

平安銀行 (000001 CH)

業績全面改善，淨息差及不良率表現亮眼

概要：8月7日，平安銀行公佈2019年上半年業績，淨利潤同比增長15.2%至154億元人民幣，佔市場一致預期全年淨利潤預測的55.7%。二季度撥備前利潤同比增長20.8%，主要由淨利息收入的強勁增長（同比增速22.0%）和投資收益所拉動。平安銀行在二季度保持了審慎撥備原則的基礎上（減值撥備同比上升23.2%），淨利潤依然取得了同比17.4%的高增長，可能是全國性銀行中最高的增速。2019年上半年ROE因此同比回升0.6個百分點至13.6%。由於淨息差表現堅挺及資產質量不斷改善，我們預計平安銀行在2019年至2021年將維持高於同業的淨利潤增長（12-15%）。**重申買入評級。**

■ **業績正面因素：**1) 淨息差環比擴張18個基點至2.71%，受惠於零售貸款利率的上行（環比增長38個基點）以及資金（特別是同業資金）成本的下降。2019年二季度末，平安銀行的零售貸款佔比進一步提升至58.8%，主要來自信用卡透支額的快速增長（環比增速3.8% vs 貸款總額環比增速1.5%）；2) 不良貸款率環比下降5個基點至1.68%，不良貸款餘額環比減少1.4%，同時，不良生成率也降低至五個季度以來的最低點1.3%。由於資產質量先行指標關注類貸款及逾期貸款佔比均有所改善，我們預期平安銀行的不良貸款率在2019年下半年將進一步下行；3) 不良貸款的認定更為嚴格，不良貸款對90天以上逾期貸款的比率由一季度末的104%提升至二季度末的113%；4) 在信貸成本下降的情況下，撥備覆蓋率環比依然提升12個百分點，至四年高位183%；5) 在4月300億元人民幣的二級資本債發行完畢後，平安銀行的資本充足率環比上升112個基點至12.6%，而資本實力在260億元人民幣可轉債轉股後將得到進一步夯實；6) 零售客群及零售管理資產總額（AUM）穩健增長，環比增速分別為3.7%及5.5%，同時零售客戶不斷向財富管理客戶及私人銀行客戶轉化。

■ **業績負面因素：**二季度淨手續費及佣金收入同比下滑5.5%，主要由於投行和資產託管業務收入下降，抵消了來自結算和代理業務的強勁收入增長。

■ **維持買入評級，目標價17.0元人民幣。**我們預期強勁的中期業績對平安的股價表現影響正面。目前平安銀行的估值為0.95倍2019年預測市帳率。我們維持盈利預測不變，基於GGM模型的目標價為17.0元人民幣，對應1.2倍2019年預測市帳率及2019年預測每股帳面值14.2元人民幣。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	105,786	116,716	133,695	146,007	159,566
淨利潤(百萬元人民幣)	23,189	24,818	27,849	31,594	36,415
每股盈利(元人民幣)	1.30	1.39	1.57	1.79	2.07
每股盈利變動(%)	(1.3)	7.3	12.7	13.9	15.7
市盈率(倍)	10.4	9.7	8.6	7.6	6.5
市帳率(倍)	1.15	1.06	0.95	0.85	0.76
股息率(%)	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6
權益收益率(%)	11.6	11.3	11.6	11.9	12.3
不良貸款率(%)	1.70	1.75	1.68	1.64	1.60
撥備覆蓋率(%)	151	155	181	214	240

資料來源：公司、招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	RMB 17.0
(此前目標價)	RMB 17.0)
潛在升幅	+25.6%
當前股價	RMB 13.5

中國銀行業

孫明, CFA

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

隋曉萌

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

公司資料

市值(百萬元人民幣)	232,487
3月平均流通量(百萬元人民幣)	1,095
52周內股價高/低(元人民幣)	14.84/8.64
總股本(百萬)	17,170

資料來源：彭博

股東結構

中國平安保險(集團)	58.0%
中國證券金融股份有限公司	2.5%
中央匯金資產管理	1.3%

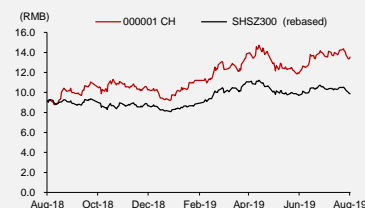
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.0%	2.8%
3-月	3.9%	5.3%
6-月	19.4%	6.6%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道

