同权”问题凸显，话语权紧握在法人股手中，深发展成立后的 12 年中政府主导换了 7 任行长。组织不稳定，管理层换得快，“股份的面子，国企的里子”浓烈的行政化色彩束缚着深发展的改革和发展。

从计划经济向市场经济转型中，金融高管超级权力导致腐败，风控水平低导致不良高企，以及亚洲金融危机造成的整体经济困境导致深发展危机重重。20 世纪 90 年代末，亚洲金融危机汹涌而来，企业债台高筑波及银行信贷安全，国内银行业不良贷款率直线上升，企业倒闭潮使银行呆账和坏账比率陡增。在自我发展的后半阶段，深发展净利润增长止步不前，从 97 年的 8.6 亿元一路下降到 04 年的 2.9 亿元；与此同时，不良贷款规模快速上升，04 年不良贷款余额达 144 亿元，不良贷款率达 11.4%，**深陷不良泥潭。**

超百亿的不良资产余额让深发展在日趋严格的监管指标之下举步维艰。由于风控不到位、分行各自为政，“一楼三贷”类乌龙业务在深发展早期并非孤例，以致成为当时不良贷款率最高、拨备覆盖率最低的上市银行。

图 2：90 年代末亚洲金融危机后深发展银行深陷不良危机（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

内外交困之中，深发展迎来新桥时代。一方面，04 年的深发展深陷不良泥淖之中，当年资本充足率仅 2.3%，与当时 4% 的监管要求相差甚远，内外交困，四面楚歌。另一方面，2001 年中国加入 WTO 后，深圳提出国有资产从金融类机构退出，大胆引进国际资本。机缘巧合的是，美国新桥资本在亚洲金融危机后以 5 亿美元收购韩一银行 51% 股份，韩国政府将其余投票权一并授予新桥，新桥实际获得 100% 话事权。收购前，韩一银行亏损近 10 亿美元；收购后一年，税后利润近 3 亿美元，资本充足率 13.6%，一跃成为韩国资本最充足的银行。新桥资本的专业实力引人注目。

经过多轮艰苦谈判，2004 年 5 月，新桥投资和深圳市投资管理公司、深圳国际信托投资有限责任公司、深圳市城市建设开发（集团）公司、深圳市劳动和社会保障局签署《股份转让协议》。上述四家深发展股东占深发展总股本的 17.89%，悉数转让，转让价为 12.35 亿元。**新桥资本自此成为深发展第一大股东，也让深发展成为国内首家引入外资大股东的商业银行。**

新桥时代的深发展重获生机。入主深发展的新桥引入了职业经理人制度。2005 年被称为战略改革年。新任管理层为此提出“One Bank”计划，收紧总行权限，推行信贷、财务垂直管理，对深发展做了一系列的流程改造和管理变革，带来了相当大的改观。新桥为深发展带来了资本金和专业经验，不良规模开始企稳，盈利有了起色。在新桥入主的 5 年后的 09 年，深发展净利润达到 50 亿元，为 05 年的十几倍。

所有的 PE 总要离场，新桥作为私募股权基金，终究要退出。尽管入主之时新桥承诺 5 年之内不退出，但退出之日不会太远。

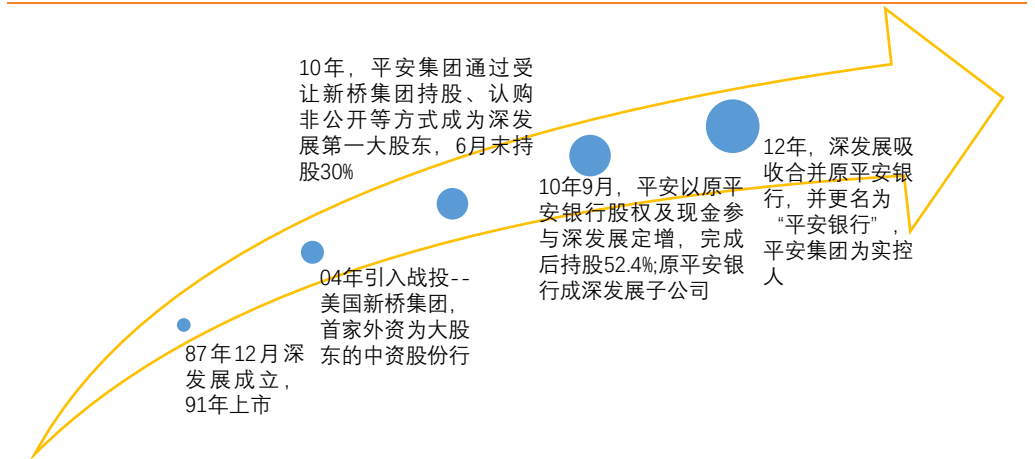
10 年开启平安时代。10 年 5 月，新桥投资将其所持 5.20 亿股股份全部过户至中国平安名下，财务投资者新桥退出，战略投资者平安集团进入，收购总对价 167.95 亿元，新桥钵满而归。当年 6 月，深发展向中国平安控股子公司平安寿险非公开发行 3.80 亿股股份，发行后平安集团合计持有 10.45 亿股，占比 29.99%。**深发展的平安时代由此开启。**

平安集团为雄心壮志的金控集团，打造银行决心浩大。2003 年 12 月和香港上海汇丰银行联合收购福建亚洲银行 100% 股权并更名平安银行，但这只是小试牛刀，其合资银行的背景和本身规模太小，即便将总行迁址上海，发展也是困难重重。于是，2006 年以 42 亿元的对价收购了深圳市商业银行 89.24% 股权，后再更名平安银行。

两行整合成平安银行。11 年 7 月，深发展完成向中国平安发行 16.38 亿股股份购买其持有的原平安银行 78.25 亿股股份并向其募集 26.90 亿元人民币的重大资产重组，自此平安集

团持有持股 52.38%，成为控股股东。2012 年，深发展与原平安银行完成整合后，正式更名为平安银行。

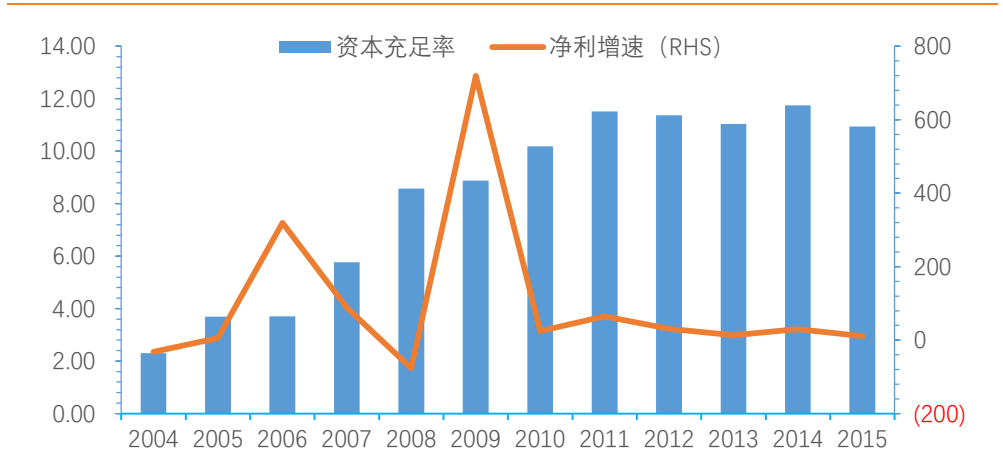
图 3：平安银行脱胎于深发展银行



资料来源：上市银行公告，天风证券研究所

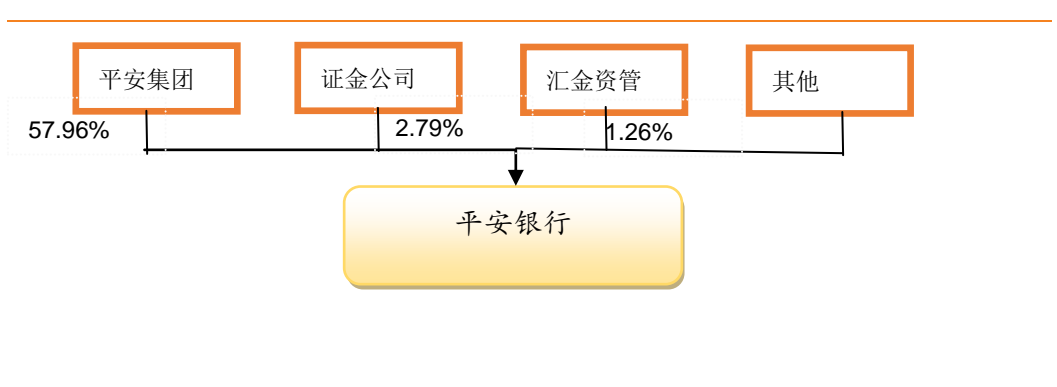
平安集团的入主缓解了资本不足问题，支撑其较快发展。13 年 12 月，平安银行向中国平安非公开发行 13.23 亿股股份，发行后中国平安及其控股子公司平安寿险合计持有 59% 的股份，为控股股东。15 年 5 月，平安银行又非公开发行普通股 5.99 亿股股份，中国平安认购 2.10 亿股股份，总股本增加至 143.08 亿股，平安集团合计持有 58% 的股份，为控股股东。10 年以来的多次增发显著缓解了资本不足问题，支撑其业务较快发展。

