

中国：银行
2015 年 07 月 17 日
投资建议：
买入 (初次报告)
目标价隐含涨/跌幅：23.2%
日期 2015/07/14

收盘价	RMB13.87
十二个月目标价	RMB17.10
前次目标价	N.A.
上海 A 股指数	4,111.8

信息更新：

- ▶ 首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价为人民币 17.1 元。
- ▶ 受益于业务扩张和创新，平安银行净息差高于同业均值，使其具备更强的盈利能力。

本中心观点：

- ▶ 平安银行将受惠于母公司的综合金融平台，客户迁移将提升其盈利能力。同时，我们预计业务分拆和银行获得券商牌照将推高板块估值。

公司简介： 平安银行提供一系列商业银行服务，包括存贷款、国际/国内结算、贴现、外汇交易、信用证及银行担保等。

股价相对上海 A 股指数表现


市值	US\$31,249.1 百万元
三个月平均日成交量	US\$575.3 百万元
股份总数 (百万股)	14,308.7 百万
流通股比例	82.5%
大股东；持股比例	中国平安保险集团, 49.6%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
调整后收益	1.06	1.38	1.75	2.14
增长率 (%)	13.6	30.0	26.4	22.6
市盈率 (倍)	7.5	8.0	7.9	6.5
拨备前利润	3.27	3.61	4.25	5.83
市价对拨备前利润 (倍)	4.2	3.8	3.3	2.4
净值	13.67	11.62	11.22	12.83
市净率 (倍)	1.0	1.2	1.2	1.1
股利	0.16	0.17	0.17	0.18
股利收益率 (%)	1.2	1.3	1.2	1.3
平均总资产收益率 (%)	0.9	1.0	1.0	1.1
平均净资产收益率 (%)	15.5	16.2	17.0	17.8

报告分析师：
元大研究部
+86 21 6187 3832 **research@yuanta.com**

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA
+852 3969 9521 **peter.kk.chu@yuanta.com**
李梦彤
+86 21 6187 3836 **erinlee1221@yuanta.com**

平安银行 (000001 CH)

集团综合金融平台助力平安银行稳步增长

请点此参与今年 AsiaMoney 票选，将您宝贵的一票投给元大！

首次纳入研究范围，给予买入评级：平安银行推进战略转型，持续优化架构机制，以实现业务稳步发展。我们预计该行将继续受益于集团综合金融平台、互联网金融和供应链金融方面的创新发展。我们首次给予平安银行买入评级，目标价为人民币 17.1 元，系基于三阶段股利折现率模型及合理市净率估值模型计算而得。该股股价对应 2015 年预期市净率 1.1 倍，与同业市净率均值一致。

- ▶ **母公司平安保险集团拥有金融全牌照，协同效应利好平安银行：**2015 年 1 季度平安银行的综合公司银行管道营收同比增长 224.3%，整体收入达人民币 7,500 万元。1 季度平安银行和平安投资公司合作开展 17 个项目，业务规模达人民币 162.0 亿元，为平安银行贡献净营业收入人民币 500 万元。2015 年 1 季度银保管道保费为人民币 3.80 亿元，为平安银行贡献中间业务收入人民币 500 万元。
- ▶ **2016 年将维持强劲的盈利能力：**得益于信贷投放加速以及自身的高速发展，平安银行 2015 年 1 季度净利息收入和净手续费佣金收入分别同比增长 73.3%/26.1%。1 季度净息差环比上升 16 个基点至 2.73%，高于同业均值 2.62%，主要因该行风险资产定价管理、信贷运用及贷款结构有所改善。展望未来，我们预计中国银行业内的业务分拆预期及银行获得券商牌照的预期将打开业务发展空间，提高运营效率，优化收入结构，进而推高银行板块估值。我们预计 2015/16 年平安银行每股收益将同比增长 26.4%/22.6%。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

中国宏观经济逐步复苏

去年 11 月以来，中国降息四次，降准三次（包括定向降准）。这表明中国经济可能已触底，有望自 2015 年 4 季度起逐步复苏：

这表明中国经济可能已触底，有望自 2015 年 4 季度起逐步复苏

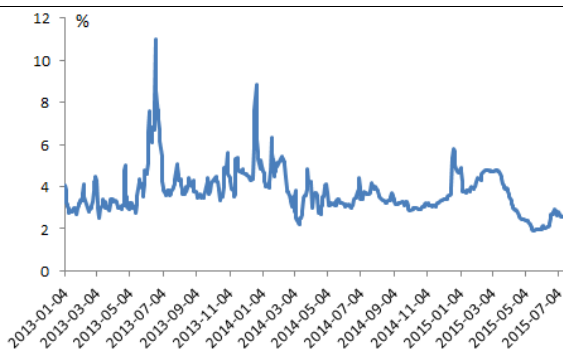
- ▶ 央行 8 个月前开始降息。央行首席经济学家马骏之前表示货币政策调整后需 6-9 个月，中国经济才会企稳。
- ▶ 上海银行间拆借利率（SHIBOR）触底，自 6 月 8 日起开始回升。
- ▶ 累计工业增加值连续三个月增长。
- ▶ 6 月汇丰制造业 PMI 达三个月高点 49.4%。
- ▶ M2 同比增速、社会融资规模和新增贷款连续三个月增长。
- ▶ 外汇占款连续两个月正增长。
- ▶ 中国房地产市场消化过量库存，2015 年 3 季度房地产投资有望回升。

图 1:2014 年 11 月起降息降准次数（包括预估值）

日期	降息降准	影响	存款利率浮动区间
2014.11.22	一年期贷款/存款基准利率下调 0.4/0.25 个百分点	一年期贷款/存款基准利率为 5.6%/2.75%	1.1 倍---->1.2 倍
2015.2.5	降准 0.5 个百分点	存准率为 19.5%	-
2015.3.1	一年期贷款/存款基准利率下调 0.25/0.25 个百分点	一年期贷款/存款基准利率为 5.35%/2.5%	1.2 倍---->1.3 倍
2015.4.20	降准 1 个百分点	存准率为 18.5%	-
2015.5.11	一年期贷款/存款基准利率下调 0.25/0.25 个百分点	一年期贷款/存款基准利率为 5.1%/2.25%	1.3 倍---->1.5 倍
2015.6.28	定向降准 0.5 个百分点 一年期贷款/存款基准利率下调 0.25/0.25 个百分点	（定向）存准率为 18% 一年期贷款/存款基准利率为 4.85%/2.0%	-

