业绩分析

平安银行 (000001.SZ)

中性

证券研究报告

手续费收入/PPOP/信贷成本推动业绩高于预期；不良贷款小幅上升

与预测不一致的方面

平安银行公布 2012 年并表后实现税后净利润人民币 134 亿元（同比增长 30%），占我们/路透市场全年预测的 110%/109%，主要得益于手续费收入/拨备前营业利润/拨备好于预期，分别占我们预测的 115%/105/79%。四季度主要积极因素：1) 同业资产和贷款推动平均生息资产增长 4%，带动三季度净利息收入季环比增长 1%；2) 手续费收入季环比扩张加速至 14%，主要得益于银行卡业务手续费收入大幅增长；3) 净息差表现稳健，季环比收缩 3 个基点至 2.30%，可能因同业资产大幅上升所致；4) 成本收入比同比下降 2.4%，因业务整合已经完成；5) 虽然贷款增长了 2%，但在表外业务收缩的情况下，一级资本充足率环比上升 12 个基点至 8.59%；6) 地方政府融资平台业务规模进一步削减至占贷款总额的 5.4%（三季度为 6%）；7) 存款增长 9%，可能受大举销售理财产品和同业业务的推动。主要不利因素：1) 同业资产(尤其是信托受益权回购)环比扩张 11%，我们认为这可能表明证券化活动强劲；2) 不良贷款/关注类贷款/逾期贷款环比增加 21%/18%/30%，不良率上升 15 个基点至 95 个基点，高于我们预测的 87 个基点，因为对温州中小企业贷款和信用卡贷款持续降级。2012 下半年折年不良贷款生成率从上半年的 66 个基点升至 81 个基点。关注类贷款/逾期贷款生成率季环比上升至 100 个/202 个基点，高于三季度的 86/169 个基点；3) 贷款损失拨备覆盖率从三季度的 209%降至 182%，拨贷比仍为 174 个基点。

投资影响

因手续费收入/拨备前营业利润预测上调，我们将 2013/14 年税后净利润预测上调 8%/7%，并推出 2015 年预测。我们将 12 个月目标价格上调至人民币 20.8 元，这是基于 1.08 倍 2013 年预期市净率得出的（原目标价为人民币 19.3 元，基于 1.0 倍市净率）。我们维持中性评级：我们看好平安银行的重组进程以及管理层对中小企业的新一轮关注，但认为其低于同业的拨贷比和拨备前资产回报率，以及持续的不良贷款生成可能对 2013 年上半年/2014 年盈利构成压力。主要风险：净利息收入/不良贷款好于/差于预期。

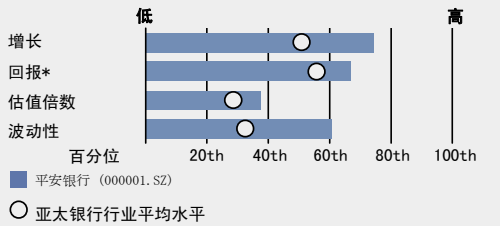
平安银行 2012 年四季度业绩概览

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
净息差	2.47	2.36	2.33	2.30
不良率	0.68%	0.73%	0.80%	0.95%
拨备覆盖率	253%	238%	209%	182%
信贷成本	0.42	0.52	0.37	0.51

所属投资名单

中性

投资摘要



* 回报 – 资本回报率

投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

主要数据	当前
股价(Rmb)	23.74
12个月目标价格(Rmb)	20.80
市值(Rmb mn / US$ mn)	121,628.3 / 19,560.4
外资持股比例(%)	--

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利(Rmb) 新	**2.03**	**2.64**	**2.92**	**3.35**
每股盈利调整幅度(%)	0.0	11.2	8.4	7.1
市净率(X)	1.1	1.4	1.2	1.1
市盈率(X)	8.2	9.0	8.1	7.1
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.8
股价/拨备前营业利润	7.9	5.9	5.1	4.4
拨备前营业利润增长(%)	62.4	34.2	15.8	15.1
拨备前资产回报率(%)	1.6	1.4	1.4	1.3
信贷成本(%)	0.3	0.4	NM	NM
总资产回报率(%)	1.05	0.94	0.86	0.84
净资产回报率(%)	19.1	16.9	16.3	16.0

