

2019年05月08日

平安银行 (000001.SZ)

息差继续走阔，资产质量进一步改善

—平安银行 2019 年一季报点评

- **业绩概述:** 平安银行 2019 年一季度营收同比增长 15.9%，利润同比增长 12.9%，符合预期。
- **贷款增速有所放缓。** 我们认为，原因是平安银行考虑到经济下行风险和零售不良的行业性提升，主动抬高客户准入门槛，放慢零售贷款投放，而非需求端或银行的战略出现问题。如果是这样，我们也可以合理推断，随着经济企稳，下半年的零售信贷增长有望出现积极变化。
- **息差环比继续改善。** 一季度平安银行净息差 2.53%，环比继续改善 3 个 bp，主要因为高收益零售贷款占比进一步提高、一般对公贷款收益率环比显著上行，驱动生息资产收益率明显改善。

为何平安银行一季度的对公贷款收益率环比去年四季度还能显著上行？我们认为一方面是由于平安银行对公信贷额度有限，所以面对客户需求时有更高的议价能力，一方面可能受到某些阶段性因素对贷款收益率的增厚影响，譬如利息清收。但随着平安银行加码对公业务和阶段性因素的消退，对公贷款收益率不太可能持续上行。

- **资产质量继续改善。** 不良率、关注率、逾期率较年初分别下降 2bp、15bp 和 3bp。不良生成率和不良偏离度指标也在优化。

美中不足的是零售贷款不良率有所上行，但幅度有限，在我们和市场的预期之内。平安银行零售贷款整体不良率较年初上升 3 个 bp，其中按揭、汽车贷、信用卡和新一贷的不良率分别上升 5bp、8bp、2bp 和 14bp。其实在零售不良出现行业性暴露的背景下，这样的边际走势并不让人意外，而且和其他股份行相比，这样的不良上升幅度算控制得很不错了，尤其是信用卡。

- **投资建议:** 买入-A 投资评级, 6 个月目标价 15.71 元。我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 13.32%、13.72%、13.13%，净利润增速分别为 11.20%、16.01%、17.57%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 15.71 元，相当于 2019 年 1.1XPB。

- **风险提示:** 零售贷款不良率显著上升、转型不达预期

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	107,715	105,786	116,716	132,258	150,400	170,145
(+/-) %	12.01%	-1.79%	10.33%	13.32%	13.72%	13.13%
拨备前利润	76,453	73,082	80,102	90,616	103,837	117,490
(+/-) %	28.86%	-4.41%	9.61%	13.13%	14.59%	13.15%
净利润	22,599	23,189	24,818	27,598	32,017	37,642
(+/-) %	3.36%	2.61%	7.02%	11.20%	16.01%	17.57%
每股净收益 (元)	1.32	1.35	1.45	1.61	1.86	2.19
每股净资产 (元)	10.61	11.77	12.82	14.28	15.98	17.99

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

公司快报

证券研究报告

股份制银行

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 15.71 元

股价 (2019-05-08) 12.60 元

交易数据

总市值 (百万元)	216,347.18
流通市值 (百万元)	216,345.11
总股本 (百万股)	17,170.41
流通股本 (百万股)	17,170.25
12 个月价格区间	8.60/14.73 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	4.29	-4.32	32.93
绝对收益	-9.74	12.5	18.39

张宇

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519030001
zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

平安银行: 平安银行: 业绩表现超出预期, 零售转型渐入佳境/李双 2018-08-16

净资产收益率 (%)	12.43%	10.93%	10.74%	10.93%	11.44%	12.08%
总资产收益率 (%)	0.83%	0.75%	0.74%	0.78%	0.83%	0.91%
风险加权资产收益率 (%)	1.11%	1.04%	1.06%	1.13%	1.22%	1.33%
市盈率	9.57	9.33	8.72	7.84	6.76	5.75
市净率	1.19	1.07	0.98	0.88	0.79	0.70
股息率 (%)	2.47%	2.33%	3.48%	3.51%	3.91%	4.50%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 平安银行 2019 年一季报业绩概览

