



持有

5%↑

目标价格: 人民币 13.15

原目标价格: 人民币 15.70

000001.CH

股价: 人民币 12.57

目标价格基础: 1.25 倍 15 年市净率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.8)	(15.4)	(21.2)	42.3
相对新华富时 A50 指数	(18.4)	(13.2)	(5.8)	(28.1)

发行股数(百万)	14,309
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	179,864
3 个月日均交易额(人民币 百万)	3,364
主要股东(%)	
中国平安集团	58

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 8 月 13 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

魏涛, CPA*

(8610) 66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

*张耀冈、袁琳为重大贡献者

平安银行

15 年上半年业绩符合预期

平安银行 2015 年上半年可分配净利润 116 亿人民币, 同比增长 15.2%。2 季度报告净利润 60 亿人民币, 增长 19.0%, 由于超预期拨备计提而略低于我们的预期。平安的拨备前营业利润同比大幅增长 34.1%, 符合预期。不良贷款率和关注贷款率环比分别上升 15 个基点和 31 个基点达到 1.32% 和 4.46%。由于 A 股市场自 6 月底开始降温, 下半年平安的手续费收入和净利润增速可能受到影响。维持持有评级。

支撑评级的要点

- **净息差保持稳定。**平安的净息差在 2015 年 2 季度环比下滑 4 个基点至 2.69%。在降息和利率自由化的影响下, 存贷款利差收窄 24 个基点至 4.77%。另一方面, 银行间业务利差扩大 52 个基点, 使得平安能在 2 季度保持净息差稳定。未来随着 2 季度降息的影响逐渐显现, 预计下半年净息差收窄的趋势还将持续。
- **资产质量不容乐观。**在算入核销后, 15 年上半年年化新不良贷款形成率为 2.3% (1 季度为 2.2%)。2 季度平安银行的拨备费用为 79 亿人民币, 年化信贷成本率 2.83% (14 年 4 季度为 2.22%, 15 年 1 季度为 1.77%), 拨备覆盖率微涨 10 个基点至 183%。作为资产质量领先指标, 关注贷款率(环比上升 31 个基点至 4.46%) 和 90 天逾期贷款/不良贷款率 (高达 270%) 均暗示下半年平安的不良贷款形成率和拨备压力仍不容乐观。
- **互联网金融业务发展势头良好。**平安银行的在线供应链金融平台“橙 E 网”在 2 季度发展迅猛。截至 2 季度结束注册用户数量环比增加 67%, 达到 50 万人。互联网业务将带来竞争力。

影响评级的主要风险

- 经济下行导致资产质量进一步恶化。

估值

- 平安银行 A 股价格对应 1.2 倍市净率和 8.2 倍市盈率。估值略高于其他股份制银行, 体现了其在互联网金融领域的领先地位。鉴于平安的资产质量压力仍较大, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营收入(人民币 百万)	52,189	73,407	93,604	110,035	123,583
变动(%)	31.3	40.7	27.5	17.6	12.3
股东可分配净利润(人民币 百万)	15,231	19,802	21,501	19,391	20,446
全面摊薄每股收益(人民币)	1.28	1.44	1.53	1.36	1.43
变动(%)	12.6	12.9	5.7	(11.3)	5.4
经调整先前预测每股收益(人民币)			1.53	1.30	1.42
调整幅度(%)			0	4.6	0.7
全面摊薄市盈率(倍)	9.8	8.7	8.2	9.3	8.8
每股账面价值(人民币)	8.18	9.55	10.52	11.72	13.01
股价/每股账面价值(倍)	1.54	1.32	1.20	1.07	0.97
净资产收益率(%)	15.5	16.3	15.3	12.2	11.6
每股股息(人民币)	0.11	0.15	0.15	0.14	0.14
股息率(%)	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 15 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	15 年上半年	14 年上半年	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	31,118	24,554	26.7	5.5
手续费收入	13,722	7,771	76.6	54.7
其他非息收入	1,735	2,408	(27.9)	1,039.3
经营性收入	46,575	34,733	34.1	25.3
经营性开支	(15,005)	(13,055)	14.9	17.4
拨备前利润	31,570	21,678	45.6	29.3
拨备费用	(12,923)	(5,652)	128.6	72.0
经营利润	18,647	16,026	16.4	6.8
营业税	(3,380)	(2,681)	26.1	15.0
非经常性收益/亏损	5	(17)	(129.4)	(250.0)
税前利润	15,272	13,328	14.6	5.4
利润税	(3,674)	(3,256)	12.8	3.2
净利润	11,598	10,072	15.2	6.0
少数股东权益	0	0	NA	NA
可分配净利润	11,598	10,072	15.2	6.0

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 15 年 1 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	差异(%)
净利息收入	31,118	30,914	0.7
手续费收入	13,722	14,059	(2.4)
其他非息收入	1,735	434	299.8
经营性收入	46,575	45,407	2.6
经营性开支	(15,005)	(15,159)	(1.0)
拨备前利润	31,570	30,248	4.4
拨备费用	(12,923)	(11,072)	16.7
经营利润	18,647	19,175	(2.8)
营业税	(3,380)	(3,453)	(2.1)
非经常性收益/亏损	5	(15)	(133.3)
税前利润	15,272	15,707	(2.8)
利润税	(3,674)	(3,819)	(3.8)
净利润	11,598	11,889	(2.4)
少数股东权益	0	0	NA
可分配净利润	11,598	11,889	(2.4)

