



**持有**

**8%↑**

目标价格:人民币 11.10

原目标价格:人民币 11.80

000001.CH

股价:人民币 10.24

目标价格基础: 14年预期市净率

板块评级: 中立

# 平安银行

## 低成本推动3季度业绩超预期

14年1-9月平安银行的可分配净利润同比增长34.2%至157亿人民币,其中3季度净利润为56亿人民币,增长35.0%,比我们预期高12.8%。3季度经营收入增长43.1%,符合我们的预期,但是较低的成本收入比(35.2%,低于预期的39.5%)导致3季度业绩超过预期。我们认为平安银行2014年强劲的利润增长已经完全体现在股价中。展望2015-16年,我们对平安银行能否通过较高的资产收益率来覆盖较高的信贷成本,从而在经济下行周期中保持利润的强劲增长持谨慎态度。维持平安银行持有评级,并将目标价调降至11.10人民币。

### 支撑评级的要点

- 净息差进一步扩大。14年3季度,平安银行的净息差为2.60%,环比提高4个基点。贷款收益率明显提高(3季度为7.73%,高于2季度的7.44%),这主要得益于高收益率的汽车贷款、个人商业贷款和“新一贷”等所占份额扩大,大幅提高了零售贷款收益率(3季度为9.56%,高于2季度的8.95%)。但是较高的贷款收益率是以不良贷款增长、信贷风险上升为代价的。
- 手续费收入增长依然强劲。3季度,平安的净手续费收入保持较快增长,同比增速达到65.4%。其中,代理服务、财富管理、银行卡服务和咨询服务费分别占28.5%、20.6%、14.7%和14.3%。我们认为,平安银行与平安集团之间客户资源的交叉销售将成为平安银行信用卡和财富管理业务增长的核心动力。
- 资产质量加速恶化。3季度,平安银行的不良贷款余额环比增长13%至98亿人民币,不良贷款率环比提高6个基点至0.98%。如果算入核销,我们预测3季度新不良贷款形成率环比提高13个基点至1.53%。90%的新增不良贷款来自于高收益率的零售贷款。3季度,平安的年化信贷成本率为1.76%,预计未来仍将保持较高水平,主要是因为拨备相对较低(3季度末拨备覆盖率为192%,拨备贷款率为1.89%)。

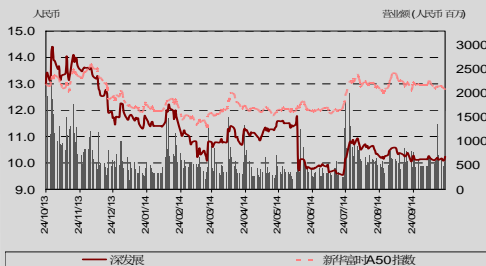
### 评级面临的主要风险

- 经济衰退导致资产质量进一步恶化。

### 估值

- 根据2014年预测,平安银行A股价格对应0.90倍市净率和6.17倍市盈率。我们认为2014年出色的利润增长已经充分体现在股价中,预计这一强劲的增长势头将持续至2015-16年。我们对平安银行A股重申**持有**评级,将目标价调降至11.10人民币。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.4)	1.4	4.9	(15.0)
相对新华富时A50指数	(16.8)	1.9	0.7	(12.4)

发行股数(百万)	11,425
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	100,731
3个月日均交易额(人民币 百万)	662
主要股东(%)	
中国平安集团	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2014年10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

