



资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2016 年 8 月 11 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

袁琳, CFA

(8610) 83262111

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515090001

本研究报告是《Ping An Bank -- 2Q16 a miss, rising headwinds ahead》的中文译本, 英文原稿已于 2016 年 8 月 12 日出版

平安银行

2 季度业绩低于预期

平安银行公告 16 年上半年归母净利润同比增长 6.1% 至 123 亿人民币, 其中 2 季度同比增长 4.2% 至 62 亿人民币, 略低于我们的预期, 主要是因为手续费收入增长低于预期。2 季度拨备前经营利润增速进一步放缓至 17.2% (已调整增值税影响), 16 年 1 季度和 15 年为 41.3%。而 2 季度年化信贷成本从 1 季度的 3.08% 上升至 3.11%。尽管平安银行在互联网金融创新方面是毫无疑问的领跑者, 但是这对业绩的贡献需要较长时间才能体现。其资产质量风险和较低的净资产收益率仍将在近期内限制它的估值。我们对该股维持持有评级, 保持原目标价不变。

支撑评级的要点

- **新不良贷款生成持续上升。**平安银行的不良贷款率环比保持稳定, 为 1.56%。我们估算其上半年新不良贷款生成率(年化)依然高达 3.5% (15 年上半年为 2.7%), 说明其资产质量的风险仍在暴露。得益于较大规模的核销, 逾期贷款率小幅下降 11 个基点。因此, 该行 3 个月逾期贷款与不良贷款比率环比下降 6 个百分点至 187%, 相比同业依然较高。
- **净息差下滑符合预期。**平安银行公告 16 年上半年净息差为 2.79%, 低于 1 季度的 2.87%。根据我们测算, 该行的净息差二季度环比下降 24 个基点。高收益率贷款占比的下滑(个人经营性贷款占比下降 1.7 个百分点)和相对刚性的存款成本(仅环比下滑 5 个基点)导致净息差缩窄。我们认为平安银行相比同业将面临更大的净息差压力, 因为该行还将继续控制高风险经营性贷款的规模。
- **手续费收入低于预期将给利润增长带来更大的压力。**手续费收入低于预期。其中理财(同比增长 53%)、代理(同比增长 32%)、银行卡(40%)和托管(增长 32%)收入增速仍然强势, 而咨询顾问收入同比下滑 44%, 这主要由于去年基数较高。

影响评级的主要风险

- 不良贷款生成快于预期。

估值

- 平安银行当前股价对应 0.87 倍 2016 年预期市净率(股份制银行平均: 0.93 倍)。由于资产质量风险和净资产收益率相比同业较低, 短期内估值上涨的空间有限。我们对该股维持持有评级, 维持目标价不变, 对应 0.85 倍 2016 年预期市净率。

投资摘要

年结日:12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营收入(人民币百万)	73,407	96,163	110,425	121,719	133,518
变动(%)	40.7	31.0	14.8	10.2	9.7
股东可分配净利润(人民币百万)	19,802	21,865	22,515	21,950	20,062
全面摊薄每股收益(人民币)	1.20	1.29	1.30	1.28	1.17
变动(%)	12.9	7.5	0.8	(1.5)	(8.6)
市场预期每股收益(人民币)			1.386	1.452	1.520
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.30	1.28	1.11
调整幅度(%)	-	-	0	0	5.4
全面摊薄市盈率(倍)	7.7	7.1	7.0	7.2	7.9
每股账面价值(人民币)	7.96	9.41	10.59	11.74	12.78
股价/每股账面价值(倍)	1.16	0.98	0.87	0.79	0.72
净资产收益率(%)	16.3	15.0	13.1	11.5	9.5
每股股息(人民币)	0.12	0.13	0.13	0.13	0.12
股息率(%)	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2016年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	16年上半年	15年上半年	同比(%)	环比(%)
净利息收入	36,196	31,118	16.3	(3.3)
手续费收入	16,448	13,722	19.9	3.0
其他非息收入	2,125	1,735	22.5	5.7
营业收入	54,769	46,575	17.6	(1.1)
营业费用	(15,774)	(15,005)	5.1	(4.8)
拨备前利润	38,995	31,570	23.5	0.5
拨备费用	(20,000)	(12,923)	54.8	9.4
经营利润	18,995	18,647	1.9	(8.2)
营业税	(2,839)	(3,380)	(16.0)	(49.6)
非经常性收益/亏损	(2)	(8)	(75.0)	(213.3)
税前利润	16,154	15,259	5.9	1.2
所得税	(3,862)	(3,674)	5.1	(1.2)
净利润	12,292	11,585	6.1	2.0
少数股东权益	0	0	-	-
可分配净利润	12,292	11,585	6.1	2.0

资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 2. 2016年上半年业绩与中银国际预测之比较

(人民币, 百万)	实际值	预测值	差异(%)
净利息收入	36,196	36,105	0.3
手续费收入	16,448	17,826	(7.7)
其他非息收入	2,125	1,640	29.6
营业收入	54,769	55,571	(1.4)
营业费用	(15,774)	(17,005)	(7.2)
拨备前利润	38,995	38,566	1.1
拨备费用	(20,000)	(19,478)	2.7
经营利润	18,995	19,088	(0.5)
营业税	(2,839)	(2,603)	9.1
非经常性收益/亏损	(2)	17	(111.6)
税前利润	16,154	16,502	(2.1)
所得税	(3,862)	(3,964)	(2.6)
净利润	12,292	12,538	(2.0)
少数股东权益	0	0	-
可分配净利润	12,292	12,538	(2.0)

