持有 8%

目标价格: 人民币 20.60

原目标价格: 人民币 23.04

000001.CH

股价:人民币 19.08

目标价格基础: 1.1 倍 13 年预期市净率

板块评级: 中立

本报告要点

- **2013 年 1 季度，平安银行实现归属母公司净利润 35.9 亿元，同比增长 4.7%，低于我们和市场的预期**
- **展望未来，我们认为实体经济的疲弱仍会继续影响该行的业绩表现，包括息差和资产质量，而资本金压力又成了新的问题。虽然目前股价已经较高点回调了较多，但可能短期内的投资机会并不大。**

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	19	(17)	(5)	16
相对新华富时 A50 指数	25	(10)	4	21

发行股数 (百万)	5123
流通股 (%)	*100*
流通股市值 (人民币 百万)	105,534
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	583
主要股东(%)	
中国平安集团	52.4

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2013 年 4 月 23 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

孙鹏, CFA
(8610) 6622 9072
peng.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120017

平安银行

业绩低于预期，市场需要给转型以时间

2013 年 1 季度，平安银行实现归属母公司净利润 35.9 亿元，同比增长 4.7%，低于我们和市场的预期，主要原因是净息差表现较差，同时拨备较预期偏多。展望未来，我们认为实体经济的疲弱仍会继续影响该行的业绩表现，包括息差和资产质量，而完成再融资的迫切性又十分突出。虽然目前股价已经较高点回调了较多，但可能短期内的投资机会并不大。我们将目标价由原来的 23.04 元下调至 20.60 元，维持对该行的*持有*评级。

支撑评级的要点

- 平安银行的净息差在 1 季度下滑较快，根据该行自己的口径，1 季度息差环比去年 4 季度下滑了 12 个基点，而根据我们自己的口径测算，息差下滑幅度会更大。主要原因在于贷款收益率的持续低迷，尤其是公司贷款受到实体经济疲软的影响较大；同业资产（尤其是买入返售类资产）和贴现的大幅增加拉低了净息差（详见图表 3）。
- 1 季度该行的不良贷款继续“双升”，但幅度较 4 季度有所缓和，不良贷款余额和不良率分别仅增加 5 亿元和 3 个基点。但是我们也看到，1 季度该行的逾期贷款和关注类贷款上升幅度反而高于去年 4 季度，而且从不良贷款的地区分布上看，东区的不良率较年初又提高了 16 个基点。展望未来，实体经济的持续疲软可能还会持续 1-2 个季度，该行的资产质量预计还会继续承压。
- 1 季度平安银行的手续费收入同比增长 27.1%，好于我们的预期，其中理财业务和银行卡业务的增长最为明显。短期内由于监管的施压，未来 2 个季度手续费收入增速放缓的可能性较大。
- 从 1 季度的贷款投放上看，该行 1 季度投放 340 亿贷款，明显收缩了在制造业和商业的敞口，使得一般性公司贷款余额甚至下降了 150 亿，主要投放在票据贴现（220 亿）、信用卡（105 亿）和小微贷款（87 亿）上。此外，1 季度存款也没有明显的增长。
- 1 季度末，在新资本管理办法下，该行的核心资本充足率仅为 7.28%，新资本管理办法的影响有 97 个基点。该行决定未来 3 年发行 500 亿减记型二级资本工具（我们预计可能提高资本充足率 3-4 个百分点），但核心资本充足率压力仍然较大，再融资需要尽快完成。

评级面临的主要风险

- 实体经济疲软下的资产质量难以企稳。

估值

- 目前股价分别相当于 8.1 倍和 1.0 倍的 2013 年预测市盈率和预期市净率。我们将目标价由 23.04 元下调至 20.60 元，维持对该行的*持有*评级。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(人民币百万)	29,644.0	39,749.0	46,821.1	52,652.1	58,082.3
变动(%)		*34.1*	*17.8*	*12.5*	*10.3*
净利润(人民币百万)	10,279.0	13,403.0	14,871.9	15,855.8	15,991.1
全面摊薄每股收益(人民币)	2.01	2.62	2.36	2.51	2.53
变动(%)	*5.3*	*30.4*	*(10.0)*	*6.6*	*0.9*
全面摊薄市盈率(倍)	9.5	7.3	8.1	7.6	7.5
每股账面价值(人民币)	14.31	16.55	18.72	20.98	23.26
价格/每股账面价值(倍)	1.33	1.15	1.02	0.91	0.82
每股股息(人民币)	-	0.17	0.24	0.25	0.25
股息率(%)	0.0	0.5	1.2	1.3	1.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2013 年 1 季度业绩摘要