图 4：10 年平安集团的入主缓解了资本不足问题，支撑业务较快发展 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 5：平安集团为平安银行大股东，持股达 58% (3Q16)



资料来源：上市银行公告，天风证券研究所

1.2. 依托平安集团，中间业务发力

平安集团金融牌照齐全，业务多种多样。中国平安是国内金融牌照最齐全、业务范围最广泛、控股关系最紧密的金控平台。平安集团旗下子公司包括平安寿险、平安产险、平安养老险、平安健康险、平安银行、平安信托、平安证券、平安大华基金，涵盖金融业各个领域，能提供保险、银行及投资等全方位金融产品和服务。

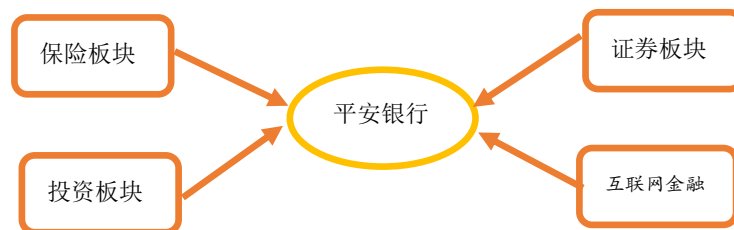
图 6：平安为金融牌照齐全的金控集团



资料来源：中国平安官网，天风证券研究所

平安集团数千万中高端客户是平安银行的有效支撑，极具想象力空间。平安银行利用集团的客户群及子公司分销渠道来获取潜在客户，通过百万保险业务人员及陆金所等互联网渠道交叉销售，将集团客户持续迁徙转化为银行客户。通过发挥集团和银行内外部资源优势，建立集团客户、行内小微与代发、信用卡客户、汽融和消费金融客户的迁徙平台；2015年，迁徙平台贡献新入行客户 393 万户，对新增客户贡献达 50%；其中，新增财富客户数贡献达 57%，新增资产贡献达 54%，新增存款贡献达 63%。1H16 迁徙平台贡献新入行客户 195 万户，对新增客户贡献达 49%；其中，新增财富客户数贡献达 57%，新增资产贡献达 59%。

图 7：平安银行发挥集团交叉销售优势，加快客户迁徙转化

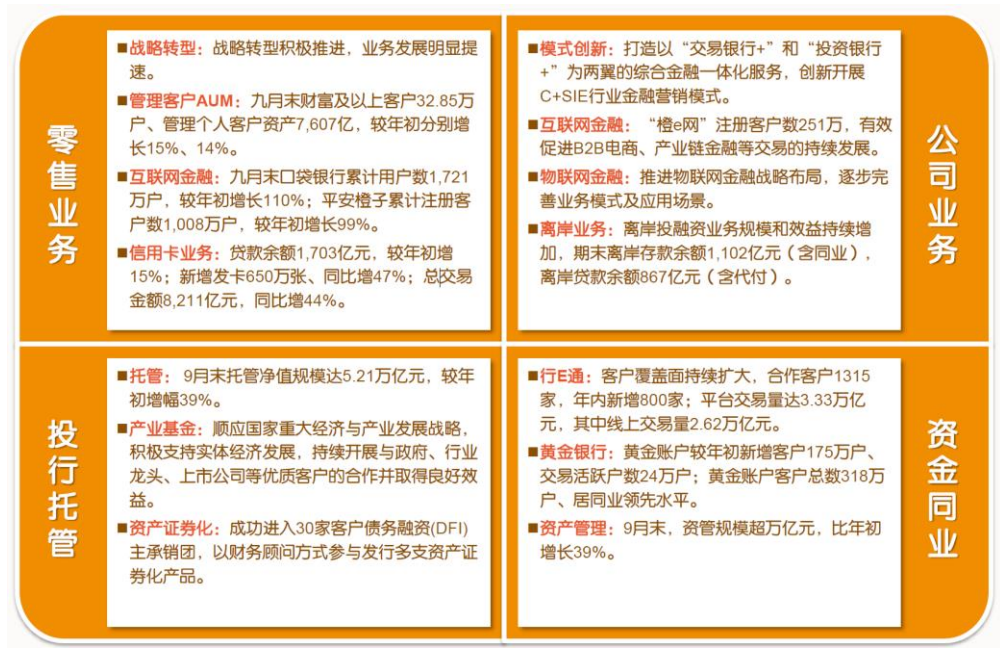


资料来源：WIND，天风证券研究所

此外，依托平安集团在营销、服务及产品方面的优势，平安银行可为客户提供更多服务和便利。

平安银行发力综合金融。近年来，平安银行积极推进零售银行战略转型，零售银行业务提速明显，AUM 快增，信用卡业务发展快速；公司业务则持续深化模式创新，打造以“交易银行+”和“投资银行+”为两翼的综合金融服务，创新营销模式；以投行和托管、资管业务为代表的中间业务发展迅猛。

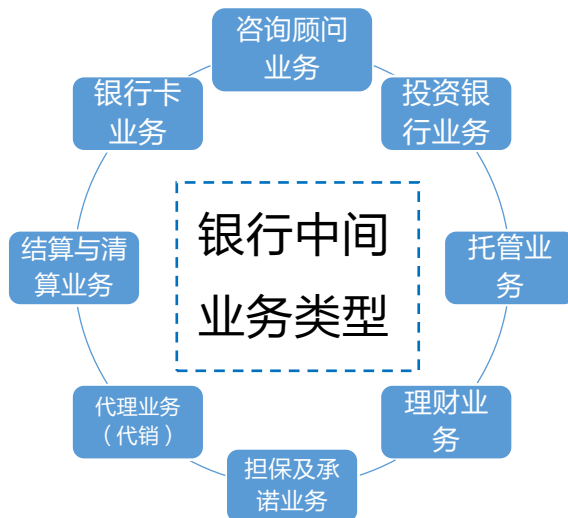
图 8：平安银行转型加快，综合金融发力



资料来源：平安银行官网（投资者关系 3Q16 业绩 PPT），天风证券研究所

中间业务发力明显。随着经济增速换挡、结构调整优化和改革创新驱动的“新常态”的出现，金融机构更加多元化，金融机构竞争更加激烈，在外部环境的逼迫下，商业银行开始进入由量到质的新时代。新形势下，平安银行大力发展大资管、大投行等中间业务，加快转型步伐，降低对利息收入的依赖。

图 9：发展中间业务为转型的大方向

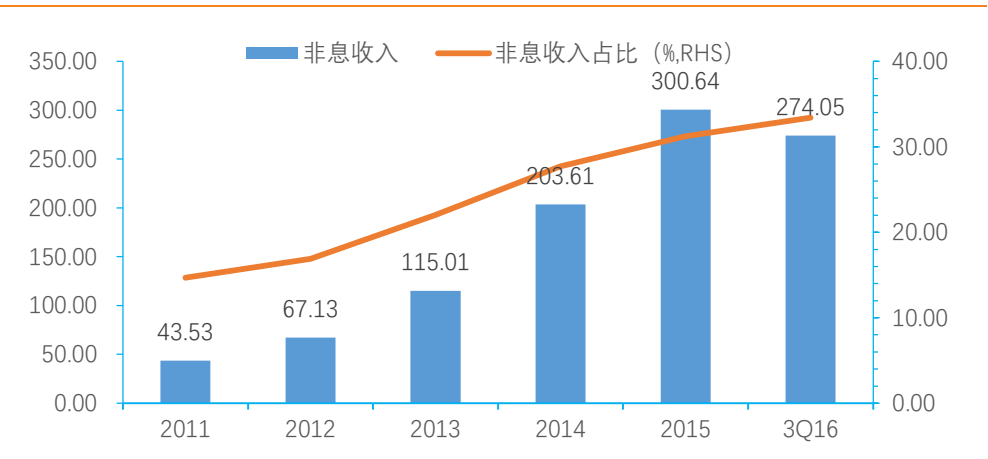


资料来源：定期报告，天风证券研究所

非息收入占比持续上升，收入结构大幅优化。近年来，平安银行转型之努力结出累累硕果，收入结构持续优化。平安银行非息收入从 11 年的 43.5 亿元快速增长至 15 年的 300.6 亿元，非息收入占比则由 14.7% 显著提升至 33.4%，对利息收入依赖大幅下降，非利息收入逐步成为利润的主要增长点。3Q16 平安银行非息收入占比位列 A 股上市银行前三（剔除中行因出售资产获得一次性投资收益的影响），显著高于行业平均水平，中间业务贡献大为

