

# 银行

证券研究报告  
2019年05月15日

## 微众银行年报点评：“流量+产品”促使存款规模飞跃

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 存款暴增或源自产品创新

微众银行存款从 2017 年的 53 亿元暴涨至 2018 年的 1545 亿元，涨幅高达 2815%。没有线下运营网点，但坐拥腾讯的巨额流量，微众银行的存款增长只能依托爆款的产品——“智能存款+”应运而生。2018 年 8 月，微众银行推出存款产品“智能存款+”，9 月份正式面向大众开放，该产品为 1-5 年定期存款，但在到期之前投资者可随时提前支取，取出本金及利息实时到账，5 年到期本息取出至微众卡。取出时采用“后进后出”原则，即按存入最近的时间往前逐笔取出，同时靠档结息。“智能存款+”一上市便取得良好的反响，或是微众银行 2018 年客户存款大幅增加的原因之一。

### 外部环境成就“智能存款+”

一是 18 年房地产市场平稳，股市低迷；二是国家打击非法集资、P2P 等高风险高收益资产；三是银行大额存单利率接近理财收益，以上种种使得居民资金投资渠道十分有限，从而让存取灵活和收益高的“智能存款+”一时风光无限。

### 净息差回落较多

因微众银行 18 年已实行 I9 准则，我们采取传统银行 IAS39 还原口径(利息净收入+投资收益+公允价值变动收益)对微众银行 18 年净息差进行粗略测算(其现金和存放央行款项没有分开)，大约为 3.89%，相较其 17 年下降了 3.13 个百分点。其原因之一是存款暴涨带动了资产规模的高速增长，增大了净息差的分子。其 18 年资产总额 2200 亿元，yoy + 169%。

第二是资产端投放的调整也降低了其生息资产收益率。其 18 年增加了债券资产的配置，占生息资产比重为 27%，较 17 年上升了近 17 个百分点；而其贷款占生息资产比例为 54.5%，较 17 年下降了 6.2 个百分点，此外消费贷竞争日趋激烈，产品利率也有承压趋势。

第三或是有部分利息收入转移至中收科目。我们在《详解微众银行，见证金融科技的力量》中指出，微众银行的联合贷款模式，它和第三方银行的出资比例为 2:8(目前出资比例应更低)，但获得的利息收入分成却高于 30%，多收的费用既能划入“利息收入”，也能视为“渠道费”或“手续费”划入非息收入科目，此处存在相机抉择的可能。

### 投资建议：金融科技助力，零售转型如虎添翼

微众银行的成功背后是金融科技与流量相结合产生的巨大力量，但其还未上市。纵观 A 股上市银行，我们认为，可以仿效微众银行成功路径的是平安银行。我们认为，平安银行 Fintech 实力强大，且有流量入口，前景广阔。

风险提示：资产质量大幅恶化；消费贷过度竞争致使利率大幅下滑。

### 作者

廖志明 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517070001  
liaozhiming@tfzq.com  
朱于歆 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518090006  
zhuyutian@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《银行-行业专题研究:从不良贷款到不良资产，拨备计提压力或升高》 2019-05-15
- 《银行-行业研究周报:贸易摩擦加剧下，货币政策或更宽松》 2019-05-13
- 《银行-行业点评:4月金融数据点评:阶段性走弱》 2019-05-09

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-05-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
000001.SZ	平安银行	12.49	买入	1.45	1.69	2.05	2.47	8.61	7.39	6.09	5.06
600919.SH	江苏银行	7.45	买入	1.13	1.29	1.48	1.69	6.59	5.78	5.03	4.41
600036.SH	招商银行	32.56	增持	3.19	3.58	3.99	4.47	10.21	9.09	8.16	7.28
601166.SH	兴业银行	18.16	买入	2.92	3.33	3.85	4.31	6.22	5.45	4.72	4.21
601009.SH	南京银行	8.30	增持	1.31	1.50	1.72	1.97	6.34	5.53	4.83	4.21

