平安银行

盈利大幅增长，但风险也在上升

持有 **1%⬇**

目标价格: 人民币 14.39

原目标价格: 人民币 11.10

000001.CH

股价:人民币 14.60

目标价格基础: 1.1 倍 2015 年市净率

板块评级: 中立

平安银行 2014 年可分配净利润同比增长 30%至 198 亿人民币，其中 4 季度净利润为 41 亿人民币，同比增长 16.2%，符合我们的预期。净息差扩张、手续费增长以及成本收入比改善带动拨备前利润大幅增长 51%。尽管如此，持续攀升特别关注贷款比例和逾期贷款率，显示公司的资产质量风险仍在积聚。我们预计随着未来平安银行不良贷款加速确认，其 2015-16 年的盈利增长速度将会放缓。我们将 2015 年和 2016 年的净利润预测分别下调 2%和 9%，并维持*持有*评级。

支撑评级的要点

- **净息差进一步扩大。**2014 年 4 季度平安报告净息差为 2.67%，环比提高 7 个基点。存贷利差的扩大（4 季度环比上升 5 个基点至 5.07%）为净息差提升的主要贡献因素。而这其中高收益的小微企业贷款业务的持续发力（例如“贷贷平安”等创新产品，年化收益率高达 16%）对平安银行零售贷款收益率的提升（3 季度为 9.84%，高于 4 季度的 9.56%）功不可没。但是，贷款收益率上升的代价则是信贷风险的加速积聚（“贷贷平安”的不良贷款率从 3 季度的 0.25%攀升至 4 季度的 0.64%）。
- **手续费收入增长依然强劲。**4 季度，平安银行的净手续费收入保持较快增长，同比增速达 50.6%。其中，代理委托、咨询顾问和银行卡手续费收入分别贡献了 36%、28%和 27%的同比增量。4 季度财富管理手续费费同比下降。我们认为，平安银行与平安集团之间的客户资源与金融服务的交叉销售依然将是平安银行零售金融中间收入增长的核心动力。
- **资产质量继续恶化。**平安的不良贷款率环比上升 4 个基点至 1.02%。如果算入核销，我们预测 4 季度新不良贷款形成率维持在 1.52%的相对高位。4 季度，平安的拨备力度增大（年化信贷成本率为 2.2%），带动拨备覆盖率环比提升 9 个百分点至 200.9%。但是，持续攀升的特别关注贷款比例（环比上升 41 个基点至 3.61%）和逾期/不良贷款比率（环比上升 12 个百分点至 438%）显示平安银行的潜在资产质量风险仍在积聚，并显著高于同业平均水平。

评级面临的主要风险

- 不良贷款确认速度快于预期。

估值

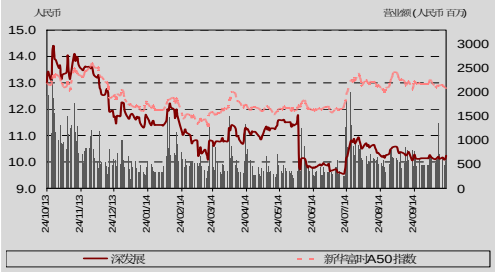
- 根据 2015 年预测，平安银行 A 股价格对应 1.1 倍市净率和 8.2 倍市盈率。我们认为，尽管公司盈利大幅增长，但在资产质量潜在风险持续增加的局面下，估值上升空间相对有限。我们对平安银行的 A 股重申***持有***评级，但将目标价调高至 14.39 元，对应 1.1 倍 2015 年预期市净率。

投资摘要

年结日:12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币百万)	52,189	73,407	84,396	99,133	115,907
变动(%)	*31.30*	*40.66*	*14.97*	*17.46*	*16.92*
净利润(人民币百万)	15,231	19,802	21,939	20,113	21,772
全面摊薄每股收益(人民币)	1.49	1.73	1.79	1.63	1.77
变动(%)	*9.20*	*16.48*	*3.22*	*(8.93)*	*8.91*
先前预测每股收益(人民币)			1.71	1.59	
调整幅度(%)			*4.7*	*2.5*	
全面摊薄市盈率(倍)	9.81	8.42	8.16	8.96	8.23
每股账面价值(人民币)	9.81	11.46	13.08	14.53	16.14
价格/每股账面价值(倍)	1.49	1.27	1.12	1.01	0.90
每股股息(人民币)	15.47	16.30	14.58	11.80	11.57
股息率(%)	1.02	1.19	1.23	1.12	1.22