請登錄2019年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

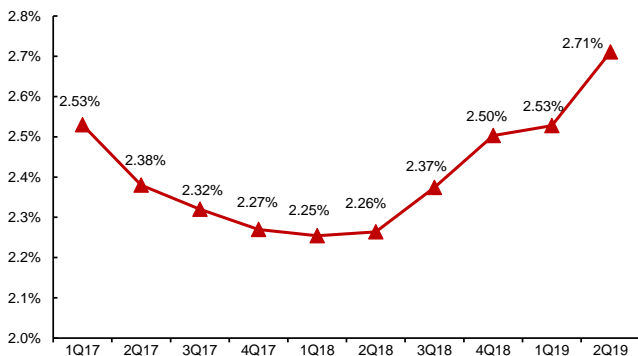
<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 平安銀行 2019 年一季度業績概要

(百萬元人民幣)						
損益表	1H18	1H19	YoY	2Q18	2Q19	YoY
淨利息收入	37,436	43,639	16.6%	18,749	22,865	22.0%
淨手續費及佣金收入	17,939	18,391	2.5%	9,345	8,831	-5.5%
經營收入	57,241	67,829	18.5%	29,215	35,353	21.0%
經營支出	(17,541)	(20,588)	17.4%	(8,770)	(10,664)	21.6%
撥備前利潤	39,700	47,241	19.0%	20,445	24,689	20.8%
減值撥備	(22,298)	(27,204)	22.0%	(11,627)	(14,319)	23.2%
稅前利潤	17,402	20,037	15.1%	8,818	10,370	17.6%
所得稅	(3,995)	(4,600)	15.1%	(2,023)	(2,375)	17.4%
淨利潤	13,372	15,403	15.2%	6,777	7,957	17.4%
資產負債表	4Q18	2Q19	HoH	1Q19	2Q19	QoQ
貸款總額	1,997,529	2,081,896	4.2%	2,051,445	2,081,896	1.5%
存款總額	2,149,142	2,367,562	10.2%	2,308,782	2,367,562	2.5%
總資產	3,418,592	3,590,766	5.0%	3,530,180	3,590,766	1.7%
不良貸款餘額	34,905	34,925	0.1%	35,412	34,925	-1.4%
主要比率	1H18	1H19	YoY	1Q19	2Q19	QoQ
淨息差	2.26%	2.62%	36bp	2.53%	2.71%	18bp
淨資產回報率	13.0%	13.6%	0.6ppt	13.3%	13.8%	0.5ppt
不良貸款率	1.71%	1.68%	-4bp	1.73%	1.68%	-5bp
撥備覆蓋率	175.8%	181.0%	5.2ppt	170.6%	182.5%	11.9ppt
貸存比	87.0%	87.9%	0.9ppt	88.9%	87.9%	-0.9ppt
核心一級資本充足率	8.3%	8.9%	55bp	8.8%	8.9%	13bp

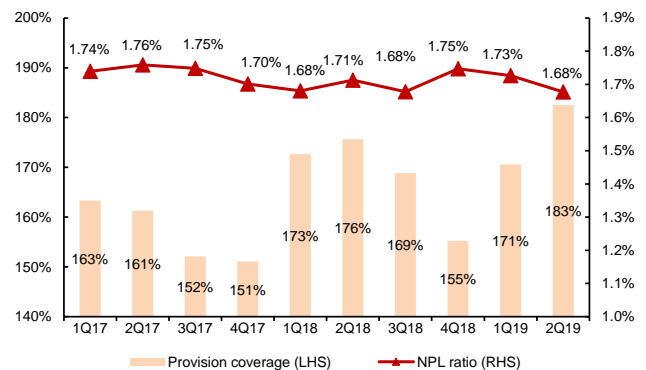
資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 2: 平安銀行單季淨息差走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

