

2013年8月23日



业绩分析 平安银行 (000001.SZ)

中性

证券研究报告

业绩符合预期; 手续费收入/存款高增长, 但信贷成本上升

与预测不一致的方面

平安银行公布 2013 年上半年实现税后净利润人民币 75.3 亿元, 同比增长 10%, 占高华/路透市场预测 2013 年全年预测的 52%/53%, 因为手续费收入的高增长被信贷成本走高所抵消 (上半年/二季度信贷成本分别为 66/79 个基点)。**主要积极因素:** 1) 二季度净息差持稳, 该行基于日均余额计算的上半年净息差为 2.19% (一季度为 2.18%), 受益于贷款结构和定价的改善 (我们基于期末余额均值估算的二季度净息差环比上升 12 个基点至 2.21%); 2) 在信用卡业务、理财产品销售和咨询顾问费收入高增长的推动下, 二季度手续费收入增长强劲, 同比/季环比增幅分别达到 93%/42%; 3) 存款快速增长, 季环比/半年环比增幅分别为 10%/15%, 主要受定期存款增长驱动。**主要不利因素:** 1) 虽然不良率仅有小幅上升, 但我们仍感到担忧, 因为该行上半年逾期 1 天以上贷款增长了人民币 76 亿元 (占总贷款的 1%, 可能部分源于其信用卡业务的快速扩张), 并且特别关注类贷款期末余额从去年底的 72 亿元几乎翻倍至 143 亿元; 2) 投资于其它金融机构的理财产品同比/半年环比大幅上升 335%/76%, 至人民币 1,590 亿元, 其规模约为贷款总量的 20%, 如果这些资产与信贷相关则可能会造成贷存比被低估及拨贷比被高估。如果我们将这些投资视为贷款, 那么平安银行 2013 年上半年调整后的拨贷比将下降 30 个基点至 1.48%, 调整后的贷存比则将上升 13.5 个百分点至 80.4%。

投资影响

我们维持对平安银行的中性评级, 并维持我们基于 1.09 倍市净率计算的 12 个月目标价格人民币 12.94 元。我们认为平安银行将受益于来自平安集团的协同效应, 但我们对其中小企业贷款的资产质量和低于同业的拨贷比感到担忧。主要风险: 不良贷款/盈利好于/差于预期。

平安银行 2013 年上半年业绩概览

(%)	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
净息差	2.31	2.24	2.08	2.21
不良率	0.80	0.95	0.98	0.97
信贷成本	0.37	0.51	0.55	0.79

资料来源: 公司数据、高华证券研究

所属投资名单

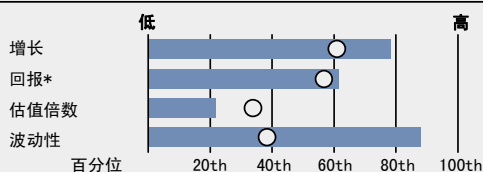
中性

行业评级: 中性

马宁 (分析师) 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
吴双 (研究助理)
+86(10)6627-3487 jessica.wu@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。

投资摘要



■ 平安银行 (000001.SZ)

○ 亚太银行行业平均水平

* 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

	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	当前
股价 (Rmb)					10.95
12个月目标价格 (Rmb)					12.94
市值 (Rmb mn / US\$ mn)					89,761.1 / 14,658.7
外资持股比例 (%)					--
每股盈利 (Rmb)	1.65	1.75	1.96	2.16	
每股盈利增长 (%)	30.0	6.3	11.7	10.5	
市净率 (X)	0.9	0.9	0.8	0.7	
市盈率 (X)	5.7	6.3	5.6	5.1	
股息收益率 (%)	1.1	1.6	1.7	1.9	
股价/拨备前营业利润	4.3	3.9	3.4	3.1	
拨备前营业利润增长 (%)	34.2	11.6	13.2	11.7	
拨备前资产回报率 (%)	1.4	1.3	1.3	1.2	
信贷成本 (%)	0.4	NM	NM	NM	
总资产回报率 (%)	0.94	0.82	0.78	0.74	
净资产回报率 (%)	16.9	15.7	15.2	14.6	

