

2019 年 08 月 11 日

核心指标全面向好，未来持续超预期 买入（上调）

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件：平安银行上半年营业收入 678.29 亿元，同比增长 18.5%，归属于本公司股东净利润 154.03 亿元，同比增长 15.2%，对应 EPS 为 0.85 元/股；期末总资产 3.59 万亿元，较期初增长 5%，归属于普通股股东净资产 2366.5 亿元，较期初增长 7.5%，对应 BVPS 为 13.78 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**我们此前将平安银行连续列为 7、8 月金股，公司中期业绩靓丽超预期，ROAE 持续走高，资产质量明显补强，可转债转股价 11.63 元/股支撑估值，继续列为银行板块首推个股并长期看好。预计公司 2019、2020 年净利润增速分别为 17%、17.7%，ROAE 达 12.24%、13.19%（未考虑可转债摊薄影响），目前估值 1.04 倍 2019PB，上调评级至“买入”，目标估值 1.45x2019PB，对应目标价 20.29 元/股。

■ **中报靓丽超预期！ROAE 较一季度继续走高+增速连续七个季度回升。**公司上半年年化 ROAE 达到 12.63%，较一季度提高 48BP，同比也提高 27BP，考虑权益乘数走低，说明资产经营能力显著提升，对应 ROAA 同比提高 7BP 至 0.88%。增速指标提高是盈利能力走强的关键，上半年收入/PPOP/净利润增速较一季度分别提速 2.6pct/1.9pct/2.3pct，达到 18.5%/19%/15.2%，意味着二季度单季增速分别达到 21%/20.8%/17.4%，盈利增速创 2017 年以来新高。分拆收入端，利息净收入是主要驱动因子，上半年同比增长 16.6%，意味着二季度单季增长 22%，此外，非利息收入占比稳定于 36%，其中手续费佣金二季度单季同比下滑 5.5%，我们预计受会计调节影响。

■ **净息差因何持续回升？资产端零售转型收获+负债端受益市场信用分层。**公司利息净收入优异源于上半年净息差同比提高 36BP 至 2.62%，二季度单季环比提高 18BP 至 2.71%。1) 资产端收益率自零售转型以来稳步提升，受益于高收益零售业务占比提高，个人贷款占比较 3 月末小幅提升至 58.8%，产品层面“新一贷”规模较 3 月末下降 1.2%，企业贷款规模也环比小幅降低，体现审慎策略；2) 负债端成本率走低则是二季度净息差走阔主因，我们看到二季度单季负债成本率环比一季度下行 11BP，其中同业存单/同业负债分别下行 20BP/17BP，这主要源于“包商事件”后信用分层导致中大型银行主动负债成本走低（此前在报告《银行同业降杠杆，流动性宽松能否缓解信用分层？》中已预判该趋势，且预计多数上市银行也将受益）。

■ **资产质量指标全方位改善，零售不良率小幅上行但仍位于可控范围。**公司 6 月末不良率、关注率、逾期 90 天以上占比分别为 1.68%、2.48%、1.58%，较 3 月末分别环比降低 5BP、10BP、8BP，且偏离度进一步下行至 94%，总体及逾期 90 天以上拨备覆盖率分别达到 183%、194%，环比分别提升 12、16 个 pct，风险抵补能力近两年得到显著补强，预计公司后续还将进一步加大处置力度、夯实拨备基础。零售业务在近两年高速发展的背景下，不良率有所上行，“新一贷”、信用卡 6 月末不良率分别为 1.13%、1.37%，环比变动-1BP、+3BP，但总体仍然可控，也基本符合市场预期。

■ **风险提示：**1) 宏观经济下行，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)	14.52
一年最低/最高价	8.55/14.85
市净率(倍)	0.97
流通 A 股市值(百万元)	249311.97