(人民币，百万)	2013 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比(%)	1 季度环比 4 季度 (%)
净利息收入	7,955	8,707	9.5	2.7
净手续费及佣金收入	1,448	1,805	24.7	15.2
其他非息收入	321	290	(9.7)	64.8
营业收入	9,724	10,802	11.1	5.7
营业费用	(3,713)	(4,184)	12.7	(2.2)
拨备前营业利润	6,011	6,618	10.1	11.4
拨备费用	(686)	(1,046)	52.5	14.2
营业利润	5,325	5,572	4.6	10.9
营业税	(860)	(855)	(0.6)	1.5
非经营性收入	12	1	(91.7)	(102.3)
税前利润	4,477	4,718	5.4	14.0
所得税	(982)	(1,129)	15.0	15.9
净利润	3,495	3,589	2.7	13.4
少数股东损益	(66)	0	(100.0)	-
归属母公司净利润	3,429	3,589	4.7	13.4

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2.2013 年 1 季度实际业绩与预测值差异

(人民币，百万)	2013 年 1 季度 业绩预测值	2013 年 1 季度 业绩实际值	差异 (%)
净利息收入	8,886	8,707	(2.0)
净手续费及佣金收入	1,622	1,805	11.3
其他非息收入	285	290	1.7
营业收入	10,793	10,802	0.1
营业费用	(4,155)	(4,184)	0.7
拨备前营业利润	6,638	6,618	(0.3)
拨备费用	(888)	(1,046)	17.8
营业利润	5,750	5,572	(3.1)
营业税	(961)	(855)	(11.0)
非经营性收入	2	1	(55.6)
税前利润	4,791	4,718	(1.5)
所得税	(1,051)	(1,129)	7.4
净利润	3,740	3,589	(4.0)
少数股东损益	0	0	-
归属母公司净利润	3,740	3,589	(4.0)

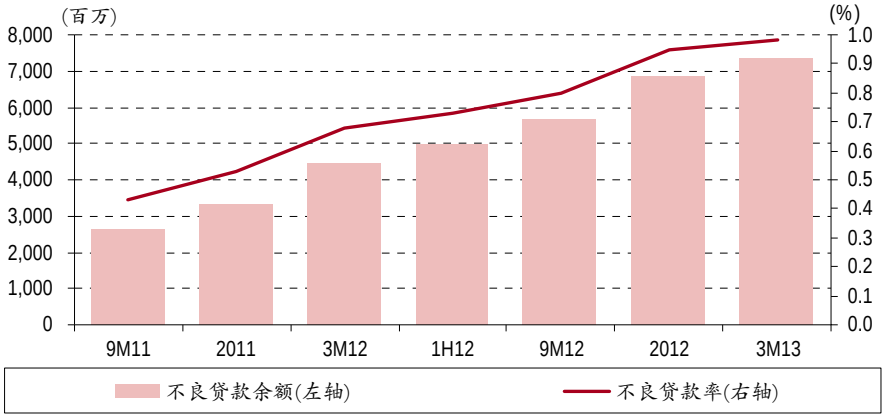
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.平安银行的季度净息差变动情况

(%)	13 年 1 季度	12 年 4 季度	变化（基点）
客户贷款及垫款（不含贴现）	6.52	6.62	(10)
债券投资	3.86	3.87	(1)
存放央行	1.46	1.49	(3)
票据贴现及同业业务	4.88	4.78	10
其他	5.91	4.95	96
生息资产总计	5.06	5.11	(5)
			0
客户存款	2.41	2.48	(7)
发行债券	6.26	6.21	5
同业业务	4.17	3.91	26
其他	-	4.84	-
计息负债总计	3.05	2.98	7
			0
存贷利差	4.11	4.14	(3)
净利差	2.01	2.13	(12)
净息差	2.18	2.30	(12)

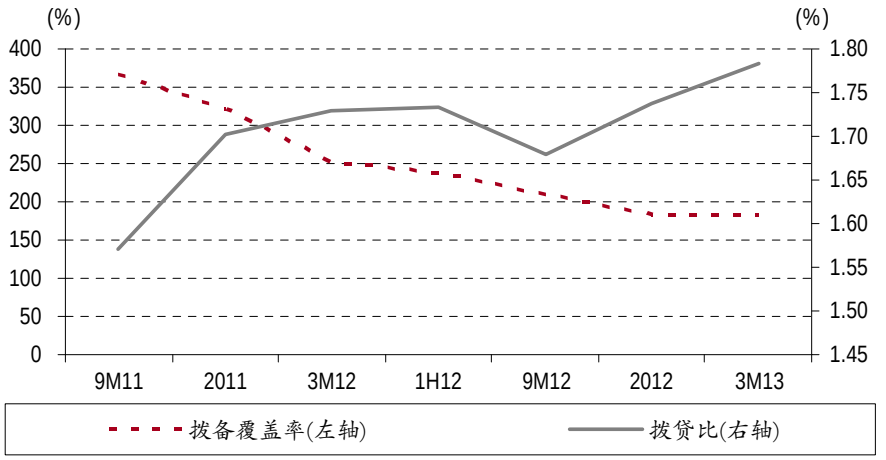
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4.平安银行的不良贷款变动情况