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	53,046	66,099	73,819	79,622	85,356
净手续费及佣金	17,378	26,445	32,263	37,102	42,668
其他非息收入	2,983	3,619	4,343	4,994	5,494
经营收入	73,407	96,163	110,425	121,719	133,518
经营费用	(32,150)	(36,783)	(39,672)	(42,125)	(44,609)
拨备前经营利润	41,257	59,380	70,753	79,594	88,909
拨备	(15,011)	(30,485)	(40,896)	(50,207)	(62,127)
经营利润	26,246	28,895	29,857	29,387	26,782
营业外收入	(52)	(49)	(49)	(49)	(49)
营业税	26,194	28,846	29,808	29,338	26,733
所得税	(6,392)	(6,981)	(7,043)	(6,887)	(6,171)
税后利润	19,802	21,865	22,765	22,450	20,562
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	19,802	21,865	22,765	22,450	20,562
优先股股息	0	0	(250)	(500)	(500)
普通股东可分配利润	19,802	21,865	22,515	21,950	20,062
变动(%)	30	10	3	(3)	(9)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	19,802	21,865	22,765	22,450	20,562
非现金项目	(9,161)	2,596	42,160	51,570	63,598
其他变动项目	6	1	(31,888)	(34,903)	(38,137)
运营资本变动	14,999	(24,528)	(174,846)	(28,920)	(20,046)
经营活动产生的净现金	25,646	(66)	(141,808)	10,197	25,977
投资活动产生的净现金	(54,483)	(96,226)	(912)	(978)	(1,056)
融资活动产生的净现金	31,189	174,177	166,836	(2,689)	(2,752)
现金增/(减)	2,352	77,885	24,116	6,529	22,169

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
生息资产收益率	6.1	5.8	5.5	5.2	5.0
资金成本	3.5	3.1	2.9	2.7	2.7
利差	2.5	2.8	2.6	2.4	2.3
净息差	2.7	2.9	2.8	2.6	2.5
其他收入总收入	27.7	31.3	33.1	34.6	36.1
成本收入比	43.8	38.3	35.9	34.6	33.4
有效税率	24.4	24.2	23.6	23.5	23.1
增长率					
贷款增长率	20.9	18.7	14.6	13.6	12.0
存款增长率	26.0	13.1	12.2	10.8	10.5
资产增长率	15.6	14.7	19.0	10.9	10.8
可持续增长率	31.1	28.6	22.7	19.3	17.0
流动性					
贷存比	65.4	68.7	70.3	72.1	73.1
贷款资金比	65.1	62.5	60.4	62.9	64.6
贷款资产比	46.9	48.5	46.7	47.8	48.4
核心负债/总负债	68.6	73.2	74.1	73.2	72.3
资产质量					
不良贷款率	1.0	1.5	2.2	3.2	4.6
拨备覆盖率	200.9	165.9	121.1	99.2	90.0
拨贷比	2.1	2.4	2.6	3.2	4.1
新增不良贷款形成率	1.4	3.7	3.7	4.0	4.4
信用成本	1.4	2.5	2.8	3.1	3.4
资本充足率					
权益资产比率	6.0	6.4	6.1	6.1	6.0
核心一级资本充足率	8.6	9.0	8.6	8.8	8.8
一级资本充足率	8.6	9.0	8.6	8.8	8.8
总资本充足率	10.9	10.9	10.3	10.6	10.6
回报率					
资产收益率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
净资产收益率	16.3	15.0	13.1	11.5	9.5
已运用资本收益率	16.3	15.0	13.3	11.7	9.8
风险加权资产收益率	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产					
现金及银行存款	306,298	291,715	432,252	478,680	528,654
央行存款	291,446	302,973	284,551	273,339	278,965
银行间贷款	4,300	8,144	8,958	9,854	10,840
总客户预付款	1,024,734	1,216,138	1,393,792	1,583,459	1,773,775
减: 拨备	(21,097)	(29,266)	(36,722)	(50,243)	(73,216)
长期投资	481,436	594,803	780,644	896,729	1,030,132
联营公司权益	486	521	521	521	521
净固定资产	3,812	4,788	4,276	3,662	2,937
其他资产	95,044	117,333	116,354	115,231	114,966
总资产	2,186,459	2,507,149	2,984,626	3,311,232	3,667,575
负债及权益					
客户存款	1,533,183	1,733,921	1,945,603	2,156,184	2,382,888
银行存款及结余	424,324	337,300	403,600	483,077	578,355
其他借款	41,750	212,963	362,037	362,037	362,037
总借款	1,999,257	2,284,184	2,711,240	3,001,299	3,323,280
其他负债	56,253	61,465	71,560	88,408	104,903
总负债	2,055,510	2,345,649	2,782,800	3,089,707	3,428,183
普通股	11,425	14,309	14,309	14,309	14,309
准备金(包括股本溢价)	75,868	94,258	98,811	103,301	107,413
留存收益	43,656	52,933	68,706	83,915	97,669
总股东权益	130,949	161,500	181,826	201,525	219,391
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	130,949	161,500	201,826	221,525	239,391
总负债及权益	2,186,459	2,507,149	2,984,626	3,311,232	3,667,575

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 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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371