



持有 **7%↑**
目标价格:人民币 9.58
原目标价格:人民币 10.17
000001.CH
股价:人民币 8.97
目标价格基础: 0.81 倍 2017 年市净率
板块评级: 增持

平安银行

息差受累于银行间流动性紧缩

2017年第一季度,平安银行可分配净利润同比增长2.1%至62亿元人民币,比我们的预期值略低1.8%,主要由于净息差低于预期。由于我们降低净息差预测,我们将2017、18、19年每股收益预测分别下调0.7%、1.4%、2.4%。维持持有评级,目标价格降低至9.58元人民币。

本报告要点

- **不良贷款情况持续改善。**不良贷款率环比持平至1.74%。2017年第一季度,新不良贷款形成率(年化)降至3.3%(2016年第四季度为5.0%),为平安银行成立以来不良贷款率环比最大降幅。领先指标方面,特别关注贷款率在本季度仅上升1个基点,意味着资产质量风险减轻。
- **净息差小于预期;受累于短息利率上升,**2017年第一季度净息差为2.53%,环比下降19个基点,主要由于银行间拆借成本率提升幅度较大(银行间成本环比增长81个基点,债券成本环比增长54个基点),对非存款类资金的依赖性提高(银行间拆借日均存款比例由2016年第四季度的73.2%降至2017年第一季度的67%)。由于信贷投放降风险,贷款收益率保持相对平稳。我们依然认为在2017年银行间市场流动性紧缩的环境下,规模较小的银行息差将受损。
- **零售业务规模快速增长。**截至2017年第一季度末,零售贷款仅占平安银行总贷款的36.7%,但在新增贷款中贡献的比例达到61.1%,成为主要驱动力。零售客户数量以及资产管理规模环比分别增长7.96%和13.64%,考虑到激烈的市场竞争,这是非常快的增速。

主要风险

- 新管理团队和银行战略转型具备不确定性。

估值

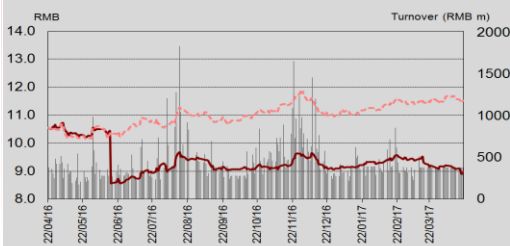
- 由于净息差和净利润低于预期,我们将目标价格下调至9.58人民币(0.81倍2017年预测市净率),与股份制银行的平均水平0.82倍2017年预测市净率相近。尽管平安银行正在逐渐形成零售业务方面的优势并寄望以此改善净资产收益率,转型效果的显现以及对估值的提振还需要更多时间。

投资摘要

年结日:12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营收入(人民币百万)	96,163	107,715	122,220	140,181	160,381
变动(%)	31.0	12.0	13.5	14.7	14.4
股东可分配净利润(人民币百万)	21,865	22,599	23,468	24,921	27,700
全面摊薄每股收益(人民币)	1.29	1.32	1.37	1.45	1.61
变动(%)	7.5	1.7	3.8	6.2	11.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.458	1.506	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.38	1.47	1.65
调整幅度(%)	-	-	(0.7)	(1.4)	(2.4)
全面摊薄市盈率(倍)	6.9	6.8	6.6	6.2	5.6
每股账面价值(人民币)	9.41	10.61	11.82	13.14	14.60
股价/每股账面价值(倍)	0.95	0.85	0.76	0.68	0.61
净资产收益率(%)	15.0	13.1	12.2	11.6	11.6
每股股息(人民币)	0.13	0.16	0.14	0.15	0.16
股息率(%)	1.4	1.8	1.5	1.6	1.8

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.4)	(2.9)	(2.7)	(14.7)
相对沪深300指数	(6.2)	(2.9)	(6.1)	(24.3)

发行股数(百万)	17,171
流通股(%)	35
流通股市值(人民币百万)	154,022
3个月日均交易额(人民币百万)	406
主要股东(%)	
中国平安集团	58

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究
以2017年4月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