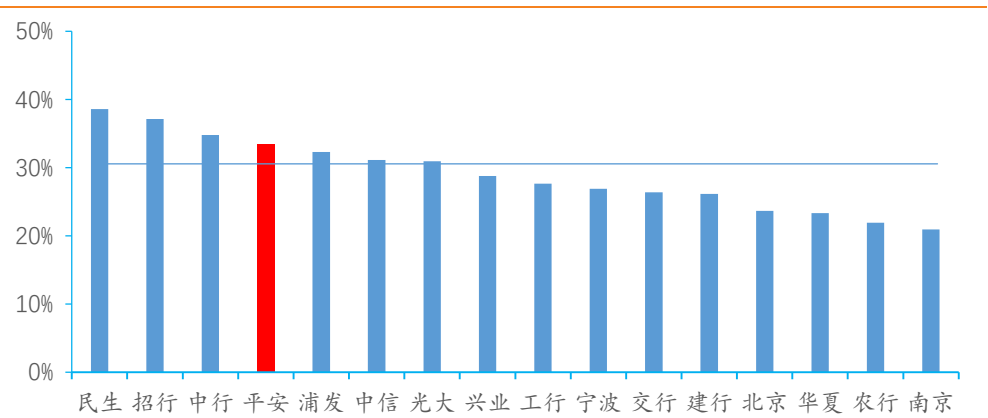
增加。

图 10：平安银行非息收入持续较快增长，占比持续提升（亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 11：平安银行非息收入占比显著优于同业平均水平（3Q16）



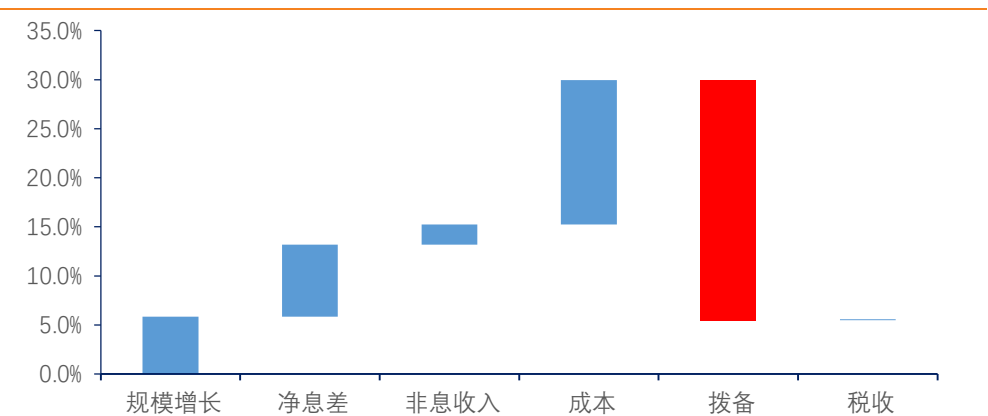
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 多元驱动，小行般的高成长性

2.1. 多元驱动业绩增长，息差靓丽

多元驱动业绩增长。3Q16 业绩驱动因子主要为规模扩张、净息差、非息收入增长和成本控制，对净利增速分别贡献 5.9、7.3、2.1 和 14.7 个百分点。3Q16 通过成本控制，使成本收入比同比下降 4 个百分点至 27.7%；大幅计提拨备 366.6 亿元，同比增长 59%，影响净利增速 24.5 个百分点；净利增速达 5.5%。

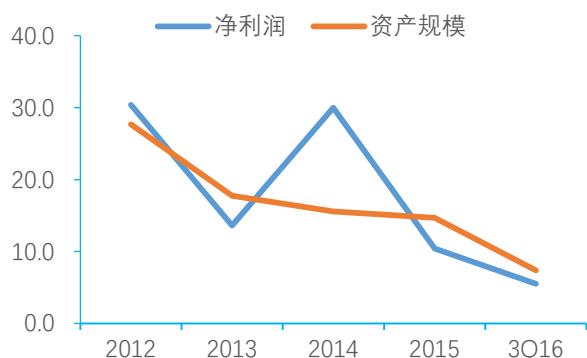
图 12：规模扩张、息差与成本控制驱动净利增长（3Q16）



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

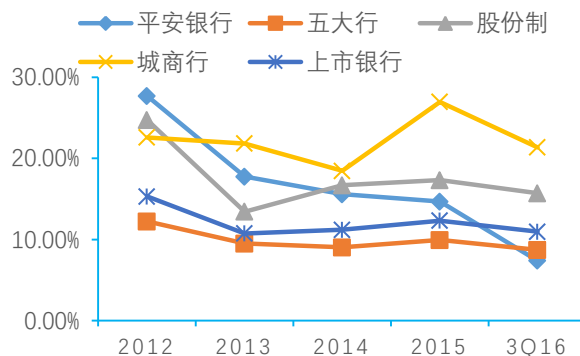
资产规模稳健增长。一直以来，资产规模扩张是商业银行业绩增长的最重要的驱动因子，而反观平安银行，其业绩对规模扩张的依赖并不大。自 12 年以来，平安银行资产规模稳健扩张，增速与股份行平均大致相当。3Q16 资产规模同比增速明显下行主要与 3Q15 高基数有关，预计 16 全年增速在 10% 以上。资产规模扩张为业绩增长的主要驱动因子之一，并非最重要的因素。

图 13：平安银行规模与净利增长稳健 (%)



资料来源：WIND, 天风证券研究所

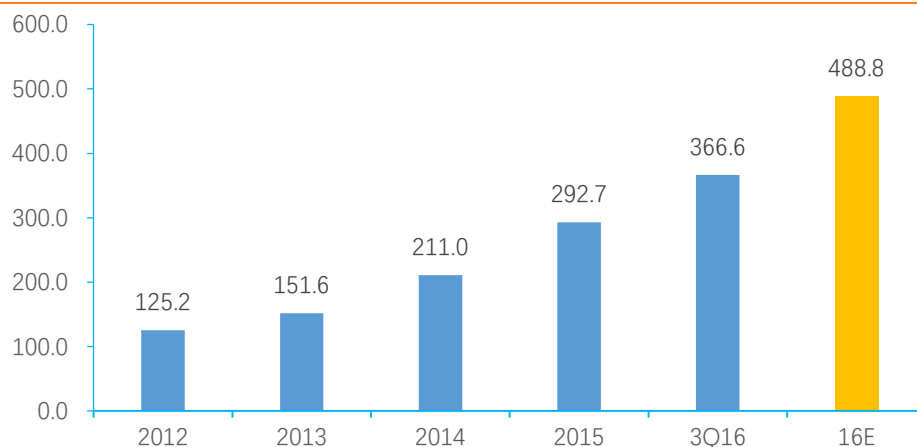
图 14：平安银行资产规模增速与行业平均相当



资料来源：WIND, 天风证券研究所

拨备计提力度持续加大拖累业绩。由于此前拨备基础较薄弱以及资产质量恶化等因素，为达到拨贷比 2.5% 的监管要求，自 2013 年以来，平安银行持续加大了拨备计提力度，3Q16 拨贷比达 2.56%，超过监管要求。拨备计提力度的持续加大尽管大幅拖累净利润增速，但使其风险抵补能力不断增强，也一定程度上缓解了未来拨备计提压力。

图 15：平安银行拨备计提力度大增 (亿元)