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 1. 存款暴涨致使多项指标骤变

**存款暴涨让杠杆率高增。**微众银行存款从 2017 年的 53 亿元暴涨至 2018 年的 1545 亿元，涨幅高达 2815%——这让微众银行 2018 年杠杆率达到 18.43，较 17 年交接翻倍。在此情形下，即便其 ROA 较 17 年有所下降，但其 18 年 ROE 高达 30.22%，较 17 年上升了 10.96 个百分点，高于所有 A 股上市银行。其引以为傲的净息差 18 年也滑落较多。

表 1：微众银行杜邦分析

	2016	2017	2018
营业收入	7.95%	10.09%	6.65%
利息收入	8.22%	9.78%	5.83%
利息支出	-2.30%	-3.21%	-2.17%
净利息收入	5.96%	6.58%	3.66%
净手续费收入	1.82%	3.40%	2.93%
净其他非息收入	0.17%	0.12%	0.06%
营业支出	-6.95%	-7.50%	-4.82%
税金及附加	-0.15%	-0.10%	-0.07%
业务及管理费	-4.12%	-4.04%	-2.38%
拨备前利润	3.68%	5.96%	4.21%
资产减值损失	-2.67%	-3.35%	-1.72%
税前利润	1.09%	2.60%	2.49%
所得税	-0.22%	-0.44%	-0.19%
净利润	1.30%	2.17%	1.64%
ROAA	1.30%	2.17%	1.64%
权益乘数	7.76	9.81	18.43
ROE	5.99%	19.26%	30.22%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. 存款暴增或源自产品创新

**存款暴增或源自产品创新。**没有线下运营网点，但坐拥腾讯的巨额流量，微众银行的存款增长只能依托特色产品——“智能存款+”应运而生。2018 年 8 月，微众银行推出存款产品“智能存款+”，9 月份正式面向大众开放，该产品为 1-5 年定期存款，但在到期之前投资者可随时提前支取，取出本金及利息实时到账，5 年到期本息取出至微众卡。取出时采用“后进后出”原则，即按存入最近的时间往前逐笔取出，同时靠档结息。“智能存款+”一上市便引起了良好的反响，或是微众银行 2018 年客户存款大幅增加的原因之一。

**外部环境成就“智能存款+”。**一是 18 年房地产市场平稳，股市低迷；二是国家打击非法集资、P2P 等高风险高收益资产；三是银行大额存单利率接近理财收益，以上种种使得居民资金投资渠道十分有限，从而让存取灵活和收益高的“智能存款+”一时风光无限。

表 2：智能存款利率

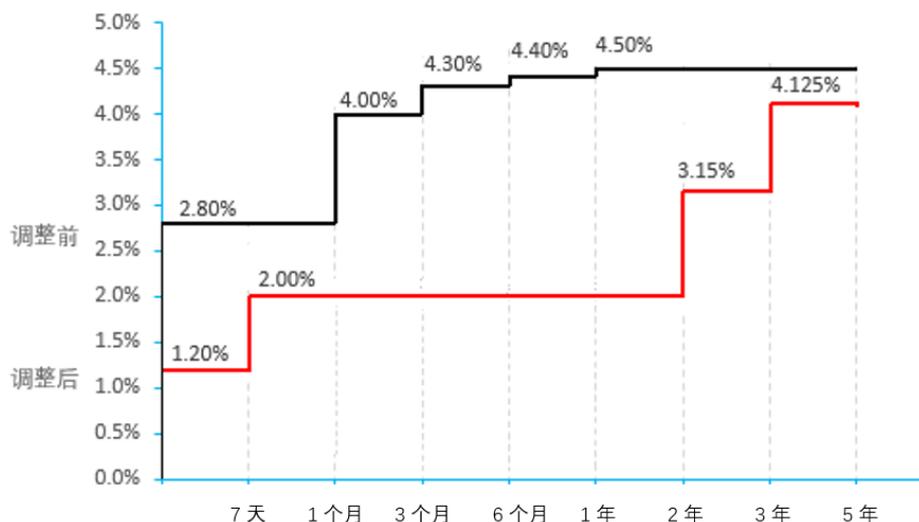
存款期限	1 个月内	1-3 月	3-6 个月	6 个月-1 年	1 年-5 年
利率	2.8%	4%	4.3%	4.4%	4.5%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

