

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2019年12月16日
市场数据

目前股价	16.13
总市值(亿元)	3,130.17
流通市值(亿元)	3,130.15
总股本(万股)	1,940,592
流通股本(万股)	1,940,575
12个月最高/最低	17.60/9.05

分析师

分析师：邹恒超 S1070519080001

☎ 021-31829731

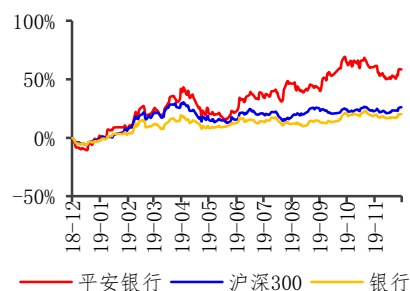
✉ zouhengchao@cgws.com

联系人（研究助理）：栾天悦

S1070118080037

☎ 0755-83667984

✉ luantianyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<平安，不平凡>> 2019-07-28

详解 ROE 的提升路径

——平安银行（000001）公司深度报告

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105,720	116,642	135,546	152,000	170,993
(+/-%)	-2.0	10.3	16.2	12.1	12.5
净利润(百万元)	23,189	24,818	28,853	34,022	40,617
(+/-%)	2.6	7.0	16.3	17.9	19.4
摊薄 EPS(元)	1.35	1.45	1.49	1.75	2.09
PE	11.9	11.2	10.8	9.2	7.7

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- ROE：如何做到三年后提升至 15%？** 平安在息差、非息、成本收入比上与招行类似，但信用成本太高，导致 ROE 大幅落后于招行；和其他股份行相比，平安的资产减值损失/平均资产也要高出股份行平均水平大约 50bp。做个简单的敏感性测算，平安信贷成本每下降 15bp（剔除不良口径变化，9M19 信贷成本和真实不良生成之间有 100bp 的空间），资产减值损失/平均资产能够下降 10bp，对应 ROE 能够上升大约 1 个百分点。仅此一项，可保平安银行三年后 ROE 能从当前的 12% 提升至 15%。
- 信用成本：控制住风险就是留住利润。**（1）零售风险：市场最担心的新一贷和信用卡，其实风险远没有想象的大，与年初相比，部分风险指标有向好的趋势，无论是核销后不良率还是核销前损失率都已稳住；（2）对公风险：平安自 2Q17 以来每个季度对公一般贷款都在压降，存量风险其实要小于同业，3Q19 不良偏离度已经降到了 87%，和招行的 80% 已经非常接近，在今年逾期 60+ 完全消化以后，未来会继续看到平安对公不良的双降。
- 息差：资产负债两端都能有改善。**（1）资产端：零售方面，今年新一贷、信用卡余额没增长不是因为风险扩散了，而是因为零售把核销额度让给了对公（消化逾期 60+），未来零售有核销额度后，新一贷、信用卡增速会重新恢复；对公方面，在集团联动的综合金融模式下，平安的对公能够更好的做到中等收益和低风险平衡；（2）负债端：2Q19 开始存款成本已经开始向下。对公方面，只要对公业务能够平衡发展，不再压缩，对公派生的存款其实能够很大程度上减轻成本压力；零售方面，随着零售 AUM 不断做大，能够沉淀的零售存款越多，也意味着不需要太多高成本的存款。
- 投资建议：**我们在上篇深度《平安，不平凡》中详细阐述了平安银行的护城河以及业务改善的逻辑，本篇报告主要测算平安银行未来 ROE 的提升空间以及如何落地。我们未来会持续看到平安银行不良生成下降、利润增速提高，预计 2019-2021 年净利润同比增长 16.3%、17.9%、19.4%，当前估值 1.0x20PB，目标估值 1.3x20PB，维持行业首选和强烈推荐的评级。
- 风险提示：**经济失速导致资产质量恶化、对公进展不及预期。

目录

1. ROE: 如何做到三年提升至 15%	4
2. 信用成本: 控制住风险就是留住利润	5
2.1 零售风险: 新一贷、信用卡风险指标比年初改善	6
2.2 对公风险: 持续压降下存量风险其实低于同业	7
3. 息差: 资产负债两端都能有改善	8
3.1 资产端: 消费信贷仍是未来抓手	8
3.1.1 零售贷款: 新一贷、信用卡增速明年会恢复	8
3.1.2 对公贷款: 集团综合金融模式, 低风险、中等收益	9
3.2 负债端: 存款成本改善刚刚开始	10
4. 投资建议	13
附: 盈利预测表	14

图表目录

图 1: 平安银行 2019 年不良净生成率显著低于信贷成本	6
图 2: 平安银行逾期 90+ 贷款/不良贷款	6
图 3: 平安银行零售三大尖兵不良率	7
图 4: 2Q17 以来平安银行对公一般贷款贷款逐季压缩	7
图 5: 平安银行企业贷款 (含贴现) 不良余额和不良率	8
图 6: 平安银行对公贷款收益率	9
图 7: 平安银行零售贷款占比	10
图 8: 平安银行存贷款利率和存贷差	10
图 9: 平安银行对公、零售存款日均余额和付息率	11
图 10: 平安银行结构性存款及保本理财余额和占比	12
图 11: 平安银行零售客户 AUM 及增长	12
图 12: 平安银行财富客户数及增长	13
图 13: 平安银行私行达标客户数及增长	13
图 14: 平安银行口袋银行 APP 月活数	13
表 1: 股份制银行 9M19 年化 ROE 分拆	4
表 2: 股份制银行 9M19 年化信贷成本和不良净生成率	4
表 3: 股份制银行 3Q19 较 2018 年末拨备覆盖率变化	5
表 4: 平安银行零售贷款收益率和贷款结构	8
表 5: 平安银行对公贷款行业结构	10
表 6: 平安银行存款付息率水平	11
表 7: 平安银行存款结构	11

1. ROE: 如何做到三年提升至 15%

$ROE=ROA \times \text{杠杆} = \{[\text{息差}/(1-\text{非息收入占比})] \times (1-\text{成本收入比}) - \text{信用成本}\} \times (1-\text{所得税率}) \times \text{杠杆}$ 。可以看出，一家银行的 ROE 水平，取决于它的息差、非息收入占比、成本收入比、信贷成本、所得税率、杠杆。其中，弹性最大的是信用成本和息差，其他项的变化较为缓慢。