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	62,716	73,142	81,155
净手续费及佣金	10,456	17,378	27,457	32,949	37,891
其他非息收入	1,045	2,983	3,430	3,945	4,537
经营收入	52,189	73,407	93,604	110,035	123,583
经营费用	(25,344)	(32,150)	(38,570)	(44,793)	(51,155)
拨备前经营利润	26,845	41,257	55,034	65,242	72,428
拨备	(6,890)	(15,011)	(26,058)	(38,050)	(43,677)
经营利润	19,955	26,246	28,976	27,193	28,751
营业外收入	85	(52)	(52)	(52)	(52)
营业税	20,040	26,194	28,924	27,141	28,699
所得税	(4,809)	(6,392)	(7,133)	(6,589)	(7,092)
税后利润	15,231	19,802	21,791	20,551	21,606
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	15,231	19,802	21,791	20,551	21,606
优先股股息	0	0	(290)	(1,160)	(1,160)
普通股股东可分配利润	15,231	19,802	21,501	19,391	20,446
变动(%)	14	30	9	(10)	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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产					
现金及银行存款	229,924	306,298	344,230	380,033	415,731
央行存款	370,847	291,446	472,613	565,444	673,239
银行间贷款	3,397	4,300	4,730	5,203	5,723
总客户预付款	847,289	1,024,734	1,208,852	1,355,067	1,504,559
减: 拨备	(15,162)	(21,097)	(34,352)	(59,252)	(89,474)
长期投资	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	2,647,713	2,979,667	3,336,734
负债及权益					
客户存款	1,217,002	1,533,183	1,743,443	1,926,534	2,109,086
银行存款及结余	511,735	424,324	582,116	696,748	834,119
其他借款	8,102	41,750	83,500	83,500	83,500
总借款	1,736,839	1,999,257	2,409,060	2,706,782	3,026,705
其他负债	42,821	56,253	68,191	85,182	103,819
总负债	1,779,660	2,055,510	2,477,251	2,791,963	3,130,523
普通股	9,521	11,425	11,425	11,425	11,425
准备金(包括股本溢价)	72,597	75,868	80,226	84,336	88,658
留存收益	29,963	43,656	58,811	71,942	86,128
总股东权益	112,081	130,949	150,462	167,703	186,211
优先股	0	0	20,000	20,000	20,000
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	112,081	130,949	170,462	187,703	206,211
总负债及权益	1,891,741	2,186,459	2,647,713	2,979,667	3,336,734

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	21,791	20,551	21,606
非现金项目	(9,923)	(9,161)	27,836	39,810	45,415
其他变动项目	(53)	6	(12,802)	(13,151)	(13,456)
运营资本变动	85,883	14,999	105,220	62,687	70,248
经营活动产生的净现金	91,138	25,646	142,045	109,898	123,814
投资活动产生的净现金	(87,011)	(54,483)	(947)	(1,022)	(1,110)
融资活动产生的净现金	4,910	31,189	59,937	(3,148)	(3,310)
现金增/(减)	9,037	2,352	201,035	105,728	119,394

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	5.5	6.1	5.9	5.7	5.7
资金成本	3.2	3.5	3.4	3.3	3.4
利差	2.2	2.5	2.5	2.4	2.3
净息差	2.4	2.7	2.7	2.7	2.6
其他收入总收入	22.0	27.7	33.0	33.5	34.3
成本收入比	48.6	43.8	41.2	40.7	41.4
有效税率	24.0	24.4	24.7	24.3	24.7
增长率					
贷款增长率	17.6	20.9	18.0	12.1	11.0
存款增长率	19.2	26.0	13.7	10.5	9.5
资产增长率	17.8	15.6	21.1	12.5	12.0
可持续增长率	30.4	31.1	31.7	29.4	27.2
流动性					
贷存比	68.6	65.4	67.9	68.9	69.9
贷款资金比	69.2	65.1	66.2	67.4	68.6
贷款资产比	44.8	46.9	45.7	45.5	45.1
总负债	59.6	68.6	66.6	65.5	64.2
资产质量					
不良贷款率	0.9	1.0	1.6	2.6	3.6
拨备覆盖率	201.1	200.9	173.8	169.6	164.3
拨贷比	1.8	2.1	2.8	4.4	5.9
新增不良贷款形成率	0.6	1.4	2.2	2.4	2.5
信用成本	0.8	1.4	2.2	2.8	2.9
资本充足率					
权益资产比率	5.9	6.0	5.7	5.6	5.6
核心一级资本充足率	8.6	8.6	7.7	7.5	7.4
一级资本充足率	8.6	8.6	8.9	8.5	8.3
总资本充足率	9.9	10.9	10.0	9.6	9.2
回报率					
资产收益率	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7
净资产收益率	15.5	16.3	15.3	12.2	11.6
已运用资本收益率	15.5	16.3	15.5	12.9	12.2
风险加权资产收益率	1.5	1.6	1.4	1.1	1.0

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