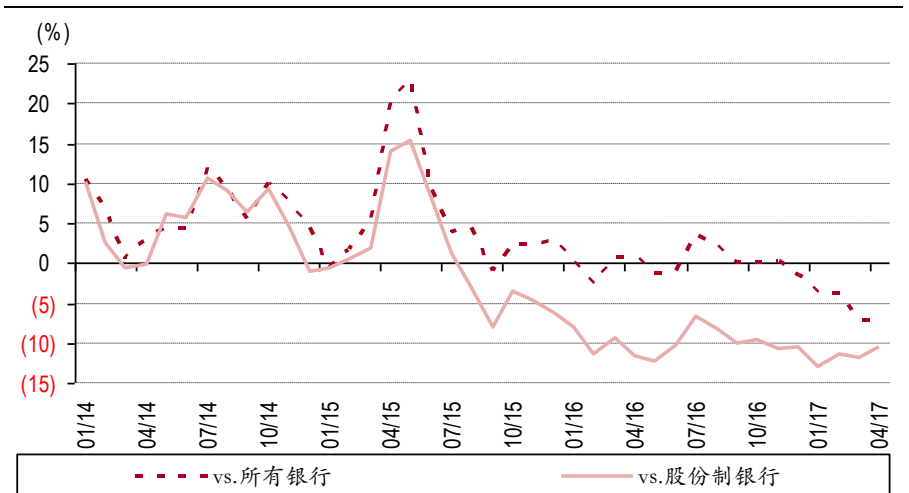
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120019

本研究报告是《Ping An Bank -- Results miss; victim of interbank liquidity tightening》的中文译本,英文原稿已于2017年4月24日出版

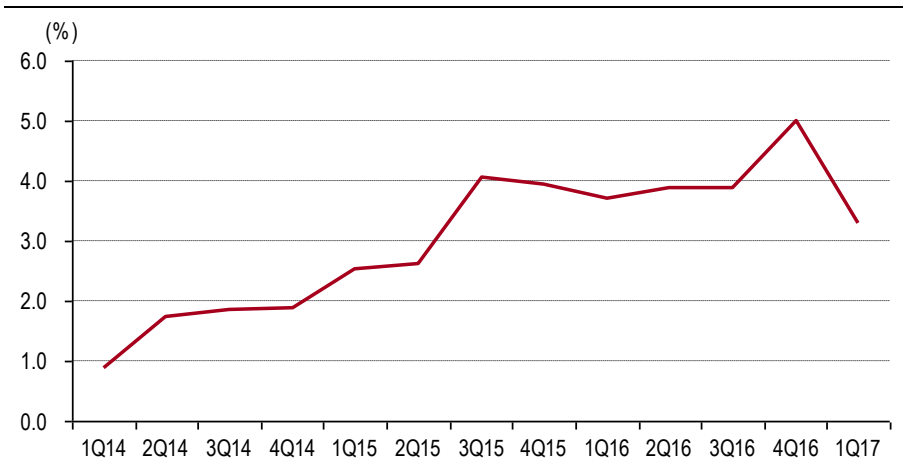
2017 年第一季度业绩摘要以及主要指标
图表 1. 2017 年业绩摘要

(人民币, 百万)	1Q17	1Q16	同比 (%)	实际值	中银国际预测	差异 (%)
净利息收入	18,869	19,079	(1.1)	18,869	20,323	(7.2)
净佣金收入	8,150	7,420	9.8	8,150	7,791	4.6
其他非利息收入	693	1,033	(32.9)	693	620	11.8
经营收入	27,712	27,532	0.7	27,712	28,734	(3.6)
营业税	(246)	(1,888)	(87.0)	(246)	(385)	(36.1)
经营收入(经调整)	27,466	25,644	7.1	27,466	28,349	(3.1)
经营费用	(6,804)	(8,080)	(15.8)	(6,804)	(8,145)	(16.5)
拨备前利润	20,662	17,564	17.6	20,662	20,204	2.3
拨备费用	(12,434)	(9,550)	30.2	(12,434)	(11,844)	5.0
经营利润	8,228	8,014	2.7	8,228	8,359	(1.6)
非经常性收益/损失	2	15	(86.7)	2	15	(86.7)
税前利润	8,230	8,029	2.5	8,230	8,374	(1.7)
所得税	(2,016)	(1,943)	3.8	(2,016)	(2,052)	(1.8)
净利润	6,214	6,086	2.1	6,214	6,322	(1.7)
少数股东权益	0	0	-	0	0	-
可分配净利润	6,214	6,086	2.1	6,214	6,322	(1.7)

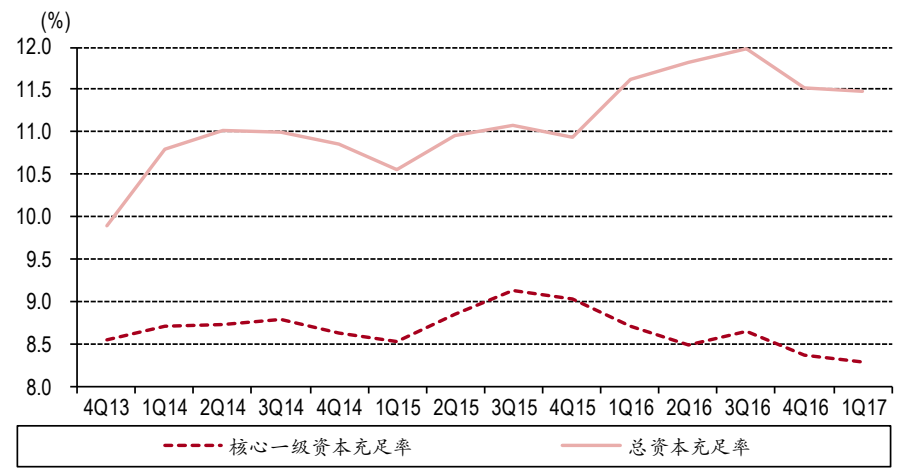
资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 2. 自 2015 年中以来表现疲弱——12 个月市净率溢价/ (折让) vs. 同业水平