我们看到，平安银行在息差、非息、成本收入比上与招行类似，但信用成本太高，导致平安银行 ROE 大幅落后于招行；平安银行和其他股份行相比，资产减值损失/平均资产也要高出股份行平均水平大约 50bp。

表 1: 股份制银行 9M19 年化 ROE 分拆

	平安	招行	民生	兴业	浦发	中信	光大	华夏
利息净收入/平均资产	2.48%	2.49%	1.55%	1.49%	1.99%	1.86%	2.21%	2.17%
利息收入/平均资产	4.93%	4.16%	4.05%	3.91%	4.34%	4.09%	4.60%	4.39%
利息支出/平均资产	-2.45%	-1.67%	-2.50%	-2.43%	-2.34%	-2.23%	-2.39%	-2.22%
非息收入/平均资产	1.37%	1.42%	1.30%	1.17%	0.97%	1.17%	0.72%	0.72%
手续费收入/平均资产	1.04%	1.08%	0.86%	0.70%	0.64%	0.92%	0.53%	0.66%
其他非息收入/平均资产	0.33%	0.33%	0.44%	0.47%	0.34%	0.26%	0.19%	0.06%
营业费用/平均资产	-1.17%	-1.18%	-0.71%	-0.64%	-0.68%	-0.80%	-0.85%	-0.85%
资产减值损失/平均资产	-1.53%	-0.85%	-0.94%	-0.81%	-1.11%	-1.18%	-0.99%	-1.12%
所得税/平均资产	-0.26%	-0.40%	-0.20%	-0.13%	-0.18%	-0.16%	-0.17%	-0.20%
ROAA	0.88%	1.47%	0.99%	1.07%	0.99%	0.87%	0.92%	0.71%
平均杠杆倍数	14.60	13.15	14.24	14.97	14.19	15.01	15.25	13.62
ROAE	12.90%	19.28%	14.09%	16.01%	13.99%	13.02%	14.06%	9.71%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

我们用信贷成本-不良净生成率来衡量信用成本下降对未来 ROE 提高的释放空间。我们看到，招行、平安此项较高，而其他股份行则此项的空间要小的多。也就是说，相对于该银行的不良生成水平，其他股份行拨备计提的程度是大体合适的，而招行、平安拨备计提的更多，体现为今年在拨备覆盖率上提升幅度较大。需要指出的是，由于部分银行逾期 90+、逾期 60+ 纳入不良的因素，导致不良口径略有变化，此处测算的不良净生成率可能和真实发生的不良略有出入，但总体还是能看出不同银行之间的差别。

表 2: 股份制银行 9M19 年化信贷成本和不良净生成率

	平安	招行	民生	兴业	浦发	中信	光大	华夏
信贷成本	2.35%	1.31%	1.78%	1.45%	1.95%	1.92%	1.74%	1.81%
不良净生成率	1.59%	0.48%	1.49%	1.26%	1.82%	1.44%	1.55%	2.50%
信贷成本-不良净生成率	0.76%	0.84%	0.29%	0.19%	0.13%	0.48%	0.19%	-0.69%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 3: 股份制银行 3Q19 较 2018 年末拨备覆盖率变化

	2018	1Q19	2Q19	3Q19	较年初
平安	155.24%	170.59%	182.53%	186.18%	30.94%
招行	358.18%	363.17%	394.12%	409.41%	51.23%
民生	132.21%	137.82%	142.26%	145.73%	13.52%
兴业	207.28%	204.78%	193.52%	197.87%	-9.40%
浦发	152.80%	159.71%	156.52%	159.11%	6.31%
中信	157.78%	169.89%	165.17%	174.82%	17.04%
光大	176.16%	178.70%	178.04%	179.10%	2.94%
华夏	158.59%	140.69%	144.83%	148.13%	-10.46%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

做个简单的弹性测算, 平安银行信贷成本每下降 15bp, 资产减值损失/平均资产能够下降 10bp, 对应 ROE 能够上升大约 1 个百分点。如果未来三年信贷成本能够逐年下降 15bp, 仅此一项, 平安银行三年后的 ROE 能够从当前的 12% 提升至 15% 的水平。如果其他项比如息差, 能够再产生一些额外的正贡献, 则 ROE 还能再看高一线。

2. 信用成本: 控制住风险就是留住利润

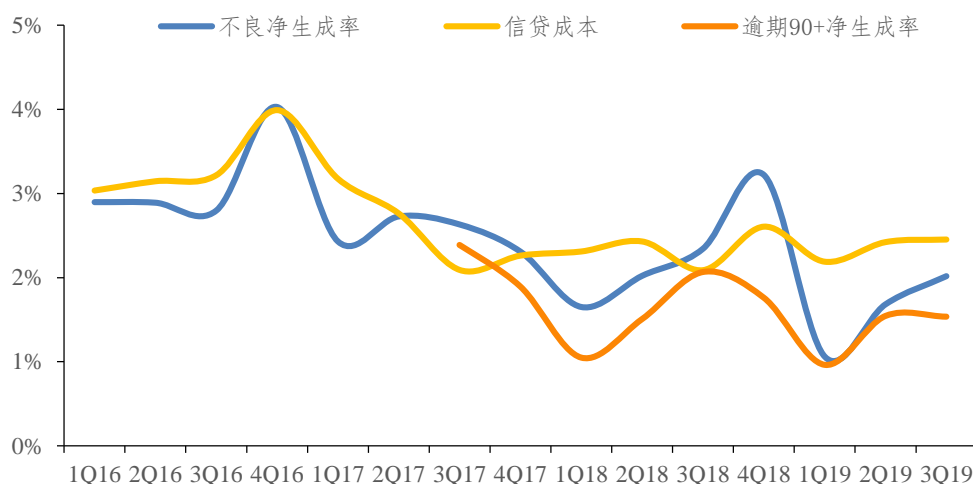
平安银行过去利润无法释放, 主要是不良生成高、核销高, 赚到的收入很大一部分都被不良吃掉了。如果不良生成能够下来 (实际上今年开始已经比去年下来了), 需要计提的拨备就能够减少, 少提的拨备就能够转化成利润。