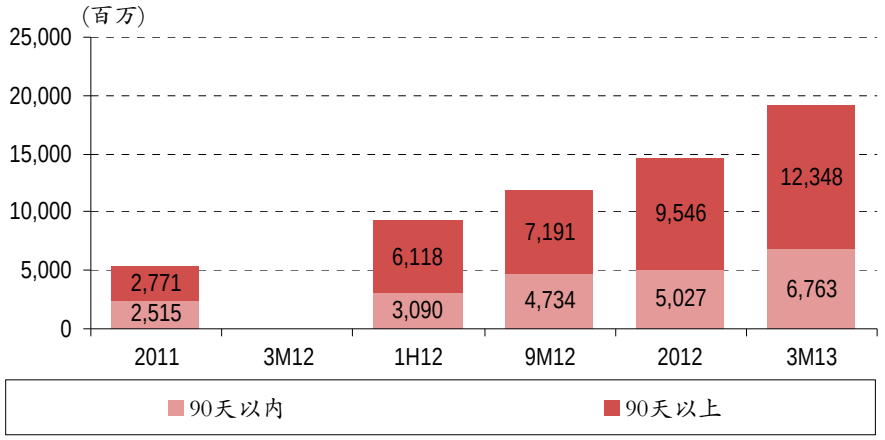
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.平安银行的贷款拨备变动情况



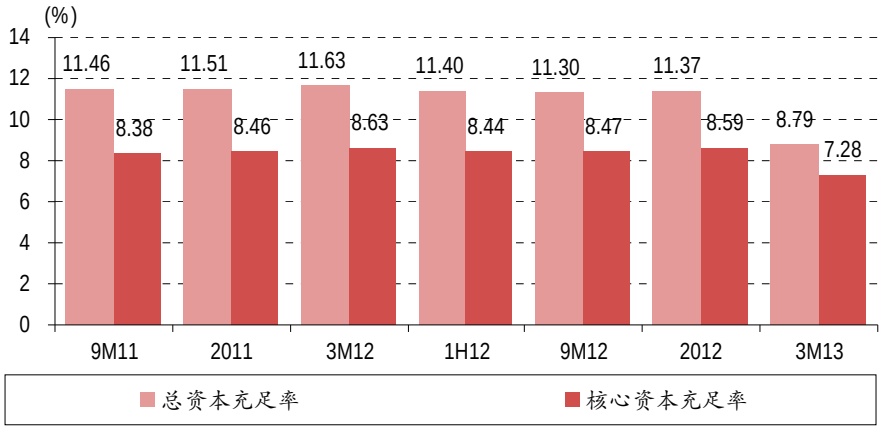
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6.平安银行逾期贷款变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7.平安银行的资本充足率



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8.平安银行 1 季度的手续费收入结构

(人民币，百万)	13 年 1 季度	12 年 1 季度	同比增减(%)
结算手续费收入	242	225	7.56
理财业务手续费收入	249	137	81.75
代理及委托手续费收入	71	272	(73.90)
银行卡业务手续费收入	916	491	86.56
咨询顾问费收入	207	150	38.00
账户管理费收入	53	113	(53.10)
其他	291	208	39.90
手续费收入小计	2,029	1,596	27.13

资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	25,290	33,035	38,814	43,238	47,013
净手续费及佣金	3,665	5,722	6,866	8,102	9,561
其他非息收入	689	992	1,141	1,312	1,509
经营收入	29,644	39,749	46,821	52,652	58,082
经营费用	(11,855)	(15,664)	(18,702)	(21,196)	(23,513)
拨备前经营利润	17,789	24,085	28,119	31,456	34,570
拨备	(2,149)	(3,131)	(4,070)	(5,650)	(8,245)
经营利润	15,640	20,954	24,050	25,806	26,325
营业税	(2,506)	(3,412)	(4,484)	(4,995)	(5,417)
营业外收入	124	9	9	9	9
税前利润	13,258	17,551	19,575	20,820	20,917
所得税	(2,867)	(4,040)	(4,703)	(4,965)	(4,926)
税后利润	10,391	13,511	14,872	15,856	15,991
少数股东权益	(112)	(108)	0	0	0
净利润	10,279	13,403	14,872	15,856	15,991
变动 (%)	*63.6*	*30.4*	*11.0*	*6.6*	*0.9*