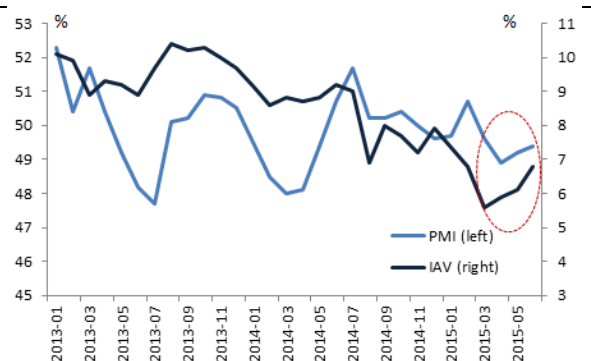
数据源：元大

图 2:7 天 SHIBOR 利率



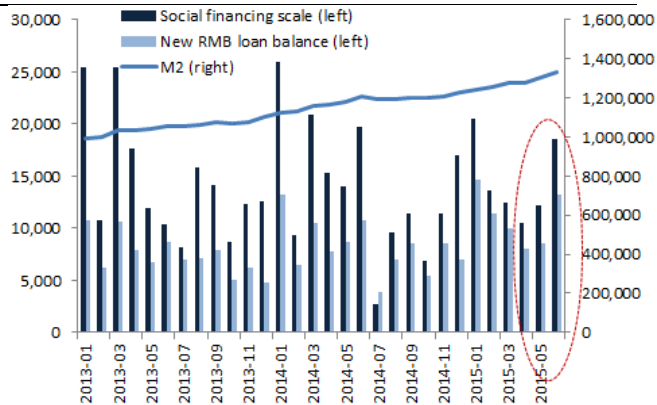
数据源：Wind，元大

图 3：工业增加值增速及汇丰制造业 PMI



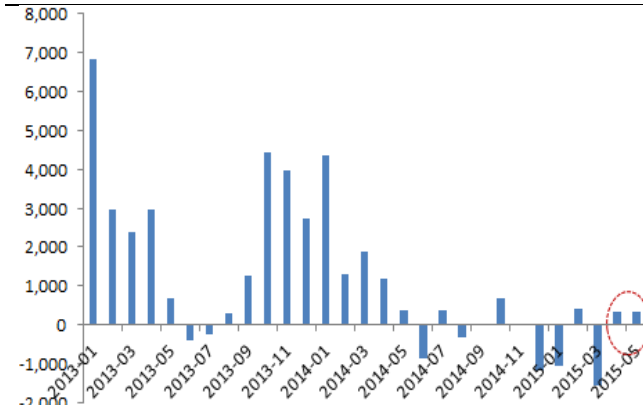
数据源：Wind，元大

图 4: M2、社会融资规模 and 新增贷款



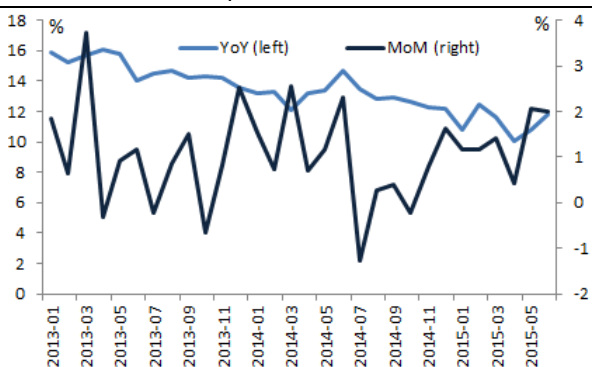
数据源: Wind, 元大 (人民币 1 亿元, 月度)

图 5: 外汇占款



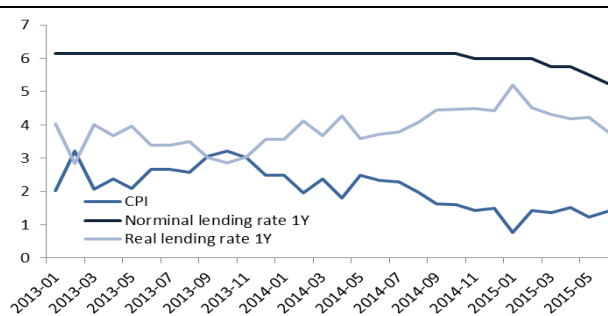
数据源: Wind, 元大 (人民币 1 亿元, 月度)

图 6: M2 增速 (同比/环比)



数据源: Wind, 元大 (人民币 1 亿元, 月度)

图 7: CPI



数据源: Wind, 元大

我们认为 2015 年下半年有必要维持宽松货币政策

宽松货币政策将延续

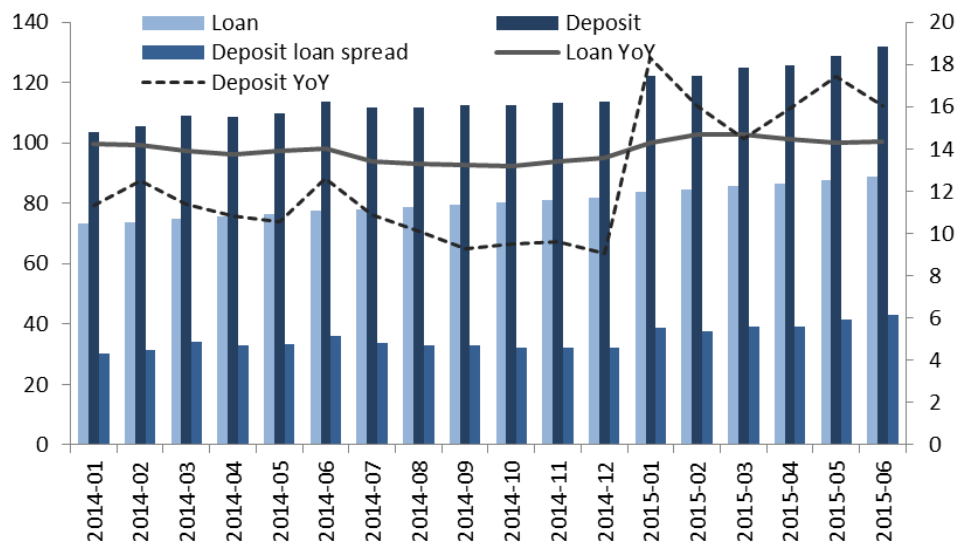
虽然政策放水的紧迫性有所降低, 且中国中央政府表示未来将更加侧重财政政策, 而非货币政策, 但我们认为 2015 年下半年有必要维持宽松货币政策, 原因是: 1) 鉴于通胀率走低, 实际利率仍处于高位 (参见图 7), 实体经济的有效贷款需求可能需较长时间才能回升; 及 2) 中央政府希望地方政府积极落实基建项目和保障房项目, 这需要宽松货币政策的支持。

