

平安银行 (000001 CH)

业绩全面改善，净息差及不良率表现亮眼

概要：8月7日，平安银行公布2019年上半年业绩，净利润同比增长15.2%至154亿元人民币，占市场一致预期全年净利润预测的55.7%。二季度拨备前利润同比增长20.8%，主要由净利息收入的强劲增长（同比增速22.0%）和投资收益所拉动。平安银行在二季度保持了审慎拨备原则的基础上（减值拨备同比上升23.2%），净利润依然取得了同比17.4%的高增长，可能是全国性银行中的最高增速。2019年上半年ROE因此同比回升0.6个百分点至13.6%。由于净息差表现坚挺及资产质量不断改善，我们预计平安银行在2019年至2021年将维持高于同业的净利润增长（12-15%）。**重申买入评级。**

■ **业绩正面因素：**1) 净息差环比扩张18个基点至2.71%，受惠于零售贷款利率的上行（环比增长38个基点）以及资金（特别是同业资金）成本的下降。2019年二季度末，平安银行的零售贷款占比进一步提升至58.8%，主要来自信用卡透支额的快速增长（环比增速3.8% vs 贷款总额环比增速1.5%）；2) 不良贷款率环比下降5个基点至1.68%，不良贷款余额环比减少1.4%，同时，不良生成率也降低至五个季度以来的最低点1.3%。由于资产质量先行指标关注类贷款及逾期贷款占比均有所改善，我们预期平安银行的不良贷款率在2019年下半年将进一步下行；3) 不良贷款的认定更为严格，不良贷款对90天以上逾期贷款的比率由一季度末的104%提升至二季度末的113%；4) 在信贷成本下降的情况下，拨备覆盖率环比依然提升12个百分点，至四年高位183%；5) 在4月300亿元人民币的二级资本债发行完毕后，平安银行的资本充足率环比上升112个基点至12.6%，而资本实力在260亿元人民币可转债转股后将得到进一步夯实；6) 零售客群及零售管理资产总额（AUM）稳健增长，环比增速分别为3.7%及5.5%，同时零售客户不断向财富管理客户及私人银行客户转化。

■ **业绩负面因素：**二季度净手续费及佣金收入同比下滑5.5%，主要由于投行和资产托管业务收入下降，抵消了来自结算和代理业务的强劲收入增长。

■ **维持买入评级，目标价17.0元人民币。**我们预期强劲的中期业绩对平安的股价表现影响正面。目前平安银行的估值为0.95倍2019年预测市帐率。我们维持盈利预测不变，基于GGM模型的目标价为17.0元人民币，对应1.2倍2019年预测市帐率及2019年预测每股帐面值14.2元人民币。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	105,786	116,716	133,695	146,007	159,566
净利润(百万元人民币)	23,189	24,818	27,849	31,594	36,415
每股盈利(元人民币)	1.30	1.39	1.57	1.79	2.07
每股盈利变动(%)	(1.3)	7.3	12.7	13.9	15.7
市盈率(倍)	10.4	9.7	8.6	7.6	6.5
市帐率(倍)	1.15	1.06	0.95	0.85	0.76
股息率(%)	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
权益收益率(%)	11.6	11.3	11.6	11.9	12.3
不良贷款率(%)	1.70	1.75	1.68	1.64	1.60
拨备覆盖率(%)	151	155	181	214	240

资料来源：公司、招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	RMB 17.0
(此前目标价)	RMB 17.0)
潜在升幅	+25.6%
当前股价	RMB 13.5

中国银行业

孙明, CFA

(852) 3900 0836
terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775
suixiaomeng@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万元人民币)	232,487
3月平均流通量(百万元人民币)	1,095
52周内股价高/低(元人民币)	14.84/8.64
总股本(百万)	17,170

资料来源：彭博

股东结构

中国平安保险(集团)	58.0%
中国证券金融股份有限公司	2.5%
中央汇金资产管理	1.3%

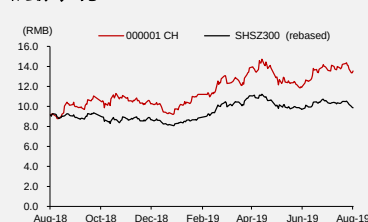
资料来源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.0%	2.8%
3-月	3.9%	5.3%
6-月	19.4%	6.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道