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及银行存款	2,236	3,233	3,333	3,433	3,533
央行存款	158,399	216,114	237,337	267,126	298,154
银行间贷款	82,634	346,194	446,409	565,214	711,688
短期投资	810	967	1,064	1,170	1,287
总客户预付款	620,642	720,780	834,886	939,675	1,048,823
减：拨备	(10,566)	(12,518)	(15,489)	(20,080)	(27,320)
长期投资	202,407	288,095	336,440	393,126	459,641
联营公司权益	539	522	522	522	522
净固定资产	3,525	3,537	3,642	3,718	3,765
其他资产	197,551	39,613	40,194	40,870	41,657
总资产	1,258,177	1,606,537	1,888,338	2,194,774	2,541,750
负债及权益					
客户存款	850,846	1,021,107	1,130,178	1,272,031	1,419,783
银行存款及结余	221,017	455,607	567,555	707,100	881,062
其他借款	16,055	16,079	35,579	35,579	35,579
总借款	1,087,918	1,492,793	1,733,313	2,014,710	2,336,424
其他负债	94,879	28,945	36,841	47,610	58,481
总负债	1,182,797	1,521,738	1,770,154	2,062,320	2,394,905
普通股股本(面值)	5,123	5,123	6,313	6,313	6,313
准备金(包括股本溢价)	52,323	56,599	78,384	81,555	84,753
其他权益	15,864	23,077	33,487	44,586	55,780
总股东权益	73,310	84,799	118,184	132,454	146,846
少数股东权益	2,070	0	0	0	0
已运用资本	75,380	84,799	118,184	132,454	146,846
总负债及权益	1,258,177	1,606,537	1,888,338	2,194,774	2,541,750

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	10,279	13,403	14,872	15,856	15,991
非现金项目	(3,869)	(6,050)	4,843	6,452	9,072
其他变动项目	882	1,122	(1,097)	(1,059)	(1,005)
交易活动产生的现金	7,292	8,475	18,618	21,249	24,057
运营资本变动	(20,089)	74,200	(38,902)	2,548	4,167
经营产生的现金流	(12,797)	82,675	(20,284)	23,797	28,224
投资及融资回报	30,796	(1,488)	(513)	(1,487)	(1,586)
总现金流	17,999	81,187	(20,797)	22,310	26,638
投资	(22,522)	(80,037)	(18,602)	(22,210)	(26,538)
自由现金流	(4,523)	1,150	(39,399)	100	100
投资者可用现金	(4,523)	1,150	(39,399)	100	100
融资活动产生的净现金	5,924	(154)	39,500	0	0
现金增/(减)	1,401	996	101	100	100

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	5.9	5.7	4.8	4.5	4.2
资金成本	3.0	3.2	2.6	2.5	2.3
利差	2.9	2.5	2.1	2.0	1.9
净息差	2.9	2.5	2.3	2.2	2.0
其他收入总收入	14.7	16.9	17.1	17.9	19.1
成本收入比	40.0	39.4	39.9	40.3	40.5
有效税率	34.1	35.5	38.2	38.6	39.3
增长率					
贷款增长率	52.3	16.1	15.8	12.6	11.6
存款增长率	51.2	20.0	10.7	12.6	11.6
资产增长率	72.9	27.7	17.5	16.2	15.8
可持续增长率	16.2	18.0	14.4	13.1	11.1
流动性					
贷存比	72.9	70.6	73.9	73.9	73.9
贷款资金比	71.6	69.5	71.6	71.9	72.1
贷款资产比	49.3	44.9	44.2	42.8	41.3
核心负债/总负债	67.1	58.0	56.4	54.5	52.4
资产质量					
不良贷款率	0.5	1.0	1.2	1.5	1.9
拨备覆盖率	351.4	188.5	151.6	143.4	141.3
拨贷比	1.7	1.7	1.9	2.1	2.6
信用成本	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8
需特别关注贷款比例	0.7	1.0	1.6	1.9	2.2
资本充足率					
权益资产比率	6.0	5.3	6.3	6.0	5.8
盈余资本	3.5	3.4	3.3	2.6	1.8
总资本充足率	8.46	8.59	9.2	8.9	8.3
一级资本充足率	11.51	11.37	11.27	10.61	9.79
回报率					
资产收益率	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
净资产收益率	19.2	17.0	14.7	12.7	11.5
已运用资本收益率	20.1	17.8	14.9	12.9	11.6
结构性已运用资本收益率	20.4	19.8	18.1	15.7	13.4

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，其本人或其关联人士都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其本人或其关联人士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声明，其员工均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；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；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中银国际证券有限责任公司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 10%以上；

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，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
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

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
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
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) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371