

## 平安银行 (000001.SZ) 银行业

评级：买入 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003  
(8621)60230253  
makunpeng@gjzq.com.cn

林瑾璐

联系人  
(8621)61038229  
linjl@gjzq.com.cn

## 莫让一丑遮百美

## 事件

平安银行发布 15 年三季报：前三季度实现净利润 177 亿元，同比增 13%，符合预期；营业收入 712 亿元，同比增 30%。贷款和存款余额分别季度环比增长 1.8%和 4.1%，资产和负债总额分别季度环比增长 1.1%和 0.9%。不良率 1.34%，较 2Q15 上升 2bps，拨备覆盖率 167%，较 2Q15 下降 16 个百分点，拨贷比 2.24%，较 2Q15 下降 18bps。三季度息差 2.76%，同比上升 16bps、环比上升 7bps。

## 评论

**期盼一次性甩掉资产质量历史包袱，莫让老生常谈的“一丑”遮了欣欣向荣的“百美”：**3Q15 平安银行加回核销处置后不良生成率 313bps，较 2Q15 的 215bps 显著提升，今年前三季度核销处置总规模 155 亿，是去年同期的三倍。在当前经济下行压力大且预期不明朗的大环境下，我们相信整个银行业均面临很大的新增资产质量压力，平安银行三季度加回核销处置后的不良生成率大幅提升，应当是对三季度全行业趋势的预演，在增量层面的不良压力上，没有银行能够在当前的经济大环境中幸免。但是，除了增量不良的压力之外，平安银行还面临着较大的存量不良压力，历史包袱较重。其中，一直以来被市场诟病较多的一点是“不良认定标准不够严格”，体现为该行的“不良贷款余额/90 天以上逾期贷款余额”不仅远低于 100%的理论下限，也显著低于行业平均水平且为行业最低，今年 6 月末，这一指标为 37%，尽管三季报披露的逾期贷款数据跟中报不完全可比，但三季度 90 天以上逾期贷款余额的确出现了明显下降（应当主要是核销的结果），我们预计，9 月末这一指标提升至 42%左右，虽环比有进步但依然较 100%的理论下限有明显距离。我们相信，可比股份制银行这一指标在三季度均将出现下降，部分银行甚至将接近平安当前的水平甚至更低，但平安作为过去几年这一指标最低的银行，“不良/90 天以上逾期”虽有改善但仍远远不够这一情况无疑将会对估值产生更大的压制。我们建议管理层，在恰当的时点一次性甩掉资产质量历史包袱，将当前未认定为不良的 90 天以上逾期贷款一次性认定为不良，并在补提拨备之后一次性核销。我们测算，在最极端的假设下（所有未认定为不良的 90 天以上逾期贷款均未提拨备），若 3Q15 的“90 天以上逾期-不良”缺口在 2015 年内全部被认定为不良、补提拨备后核销，我们当前的 2015 年不良率和拨备覆盖率的预测不会受影响（分别为 1.45%和 161%），但 2015 年全年盈利预测将会从当前的 226 亿下降至 60 亿，同比下降 70%（这部分逾期贷款不可能完全没提拨备，因此实际影响应小于我们的最极端测算）。历史上，深发展曾在 4Q08 进行过类似不良“洗澡”，2008 年全年归属股东净利润同比下降 77%，降幅大于我们对本次建议的测算，但此后一个季度内股价几近翻倍。我们认为，平安银行在发展潜力、成长性、互联网属性、集团协同等方面有着其他银行不可比拟的优势，但资产质量的历史包袱过于沉重（主要体现为“不良认定标准不够严格”），尽管我们相信这一问题已在当前估值水平中有了充分体现，但这却是平安银行获得与其成长性逻辑、独特竞争优势相当的估值溢价的重大障碍。在增量层面上的不良压力所有银行都一样，若平安银行能彻底甩掉存量资产质量的历史包袱，一次性解决资本市场最焦虑、且明显是自己（相比于同业）最大软肋的问题，尽管将牺牲一个年度的利润，但却是平安银行估值起飞、开始获得与自身成长性相匹配的估值溢价的开端。

