

2020 年 02 月 13 日

对公复苏，负债改善，净息差强势 买入（维持）

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件：平安银行 2019 年营业收入 1379.58 亿元，同比增长 18.2%，归属于本公司股东净利润 281.95 亿元，同比增长 13.6%，对应 EPS 为 1.54 元/股；期末总资产 3.94 万亿元，较期初增长 15.2%，归属于普通股股东净资产 2730.35 亿元，较期初增长 24.1%，对应 BVPS 为 14.07 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**平安银行年报核心看点在于主动做实资产质量指标及对公业务复苏，2020 年期待对公贷款继续高速增长并沉淀存款、压降负债成本，近期估值回调，维持重点推荐。我们预计公司 2020、2021 年净利润增速分别为 16.6%、12.5%，目前估值对应 0.96x2020PB、8.9x2020PE，维持“买入”评级，目标估值 1.35x2020PB，目标价 20.54 元/股。

■ **为何四季度主动收缩盈利且不良余额环比三季度增加 21 亿？更扎实反映资产质量。**

1) 公司四季度单季盈利增速大幅降低至 4.9%，将全年盈利增速及 ROAE 分别拉低至 13.6%、11.3%，但实际上 PPOP 仍然高增长 19.5%，意味着四季度大量计提拨备拖累了盈利增长，所以全年信贷成本达到 2.54%（2018、2019H1 年化分别为 2.35%、2.31%），明显提升。

2) 但信贷成本走高并非因为资产质量恶化，而是公司将逾期 60 天以上贷款也全面纳入不良认定口径，因此我们看到不良余额环比三季度增加 21 亿元（不良率反而环比降低 3BP 是因为贷款规模扩盘），同时测算加回核销及清收的年化不良生成率较中报提高 15BP 至 2.76%。实际上，这只是从财务角度更严格统计不良贷款，把握 2019 年贷款扩盘及盈利高速增长窗口，坐实资产质量指标，所以逾期 60 天以上贷款偏离度降低至 96%（年初高达 110%）。

3) 在此情况下，观察逾期贷款将更真实反映资产质量，2019 年公司逾期、逾期 60 天以上、逾期 90 天以上贷款的余额和占比全面“双降”，由此判断资产质量仍然处于改善趋势。同时，加大拨备计提后，逾期 60 天/90 天以上贷款的拨备覆盖率分别达到 190.34%/222.89%，较年初大幅提升 49.1/63.44 pct，风险抵补能力得到显著提高。

■ **对公贷款十个季度以来首次显著增长，对公业务复苏并稳定负债成本是 2020 年核心看点。**

1) 公司三季度可转债转股打破资本约束后，市场一直期待对公业务复苏，四季度对公贷款开始加速投放，平安银行“对公做精”战略将开始真正发力。2019 年末一般企业贷款余额环比三季度大幅增长 12.1%至 8710.81 亿元，四季度增量一般性贷款中对公、零售各占一半，此前连续十个季度压降对公贷款后首次出现明显拐点，这也令对公存款环比增长 7%。我们强调，2020 年公司基本面的核心看点在于对公业务复苏拉动并沉淀存款、降低负债成本，四季度数据已初露端倪，未来需要继续关注对公活期存款的沉淀及负债成本走势。

2) 零售业务方面，四季度主要增量在于消费金融属性的持证抵押贷款，规模较年初大幅增长 65%至 2116.95 亿，此类产品比新一贷、汽车金融更安全，反映了零售业务风险偏好降低，同时也说明零售转型始终是平安银行核心战略方向，打造最佳零售银行愿景从未改变。

■ **四季度净息差保持稳定得益于负债成本逆势下行，预计 2020 年净息差表现将优于同业。**

1) 公司四季度净息差保持 2.62%高水准，环比三季度持平，主要得益于计息负债成本环比下行 7BP 至 2.55%，其中存款成本逆势环比降低 8BP 至 2.4%，四季度对公贷款的加速投放派生了更便宜的存款负债，而多数同业四季度负债成本仍有上行压力。从资产端来看，收益率全面环比下行 11BP 至 5.06%，符合市场环境，且四季度加速投放对公贷款也会影响收益水平。

2) 2020 年考虑 LPR 全面应用于存量贷款以及降低利率支持实体经济的政策引导方向，银行业普遍面临净息差收窄的压力，但平安银行有望继续保持高水平净息差，我们判断波动幅度将明显低于同业。一方面，虽然公司四季度加速投放对公贷款，但信贷资产端仍以较高收益率的零售为主，2019 年末零售贷款比重仍然达到 58.4%；另一方面，公司原本负债成本较高，通过对公业务的复苏派生对公活期存款、压降负债成本有利于稳定净息差。