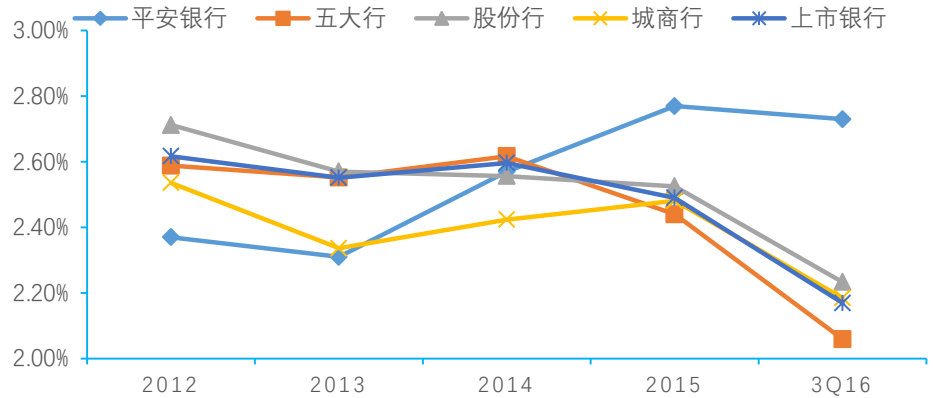


资料来源：WIND, 天风证券研究所

2014 年下半年以来，央行连续 6 次降息，其中第一次为不对称降息，其余为对称降息；同时取消存款利率上限，基本实现利率市场化，导致银行业存贷利差普遍缩窄。

净息差靓丽，逆势保持平稳。得益于资产负债结构的优化以及风险定价管理的加强，平安银行 3Q16 净息差逆势保持平稳，达 2.73%。具体来看，3Q16 付息负债平均成本率为 2.17%，较去年同期下降 85BP；由于加强风险定价管理，3Q16 生息资产平均收益率为 4.79%，较去年同期下降 82BP，降幅好于预期。3Q16 负债成本率降幅高于生息资产收益率，净息差得以逆势保持平稳。

图 16：平安银行净息差逆势保持平稳



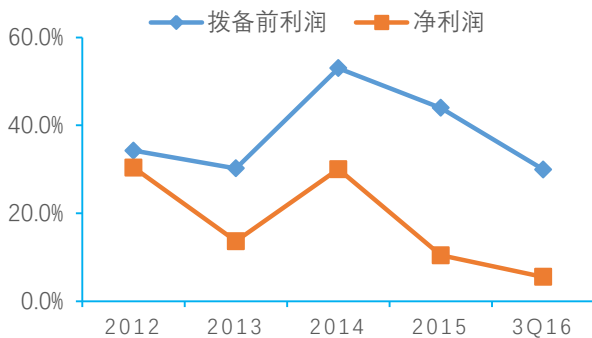
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

2.2. 拨备前利润增速喜人，小行般的高成长性

拨备前利润增速喜人。拨备前利润，即剔除资产质量恶化等因素对拨备计提的影响，反映的是未计提拨备的利润情况。尽管平安银行资产规模增长稳健，增速与行业平均相当，但其拨备前利润增速显著超过行业平均，也超过城商行平均。自 2012 年以来，平安银行拨备前利润维持了 30%以上的增速，成长性惊人。

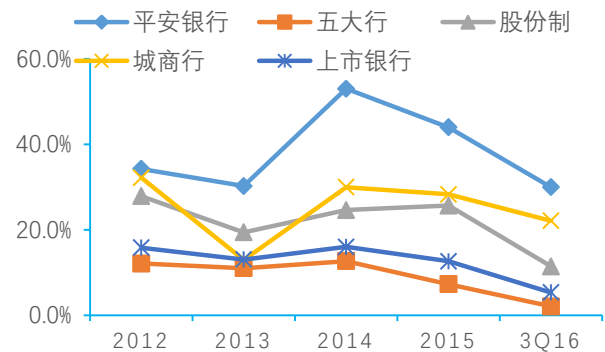
业绩弹性大，资产质量改善将带来业绩的高增长。平安银行 3Q16 拨备前利润达 562 亿元，利润仅 246 亿元，计提拨备高达 316 亿元。拨备计提力度略微减弱，利润将大幅增长，业绩弹性非常大。当前，经济复苏态势明显，平安银行资产质量已显现改善之信号。当前拨贷比指标已达监管要求，若资产质量进一步企稳或改善，未来拨备计提之规模有望持平或下降，利润增速或将大幅超预期。

图 17：平安银行拨备前利润增速大幅高于净利增速



资料来源：WIND,天风证券研究所

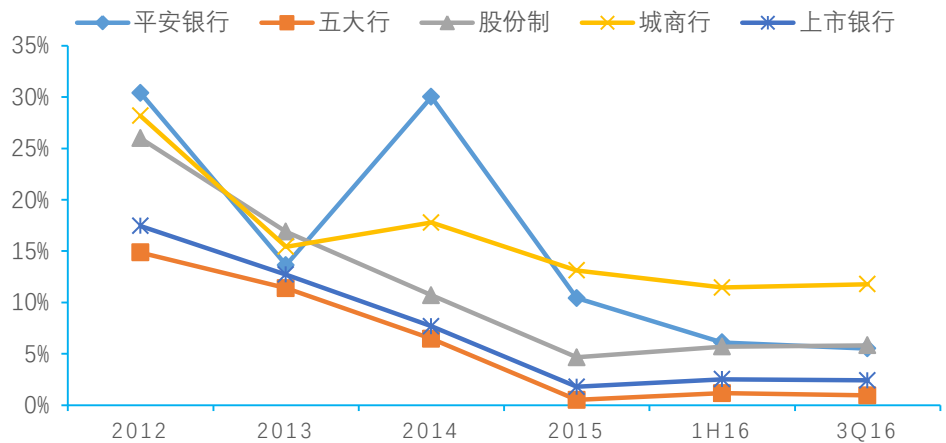
图 18：平安银行拨备前利润增速显著高于行业平均



资料来源：WIND,天风证券研究所

净利增速好于行业平均。尽管平安银行拨备计提力度非常之大，且计提规模逐年大幅增长，但其净利增速毫不逊色。自 2012 年以来，平安银行净利润增速持续快于上市银行和股份行平均，接近城商行水平，具备小行成长性之特征。受管理层更迭及拨备计提大增等影响，3Q16 净利增速有所下行。随着新管理层落地及市场利率上行等，未来净利润增速或将反转，有望大幅上行。

图 19：2012 年以来，平安银行净利增长较快，好于行业平均



资料来源：WIND，天风证券研究所

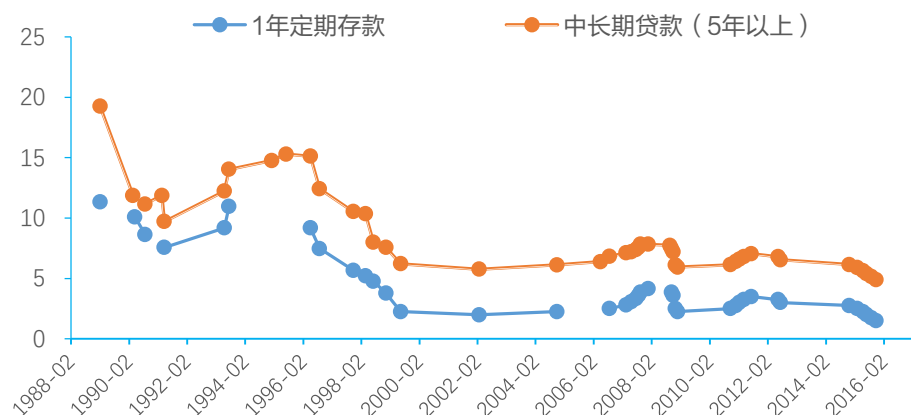
3. 受益于利率走高，业绩增速有望上升

3.1. 站在利率上行的中期时间窗口

货币政策中性偏紧。16 年 7 月底，政治局会议提出抑制资产泡沫，央行 3Q16 货币政策执行报告提出“防范金融风险、为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”。16 年 12 月中央经济工作会议则进一步提出“**货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门**”、“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫”。毋庸置疑，货币政策重心已逐步从稳增长转移到去杠杆和抑制资产泡沫上来，或将中性偏紧，**加息与降准并用**成为可能。

加息成为可能之选，预计 17 年加息 25BP。央行认为，“16 年以来，中国经济增长总体平稳，企业效益改善，就业形势稳定，尤其是三季度以来经济回升加快，失业率进一步下降，民间投资增速也出现了小幅回升。”经济企稳回升，叠加美债收益率大幅上升、全球通胀上行等因素，稳汇率金融去杠杆之下，加息成为可能之选。当前，中国存款基准利率处于历史最低位，在经济企稳或复苏背景下，**加息可能性在上升**。

图 20：当前存贷款基准利率处于历史最低位 (%)