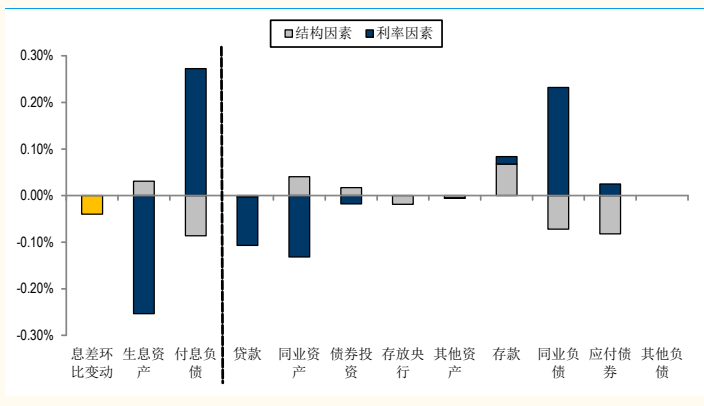
**从季报一瞥“国家队”银行持仓去向：应当树立“国家队”中短期内不会减持银行股的信心：**三季度末，证金公司持有平安银行 4.3 亿股，占总股本 2.99%，为平安银行单一第三大股东；汇金公司持股 1.8 亿股，占总股本 1.26%，为平安银行单一第六大股东，两家均是首次出现在平安银行前十大股东之列。我们理解，除各基金公司“救市”专项资管计划、券商自营等之外，证金公司应是股灾期间“国家队”主力，而汇金公司并不是“救市国家队”成员。汇金公司三季度末现身平安银行前十大股东之列，唯一合理的解释是，证金公司向汇金公司转让了部分 7-9 月“救市”期间买入的平安银行股份，由汇金公司长期持有。8 月 14 日证监会曾表示，证金公司向汇金公司协议转让了一部分股票，由其长期持有，因此，我们相信，证金向汇金协议转让股份，便是该股份将由国家队长期持有的标志，中短期内不必担心

来自国家队的抛压。此前我们曾预计，国家队在救市期间买入的银行股将以两种方式长期持有：对汇金是股东的银行（四大行+光大），证金的股份将逐步转让给汇金，对汇金不是股东的银行，将陆续转让给专项 ETF 以作为其基础资产长期持有。从平安银行年报判断，我们预计，两种方式将同步推进，即，无论汇金是不是股东，证金都将向汇金转让其部分持仓，而后续专项 ETF 的构建和股份转让，预计亦将逐步落实。我们一直在强调，“即便回到其成本线之上，中短期内国家队也不会卖，不必担心来自国家队的抛压”是支撑今年底银行股一轮潜在行情的重要基础之一，随着银行三季报陆续披露，我们将更清楚地看到国家队银行持仓的去向，这将有助于市场树立“国家队”中短期内不会减持银行股的信心。

流动性宽松带来的负债成本下降对息差贡献很大：2Q15 息差环比提升 7bps，我们的息差变动因素分析显示，流动性宽松带来的负债成本下降是对当季息差最主要的正面贡献。其中，存款和同业负债成本下降，更高成本的同业负债占比下降都是较为显著的正面贡献因素。预计三季度银行业息差的整体表现将好于预期，主要便是受益于流动性宽松带来的负债成本下降。

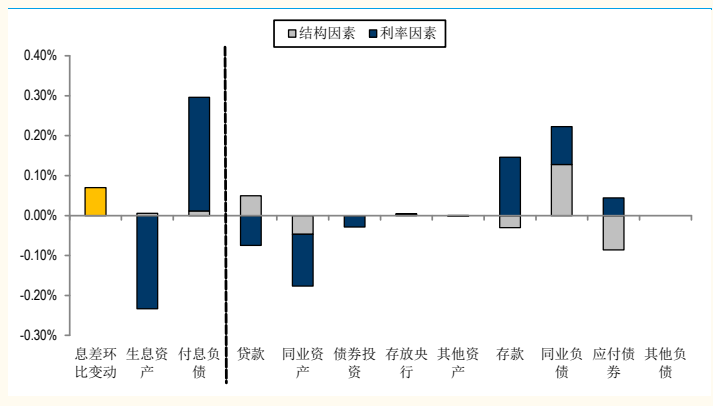
维持“买入”评级和 A 股银行首推组合：10 月 22 日收盘，平安银行交易在 1.1 倍 15 年 PB 和 7.2 倍 15 年 PE，收盘价格较定增价格已折价 32%，今年以来累计收益-13%，在银行板块中列倒数第四。我们相信，平安银行安全边际显著、拥有无可比拟的成长性逻辑、资产质量的历史包袱终将解决，维持“买入”评级和 A 股银行首推组合。

图表 1：息差变动因素分析（2Q15）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：息差变动因素分析（3Q15）