资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 3. 新不良贷款形成率出现最大环比降幅


资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 4. 资本情况相对较弱


资料来源：公司数据、中银国际研究

估值

我们将目标价格下调至 9.58 元人民币（原目标价 10.17 元人民币），基于戈登增长模型并考虑了盈利降低的新假设。我们给予 0.81 倍 2017 年目标市净率，假定长期净资产收益率为 10.0%，永续增长率为 4.0%，折现率为 11.4%。在经历了近期股价疲弱表现后，公司目前估值接近 12 个月市净率历史估值区间下限。

图表 5. 平安银行：主要变动

	旧值	新值	变动%
评级	持有	持有	
目标价(人民币)	10.17	9.58	(5.8)

资料来源：中银国际研究预测

图表 6. 平安银行：估值摘要

	2017E	2018E
每股账面价值	11.82	13.14
净资产收益率 (%)	10.0	10.0
永续增长率 (%)	4.0	4.0
折现率 (%)	11.4	11.4
市净率(倍)	0.81	0.81
公允价值(人民币)	9.58	10.65

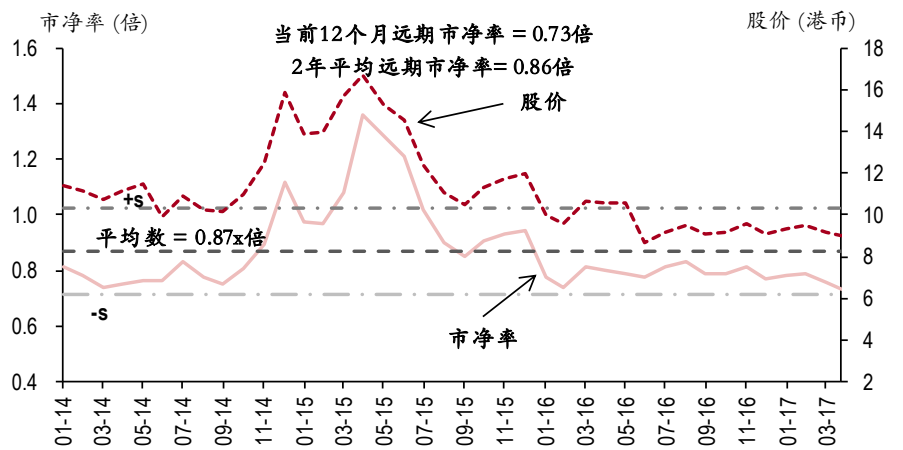
资料来源：中银国际研究预测

图表 7. 基于戈登增长模型的市净率估值区间预测

股权折现率	净资产收益率							
	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	
10.97%	0.67	0.73	0.79	0.86	0.93	1.00	1.08	
11.12%	0.66	0.72	0.78	0.84	0.91	0.98	1.06	
11.27%	0.65	0.70	0.76	0.83	0.89	0.96	1.03	
11.42%	0.64	0.69	0.75	0.81	0.87	0.94	1.01	
11.57%	0.62	0.68	0.73	0.79	0.85	0.92	0.99	
11.72%	0.61	0.67	0.72	0.78	0.84	0.90	0.97	
11.87%	0.60	0.65	0.71	0.76	0.82	0.88	0.95	

资料来源：中银国际研究预测

图表 8.12 个月动态市净率



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

风险

主要上行风险

如果零售战略落实快于预期或较快获得互联网和手机服务平台的竞争优势，平安银行的盈利性将获得改善，带来估值溢价。

主要下行风险

像绝大多数城市/农村商业银行一样，平安银行主要依靠批发融资来扩张信贷。市场利率的不断上升以及 2017 年银行间市场流动性趋紧将为银行带来流动性风险，尤其是在监管机构对金融系统去杠杆以及清理影子银行的情况下。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利息收入	68,461	76,411	86,220	98,101	111,193
净手续费及佣金	24,083	27,859	32,038	37,484	43,857
其他非息收入	3,619	3,445	3,962	4,596	5,331
经营收入	96,163	107,715	122,220	140,181	160,381
经营费用	(36,783)	(31,418)	(30,683)	(33,733)	(38,087)
拨备前经营利润	59,380	76,297	91,537	106,448	122,294
拨备	(30,485)	(46,518)	(60,084)	(72,814)	(84,774)
经营利润	28,895	29,779	31,453	33,634	37,520
营业外收入	(49)	156	156	156	156
营业税	28,846	29,935	31,609	33,790	37,676
所得税	(6,981)	(7,336)	(7,643)	(8,371)	(9,477)
税后利润	21,865	22,599	23,966	25,419	28,199
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	21,865	22,599	23,966	25,419	28,199
优先股股息	0	0	(499)	(499)	(499)
普通股东可分配利润	21,865	22,599	23,468	24,921	27,700
变动(%)	10	3	4	6	11