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(17.2)	(8.4)	19.4
相对于新华富时600指数	(8.0)	1.3	18.5

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为8/22/2013收盘价)

平安银行：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	资产负债表(Rmb mn)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净利息收入	33,035.4	36,693.4	41,743.0	48,161.0	总贷款	720,780.0	0.0	0.0	0.0
非利息收入	6,722.6	7,845.0	8,767.6	9,420.5	不良贷款	6,866.0	9,777.7	12,822.4	14,498.8
营业收入	39,757.9	44,538.4	50,510.6	57,581.5	贷款损失准备	12,518.5	16,276.8	20,899.3	23,612.7
非利息费用	(19,076.4)	(21,463.0)	(24,382.3)	(28,399.2)	总生息资产	1,580,545.2	1,874,316.6	2,200,759.9	2,577,163.0
拨备前营业利润	20,681.5	23,075.4	26,128.3	29,182.3	其它无息资产	25,991.5	15,189.7	10,212.9	6,106.3
总拨备支出	(3,130.6)	(4,669.3)	(5,578.0)	(6,477.1)	资产合计	1,606,536.8	1,889,506.3	2,210,972.8	2,583,269.3
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	客户存款	1,021,107.7	1,179,787.8	1,363,126.9	1,574,956.8
税前利润	17,550.9	18,406.0	20,550.4	22,705.2	总计息负债	1,493,745.2	1,764,042.8	2,068,958.5	2,421,772.3
税金	(4,040.1)	(4,049.3)	(4,521.1)	(4,995.1)	股东权益合计	84,798.8	98,284.5	112,915.9	129,061.8
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	CAMEL比率(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净利润	13,510.8	14,356.7	16,029.3	17,710.1	C: 核心资本充足率	8.6	7.4	7.3	7.2
股息	0.0	0.0	0.0	0.0	C: 权益贷款比	12.0	12.0	11.9	11.7
股息支付率(%)	6.4	9.7	9.8	9.6	C: 权益资产比	5.3	5.2	5.1	5.0
盈利增长动力(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	A: 不良贷款率	1.0	NM	NM	NM
净息差	2.45	2.20	2.12	2.09	A: 贷款损失拨备/不良贷款	182.3	166.5	163.0	162.9
拨备支出/总贷款	0.44	0.57	0.59	0.59	E: 净息差	2.45	2.20	2.12	2.09
同比增长(%)					E: 非利息收入/营业收入	16.91	17.61	17.36	16.36
客户存款	20.0	15.5	15.5	15.5	E: 费用收入比	48.0	48.2	48.3	49.3
贷款	16.1	15.6	16.2	15.7	E: 平均总资产回报率	0.94	0.82	0.78	0.74
净利息收入	30.6	11.1	13.8	15.4	L: 贷存比率	69.4	69.4	69.8	69.9
手续费及佣金收入	56.1	25.4	16.2	7.8	CAMELOT主要假设	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
非利息收入	50.1	16.7	11.8	7.4	高盛CAMELOT隐含市净率(X)	--	--	--	--
营业收入	33.6	12.0	13.4	14.0	高盛CAMELOT隐含市盈率(X)	--	--	--	--
营业费用	(32.8)	(12.5)	(13.6)	(16.5)	无风险回报率(%)	4.5	4.5	4.5	4.5
拨备前营业利润	34.2	11.6	13.2	11.7	股票风险溢价(%)	6.0	6.0	6.0	6.0
拨备支出	45.7	49.2	19.5	16.1	CAMELOT贝塔系数(X)	--	--	--	--
税前利润	32.4	4.9	11.7	10.5	经风险调整的权益成本(%)	--	--	--	--
净利润	30.0	6.3	11.7	10.5	调整后每股收益3年年均复合增长率(%)	--	--	--	--
每股盈利	30.0	6.3	11.7	10.5	可持续净资产回报率预测(%)	--	--	--	--
每股股息	--	60.5	11.9	8.6	长期股息支付率预测(%)	--	--	--	--
市场规模	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	扣除增长因素后(等同于债券)的市净率	--	--	--	--
机构数量	304.0	304.0	304.0	304.0	贷款结构(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
员工数量(000)	--	--	--	--	商业/企业贷款	68.7	NM	NM	NM
每员工创造收入(US\$)	NM	NM	NM	NM	个人住房贷款	NM	NM	NM	NM
每员工创造净利(US\$)	NM	NM	NM	NM	消费贷款	31.3	NM	NM	NM
杜邦分析(%)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	估值(当前股价计算)	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净资产回报率	16.9	15.7	15.2	14.6	基本市盈率(X)	5.7	6.3	5.6	5.1
x 杠杆比率	5.6	5.2	5.2	5.0	市净率(X)	0.91	0.91	0.79	0.70
=总资产回报率	0.94	0.82	0.78	0.74	股价/拨备前营业利润	4.3	3.9	3.4	3.1
占资产比例	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	股息收益率(%)	1.1	1.6	1.7	1.9
净利息收入	2.31	2.10	2.04	2.01	每股基本盈利(Rmb)	1.65	1.75	1.96	2.16
手续费及佣金收入	0.40	0.41	0.41	0.38	每股摊薄盈利(Rmb)	1.65	1.75	1.96	2.16
非利息收入	0.47	0.45	0.43	0.39	每股基本盈利增长(%)	30.0	6.3	11.7	10.5
营业收入	2.78	2.55	2.46	2.40	每股摊薄盈利增长(%)	30.0	6.3	11.7	10.5
营业费用	1.33	1.23	1.19	1.18	每股净资产(Rmb)	10.34	11.99	13.77	15.74
拨备前营业利润	1.44	1.32	1.27	1.22	每股股息(Rmb)	0.11	0.17	0.19	0.21
贷款损失拨备	0.22	0.27	0.27	0.27					
税前利润	1.23	1.05	1.00	0.95					
税金	0.28	0.23	0.22	0.21					