孙洁妮\*

(8610) 6622 9335

jieni.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514090001

\*袁琳、唐伟城为重大贡献者

### 投资摘要

年结日:12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入(人民币 百万)	39,749	52,189	74,962	88,538	102,926
变动(%)	34.09	31.30	43.63	18.11	16.25
净利润(人民币 百万)	13,403	15,231	20,025	22,901	21,419
全面摊薄每股收益(人民币)	1.36	1.49	1.69	1.71	1.59
变动(%)	9.76	9.20	13.38	1.52	(6.92)
全面摊薄市盈率(倍)	7.51	6.88	6.07	5.98	6.42
每股账面价值(人民币)	8.62	9.81	11.34	12.90	14.32
价格/每股账面价值(倍)	1.19	1.04	0.90	0.79	0.71
每股股息(人民币)	16.95	15.47	15.19	14.13	11.71
股息率(%)	0.14	0.15	0.17	0.17	0.16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1.3 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	14年3季度	13年3季度	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	13,864	10,528	31.7	6.6
手续费收入	5,026	3,039	65.4	10.1
其他非息收入	1,028	352	192.0	(3.5)
经营性收入	19,918	13,919	43.1	6.9
经营性开支	(7,001)	(5,670)	23.5	0.1
拨备前利润	12,917	8,249	56.6	11.0
拨备费用	(4,049)	(1,724)	134.9	12.9
经营利润	8,868	6,525	35.9	10.1
营业税	(1,442)	(1,112)	29.7	1.4
非经常性收益/亏损	(6)	66	(109.1)	200.0
税前利润	7,420	5,479	35.4	11.9
利润税	(1,798)	(1,314)	36.8	11.5
净利润	5,622	4,165	35.0	12.0
少数股东权益	0	0	NA	NA
可分配净利润	5,622	4,165	35.0	12.0

资料来源: 公司数据、中银国际研究

**图表 2.3 季度预测业绩及实际业绩之比较**

(人民币, 百万)	预测值	实际值	差距(%)
净利息收入	13,864	13,746	0.9
手续费收入	5,026	5,166	(2.7)
其他非息收入	1,028	1,056	(2.7)
经营性收入	19,918	19,969	(0.3)
经营性开支	(7,001)	(7,894)	(11.3)
拨备前利润	12,917	12,075	7.0
拨备费用	(4,049)	(3,963)	2.2
经营利润	8,868	8,112	9.3
营业税	(1,442)	(1,524)	(5.4)
非经常性收益/亏损	(6)	(2)	200.0
税前利润	7,420	6,587	12.7
利润税	(1,798)	(1,602)	12.2
净利润	5,622	4,984	12.8
少数股东权益	0	NA	NA
可分配净利润	5,622	4,984	12.8

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利息收入	33,035	40,688	53,006	58,845	65,047
净手续费及佣金	5,722	10,456	17,775	24,885	32,351
其他非息收入	992	1,045	4,180	4,807	5,528
经营收入	39,749	52,189	74,962	88,538	102,926
经营费用	(15,664)	(21,279)	(28,783)	(33,638)	(38,308)
拨备前经营利润	24,085	30,910	46,178	54,900	64,618
拨备	(3,130)	(6,890)	(14,266)	(18,567)	(29,426)
经营利润	20,955	24,020	31,912	36,332	35,192
营业外收入	9	85	85	85	85
营业税	20,964	24,105	31,997	36,417	35,277
所得税	(3,412)	(4,065)	(5,679)	(6,175)	(7,231)
税后利润	(4,040)	(4,809)	(6,294)	(7,341)	(6,627)
少数股东权益	(109)	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>13,403</b>	<b>15,231</b>	<b>20,025</b>	<b>22,901</b>	<b>21,419</b>
变动 (%)	30.4	13.6	31.5	14.4	(6.5)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>资产</b>					
现金及银行存款	3,233	3,731	3,831	3,931	4,031
央行存款	216,114	226,193	319,432	374,116	424,432
银行间贷款	346,194	370,847	299,656	289,550	308,273
短期投资	967	3,397	3,737	4,110	4,521
总客户预付款	720,780	847,289	1,074,218	1,275,932	1,467,745
减: 拨备	(12,518)	(15,162)	(22,550)	(33,825)	(55,608)
长期投资	288,095	391,211	449,395	516,259	593,101
联营公司权益	522	596	596	596	596
净固定资产	3,537	3,694	3,770	3,817	3,864
其他资产	39,613	59,945	60,019	60,185	60,455
<b>总资产</b>	<b>1,606,537</b>	<b>1,891,741</b>	<b>2,192,104</b>	<b>2,494,672</b>	<b>2,811,410</b>
<b>负债及权益</b>					
客户存款	1,021,107	1,217,002	1,521,103	1,781,505	2,021,103
银行存款及结余	455,607	511,735	427,445	433,900	477,064
其他借款	16,079	8,102	27,602	27,602	27,602
总借款	1,492,793	1,736,839	1,976,150	2,243,008	2,525,769
其他负债	28,945	42,821	54,217	70,453	86,651
总负债	1,521,738	1,779,660	2,030,367	2,313,461	2,612,420
普通股股本(面值)	5,123	9,521	12,496	12,496	12,496
准备金(包括股本溢价)	56,599	72,597	85,531	90,111	94,395
其他权益	23,077	29,963	43,710	58,604	72,099
总股东权益	84,799	112,081	141,737	161,211	178,990
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	84,799	112,081	141,737	161,211	178,990
优先股	0	0	20,000	20,000	20,000
<b>总负债及权益</b>	<b>1,606,537</b>	<b>1,891,741</b>	<b>2,192,104</b>	<b>2,494,672</b>	<b>2,811,410</b>

