



持有

0%↑

目标价格:人民币 9.04

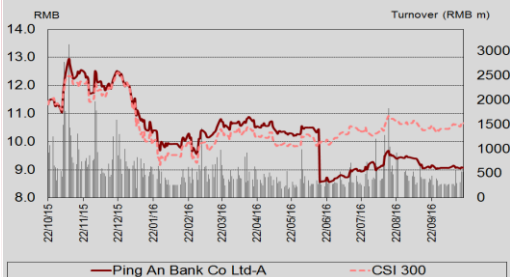
000001.CH

股价:人民币 9.07

目标价格基础: 2016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	(24.4)	(0.1)	0.9	(19.2)
相对沪深300指数	(13.3)	(1.7)	(1.1)	(14.7)

发行股数(百万)	17,171
流通股(%)	36
流通股市值(人民币百万)	155,739
3个月日均交易额(人民币百万)	482
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2016年10月20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 -- Better top line offset by credit charges》的中文译本, 英文原稿已于2016年10月24日出版

平安银行

靓眼收入表现被拨备费用抵消

2016年1-9月,平安银行归属股东净利润同比增长5.5%至187亿元人民币;三季度归属母公司净利润同比增长4.4%至64亿元人民币,符合预期。新不良贷款形成率稳定在3.9%,而信贷成本上升至3.3%(均为年化比例)。我们认为平安银行正在努力改善其不良贷款认定标准。近期管理层的变动或将带来公司发展战略和重心的转变,其具体影响仍需时才将显现。维持对公司的持有评级,目标价不变。

支撑评级的要点

- **净息差高于预期。**平安银行三季度的净息差为2.69%,只下降了2个基点。主要由于存贷利差扩大了1个基点且活期存款比例在第三季度继续上升。展望未来,平安银行将由于风险偏好下降(将经营性贷款敞口调整至按揭贷款)而面临高于同业的净息差压力。
- **新不良贷款形成率依然在上升。**平安银行不良贷款率同比持平至1.56%。经计算,其新不良贷款形成率(年化)在第三季度稳定在3.9%(2016年上半年同为3.9%)。新增不良贷款主要来源于中小企业贷款敞口,且其经营性贷款敞口在第三季度进一步收缩。就领先指标来看,关注贷款率比上一季度下降17个基点。我们认为平安银行正在通过高额拨备及核销来改善其不良贷款认定标准。
- **规模增长放缓,资本压力减轻。**平安银行生息资产在第三季度有所下降,主要由于应收款项类投资规模下降。这或许由于监管层对影子银行体系的管理趋严而导致非标信贷资产供应减少。因此,平安银行的核心一级资本充足率在第三季度上升15个基点至8.6%。如果没有额外资本补充,我们认为平安银行在未来12个月的规模增长速度会放缓至同业平均水平。

评级面临的主要风险

- 不良贷款形成速度快于预期。

估值

- 平安银行目前股价对应0.86倍2016预测市净率(股份制银行平均值:0.96)。由于净资产收益率偏低,自中期报告发布以来,平安银行的股价表现较股份制银行平均值低2%。我们维持持有评级,维持目标价格不变,对应0.85倍2016预测市净率。

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	110,434	121,757	133,595
变动(%)	40.7	31.0	14.8	10.3	9.7
股东可分配净利润(人民币百万)	19,802	21,865	22,697	22,282	20,247
全面摊薄每股收益(人民币)	1.20	1.29	1.32	1.30	1.18
变动(%)	12.9	7.5	2.1	(1.8)	(9.1)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.30	1.28	1.17
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.5	1.6	0.9
调整幅度(%)	-	-	1.5	1.6	0.9
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	7.0	6.9	7.0	7.7
每股账面价值(人民币)	7.96	9.41	10.60	11.77	12.81
股价/每股账面价值(倍)	1.14	0.96	0.86	0.77	0.71
净资产收益率(%)	16.3	15.0	13.2	11.6	9.6
每股股息(人民币)	0.12	0.13	0.13	0.13	0.12
股息率(%)	1.3	1.4	1.5	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 年第 3 季度业绩摘要