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

对此报告有贡献的分析师

马宁

ning.ma@ghsl.cn

吴双

jessica.wu@ghsl.cn

图1: 由于手续费收入高增长被信贷成本走高所抵消, 平安银行 2013 年上半年税后净利润同比增长 10%, 符合我们的预期

人民币百万	半年业绩					季度业绩						
	1H 2012	2H 2012	1H 2013	YoY 1H13 (%)	HoH 1H13 (%)	1H13 as % of FY13E	3Q 2012	4Q 2012	1Q 2013	2Q 2013	YoY 2Q13 (%)	QoQ 2Q13 (%)
损益表												
净利息收入	16,157	16,879	18,528	15	10	50	8,404	8,475	8,707	9,821	20	13
非利息收入	3,511	3,212	4,910	40	53	66	1,513	1,699	2,096	2,814	63	34
手续费及佣金净收入	2,779	2,942	4,376	57	49	61	1,376.3	1,565.7	1,805.0	2,571.0	93	42
总营业收入	19,667	20,091	23,438	19	17	53	9,916	10,174	10,803	12,635	27	17
注: 剔除交易收益的营业收入	19,484	20,031	23,415	20	17	53	9,927	10,104	10,788	12,627	28	17
总营业费用	9,218	9,858	10,930	19	11	51	4,738	5,120	5,039	5,891	27	17
营业税	1,736	1,676	1,824	5	9	64	834	842	855	969	11	13
拨备前营业利润	10,449	10,233	12,508	20	22	54	5,178	5,055	5,764	6,744	28	17
剔除交易收益的拨备前营业利润	10,265	10,173	12,485	22	23	54	5,188	4,985	5,749	6,736	30	17
拨备费用	1,570	1,560	2,602	66	67	56	644.5	915.9	1,046.0	1,556.0	76	49
营业利润	8,879	8,672	9,906	12	14	54	4,533.5	4,138.8	4,718.0	5,188.0	18	10
税前利润	8,879	8,672	9,906	12	14	54	4,533.5	4,138.8	4,718.0	5,188.0	18	10
税金	2,009	2,031	2,375	18	17	59	1,057.1	974.0	1,129.0	1,246.0	21	10
净利润	6,870	6,641	7,531	10	13	52	3,476.4	3,164.8	3,589.0	3,942.0	17	10
资产负债表												
总资产	1,490,623	1,606,537	1,826,998	23	14	97	1,477,531	1,606,537	1,811,249	1,826,998	23	1
总贷款	682,906	720,780	786,484	15	9	94	705,084	720,780	754,801	786,484	15	4
不良贷款	4,971	6,866	7,637	54	11	78	5,657	6,866	7,366	7,637	54	4
贷款损失拨备	11,830	12,518	14,017	18	12	86	11,846	12,518	13,456	14,017	18	4
客户存款	949,578	1,021,108	1,175,361	24	15	100	935,397	1,021,108	1,064,514	1,175,361	24	10
股东权益	79,823	84,799	91,542	15	8	94	81,726	84,799	88,759	91,542	15	3
生息资产	1,465,713	1,579,548	1,796,660	23	14	96	1,440,825	1,579,548	1,765,913	1,796,660	23	2