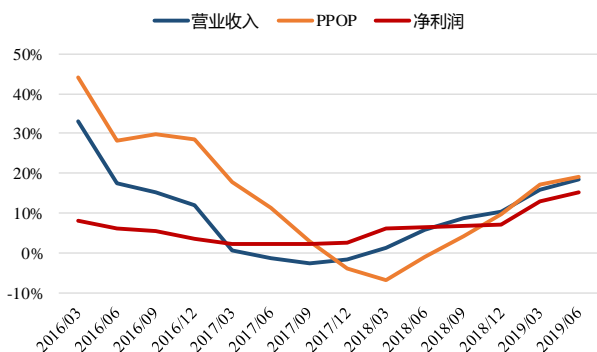
基础数据

每股净资产(元)	14.94
资产负债率(%)	92.85
总股本(百万股)	17170.41
流通 A 股(百万股)	17170.25

相关研究

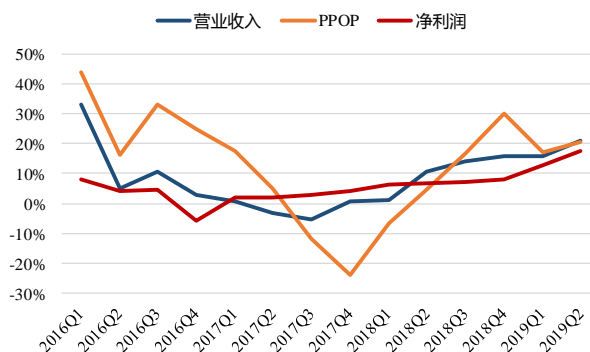
1、《平安银行 (000001): 零售转型带动息差回升，资产质量趋势值得关注》2018-10-24

图 1：2016/03~2019/06 公司累计业绩增速



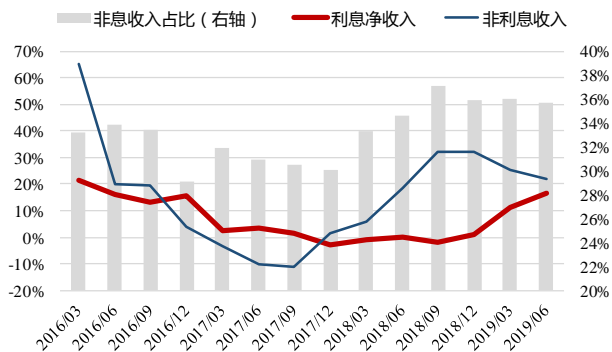
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2019Q2 公司单季度业绩增速



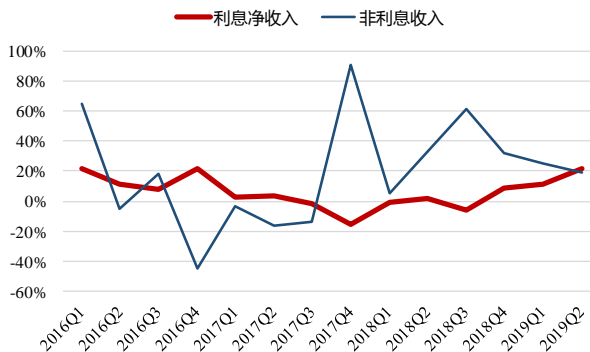
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2019/06 公司累计营业收入增速结构



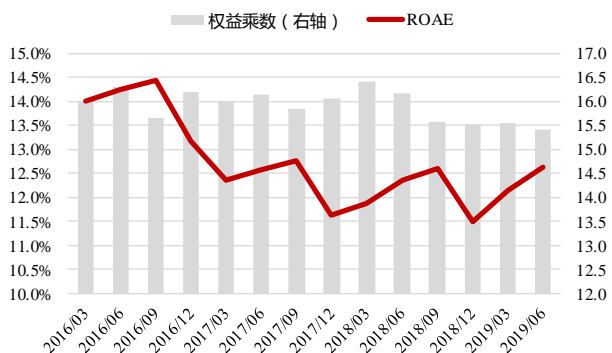
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2019Q2 公司单季度营业收入增速结构



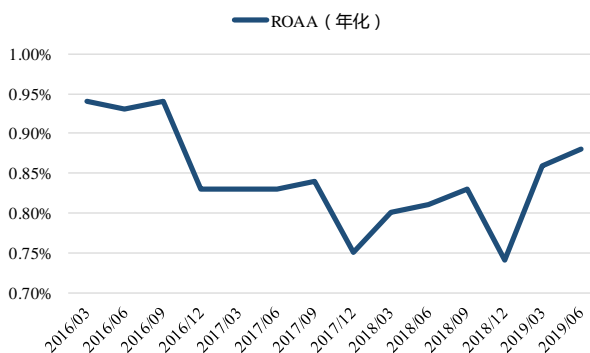
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2019/06 公司累计 ROAE 及权益乘数



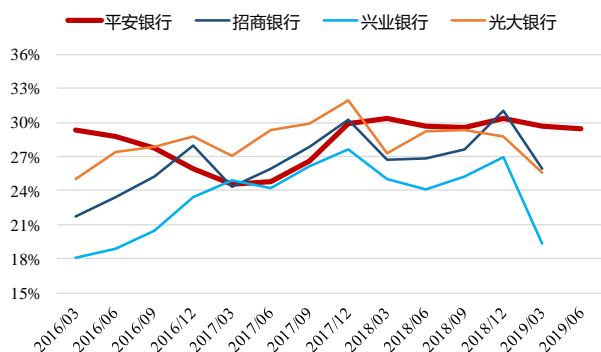
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2019/06 公司累计 ROAA