我们在第一部分对各家股份行信贷成本的释放空间是粗略测算, 实际上平安银行拨备的释放空间还会更高一些, 因为平安今年将逾期 60+ 纳入了不良, 导致测算不良生成率比实际真实发生的不良更高。要剔除不良口径变化的影响, 就是看信贷成本和逾期 90+ 净生成率的差值, 从今年前三季度的表现来看, 平安银行有 100bp 的潜在释放空间。

近两年平安银行不良净生成率始终高于逾期 90+ 净生成率, 表明平安银行一直在提高不良认定标准。2018 年将全部逾期 90+ 纳入了不良, 不良偏离度 (逾期 90+ 贷款/不良贷款) 降至 2018 年末的 97%, 2019 年又将逾期 60+ 纳入不良, 不良偏离度降至 3Q19 的 87%。

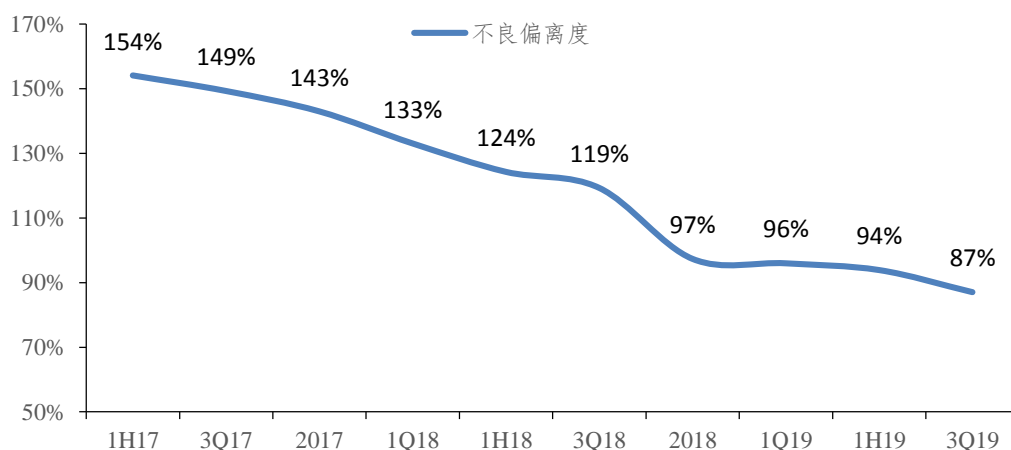
一旦不良认定标准不再提高, 不良净生成率曲线将与逾期 90+ 净生成率曲线重合, 而信贷成本-逾期 90+ 净生成率即为利润的释放潜力。当然这个不会一次性释放掉, 而是在若干年内将信贷成本逐渐下调, 这样既能保证拨备覆盖率持续提高, 又能保证每年净利润增速能够保持向上。

图 1: 平安银行 2019 年不良净生成率显著低于信贷成本



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 2: 平安银行逾期 90+ 贷款/不良贷款



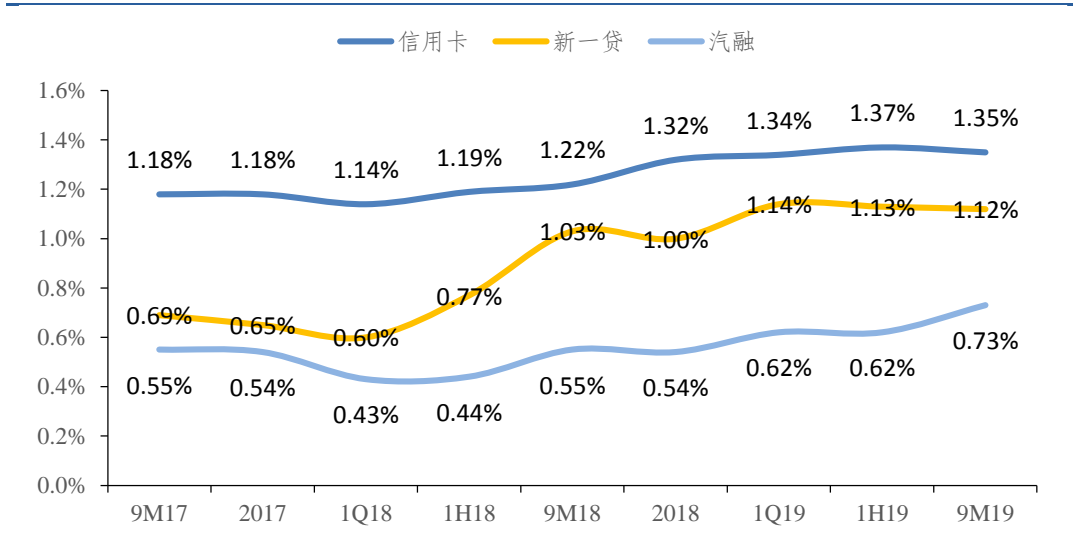
资料来源: Wind, 长城证券研究所

2.1 零售风险: 新一贷、信用卡风险指标比年初改善

市场最担心的新一贷和信用卡, 其实风险远没有想象的大。有部分投资者认为, 随着经济的下行, 平安银行零售贷款的风险迟早会暴露。但实际上, 现在与年初相比, 部分风险指标都有向好的趋势。当然这不是躺着做到的, 而是靠平安去年就开始的严风控取得的, 2018 年相比 2017 年, 新一代通过率下降了一半, 信用卡高负债客户贷款率通过率下降 2/3。

消费信贷最大的风险是欺诈风险, 就是那些骗贷、一开始就没打算还的, 真正有还款意愿的人违约概率其实不高。所以, 消费信贷的风控, 其实比拼的是谁能够识别客户的还款能力和意愿。前几个月客户是否可以按时还款, 很大程度上决定了这个客户是否有能力按时支付所有的贷款, 到最后几个月才违约的概率比较小。新一贷、信用卡贷款都是按月还本付息, 从去年下半年到现在经济下行也有一年半时间了, 如果风险要暴露, 在今年上半年就会表现出来了, 而不是拖到以后再暴露。