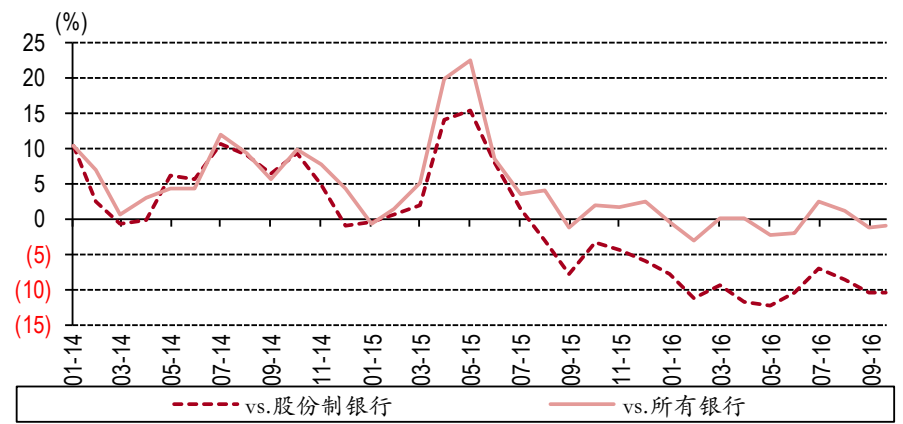
(人民币, 百万)	16 年第 3 季度	15 年第 3 季度	同比 (%)	环比 (%)
净利息收入	18,367	17,088	7.5	3.2
手续费收入	7,726	6,501	18.8	(7.4)
其他非息收入	1,106	988	11.9	1.3
营业收入	27,199	24,577	10.7	(0.1)
营业费用	(6,934)	(7,861)	(11.8)	(9.9)
拨备前利润	20,265	16,716	21.2	3.7
拨备费用	(11,615)	(7,012)	65.6	11.1
经营利润	8,650	9,704	(10.9)	(4.9)
营业税	(261)	(1,666)	(84.3)	(72.6)
非经常性收益/亏损	17	(11)	(254.5)	(200.0)
税前利润	8,406	8,027	4.7	3.5
所得税	(1,979)	(1,872)	5.7	3.1
净利润	6,427	6,155	4.4	3.6
少数股东权益	0	0	-	-
可分配净利润	6,427	6,155	4.4	3.6

资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 2. 2016 年第 3 季度业绩与中银国际预测之比较

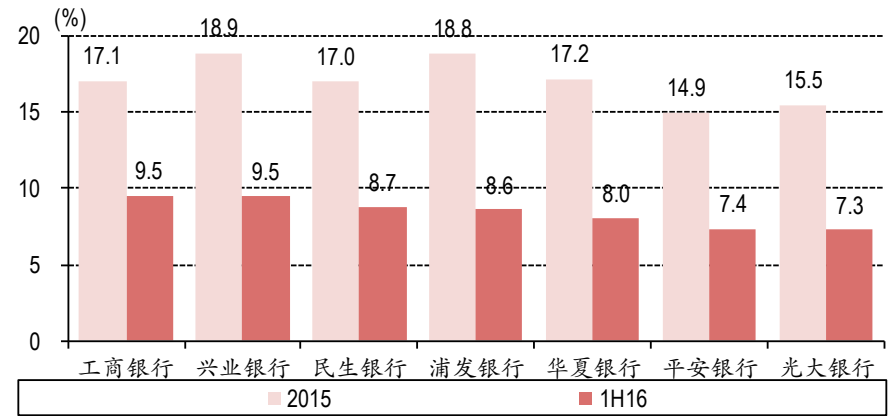
(人民币, 百万)	实际值	预测值	差异 (%)
净利息收入	18,367	17,761	3.4
手续费收入	7,726	7,210	7.2
其他非息收入	1,106	734	50.6
营业收入	27,199	25,705	5.8
营业费用	(6,934)	(7,498)	(7.5)
拨备前利润	20,265	18,207	11.3
拨备费用	(11,615)	(9,874)	17.6
经营利润	8,650	8,333	3.8
营业税	(261)	0	-
非经常性收益/亏损	17	(12)	(240.5)
税前利润	8,406	8,321	1.0
所得税	(1,979)	(1,964)	0.8
净利润	6,427	6,357	1.1
少数股东权益	0	0	-
可分配净利润	6,427	6,357	1.1