圖 3: 平安銀行不良貸款率及撥備覆蓋率走勢



資料來源: 公司、招銀國際證券

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	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)
淨利息收入	74,009	74,745	87,333	94,382	102,098
淨手續費及佣金收入	30,674	31,297	34,710	38,808	43,369
其他	1,103	10,674	11,652	12,817	14,099
經營收入	105,786	116,716	133,695	146,007	159,566
經營支出	(32,638)	(36,540)	(41,428)	(45,019)	(48,935)
撥備前利潤	73,148	80,176	92,267	100,988	110,631
資產減值損失	(42,925)	(47,871)	(56,025)	(59,884)	(63,265)
經營利潤	30,223	32,305	36,242	41,104	47,366
非經營收入	(66)	(74)	(74)	(74)	(74)
稅前利潤	30,157	32,231	36,168	41,030	47,292
所得稅費用	(6,968)	(7,413)	(8,318)	(9,437)	(10,877)
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	23,189	24,818	27,849	31,594	36,415

主要比率

年結: 12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
經營收入結構					
淨利息收入	70%	64%	65%	65%	64%
淨手續費及佣金收入	29%	27%	26%	27%	27%
其他	1%	9%	9%	9%	9%
總計	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
淨利息收入	-3.1%	1.0%	16.8%	8.1%	8.2%
淨手續費及佣金收入	10.1%	2.0%	10.9%	11.8%	11.8%
營業收入	-1.8%	10.3%	14.5%	9.2%	9.3%
撥備前利潤	-4.1%	9.6%	15.1%	9.5%	9.5%
淨利潤	2.6%	7.0%	12.2%	13.4%	15.3%
貸款總額	15.5%	17.2%	10.0%	9.0%	9.0%
存款總額	4.1%	7.4%	10.0%	8.5%	8.5%
經營效率					
成本收入比	29.9%	30.3%	30.0%	29.9%	29.7%

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
存放中央銀行款項	305,986	273,513	300,657	334,227	362,460
同業資產	231,157	195,017	185,266	203,793	224,172
金融投資	807,002	850,317	922,560	1,001,599	1,087,485
貸款總額	1,704,230	1,997,529	2,197,282	2,395,037	2,610,591
減: 貸款減值準備	43,810	54,187	67,135	84,171	100,404
其他資產	243,909	156,403	157,639	194,724	204,005
總資產	3,248,474	3,418,592	3,696,269	4,045,209	4,388,308
向中央銀行借款	130,652	149,756	172,219	198,052	227,760
同業負債	762,663	725,461	733,256	768,844	817,875
存款總額	2,000,420	2,149,142	2,364,056	2,565,001	2,783,026
已發行債券	45,116	81,755	89,931	94,427	103,870
其他負債	87,569	72,436	68,555	72,707	77,229
總負債	3,026,420	3,178,550	3,428,017	3,699,031	4,009,759
股東總權益	222,054	240,042	268,252	346,178	378,549
其中: 永續債	-	-	-	50,000	50,000
其中: 優先股	19,953	19,953	23,678	23,678	23,678
少數股東權益	-	-	-	-	-
總權益	222,054	240,042	268,252	346,178	378,549

資產質量	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
不良貸款率	1.70%	1.75%	1.68%	1.64%	1.60%
撥備覆蓋率	151%	155%	181%	214%	240%
撥貸比	2.57%	2.71%	3.06%	3.51%	3.85%
信貸成本	2.57%	2.36%	2.44%	2.38%	2.30%
資本充足率					
核心一級資本充足率	8.3%	8.5%	8.9%	9.1%	9.4%
一級資本充足率	9.2%	9.4%	9.8%	10.0%	10.2%
資本充足率	11.2%	11.5%	11.7%	11.7%	11.8%
盈利能力					
淨息差	2.37%	2.35%	2.46%	2.45%	2.44%
平均權益回報率	11.6%	11.3%	11.6%	11.9%	12.3%
平均資產回報率	0.75%	0.74%	0.78%	0.82%	0.86%
平均風險資產回報率	1.05%	1.05%	1.09%	1.12%	1.19%
每股數據 (元人民幣)					
每股淨利潤	1.30	1.39	1.57	1.79	2.07
每股股息	0.14	0.15	0.16	0.18	0.21
每股帳面值	11.8	12.8	14.2	15.9	17.8

資料來源: 公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。