未来几年为推进人民币国际化, 同时出于人民币大幅贬值的顾虑, 利率不应过低。因此, 降息空间有限, 但降准仍可期。我们预计 2015 年下半年有 150 个基点的降准空间, 这将减轻资本金压力, 对银行构成利好。预计 2015 年底 M2 增速将达 13% 左右。

投资理由

2015 年上半年末人民币存/贷款余额为 131.83/88.79 万亿元，同比增长 16.0%/14.4%，存/贷款差额自今年 2 月起逐月扩大。如图 8 所示，2015 年 1 月以来人民币存款同比大幅增长，而贷款增速相对稳定。这表明虽然人民币贷款呈增长趋势，但贷款规模不足以带动经济增长，因为有效信贷需求偏低。我们预计 2015 年贷款余额将同比增长 14.5%至约 93.5 万亿元。

图 8：人民币存贷款余额



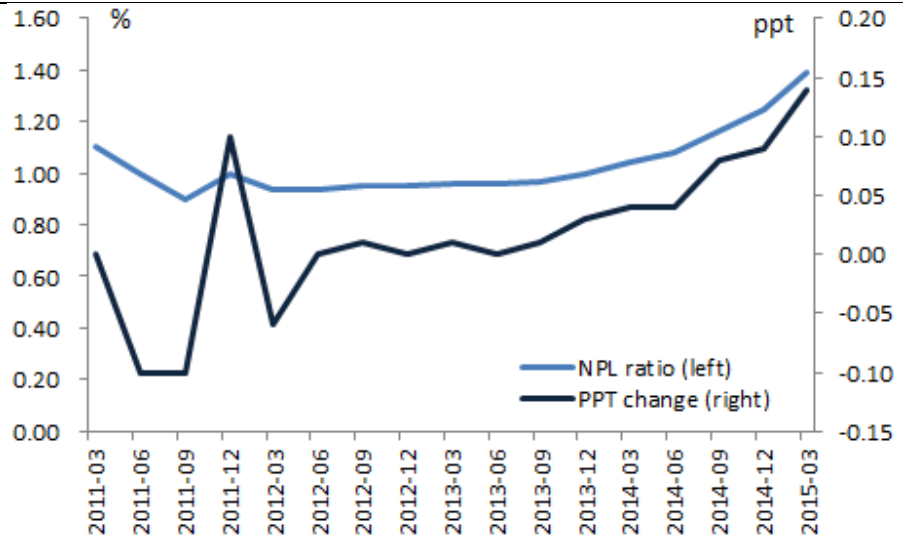
数据源：Wind，元大

2015 年下半年中国银行业将迎来拐点

我们预计 2015 年下半年银行业拐点将至，信贷质量、盈利增速及信贷成本控制均将改善。2015 年 1 季度中国商业银行/上市银行的不良贷款率环比上升 14/8 个基点至 1.39%/1.21%。同期平安银行的不良贷款率仅为 1.17%，远低于同业均值。尽管平安银行 2015 年 1 季度净利润同比增幅从 2014 年 4 季度的 16.2%降至 11.4%，该增速仍远高于同业均值 3.7%。平安银行今年 1 季度净利润环比/同比增长 37.0%/11.4%，而中国商业银行板块盈利环比/同比增长 52.8%/3.7%。

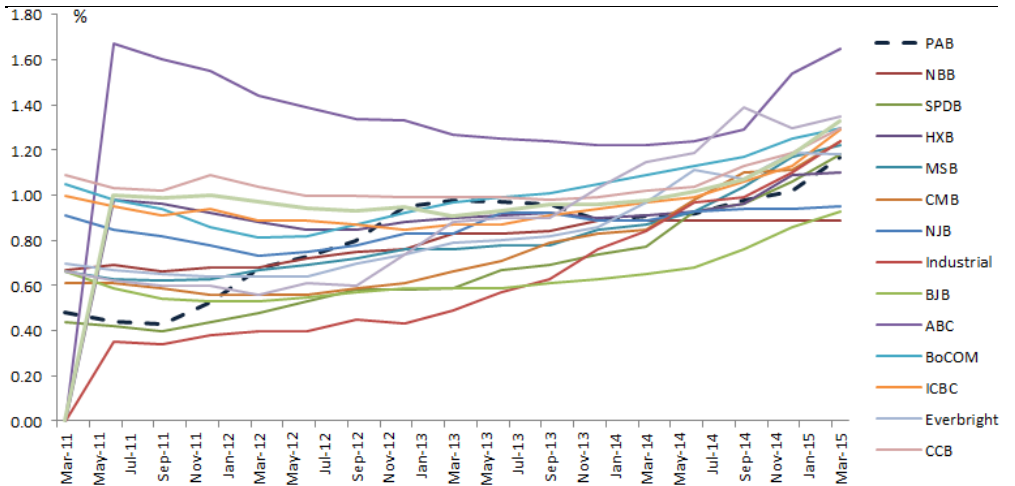
随着地方政府地方债置换的推进，我们认为地方政府的偿债压力将减轻，从而可能缓解银行不良贷款压力并提升估值。银行应能释放更多信贷资金，由于银行不良贷款拨备下降，其信贷成本也将下滑。地方政府融资平台的压力将得以释放，这些平台控制约 80%的贷款和 40%的非标资产（与表内资产相比其风险相对较高）。另外，取消“存贷比不高于 75%”要求可能增加更多信贷空间，压缩成本收入比。据本中心估算，监管要求放松后平安银行的成本收入比有望从 64.0%降至 43.5%。存款保险制度意味着打破刚性兑付，有助于实现利率市场化。我们认为，这或将提升银行经营效率，鼓励中资银行间的良性竞争。总体而言，2015 年下半年中资银行的基本面有望随着经济复苏而转好。