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 3. 平安银行未来 12 个月股价对账面价值溢价/ (折价) v.s. 同业平均值


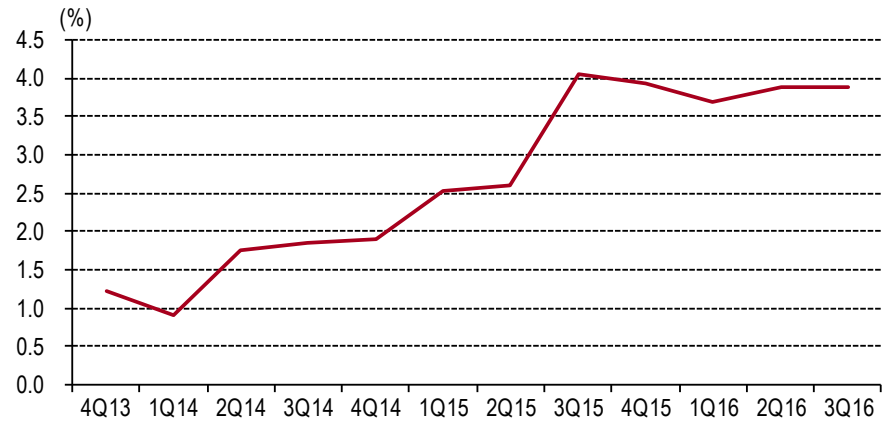
资料来源: 公司数据、中银国际研究

图表 4. 股份制银行加权平均净资产收益率比较



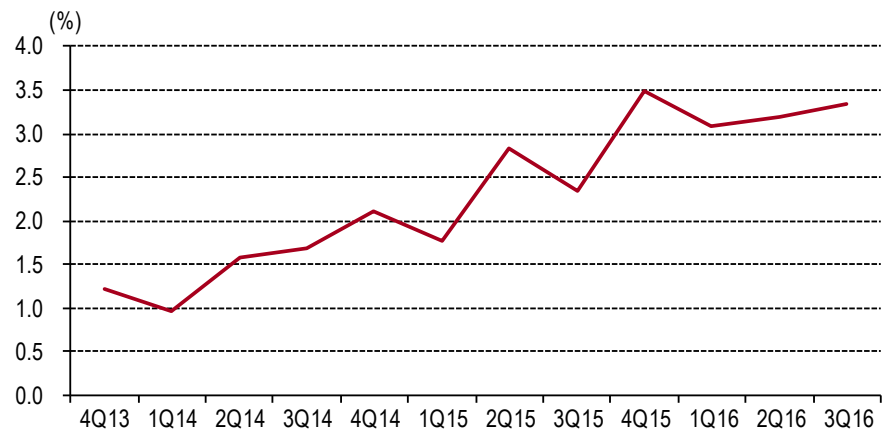
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 5. 新不良贷款形成率