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 3: 季度业绩—平安银行**

利润表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
净利息收入	11,550	13,004	13,864	14,628	15,144	15,974	17,088	7.0%	23.3%	38,418	48,206	25.5%
非利息收入	4,550	5,629	6,054	4,128	5,527	9,930	7,489	-24.6%	23.7%	16,233	22,946	41.4%
净手续费收入	3,207	4,564	5,026	4,581	5,387	8,335	6,501	-22.0%	29.3%	12,797	20,223	58.0%
营业收入	16,100	18,633	19,918	18,756	20,671	25,904	24,577	-5.1%	23.4%	54,651	71,152	30.2%
营业支出	(7,321)	(8,415)	(8,443)	(7,971)	(8,473)	(9,912)	(9,527)	-3.9%	12.8%	(24,179)	(27,912)	15.4%
营业税金及附加	(1,259)	(1,422)	(1,442)	(1,359)	(1,572)	(1,808)	(1,666)	-7.9%	15.5%	(4,123)	(5,046)	22.4%
拨备前营业利润 (PPOP)	8,779	10,218	11,475	10,785	12,198	15,992	15,050	-5.9%	31.2%	30,472	43,240	41.9%
资产减值损失	(2,067)	(3,585)	(4,049)	(5,310)	(4,751)	(8,172)	(7,012)	-14.2%	73.2%	(9,701)	(19,935)	105.5%
贷款和垫款减值损失	(2,058)	(3,236)	(4,040)	(5,280)	(4,652)	(7,972)	(6,953)	-12.8%	72.1%	(9,334)	(19,577)	109.7%
营业利润	6,712	6,633	7,426	5,475	7,447	7,820	8,038	2.8%	8.2%	20,771	23,305	12.2%
营业外收支净额	(15)	(2)	(6)	(29)	(10)	2	(11)	-650.0%	83.3%	(23)	(19)	-17.4%
利润总额	6,697	6,631	7,420	5,446	7,437	7,822	8,027	2.6%	8.2%	20,748	23,286	12.2%
所得税费用	(1,643)	(1,613)	(1,798)	(1,338)	(1,808)	(1,866)	(1,872)	0.3%	4.1%	(5,054)	(5,546)	9.7%
净利润	5,054	5,018	5,622	4,108	5,629	5,956	6,155	3.3%	9.5%	15,694	17,740	13.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
归属母公司股东净利润	5,054	5,018	5,622	4,108	5,629	5,956	6,155	3.3%	9.5%	15,694	17,740	13.0%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	5,054	5,018	5,622	4,108	5,629	5,956	6,155	3.3%	9.5%	15,694	17,740	13.0%

资产负债表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
贷款总额	890,349	938,227	992,892	1,024,734	1,124,168	1,187,834	1,209,274	1.8%	21.8%	992,892	1,209,274	21.8%
存款总额	1,382,649	1,508,904	1,508,179	1,533,183	1,578,437	1,655,112	1,723,328	4.1%	14.3%	1,508,179	1,723,328	14.3%
不良贷款余额	8,105	8,668	9,765	10,501	13,198	15,729	16,199	3.0%	65.9%	9,765	16,199	65.9%
贷款损失准备	16,335	17,179	18,732	21,097	22,855	28,789	27,048	-6.0%	44.4%	18,732	27,048	44.4%
资产总额	2,097,102	2,136,475	2,144,358	2,186,459	2,304,775	2,570,508	2,599,060	1.1%	21.2%	2,144,358	2,599,060	21.2%
负债总额	1,979,802	2,015,535	2,017,622	2,055,510	2,168,071	2,419,628	2,441,924	0.9%	21.0%	2,017,622	2,441,924	21.0%
母公司所有者权益	117,300	120,940	126,736	130,949	136,704	150,880	157,136	4.1%	24.0%	126,736	157,136	24.0%
优先股	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
平均生息资产	1,933,325	2,034,597	2,112,512	2,174,765	2,253,395	2,384,462	2,454,410	2.9%	16.2%	2,027,468	2,364,826	16.6%

每股数据 (元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
普通股股本 (百万股)	9,521	11,425	11,425	11,425	11,425	14,309	14,309	0.0%	25.2%	11,425	14,309	25.2%
EPS	0.53	0.44	0.49	0.36	0.49	0.42	0.43	3.3%	-12.6%	1.37	1.24	-9.7%
BVPS	12.32	10.59	11.09	11.46	11.97	10.54	10.98	4.1%	-1.0%	11.09	10.98	-1.0%
DPS	-	-	-	0.17	-	-	-	na	na	-	-	na
PPOP/sh	0.92	0.89	1.00	0.94	1.07	1.12	1.05	-5.9%	4.7%	2.67	3.02	13.3%