请登录 2019 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 平安银行 2019 年一季度业绩概要

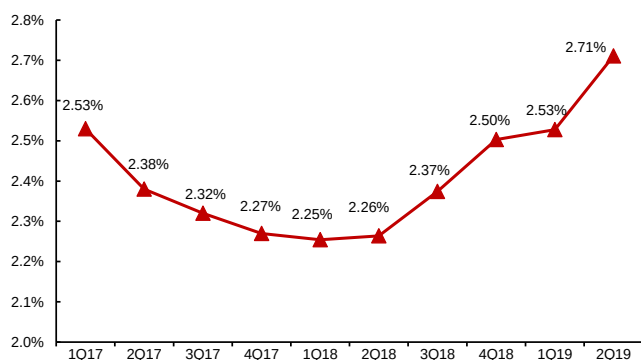
(百万元人民币)						
损益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
净利息收入	37,436	43,639	16.6%	18,749	22,865	22.0%
净手续费及佣金收入	17,939	18,391	2.5%	9,345	8,831	-5.5%
经营收入	57,241	67,829	18.5%	29,215	35,353	21.0%
经营支出	(17,541)	(20,588)	17.4%	(8,770)	(10,664)	21.6%
拨备前利润	39,700	47,241	19.0%	20,445	24,689	20.8%
减值拨备	(22,298)	(27,204)	22.0%	(11,627)	(14,319)	23.2%
税前利润	17,402	20,037	15.1%	8,818	10,370	17.6%
所得税	(3,995)	(4,600)	15.1%	(2,023)	(2,375)	17.4%
净利润	13,372	15,403	15.2%	6,777	7,957	17.4%

资产负债表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
贷款总额	1,997,529	2,081,896	4.2%	2,051,445	2,081,896	1.5%
存款总额	2,149,142	2,367,562	10.2%	2,308,782	2,367,562	2.5%
总资产	3,418,592	3,590,766	5.0%	3,530,180	3,590,766	1.7%
不良贷款余额	34,905	34,925	0.1%	35,412	34,925	-1.4%

主要比率	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
净息差	2.26%	2.62%	36bp	2.53%	2.71%	18bp
净资产回报率	13.0%	13.6%	0.6ppt	13.3%	13.8%	0.5ppt
不良贷款率	1.71%	1.68%	-4bp	1.73%	1.68%	-5bp
拨备覆盖率	175.8%	181.0%	5.2ppt	170.6%	182.5%	11.9ppt
贷存比	87.0%	87.9%	0.9ppt	88.9%	87.9%	-0.9ppt
核心一级资本充足率	8.3%	8.9%	55bp	8.8%	8.9%	13bp