图 9:2015 年 1 季度中国商业银行平均不良贷款率



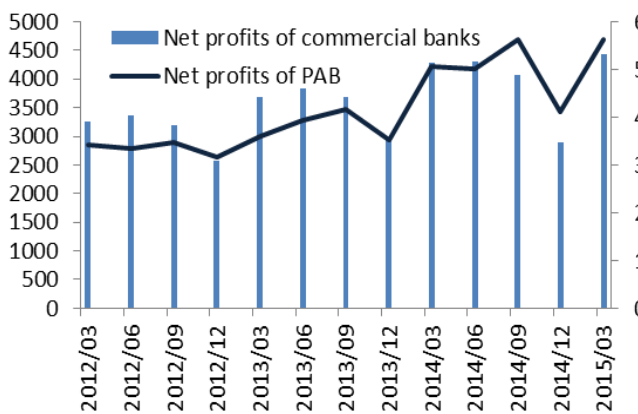
数据来源: Wind, 元大

图 10: 2015 年 1 季度中国上市银行平均不良贷款率



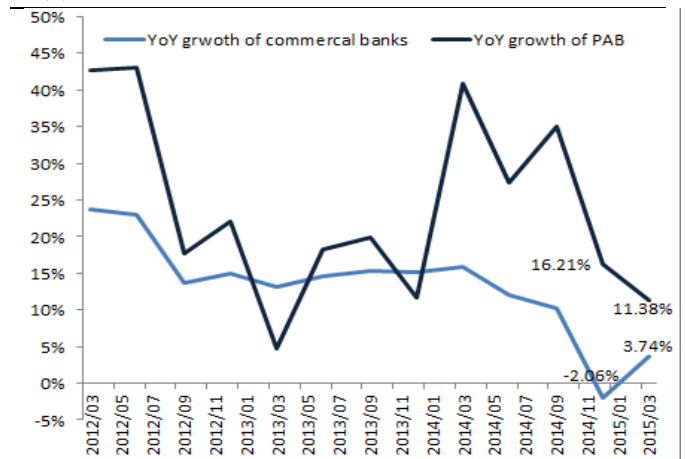
数据来源: Wind, 元大

图 11: 中国商业银行/平安银行季度净利润比较



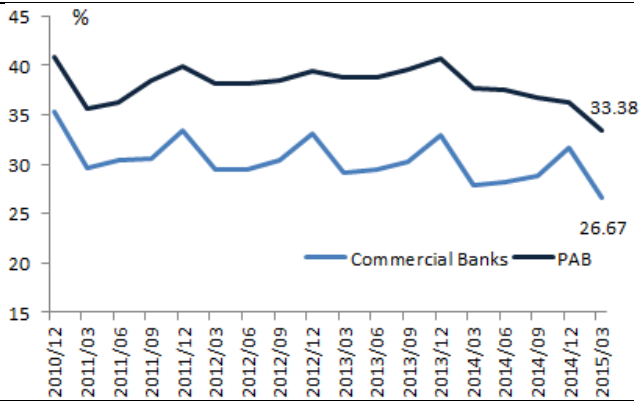
数据来源: Wind, 元大 (人民币 1 亿元, 月度)

图 12: 中国商业银行/平安银行季度净利润同比增速比较



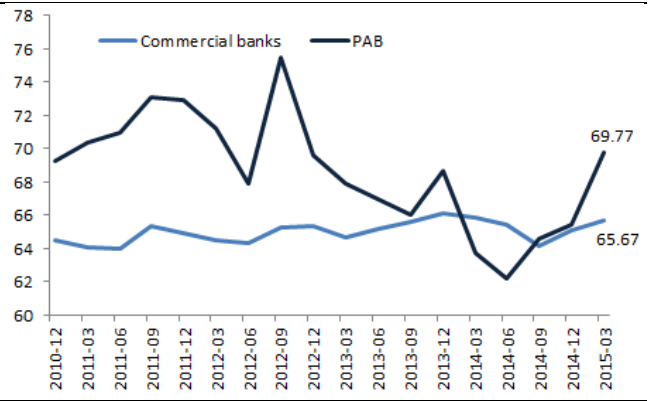
数据来源: Wind, 元大

图 13: 中国商业银行/平安银行成本收入比比较



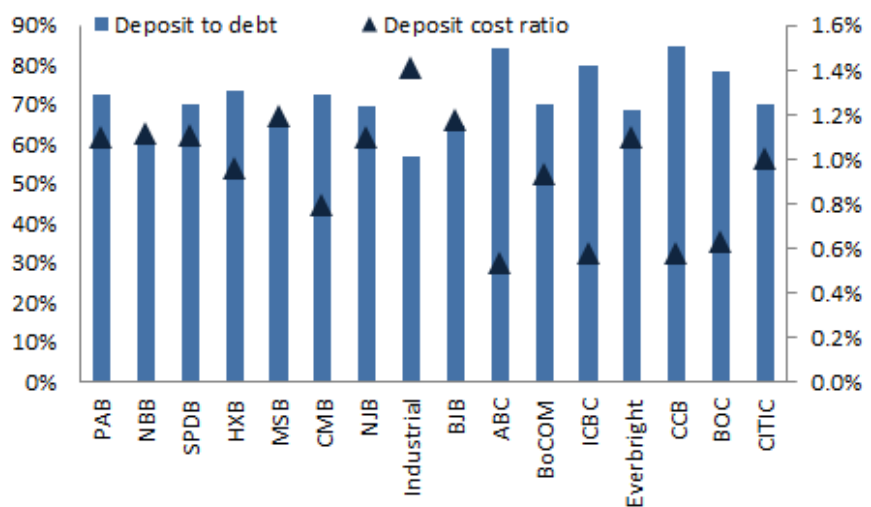
数据源: Wind, 元大

图 14: 中国商业银行/平安银行存贷比比较



数据源: Wind, 元大

图 15: 贷存比和存款成本 (同业比较)



数据源: 公司资料, 元大

图 16: 存贷比同业比较 (%)