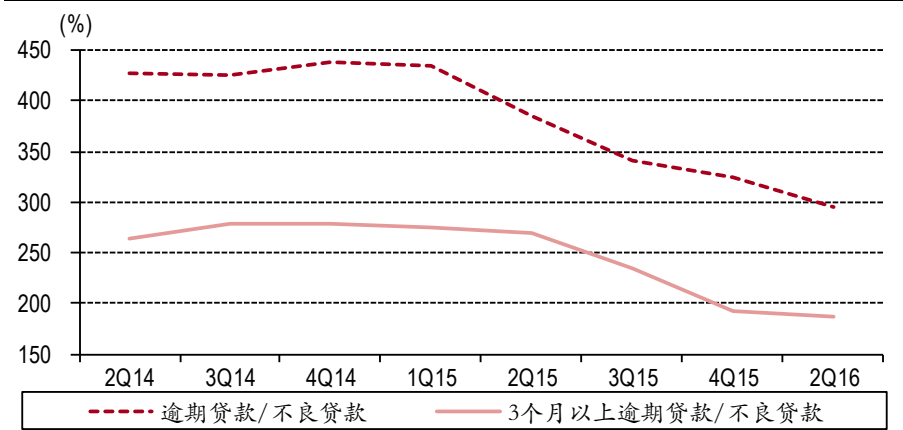
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 季度信贷成本



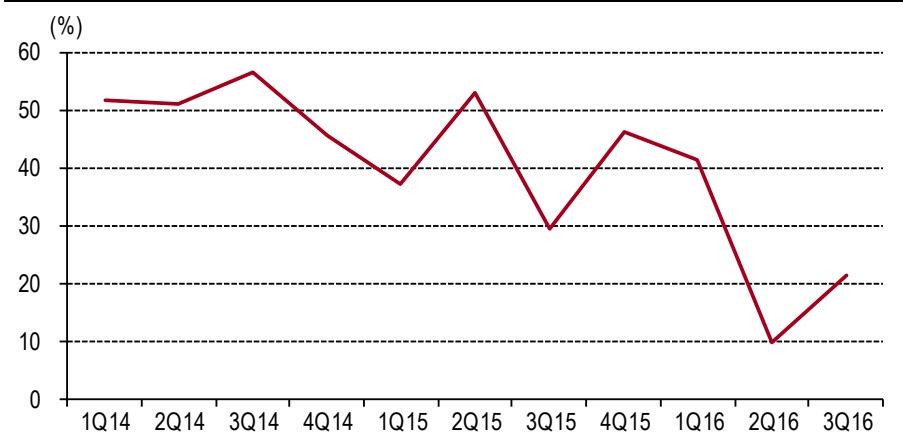
资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 7. 逾期贷款不良贷款比