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(7.8)	5.3	4.7	69.3
相对新华富时 A50 指数	(1.9)	3.5	(7.6)	0.7

发行股数(百万)	6,313
流通股(%)	94
流通股市值(人民币 百万)	92,166
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,165
主要股东(%)	
中国平安集团	59

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2015 年 3 月 12 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、唐伟城为本报告重要贡献者*

图表 1. 业绩摘要

(人民币，百万)	2014 年	2013 年	同比变动(%)	14 年 4 季度同比变动(%)
净利息收入	53,046	40,688	30.4	25.8
手续费收入	17,378	10,456	66.2	50.6
其他非息收入	2,983	1,045	185.5	(364.9)
营业收入	73,407	52,189	40.7	26.4
营业支出	(26,668)	(21,279)	25.3	1.7
拨备前利润	46,739	30,910	51.2	45.6
拨备费用	(15,011)	(6,890)	117.9	107.1
经营利润	31,728	24,020	32.1	18.3
营业税	(5,482)	(4,065)	34.9	20.4
非经常性收益/亏损	(52)	85	(161.2)	(514.3)
税前利润	26,194	20,040	30.7	17.0
所得税	(6,392)	(4,809)	32.9	19.5
净利润	19,802	15,231	30.0	16.2
少数股东权益	0	0	NA	NA
可分配净利润	19,802	15,231	30.0	16.2

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 14 年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	51,829	53,046	2.3
手续费收入	17,775	17,378	(2.2)
其他非息收入	4,180	2,983	(28.6)
营业收入	73,784	73,407	(0.5)
营业支出	(28,595)	(26,668)	(6.7)
拨备前利润	45,189	46,739	3.4
拨备费用	(14,266)	(15,011)	5.2
经营利润	30,923	31,728	2.6
营业税	(5,116)	(5,482)	7.2
非经常性收益/亏损	85	(52)	(161.2)
税前利润	25,893	26,194	1.2
所得税	(6,181)	(6,392)	3.4
净利润	19,712	19,802	0.5
少数股东权益	0	0	NA
可分配净利润	19,712	19,802	0.5

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	40,688	53,046	56,410	62,432	69,606
净手续费及佣金	10,456	17,378	24,555	32,757	41,765
其他非息收入	1,045	2,983	3,430	3,945	4,537
营业收入	52,189	73,407	84,396	99,133	115,907
营业费用	(21,279)	(26,668)	(30,371)	(34,955)	(40,206)
拨备前经营利润	30,910	46,739	54,025	64,178	75,701
拨备	(6,890)	(15,011)	(19,001)	(30,925)	(38,878)
经营利润	24,020	31,728	35,024	33,254	36,823
营业外收入	85	(52)	(52)	(52)	(52)
税前利润	24,105	31,676	34,972	33,202	36,771
营业税	(4,065)	(5,482)	(5,921)	(6,758)	(7,955)
所得税	(4,809)	(6,392)	(7,112)	(6,331)	(7,044)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	15,231	19,802	21,939	20,113	21,772
变动 (%)	13.6	30.0	10.8	(8.3)	8.2