图 3: 平安银行零售三大尖兵不良率

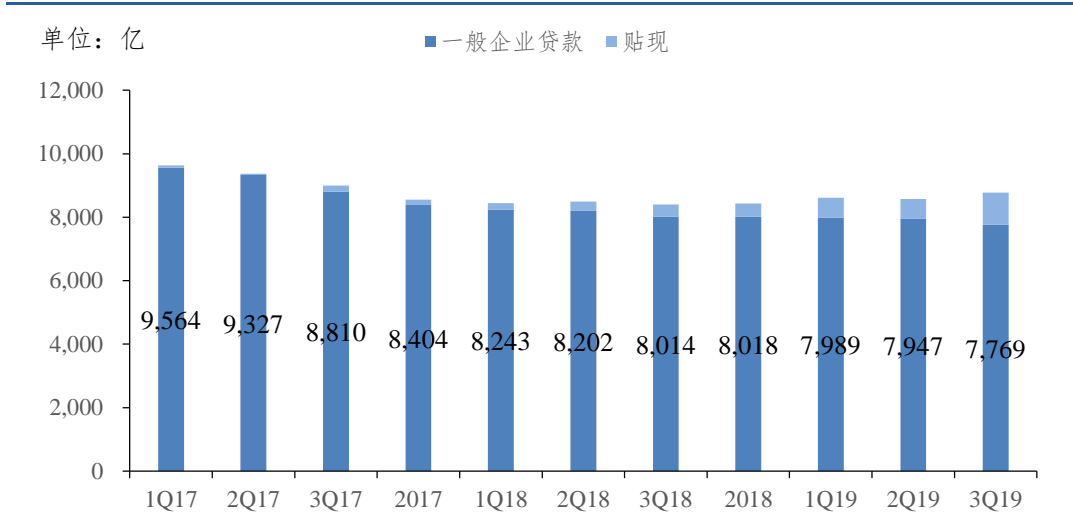


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

2.2 对公风险: 持续压降下存量风险其实低于同业

平安银行自 2Q17 以来每个季度对公一般贷款都在压降, 3Q19 末较 2016 年末压缩了 15.6%, 对公贷款确实不应该成为大家担心的一个问题, 除非认为平安的存量对公问题还没有暴露完, 但实际上平安 3Q19 不良偏离度已经降到了 87%, 和招行的 80% 已经非常接近了。

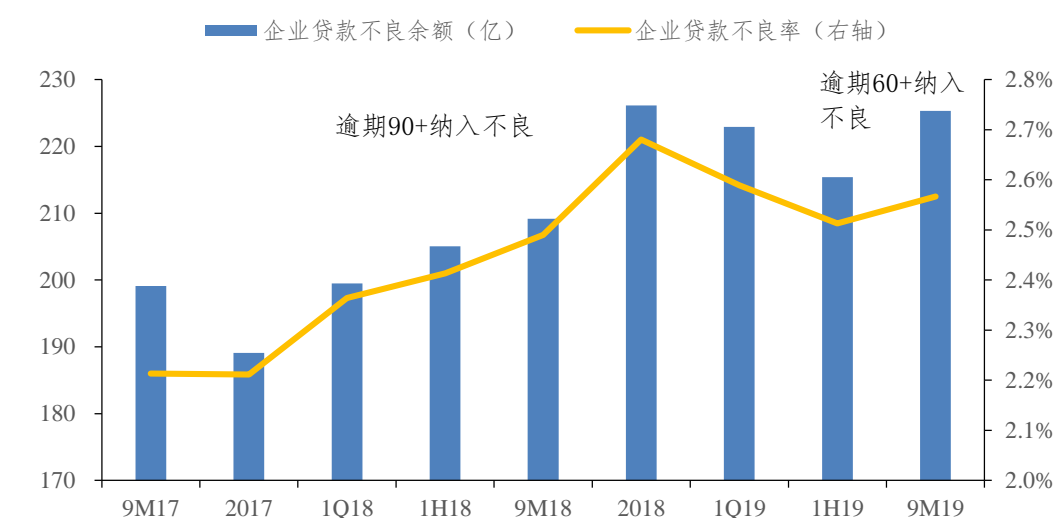
图 4: 2Q17 以来平安银行对公一般贷款贷款逐季压缩



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

1Q19 和 2Q19 平安银行的对公不良贷款余额和对公不良率都是往下的, 3Q19 对公不良余额和不良率反弹是因为把逾期 60+ 纳入了不良 (1Q19、2Q19 不良偏离度环比分别下降 1pct、2pct, 而 3Q19 环比大幅下降了 7pct), 在今年逾期 60+ 完全消化以后, 未来会继续看到平安对公不良贷款的双降。

图 5: 平安银行企业贷款 (含贴现) 不良余额和不良率



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

3. 息差: 资产负债两端都能有改善

3.1 资产端: 消费信贷仍是未来抓手

3.1.1 零售贷款: 新一贷、信用卡增速明年会恢复

今年消费信贷占比下降, 导致了零售贷款收益率的走低, 如果高收益率的消费贷款占比还能向上, 则零售贷款收益率还有可以挖掘的潜力。平安银行零售贷款收益率在 7.7% 左右, 高于零售贷款平均收益率的产品包括新一贷 (16%-18%)、信用卡 (12-14%)、汽融 (10%), 低于零售贷款平均收益率的包括按揭 (5%)、其他 (持证抵押贷款利率大约 7%), 所以如果按揭、其他贷款占比如果上升了, 零售贷款收益率走低; 反之, 新一贷、信用卡、汽融占比上升, 则零售贷款收益率走高。2Q19 由于把部分信用卡分期手续费口径调整为利息收入, 2Q19 和 1Q19 不能直接环比; 3Q19 新一贷、信用卡、汽融占比合计环比下降了 1.5pct, 这导致了 3Q19 零售贷款平均收益率的环比下降。

表 4: 平安银行零售贷款收益率和贷款结构

	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
零售贷款收益率	7.84%	7.55%	7.93%	7.72%
零售贷款结构				
按揭贷款	15.8%	15.6%	15.3%	15.0%
新一贷	13.3%	13.0%	12.5%	12.2%
信用卡	41.0%	41.4%	41.7%	40.8%
汽车贷款	14.9%	14.3%	13.5%	13.2%
其他	15.0%	15.7%	16.9%	18.8%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