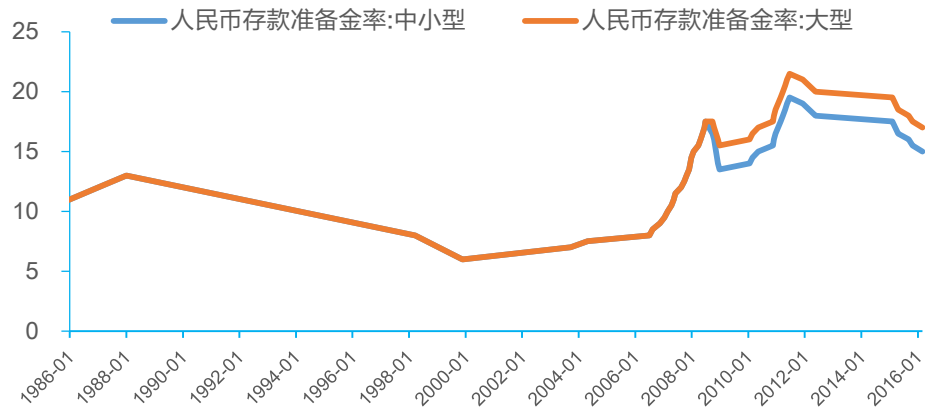


资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

降准空间仍存，预计 17 年降准 50-150BP。07 年之前，我国法定存款准备金率曾长期低于 10%，07 年为调控过热的经济及对冲外汇占款的快速增长对流动性的影响，连续多次提

高存款准备金率，而后 08 年金融危机中多次下调。为应对“4 万亿元”后遗症影响，10 年开始又连续多次提高存款准备金率，大型金融机构存款准备金率在 11 年达到 21.5% 的历史高位。此后，随着经济下行，法定存款准备金率也进入下降通道。不过，当前大型金融存款准备金率依然高达 17%，处于历史相对高位，也远高于主要国家水平，未来降准的空间较大。为对冲外汇占款下降的影响并维持广义货币稳健增长，**随着 MLF、PSL、逆回购等规模持续扩大变得难以持续后，降准可能性在上升。**

图 21：当前大型金融机构存款准备金率仍高达 17%，降准空间仍存 (%)



资料来源：人民银行官网，天风证券研究所

市场利率大幅上行，站在利率上行的中期时间窗口。16 年 10 月下旬以来，受央行货币政策转向、经济企稳或复苏明显、美债收益率显著上升、MPA 考核口径调整等多种因素影响，国内债券市场大幅调整；10Y 国债收益率上升超 50BP，信用债收益率大幅上行，一年期 AA 企业债收益率达到 4.2% 的水平，市场利率显著上行。13 年以来的市场利率下行窗口已经结束了。随着经济企稳，金融杠杆和抑制资产泡沫成为货币政策重心，美债收益率走入上升通道，**我们认为，我们已经站在利率上行的中期时间窗口。**未来 2-3 年里，市场利率或将逐步上行。

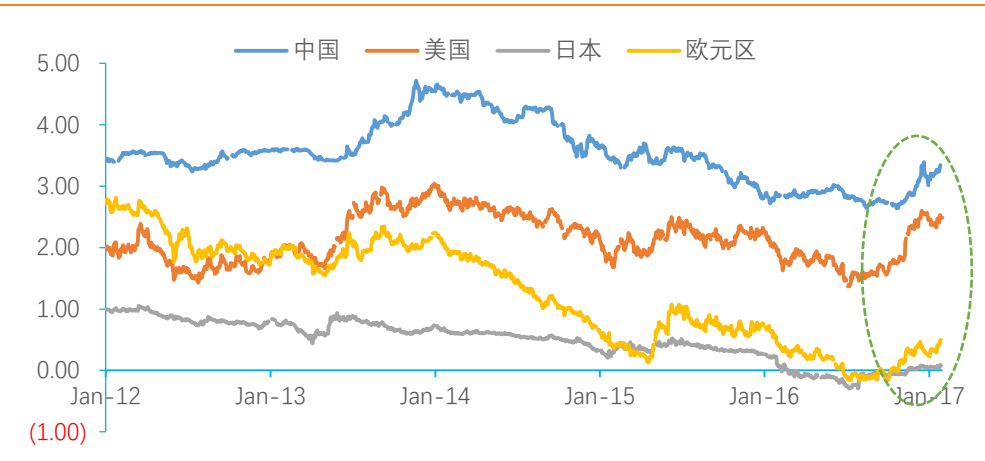
图 22：16 年 11 月以来，市场利率显著上行，站在利率上升的中期时间窗口 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

全球主要国家或走入利率上升通道。从全球来看，美国正带领主要国家走出通缩，全球或面临通胀中枢上移。随着多数国家意识到货币政策买不到增长，存在明显的天花板，零利率难以持续，不少国家开始摒弃过度宽松的货币政策。自 16 年 10 月特朗普当选美国总统以来，美国正带领全球主要国家走上利率上升通道。**从全球主要国家来看，我们或也站在利率上行的中期时间窗口。**

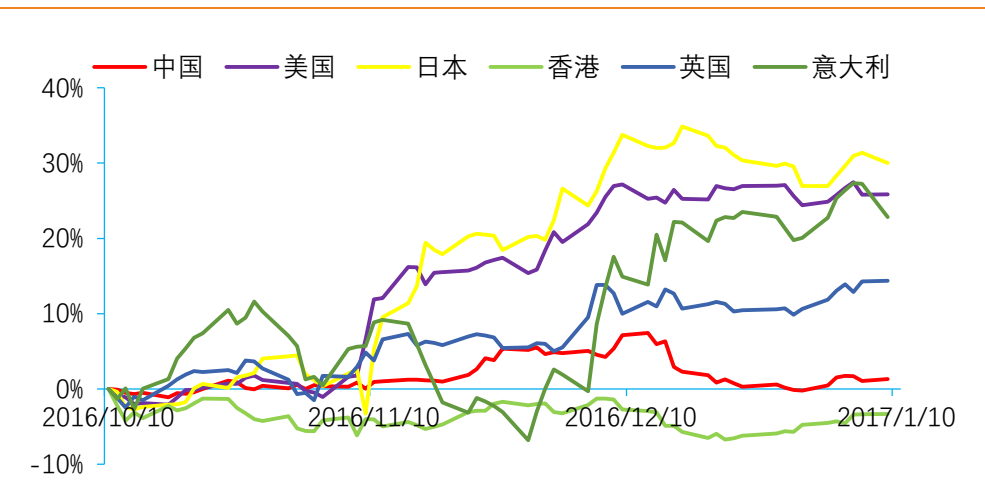
图 23：美国带领全球主要国家走上利率上行通道（10Y 国债，%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

利率上行带动美日银行板块大涨。长期以来，发达国家低利率环境显著制约了银行业净息差水平，给业绩带来显著的负面影响。自 16 年 11 月以来的市场利率显著上行，带来了上市银行息差改善的预期，此外，特朗普推动的金融去监管也利于业绩改善，美日银行板块得以三个月内大涨超 30%。

图 24：市场利率上行及金融去监管带动美日银行板块大涨超 30%



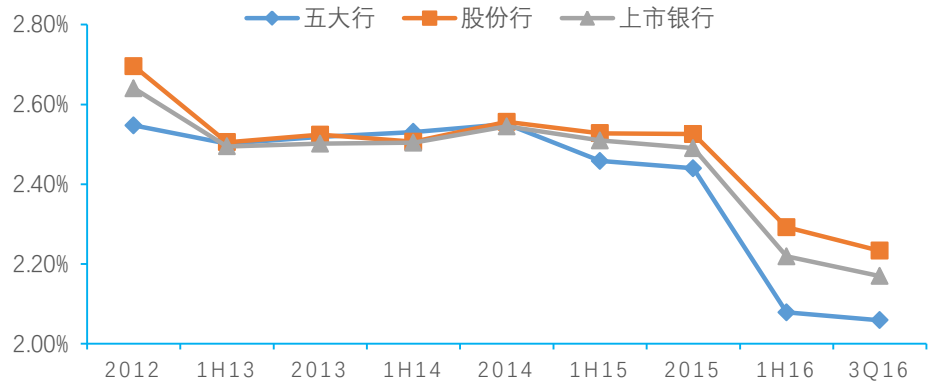
资料来源：BLOOMBERG，天风证券研究所

3.2. 受益于利率上升，息差有望走阔

降息周期息差下降，加息周期息差上升。银行业有个明显的现象，降息一般会使得行业息差下降，而加息会促使息差改善。其实，这不难理解，银行业负债主要是存款，而存款当中近半为活期，而活期存款利率不随基准利率的调整而变化。在降息周期中，尽管定期存款会逐步重定价，但活期存款成本率不变，负债成本率降幅一般会小于资产收益率的降幅，导致息差下降；反之，在加息周期中，除活期存款外的负债逐步重定价，负债成本率上升，但升幅一般小于资产收益率的升幅，因而息差会扩大。