股价走势图

股价表现(%)	3个月	6个月	12个月
绝对	69.3	67.1	41.3
相对于新华富时600指数	40.1	41.5	41.0

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为3/07/2013收盘价）

行业评级： 中性

程博为 执业证书编号: S1420512010001
+86(10)6627-3095 bowei.cheng@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

马宁 执业证书编号: S1420510120014
+86(10)6627-3063 ning.ma@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。 有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

平安银行： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净利息收入	25,289.8	33,035.4	38,646.3	44,790.9
非利息收入	4,478.1	6,722.6	7,612.0	8,652.5
营业收入	29,767.8	39,757.9	46,258.3	53,443.4
非利息费用	(14,361.8)	(19,076.4)	(22,319.4)	(25,890.5)
拨备前营业利润	15,406.1	20,681.5	23,938.9	27,552.9
总拨备支出	(2,148.6)	(3,130.6)	(4,759.4)	(5,578.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	13,257.5	17,550.9	19,179.5	21,974.9
税金	(2,867.0)	(4,040.1)	(4,219.5)	(4,834.5)
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	**10,390.5**	**13,510.8**	**14,960.0**	**17,140.5**
股息	0.0	0.0	0.0	0.0
股息支付率(%)	0.0	0.0	6.4	5.8

盈利增长动力(%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净息差	2.62	2.45	2.32	2.28
拨备支出/总贷款	0.35	0.44	0.58	0.59
同比增长(%)				
客户存款	51.2	20.0	15.5	15.5
贷款	52.2	16.1	15.6	16.2
净利息收入	59.8	30.6	17.0	15.9
手续费及佣金收入	131.2	56.1	25.4	16.2
非利息收入	91.2	50.1	13.2	13.7
营业收入	63.8	33.6	16.3	15.5
营业费用	(65.4)	(32.8)	(17.0)	(16.0)
拨备前营业利润	**62.4**	**34.2**	**15.8**	**15.1**
拨备支出	44.4	45.7	52.0	17.2
税前利润	65.8	32.4	9.3	14.6
净利润	65.4	30.0	10.7	14.6
每股盈利	6.4	30.0	10.7	14.6
每股股息	--	--	--	3.4

市场规模	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
机构数量	304.0	304.0	304.0	304.0
员工数量(000)	--	--	--	--
每员工创造收入(US$)	NM	NM	NM	NM
每员工创造净利(US$)	NM	NM	NM	NM

杜邦分析(%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净资产回报率	**19.1**	**16.9**	**16.3**	**16.0**
x 杠杆比率	5.5	5.6	5.3	5.2
=总资产回报率	**1.05**	**0.94**	**0.86**	**0.84**

占资产比例	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净利息收入	2.55	2.31	2.21	2.18
手续费及佣金收入	0.37	0.40	0.41	0.41
非利息收入	0.45	0.47	0.44	0.42
营业收入	3.00	2.78	2.65	2.61
营业费用	1.45	1.33	1.28	1.26
拨备前营业利润	1.55	1.44	1.37	1.34
贷款损失拨备	0.22	0.22	0.27	0.27
税前利润	1.34	1.23	1.10	1.07
税金	0.29	0.28	0.24	0.24

资产负债表(Rmb mn)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
总贷款	620,641.8	720,780.0	0.0	0.0
不良贷款	3,295.0	6,866.0	10,048.0	13,092.7
贷款损失准备	10,566.5	12,518.5	16,276.8	20,899.3
总生息资产	**1,234,671.9**	**1,580,545.2**	**1,874,316.6**	**2,200,803.3**
其它无息资产	23,505.0	25,991.5	15,793.0	12,047.1
资产合计	**1,258,176.9**	**1,606,536.8**	**1,890,109.6**	**2,212,850.4**
客户存款	850,845.1	1,021,107.7	1,179,787.8	1,363,126.9
总计息负债	1,088,649.4	1,493,745.2	1,764,042.8	2,068,958.5
股东权益合计	**75,380.6**	**84,798.8**	**98,887.8**	**115,066.6**

CAMEL比率(%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
C: 核心资本充足率	8.5	8.6	8.7	8.6
C: 权益贷款比	12.4	12.0	12.1	12.1
C: 权益资产比	6.0	5.3	5.2	5.2
A: 不良贷款率	0.5	1.0	NM	NM
A: 贷款损失拨备/不良贷款	320.7	182.3	162.0	159.6
E: 净息差	2.62	2.45	2.32	2.28
E: 非利息收入/营业收入	15.04	16.91	16.46	16.19
E: 费用收入比	48.2	48.0	48.2	48.4
E: 平均总资产回报率	1.05	0.94	0.86	0.84
L: 贷存比率	71.7	69.4	69.4	69.8