单位: 百万元	2018Q1	2019Q1	YoY(%)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	QoQ(%)
拨备前利润	19,238	22,556	17.2%	20,427	20,523	19,914	22,556	13.3%
母公司净利润	6,595	7,446	12.9%	6,777	7,084	4,362	7,446	70.7%
市场预期								
EPS (未年化)	0.38	0.43		0.39	0.41	0.25	0.43	
BVPS (未年化)	11.85	13.24		12.13	12.54	12.82	13.24	
净利息收入	18,687	20,774	11.2%	18,749	17,093	20,216	20,774	2.8%
生息资产 (期初期末平均)	3,155,391	3,265,711	3.5%	3,225,890	3,236,554	3,274,007	3,373,663	3.0%
净息差 (期初期末口径)	2.37%	2.46%	9bp	2.32%	2.11%	2.47%	2.46%	-1bp
净息差 (日均余额口径)	2.25%	2.53%	28bp	2.27%	n.a	2.50%	2.53%	2bp
非利息净收入	9,339	11,702	25.3%	10,466	12,330	9,836	11,702	19.0%
手续费净收入	8,594	9,560	11.2%	9,345	5,766	7,592	9,560	25.9%
其他非息收入	745	2,142	187.5%	1,121	6,564	2,244	2,142	-4.5%
业务及管理费	8,510	9,620	13.0%	8,470	8,601	9,810	9,620	-1.9%
成本收入比	30.36%	30.50%	0.1pc	28.99%	29.23%	32.64%	29.62%	-3.0pc
资产拨备支出	10,671	12,885	20.7%	11,627	11,324	14,249	12,885	-9.6%
信贷拨备支出	n.a	12,147	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
信用成本	n.a	2.40%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
所得税费用	1,972	2,225	12.8%	2,023	2,115	1,303	2,225	70.8%
有效税率	23.02%	23.01%	0.0pc	22.99%	22.99%	23.00%	23.01%	0.0pc
规模指标:								
总资产	3,338,572	3,530,180	5.7%	3,367,399	3,352,056	3,418,592	3,530,180	3.3%
生息资产余额	3,205,295	3,425,934	6.9%	3,246,484	3,226,623	3,321,391	3,425,934	3.1%
其中: 贷款净额	1,721,100	1,997,321	16.0%	1,794,207	1,867,603	1,949,757	1,997,321	2.4%
同业资产	276,041	214,477	-22.3%	255,453	216,174	195,017	214,477	10.0%
债券投资	806,458	913,156	13.2%	779,559	775,446	850,317	913,156	7.4%
总负债	3,115,181	3,279,242	5.3%	3,139,258	3,116,825	3,178,550	3,279,242	3.2%
付息负债余额	3,015,907	3,200,606	6.1%	3,051,249	3,028,094	3,106,114	3,200,606	3.0%
其中: 吸收存款	2,034,494	2,308,782	13.5%	2,079,278	2,134,641	2,149,142	2,308,782	7.4%
同业负债	623,445	490,066	-21.4%	610,432	572,001	575,088	490,066	-14.8%
发行债券	357,968	401,758	12.2%	361,539	321,452	381,884	401,758	5.2%
所有者权益	223,391	250,938	12.3%	228,141	235,231	240,042	250,938	4.5%
总股本	17,170	17,170	0.0%	17,170	17,170	17,170	17,170	0.0%
重点关注:								
不良贷款	29,788	35,412	18.9%	30,992	32,245	34,905	35,412	1.5%
关注贷款	62,048	52,998	-14.6%	63,019	59,064	54,552	52,998	-2.8%
逾期贷款	n.a	n.a	n.a	59,006	n.a	51,943	n.a	n.a
不良贷款率	1.68%	1.73%	5bp	1.68%	1.68%	1.75%	1.73%	-2bp
不良真实生成率	2.68%	2.55%	-13bp	2.52%	2.92%	3.36%	2.55%	-81bp
不良核销转出率	146.35%	140.00%	-6.3pc	134.01%	157.74%	167.31%	140.00%	-27.3pc
不良真实生成额	11,400	12,734	11.7%	11,184	13,475	16,147	12,734	-21.1%
不良核销转出额	10,609	12,217	15.2%	9,980	12,222	13,487	12,217	-9.4%
拨备覆盖率	172.65%	181.63%	9.0pc	175.81%	168.84%	155.24%	181.63%	26.4pc
拨贷比	2.90%	3.14%	23bp	2.95%	2.83%	2.71%	3.14%	42bp
资本充足率	11.40%	11.50%	10bp	11.59%	11.71%	11.50%	11.50%	0bp
核心资本充足率	9.08%	9.59%	51bp	9.22%	9.41%	9.39%	9.59%	20bp
ROAE	11.8%	12.1%	0.3pc	12.0%	12.2%	7.3%	12.1%	4.8pc