■ **风险提示：**1) 肺炎疫情冲击宏观经济，资产质量承压；2) 零售业务不良率上行；3) 对公业务发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.65
一年最低/最高价	10.78/17.60
市净率(倍)	1.04
流通 A 股市值(百万元)	284294.28

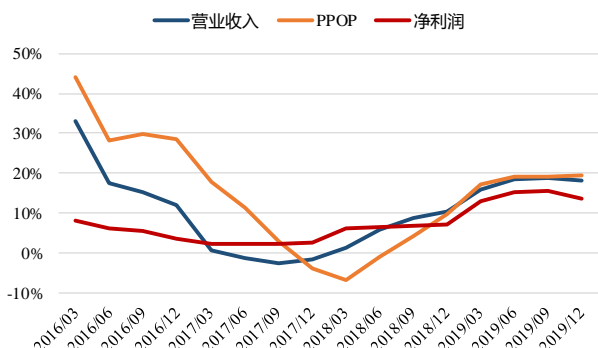
基础数据

每股净资产(元)	14.07
资产负债率(%)	92.23
总股本(百万股)	19405.92
流通 A 股(百万股)	19405.75

相关研究

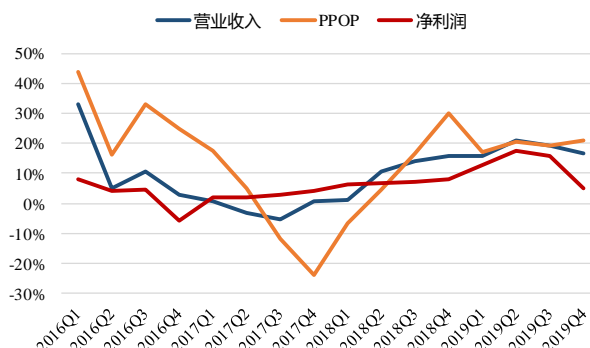
- 1、《平安银行 (000001): 2019 年业绩快报点评: 主动计提拨备, 对公业务复苏初显成效》2020-01-14
- 2、《平安银行 (000001): 2019 年三季报点评: ROE 持续上行, 单季度利润创新高》2019-10-22
- 3、《平安银行 (000001): 2019 年中报点评: 核心指标全面向好, 未来持续超预期》2019-08-12

图 1：2016/03~2019/12 公司累计业绩增速



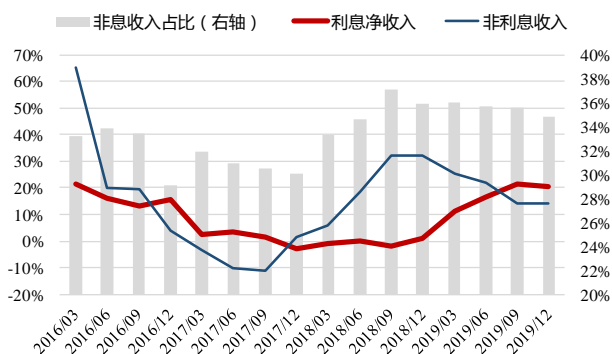
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2019Q4 公司单季度业绩增速



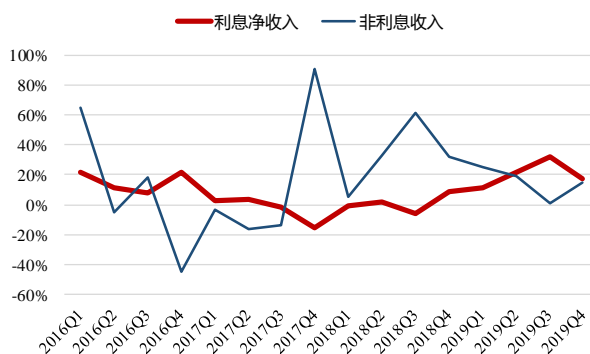
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2019/12 公司累计营业收入增速结构



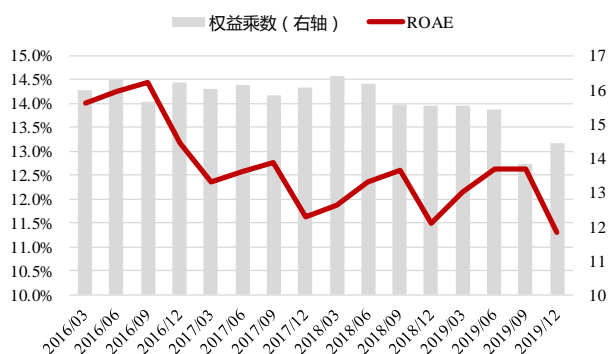
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2019Q4 公司单季度营业收入增速结构