CAMELOT主要假设	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
高盛CAMELOT隐含市净率(X)	1.5	--	--	--
高盛CAMELOT隐含市盈率(X)	12.2	--	--	--
无风险回报率(%)	4.5	4.5	4.5	4.5
股票风险溢价(%)	6.0	6.0	6.0	6.0
CAMELOT贝塔系数(X)	1.1	--	--	--
经风险调整的权益成本(%)	10.9	--	--	--
调整后每股股息3年年均复合增长率(%)	12.8	--	--	--
可持续净资产回报率预测(%)	14.4	--	--	--
长期股息支付率预测(%)	72.1	--	--	--
扣除增长因素后(等同于债券)的市净率	1.3	--	--	--

贷款结构(%)	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
商业/企业贷款	69.4	68.7	NM	NM
个人住房贷款	NM	NM	NM	NM
消费贷款	30.6	31.3	NM	NM

估值（当前股价计算）	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
基本市盈率(X)	8.2	9.0	8.1	7.1
市净率(X)	1.13	1.43	1.23	1.06
股价/拨备前营业利润	7.9	5.9	5.1	4.4
股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.8
每股基本盈利(Rmb)	2.03	2.64	2.92	3.35
每股摊薄盈利(Rmb)	2.03	2.64	2.92	3.35
每股基本盈利增长(%)	6.4	30.0	10.7	14.6
每股摊薄盈利增长(%)	6.4	30.0	10.7	14.6
每股净资产(Rmb)	14.71	16.55	19.30	22.46
每股股息(Rmb)	0.00	0.00	0.19	0.19