	当前存贷比	信贷弹性	当前成本收入比	政策变动后成本收入比 (理论值)	政策变动后成本收入比 (调整后)	对成本收入比的影响程度	净息差 (变动前)	政策变动后净息差 (理论值)	政策变动后净息差 (调整后)	对净息差的影响程度
平安银行	69.77	100.00	63.97	24.89	43.49	32.03	2.73	8.58	4.49	64.31
宁波银行	59.23	103.84	29.21	14.88	22.66	22.42	2.44	7.24	3.88	59.03
浦发银行	74.78	97.11	33.01	16.26	25.22	23.60	3.04	10.09	5.16	69.42
华夏银行	73.48	102.58	31.31	15.86	24.23	22.63	2.80	8.45	4.50	60.38
民生银行	77.03	97.80	34.82	17.22	26.65	23.48	2.37	7.84	4.01	69.21
招商银行	78.71	97.22	47.13	23.23	36.02	23.58	2.90	8.24	4.50	55.19
南京银行	42.68	96.74	32.10	15.78	24.50	23.67	2.58	8.29	4.29	66.44
兴业银行	69.77	97.18	24.78	12.21	18.94	23.59	3.07	10.21	5.21	69.62
北京银行	76.44	96.90	22.65	11.15	17.30	23.64	2.38	8.08	4.09	71.67
农行	64.20	95.59	39.09	19.10	29.75	23.89	2.85	7.75	4.32	51.66
交行	73.79	110.80	33.20	17.45	26.13	21.31	2.29	6.72	3.62	58.09
工行	68.59	101.72	39.10	19.71	30.19	22.78	2.51	6.79	3.80	51.04
光大银行	74.54	97.86	31.42	15.54	24.05	23.46	2.63	8.80	4.48	70.47
建行	71.80	97.31	39.89	19.67	30.49	23.56	2.72	7.50	4.15	52.67
中行	71.75	103.81	38.60	19.66	29.95	22.42	2.22	6.27	3.43	54.72
中信银行	77.26	97.52	34.49	17.03	26.38	23.53	2.32	7.58	3.90	68.03

数据源: 公司资料, 元大 (注: 中国国务院 2015 年 6 月 24 日宣布取消国内银行存贷比不高于 75% 的限制)

截至 2015 年 1 季度末，该行净息差近期大幅攀升，环比/同比增加 16/31 个基点至 2.73%（同业均值为 2.62%），在 16 家上市中资商业银行中排名第六

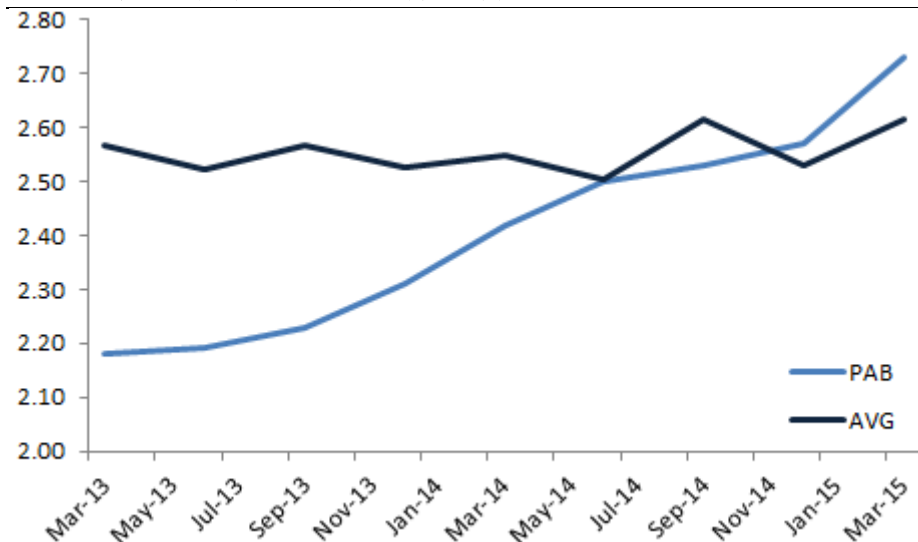
稳定的盈利能力主要依靠中间业务增长

2015 年 1 季度平安银行净利润平稳增长，净利息收入/净手续费佣金收入同比增长 73.3%/26.1%，主要归功于信贷投放加快（人民币 1.12 万亿元，同比增长 9.7%）和投行、托管、理财和结算业务高速发展。2015 年 1 季度投行/结算业务/理财/代理手续费收入同比增长 55%/50%/103.6%/123.0%，而信用卡业务费用显著下滑，同比缩水 44.0%。平安银行净息差近期明显提高（参见图 17）。截至 2015 年 1 季度末，该行净息差近期大幅攀升，环比/同比增加 16/31 个基点至 2.73%（同业均值为 2.62%），在 16 家上市中资商业银行中排名第六。这主要因该行风险资产定价管理、信贷运用及贷款结构有所改善。

平安银行为小微企业创设“贷贷平安”商务卡业务模式，目的是满足小微企业经营和融资需求，整合专业化、集约化、综合金融、互联网金融等特点以发展小企业客户，调整业务结构。这应使公司享有先发优势，实现可持续增长。平安银行将“贷贷平安”业务的覆盖面延伸至商户，这应能增强该行获取客户的能力。管理层透露该行将推出更多电子商务平台和独立的信息平台，通过大数据提供服务，以此推动盈利增长。

零售银行业务与公司银行相比实力较弱，零售贷款占总贷款的 37.2%，其中大部分来自员工内部。随着客户不断迁移，我们预计 2015 年下半年平安银行的零售银行业务将有所改善。2015 年 1 季度平安银行盈利同比增长 11.4%，不良贷款拨备同比大增 130.0%。鉴于中国经济复苏及地方政府债务置换成功实施，我们预计该行信贷质量的压力将减轻，盈利能力将进一步增强。