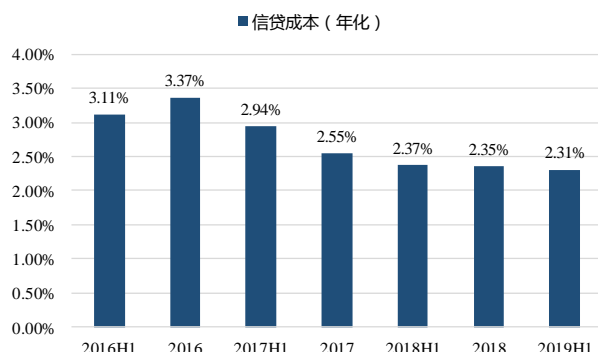
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：2016/03~2019/06 公司及可比银行成本收入比



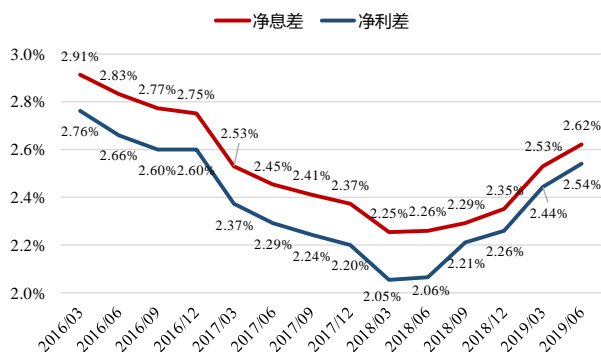
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2016H1~2019H1 公司信贷成本



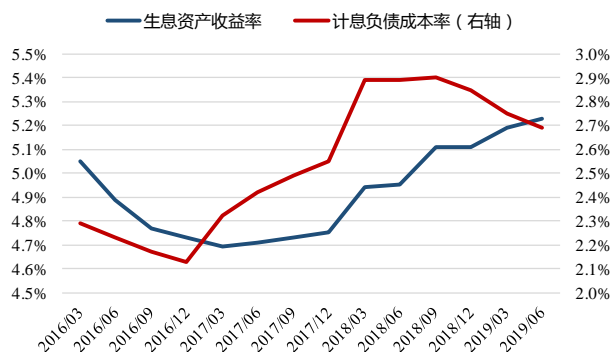
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2016/03~2019/06 公司累计净息差&净利差



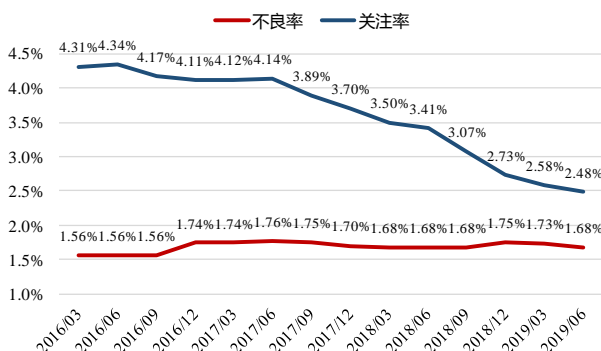
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2016/03~2019/06 公司资产收益率&负债成本率