新一贷、信用卡今年增速下降，最关键的原因就是平安银行现在风险控制的非常严，不是因为风险在扩散，而是没有核销额度。由于对公过往存在的问题，去年消化逾期 90+，今年消化逾期 60+，需要零售将核销额度更多地给对公，如果零售不控制规模（损失率保持不变的情况下，规模越大，新增不良自然也会越大），那么全行的不良数字就不好看了。平安银行不仅要保持利润的快速增长，同时也要达到监管指标（不良率、不良偏离度）。

消费信贷的需求上并没有什么问题，而且在 P2P 受到打击后银行体系的消费信贷需求是增加的。以新一贷为例，为了控制风险，过去新一贷大约有 40% 的通过率，去年降低风险后通过率只有 20%，被拒的 20% 这部分是多头借贷，在花呗、借呗有 1 万以上的借款记录，新一贷就不给借了。平安银行在降低风险偏好的情况下，维持现在的规模，其实要增加更多的进件量。新一贷的贷款期限一般是 22 个月，19 年已经有大批的客户开始还款，并且通过率还下降了一半，要维持去年的发放量，其实进件量大了一倍，所以今年的余额没怎么变。

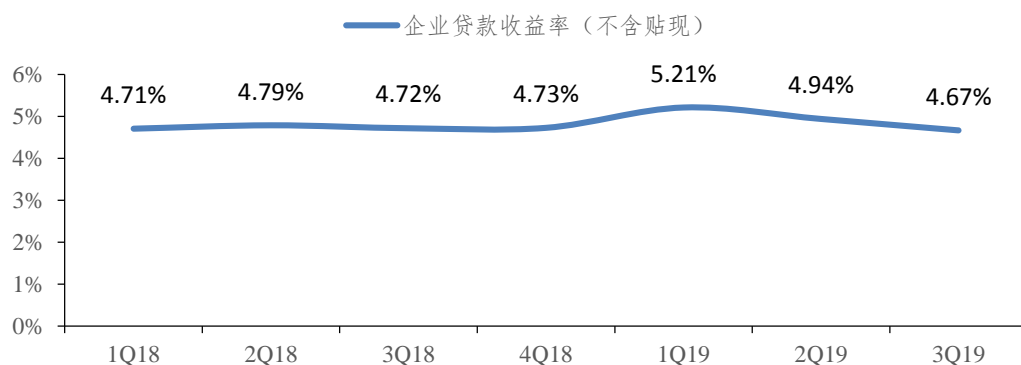
未来零售有了核销额度后，如果将风险成本略微提升，损失率容忍度上调到 3.5-4%（现在是 3%），净利率会变成 4-4.5%（现在是 5%），其实还是能赚很多钱。其实平安是愿意将新一贷的通过率提高到 40% 的，因为零售的业务是比较可控的，不像对公和大的环境联系比较紧密，一笔大的出问题可能就是十几亿的不良，零售相对来说更分散、可控。

3.1.2 对公贷款：集团综合金融模式，低风险、中等收益

今年平安银行对公贷款的风险偏好一直在降低，着重做低风险的核心企业。平安银行 1Q19 企业贷款收益率有个比较明显的上升，一方面和房地产开发贷款占比提高有关，房地产开发贷的利率较高，另一方面和 1Q19 贷款议价上行有关；2Q19 后平安银行企业贷款收益率逐季往下，显示了平安银行一直在降低风险偏好。

未来在集团联动下，平安银行的对公能够更好的做到中等收益和低风险平衡。未来传统的房地产走向了不会太快的发展道路，但是广义的不动产、产业园、旧城改造还是有很多的机会，基建也会有很多机会。平安所组建的基建团队不是传统银行模式的团队，而是从投资到建设到运营全面覆盖。投资过程中，现有存量的基建项目在降杠杆，可以用险资把它买了，这是股性资金；在建设过程中，需要银行的资金周转，这是债性资金；建成之后，运营稳定，有现金流，可以用券商把它证券化掉，而且证券化还可以分级，夹层资产可以投到理财子公司的池子里。银行在这个过程中，起到了了解、找到、识别资产、创设产品、定价的作用。在集团综合金融的模式下，银行对核心企业不再是纯粹的乙方，而是把甲方、乙方的业务捆绑在一起做，银行的获客能力和议价能力也会更高。

图 6：平安银行对公贷款收益率



资料来源：公司财报，长城证券研究所

表 5: 平安银行对公贷款行业结构

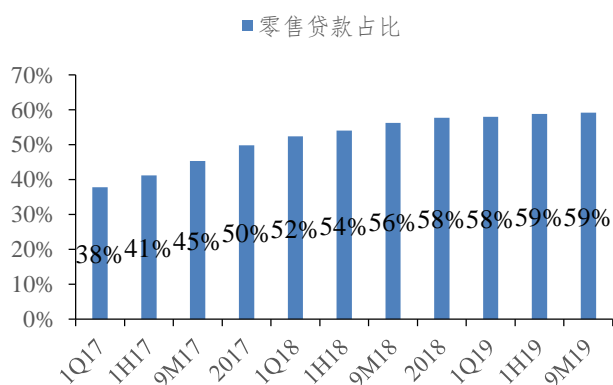
	2017	1H18	2018	1H19
制造业	16.9%	17.6%	14.9%	13.6%
社会服务、科技、文化、卫生业	16.0%	19.0%	18.0%	18.1%
交通运输、邮电	5.7%	5.6%	4.9%	4.4%
农牧业、渔业	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
采掘业	6.9%	6.1%	5.1%	4.2%
房地产业	18.2%	19.1%	22.0%	25.1%
能源业	3.0%	2.9%	2.7%	2.2%
建筑业	5.7%	5.4%	5.7%	5.5%
商业	13.8%	12.1%	12.6%	12.0%
其他	12.6%	11.4%	13.4%	14.3%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