主要指标 (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
ROA	1.01%	0.95%	1.05%	0.76%	1.00%	0.98%	0.95%	0.0pct	-0.1pct	1.04%	0.99%	0.0pct
ROE	17.63%	16.85%	18.16%	12.75%	16.82%	16.57%	15.99%	-0.6pct	-2.2pct	17.52%	16.42%	-1.1pct
净息差	2.42%	2.56%	2.60%	2.67%	2.73%	2.69%	2.76%	7bps	16bps	2.53%	2.73%	20bps
成本收入比	37.65%	37.53%	35.15%	35.25%	33.38%	31.28%	31.99%	0.7pct	-3.2pct	36.70%	32.14%	-4.6pct
有效税率	24.53%	24.33%	24.23%	24.57%	24.31%	23.86%	23.32%	-0.5pct	-0.9pct	24.36%	23.82%	-0.5pct
贷存比	64.39%	62.18%	65.83%	66.84%	71.22%	71.77%	70.17%	-1.6pct	4.3pct	65.83%	70.17%	4.3pct
不良贷款率	0.91%	0.92%	0.98%	1.02%	1.17%	1.32%	1.34%	2bps	36bps	0.98%	1.34%	36bps
拨备覆盖率	201.54%	198.19%	191.83%	200.90%	173.17%	183.03%	166.97%	-16.1pct	-24.9pct	191.83%	166.97%	-24.9pct
拨贷比	1.83%	1.83%	1.89%	2.06%	2.03%	2.42%	2.24%	-19bps	35bps	1.89%	2.24%	35bps
信用成本	0.24%	0.35%	0.42%	0.52%	0.43%	0.69%	0.58%	-11bps	16bps	1.01%	1.75%	74bps
非利息收入/营业收入	28.26%	30.21%	30.39%	22.01%	26.74%	38.33%	30.47%	-7.9pct	0.1pct	29.70%	32.25%	2.5pct
净手续费收入/营业收入	19.92%	24.49%	25.23%	24.42%	26.06%	32.18%	26.45%	-5.7pct	1.2pct	23.42%	28.42%	5.0pct
核心一级资本充足率	8.70%	8.73%	8.78%	8.64%	8.53%	8.85%	9.14%	0.3pct	0.4pct	8.78%	9.14%	0.4pct
一级资本充足率	8.70%	8.73%	8.78%	8.64%	8.53%	8.85%	9.14%	0.3pct	0.4pct	8.78%	9.14%	0.4pct
资本充足率	10.79%	11.02%	11.00%	10.86%	10.56%	10.96%	11.08%	0.1pct	0.1pct	11.00%	11.08%	0.1pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 4：财务数据及预测 - 平安银行**

利润表 (百万元)						同比增速 (%)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	40,688	53,046	62,497	68,046	74,231	23.2%	30.4%	17.8%	8.9%	9.1%
非利息收入	11,501	20,361	30,134	39,175	48,185	71.3%	77.0%	48.0%	30.0%	23.0%
净手续费收入	10,456	17,378	25,719	34,207	42,074	82.7%	66.2%	48.0%	33.0%	23.0%
营业收入	52,189	73,407	92,631	107,220	122,416	31.3%	40.7%	26.2%	15.7%	14.2%
营业支出	(25,344)	(32,150)	(38,580)	(47,068)	(58,364)	32.9%	26.9%	20.0%	22.0%	24.0%
营业税	(4,065)	(5,482)	(6,798)	(8,429)	(10,115)	19.1%	34.9%	24.0%	24.0%	20.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	26,845	41,257	54,051	60,153	64,052	29.9%	53.7%	31.0%	11.3%	6.5%
资产减值损失	(6,890)	(15,011)	(23,776)	(24,732)	(25,137)	120.1%	117.9%	58.4%	4.0%	1.6%
贷款减值损失	(6,675)	(14,614)	(23,339)	(24,251)	(24,608)	119.8%	118.9%	59.7%	3.9%	1.5%
营业利润	19,955	26,246	30,275	35,421	38,915	13.7%	31.5%	15.4%	17.0%	9.9%
营业外收支净额	85	(52)	(57)	(63)	(69)	844.4%	-161.2%	10.0%	10.0%	10.0%
利润总额	20,040	26,194	30,218	35,358	38,846	14.2%	30.7%	15.4%	17.0%	9.9%
所得税	(4,809)	(6,392)	(7,252)	(8,486)	(9,323)	19.0%	32.9%	13.5%	17.0%	9.9%
净利润	15,231	19,802	22,966	26,872	29,523	12.7%	30.0%	16.0%	17.0%	9.9%
少数股东权益	0	0	0	0	0	-100.0%	na	na	na	na
归属股东净利润	15,231	19,802	22,966	26,872	29,523	13.6%	30.0%	16.0%	17.0%	9.9%
优先股股息	0	0	350	1,400	1,400	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	15,231	19,802	22,616	25,472	28,123	13.6%	30.0%	14.2%	12.6%	10.4%