降息对净息差的影响大约滞后半年到一年。自 14 年以来，上市银行净息差普遍缩窄，降幅近 50BP，对利润增速造成较大影响。14 年的 1 次降息对净息差在 15 年有所体现，而 15 年的 5 次降息对净息差的影响主要体现在 16 年，**大概有半年至一年的滞后。**

图 25：降息周期中银行业净息差明显走低，滞后半年到一年



资料来源：WIND，上市银行公告，天风证券研究所

市场利率大幅上行，站在利率上行的中期时间窗口。以美国在带领全球多数国家走出通缩，多数国家意识到非常规的货币政策的不可持续性，货币买不到增长。从全球来看，我们正站在利率上升的中期时间窗口上。13 年以来的国内市场利率下行窗口已经结束了。随着经济企稳，金融杠杆和抑制资产泡沫成为货币政策重心，美债收益率走入上升通道，**我们认为，我们已经站在利率上行的中期时间窗口**。未来 2-3 年里，市场利率或将逐步上行。

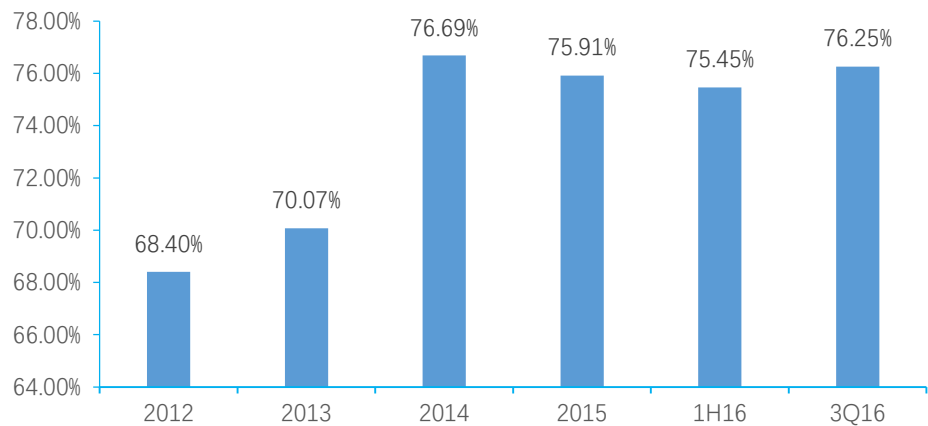
平安银行或更受益于利率上行。同业负债（含同业存单）久期较短，重定价快，随市场利率上升而成本上升；而存款成本与市场利率关系很小，相对刚性。资产端同业资产久期一般也较短，重定价快，收益率随市场利率上升而上升；债券投资中的同业存单收益率上行较快，一般债券投资久期较长，新配债券票息上升。**简而言之，“同业负债-同业资产”占比低的银行更受益于市场利率上升，滞后半年以上**。平安银行近年来存款占比有所上升，3Q16 达 75%，为上市股份行最高水平，“同业负债-同业资产”之比偏低，相比其他银行，更受益于市场利率上升。**预计半年以后，市场利率上升对净息差的改善效应会逐步显现**。

图 26：平安银行或更受益于市场利率上行（“合同业存单的同业负债占比-同业资产占比”估算）

(估算)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1Q16	2Q16	3Q16
工行	5.3%	5.6%	4.1%	3.8%	4.6%	5.8%	6.1%	6.8%	5.9%
农行	-0.4%	0.1%	-2.2%	-3.0%	-0.4%	1.5%	0.6%	1.9%	2.4%
中行	9.1%	5.9%	8.0%	6.4%	9.9%	11.7%	9.9%	10.1%	8.8%
建行	4.6%	4.6%	1.2%	2.3%	5.4%	7.3%	5.3%	7.6%	9.1%
交行	12.8%	10.3%	9.6%	11.1%	17.1%	18.1%	18.5%	21.4%	21.4%
招行	1.5%	2.4%	2.1%	8.9%	9.7%	15.0%	17.2%	14.6%	18.3%
民生	-2.1%	-2.7%	-3.0%	-3.0%	4.4%	7.6%	11.3%	21.6%	29.7%
兴业	6.9%	1.4%	0.8%	4.3%	20.0%	40.7%	47.2%	47.4%	46.6%
浦发	-4.7%	-1.0%	1.7%	10.4%	17.3%	27.1%	29.1%	32.7%	32.7%
中信	-5.6%	-4.1%	-1.0%	3.2%	15.0%	23.2%	27.4%	25.6%	26.2%
光大	0.0%	-1.8%	10.7%	9.5%	11.1%	16.7%	18.7%	25.8%	27.3%
华夏	-7.9%	-6.1%	0.6%	0.4%	12.2%	10.5%	13.7%	19.6%	22.1%
平安	-0.4%	12.5%	8.4%	9.1%	8.9%	10.9%	10.9%	13.5%	15.2%
北京	-1.6%	4.3%	8.9%	6.9%	10.2%	8.8%	10.4%	12.2%	12.9%
宁波	1.2%	4.7%	15.0%	16.4%	23.2%	35.8%	30.7%	27.1%	27.2%
南京	7.7%	7.4%	4.6%	13.7%	20.2%	23.0%	21.3%	21.9%	21.3%
五大行	5.3%	4.7%	3.4%	3.2%	5.9%	7.5%	6.6%	7.9%	7.9%
股份制	-1.3%	-0.4%	2.0%	5.5%	12.7%	20.9%	24.1%	26.7%	28.9%
城商行	0.6%	5.0%	9.3%	10.2%	15.0%	17.8%	17.5%	18.0%	18.1%
上市银行	3.8%	3.6%	3.2%	4.0%	8.0%	11.7%	12.0%	13.7%	14.3%

资料来源：WIND，上市银行公告，天风证券研究所

图 27：平安银行付息负债中存款占比有所提升，并维持高位



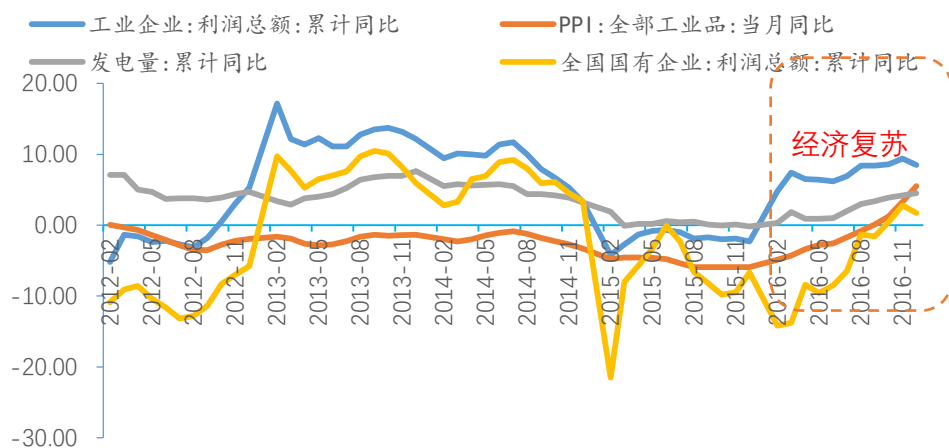
资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 资产质量企稳，或迎来拐点

4.1. 经济有所复苏，银行业资产质量企稳

16 年初以来经济企稳明显，企业效益向好。自 2015 年 11 月以来，PPI 跌幅逐月收窄并于 2016 年 9 月转正，11 月更是高达 3.3%；大宗商品价格持续上涨，焦煤单价同比倍增，周期行业大复苏。从工业企业利润增速来看，2015 年各月份均为负，2016 年初以来则逐步上行，并维持 8%左右的增速；国企利润增速亦呈现类似走势；发电量年初以来也在不断走高，一改去年几乎零增长之局面。从各类经济指标来看，2016 年初以来的经济企稳或复苏超出预期，企稳或复苏势头喜人，企业效益向好。