3.2 负债端: 存款成本改善刚刚开始

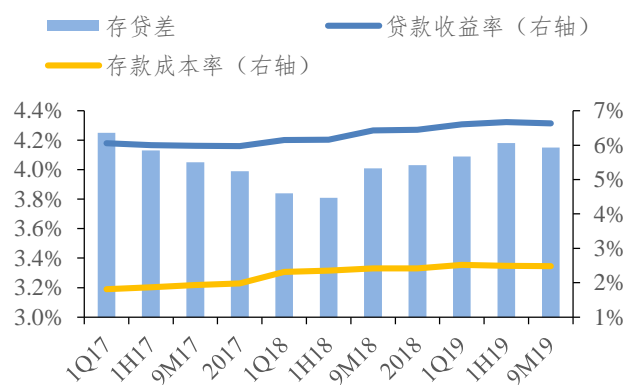
虽然平安银行从 2017 年起, 资产端零售占比改善十分显著, 也带来了贷款收益率的明显提高, 但由于负债端的劣势, 贷款收益率的提升基本都被存款成本的上升吃掉了, 直到 2018 年的下半年才有所改观, 即存款成本的上升幅度开始小于贷款收益率的提升了, 到了 2019 年 2 季度开始存款成本更是开始边际往下。未来只要存款端能够不拖后腿, 资产端结构的优化带来的收益率的提升, 将会完全反映到息差里; 而如果存款成本能够继续下行, 更将额外的增厚息差。

图 7: 平安银行零售贷款占比



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 8: 平安银行存贷款利率和存贷差



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

存款成本的上升, 一是利率变化, 二是结构变化。(1) 利率变化: 我们看到, 活期存款无论是对公还是零售, 成本都是比较稳定的; 上升幅度大的主要是定期存款, 目前看 18 年 4 季度开始零售定期存款成本稳住了, 19 年 2 季度开始对公定期存款成本也稳住了; (2) 结构变化: 我们看到, 17 年开始到 19 年 1 季度, 成本最低的活期存款占比在下降 (从 34.4% 下降到 30.1%), 成本最高的定期存款占比在上升 (从 49.3% 上升到 58.8%), 成本介于活期和定期之间的保证金存款占比也在下降 (从 16.2% 下降到 11.0%)。不过 19 年 2 季度开始有了变化, 定期存款占比下降了 1.5 个百分点, 活期存款占比上升了 1 个百分点。

表 6: 平安银行存款付息率水平

	1Q17	1H17	9M17	2017	1Q18	1H18	9M18	2018	1Q19	1H19	9M19
活期存款	0.55%	0.56%	0.56%	0.56%	0.53%	0.54%	0.56%	0.55%	0.55%	0.54%	0.54%
企业活期	0.61%	0.62%	0.62%	0.62%	0.59%	0.61%	0.63%	0.63%	0.63%	0.61%	0.61%
个人活期	0.32%	0.31%	0.31%	0.31%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
定期存款	2.70%	2.76%	2.82%	2.90%	3.28%	3.31%	3.37%	3.37%	3.50%	3.51%	3.50%
企业定期	2.69%	2.73%	2.77%	2.85%	3.16%	3.18%	3.25%	3.25%	3.42%	3.42%	3.43%
个人定期	2.76%	2.97%	3.12%	3.24%	3.85%	3.88%	3.90%	3.88%	3.76%	3.79%	3.74%
保证金存款	1.75%	1.82%	1.92%	1.99%	2.48%	2.63%	2.67%	2.72%	2.68%	2.71%	2.71%
吸收存款	1.81%	1.87%	1.93%	1.98%	2.31%	2.35%	2.42%	2.42%	2.52%	2.49%	2.48%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

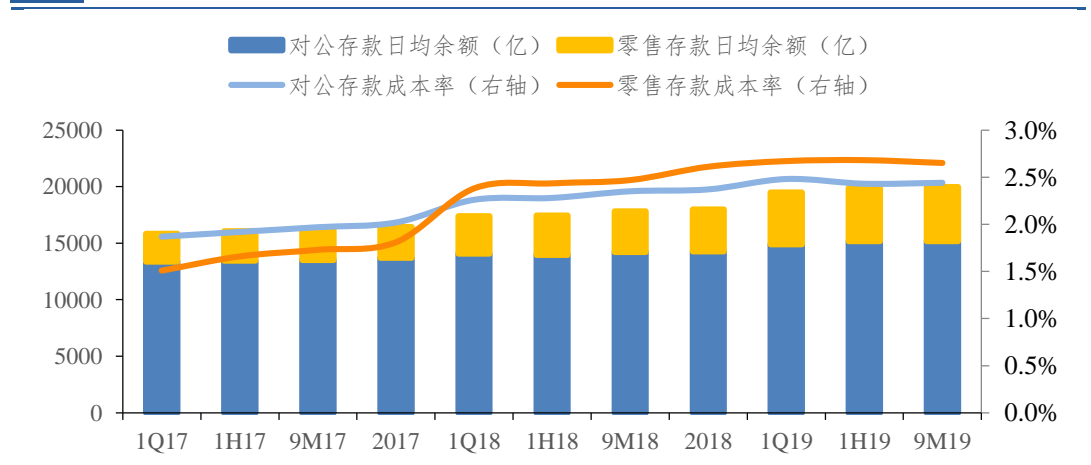
表 7: 平安银行存款结构

	1Q17	1H17	9M17	2017	1Q18	1H18	9M18	2018	1Q19	1H19	9M19
活期存款	34.4%	34.2%	33.8%	33.7%	31.2%	31.3%	30.9%	30.9%	30.1%	31.3%	31.3%
企业活期	27.8%	27.4%	26.9%	26.7%	24.4%	24.3%	23.9%	23.8%	22.9%	24.1%	24.0%
个人活期	6.7%	6.8%	6.9%	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%	7.1%	7.3%	7.3%	7.4%
定期存款	49.3%	50.5%	51.7%	52.3%	55.0%	55.4%	56.3%	56.7%	58.8%	57.3%	57.3%
企业定期	42.9%	43.6%	44.7%	45.0%	45.4%	45.1%	45.7%	45.7%	45.2%	43.6%	43.4%
个人定期	6.4%	6.9%	7.0%	7.2%	9.7%	10.3%	10.6%	10.9%	13.6%	13.7%	13.8%
保证金存款	16.2%	15.2%	14.5%	14.1%	13.8%	13.3%	12.8%	12.4%	11.0%	11.4%	11.4%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

