

平安银行

期待资本补充的落实，重申“买入”评级

综合金融战略继续深化，盈利景气度趋势或好于同业

我们看好公司经营模式转型及综合金融战略深化对于盈利的支撑，预计其贷款结构转型、综合金融业务较快增长及积极的互联网金融实践将助推其 2015 年基本面景气度趋势好于同业。我们期待其 100 亿定增落地及后续 200 亿优先股发行对于资本实力的夯实。

盈利保持高速增长，资产质量压力处于持续消化中

公司前三季度净利润同比增长 34%，增速为 16 家上市银行之首。三季度净息差环比回升 4bps 至 2.6%，其中贷款收益率环比回升 29bps。我们分析公司贷款结构持续向小微、新一贷、信用贷款等高收益业务转型是支撑净息差环比回升的主要动力。同时，公司三季度不良贷款环比回升 13%，不良率环比回升 6bps 至 0.98%；逾期贷款环比增长 21%，逾期/不良比率仍维持在高位。我们认为受经济结构调整及风险偏好提升等影响，公司制造业、商业及钢贸等领域不良仍面临回升压力。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 12bps；考虑降息对于资产负债表的修复支撑，我们下调 15 年信贷成本假设 8bps。我们相应下调公司 14/15/16 年 EPS 预测至 1.69/1.99/2.35 元（原 1.69/2.04/2.40 元）。

估值：上调目标价至 16.64 元，维持“买入”评级

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 13.2%，高于行业平均；我们在 2015 年行业平均 PB0.94X 的基础上给予 36% 的溢价得到目标 PB1.28X，得到目标价 16.64 元，对应 15 年 PE 为 8.4X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 1.11X/7.24X 倍。维持公司“买入”评级。

Equities

中国

银行业（除储贷业务）

12 个月评级

买入

保持不变

12 个月目标价

Rmb16.64

之前: Rmb12.92

股价

Rmb14.39

路透代码: 000001.SZ 彭博代码 000001 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb15.23-8.42

市值 Rmb164 十亿/US\$26.6 十亿

已发行股本 11,425 百万 (ORDA)

流通股比例 10%

日均成交量(千股) 158,115

日均成交额(Rmb 百万) Rmb1,904.8

普通股股东权益 (12/14E) Rmb130 十亿

市净率 (12/14E) 1.3x

一级资本充足率 9%

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	1.69	1.69	0.00
12/15E	2.04	1.99	-2.44
12/16E	2.40	2.35	-2.34

甘宗卫

分析师

S1460513090001

zongwei.gan@ubssecurities.com

+86-105-832 8755

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	29,643	39,758	52,274	67,696	77,571	89,747	104,303	122,138
税前利润	13,257	17,551	20,040	25,024	29,491	34,825	41,228	49,707
净利润 (本地 GAAP)	10,279	13,403	15,231	19,269	22,708	26,815	31,746	38,275
净利润 (UBS)	10,154	13,403	15,231	19,269	22,708	26,815	31,746	38,275
一级资本充足率%	8.5	8.6	8.6	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	1.23	1.36	1.33	1.69	1.99	2.35	2.78	3.35
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	19.0	17.0	15.5	15.9	16.3	16.8	17.2	17.9
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.7	4.3	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
市净率	1.2	0.9	1.0	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.0	5.8	7.6	8.5	7.2	6.1	5.2	4.3
净股息收益率(%)	0.0	1.8	1.3	2.3	2.8	3.3	3.9	4.7

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 57 分的股价(Rmb14.39)得出;

投资主题

平安银行

投资理由

我们认为平安银行是一家中长期弹性较高，增长潜力较大的公司。预计 2015 年基本面趋势或好于行业，支撑因素：1) 预计 15 年定增完成进一步充实资本，利于未来几年资产规模及网点扩张；2) 公司目前单体运行效率较低，新管理层较强执行力支撑人均费用与人均利润之比持续改善。3) 受益于集团互联网金融战略实施，相比同业平安银行有望获得互联网金融先发优势。我们对于公司 15 年盈利预测较市场一致预期低 2%，主要源于我们对于公司资产质量压力带来信贷成本提升预测更为保守。目标价基于 PB/ROE 估值。公司估值高于行业平均但处历史较低水平，我们看好定增后规模增长潜力以及综合金融战略的中长期协同效应，评级“买入”。

乐观情景

在此情景下，考虑公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 18.22 元。

悲观情景

在此情景下，考虑公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 12.88 元。

近期催化剂

正面：综合金融战略推进顺利，交叉销售及存款增长支撑业绩增长超出预期；

正面：定增顺利完成，支撑公司业务扩张超出预期；

负面：经济下行导致下半年资产质量恶化可能超出预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb16.64