**19 年存款增长持续性短期存疑，长期向好。**“智能存款”因易产生流动性风险，同时其高利率可能扰乱了市场，相关银行被监管约谈叫停。微众银行于 18 年 12 月 20 日，下架了“智能存款+”产品。虽然目前已重新上线，并在 APP 首页对该产品进行了推荐。不过，与此前“智能存款+”不同的是，该产品存款利率大幅度降低，尤其是前三年持有利率大

不如前，吸引力也大幅下降。从短期来看，若不能推出新的吸引力强的产品，我们认为 19 年微众银行的存款增长势头可能受阻。但支持民营和小微企业融资已成国家的一项长期政策，民营银行在此方面有天然优势，对民营银行创新式融资的监管或会逐渐放开，长期来看，拥有巨大流量和产品创新基因的微众银行仍拥有较大的优势。

图 1：新产品吸引力大不如前

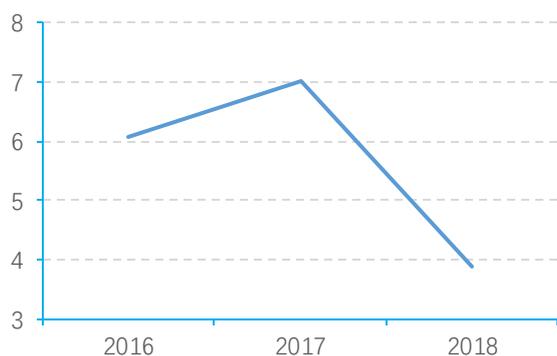


资料来源：微众银行 APP，天风证券研究所

### 3. 净息差回落较多

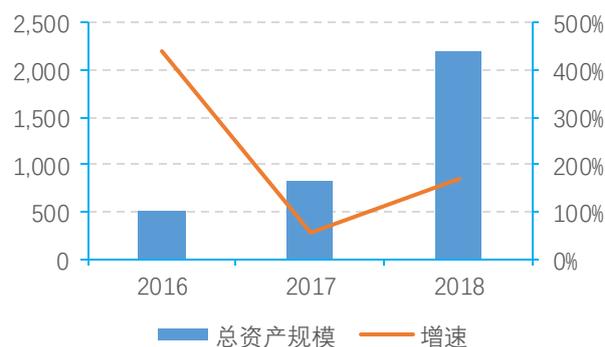
**净息差下降较多。**因微众银行 18 年已实行 I9 准则，我们采取传统银行 IAS39 还原口径（利息净收入+投资收益+公允价值变动收益）对微众银行 18 年净息差进行粗略测算（其现金和存放央行款项没有分开），大约为 3.89%，相较其 17 年下降了 3.13 个百分点。其原因之一是存款暴涨带动了资产规模的高速增长，增大了净息差的分子。其 18 年资产总额 2200 亿元，yoy + 169%。