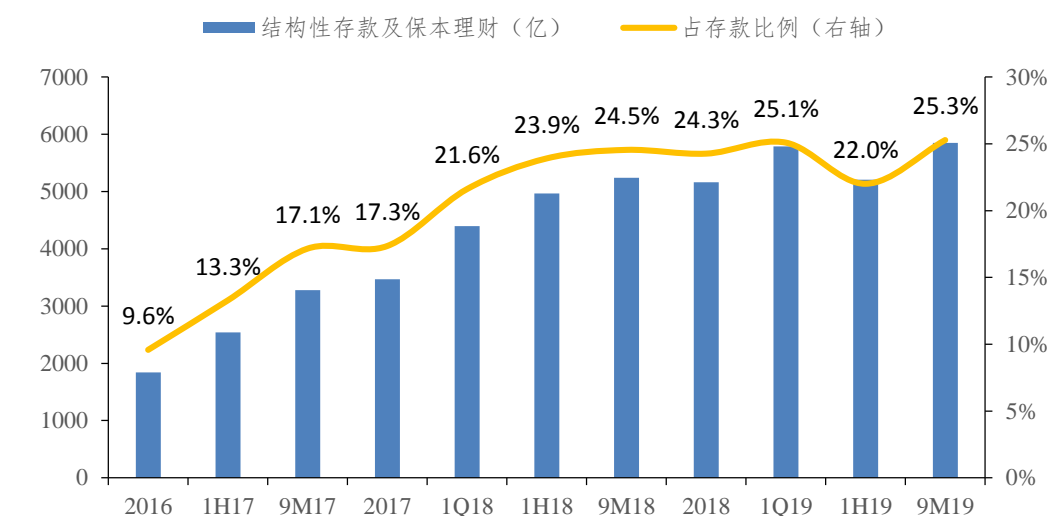
过去为什么存款成本在提高、结构又在恶化? 其实跟平安银行压缩对公一般贷款有很大关系, 对公贷款压缩导致对公存款的派生困难, 而贷款规模又在增长, 这个缺口只能靠高成本的存款去补。由于平安前两年零售突破的主要精力都放在资产端(去年下半年开始才把精力转向负债端), 即用消费贷款的模式去做, 这部分客户是缺钱的难以贡献存款, 所以这段期间平安银行吸收了比较多高成本的结构存款。从数据上也可以看出来, 2016年平安银行零售存款成本比对公存款成本低 29bp, 但到了 2018 年平安的零售存款成本反而比对公存款高出了 24bp。

图 9: 平安银行对公、零售存款日均余额和付息率



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 10: 平安银行结构性存款及保本理财余额和占比

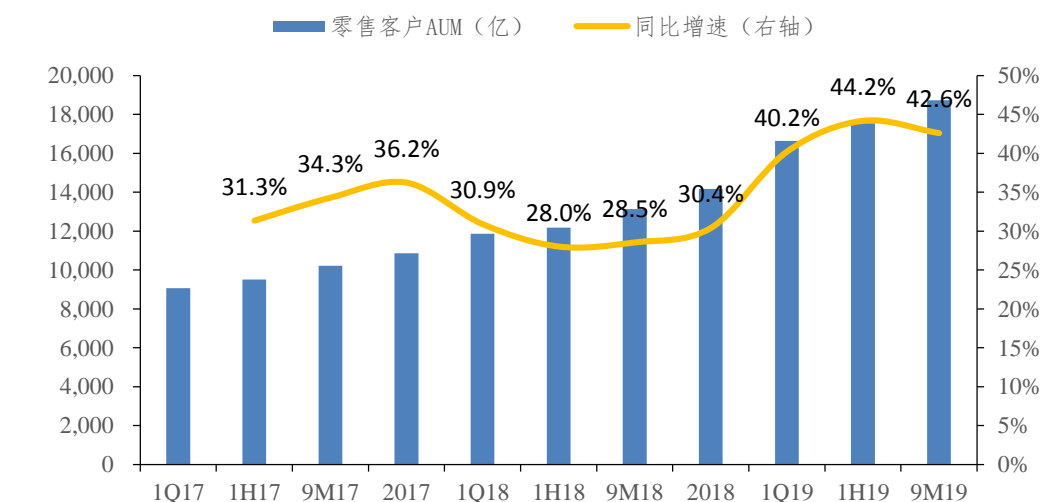


资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

所以, 如果未来平安银行的对公业务能够平衡的发展, 不再压缩, 对公派生的存款其实能够很大程度上减轻存款成本的压力。平安银行在今年 3 季度可转债全部转股, 再加上平安独有的对公综合金融模式, 补充资本后平安的对公业务会重新做起来。

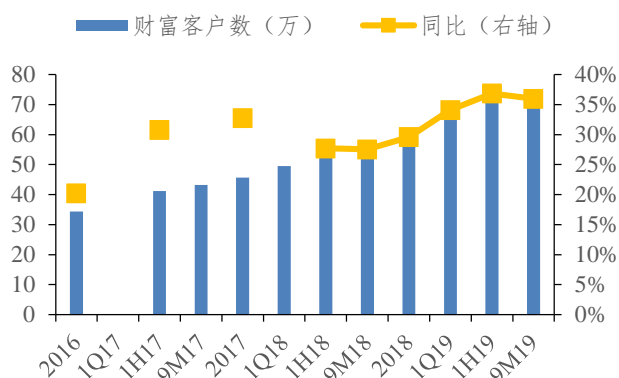
再就是看零售客户 AUM 的做大。零售的 AUM 越大, 能够沉淀的零售存款也越多, 也就意味着不需要太多高成本的存款。目前集团对平安银行财富管理的考核是 AUM 的增速是要持续远超行业增长, 目标定得比较高, 虽然有难度, 但要达到也不是不可能。另外从更远一些来看, 以后年轻客群买理财都会从手机上买, 谁的 APP 体验好、用的人多, 负债端财富管理做起来的逻辑就强。现在平安口袋银行月活数已达到 3000 万, 在股份行中仅次于招行。