资料来源：公司数据、中银国际研究

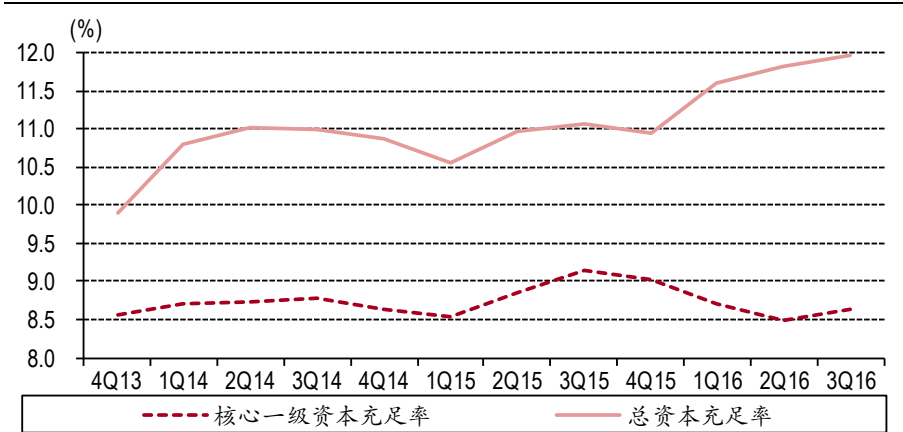
图表 8. 拨备前利润增长



资料来源：公司数据、中银国际研究

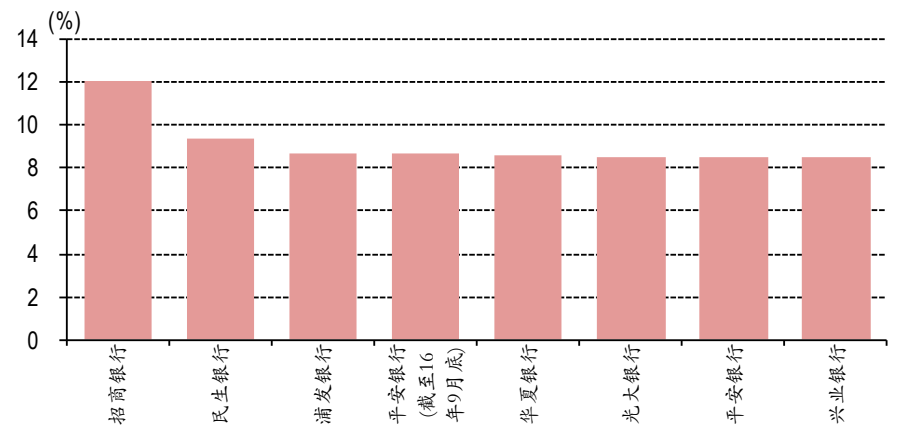
注：考虑到增值税影响，2016年第二季度和第三季度并不能100%做同比比较。

图表 9. 资本充足率



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 10. 股份制银行核心一级资本充足率比较 (截至 2016 年上半年)



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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利息收入	53,046	66,099	73,829	79,660	85,434
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	110,434	121,757	133,595
经营费用	(32,150)	(36,783)	(38,993)	(41,109)	(43,542)
拨备前经营利润	41,257	59,380	71,441	80,648	90,053
拨备	(15,011)	(30,485)	(41,342)	(50,819)	(63,024)
经营利润	26,246	28,895	30,099	29,829	27,029
营业外收入	(52)	(49)	(49)	(49)	(49)
营业税	26,194	28,846	30,050	29,780	26,980
所得税	(6,392)	(6,981)	(7,103)	(6,998)	(6,233)
税后利润	19,802	21,865	22,947	22,782	20,747
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	19,802	21,865	22,947	22,782	20,747
优先股股息	0	0	(250)	(500)	(500)
普通股股东可分配利润	19,802	21,865	22,697	22,282	20,247
变动(%)	30	10	4	(2)	(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	284,900	274,415	280,888
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)	(37,168)	(51,301)	(75,170)
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	4,502	4,138	3,687
其他资产	95,044	117,333	116,354	115,231	114,966
总资产	2,186,459	2,507,149	2,984,755	3,311,725	3,668,293
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	71,507	88,406	104,974
总负债	2,055,510	2,345,649	2,782,747	3,089,705	3,428,254
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	98,847	103,404	107,553
留存收益	43,656	52,933	68,851	84,307	98,177
总股东权益	130,949	161,500	182,008	202,020	220,039
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	202,008	222,020	240,039
总负债及权益	2,186,459	2,507,149	2,984,755	3,311,725	3,668,293

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	22,947	22,782	20,747
非现金项目	(9,161)	2,596	42,380	51,932	64,221
其他变动项目	6	1	(31,888)	(34,903)	(38,137)
运营资本变动	14,999	(24,528)	(174,899)	(28,887)	(19,989)
经营活动产生的净现金	25,646	(66)	(141,459)	10,924	26,842
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)	(2,770)
现金增/(减)	2,352	77,885	24,464	7,256	23,016

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	35.3	33.8	32.6
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	11.0	10.8
可持续增长率	31.1	28.6	22.8	19.5	17.1
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	122.6	101.3	92.4
拨贷比	2.1	2.4	2.7	3.2	4.2
新增不良贷款形成率	1.7	3.7	3.7	4.0	4.4
信用成本	1.4	2.5	2.9	3.1	3.5
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	10.4	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	13.2	11.6	9.6
已运用资本收益率	16.3	15.0	13.4	11.9	9.8
风险加权资产收益率	1.6	1.4	1.3	1.1	0.9

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士，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 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