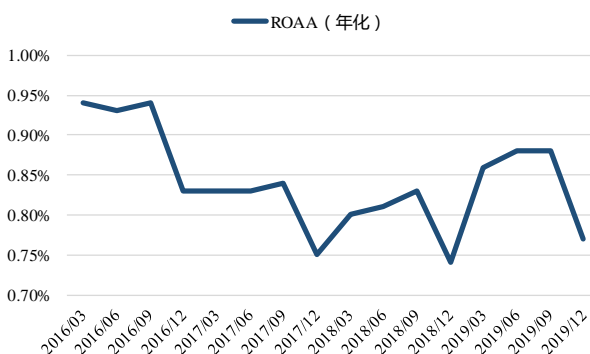
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2019/12 公司累计 ROAE 及权益乘数



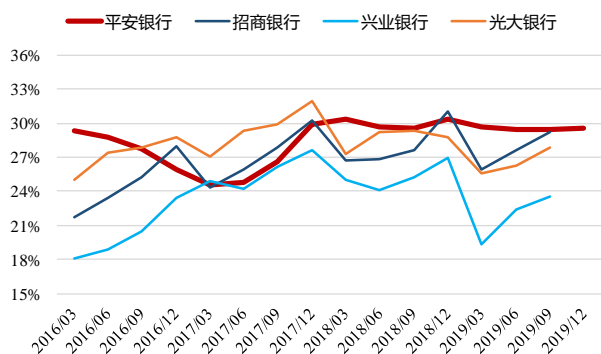
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2019/12 公司累计 ROAA



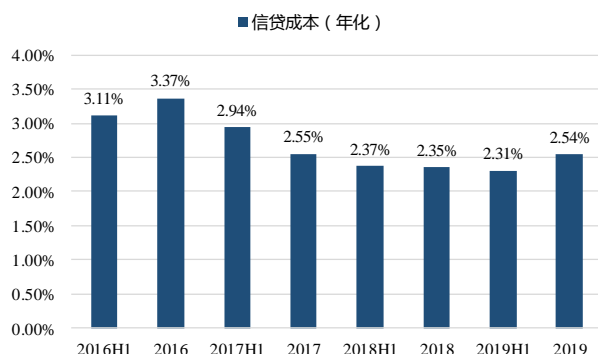
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：2016/03~2019/12 公司及可比银行成本收入比



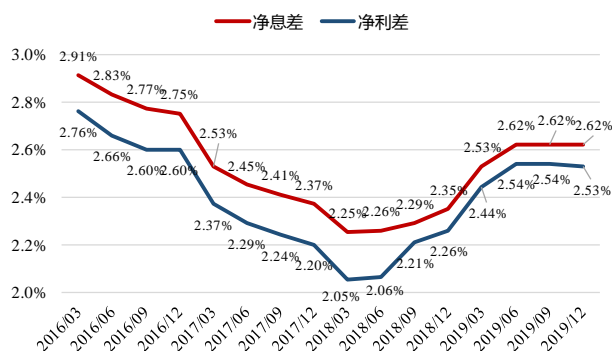
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2018/06~2019/12 公司年化信贷成本



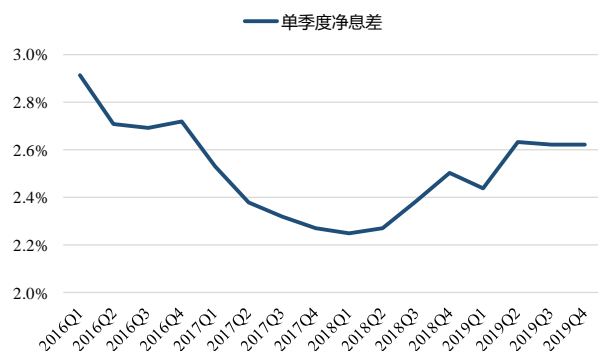
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2016/03~2019/12 公司累计净息差&净利差



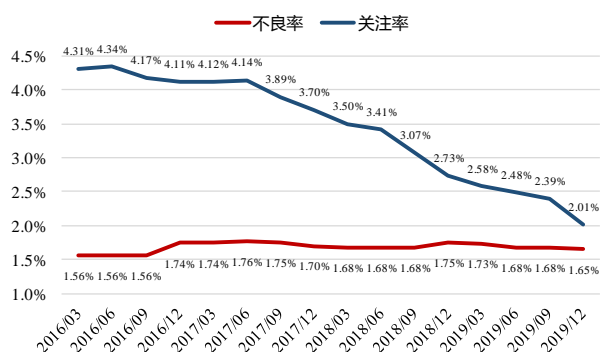
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2016Q1~2019Q4 公司单季度净息差