图 17：平安银行净息差与行业均值比较



数据来源：Wind，元大

综合金融业务的优势

平安银行的母公司平安保险集团 (601318 CH/2318 HK; 买入)拥有金融全牌照,可产生协同效应,利好平安银行。2015年1季度平安银行的综合公司银行管道营业收入同比增长224.3%,整体收入达人民币7,500万元。平安财险和寿险客户带来的日均银行存款为人民币106.3亿元,同比增长33.6%。1季度平安银行和平安投资公司合作开展17个项目,业务规模达人民币162.0亿元,为平安银行贡献净营业收入人民币500万元。2015年1季度银保管道保费为人民币3.80亿元,为平安银行贡献中间业务收入人民币500万元。2015年1季度综合金融管道的客户数大幅增加7,760人。1季度通过交叉销售发行的新银行卡同比增长35.8%,第三方托管业务的客户(通过与平安证券合作)激增20倍至81,300人。我们预计,未来平安银行将继续借助综合金融平台提升营业收入。

快速推进创新和转型,尤其是在互联网金融领域

凭借创新、高效率、IT系统及贸易融资业务的竞争优势,平安银行大力推动市场创新,以保障业务稳定增长。该行运用高科技深化产融结合。2015年下半年互联网金融有望成为银行股股价的另一大催化剂,主要发展方向包括1)采用电子服务取代实体网点;2)通过电子平台吸引大量客户;3)与独立互联网公司合作,采用他们的数据和技术改善用户体验和黏性;及4)开发一站式服务平台,改善综合型业务模式。

平安银行积极开发电子金融平台,推进多种服务管道的发展(例如移动端、互联网、微信、APP、iPad、短信和电话等),打造互联网生态系统。另外,该行通过搭建在线管理、运营、商贸和通信平台,开发面向小微企业的增值服务。

2015年1季度末,该行供应链金融平台的代表“橙e网”注册公司客户环比增长35.4%至29.59万户。

平安银行全面运用自媒体,在微信和其他移动互联网平台进行营销,以提升精准化营销能力。平安移动银行“口袋银行”和直通银行“平安橙子”已成为重要的互联网业务平台。新型小区金融服务模式“口袋小区”是发展客户和市场细分板块的主要平台。平安银行的信用卡、汽车金融、消费金融和私人银行业务均保持稳定增长。展望未来,我们预计平安银行将继续加快平台创新和业务转型,实现网络运用效率的最大化。

平安银行大力推动市场创新,以保障业务稳定增长

展望未来,我们预计平安银行将继续加快平台创新和业务转型,实现网络运用效率的最大化

业务分拆

除了基本面改善外，2015年下半年中国银行板块具备多重潜在利好，例如：

- ▶ 混合所有制改革有望提升银行的净资产收益率和运营效率。
- ▶ 业务分拆或将抬高银行估值。
- ▶ 互联网金融将创造更多交易机会。
- ▶ 混业经营，该政策落实后银行的估值可能与中国平安保险集团 (601318 CH/2318 HK; 买入) 相近。

6月11日平安银行宣布其信用卡业务部门获中国银监会批准在深圳前海注册，成为独立的专业信用卡机构

银行最有可能分拆的业务部门为信用卡、资产托管、理财和互联网金融业务。6月11日平安银行宣布其信用卡业务部门获中国银监会批准在深圳前海注册，成为独立的专业信用卡机构。截至2015年1季度，平安银行信用卡交易额同比增长19.0%，其中互联网平台交易额同比增长14.3%。通过推广综合金融发展和互联网金融创新，平安银行改善客户体验，使信用卡客户迁移至零售银行业务。2015年1季度同时拥有借记卡和信用卡的客户数同比增长72%。

此外，平安银行针对客户的特定需求，交叉销售平安保险产品，信用卡员工贡献的交叉销售保费同比增长208%。我们认为平安银行信用卡部门的分拆将进一步提高该行的管理运营效率、业务表现、资源分配效率及估值。信用卡业务迅猛发展或将加快平安集团内部的客户迁移，提高集团的盈利能力。

股市进一步下挫是否会损害银行资产？

我们认为股灾导致的强制清盘不太可能影响银行资产，对银行而言其风险依然可控

我们认为银行是近期股灾中全国系统性风险的最后接盘人。我们估计银行权益投资的资产规模约为人民币4.5-6.8万亿元（相当于总贷款的5%-8%），包括1）融资融券余额（截至7月9日达人民币1.44万亿元）的1/3至1/2，约为人民币0.48-0.72万亿元，这部分资金尚未被清盘；2）流向伞形信托约人民币0.5万亿元，只要券商不陷入财务困境，可保证这部分资金的安全；3）银行资产中约人民币0.45万亿元用于股权质押贷款，平均质押率为0.5，资金相对安全；4）约人民币3-5万亿元信贷资产为消费贷款和公司贷款，银行不良贷款率将反映该部分资金状况，目前看是安全的。综上所述，我们认为股灾导致的强制清盘不太可能影响银行资产，对银行而言其风险依然可控。

估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2022 年 12 月 31 日。

► 权益成本(Ke)

我们以中国 10 年期国债收益率 3.47% 作为无风险利率，采用年几何平均贝塔值 0.82，风险溢价 2.46%，得出权益成本为 5.5%。

基于本中心 2015-22 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

► 三阶段股利折现率模型

图 18：股利折现率模型

	人民币	权重(%)	备注
预测期股利	0.47	2.97	2015-17 年预期平均盈利增长率 = 22.70%, 股利分配率 = 8.56%
第二阶段股利	0.96	6.05	2018-22 年预期平均盈利增长率 = 14.69%, 股利分配率 = 7.20%
永续价值	14.49	90.98	盈利增长率 = 4%
合理现值(PFV)	15.92		折现至 2015 年 7 月
每股合理价值 - 人民币	16.80		12 个月目标合理价值

数据源：公司资料，元大

► 合理市净率模型

我们预期平安银行长期净资产收益率为 6.3%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (K_e - g)$ ，其中 $g=4%$ ， K_e (权益成本) = 5.5%，得出目标价为人民币 17.34 元。