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及银行存款	3,731	4,159	4,259	4,359	4,459
央行存款	226,193	302,139	361,267	399,503	437,641
银行间贷款	370,847	291,446	268,432	324,181	391,693
衍生品投资	3,397	4,300	4,730	5,203	5,723
总客户预付款	847,289	1,024,734	1,167,013	1,309,553	1,455,407
减：拨备	(15,162)	(21,097)	(30,700)	(51,862)	(80,649)
投资	391,211	481,436	552,436	633,971	727,612
联营公司权益	596	486	486	486	486
净固定资产	3,694	3,812	3,859	3,906	3,952
其他资产	59,945	95,044	94,860	94,808	94,905
总资产	1,891,741	2,186,459	2,426,642	2,724,109	3,041,231
负债及权益					
客户存款	1,217,002	1,533,183	1,720,319	1,902,396	2,084,005
银行存款及结余	511,735	424,324	427,936	511,731	612,099
其他借款	8,102	41,750	41,750	41,750	41,750
总借款	1,736,839	1,999,257	2,190,005	2,455,877	2,737,854
其他负债	42,821	56,253	67,236	82,262	98,997
总负债	1,779,660	2,055,510	2,257,241	2,538,139	2,836,851
普通股股本(面值)	9,521	11,425	11,425	11,425	11,425
准备金(包括股本溢价)	72,597	75,868	80,256	84,279	88,633
留存收益	29,963	43,656	57,719	70,266	84,322
总股东权益	112,081	130,949	149,400	165,970	184,380
少数股东权益	0	0	0	0	0
已运用资本	112,081	130,949	149,400	165,970	184,380
优先股	0	0	20,000	20,000	20,000
总负债及权益	1,891,741	2,186,459	2,426,642	2,724,109	3,041,231

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	15,231	19,802	21,939	20,113	21,772
非现金项目	(9,923)	(9,161)	20,780	32,684	40,615
其他变动项目	(53)	6	(9,398)	(9,763)	(10,091)
交易活动产生的现金	5,255	10,647	33,321	43,035	52,296
运营资本变动	86,419	14,674	(44,704)	30,996	32,345
经营产生的现金流	91,674	25,321	(11,384)	74,030	84,641
投资及融资回报	8,473	4,028	(3,023)	(3,488)	(3,544)
总现金流	100,147	29,349	(14,407)	70,542	81,097
投资	(104,356)	(78,834)	(947)	(1,022)	(1,110)
自由现金流	(4,209)	(49,485)	(15,354)	69,521	79,987
融资活动产生的净现金	13,246	51,837	20,000	0	0
现金增/(减)	9,037	2,352	4,646	69,521	79,987

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
生息资产收益率	5.47	6.06	5.61	5.40	5.41
资金成本	3.25	3.54	3.26	3.14	3.24
利差	2.22	2.52	2.35	2.26	2.17
净息差	2.39	2.70	2.54	2.49	2.45
其他收入/总收入	22.04	27.74	33.16	37.02	39.95
成本收入比	40.77	36.33	35.99	35.26	34.69
有效税率	36.81	37.49	37.27	39.42	40.79
增长率					
贷款增长率	17.55	20.94	13.88	12.21	11.14
存款增长率	19.18	25.98	12.21	10.58	9.55
资产增长率	17.75	15.58	10.99	12.26	11.64
流动性					
贷存比	69.62	66.84	67.84	68.84	69.84
贷款资金比	69.16	65.07	66.23	67.36	68.47
贷款资产比	44.79	46.87	48.09	48.07	47.86
资产质量					
不良贷款率	0.89	1.02	1.68	2.53	3.46
新增不良贷款形成率	0.65	1.42	1.82	2.02	2.12
拨备覆盖率	1.79	2.06	2.63	3.96	5.54
拨贷比	201.06	200.90	156.76	156.71	160.34
信用成本	0.79	1.43	1.63	2.36	2.67
资本充足率					
权益资产比率	5.92	5.99	6.16	6.09	6.06
核心一级资本充足率	8.56	8.64	8.28	8.13	8.04
一级资本充足率	8.56	8.64	9.55	9.24	9.02
总资本充足率	9.90	10.86	10.83	10.35	9.99
回报率					
资产收益率	0.87	0.97	0.95	0.78	0.76
净资产收益率	15.47	16.30	14.58	11.80	11.57
已运用资本收益率	15.47	16.30	15.65	12.76	12.43
结构性已运用资本收益率	17.35	17.44	15.98	12.27	11.17

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，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