图 2：微众银行 18 年净息差下滑较多 (%)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

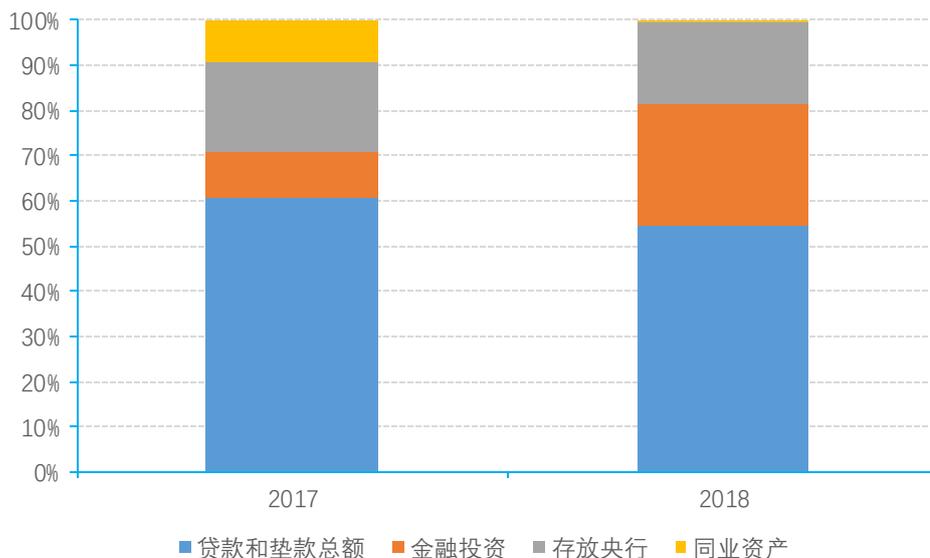
图 3：微众银行 18 年资产规模翻倍 (亿元)



资料来源：公司年报，天风证券研究所

**第二是资产端投放的调整也降低了其生息资产收益率。**其 18 年增加了债券资产的配置，占生息资产比重为 27%，较 17 年上升了近 17 个百分点，这从其负增长的税收费用亦可看出（净利润 yoy + 70.85%），多配债券或是因成立已满三年，需满足流动性监管要求所致；而其贷款占生息资产比例为 54.5%，较 17 年下降了 6.2 个百分点，此外消费贷竞争日趋激烈，产品利率也有承压趋势。我们通过测算，其 18 年生息资产收益率为 6.11%，同比下降 4.34 个百分点；计息负债成本率为 2.44%，同比下降 1.31 个百分点。

图 4：微众银行 18 年债券资产大增



资料来源：公司年报，天风证券研究所

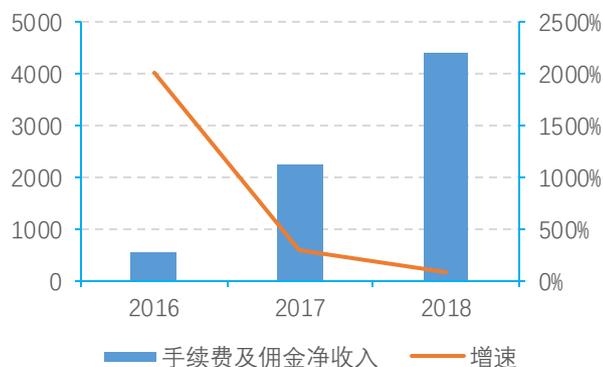
**第三或是有部分利息收入转移至中收科目。**其 18 年管理全部贷款余额（包含表外的联合贷款）超 3000 亿。我们在《详解微众银行，见证金融科技的力量》中指出，微众银行的联合贷款模式，它和第三方银行的出资比例为 2:8（目前出资比例应更低），但获得的利息收入分成却高于 30%，多收的费用既能划入“利息收入”，也能视为“渠道费”或“手续费”划入非息收入科目，此处存在相机抉择的可能。

#### 4. 中收稳步提升，成本收入比有所下降

**中收占营收比重再度提升。**微众银行 18 年中收占营收比例达到 44%，较 17 年上升 10.41 个百分点，yoy + 95%。其中收能达到如此之高的比例，除了比传统银行拥有更多收入来源之外（比如金融科技的输出），之前提到的联合贷款“渠道费”，存在被划入中收的可能。

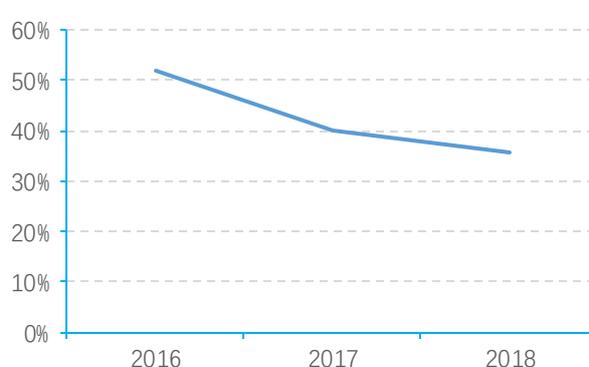
**成本收入比持续下行。**其 18 年成本收入比为 35.84%，较 17 年下降了 4.16 个百分点。在经过初创期的巨额基础设施投入后，随着营收的大幅增长，其成本收入比有望延续下行趋势。