图 19：同业估值比较表（截至 7 月 13 日）

公司	代码	评级	股价(人民币)	H/A 溢价率(%)	市值(人民币十亿)	市净率(倍)		市盈率(倍)		平均净资产收益率(%)	
						2015F	2016F	2015F	2016F	2015F	2016F
平安银行	000001.SZ	买入	14.44	-	207	1.2	1.1	7.9	6.5	17.0	17.8
宁波银行	002142.SZ	未评级	21.34	-	69	1.7	1.5	10.6	10.2	17.3	17.4
浦发银行	600000.SH	未评级	17.04	-	318	1.0	0.9	6.1	5.5	19.0	18.5
华夏银行	600015.SH	未评级	13.04	-	139	1.1	1.0	6.9	6.7	17.9	17.3
民生银行	600016.SH	未评级	10.02	37.7	366	1.1	1.0	7.2	6.6	17.9	16.7
招商银行	600036.SH	买入	18.31	7	462	1.4	1.3	7.5	6.7	19.1	19.7
南京银行	601009.SH	未评级	18.49	-	62	1.7	1.5	10.6	9.2	17.5	16.7
兴业银行	601166.SH	未评级	17.58	-	335	1.1	0.9	6.1	5.5	19.1	18.4
北京银行	601169.SH	未评级	13.03	-	138	1.3	1.1	8.2	7.2	16.4	15.9
农行	601288.SH	买入	3.78	27.5	1,228	1.2	1.1	7.0	6.7	17.9	17.4
交行	601328.SH	未评级	8.17	40.8	607	1.2	1.1	9.4	9.2	13.5	12.7
工行	601398.SH	买入	5.27	15.6	1,878	1.2	1.1	6.8	6.4	18.0	17.4
光大银行	601818.SH	未评级	5.53	-	258	1.2	1.1	8.0	7.4	15.8	15.5
建行	601939.SH	未评级	6.83	31.6	1,708	1.2	1.0	7.0	6.8	17.8	16.5
中行	601988.SH	未评级	5.21	45.8	1,534	1.1	1.0	8.1	7.8	14.9	14.3
中信银行	601998.SH	未评级	9.2	99.1	430	1.1	1.0	8.3	7.8	14.8	13.9
平均						1.2	1.1	7.9	7.3	17.1	16.6

数据源：公司资料，元大，Bloomberg

► 目标价人民币 17.1 元，隐含 1.52 倍市净率

将市净率和股利折现率估值简单平均，我们得出平安银行目标价为人民币 17.1 元，隐含市净率 1.52 倍。

公司概况

平安银行股份有限公司是由原深圳发展银行股份有限公司以吸收合并原平安银行股份有限公司的方式完成两行整合并更名而来，是中国内地首家向公众发行股票并公开上市的全国性股份制商业银行，总部设于深圳。截至 2015 年 5 月 21 日，中国平安保险（集团）股份有限公司（2318 HK/601318 CH；买入）及其子公司合计持有平安银行 57.9% 的股份，为平安银行的控股股东。

平安银行稳步推进战略转型，持续优化架构机制，全面实施事业部制，以公司、零售、同业、投行“四轮”驱动业务发展。截至 2014 年末，平安银行的总资产/存款/贷款达人民币 2.19/1.53/1.02 万亿元，同比增长 15.6%/26.0%/20.9%，增速居同业领先地位，市场份额提升。

平安银行依托离岸银行业务经营牌照，以客户需求为导向，充分发挥离在岸联动优势，为中国“走出去”企业提供结算、贸易融资、贷款、投资、并购等全方位金融服务；着力打造平安离岸金融品牌，致力于成为离岸金融服务的最佳供货商、跨境金融服务的领导者。

平安银行管理层坚定地沿着“五年规划”的战略方向，依托平安集团综合金融平台，致力于为客户提供一个客户、一个帐户、多个产品、一站式服务的全方位综合金融服务。

图 20：上市结构

上市分类	股数	占比
上市 A 股	14,308.68 百万股	100%

数据源：Wind，元大

图 21：主要股东

主要股东	持股数量 百万股	持股比例
中国平安保险（集团）股份有限公司	7,092.08	49.56%
中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	874.55	6.11%
中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	324.78	2.27%
葛卫东	310.47	1.20%
深圳中电投资股份有限公司	171.96	0.5%

数据源：Wind，元大

平安银行大股东是中国平安保险集团，持有该行 49.6% 股权。

本中心投资建议的风险

投资者需考虑的主要风险包括：

- ▶ 由于资产高速扩张，不良贷款生成速度快于预期。
- ▶ 更多难以追踪的贷款通过个人消费信贷和公司贷款管道流入股市，将使银行资产质量承受更大压力，压低估值。
- ▶ 中国宏观经济下滑速度超出预期。
- ▶ 利率市场化提速。
- ▶ 盈利增速低于预期。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金及等价	219,347	229,924	306,298	367,558	441,069
央行及同业资产	94,295	71,914	66,969	62,281	57,921
交易性 投资	186,473	271,692	178,636	187,568	206,325
可供出售到期投资	266,602	259,075	331,059	377,241	427,753
客户贷款总额	708,262	832,127	1,003,637	1,184,292	1,421,150
其他资产	139,191	262,113	375,225	482,176	606,081
生息资产	1,467,346	1,629,628	1,811,234	2,083,718	2,433,745
加权风险资产	7,216,178	9,065,631	10,852,619	11,720,829	12,892,911
总资产	1,606,537	1,891,741	2,186,459	2,565,894	3,039,825
客户存款	1,021,108	1,217,002	1,533,183	1,947,142	2,433,928
同业负债	455,607	511,735	424,324	357,123	304,215
债券	2,675	6,606	6,921	7,347	7,886
其他负债	42,349	44,317	91,082	93,769	110,252
计息负债	1,479,389	1,735,343	1,964,428	2,311,612	2,746,029
总负债	1,521,738	1,779,660	2,055,510	2,405,381	2,856,281
母公司股东权益	84,799	112,081	132,800	160,513	183,544
每股净值 (RMB)	16.55	13.67	11.62	11.22	12.83
期末股数 (百万股)	5,123.4	8,197.4	11,424.9	14,308.7	14,308.7

数据来源: 公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	33,035	40,688	53,046	70,807	95,397
非利息收入	7,705	12,546	23,344	31,228	42,352
营业收入	39,749	52,189	73,407	102,036	137,748
营业支出	(19,076)	(25,344)	(32,150)	(41,269)	(54,390)
拨备前利润	20,672	26,845	41,257	60,767	83,358
贷款减值损失	(3,131)	(6,890)	(15,011)	(27,586)	(42,007)
营业利润	17,542	19,955	26,246	33,181	41,351
税前利润	17,551	20,040	26,194	33,195	41,367
所得税费用	(4,040)	(4,809)	(6,392)	(8,310)	(10,802)
属少数股东净利润	(108)	0	0	0	0
属母公司股东净利润	13,403	15,231	19,802	24,885	30,564
红利	871	1,312	1,988	2,432	2,576
每股收益披露值(RMB)	2.62	1.86	1.73	1.75	2.14
调整后每股收益(RMB)	0.94	1.06	1.38	1.75	2.14
有效税率 (%)	23.0	24.0	24.4	25.0	26.1
每股股利 (RMB)	0.17	0.16	0.17	0.17	0.18
分红比例 (%)	6.5	8.6	10.0	9.8	8.4