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

程博为

bowei.cheng@ghsl.cn

马宁

ning.ma@ghsl.cn

图表1: 平安银行 2012 年四季度财务详情

人民币百万	Restated 2011	2012	YoY (%)	2012 Act. as % of FY12E	季度业绩 1Q 2012	2Q 2012	3Q 2012	4Q 2012	季度环比 (%) 3Q 2012	4Q 2012	同比 (%) 4Q 2012
损益表											
净利息收入	25,290	33,035	31	100	7,955	8,202	8,404	8,475	2	1	11
非利息收入	4,478	6,723	50	108	1,781	1,730	1,513	1,699	(13)	12	26
手续费及佣金净收入	3,665	5,721	56	115	1,448.0	1,331.3	1,376.3	1,565.7	3	14	27
总营业收入	29,768	39,758	34	101	9,736	9,931	9,916	10,174	(0)	3	14
注：剔除交易收益的营业收入	**29,503**	**39,515**	**34**	101	9,652	9,832	9,927	10,104	1	2	13
总营业费用	14,362	19,076	33	97	4,573	4,645	4,738	5,120	2	8	8
营业税	2,506	3,412	36	114	860	876	834	842	(5)	1	2
拨备前营业利润	**15,406**	**20,682**	**34**	105	**5,163**	**5,286**	**5,178**	**5,055**	(2)	(2)	19
剔除交易收益的拨备前营业利润	15,141	20,438	35	106	**5,079**	**5,186**	**5,188**	**4,985**	0	(4)	18
拨备费用	**2,149**	**3,131**	**46**	79	**686.0**	**884.3**	**644.5**	**915.9**	(27)	42	1
营业利润	13,257	17,551	32	112	4,477.4	4,401.3	4,533.5	4,138.8	3	(9)	24
税前利润	13,257	17,551	32	112	4,477.4	4,401.3	4,533.5	4,138.8	3	(9)	24
税金	2,867	4,040	41	113	981.9	1,027.2	1,057.1	974.0	3	(8)	42
净利润	**10,279**	**13,403**	**30**	**110**	**3,495.5**	**3,374.1**	**3,476.4**	**3,164.8**	**3**	**(9)**	**20**
净利润(并表)											
资产负债表											
总资产	1,258,177	1,606,537	27.7	108	1,368,005	1,490,623	1,477,531	1,606,537	(1)	9	28
总贷款	620,642	720,780	16.1	99	651,376	682,906	705,084	720,780	3	2.2	16.1
不良贷款	3,295	6,866	108.4	109	4,448	4,971	5,657	6,866	14	21	108
贷款损失拨备	10,566	12,518	18.5	91	11,269	11,830	11,846	12,518	0	6	18
客户存款	850,845	1,021,108	20.0	103	914,810	949,578	935,397	1,021,108	(1)	9.2	20.0
股东权益	75,381	84,799	12.5	100	78,957	79,823	81,726	84,799	2	4	12
生息资产	1,234,672	1,580,545	28.0	107	1,331,762	1,465,713	1,440,825	1,580,545	(2)	10	28
Camel ratios %											
股东权益/资产	5.99	5.28	(0.7)		5.77	5.35	5.53	5.28	0.18	(0.25)	(0.71)
股东权益/贷款	12.15	11.76	(0.4)		12.12	11.69	11.59	11.76	(0.10)	0.17	(0.38)
资产质量											
不良贷款率	0.53	0.95	0.4		0.68	0.73	0.80	0.95	0.07	0.15	0.42
贷款损失拨备/不良贷款	320.7	182.3	(138.4)		253.35	237.98	209.40	182.31	(28.58)	(27.09)	(138.37)
不良贷款净生成率	29.0	30.0	1.0								
信贷成本	0.35	0.43	0.09		0.42	0.52	0.37	0.51	(0.15)	0.14	(0.08)
盈利											
净息差	**2.56**	**2.37**	**(0.19)**		**2.47**	**2.36**	**2.33**	**2.30**	**(0.03)**	**(0.03)**	**(0.13)**
非利息收入/营业收入	15.04	16.91	1.9		18.29	17.42	15.26	16.70	(2.16)	1.44	1.64
成本收入比	48.25	47.98	(0.3)		46.97	46.78	47.78	50.32	1.01	2.53	(2.36)
拨备前平均经营性资产回报率	**1.55**	**1.44**	**(0.1)**		**1.57**	**1.48**	**1.40**	**1.31**	**(0.08)**	**(0.08)**	**(0.06)**
总资产回报率	1.04	0.94	(0.1)		1.06	0.94	0.94	0.82	(0.01)	(0.12)	(0.04)
净资产回报率	**18.88**	**16.73**	**(2.1)**		**18.12**	**17.00**	**17.22**	**15.20**	**0.22**	**(2.01)**	**0.82**
流动性											
贷存比	72.94	70.59	(2.4)		71.20	71.92	75.38	70.59	3.46	(4.79)	(2.36)
有效税率 (%)	21.63	23.02	1.4		21.93	23.34	23.32	23.53	(0.02)	0.22	2.95
均值											
平均资产	992,894	1,432,357	44.3		1,313,091	1,429,314	1,484,077	1,542,034	4	4	25
平均股东权益	54,447	80,090	47.1		77,169	79,390	80,774	83,262	2	3	13

资料来源：公司数据、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

我们，程博为、马宁，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。 **回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。 **估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。 **波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场的公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

程博为：中国券商、中国金融行业。马宁：中国券商、中国金融行业。

中国券商：中信证券、招商证券、光大证券、海通证券。

中国金融行业：农业银行(A)、农业银行(H)、北京银行、中国银行(A)、中国银行(H)、交通银行(A)、交通银行(H)、南京银行、宁波银行、中信银行(A)、中信银行(H)、建设银行(A)、建设银行(H)、光大银行、中国人寿(A)、中国人寿(H)、招商银行(A)、招商银行(H)、民生银行(A)、民生银行(H)、中国太保(A)、中国太保(H)、中国太平、重庆农村商业银行、远东宏信、华夏银行、兴业银行、工商银行(A)、工商银行(H)、新华保险(A)、新华保险(H)、中国人民保险集团、人保财险、平安银行、中国平安(A)、中国平安(H)、浦发银行。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛高华在今后 3 个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬： 平安银行 (Rmb23.74)

高盛高华在过去 12 个月中与下述公司存在投资银行客户关系： 平安银行 (Rmb23.74)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35%的股票评级为买入、10-15%的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及／或估值对研究对象的投资前景的看法。 **具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及／或估值。 **中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及／或估值持平。 **谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及／或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。 **暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。 **暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。 **没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。 **不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。 **无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2013 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。