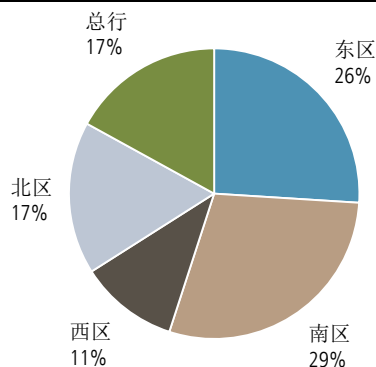
公司简介

平安银行是原深圳发展银行以吸收合并原平安银行的方式完成两行整合并更名后的银行，为全国股份制商业银行，主营业务经营范围是经有关监管机构批准的各项商业银行业务。原深发展银行于 1987 年 12 月 22 日正式成立，总部设在深圳，是中国第一家上市商业银行。平安银行目前经营网络相对集中于珠江三角洲、环渤海地区、长江三角洲，两行合并后网点覆盖向中部和西部等主要城市拓展。2011 年 7 月，原深发展银行正式公告与原平安银行的重大资产重组事项完成。2012 年 6 月，原深发展银行完成对原平安银行的吸收合并。2012 年 7 月，公司正式更名为平安银行。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于平安银行，我们关注其定增后增长潜力以及单体经营效率提升。

收入按地区分布，2013 (%)



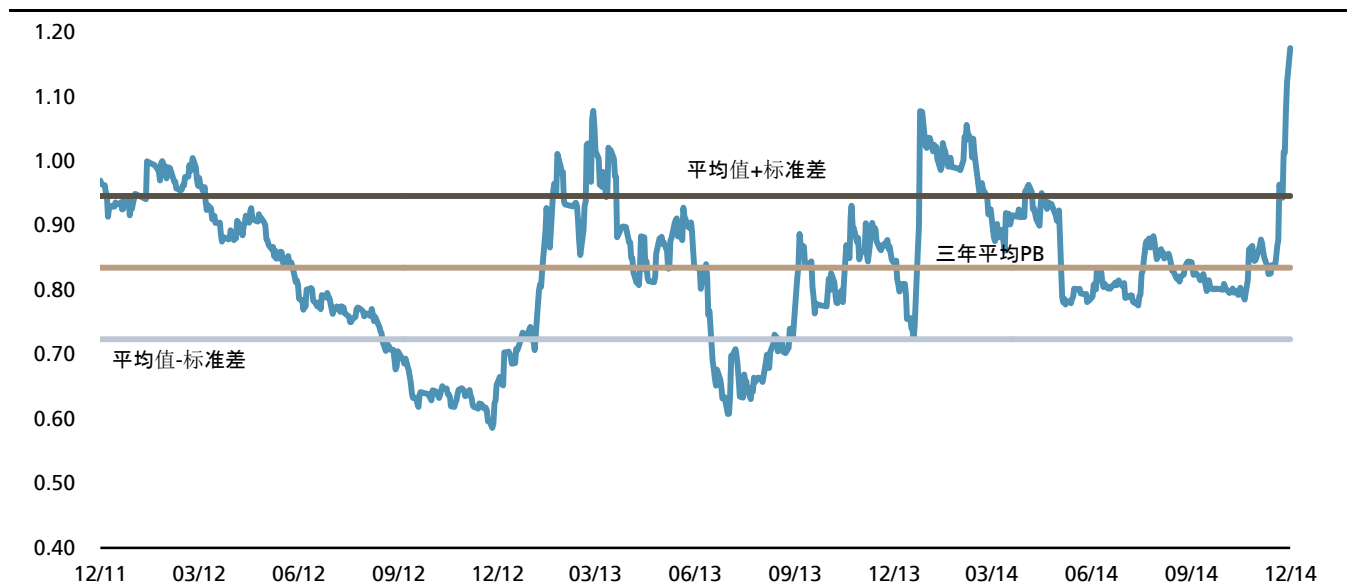
来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	39,758	52,274	67,696	77,571	89,747
净利息收入	33,035	40,688	49,434	53,732	60,003
非利息收入	6,723	11,586	18,262	23,839	29,744
营业费用	18,544	24,754	28,885	32,719	37,575
拨备前利润	20,682	26,930	38,115	44,047	51,241
税前利润	17,551	20,040	25,024	29,491	34,825
净利润	13,403	15,231	19,269	22,708	26,815
每股盈利 (元)	1.36	1.43	1.69	1.99	2.35
每股净资产 (元)	8.62	9.81	11.36	13.01	14.96
每股股利 (元)	0.14	0.13	0.34	0.40	0.47