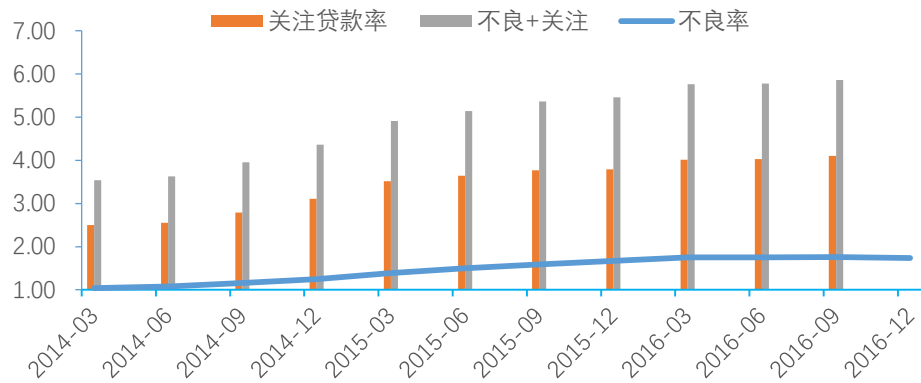
图 28：2016 年初以来，实体经济企稳或复苏态势明显 (%)



资料来源：WIND，天风证券研究所

16 年初以来，商业银行资产质量逐步企稳。企业还贷资金最终来自于利润，经济企稳或复苏尤其是周期行业复苏之背景下，企业利润增速改善明显，偿债能力明显提升。一般而言，经济走势传递到银行业大概半年时间。随着 16 年初以来的经济企稳及周期行业企业利润的大幅改善，银行业资产质量企稳态势明显，商业银行 2Q16、3Q16 不良贷款率环比基本持平，4Q16 环比下降 2BP。

图 29：2016 年初以来，商业银行不良率及关注贷款率明显企稳 (%)

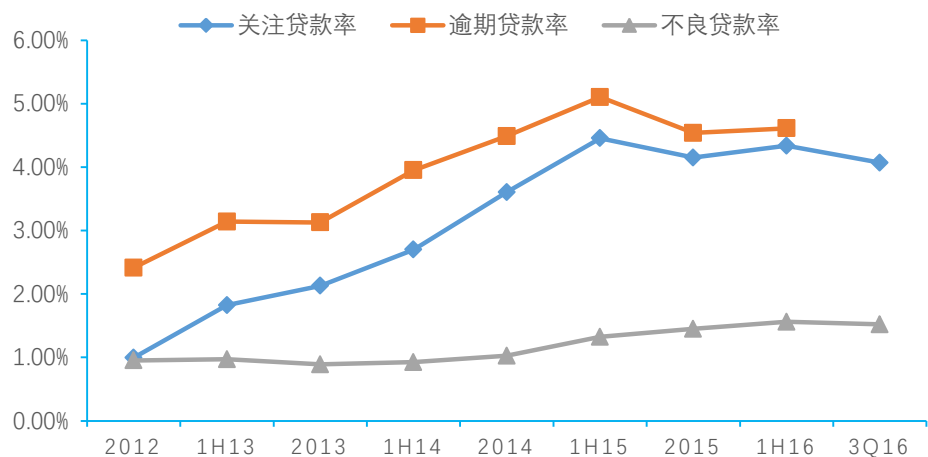


资料来源：银监会官网，天风证券研究所

4.2. 逾期贷款情况好转，资产质量或迎拐点

逾期贷款情况好转。银行业资产质量与实体经济息息相关。自 12 年经济增速明显下行以来，平安银行关注贷款率和逾期贷款率均显著上升，逾期率 1H15 达 5.1%，关注率则达 4.46%，显著高于上市银行平均。不过，自 1H15 以来，随着 16 年经济明显企稳及加大不良处置力度，其逾期率与关注率均明显企稳，环比开始略降。

图 30：平安银行逾期贷款率及关注贷款率企稳，环比略降

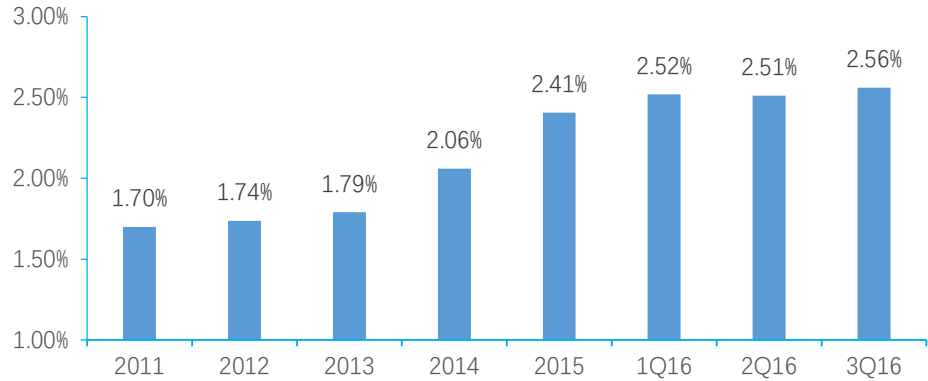


资料来源：WIND，天风证券研究所

未来资产质量压力或将有所缓解。关注贷款率为资产质量的前瞻指标，由于认定标准的不同，逾期贷款率相比更可靠。两者企稳并环比开始下降，意味着平安银行未来资产质量压力或将有所缓解。

在过去几年经济下行的大背景下，平安银行放慢了规模扩张速度，持续加大了不良处置及拨备计提力度。自 2011 年以来，平安银行拨贷比逐年上升，并已超 2.5%的监管要求。随着不良处置的逐步推进及不良加快暴露，以及经济不断企稳，平安银行未来利润增速上行空间很大。

图 31：平安银行拨贷比逐步上升，并超过 2.5% 的监管要求

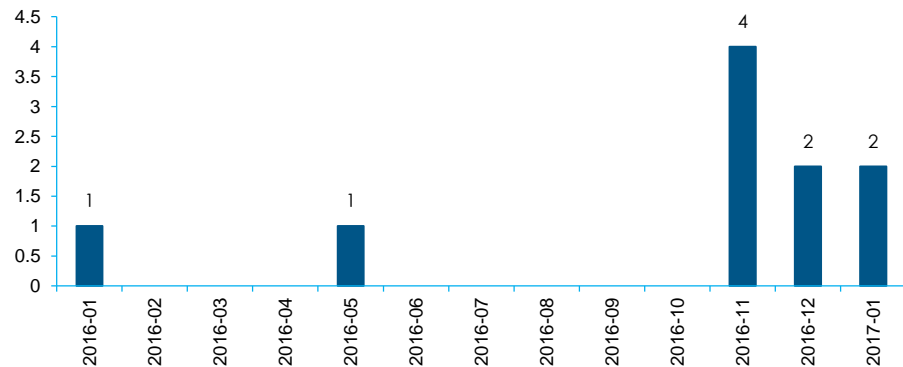


资料来源：WIND，天风证券研究所

5. 新管理层落地，向零售银行转型加快

邵平时代已去。12 年 10 月，深发展银行与原平安银行整合完毕后，时任民生银行副行长邵平加盟平安银行担任行长，开启平安银行的邵平时代。此外，不少民生银行分行行长或中层骨干在邵平之后跳槽到平安银行，以至平安银行中民生过来的领导众多，被舆论称为民生系。12 年至 16 年的 4 年里，邵平带领平安银行壮大公司业务，并逐步向零售银行转型。四年过后的 16 年 11 月，伴随着邵平的离职，平安银行正式告别邵平时代。功过是非自有后人评说。