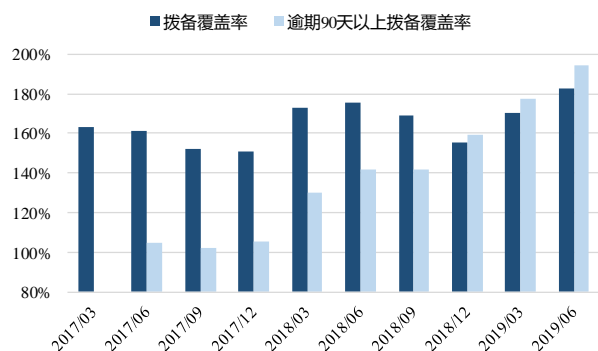
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2016/03~2019/06 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 12：2017/03~2019/06 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					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产总计	3,248,474	3,418,592	3,674,986	4,009,410	4,370,257	营业收入	105,786	116,716	136,558	150,213	163,733
现金及存放中央银行款项	310,212	278,528	293,999	312,734	340,880	利息净收入	74,009	74,745	84,546	88,382	93,994
发放贷款及垫款	1,660,420	1,949,757	2,241,742	2,525,928	2,818,816	手续费及佣金净收入	30,674	31,297	32,862	37,134	42,333
金融投资	807,002	850,317	845,614	842,377	874,488	投资收益等其他业务收入	1,103	10,674	19,149	24,698	27,406
交易性金融资产	39,575	148,768	146,999	160,376	174,810	营业支出	(32,638)	(36,540)	(42,333)	(47,167)	(51,085)
债权投资	-	629,366	624,748	601,412	655,539	PPOP	73,148	80,176	94,225	103,046	112,648
其他债权投资	-	70,664	73,500	80,188	43,703	资产减值损失	(42,925)	(47,871)	(56,923)	(59,134)	(60,423)
其他权益工具投资	-	1,519	367	401	437	营业利润	30,223	32,305	37,302	43,912	52,225
存放同业款项	130,208	85,098	73,500	80,188	83,035	利润总额	30,157	32,231	37,227	43,825	52,121
拆出资金	59,015	72,934	73,500	80,188	87,405	净利润	23,189	24,818	29,037	34,183	40,654
买入返售金融资产	41,934	36,985	36,750	40,094	43,703						
其他资产合计	239,683	144,973	109,882	127,900	121,930	财务指标					
负债总计	3,026,420	3,178,550	3,414,830	3,724,741	4,056,193	资产总计增速	10.0%	5.2%	7.5%	9.1%	9.0%
向中央银行借款	130,652	149,756	153,667	167,613	182,529	发放贷款及垫款增速	15.6%	17.4%	15.0%	12.7%	11.6%
同业及其他金融机构存放款项	430,904	392,738	443,928	502,840	547,586	负债总计增速	10.0%	5.0%	7.4%	9.1%	8.9%
拆入资金	28,024	24,606	25,611	27,936	30,421	吸收存款增速	4.1%	7.4%	7.0%	8.0%	8.0%
交易性金融负债	9,047	8,575	8,879	9,684	10,546	营业收入增速	-1.8%	10.3%	17.0%	10.0%	9.0%
卖出回购金融资产款	6,359	7,988	8,196	8,939	9,735	利息净收入增速	-3.1%	1.0%	13.1%	4.5%	6.3%
吸收存款	2,000,420	2,149,142	2,299,582	2,483,548	2,682,232	手续费及佣金净收入增速	10.1%	2.0%	5.0%	13.0%	14.0%
已发行债务证券	342,492	381,884	392,705	446,969	486,743	成本收入比(含营业税)	-30.9%	-31.3%	-31.0%	-31.4%	-31.2%
衍生金融负债	17,712	21,605	23,904	26,073	28,393	净利润增速	2.6%	7.0%	17.0%	17.7%	18.9%
其他负债合计	60,810	42,256	58,358	51,137	78,007	EPS	1.30	1.39	1.64	1.94	2.32
股东权益总计	222,054	240,042	260,157	284,670	314,065	EPS(考虑可转债摊薄影响)	1.30	1.39	1.54	1.72	2.05
股本	17,170	17,170	17,170	17,170	17,170	BVPS	11.77	12.82	13.99	15.42	17.13
其他权益工具	19,953	19,953	19,953	19,953	19,953	BVPS(考虑可转债摊薄影响)	11.77	12.82	14.56	14.98	16.50
资本公积	56,465	56,465	56,465	56,465	56,465	ROAE	11.62%	11.49%	12.24%	13.19%	14.24%
其他综合收益	(528)	786	865	766	890	ROAE(考虑可转债摊薄影响)	11.62%	11.49%	11.58%	11.96%	13.02%
盈余公积	10,781	10,781	10,781	10,781	10,781	ROAA	0.75%	0.74%	0.82%	0.89%	0.97%
一般风险准备	38,552	39,850	41,883	44,275	47,121	净息差	2.37%	2.35%	2.55%	2.53%	2.50%
未分配利润	79,661	95,037	113,040	135,259	161,684	不良贷款率	1.70%	1.75%	1.68%	1.64%	1.62%
						拨备覆盖率	151.08%	155.24%	196.23%	235.42%	252.43%
资产负债指标						估值指标					
生息资产平均规模	3,120,038	3,186,151	3,315,547	3,493,359	3,759,769	P/E	11.2	10.4	8.9	7.5	6.3
归属于普通股股东权益	202,101	220,089	240,204	264,717	294,112	P/B	1.23	1.13	1.04	0.94	0.85
股本(假设可转债全部转股)	17,170	17,170	19,406	19,406	19,406	P/B(考虑可转债摊薄影响)	1.23	1.13	1.00	0.97	0.88

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>