图 11: 平安银行零售客户 AUM 及增长



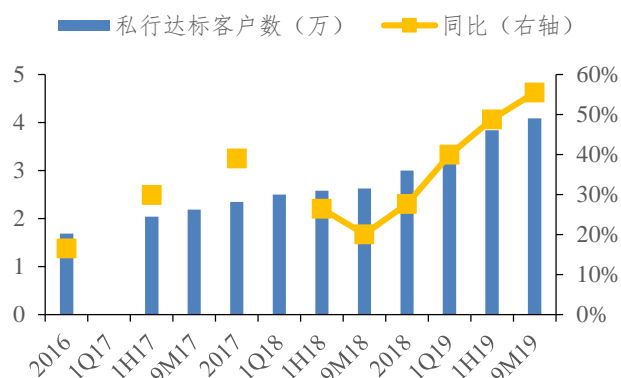
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 12: 平安银行财富客户数及增长



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 13: 平安银行私行达标客户数及增长



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 14: 平安银行口袋银行 APP 月活数



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

4. 投资建议

我们在上篇深度《平安, 不平凡》中详细阐述了平安银行的护城河以及业务改善的逻辑, 本篇报告主要测算平安银行未来 ROE 的提升空间以及如何落地。我们未来会持续看到平安银行不良生成下降、利润增速提高, 预计 2019-2021 年净利润同比增长 16.3%、17.9%、19.4%, 当前估值 1.0x20PB, 目标估值 1.3x20PB, 维持行业首选和强烈推荐的评级。

风险提示: 经济失速导致资产质量恶化、对公进展不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (亿)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	增长指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利息收入	740	747	884	1,001	1,140	收入增长					
手续费及佣金	307	313	352	389	426	净利润增速	2.6%	7.0%	16.3%	17.9%	19.4%
其他收入	10	106	119	131	144	拨备前利润增速	-4.4%	9.6%	16.4%	12.2%	12.5%
营业收入	1,057	1,166	1,355	1,520	1,710	税前利润增速	0.7%	6.9%	16.3%	17.9%	19.4%
营业税及附加	(10)	(11)	(13)	(15)	(17)	营业收入增速	-2.0%	10.3%	16.2%	12.1%	12.5%
业务管理费	(316)	(354)	(409)	(459)	(516)	净利息收入增速	-3.1%	1.0%	18.3%	13.1%	13.9%
拨备前利润	731	801	933	1,046	1,177	手续费及佣金增速	10.1%	2.0%	12.6%	10.4%	9.6%
计提拨备	(429)	(479)	(558)	(604)	(649)	营业费用增速	3.9%	12.0%	15.7%	12.1%	12.5%
税前利润	302	322	375	442	527	规模增长					
所得税	(70)	(74)	(86)	(102)	(121)	生息资产增速	8.2%	8.8%	11.8%	11.3%	11.7%
净利润	232	248	289	340	406	贷款增速	15.5%	17.2%	12.0%	16.0%	16.0%
资产负债表						同业资产增速	-15.4%	-15.6%	15.0%	5.0%	5.0%
贷款总额	17,042	19,975	22,372	25,952	30,104	证券投资增速	6.3%	5.2%	20.2%	3.1%	2.9%
同业资产	2,312	1,950	2,243	2,355	2,473	其他资产增速	7.4%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
证券投资	8,070	8,503	10,220	10,532	10,838	计息负债增速	10.1%	5.7%	11.1%	11.4%	11.7%
生息资产	30,088	32,736	36,604	40,755	45,508	存款增速	4.1%	7.4%	12.0%	14.0%	14.0%
非生息资产	2,397	1,450	1,621	1,805	2,015	同业负债增速	23.4%	-3.5%	15.0%	0.0%	0.0%
总资产	32,485	34,186	38,226	42,560	47,524	股东权益增速	9.8%	8.1%	21.6%	10.5%	11.3%
客户存款	20,004	21,286	23,840	27,177	30,982	结构指标					
其他计息负债	9,384	9,570	10,432	11,005	11,664	存款结构					
非计息负债	876	930	1,033	1,151	1,286	活期	37.9%	32.9%	33.5%	34.5%	35.5%
总负债	30,264	31,786	35,305	39,334	43,932	定期	46.9%	54.3%	53.0%	52.0%	51.0%
股东权益	2,221	2,400	2,920	3,226	3,592	其他	15.2%	12.8%	13.5%	13.5%	13.5%
财务指标						贷款结构					
每股指标						企业贷款(不含贴现)	49.3%	40.1%	38.0%	37.5%	37.0%
每股净利润(元)	1.35	1.45	1.49	1.75	2.09	个人贷款	49.8%	57.8%	59.0%	59.5%	60.0%
每股拨备前利润(元)	4.26	4.67	4.81	5.39	6.06	其他指标					
每股净资产(元)	11.77	12.82	14.02	15.60	17.48	资产质量					
每股总资产(元)	189.19	199.10	196.98	219.31	244.89	不良贷款率	1.70%	1.75%	1.67%	1.58%	1.50%
P/E	11.9	11.2	10.8	9.2	7.7	正常	94.60%	95.52%			
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9	关注	3.70%	2.73%			
P/PPOP	3.8	3.5	3.4	3.0	2.7	次级	0.73%	0.90%			
利率指标						可疑	0.20%	0.23%			
净息差(NIM)	2.56%	2.38%	2.55%	2.59%	2.64%	损失	0.77%	0.62%			
净利差(Spread)	2.47%	2.26%	2.38%	2.42%	2.47%	拨备覆盖率	151.08%	155.24%	194.10%	226.80%	254.64%
贷款利率	5.97%	6.39%	6.47%	6.34%	6.26%	资本状况					
存款利率	1.93%	2.40%	2.49%	2.46%	2.43%	资本充足率	11.20%	11.50%	13.33%	12.85%	12.45%
生息资产收益率	5.12%	5.19%	5.12%	5.11%	5.15%	一级资本充足率	9.18%	9.39%	10.32%	10.18%	10.09%
计息负债成本率	2.64%	2.93%	2.73%	2.70%	2.67%	核心一级资本充足	8.28%	8.54%	9.57%	9.51%	9.50%
盈利能力						其他数据					
ROAA	0.75%	0.74%	0.80%	0.84%	0.90%	分支机构数量	1079	1057			
ROAE	12.07%	11.76%	11.73%	11.84%	12.66%	员工数量	25847	27674			
拨备前利润率	2.36%	2.40%	2.58%	2.59%	2.61%	总股本(亿)	171.70	171.70	194.06	194.06	194.06

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