图 32：平安银行邵平时代已去（高管层离职人数）



资料来源：上市银行公告，天风证券研究所

新管理层落地。随着邵平和孙建一的离开，原副行长胡跃飞被擢升为行长，平安证券董事长谢永林回归担任董事长，副行长调整也基本接近尾声，新管理层已基本落地。

图 33：平安银行新管理层基本落地（截至 17 年 1 月 27 日）

职位	董事长	行长	副行长
现任高管	谢永林	胡跃飞	杨志群、冯杰、吴鹏、陈蓉、杨华、何之江
前任高管	孙建一	邵平	胡跃飞、赵继臣、蔡丽凤、陈蓉、冯杰、吴鹏

资料来源：上市银行公告，天风证券研究所

我们认为，随着新管理层的落地，平安银行将加快向零售银行的转型。平安银行已接近“三步走”战略的第三步，强调零售银行业务的大发展，向大零售银行转型。预计未来平安银

行与平安集团的协同会进一步深化，个人客户迁徙转化会加快，零售业务的贡献会大幅提升，成本优势也会逐步显现。

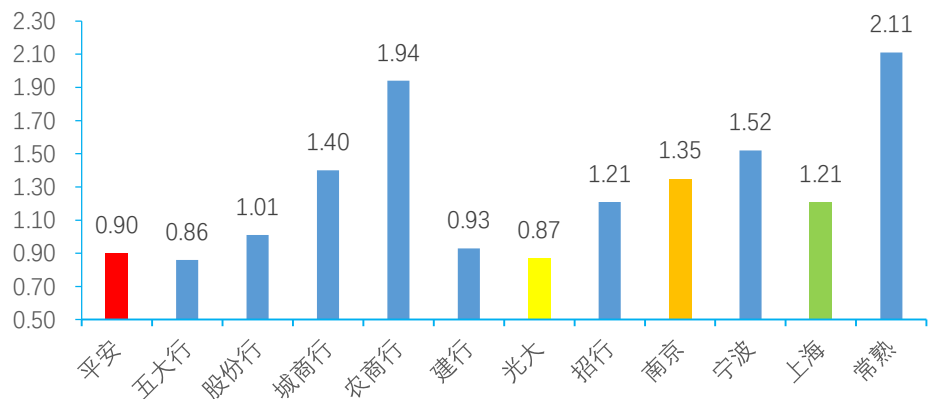
6. 投资建议：大行的估值，看 40%上行空间

6.1. 估值如大行，价值低估严重

作为资产规模偏小的股份行，平安银行估值仅 0.90 倍 PB (lf)，显著低于 1.01 倍 PB (lf) 上市股份行的平均估值水平，与五大行接近，甚至低于建行，价值低估较严重。（估值均已剔除优先股对净资产的影响）

具体来看，当前五大行估值均值为 0.86 倍 PB (lf)，股份行为 1.01 倍，城商行 1.40 倍，农商行则高达 1.94 倍。目前，部分上市银行股价已创新高，估值水平达到过去半年的高点，在利率上行压制大盘上行空间的背景下，其进一步大幅上涨难度较大。**建议从估值与业绩出发，关注滞涨的低估值品种，我们强烈看好平安银行、光大银行、上海银行和南京银行的后续股价表现。**

图 34：平安银行估值如大行般，价值低估（PB 倍数）



资料来源：WIND，天风证券研究所

Note：均为剔除优先股影响后的 PB (lf) 倍数，五大行、股份行、城商行和农商行等数据为算数均值。

6.2. 给予 1.1 倍 17PB 目标价，看 40%上行空间

资产质量或改善，业绩有望大幅上行。16 年初以来的经济企稳或复苏带动了银行业资产质量企稳，周期行业的复苏将显著改善周期行业贷款风险，减轻拨备计提压力。平安银行资产质量已边际改善，逾期贷款率与关注贷款率环比下降，资产质量有望进一步企稳。**平安银行拨备前利润是利润的两倍多，资产质量改善将带来业绩的大幅上行，弹性极大。**

息差有望走阔。受货币政策转向、美债收益率大幅上升、理财规模增长显著放缓等影响，预计市场利率中枢将明显上行，推动银行资产收益率上行，而存款占比高的银行负债成本相对刚性，净息差有望实质性改善；平安银行为当前存款占比最高的股份行，更受益于市场利率上行，息差有望走阔。

基本面较好，零售转型或加快。新管理层已基本落地，预计零售银行转型将加快，有助于提升估值水平。3Q16 非息收入占比达 33%，居上市银行前列；拨备前利润增速大幅领先上市银行，净利润增长稳健，基本面较好。

我们预计 16 年是平安银行净利润增速的拐点，业绩大概率反转，净利增速有望显著上行。

我们认为，资产质量与管理层的更迭为平安银行估值受压制的主因。资产质量已显现改善信号，新管理层基本落地，未来业绩大概率反转。当前，0.9 倍 PB (lf) 估值与大行相当，

严重低估了其基本面与成长性。

首次覆盖，给予买入评级，给 1.1 倍 17PB 目标价，对应 13.3 元/股，6 个月内看 40%上行空间。

7. 风险提示

经济下行超预期导致资产质量大幅恶化；新管理层能力大幅低于预期。

财务预测摘要

人民币亿元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表						收入增长					
净利息收入	530	661	750	894	1078	净利润增速	30.0%	10.4%	7.5%	22.9%	25.2%
手续费及佣金	174	264	332	400	475	拨备前利润增速	53.0%	44.0%	25.8%	22.7%	19.6%
其他收入	29	36	39	43	48	税前利润增速	30.7%	10.1%	7.3%	22.9%	25.2%
营业收入	734	961	1121	1337	1600	营业收入增速	40.3%	31.0%	16.7%	19.3%	19.6%
营业税及附加	(55)	(67)	(39)	(20)	(24)	净利息收入增速	30.4%	24.6%	13.5%	19.1%	20.6%
业务管理费	(267)	(301)	(336)	(401)	(480)	手续费及佣金增速	66.2%	52.2%	25.4%	20.7%	18.7%
拨备前利润	412	593	746	916	1096	营业费用增速	26.9%	14.4%	2.0%	12.3%	19.7%
计提拨备	(150)	(305)	(437)	(536)	(620)	规模增长					
税前利润	262	288	309	380	476	生息资产增速	14.2%	14.1%	16.7%	12.2%	11.6%
所得税	(64)	(70)	(74)	(91)	(114)	贷款增速	20.9%	18.7%	23.0%	16.0%	16.0%
净利润	198	219	235	289	362	同业资产增速	-21.4%	4.0%	-15.0%	10.0%	10.0%
资产负债表						证券投资增速	23.1%	23.5%	22.9%	5.4%	2.9%
贷款总额	10247	12161	14958	17352	20128	其他资产增速	4.7%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
同业资产	2914	3030	2575	2833	3116	计息负债增速	15.1%	14.3%	15.8%	11.9%	11.3%
证券投资	4814	5948	7311	7706	7930	存款增速	26.0%	13.1%	16.0%	14.0%	13.0%
生息资产	20828	23764	27724	31096	34693	同业负债增速	-17.1%	-20.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	1036	1308	1526	1711	1909	股东权益增速	16.8%	23.3%	28.3%	13.7%	13.0%
总资产	21865	25071	29250	32808	36602	存款结构					
客户存款	15332	17339	20113	22929	25910	活期	26.4%	31.6%	33.0%	35.0%	38.0%
其他计息负债	4661	5503	6337	6667	7030	定期	48.0%	44.5%	43.0%	43.0%	43.0%
非计息负债	563	615	728	855	999	其他	25.6%	23.9%	24.0%	22.0%	19.0%
总负债	20555	23456	27178	30451	33939	贷款结构					
股东权益	1309	1615	2072	2356	2663	企业贷款(不含贴现)	61.2%	62.6%	60.9%	58.9%	55.9%
每股指标						个人贷款	37.6%	36.3%	38.0%	40.0%	43.0%
每股净利润(元)	1.73	1.53	1.37	1.68	2.11	资产质量					
每股拨备前利润(元)	3.61	4.15	4.35	5.34	6.39	不良贷款率	1.02%	1.45%	1.74%	1.82%	1.81%
每股净资产(元)	11.5	11.3	10.9	12.6	14.4	正常	98.76%	98.05%	98.55%	98.34%	98.05%
每股总资产(元)	191	175	170	191	213	关注	0.71%	1.00%	0.72%	0.86%	1.00%
P/E	5.38	6.11	6.81	5.54	4.42	次级	0.28%	0.70%	0.50%	0.57%	0.70%
P/PPOP	2.59	2.25	2.15	1.75	1.46	可疑	0.14%	0.13%	0.12%	0.11%	0.13%
P/B	0.8	0.8	0.9	0.7	0.6	损失	0.11%	0.12%	0.11%	0.12%	0.12%
P/A	0.05	0.05	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	200.90%	165.86%	159.43%	174.29%	198.91%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.65%	2.86%	2.93%	3.04%	3.28%	资本充足率	10.9%	10.9%	11.4%	11.6%	12.1%
净利差(Spread)	2.56%	2.84%	2.82%	2.92%	3.15%	核心资本充足率	8.6%	9.0%	9.7%	10.1%	10.8%
贷款利率	7.61%	7.69%	6.66%	6.80%	7.12%	资产负债率	94.0%	93.6%	92.9%	92.8%	92.7%
存款利率	2.73%	2.62%	2.04%	2.05%	2.14%	其他数据					
生息资产收益率	6.10%	5.90%	5.10%	5.36%	5.76%	总股本(亿)	114.25	143.09	171.60	171.60	171.60
计息负债成本率	3.54%	3.06%	2.28%	2.43%	2.61%						
盈利能力											
ROAA	0.97%	0.93%	0.90%	1.00%	1.10%						
ROAE	16.30%	14.95%	13.61%	14.56%	15.29%						
拨备前利润率	2.02%	2.53%	2.85%	3.17%	3.33%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com