数据来源: 公司资料、元大

杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	2.31	2.33	2.60	2.98	3.40
非利息收入	0.54	0.72	1.14	1.31	1.51
营业收入	2.78	2.98	3.60	4.29	4.91
营业支出	(1.33)	(1.45)	(1.58)	(1.74)	(1.94)
拨备前利润	1.44	1.53	2.02	2.56	2.97
资产减值损失	(0.22)	(0.39)	(0.74)	(1.16)	(1.50)
营业利润	1.22	1.14	1.29	1.40	1.48
业外项目	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1.23	1.15	1.28	1.40	1.48
所得税费用	(0.28)	(0.27)	(0.31)	(0.35)	(0.39)
属少数股东及首选股股利	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	0.94	0.87	0.97	1.05	1.09
杠杆倍数 (倍)	18.12	17.77	16.65	16.20	16.29
净资产收益率 (%)	16.95	15.47	16.17	16.97	17.77

数据来源: 公司资料、元大

增长动能

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
存款增长率	20.01	19.18	25.98	27.00	25.00
放款增长率	16.09	17.49	20.61	18.00	20.00
净利息收益率	2.64	2.63	3.08	3.64	4.22
净利息收入增长率	30.63	23.17	30.37	33.48	34.73
手续费收入增长率	56.12	82.76	66.20	25.31	47.71
非利息收入增长率	52.83	62.82	86.07	33.77	35.62
非利息收入比营业收入	19.39	24.04	31.80	30.61	30.75
营业收入增长率	34.09	31.30	40.66	39.00	35.00
成本收入比	47.99	48.56	43.80	40.45	39.48
营业支出增长率	32.83	32.86	26.85	28.36	31.79
拨备前利润增长率	35.28	29.86	53.69	47.29	37.18
贷款减值损失/平均贷款总额	0.47	0.89	1.64	2.52	3.22
资产减值损失/平均生息资产	0.25	0.44	0.87	1.42	1.86
营业利润增长率	33.58	13.76	31.53	26.42	24.62
净利润增长率 (属母公司股东)	30.40	13.64	30.01	26.37	22.64
每股收益增长率	30.40	13.64	30.01	26.37	22.64
每股股利增长率	N.A.	(5.88)	8.75	(2.30)	5.88

数据来源: 公司资料、元大

资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
核心资本充足率	8.59	8.56	8.07	7.47	6.12
资本充足率	11.37	9.90	10.29	9.74	8.38
不良贷款率	0.97	0.91	1.05	1.01	0.89
拨备覆盖率	1.82	2.01	2.01	2.20	2.47
贷存款比例	69.36	68.38	65.46	60.82	58.39
贷款净额/总资产	44.09	43.99	45.90	46.16	46.75
交易性 投资/总资产	11.61	14.36	8.17	7.31	6.79
可供出售到期投资/总资产	16.59	13.70	15.14	14.70	14.07
客户存款/总资产	63.56	64.33	70.12	75.89	80.07
同业负债/总资产	28.36	27.05	19.41	13.92	10.01
债券/总资产	0.17	0.35	0.32	0.29	0.26
母公司股东权益/总资产	5.28	5.92	6.07	6.26	6.04

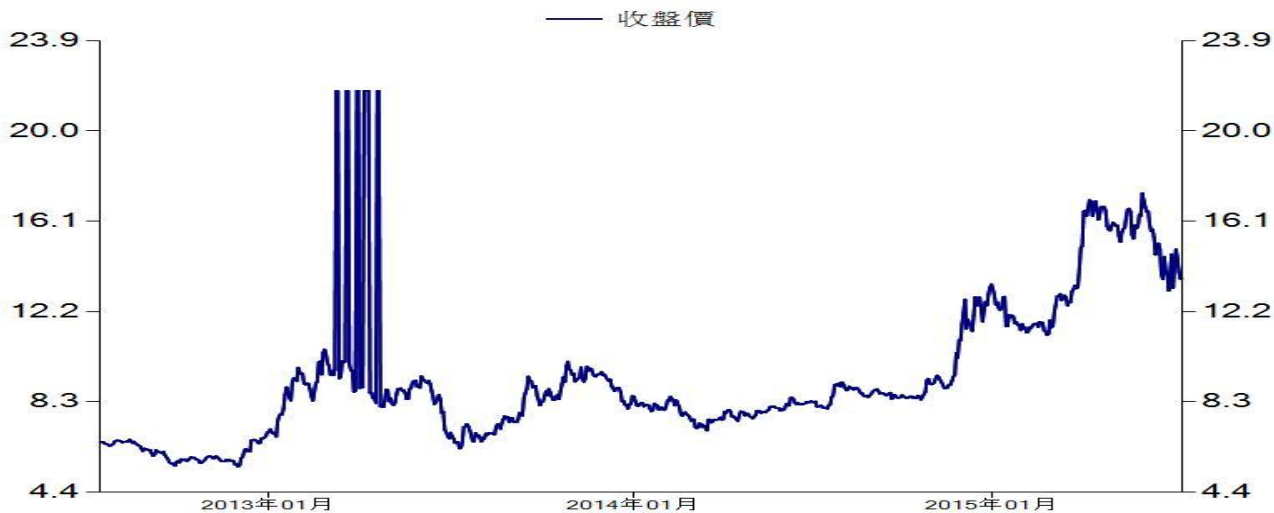
数据来源: 公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

平安银行 (000001 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/07/17	13.60	17.10	17.10	买入	元大研究部

数据源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	186	43%
持有-超越同业	110	26%
持有-落后同业	63	15%
卖出	10	2%
评估中	56	13%
限制评级	4	1%
总计：	429	100%

数据源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之数据来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