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	13,403	15,231	20,025	22,901	21,419
非现金项目	(6,158)	(9,923)	15,457	19,780	30,626
其他变动项目	1,231	(53)	(6,879)	(7,292)	(7,643)
交易活动产生的现金	8,476	5,255	28,603	35,388	44,403
运营资本变动	177,363	86,419	(109,938)	(27,501)	(8,816)
经营产生的现金流	185,839	91,674	(81,335)	7,888	35,587
投资及融资回报	(1,488)	7,521	(1,622)	(3,023)	(3,427)
<b>总现金流</b>	<b>184,351</b>	<b>99,195</b>	<b>(82,957)</b>	<b>4,865</b>	<b>32,159</b>
投资	(80,037)	(104,356)	(728)	(761)	(798)
<b>自由现金流</b>	<b>104,314</b>	<b>(5,161)</b>	<b>(83,685)</b>	<b>4,104</b>	<b>31,362</b>
融资活动产生的净现金	(154)	14,198	51,404	0	0
<b>现金增/(减)</b>	<b>104,160</b>	<b>9,037</b>	<b>(32,281)</b>	<b>4,104</b>	<b>31,362</b>

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	5.68	5.49	5.90	5.86	5.78
资金成本	3.20	3.22	3.42	3.55	3.57
利差	2.48	2.27	2.48	2.31	2.21
净息差	2.51	2.40	2.68	2.58	2.51
其他收入总收入	16.89	22.04	29.29	33.54	36.80
成本收入比	39.41	40.77	38.40	37.99	37.22
有效税率	35.55	36.81	37.42	37.11	39.28
<b>增长率</b>					
贷款增长率	16.13	17.55	26.78	18.78	15.03
存款增长率	20.01	19.18	24.99	17.12	13.45
资产增长率	27.69	17.75	15.88	13.80	12.70
<b>流动性</b>					
贷存比	70.59	69.62	70.62	71.62	72.62
贷款资金比	69.49	69.16	69.36	70.53	71.64
贷款资产比	44.87	44.79	49.00	51.15	52.21
<b>资产质量</b>					
不良贷款率	0.95	0.89	1.15	1.64	2.45
拨备覆盖率	0.70	0.70	1.40	1.50	1.80
拨贷比	1.74	1.79	2.10	2.65	3.79
信用成本	182.33	201.06	182.64	161.40	154.80
需特别关注贷款比例	0.38	0.79	1.33	1.46	2.00
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	5.28	5.92	6.47	6.46	6.37
盈余资本	8.59	8.56	9.53	9.42	9.16
总资本充足率	8.59	8.56	11.06	10.72	10.29
核心一级资本充足率	11.37	9.90	12.58	12.03	11.42
<b>回报率</b>					
资产收益率	0.94	0.87	0.98	0.98	0.81
净资产收益率	16.95	15.47	15.19	14.13	11.71
已运用资本收益率	16.74	15.47	15.78	15.12	12.59
结构性已运用资本收益率	19.82	18.43	20.16	20.10	16.18

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 7 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