对其他金融机构理财产品的投资	36,604	90,338	159,089	335	76							
调整后拨贷比	1.64	1.54	1.48	(0.2)	(0.06)							
拨贷比	1.73	1.74	1.78	0.0	0.05							
Camel 比例 %												
资本充足率												
股东权益/资产	5.35	5.28	5.01	(0.3)	(0.27)		5.53	5.28	4.90	5.01	(0.34)	0.11
股东权益/贷款	11.69	11.76	11.64	(0.0)	(0.13)		11.59	11.76	11.76	11.64	(0.05)	(0.12)
资产质量												
不良贷款率	0.73	0.95	0.97	0.2	0.02		0.80	0.95	0.98	0.97	0.24	(0.00)
贷款损失拨备/不良贷款	237.98	182.31	183.54	(54.4)	1.23		209.40	182.31	182.68	183.54	(54.44)	0.86
信贷成本	0.46	0.43	0.66	0.2	0.2		0.37	0.51	0.55	0.79	0.27	0.24
盈利												
净息差	2.39	2.22	2.20	(0.20)	(0.02)	(0.01)	2.31	2.24	2.08	2.21	-0.14	0.12
非利息收入/营业收入	17.85	15.99	20.95	3.1	4.96		15.26	16.70	19.40	22.27	4.86	2.87
成本收入比	46.87	49.07	46.63	(0.2)	(2.43)		47.78	50.32	46.64	46.62	(0.15)	(0.02)
拨备前平均经营性资产回报率	1.52	1.32	1.46	(0.1)	0.14		1.40	1.31	1.35	1.48	0.00	0.13
总资产回报率	1.00	0.86	0.88	(0.1)	0.02		0.94	0.82	0.84	0.87	(0.08)	0.03
净资产回报率	17.70	16.14	17.08	(0.6)	0.95		17.22	15.20	16.54	17.49	0.49	0.95
流动性												
贷存比	71.92	70.59	66.91	(5.0)	(3.67)		75.38	70.59	70.91	66.91	(5.00)	(3.99)
调整后贷存比	75.77	79.44	80.4	4.7	1.01							
有效税率 (%)	22.63	23.42	23.98	1.3	0.56		23.32	23.53	23.93	24.02	0.68	0.09
均值												
平均资产	1,374,400	1,548,580	1,716,767	25	11		1,484,077	1,542,034	1,708,893	1,819,124	27	6
平均股东权益	77,602	82,311	88,170	14	7		80,774	83,262	86,779	90,151	14	4

资料来源: 公司数据、高华证券研究

信息披露附录

分析师申明

我们，马宁、吴双，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及净资产回报率。**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

马宁：中国券商、中国金融行业。

中国券商：中信证券(A)、中信证券(H)、银河证券、招商证券、光大证券、海通证券(A)、海通证券(H)。

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)、人保集团、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 (Rmb10.95)

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。

高盛高华是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推荐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。