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 30: 平安银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 31: 平安银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

平安银行 (000001.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	25,290	33,035	40,688	49,434	21.5	53,732	8.7	60,003	67,713	77,030
非利息收入总额	4,353	6,723	11,586	18,262	57.6	23,839	30.5	29,744	36,590	45,108
总盈利	29,643	39,758	52,274	67,696	29.5	77,571	14.6	89,747	104,303	122,138
现金支出总额	(14,362)	(18,544)	(24,754)	(28,885)	-16.7	(32,719)	-13.3	(37,575)	(43,114)	(49,550)
折旧前营业利润	15,281	21,214	27,520	38,812	41.0	44,852	15.6	52,171	61,188	72,588
折旧和摊销(除商誉)	0	(532)	(590)	(697)	-18.2	(805)	-15.5	(930)	(1,074)	(1,241)
拨备前营业利润	15,281	20,682	26,930	38,115	41.5	44,047	15.6	51,241	60,114	71,347
总拨备	(2,149)	(3,131)	(6,890)	(13,090)	-90.0	(14,556)	-11.2	(16,416)	(18,886)	(21,640)
拨备后营业利润	13,133	17,551	20,040	25,024	24.9	29,491	17.8	34,825	41,228	49,707
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润 (UBS)	13,133	17,551	20,040	25,024	24.9	29,491	17.8	34,825	41,228	49,707
例外项目 (包括商誉)	125	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	13,257	17,551	20,040	25,024	24.9	29,491	17.8	34,825	41,228	49,707
税项	(2,867)	(4,040)	(4,809)	(5,756)	-19.7	(6,783)	-17.8	(8,010)	(9,482)	(11,433)
税后利润	10,390	13,511	15,231	19,269	26.5	22,708	17.8	26,815	31,746	38,275
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(112)	(108)	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	10,279	13,403	15,231	19,269	26.5	22,708	17.8	26,815	31,746	38,275
净利润(不计优先股股息)	10,279	13,403	15,231	19,269	26.5	22,708	17.8	26,815	31,746	38,275
净利润 (UBS)	10,154	13,403	15,231	19,269	26.5	22,708	17.8	26,815	31,746	38,275
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	1.24	1.36	1.43	1.69	17.7	1.99	17.8	2.35	2.78	3.35
每股收益(UBS 稀释后)	1.23	1.36	1.33	1.69	26.5	1.99	17.8	2.35	2.78	3.35
拨备前营业利润(稀释后)	1.85	2.10	2.36	3.34	41.5	3.86	15.6	4.49	5.26	6.24
每股股息净值	0.00	0.14	0.13	0.34	153.0	0.40	17.8	0.47	0.56	0.67
每股账面价值	7.45	8.62	9.81	11.36	15.8	13.01	14.5	14.96	17.27	20.07
每股账面价值(UBS)	6.68	7.85	9.15	10.70	17.0	12.35	15.4	14.30	16.61	19.40
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	1,258,177	1,606,537	1,891,741	2,152,213	13.8	2,447,714	13.7	2,779,485	3,179,743	3,664,953
银行资产(平均)	992,894	1,432,357	1,749,139	2,021,977	15.6	2,299,963	13.7	2,613,600	2,979,614	3,422,348
总资产(年底)	1,258,177	1,606,537	1,891,741	2,152,213	13.8	2,447,714	13.7	2,779,485	3,179,743	3,664,953
风险加权资产 (RWA) (年底)	794,702	895,593	1,170,412	1,331,565	13.8	1,514,390	13.7	1,719,656	1,967,293	2,267,491
风险加权资产 (RWA) (平均)	648,376	845,147	1,033,002	1,250,988	21.1	1,422,977	13.7	1,617,023	1,843,474	2,117,392
客户贷款	610,075	708,262	832,127	959,589	15.3	1,104,631	15.1	1,268,836	1,455,001	1,672,753
客户贷款(平均)	505,521	659,169	770,195	895,858	16.3	1,032,110	15.2	1,186,733	1,361,919	1,563,877
生息资产 (平均)	880,178	1,399,191	1,702,897	1,971,866	15.8	2,253,964	14.3	2,561,328	2,920,022	3,353,901
客户存款	850,845	1,021,108	1,217,002	1,413,426	16.1	1,633,287	15.6	1,882,660	2,170,368	2,502,350
普通股权益(年底)	73,311	84,799	112,081	129,827	15.8	148,681	14.5	170,954	197,337	229,263
普通股权益(平均)	53,412	79,055	98,440	120,954	22.9	139,254	15.1	159,818	184,146	213,300
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	75,381	84,799	112,081	129,827	15.8	148,681	14.5	170,954	197,337	229,263
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	54,447	80,090	98,440	120,954	22.9	139,254	15.1	159,818	184,146	213,300
有形资产净值	67,812	77,231	104,512	122,258	17.0	141,112	15.4	163,386	189,769	221,694
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	48.5	44.1	44.0	44.6	1.4	45.1	1.2	45.7	45.8	45.6
存款/银行资产(年底)	67.6	63.6	64.3	65.7	2.1	66.7	1.6	67.7	68.3	68.3
存贷比	71.7	69.4	68.4	67.9	-0.7	67.6	-0.4	67.4	67.0	66.8
股东资金总额/银行资产(年底)	6.0	5.3	5.9	6.0	1.8	6.1	0.7	6.2	6.2	6.3