资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 2: 财务报表预测及估值汇总

财务预测(单位:百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	76,411	74,009	74,745	85,393	101,120	117,658
净手续费收入	27,859	30,674	31,297	35,366	36,780	38,987
其他非息收入	3,445	1,103	10,674	11,500	12,500	13,500
营业收入	107,715	105,786	116,716	132,258	150,400	170,145
税金及附加	(3,445)	(1,022)	(1,149)	(1,323)	(1,463)	(1,631)
业务及管理费	(27,973)	(31,616)	(35,391)	(40,339)	(45,120)	(51,043)
营业外净收入	156	(66)	(74)	20	20	20
拨备前利润	76,453	73,082	80,102	90,616	103,837	117,490
资产减值损失	(46,518)	(42,925)	(47,871)	(55,006)	(62,525)	(68,919)
税前利润	29,935	30,157	32,231	35,610	41,313	48,571
所得税	(7,336)	(6,968)	(7,413)	(8,012)	(9,295)	(10,928)
税后利润	22,599	23,189	24,818	27,598	32,017	37,642
归属母公司净利润	22,599	23,189	24,818	27,598	32,017	37,642
资产负债表						
存放央行	311,258	310,212	278,528	352,803	381,027	411,510
同业资产	273,208	231,157	195,017	208,466	223,143	239,191
贷款总额	1,475,801	1,704,230	1,997,529	2,357,084	2,592,793	2,955,784
贷款减值准备	(39,932)	(43,810)	(54,187)	(71,287)	(85,873)	(102,569)
贷款净额	1,435,869	1,660,420	1,949,757	2,285,797	2,506,919	2,853,214
证券投资	759,438	807,002	850,317	626,527	632,168	534,703
其他资产	173,661	239,683	144,973	229,598	247,422	266,945
资产合计	2,953,434	3,248,474	3,418,592	3,703,192	3,990,679	4,305,564
同业负债	483,015	595,939	575,088	633,827	698,625	770,114
存款余额	1,921,835	2,000,420	2,149,142	2,321,073	2,506,759	2,707,300
应付债券	263,464	342,492	381,884	380,000	380,000	380,000
其他负债	82,949	87,569	72,436	103,141	110,888	119,301
负债合计	2,751,263	3,026,420	3,178,550	3,438,042	3,696,272	3,976,716
股东权益合计	202,171	222,054	240,042	265,150	294,407	328,848
业绩增长						
净利息收入增速	15.60%	-3.14%	0.99%	14.25%	18.42%	16.35%
净手续费增速	5.35%	10.10%	2.03%	13.00%	4.00%	6.00%
净非息收入增速	4.12%	1.51%	32.08%	11.66%	5.15%	6.51%
拨备前利润增速	28.86%	-4.41%	9.61%	13.13%	14.59%	13.15%
归属母公司净利润增速	3.36%	2.61%	7.02%	11.20%	16.01%	17.57%
盈利能力						
ROAE	12.43%	10.93%	10.74%	10.93%	11.44%	12.08%
ROAA	0.83%	0.75%	0.74%	0.78%	0.83%	0.91%
RORWA	1.11%	1.04%	1.06%	1.13%	1.22%	1.33%
生息率	4.98%	5.02%	5.05%	5.12%	5.49%	5.55%
付息率	2.21%	2.65%	2.91%	2.81%	2.93%	2.78%
净利差	2.77%	2.37%	2.14%	2.31%	2.56%	2.77%
净息差	2.92%	2.50%	2.33%	2.49%	2.74%	2.95%
成本收入比	25.97%	29.89%	30.32%	30.50%	30.00%	30.00%
资本状况						
资本充足率	11.53%	11.20%	11.50%	12.06%	12.39%	12.74%
核心资本充足率	9.34%	9.18%	9.39%	9.66%	10.03%	10.47%
风险加权系数	68.86%	68.53%	68.46%	68.46%	68.46%	68.46%
股息支付率	12.00%	10.07%	10.03%	10.00%	10.00%	10.00%
资产质量						
不良贷款余额	25,702	28,997	34,905	40,465	44,360	50,181
不良贷款净生成率	3.61%	2.91%	3.03%	2.55%	2.50%	2.50%
不良贷款率	1.74%	1.70%	1.75%	1.72%	1.71%	1.70%
拨备覆盖率	155.37%	151.08%	155.24%	176.17%	193.58%	204.40%

拨贷比	2.71%	2.57%	2.71%	3.02%	3.31%	3.47%
流动性						
贷存比	76.79%	85.19%	92.95%	86.00%	86.00%	86.00%
贷款/总资产	49.97%	52.46%	58.43%	63.65%	64.97%	68.65%
平均生息资产/平均总资产	95.92%	95.63%	96.40%	96.41%	95.84%	96.07%
每股指标						
EPS	1.32	1.35	1.45	1.61	1.86	2.19
BVPS	10.61	11.77	12.82	14.28	15.98	17.99
每股股利	0.16	0.14	0.15	0.16	0.19	0.22
估值指标						
P/E	9.57	9.33	8.72	7.84	6.76	5.75
P/B	1.19	1.07	0.98	0.88	0.79	0.70
P/PPOP	2.83	2.96	2.70	2.39	2.08	1.84
股息收益率	1.25%	1.08%	1.15%	1.28%	1.48%	1.74%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034