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产					
现金及银行存款	291,715	311,258	365,826	397,544	431,149
央行存款	302,973	273,208	275,966	302,233	329,092
银行间贷款	8,144	8,730	9,603	10,563	11,620
总客户预付款	1,216,138	1,475,801	1,637,908	1,826,891	2,044,593
减: 拨备	(29,266)	(39,932)	(57,258)	(82,606)	(110,492)
长期投资	594,803	759,438	891,586	1,030,523	1,181,727
联营公司权益	521	0	0	0	0
净固定资产	4,788	8,316	7,678	6,927	6,050
其他资产	117,333	156,615	155,092	155,100	155,167
总资产	2,507,149	2,953,434	3,286,403	3,647,175	4,048,905
负债及权益					
客户存款	1,733,921	1,921,835	2,097,429	2,281,013	2,475,556
银行存款及结余	337,300	483,015	574,844	684,896	816,795
其他借款	212,963	263,464	302,984	336,312	373,306
总借款	2,284,184	2,668,314	2,975,256	3,302,220	3,665,657
其他负债	61,465	82,949	88,221	99,456	112,541
总负债	2,345,649	2,751,263	3,063,477	3,401,676	3,778,198
普通股	14,309	17,170	17,170	17,170	17,170
准备金(包括股本溢价)	94,258	100,905	105,698	110,782	116,422
留存收益	52,933	64,143	80,104	97,594	117,162
总股东权益	161,500	182,218	202,973	225,546	250,754
优先股	0	19,953	19,953	19,953	19,953
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	161,500	202,171	222,926	245,499	270,707
总负债及权益	2,507,149	2,953,434	3,286,403	3,647,175	4,048,905

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	21,865	22,599	23,966	25,419	28,199
非现金项目	2,596	12,631	61,222	74,067	86,154
其他变动项目	1	64	(40,500)	(46,665)	(56,067)
运营资本变动	(24,528)	(20,090)	(27,167)	(33,952)	(45,200)
经营活动产生的净现金	(66)	15,204	17,522	18,870	13,085
投资活动产生的净现金	(96,226)	(102,343)	(915)	(981)	(1,057)
融资活动产生的净现金	174,177	59,212	36,832	30,116	34,149
现金增/(减)	77,885	(27,927)	53,438	48,006	46,177

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
生息资产收益率	6.0	5.0	5.2	5.3	5.4
资金成本	3.1	2.2	2.5	2.5	2.6
利差	2.9	2.8	2.7	2.8	2.8
净息差	3.0	2.9	2.9	2.9	3.0
其他收入总收入	28.8	29.1	29.5	30.0	30.7
成本收入比	38.3	29.2	25.1	24.1	23.7
有效税率	24.2	24.5	24.2	24.8	25.2
增长率					
贷款增长率	18.7	21.4	11.0	11.5	11.9
存款增长率	13.1	10.8	9.1	8.8	8.5
资产增长率	14.7	17.8	11.3	11.0	11.0
可持续增长率	28.6	22.1	19.3	16.1	19.9
流动性					
贷存比	68.7	75.4	76.7	78.7	81.1
贷款资金比	62.5	67.5	68.2	69.8	71.8
贷款资产比	48.5	50.0	49.8	50.1	50.5
核心负债/总负债	73.2	66.9	66.2	65.3	64.2
资产质量					
不良贷款率	1.5	1.7	1.9	2.3	2.1
拨备覆盖率	165.9	155.4	185.5	195.7	252.8
拨贷比	2.4	2.7	3.5	4.5	5.4
新增不良贷款形成率	3.7	4.5	4.3	4.8	4.5
信用成本	2.7	3.4	3.5	3.9	4.1
资本充足率					
权益资产比率	6.4	6.2	6.2	6.2	6.2
核心一级资本充足率	9.0	8.4	8.2	8.3	8.5
一级资本充足率	9.0	9.3	9.0	9.1	9.2
总资本充足率	10.9	11.5	11.8	11.8	11.9
回报率					
资产收益率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
净资产收益率	15.0	13.1	12.2	11.6	11.6
已运用资本收益率	15.0	13.1	12.4	11.9	11.8
风险加权资产收益率	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371