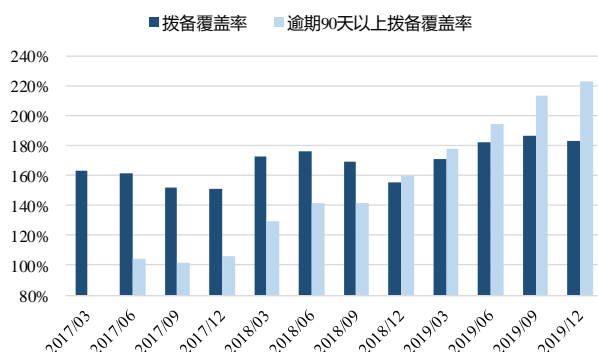
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2016/03~2019/12 公司不良率及关注率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12：2017/03~2019/12 公司拨备覆盖率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

平安银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	3,418,592	3,939,070	4,443,271	5,020,896	5,628,425	营业收入	116,716	137,958	156,444	171,776	190,671
现金及存放中央银行款项	278,528	252,230	346,575	391,630	439,017	利息净收入	74,745	89,961	103,102	113,827	126,788
发放贷款及垫款	1,949,757	2,259,349	2,599,314	2,937,224	3,236,344	手续费及佣金净收入	31,297	36,743	41,740	46,832	52,921
金融投资	850,317	1,047,080	1,066,829	1,155,308	1,323,243	投资收益等其他业务收入	10,674	11,254	11,602	11,116	10,963
交易性金融资产	148,768	206,682	177,731	225,940	253,279	营业支出	(36,540)	(42,142)	(47,716)	(52,392)	(58,155)
债权投资	629,366	656,290	799,789	878,657	1,069,401	PPOP	80,176	95,816	108,729	119,384	132,517
其他债权投资	70,664	182,264	88,865	50,209	0	信用资产减值损失	(47,871)	(59,527)	(66,504)	(71,882)	(77,460)
其他权益工具投资	1,519	1,844	444	502	563	营业利润	32,305	36,289	42,225	47,502	55,057
存放同业款项	85,098	85,684	88,865	95,397	101,312	利润总额	32,231	36,240	42,140	47,407	54,946
拆出资金	72,934	79,369	88,865	100,418	112,568	净利润	24,818	28,195	32,870	36,978	42,858
买入返售金融资产	36,985	62,216	44,433	50,209	56,284	财务指标					
其他资产合计	144,973	153,142	208,389	290,710	359,656	资产总计增速	5.2%	15.2%	12.8%	13.0%	12.1%
负债总计	3,178,550	3,626,087	4,108,093	4,661,683	5,243,497	发放贷款及垫款增速	17.4%	15.9%	15.0%	13.0%	10.2%
向中央银行借款	149,756	113,331	180,756	205,114	230,714	负债总计增速	5.0%	14.1%	13.3%	13.5%	12.5%
同业及其他金融机构存放款项	392,738	368,691	513,512	606,019	681,655	吸收存款增速	7.4%	14.5%	13.5%	13.0%	11.5%
拆入资金	24,606	26,071	30,811	34,963	39,326	营业收入增速	10.3%	18.2%	13.4%	9.8%	11.0%
交易性金融负债	8,575	29,691	10,681	12,120	13,633	利息净收入增速	1.0%	20.4%	14.6%	10.4%	11.4%
卖出回购金融资产款	7,988	40,099	32,865	37,293	41,948	手续费及佣金净收入增速	2.0%	17.4%	13.6%	12.2%	13.0%
吸收存款	2,149,142	2,459,768	2,791,837	3,154,775	3,517,575	成本收入比(含营业税)	-31.3%	-30.5%	-30.5%	-30.5%	-30.5%
已发行债务证券	381,884	513,762	451,890	512,785	576,785	净利润增速	7.0%	13.6%	16.6%	12.5%	15.9%
衍生金融负债	21,605	21,404	28,757	32,632	36,704	EPS	1.39	1.54	1.65	1.86	2.16
其他负债合计	42,256	53,270	66,985	65,981	105,157	BVPS	12.82	14.07	15.21	16.45	17.78
股东权益总计	240,042	312,983	335,178	359,213	384,928	ROAE	11.49%	11.30%	11.26%	11.75%	12.64%
股本	17,170	19,406	19,406	19,406	19,406	ROAA	0.74%	0.77%	0.78%	0.78%	0.80%
其他权益工具	19,953	39,948	39,948	39,948	39,948	净息差	2.35%	2.62%	2.59%	2.56%	2.56%
资本公积	56,465	80,816	80,816	80,816	80,816	不良贷款率	1.75%	1.65%	1.64%	1.61%	1.56%
其他综合收益	786	2,314	1,500	1,500	1,500	拨备覆盖率	155.24%	183.12%	195.27%	211.45%	235.63%
盈余公积	10,781	10,781	10,781	10,781	10,781	估值					
一般风险准备	39,850	46,348	47,991	49,840	51,983	P/E	10.5	9.5	8.9	7.9	6.8
未分配利润	95,037	113,370	134,735	156,922	180,494	P/B	1.14	1.04	0.96	0.89	0.82

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