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

平安银行 (000001.SZ)

资本充足率 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
一级资本	67,232	76,931	100,187	114,181	132,348	153,800	179,197	209,816
总资本	91,470	101,829	115,871	158,387	176,769	198,748	225,011	257,809
风险加权资产 (RWA) (年底)	794,702	895,593	1,170,412	1,331,565	1,514,390	1,719,656	1,967,293	2,267,491
核心资本(一级资本)充足率%	8.5	8.6	8.6	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3
一级资本充足率%	8.5	8.6	8.6	8.6	8.7	8.9	9.1	9.3
总资本充足率%	11.5	11.4	9.9	11.9	11.7	11.6	11.4	11.4
有形权益	65,743	77,231	104,512	122,258	141,112	163,386	189,769	221,694
权益对资产比率%	5.8	5.3	5.9	6.0	6.1	6.2	6.2	6.3
有形权益对有形资产比率%	5.3	4.8	5.5	5.7	5.8	5.9	6.0	6.1
资产质量 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
不良资产	3,295	6,866	7,541	9,363	13,390	24,984	36,684	51,445
风险准备金总额	10,566	12,518	15,162	26,495	39,266	53,861	70,876	90,592
不良贷款率	0.5	1.0	0.9	0.9	1.2	1.9	2.4	2.9
拨备覆盖率	320.7	182.3	201.1	283.0	293.2	215.6	193.2	176.1
拨备：平均贷款余额	0.4	0.5	0.9	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
不良资产净值与股东资金比率	(9.6)	(6.7)	(6.8)	(13.2)	(17.4)	(16.9)	(17.3)	(17.1)
盈利能力	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净息差(平均资产)	2.55	2.31	2.33	2.44	2.34	2.30	2.27	2.25
拨备与营业利润比率	14.1	15.1	25.6	34.3	33.0	32.0	31.4	30.3
股东权益回报率(UBS 盈利)	19.0	17.0	15.5	15.9	16.3	16.8	17.2	17.9
经调整的资产收益率	20.0	18.7	16.8	17.0	17.2	17.6	18.0	18.6
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	1.58	1.60	1.47	1.54	1.60	1.66	1.72	1.81
资产收益率	1.05	0.94	0.87	0.95	0.99	1.03	1.07	1.12
生产率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
成本收入比	48.4	48.0	48.5	43.7	43.2	42.9	42.4	41.6
成本与平均资产比率	1.45	1.33	1.45	1.46	1.46	1.47	1.48	1.48
薪酬费用比	14.1	29.0	28.6	24.0	23.2	22.8	22.2	21.5
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	63.1	34.1	31.5	29.5	14.6	15.7	16.2	17.1
拨备前营业利润	61.1	35.3	30.2	41.5	15.6	16.3	17.3	18.7
净利润 (UBS)	61.6	32.0	13.6	26.5	17.8	18.1	18.4	20.6
每股股息净值	-	-	-5.2	153.0	17.8	18.1	18.4	20.6
总资产(年底)	72.9	27.7	17.8	13.8	13.7	13.6	14.4	15.3
客户贷款	52.2	16.1	17.5	15.3	15.1	14.9	14.7	15.0
客户存款	51.2	20.0	19.2	16.1	15.6	15.3	15.3	15.3
Value (x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值/收入	2.4	1.9	1.9	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	4.7	3.7	4.3	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3
市盈率(本地 GAAP, 基本)	6.9	5.8	7.1	8.5	7.2	6.1	5.2	4.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	7.0	5.8	7.6	8.5	7.2	6.1	5.2	4.3
净股息收益率(%)	0.0	1.8	1.3	2.3	2.8	3.3	3.9	4.7
市净率	1.2	0.9	1.0	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
市净率(UBS)	1.3	1.0	1.1	1.3	1.2	1.0	0.9	0.7

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。