图 5：微众银行中收增长势头不减（百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：微众银行成本收入比缓慢下降

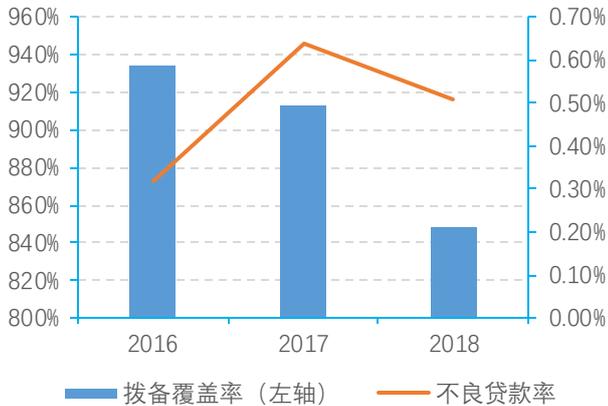


资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 5. 资产质量较平稳

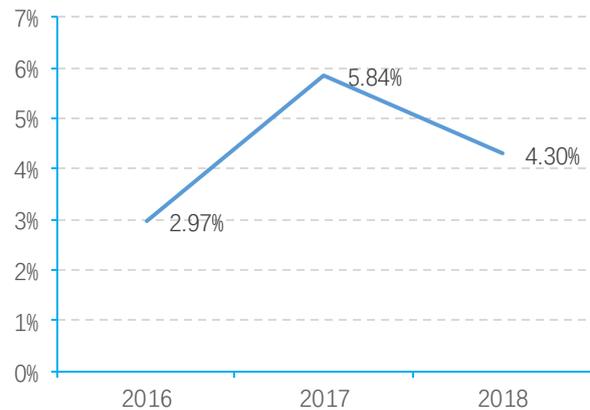
不良贷款率和拨备覆盖率均有所下降。其 18 年不良贷款率为 0.51%，较 17 年下降 13bp，但拨备覆盖率也下降了 64.73 个百分点至 848%，拨贷比下降 1.54 个百分点至 4.3%。因为其未上市，年报公布的资产质量信息过于简单，考虑到其表内贷款余额增长的稀释作用（yoy + 151%），加之消耗拨备核销不良贷款，不良率反映的信息十分有限。

图 7：微众银行 18 年拨备和不良均有所下降



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 8：微众银行 18 年拨贷比下降



资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 6. 投资建议：金融科技助力，零售转型如虎添翼

微众银行的成功背后是金融科技与流量相结合产生的巨大力量，然后遗憾的是，微众银行还未上市。纵观 A 股上市银行，我们认为，可以仿效微众银行成功路径的是平安银行。

我们认为，平安银行 Fintech 实力强大，且有流量入口，前景广阔。

**平安银行金融科技实力强大。**积极利用平安集团金融科技技术，平安集团每年将收入的 1% 投入到科技领域，打造国际化团队，并已经在人工智能、区块链、大数据等多个领域取得了较多的研究成果。平安银行用互联网公司的方式推动创新，打造敏捷型组织，鼓励创新、试错，营造良好的创新氛围，截至 18 年末，平安银行科技队伍已将近 6000 人。值得一提的是，平安银行零售条线主管领导蔡新发行长特别助理是互联网大牛，而非传统银行出身。

**平安银行有较好的流量入口。**存量客户流量，平安保险积累大量高净值客户资源，并拥有 100 多万保险代理人；线上客户流量，平安集团有多个领先的互联网 app，如平安好医生，平安好房，汽车之家，陆金所等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com