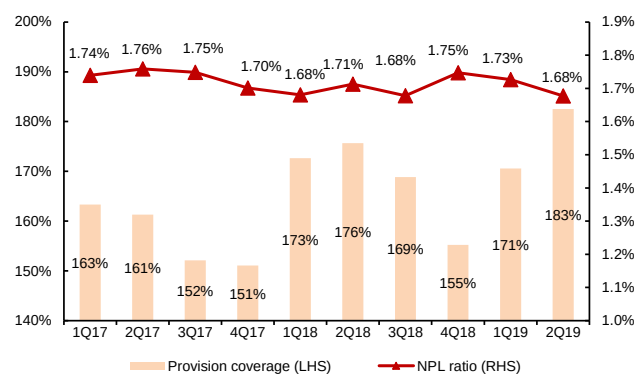
资料来源: 公司、招银国际证券

图 2: 平安银行单季净息差走势



资料来源: 公司、招银国际证券

图 3: 平安银行不良贷款率及拨备覆盖率走势



资料来源: 公司、招银国际证券

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
利息收入	148,068	162,888	178,658	194,361	210,754
利息支出	(74,059)	(88,143)	(91,325)	(99,980)	(108,656)
净利息收入	74,009	74,745	87,333	94,382	102,098
净手续费及佣金收入	30,674	31,297	34,710	38,808	43,369
其他	1,103	10,674	11,652	12,817	14,099
经营收入	105,786	116,716	133,695	146,007	159,566
经营支出	(32,638)	(36,540)	(41,428)	(45,019)	(48,935)
拨备前利润	73,148	80,176	92,267	100,988	110,631
资产减值损失	(42,925)	(47,871)	(56,025)	(59,884)	(63,265)
经营利润	30,223	32,305	36,242	41,104	47,366
非经营收入	(66)	(74)	(74)	(74)	(74)
税前利润	30,157	32,231	36,168	41,030	47,292
所得税费用	(6,968)	(7,413)	(8,318)	(9,437)	(10,877)
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	23,189	24,818	27,849	31,594	36,415

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央银行款项	305,986	273,513	300,657	334,227	362,460
同业资产	231,157	195,017	185,266	203,793	224,172
金融投资	807,002	850,317	922,560	1,001,599	1,087,485
贷款总额	1,704,230	1,997,529	2,197,282	2,395,037	2,610,591
减: 贷款减值准备	43,810	54,187	67,135	84,171	100,404
其他资产	243,909	156,403	157,639	194,724	204,005
总资产	3,248,474	3,418,592	3,696,269	4,045,209	4,388,308
向中央银行借款	130,652	149,756	172,219	198,052	227,760
同业负债	762,663	725,461	733,256	768,844	817,875
存款总额	2,000,420	2,149,142	2,364,056	2,565,001	2,783,026
已发行债券	45,116	81,755	89,931	94,427	103,870
其他负债	87,569	72,436	68,555	72,707	77,229
总负债	3,026,420	3,178,550	3,428,017	3,699,031	4,009,759
股东总权益	222,054	240,042	268,252	346,178	378,549
其中: 永续债	-	-	-	50,000	50,000
其中: 优先股	19,953	19,953	23,678	23,678	23,678
少数股东权益	-	-	-	-	-
总权益	222,054	240,042	268,252	346,178	378,549

主要比率

年结: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
经营收入结构					
净利息收入	70%	64%	65%	65%	64%
净手续费及佣金收入	29%	27%	26%	27%	27%
其他	1%	9%	9%	9%	9%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净利息收入	-3.1%	1.0%	16.8%	8.1%	8.2%
净手续费及佣金收入	10.1%	2.0%	10.9%	11.8%	11.8%
营业收入	-1.8%	10.3%	14.5%	9.2%	9.3%
拨备前利润	-4.1%	9.6%	15.1%	9.5%	9.5%
净利润	2.6%	7.0%	12.2%	13.4%	15.3%
贷款总额	15.5%	17.2%	10.0%	9.0%	9.0%
存款总额	4.1%	7.4%	10.0%	8.5%	8.5%
经营效率					
成本收入比	29.9%	30.3%	30.0%	29.9%	29.7%

资产质量

不良贷款率	1.70%	1.75%	1.68%	1.64%	1.60%
拨备覆盖率	151%	155%	181%	214%	240%
拨贷比	2.57%	2.71%	3.06%	3.51%	3.85%
信贷成本	2.57%	2.36%	2.44%	2.38%	2.30%

资本充足率

核心一级资本充足率	8.3%	8.5%	8.9%	9.1%	9.4%
一级资本充足率	9.2%	9.4%	9.8%	10.0%	10.2%
资本充足率	11.2%	11.5%	11.7%	11.7%	11.8%

盈利能力

净息差	2.37%	2.35%	2.46%	2.45%	2.44%
平均权益回报率	11.6%	11.3%	11.6%	11.9%	12.3%
平均资产回报率	0.75%	0.74%	0.78%	0.82%	0.86%
平均风险资产回报率	1.05%	1.05%	1.09%	1.12%	1.19%

每股数据 (元人民币)

每股净利润	1.30	1.39	1.57	1.79	2.07
每股股息	0.14	0.15	0.16	0.18	0.21
每股账面值	11.8	12.8	14.2	15.9	17.8

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及/或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。