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
贷款总额	847,289	1,024,734	1,219,433	1,402,348	1,598,677	17.6%	20.9%	19.0%	15.0%	14.0%
存款总额	1,217,002	1,533,183	1,747,829	2,010,003	2,311,503	19.2%	26.0%	14.0%	15.0%	15.0%
不良贷款余额	7,541	10,501	17,682	26,859	36,462	9.8%	39.3%	68.4%	51.9%	35.8%
贷款损失准备	15,162	21,097	28,390	42,155	57,760	21.1%	39.1%	34.6%	48.5%	37.0%
资产总额	1,891,741	2,186,459	2,442,746	2,743,815	3,101,459	17.8%	15.6%	11.7%	12.3%	13.0%
负债总额	1,779,660	2,055,510	2,269,644	2,550,900	2,887,410	16.9%	15.5%	10.4%	12.4%	13.2%
母公司所有者权益	112,081	130,949	173,101	192,915	214,049	32.2%	16.8%	32.2%	11.4%	11.0%
优先股	0	0	20,000	20,000	20,000	na	na	na	na	na
平均生息资产	1,762,388	2,064,595	2,319,582	2,684,974	2,987,984	26.3%	17.1%	12.4%	15.8%	11.3%

每股数据 (元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
普通股股本 (百万股)	9,521	11,425	14,309	14,309	14,309	85.8%	20.0%	25.2%	0.0%	0.0%
EPS	1.60	1.73	1.58	1.78	1.97	-38.8%	8.3%	-8.8%	12.6%	10.4%
BVPS	11.77	11.46	10.70	12.08	13.56	-28.9%	-2.6%	-6.6%	12.9%	12.2%
DPS	0.16	0.17	0.16	0.19	0.21	-40.7%	8.3%	-7.4%	17.0%	9.9%
PPOP/sh	2.82	3.61	3.78	4.20	4.48	-30.1%	28.1%	4.6%	11.3%	6.5%

主要指标 (%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROA	0.87%	0.97%	0.99%	1.04%	1.01%	-0.07%	0.10%	0.02%	0.04%	-0.03%
ROE	15.47%	16.30%	17.18%	15.76%	15.45%	-1.48%	0.82%	0.88%	-1.41%	-0.32%
净息差	2.31%	2.57%	2.69%	2.53%	2.48%	-0.06%	0.26%	0.13%	-0.16%	-0.05%
成本收入比	40.77%	36.33%	34.31%	36.04%	39.41%	1.37%	-4.44%	-2.02%	1.73%	3.38%
有效税率	24.00%	24.40%	24.00%	24.00%	24.00%	0.98%	0.41%	-0.40%	0.00%	0.00%
贷存比	69.62%	66.84%	69.77%	69.77%	69.16%	-0.97%	-2.78%	2.93%	0.00%	-0.61%
不良贷款率	0.89%	1.02%	1.45%	1.92%	2.28%	-0.06%	0.13%	0.43%	0.47%	0.37%
拨备覆盖率	201.06%	200.90%	160.56%	156.95%	158.41%	18.74%	-0.16%	-40.34%	-3.61%	1.46%
拨贷比	1.79%	2.06%	2.33%	3.01%	3.61%	0.05%	0.27%	0.27%	0.68%	0.61%
信用成本	0.85%	1.56%	2.08%	1.85%	1.64%	0.40%	0.71%	0.52%	-0.23%	-0.21%
非利息收入/营业收入	22.04%	27.74%	32.53%	36.54%	39.36%	5.15%	5.70%	4.79%	4.01%	2.83%
净手续费收入/营业收入	20.03%	23.67%	27.77%	31.90%	34.37%	5.64%	3.64%	4.09%	4.14%	2.47%
核心一级资本充足率	8.56%	8.64%	8.41%	8.24%	8.03%	na	0.08%	-0.23%	-0.18%	-0.20%
一级资本充足率	8.56%	8.64%	9.63%	9.28%	8.94%	-0.03%	0.08%	0.99%	-0.34%	-0.34%
资本充足率	9.90%	10.86%	11.50%	11.13%	10.81%	-1.47%	0.96%	0.63%	-0.36%	-0.33%

来源：公司公告，国金证券研究所

**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD