

科技引领，零售突破：打造全球领先的智能化商业银行

——平安银行(000001.SZ)首次覆盖报告

公司深度

科技引领，零售突破，对公做精：深圳发展银行吸收合并原平安银行，并更名为“平安银行股份有限公司”，平安集团为平安银行的控股股东。平安银行背靠平安集团，金融牌照齐全、优势明显。在利率市场化推进过程中，银行业整体净息差承压，对公业务压力较大，平安银行布局“三步走”战略稳步推进，对公零售齐发力，零售业务占比明显提升。

资产规模持续走高，AUM保持快速增长：资产端：资产规模持续扩张，零售业务发展迅速。平安银行资产规模持续走高，扩张速度长期位于同业前列，尤其是生息资产的扩张是拉动利润增长的主要驱动因素之一。**负债端：**存款规模持续扩大，零售存款增速较快。平安银行存款主要以定期存款为主，企业存款占比仍较高，零售存款占比逐年提升，未来存款结构还有较大的优化空间，定期存款占比下降将有助于降低计息负债成本率，进而缓解成本压力。

资产质量持续改善：零售转型开启后，平安银行个人贷款占比提升，相较于对公业务，零售业务的不良率相对较低，加之对公贷款质量也有所改善，不良率逐年改善。此外，平安银行资本补充机制不断完善，资本充足率提高。

净利润增速较高，净息差优势明显：平安银行净利润保持较高增速，远高于行业平均，接近股份制银行龙头的水平，转型动能正不断转化为实际业绩产出。平安银行净息差自2015年以来均处于上市同业中的前列，主要得益于生息资产收益率较高，远高于同业平均水平，同时负债端成本也有所降低。

零售业务不断扩张，中间业务实力提升：零售业务收入显著提升，平安银行个人贷款占总贷款的比重逐年提高，且其净利差高于传统对公业务；零售业务有助于分散风险，降低公司不良贷款率，且零售客户端黏性高，平安银行持续推进综合金融服务，能为平安银行带来更多中间业务收入。**中间业务持续发力，非息收入占比提升，**近年来处于同业前列，特别是银行卡业务收入占比持续攀升。同时，在推动LUM增长成效显著后，平安银行着手攻坚AUM，大力发展私人银行业务。

盈利预测、估值与评级：我们采用两阶段DDM和相对估值法，对平安银行进行估值。在DDM的方法下，我们得出公司估值水平为16.5-18.9元；在相对估值法下，我们得出的股价为17-18.9元。综合上述两种方法，得出的目标价为16.5-18.9元，对应PB为1.32倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：业务转型带来的经营风险；监管趋严导致政策风险；疫情冲击带来的市场风险。

财务摘要和估值指标(2020年6月22日)

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	850,317	1,047,080	1,151,788	1,232,413	1,318,682
增长率(%)	10.31%	18.26%	8.56%	9.15%	8.57%
净利润(百万元)	24,818	28,195	32,042	36,441	40,749
增长率(%)	7.02%	13.61%	13.64%	13.73%	11.82%
ROAE(%)	10.67%	10.51%	9.68%	9.85%	9.86%
EPS(摊薄/元)	1.45	1.45	1.65	1.88	2.10
P/E	9.46	9.41	8.28	7.28	6.51
P/B	1.07	0.98	0.88	0.78	0.70

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年6月22日

推荐(首次覆盖)

郑嘉伟(分析师)

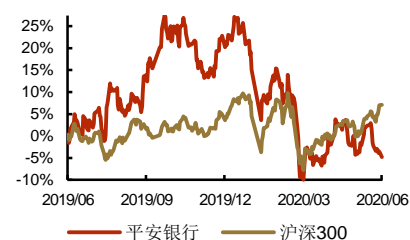
zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

市场数据 时间 2020.06.22

收盘价(元):	12.64
一年最低/最高(元):	11.91/17.6
总股本(亿股):	194.06
总市值(亿元):	2,452.91
流通股本(亿股):	194.06
流通市值(亿元):	2,452.89
近3月换手率:	25.41%

股价一年走势



类型	一个月	三个月	1年
相对	-4.96	-11.76	-7.51
绝对	-1.36	2.44	2.79

相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们采用两阶段DDM和相对估值法,对平安银行进行估值。对于无风险利率,我们采用过去一年的10年国开债利率均值,同时运用敏感性测试畸形估值标准衡量。在DDM的方法下,我们得出股票估值水平为16.5-18.9元,对应PB为1.20-1.40倍;在相对估值法下,我们得出的股价为17-18.9元,对应PB为1.30-1.40倍。综合上述两种方法,得出的目标价为16.5-18.9元,对应PB为1.32倍。

关键假设

我们假设受到疫情的影响,中国经济在2020年有一个缓慢恢复的过程,因此带动银行业被进一步低估。与此同时,全球银行业受经济增速放缓、低利率时代和新兴市场风险暴露的影响,信贷规模增速放缓,“资产荒”、“利差收窄”和“风险暴露”是我国银行业的三重挑战,监管趋严和数字化进攻者也不容小觑。作为一流大行,平安银行零售业务可能会受整体宏观经济的影响,敏感性较高。

我们与市场的观点的差异

市场的一些观点认为,平安银行的快速发展得益于其自身各方面业务的快速发展。我们分析认为,平安银行的发展和背后的平安集团是分不开的。平安集团发展综合金融,集团的战略就是立足旗下各大金融平台,实现客户衣食住行玩的全方位金融需求,因此平安银行的客户数量得到一定的保证,为其各项业务的发展奠定良好客户基础。

股价上涨的催化因素

依托平安集团,在客户资源、平安六大生态系统、综合金融服务全面发展等方面具有“天然”优势;零售转型成效显著,资产结构持续优化、净息差优势明显;科技赋能优势凸显,智能化服务提升效率;非利息收入占比持续提升,私人银行加速发力,理财业务、手续费及佣金的收入有望持续增长。

投资风险

业务转型带来的经营风险;监管趋严导致政策风险;疫情冲击带来的市场风险,例如信用风险、利率风险和流动性风险;其他风险:不可抗力带来的风险,例如新冠病毒使机构暂停营业等。

目 录

1、 平安银行：科技引领，零售突破，对公做精.....	5
1.1、 公司股权结构：依托平安集团，加强内部资源整合.....	5
1.2、“三步走”战略稳步推进，对公零售齐发力.....	7
2、 资产规模持续走高，AUM 保持快速增长.....	9
2.1、 资产端：资产规模持续扩张，零售业务发展迅速.....	9
2.1.1、 生息资产规模快速扩张，结构持续优化.....	9
2.1.2、 零售业务占比提升，收益率优势明显.....	10
2.2、 负债端：存款规模持续扩大，零售存款增速较快.....	11
3、 资产质量持续改善.....	14
3.1、 资产质量分析：不良贷款率逐年改善.....	14
3.2、 监管指标：资本补充机制不断完善，资本充足率提高.....	16
4、 净利润增速较高，净息差优势明显.....	16
5、 营收特征：零售业务不断扩张，中间业务实力提升.....	18
5.1、 利息收入分析：零售业务收入显著提升.....	18
5.1.1、 个人贷款占比逐年提升.....	19
5.1.2、 个人贷款收益率优势显著.....	19
5.2、 消费金融模块优势明显.....	20
5.2.1、 平安银行信用卡.....	20
5.2.2、 平安银行“新一贷”.....	21
5.2.3、 平安银行汽车金融贷款.....	21
5.3、 中间业务持续发力，非息收入占比提升.....	22
6、 金融科技赋能.....	24
7、 盈利预测及公司分析.....	25
8、 公司估值及投资建议.....	26
8.1、 绝对估值.....	26
8.2、 相对估值.....	28
8.3、 股价驱动因素.....	28
9、 风险提示.....	29
附录：财务预测摘要.....	30

图表目录

图 1： 平安银行发展历程.....	5
图 2： 平安银行机构持股情况（%）.....	6
图 3： 中国平安集团金融牌照齐全.....	7
图 4： 平安银行零售转型战略路径.....	8
图 5： 从 BANK1.0 到 BANK4.0.....	8
图 6： 平安银行零售贷款规模持续扩张.....	9
图 7： 平安银行零售业务收入占比逐年提升（%）.....	9
图 8： 平安银行资产持续扩张（亿元）.....	9
图 9： 平安银行资产规模扩张速度较快（%）.....	10
图 10： 平安银行贷款占比较高.....	10

图 11: 平安银行资产分类情况 (亿元)	10
图 12: 平安银行生息资产收益率位于同业前列 (%)	11
图 13: 平安银行计息负债 (亿元)	12
图 14: 平安银行吸收存款稳步增长	12
图 15: 平安银行应付债券占比提升	12
图 16: 平安银行定活期存款情况 (元)	13
图 17: 平安银行个人及企业存款情况 (元)	13
图 18: 平安银行计息负债成本率略高于行业平均 (%)	14
图 19: 平安银行不良贷款率持续改善 (%)	14
图 20: 平安银行对公不良率有所回落 (%)	15
图 21: 平安银行分行业不良率情况 (%)	15
图 22: 平安银行拨备覆盖率处于同业中上游水平 (%)	15
图 23: 平安银行资本充足率提升 (%)	16
图 24: 平安银行资本充足率升至同业中游 (2020Q1, %)	16
图 25: 平安银行净利润同比增长率名列前茅 (%)	17
图 26: 平安银行净利润增速较高 (亿元, %)	17
图 27: 平安银行 ROE (%)	17
图 28: 平安银行净息差在股份制银行中位居前列 (%)	18
图 29: 平安银行个人贷款业务收入规模、占比均上升	19
图 30: 平安银行个人贷款占比逐年提高	19
图 31: 平安银行个人贷款结构	19
图 32: 平安银行个人贷款收益率较高 (%)	20
图 33: 平安银行个人贷款收益率处于同业前列 (%)	20
图 34: 平安银行信用卡有效卡量持续扩张	20
图 35: 平安银行信用卡贷款余额快速增长, 位于同业前列 (亿元)	21
图 36: 平安银行非利息收入占比逐年提高	23
图 37: 平安银行非利息收入占比位于同业前列	23
图 38: 平安银行非利息收入持续扩张 (亿元)	23
图 39: 平安银行私行 SAT 模式	24
图 40: 平安银行管理费用 (亿元)	24
图 41: 平安银行管理费用位于同业中游 (亿元)	24
图 42: 平安银行人均创收快速增长 (元)	25
图 43: 2019 年平安银行人均创收为股份行首位 (元)	25
表 1: 公司前十大股东持股情况	6
表 2: 公司净利息收入预测	25
表 3: 公司中间业务收入预测	26
表 4: 公司生息资产、付息负债情况	26
表 5: 海外对标公司对比图	26
表 6: 关键性假设	27
表 7: 各阶段预测值	27
表 8: 敏感性分析	28
表 9: 各银行盈利比较	28

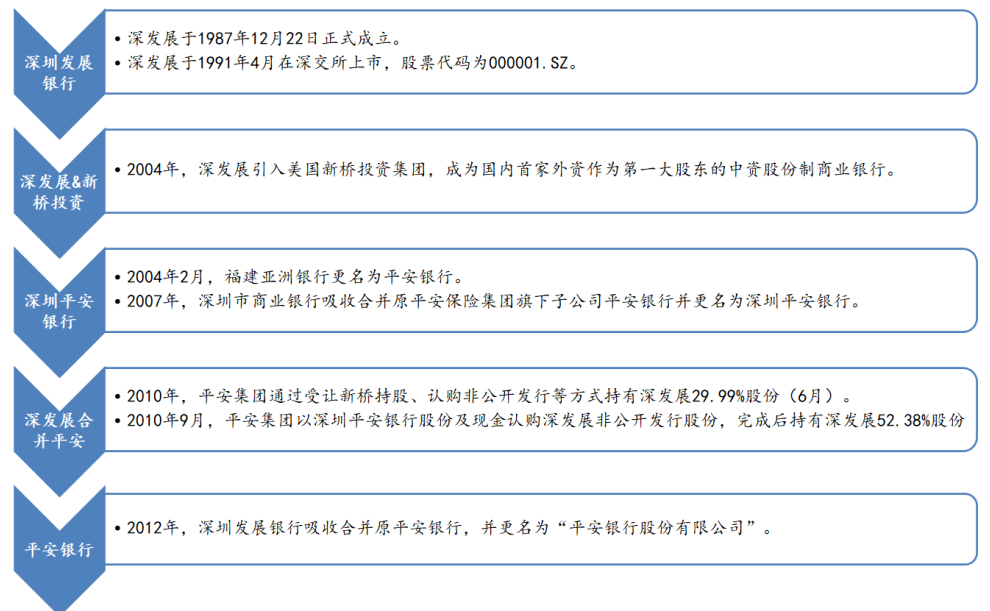
1、平安银行：科技引领，零售突破，对公做精

平安银行（000001.SZ）是中国平安保险（集团）股份有限公司控股的跨区域经营的股份制商业银行，总部位于广东省深圳市，其前身深圳发展银行是中国内地首家公开上市的全国性股份制银行。截至2019年末，平安银行在职员工34253人，全国共计91家分行、1058家营业机构为客户提供多种金融服务。平安银行的业务发展和经营特色深受权威机构好评，2019年《财富》世界500强企业第29位，居全球金融企业第4位，中国500强企业第4位，蝉联中国保险业第1位和非国有企业第1位；2019年《福布斯》全球上市公司2000强第7位，蝉联全球多元保险企业首位，同时继续蝉联中国保险企业第一位等荣誉。

1.1、公司股权结构：依托平安集团，加强内部资源整合

平安银行前身为深圳发展银行，是国内首家面向社会公众公开发行股票并上市的商业银行。深圳发展银行于1987年在深圳成立；1991年4月在深交所上市，股票代码为000001.SZ；2004年美国新桥投资集团入主深发展成为第一大股东，深发展也成为国内首家外资作为第一大股东的中资股份制商业银行；2004年2月19日，福建亚洲银行更名为平安银行，总部由福州迁至上海；2010年，平安保险集团受让新桥持有的深发展5.20亿股股份，并通过认购非公开发行等方式持有深发展29.99%的股份（2010年6月），同年9月平安集团以持有的深圳平安银行股份及现金，认购深发展非公开发行股份，交易完成后平安集团持有深发展52.38%股份；2012年，深圳发展银行吸收合并原平安银行，并更名为“平安银行股份有限公司”。

图1：平安银行发展历程



资料来源：Wind，新时代证券研究所

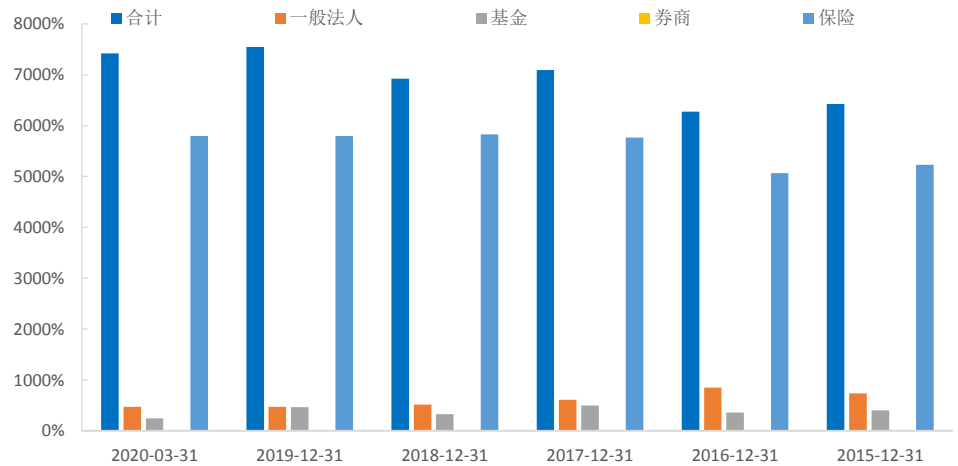
中国平安保险（集团）股份有限公司及其控股子公司持有平安银行股份共计占比约57.94%，为平安银行的控股股东。前十大股东中除了平安集团及其控股子公司外，还有香港中央结算有限公司、中国证券金融股份有限公司、中央汇金资产管理有限责任公司、深圳中电投资股份有限公司、河南鸿宝企业管理有限公司、全国社保基金一一七组合、以及交通银行-易方达50指数证券投资基金。

表1: 公司前十大股东持股情况

股东名称	2020年一季度持股数(百万股)	持股比例(%)
1 中国平安保险(集团)股份有限公司-集团本级-自有资金	9,619	49.56
2 香港中央结算有限公司(陆股通)	1,670	8.60
3 中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	1,186	6.11
4 中国平安人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品	440	2.27
5 中国证券金融股份有限公司	429	2.21
6 中央汇金资产管理有限责任公司	216	1.11
7 深圳中电投资股份有限公司	163	0.84
8 河南鸿宝企业管理有限公司	103	0.53
9 全国社保基金一一七组合	95	0.49
10 交通银行-易方达50指数证券投资基金	61	0.31
合计	13,981	72.03

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

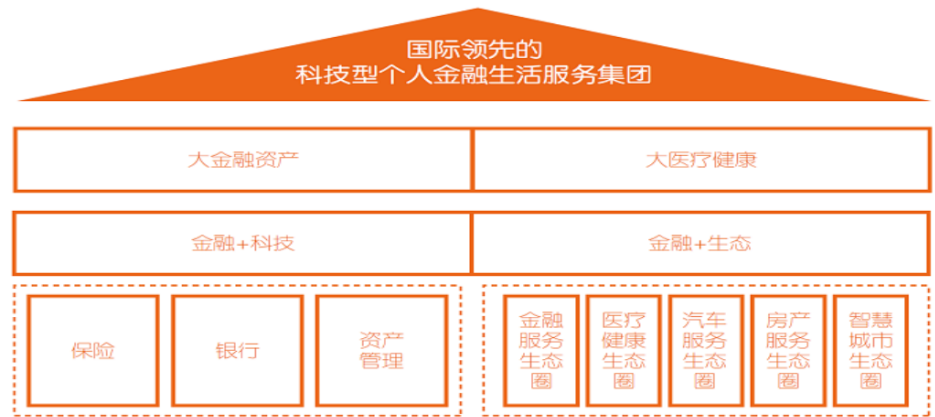
从机构持股来看, 2020年一季度机构持股占平安银行流通A股比为74.19%, 较2019年底小幅下行1.28个百分点; 持仓机构77家(共计234只), 较2019年底133家(共计809只)的数量大幅下行, 其中, 一般法人和保险持股比例较2019年底未变动, 基金持股比例则几乎减半, 从2019年底的4.67%降至1Q20的2.43%, 主要减持的机构大多为持有量较小的基金公司和券商。

图2: 平安银行机构持股情况(%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

平安银行背靠平安集团, 金融牌照齐全、优势明显。平安集团致力于打造国际领先的科技型个人金融生活服务集团, 平安集团旗下有平安人寿保险、平安财产保险、平安养老保险、平安健康保险、平安银行、平安信托、平安证券、平安资产管理、平安基金以及平安国际融资租赁、陆金所等各类金融子公司, 能够为客户提供保险、银行、资产管理以及互联网金融等全方位金融服务。同时平安银行通过依托和整合平安集团内部资源, 能够为客户提供更全面更便捷一体化综合金融服务。

图3： 中国平安集团金融牌照齐全

**平安成员**

中国平安人寿保险股份有限公司
 平安养老保险股份有限公司
 平安银行股份有限公司
 平安证券股份有限公司
 平安不动产有限公司
 平安基金管理有限公司
 陆金所控股有限公司
 平安健康医疗科技有限公司
 平安医疗健康管理股份有限公司
 深圳平安综合金融服务有限公司
 平安城市建设科技（深圳）有限公司

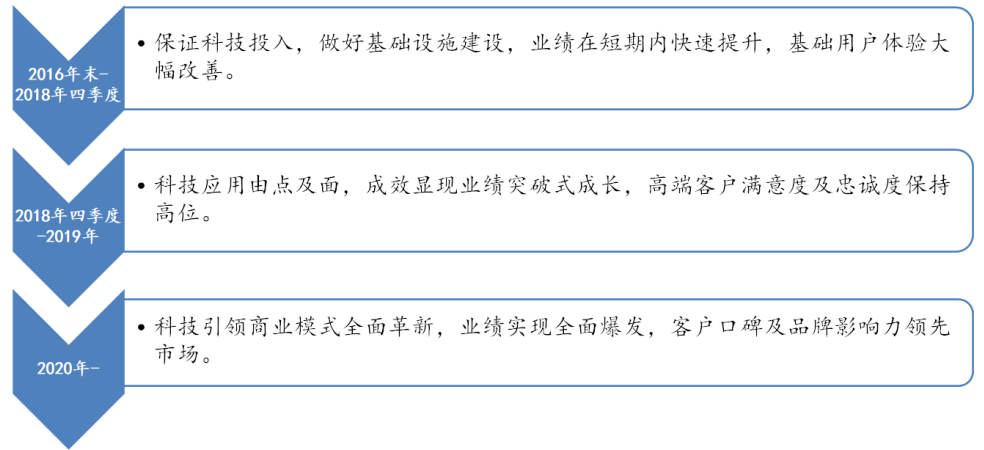
中国平安财产保险股份有限公司
 平安健康保险股份有限公司
 平安信托有限责任公司
 平安资产管理有限责任公司
 中国平安保险海外（控股）有限公司
 平安国际融资租赁有限公司
 平安普惠企业管理有限公司
 壹账通金融科技有限公司
 平安科技（深圳）有限公司
 平安国际智慧城市科技股份有限公司

资料来源：中国平安官网，新时代证券研究所

1.2、“三步走”战略稳步推进，对公零售齐发力

在利率市场化推进过程中，银行业整体净息差承压，对公业务压力较大，我国商业银行积极布局零售转型。在转型战略方面，2012年平安银行与深发展整合后，贯彻坚持“三步走”战略。第一步，3~5年，以对公业务为主，同时构建零售业务快速发展的强大基础，跻身股份制银行第二梯队；第二步，5~8年，以对公和零售业务并重，实现各项业务协调发展，跻身股份制银行第一梯队；第三步，8~10年，以零售业务为主导业务，构建利润的主要来源。

历经四年，在2016年半年度业绩发布时，时任平安银行行长邵平表示平安银行完成了“三步走”战略的第一步。至此，在2016年平安银行“三步走”战略正式迈入第二步，开始向零售和对公业务并重格局转变，提出以客户为本、一站式、OMO以及开放互联四大原则；以及“People、Portal、Planner、Portfolio、Provider、Platform”6P蓝图，致力于打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”。得益于平安集团的综合金融资源优势，平安银行拥有庞大的个人客户基础、强大的品牌影响力、覆盖广泛的销售网络、完备的综合金融产品体系以及成熟稳固的风控体系，为全面推进零售转型、打造领先的智能化零售银行提供强大的核心竞争力支持。

图4: 平安银行零售转型战略路径

资料来源：平安银行官网，新时代证券研究所

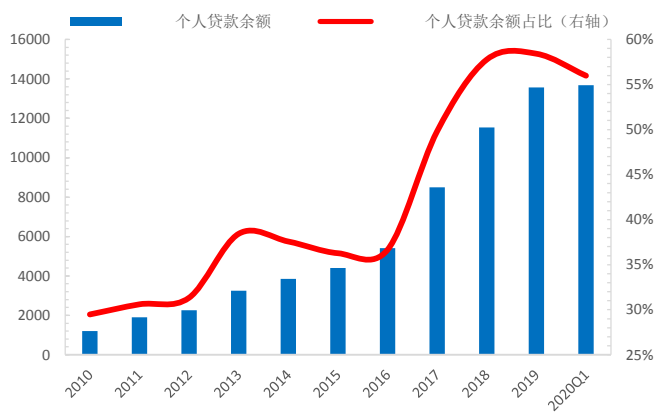
同时，在“互联网+”时代，平安银行加速科技赋能，从传统的资本驱动模式转变为科技驱动型模式，依靠大数据、区块链、云计算于人工智能等创新科技力量跨入智能化零售银行，以支持核心业务变革。实现真正以客户为中心，打造具有互联网思维、并通过科技引领、组织敏捷形成新流量入口的“金融+互联网”智能化零售银行。2017年平安银行行长胡跃飞提出“轻资产”“轻资本”的双轻转型，他表示高资本消耗、重资产运行的传统发展模式难以为继，“双轻”转型已然成为银行业发展的必然趋势。走“轻资产”“轻资本”的轻型银行发展道路，在利差收窄、金融脱媒、企业需求多元化的背景下显得尤为重要。在供应链金融领域，数字化正在打破传统供应链金融的桎梏，迎来“双轻”时代的新发展空间。

图5: 从BANK1.0到BANK4.0

资料来源：平安银行官网，新时代证券研究所

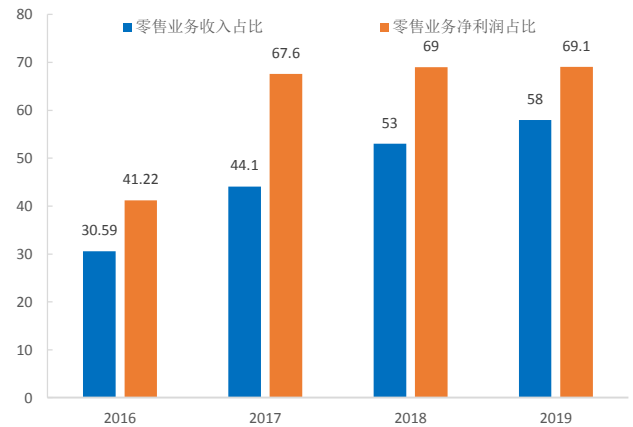
平安银行自开启零售转型至今，卓有成效，零售业务占比明显提升。平安银行零售贷款规模迅速扩张，个人贷款余额从2016年的5409.44亿元快速扩张到2020Q1的13681.98亿元，涨幅高达152.93%；个人贷款规模占总贷款的比重也从2016年的36.65%扩张到2020Q1的55.98%。此外，平安银行零售营业收入占比和零售利润占比均过半，零售业务收入占比也从2016年的31%扩张到2019年的57.97%；零售业务净利润占比也在2019年达到69.1%的高位（2016年仅为41.22%）。

图6：平安银行零售贷款规模持续扩张



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：平安银行零售业务收入占比逐年提升 (%)



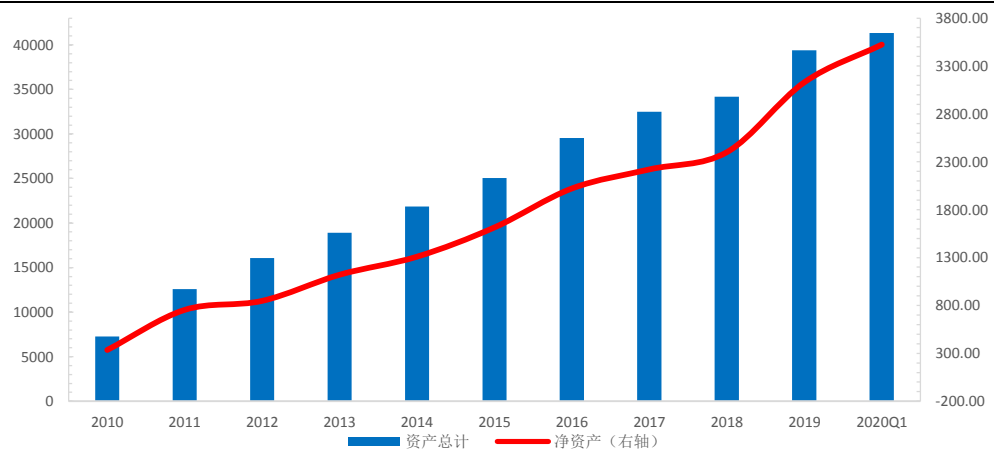
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、资产规模持续走高，AUM 保持快速增长

2.1、资产端：资产规模持续扩张，零售业务发展迅速

自深圳发展银行吸收合并平安银行、平安集团成为平安银行控股股东以来，平安银行资产规模持续走高，且增速较快。平安银行资产规模从2010年的7276.10亿元扩张至2020年Q1的41322.98亿元，涨幅高达467.93%，年化增长率接近19%；净资产规模也由2010年的335.13亿元扩张至2020Q1的3523.55亿元，涨幅高达951.4%，年化增长率接近27%。而在平安银行资产中，生息资产占比达到95.5%以上。此外，平安银行致力于零售转型，依托平安集团资源优势，零售业务发展迅速。2020年一季报显示，在疫情冲击下，平安银行管理零售客户增速依然较快，资产规模达到21369.31亿元，较2019年末增长7.8%；零售客户数9864.05万户，较2019年末增长1.6%；平安口袋银行APP注册用户数9621.90万户，较2019年末增长7.5%。

图8：平安银行资产持续扩张 (亿元)



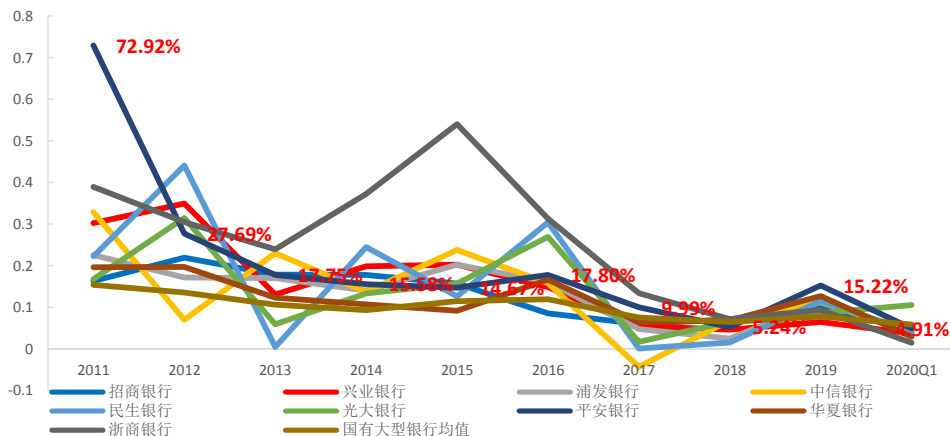
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1.1、生息资产规模快速扩张，结构持续优化

平安银行资产规模稳健扩张，其扩张速度在上市银行同业中长期处于前列，

为平安银行业绩向好提供稳定的基础。2019年平安银行资产规模增速达到15.22%，为上市全国性股份制银行和国有大型银行资产规模增速的首位。营业网点数量方面，截至2020年3月末，平安银行共有92家分行（含香港分行）、1066家营业机构；同时，公司持续推广“轻型化、社区化、智能化、多元化”的零售新门店，2020年3月末，全国已开业323家新门店。资产规模扩张尤其是生息资产的扩张成为带动平安银行利润增长的主要驱动因素之一。

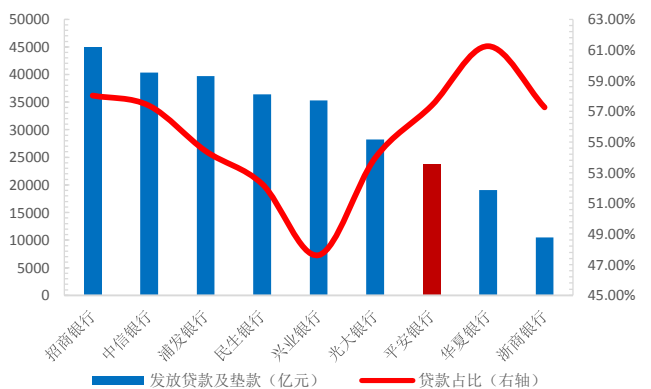
图9：平安银行资产规模扩张速度较快（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

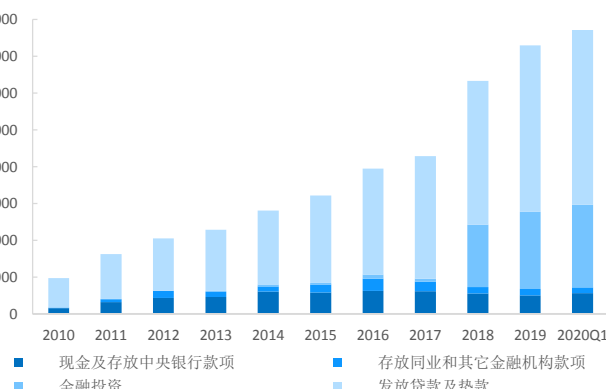
平安银行总资产中95%以上都是生息资产。在平安银行的生息资产中，贷款及垫款占比较高，金融投资占比不断提升。一直以来，平安贷款及垫款占总资产比重都在50%左右，2020年一季度贷款占比高达57.37%，位于股份制银行前列。此外，金融投资占比自2018年来持续扩大，2020年一季度升至11206.31亿元，占总资产之比达到27.12%。这主要是自2018年以来，平安银行开始加大债权投资，整体来看债券投资占金融投资总额的四分之三左右，而交易性金融资产占比在6%左右。

图10：平安银行贷款占比较高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11：平安银行资产分类情况 (亿元)



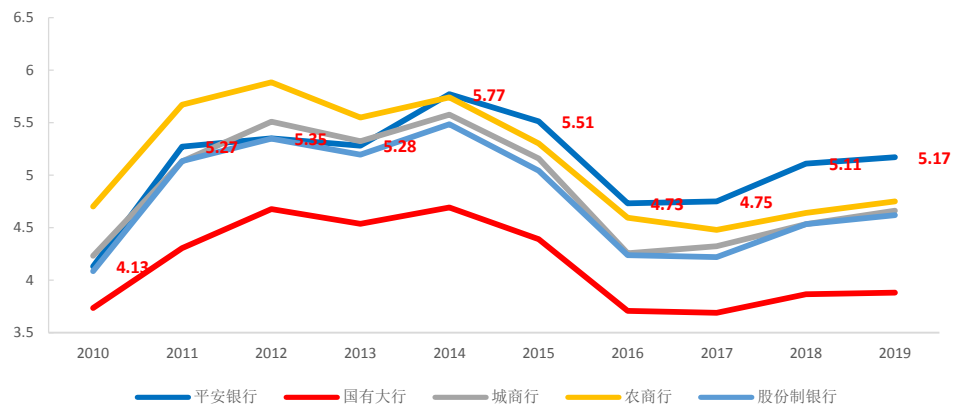
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1.2、零售业务占比提升，收益率优势明显

平安银行生息资产收益率优势明显，2017年-2019年连续三年蝉联上市银行首位。2019年平安银行生息资产收益率高达5.17%，为所有上市银行首位。平安银行生息资产收益率较高，主要得益于零售业务的扩张，而零售贷款收益相对较高且零售贷款占比较大。

拆分来看，2020 年一季报显示，平安银行生息资产主要由发放贷款及垫款（57%）、债券投资（17%）、存放央行（6%）以及票据贴现及同业业务（2%）构成。上述资产收益率由高到低依次是：发放贷款及垫款（6.50%）、票据贴现及同业业务（3.16%）、债券投资（3.12%）、存放央行（1.53%），而同期生息资产收益率为 5.03%。可以发现，贷款收益率显著高于生息资产收益率（长期来看也是如此），而贷款收益率较高且贷款占比较大则拉动整体生息资产收益率上行。贷款中，占比较多的个人贷款收益率更高，达到 7.82%，而企业贷款收益率则仅为 4.54%。进一步说明平安银行零售转型卓有成效，高比例零售贷款带来更高的收益率，推动生息资产收益率上行。

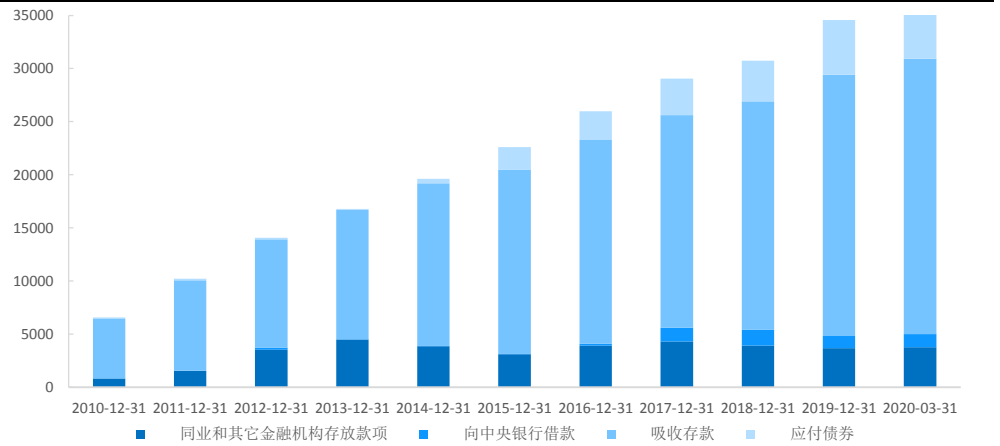
图12： 平安银行生息资产收益率位于同业前列（%）



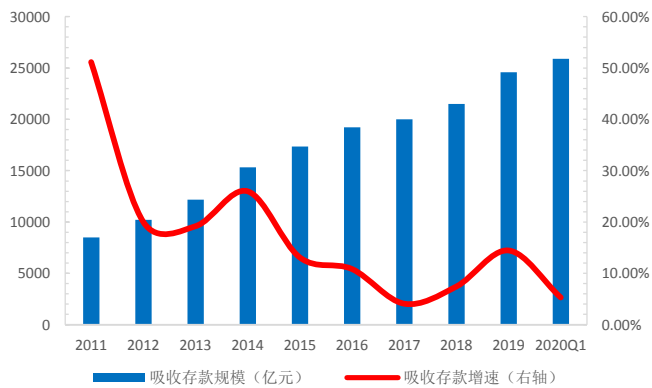
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 负债端：存款规模持续扩大，零售存款增速较快

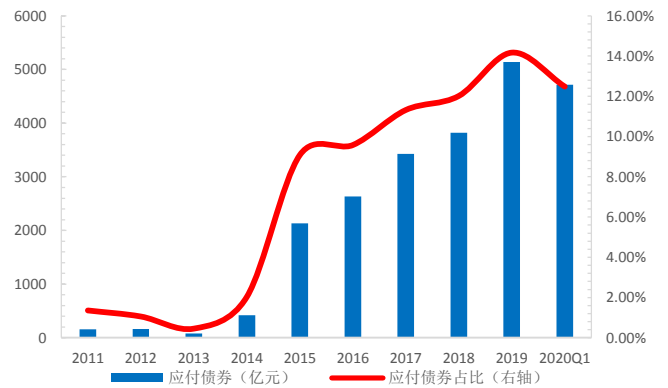
平安银行计息负债中，吸收存款占比最大，应付债券占比提升，同业负债占比有所回落。整体来看，吸收存款是平安银行付息负债中最大的组成部分，占比长期在三分之二以上。由于应付债券、同业负债等其他类别负债规模扩张，平安银行吸收存款占比由 2010 年的 81.1% 回落至 2017 年的 66%，但自 2018 年后又回升至 67% 以上，2020 年 Q1 平安银行吸收存款占比为 68.52%。平安银行积极通过公开市场发行债券募集资金，应付债券逐年提升，其占比从 2010 年的 1.36% 升至 2019 年末的 14.17%，但由于受到疫情影响，2020Q1 平安银行应付债券占比降至 12.48%。此外，由于金融去杠杆，平安银行同业负债占比从 2013 年的 25.33% 下降至 2020Q1 的 10.00%。

图13: 平安银行计息负债(亿元)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

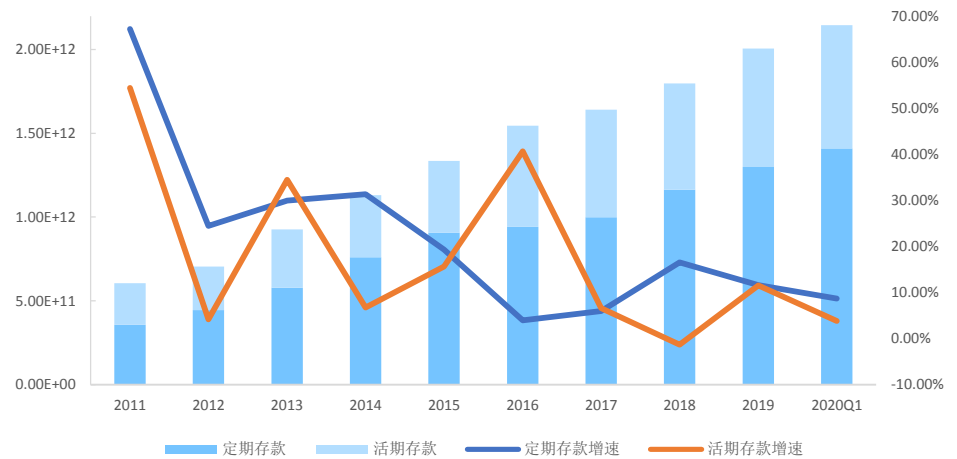
图14: 平安银行吸收存款稳步增长

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 平安银行应付债券占比提升

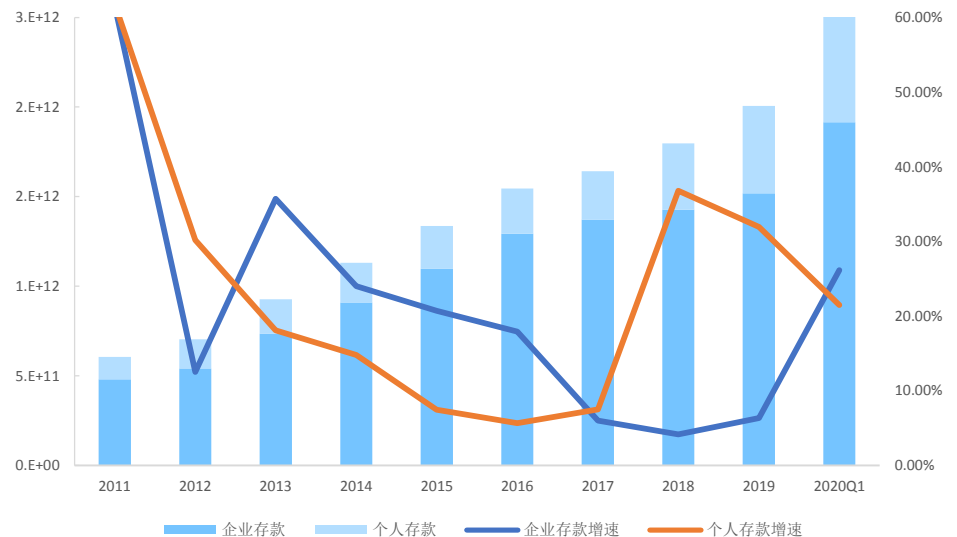
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从平安银行计息负债的主要构成部分——吸收存款结构来看,平安银行存款主要以定期存款为主,占总存款的60%以上,企业存款占比仍较高,占总存款的四分之三以上。平安银行定期存款占比长期稳定在60%以上,2019年平安银行定期存款占比为65.76%,由于定期存款付息率较高,一定程度上抬升计息负债成本率。近3年来,平安银行定期存款增速逐年下降,2020年Q1平安银行定期存款增速降至8.7%。未来平安存款结构还有较大的优化空间,定期存款占比下降将有助于降低计息负债成本率。

图16: 平安银行定活期存款情况(元)

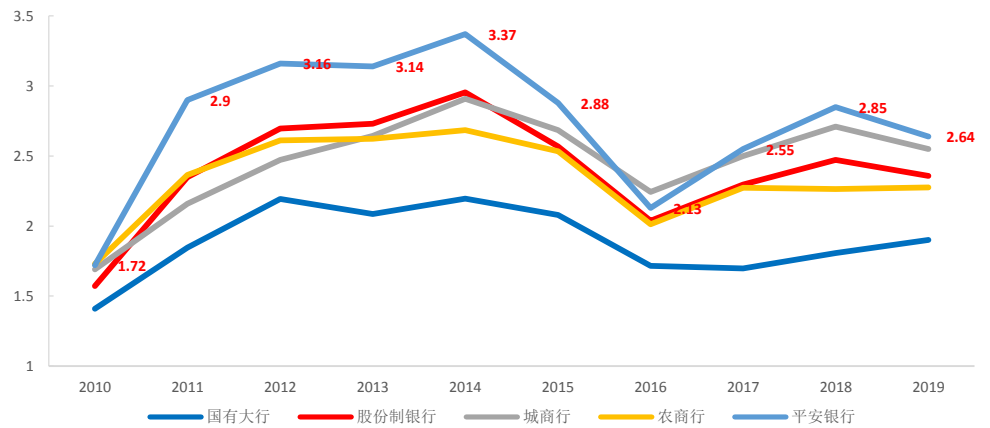
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

自2016年平安银行正式迈入零售转型以来,平安银行零售存款占比逐年提升,且保持较高增速。平安银行零售存款占比从2016年的16.28%升至2019年的24.32%,2020Q1小幅降至23.63%,由于活期存款成本较低,有助于降低公司的计息负债成本率。同时,零售存款增速较快,2018年2019年零售存款增速分别为36.8%和31.9%,2020Q1小幅降至21.48%。零售存款的迅速扩张表明了平安银行零售转型的决心,有助于拓宽公司经营渠道、维持客户粘性。随着平安银行转型战略的进一步深入,未来零售存款占比或将进一步扩张,将有利于缓解成本压力。

图17: 平安银行个人及企业存款情况(元)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

平安银行计息负债成本率优势不明显。2019年平安银行生息资产收益率高达2.64%,为所有上市银行第七高。2020年一季报显示,平安银行计息负债主要由吸收存款(65%)、发行债务证券(14%)、同业业务及其他(14%)构成。上述负债成本率由高到低依次是:发行债务证券(3.22%)、同业业务及其他(2.46%)、吸收存款(2.42%),而同期计息负债成本率为2.54%。平安银行发行债务证券成本率高于计息负债成本率。为补充资本,平安银行发行债券导致应付债券逐年提升,而发行债务证券成本率较高则拉动整体计息负债成本率上行。

图18: 平安银行计息负债成本率略高于行业平均 (%)

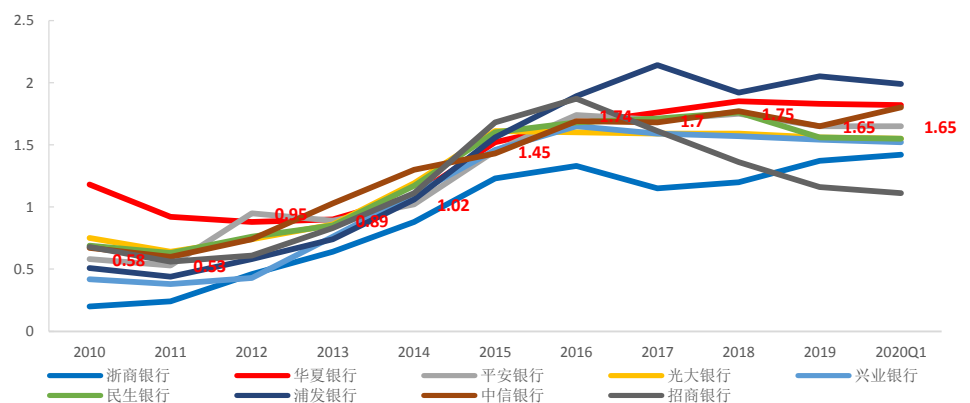
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、资产质量持续改善

3.1、资产质量分析: 不良贷款率逐年改善

平安银行贷款质量不断改善。自2010年以来,平安银行不良贷款率整体呈现先升后降的趋势。2011年至2016年间,受宏观经济增速下行压力增大、信贷风险上升等因素的影响,银行业整体不良贷款率持续承压,加上2014-2016年平安银行以对公业务为主,企业贷款快速扩张,由于企业贷款受宏观经济环境的影响较大,资产质量相对较差,平安银行整体不良率在2016年升至1.74%的高位,位于同业偏下游水平。

自2016年之后,平安银行迈入“三步走”战略的“第二步”零售转型,个人贷款占比提升,加之对公贷款质量也有所改善,平安银行不良率逐年改善。2019年末平安银行整体不良贷款率降至1.65%,2020年一季度仍然为1.65%,相较于2018年末下降0.1个百分点,位于同业中游水平。

图19: 平安银行不良贷款率持续改善 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

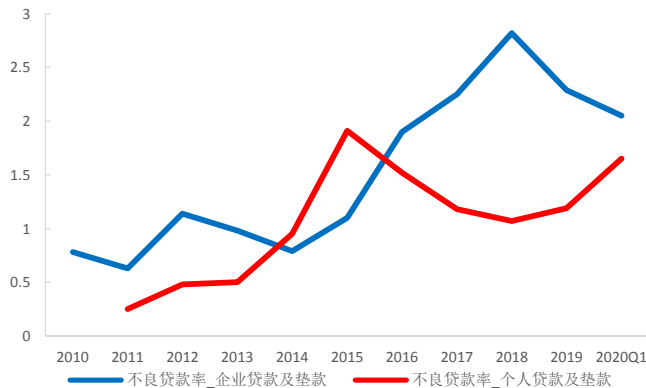
相较于对公业务,零售业务的不良率相对较低,拉动整体不良率改善。2019年末,个人贷款占比已高达58.4%,其中,个人经营性贷款、小额消费贷款的不良率相对较高(2019年为3.55%),是零售业务不良率的主要拖累项,随着平安银行积极主动调整经营性贷款结构,未来经营性贷款不良率有望进一步改善;而房屋按

揭及持证抵押贷款（2019年为0.3%）、汽车金融贷款（2019年为0.74%）的不良率则相对较低；“新一贷”和信用卡不良率在1.5%左右徘徊。

平安银行不良率的改善一方面得益于零售转型开启后个人贷款业务的扩张，另一方面也得益于对公贷款质量的改善。2017年，平安银行严控资产质量，成立特殊资产管理事业部，专责清收；同时专注“从分散到集约、从清收到经营”两大转变。企业贷款不良率自2018年以来的持续回落，2020年一季度平安银行企业贷款不良率降至1.81%，较2018年的2.68%显著下行87BP。

分行业来看，对公不良贷款主要集中在采掘业（2019年不良率为13.55%）、商业（2019年不良率为7.24%）、制造业（2019年不良率为3.43%），均为较易受经济基本面景气程度影响的行业。自2018年以来，平安银行已将上述不良率较高行业的贷款规模压缩，不断优化对公业务贷款结构。2019年末，采掘业贷款规模占比为1.4%、制造业贷款规模占比为4.9%（2013年为15.54%）、商业贷款规模占比为4.2%（2013年为14.82%）。未来，随着平安银行贷款结构的持续优化，整体不良率还有改善的空间。

图20：平安银行对公不良率有所回落（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21：平安银行分行业不良率情况（%）

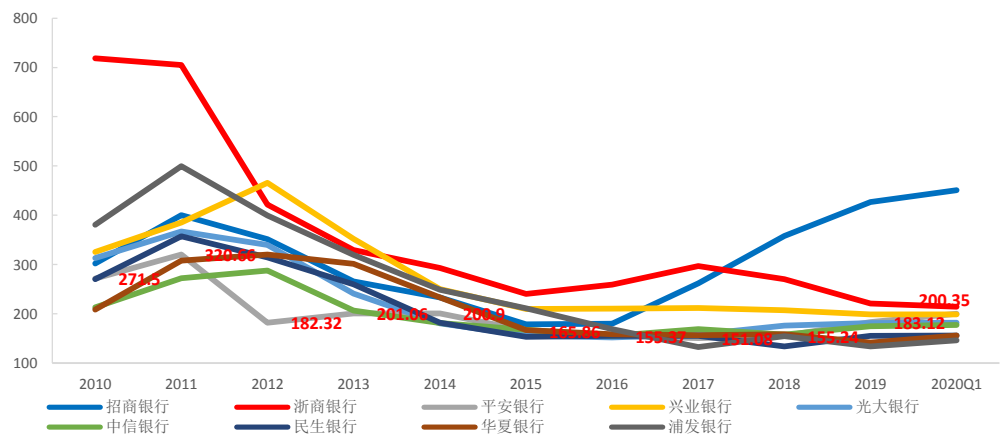
(货币单位：人民币百万元)

行业	2019年12月31日			2018年12月31日			不良率增减
	余额	占比	不良率	余额	占比	不良率	
农牧业、渔业	4,619	0.2%	0.11%	5,837	0.3%	4.90%	-4.79个百分点
采掘业（重工业）	31,891	1.4%	13.55%	41,140	2.1%	2.19%	+11.36个百分点
制造业（轻工业）	114,789	4.9%	3.43%	119,845	6.0%	6.75%	-3.32个百分点
能源业	19,484	0.8%	0.90%	21,745	1.1%	0.62%	+0.28个百分点
交通运输、邮电	43,768	1.9%	3.09%	39,131	2.0%	2.16%	+0.93个百分点
商业	94,407	4.2%	7.24%	101,104	5.1%	7.94%	-0.70个百分点
房地产业	228,663	9.8%	1.18%	176,016	8.8%	1.56%	-0.38个百分点
社会服务、科技、文化、卫生业	158,747	6.8%	1.18%	144,186	7.2%	0.31%	+0.87个百分点
建筑业	40,031	1.7%	2.23%	45,403	2.3%	2.24%	-0.01个百分点
贴现	94,903	4.1%	-	41,702	2.1%	-	-
个人贷款（含信用卡）	1,357,221	58.4%	1.19%	1,154,013	57.8%	1.07%	+0.12个百分点
其他	134,682	5.8%	0.04%	107,407	5.4%	0.09%	-0.05个百分点
发放贷款和垫款本息总额	2,323,205	100.0%	1.65%	1,997,529	100.0%	1.75%	-0.10个百分点

资料来源：平安银行2019年年报，新时代证券研究所

平安银行拨备覆盖率不断提升，处于同业中上游。2020年Q1平安银行拨备覆盖率为200.35%，较2019年年末提升17.23个百分点，在股份制银行中排名第三，仅次于招商银行和浙商银行。

图22：平安银行拨备覆盖率处于同业中上游水平（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

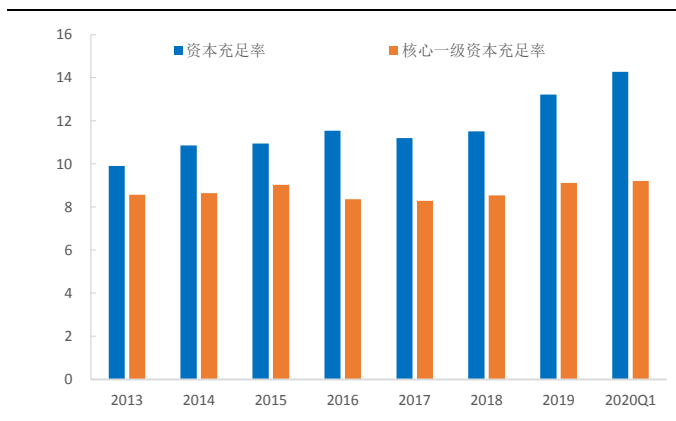
3.2、监管指标：资本补充机制不断完善，资本充足率提高

一直以来，平安银行都长期面临资本充足率偏低的问题，平安银行资本充足率指标虽满足监管要求，但一直位于同业偏下游水平，**2017年、2018年平安银行资本充足率则连续两年处于上市股份制银行的末位**。而资本不足则会直接影响公司竞争实力和抗风险能力。

2019年以来，在通过利润留存补充资本的基础上，**平安银行积极拓展外源性资本补充渠道，持续推进资本工具的发行，进一步充实和优化资本结构**。2019年，平安银行获准发行500亿元永续债，发行募集资金在扣除发行费用后全部计入其他一级资本。经过多次资本补充，2020年Q1，平安银行核心一级资本充足率、一级资本充足率及资本充足率分别为9.20%、11.65%及14.27%，均满足监管达标要求，较2019年末分别提升0.09个百分点、1.11个百分点及1.05个百分点。2020年Q1平安银行资本充足率在股份制银行中排名第三，仅次于招商银行和浙商银行。

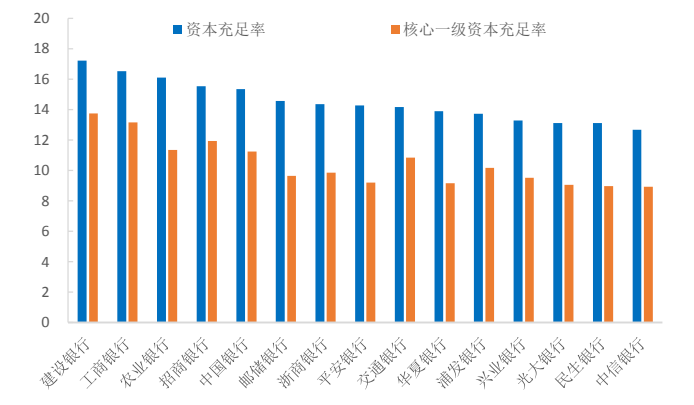
平安银行将继续围绕“轻资产、轻资本”战略要求，进一步完善“内生资本积累为主、外源融资为辅”的资本补充机制，在确保资本充足率保持一定的安全边际和缓冲区间的基础上，更加注重平衡资本充足与资本回报的关系，进一步提升资本回报水平。

图23：平安银行资本充足率提升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24：平安银行资本充足率升至同业中游（2020Q1，%）

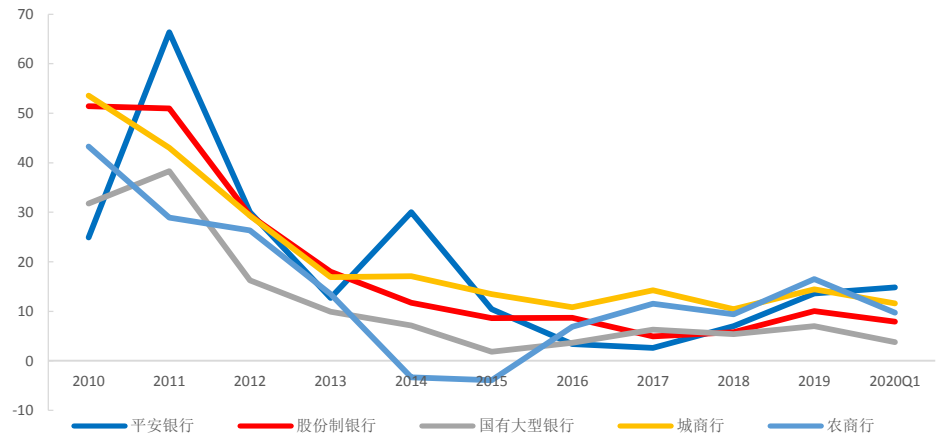


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、净利润增速较高，净息差优势明显

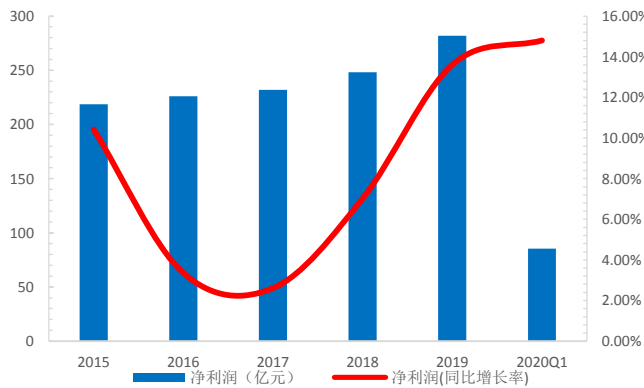
平安银行净利润保持较高增速，转型动能正不断转化为实际业绩产出。平安银行净利润增速远高于行业平均，接近股份制银行龙头的水平。2019年末，平安银行净利润同比增长率高达13.61%，创转型以来的新高，位于上市股份制银行和国有大行的首位，为所有上市银行中的第五位。2020年伊始，在疫情影响下，银行业整体承压，盈利能力受到冲击，但平安银行的盈利表现仍处于同业前列水平，2020年一季度平安银行净利润同比增速高达**14.8%**，仍位居同业前位。但同时，平安银行ROE水平处于同业偏中下游，2019年末平安银行ROE为10.2%。

图25: 平安银行净利润同比增长率名列前茅 (%)



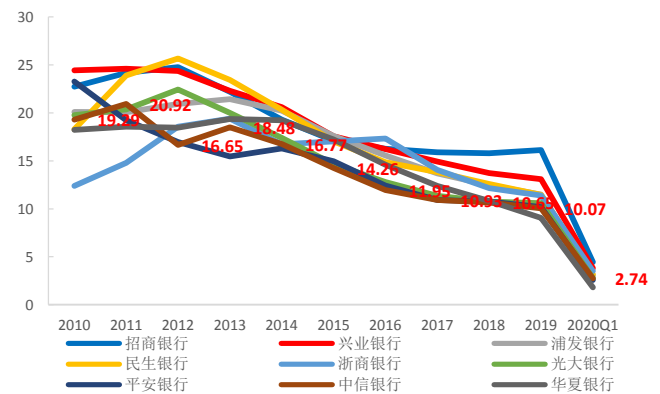
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 平安银行净利润增速较高 (亿元, %)



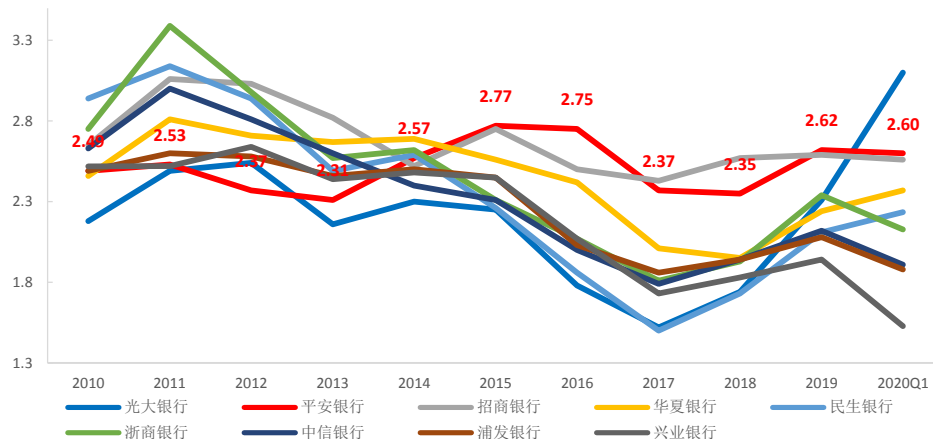
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图27: 平安银行 ROE (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

净息差优势显著。平安银行“三步走”战略转型卓有成效，平安银行净息差自2015年以来均处于上市同业中的前列，主要得益于生息资产收益率较高且位于同业前列。2015年受央行降息、利率市场化进程推进放开存款利率上限以及信贷风险偏好下行，国内银行净息差普遍收窄，但平安银行2015年、2016年净息差仍位于上市股份制银行首位，远高于同业平均水平，这主要得益于平安银行负债端成本降低、资产端收益较高，令净息差逆市攀升。2018年平安银行净息差降至2.35%，为近8年来最低。但之后净息差回升，2019末平安银行净息差为2.62%，为上市股份制银行及国有大型银行首位，在所有上市银行中的第四位。2020年Q1由于受疫情影响，银行业整体净息差承压，平安银行净息差小幅降至2.6%，但仍位于同业前列。

图28: 平安银行净息差在股份制银行中位居前列 (%)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

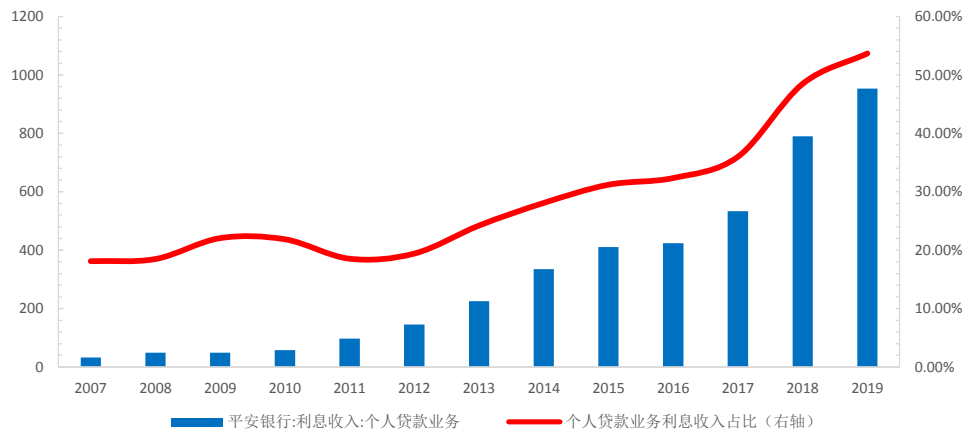
5、 营收特征: 零售业务不断扩张, 中间业务实力提升

依托平安集团, 平安银行零售转型拥有诸多先天优势。平安银行作为平安集团旗下唯一的银行子公司, 拥有集团强大的客户基础, 在客户开拓和获得方面有明显优势, 优质的客户资源有助于零售转型顺利进行; 平安集团旗下有“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈, 能够为客户提供全面的一站式服务, 有助于平安银行推进综合金融服务。

5.1、 利息收入分析: 零售业务收入显著提升

从利息收入来看, **发放贷款及垫款利息收入**, 是平安银行利息收入的最大组成部分。得益于零售转型的顺利推进, 零售贷款业务收入持续增长, 2010 年到 2019 年间, 个人贷款利息收入从 57.38 亿元增长到 952.74 亿元, 10 年复合增长率高达 32.4%; 个人贷款利息收入占总利息收入的比重从 21.86% 升至 53.66%。

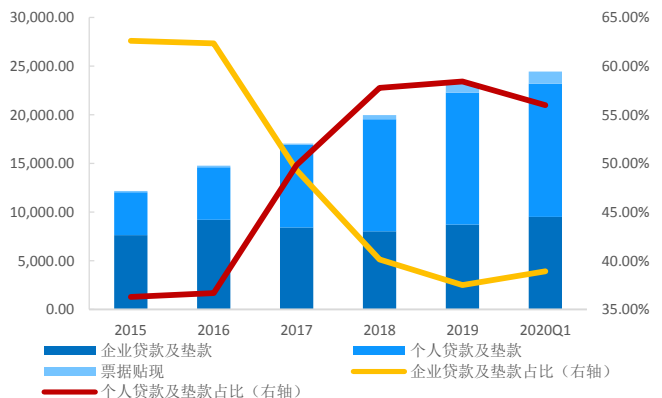
零售业务的优势主要在于: **一是个人贷款的净利差高于传统对公业务**, 2019 年平安银行个人贷款收益率高达 7.74%, 而企业贷款利率仅为 4.79%, 两者成本率比较接近, 其中, 个人和企业存款成本率分别为 2.62% 和 2.42%, 可以得出个人贷款的净利差显著高于企业贷款; **二是有助于分散风险, 降低公司不良贷款率, 零售贷款不良率低于对公贷款**, 2019 年平安银行个人贷款不良贷款率为 **1.19%**, 而企业贷款的不良率为 **2.29%**, 接近个人贷款的两倍, 因此发展零售业务有助于降低平安银行整体不良率; **三是零售客户端黏性高, 平安银行持续推进综合金融服务, 能为平安银行带来更多中间业务收入。**

图29: 平安银行个人贷款业务收入规模、占比均上升

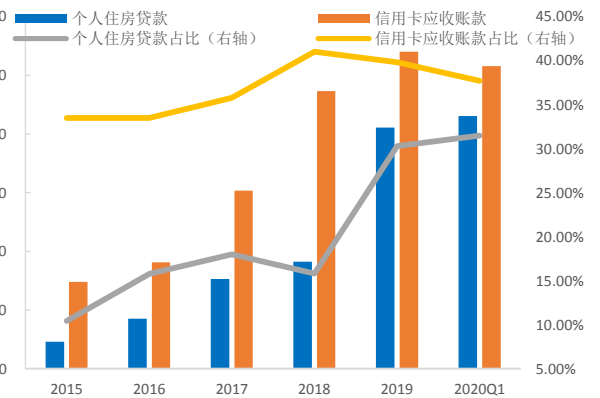
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.1.1、个人贷款占比逐年提升

从贷款结构来看,平安银行个人贷款占总贷款的比重逐年提高,这是平安银行个人贷款利息收入较高的原因之一。2016年之前,企业贷款及垫款占总贷款之比较高达60%以上,但随着公司零售转型开启,个人贷款及垫款占比跃居首位,2019年个人贷款及垫款占总贷款的比例高达58.42%,平安银行零售转型成果明显,业务结构明显优化。在各类零售业务中,信用卡应收账款占比最高,一直维持在30%以上的水平,2018年占比升至41.01%的高位,之后受住房贷款占比的攀升,信用卡贷款占比略有所回落,2019年降至40%左右;此外,个人住房贷款占比持续攀升,2020年Q1个人住房贷款占比升至31.49%,为仅次于信用卡应收账款外的第二大零售贷款类别。

图30: 平安银行个人贷款占比逐年提高

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

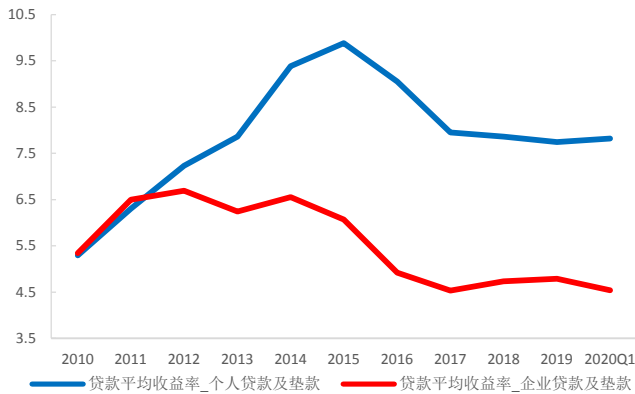
图31: 平安银行个人贷款结构

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.1.2、个人贷款收益率优势显著

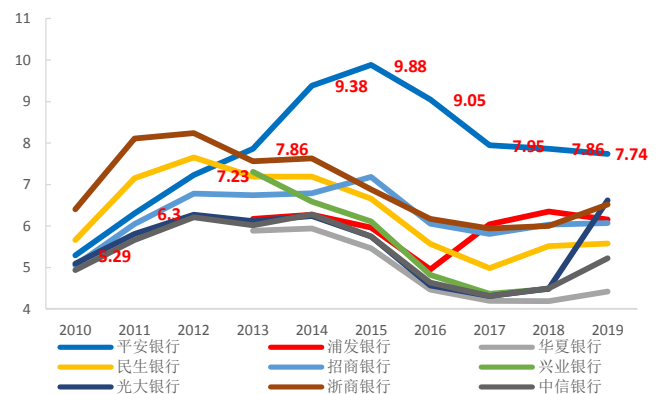
从贷款收益率来看,平安银行个人贷款收益率明显高于企业贷款收益率。2016年平安银行正式开启零售转型,目前零售贷款收入已是其最主要的利息收入。平安银行的零售贷款业务,不仅占总贷款比重较高,且其收益率也较企业贷款更具优势。2020年Q1平安银行个人贷款平均收益率为7.82%,高出企业贷款平均收益率(4.54%)3.28个百分点。此外,平安银行个人贷款平均收益率长期位于同业前列,2014年-2018年平安银行个人贷款平均收益率均为所有上市银行首位,2019年为所有上市银行第二位(7.74%),仅低于常熟银行的8.36%。

图32: 平安银行个人贷款收益率较高 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图33: 平安银行个人贷款收益率处于同业前列 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

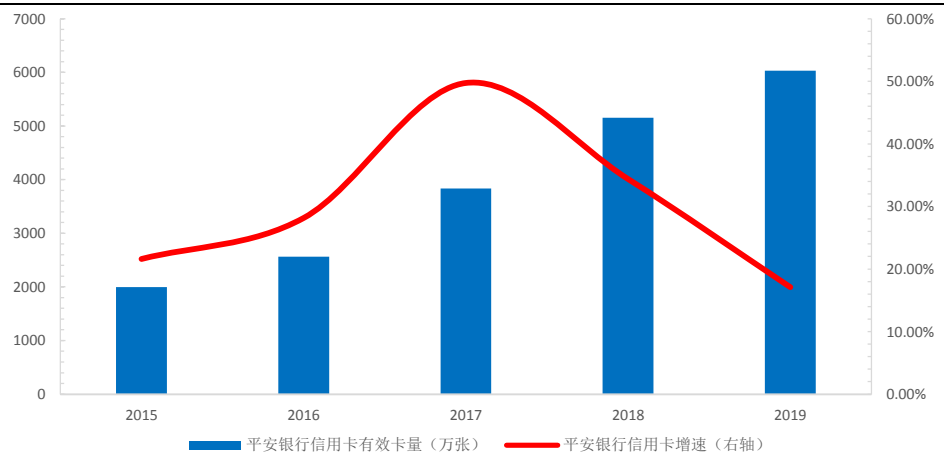
5.2、消费金融模块优势明显

平安银行在传统零售贷款业务上着重发力,不断深化“三大尖兵”——信用卡、“新一贷”和汽车金融的引领作用,在消费金融模块优势明显。并通过产品多元化、流程线上化、业务平台化,不断推动模式创新,促进业务扩张。

5.2.1、平安银行信用卡

平安银行信用卡是平安集团的第二张金融名片。平安银行信用卡营收、利润贡献占比排在首位,流通卡量、跨行 POS 份额、资产收益率均位居上市股份银行前列,获客成本低于行业平均水平,且风险指标优于行业平均水平。平安银行信用卡发卡量自 2017 年以来显著扩张,2017 年、2018 年新增发卡量年均超过 1500 万张,到 2018 年,平安银行信用卡有效卡量较 2016 年实现翻倍增长。2020 年 3 月末,平安银行信用卡流通卡量达 6048.1 万张,较 2019 年末增长 0.3%。

图34: 平安银行信用卡有效卡量持续扩张

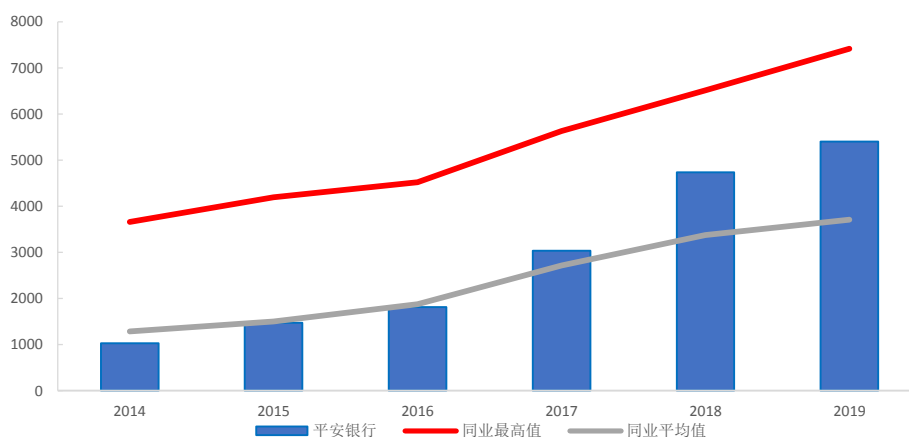


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

在信用卡发卡量上升的同时,平安银行信用卡贷款余额、交易金额也快速增长,远超行业平均,银行卡业务手续费收入大幅提升。2019 年末,平安银行信用卡贷款余额升至 5404.34 亿元,同比增长 14.2%,远超行业平均的 3706.06 亿元;2019 年末,平安银行信用卡总交易金额 33365.77 亿元,同比增长 22.5%。2020 年一季度,平安银行信用卡消费金额受疫情影响有所下滑,自 2020 年 3 月以来,信用卡日消费金额已恢复至疫情前水平,后续将反弹。平安银行信用卡业务手续费收入从

2012年的6.21亿元激增至2019年的**302亿元**，年化增长率高达47.5%，银行卡业务手续费收入占非息收入比重也从33.8%升至65.8%。

图35： 平安银行信用卡贷款余额快速增长，位于同业前列（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国信用卡市场仍有很大空间，根据央行发布的2019年支付体系运行总体情况显示，**2019年全国人均持有银行卡6.03张**，其中，人均持有信用卡和借贷合一卡**0.53张**，相较于发达国家**3-4张**的水平仍有很大的提升空间。未来，平安银行将继续加大力度推动信用卡、贷款产品的线上化投放，并持续加强消费金融业务与私行财富业务的联动，满足中高端客户融资需求。将依托金融科技优势持续打造信用卡“快、易、好”的极致客户体验，强化品牌优势。主要从深化生态化发展，推进跨界合作；提升线上化能力，全方位满足客户用卡需求；强化科技赋能，升级产品与服务体系等几个方面突破。

5.2.2、平安银行“新一贷”

2009年平安银行推出“新一贷”，关注细分长尾客户，开创“普惠型信用贷款”先河，“新一贷”产品积极探索为大众客群提供金融服务，致力于解决小微企业主、个体工商户的融资需求，支持服务于实体经济发展。2019年，平安银行“新一贷”贷款新发放额达到1,120.33亿元，“新一贷”余额1,573.64亿元，较2018年末增长2.4%。

“新一贷”拥有时效承诺、申请门槛低、0抵押0担保、申请便捷、额度适宜、还款灵活等诸多优势。首先，“新一贷”产品承诺在资料齐全的情况下，做到1-3个工作日放款，且仅凭个人信用无需任何担保，只需到银行一次即可完成合同签署，便捷快速的特点有利于吸引客户办理，拓宽客户渠道。其次，在申请门槛方面，虽然要求的平均收入不高，但是也能筛选一部分不符合条件的高风险客户，此外，根据客户不同的资信状况做到额度适宜、还款灵活。最后，依托平安集团综合金融产品，针对寿险、车险客户特供授信方案。

未来，平安银行将继续坚持以客户需求为中心，借助国家消费升级的机遇，进一步丰富消费金融服务场景，完善“新一贷”产品谱系，持续吸引优质客群，提升服务普惠金融的能力。

5.2.3、平安银行汽车金融贷款

依托平安集团“汽车服务”生态圈，平安银行推进汽车金融贷款业务，目前其

市场份额连续 5 年领跑同业;定价持续多年保持较高水平,同时不良率维持在低位;领先同业实现业务流程全线上化,客户满意度大幅高于同业平均水平。2019 年末,平安银行汽车金融贷款新发放额 1566.74 亿元,汽车金融贷款余额 1792.24 亿元。平安银行汽车金融贷款不良率较低,2019 年汽贷不良率仅为 0.74%,仅低于住房按揭贷款。而平安银行汽贷余额占比与“新一贷”余额占比大致相当,但不良率明显较低,有助于压低整体不良贷款率。

平安银行不断拓宽汽贷业务品类,2019 年,平安银行完成二手车商线上平台“车 E 通”及 C 端全流程自主进件产品“掌上车贷”的搭建和发布,产品多样化程度提升。同时,在汽车消费市场整体增速放缓的趋势下,将持续依托科技赋能,通过产品创新、流程优化、AI 智能化等多项举措,深耕汽车生态经营策略,不断提升客户体验和服务效率。

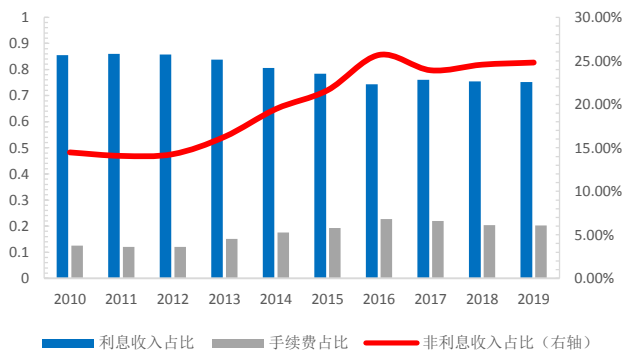
除了上述“三大尖兵”外,平安银行个人房屋按揭及持证抵押贷款也值得关注。该类贷款余额近年来持续攀升,2019 年末占总贷款余额比重升至 17.7%,并且其不良率为各类贷款中最低(2019 年仅为 0.3%,个人贷款不良率为 1.16%),随着个人房屋按揭及持证抵押贷款占比的持续扩张,平安银行整体不良贷款率有望进一步降低,资产质量将进一步提升。2019 年,平安银行个人房屋按揭及持证抵押贷款累计发放 1930.45 亿元;个人房屋按揭及持证抵押贷款余额 4110.66 亿元,较 2018 年末增长 32.3%。加大较低风险的个人房屋按揭及持证抵押贷款以及创新产品的投放,业务结构及客群结构持续优化。

最后就是其他类个人贷款,其中主要包括个人经营性贷款、小额消费贷款等。虽然该类贷款整体占比较小,但是由于经营性贷款手经基本面影响较大,其不良率却是各类贷款中最高的,2018 年不良率高达 7.29%,但在 2019 年回落至 3.17%。

5.3、中间业务持续发力,非息收入占比提升

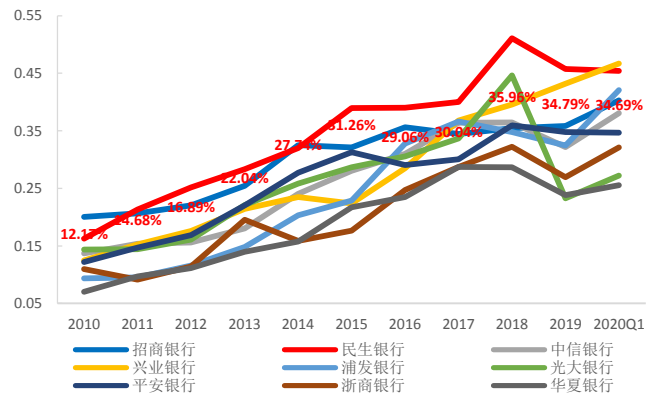
平安银行依托平安集团生态资源、全金融牌照、科技服务以及品牌影响力优势,“综合金融”优势突出,打造“线上+线下”、“金融+科技+生态”的综合金融产品体系和服务平台。平安银行非利息收入占比持续提升,近年来处于同业前列。自 2012 年平安银行与深发展正式合并后,依托平安集团强大的资源优势,平安银行非利息收入占比持续提升,且增速较快。2019 年平安银行非利息净收入 479.97 亿元,同比增长 14.4%,非利息收入占比升至 34.79%,位于上市银行第九,占比长期高于同业均值。而在非利息收入中,占比最高的则是手续费及佣金收入(95%以上),2019 年手续费及佣金收入占非利息收入的 95.6%。

图36: 平安银行非利息收入占比逐年提高



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

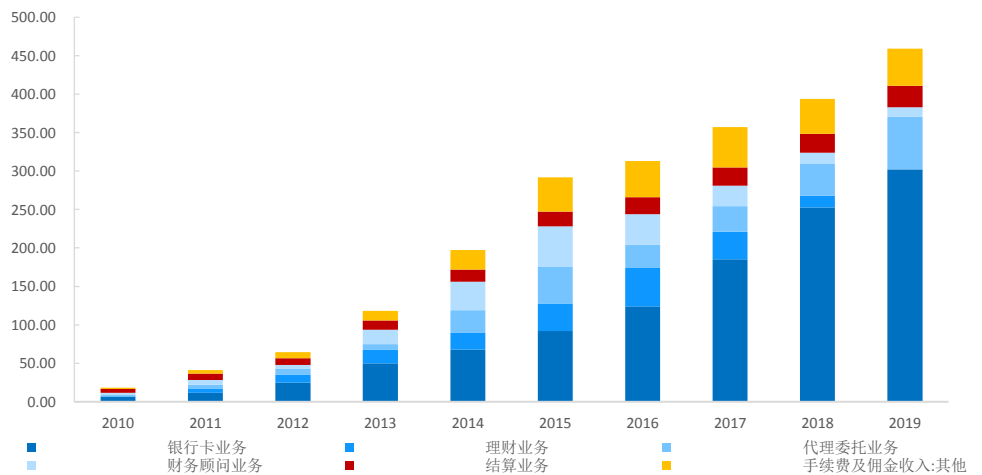
图37: 平安银行非利息收入占比位于同业前列



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从手续费及佣金收入细分项来看，银行卡业务收入占比持续攀升，代理委托业务收入增长较快，财务顾问业务收入占比回落，结算业务收入占比则较为稳定。2019年平安银行手续费及佣金收入459.03亿元，同比增长16.62%，主要来自银行卡手续费收入的持续增加，2019年银行卡业务收入占比为65.79%；代理委托业务收入占比近年持续回升且增速较快，2019代理委托业务收入较2018年大幅上升65.9%，占比升至14.9%；结算业务手续费占比为稳定，自2017年以来稳定在6%以上，2019年占比达到6.08%。

图38: 平安银行非利息收入持续扩张 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

在推动LUM增长成效显著后，平安银行着手攻坚AUM，其中私人银行业务是很重要的组成部分。在2018年10月12日平安集团开放日上，平安银行董事长谢永林表示，平安信托财富管理业务条线将整合入平安银行，意味着平安银行将作为平安集团高净值客户的主要经营阵地。随着平安信托财富团队的加入，平安银行私行综合实力大幅提升，队伍不断壮大，并针对银行需求打造高质量精品化财富管理产品。截至2019年末，平安银行财富客户77.93万户，较2019年末增长31.7%；私行达标客户（私行客户标准为客户近三月任意一月的日均资产超过600万元）4.38万户，较2018年末增长45.7%，其中私行达标客户AUM规模7339.41亿元，较2018年增长60.3%。未来，平安银行私行将基于平安集团客户资源以及金融科技两大优势，将SAT模式引入私行业务，并且进一步打造产品多样化的开放式平台。

图39: 平安银行私行 SAT 模式



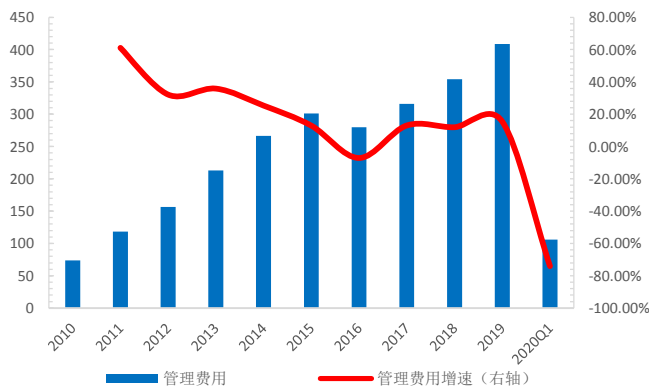
资料来源: 平安银行官网, 新时代证券研究所

6、金融科技赋能

平安银行继承平安集团科技创新基因, 依托平安集团核心技术和资源, 持续利用人工智能、云计算、大数据、区块链、物联网等新技术赋能业务, 形成强大的技术壁垒, 创新业务模式, 有效提升业务产能及效率、节约成本, 优化决策管理, 进一步完善风控体系, 实现全面数字化转型。

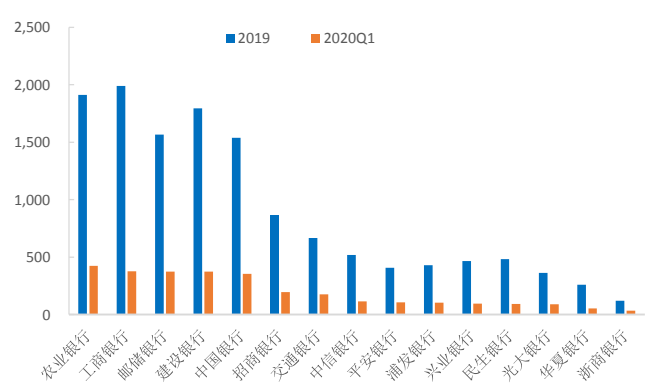
平安银行管理费用位于股份制银行中游水平。2019 年末平安银行管理费用升至 408.52 亿元, 较 2010 年大幅增长 455.05%, 年化增长率为 18.70%。这主要是由于, 一方面, 平安银行大力支持金融科技创新, 加大科技开发投入, 2019 年平安银行 IT 资本性支出及费用投入同比增长 35.8%, 科技人员(含外包)超过 7500 人, 较 2018 年末增长超过 34%; 另一方面, 平安银行推进零售转型所需投入较多, 如拓展业务所需要的员工费用、零售新门店装修改造费用等, 但同时资产结构的改善也令银行收益率提升。

图40: 平安银行管理费用 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图41: 平安银行管理费用位于同业中游 (亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

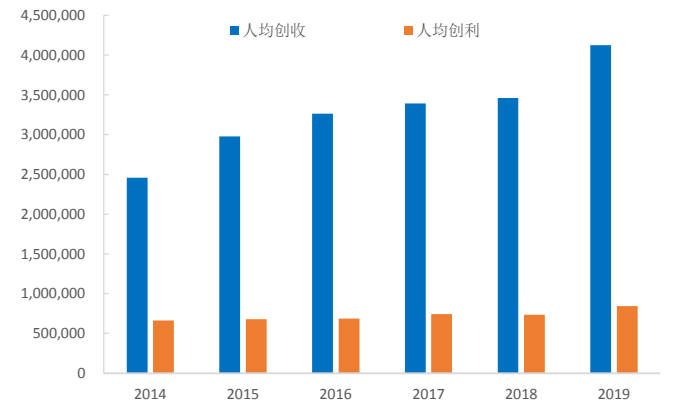
平安银行加大科技投入, 在产能及效率提升、成本控制以及完善风控体系等方面获益颇丰。在产能及效率提升方面, 通过实施 AI 战略, 广泛应用自然语言处理 (NLP)、生物识别等新技术, 赋能业务提质增效, 零售人力产能进一步提升, 2019 年平安银行人均营收同比增长 19.15% 至 4125,538.28 元, 为上市股份行首位、所有上市银行的第二位, 仅次于北京银行。

在成本控制方面, 广泛应用云计算、AI 等新技术, 不断降低成本。例如, 平

安银行建立 7×24 小时“AI+客服”体系，AI 客服非人工占比达 86.1%，2019 年度借记卡客服费用节省约 0%，信用卡客服费用节省超 30%；口袋财务推出空中柜台服务，每月节约运营人力成本 370 万以上。

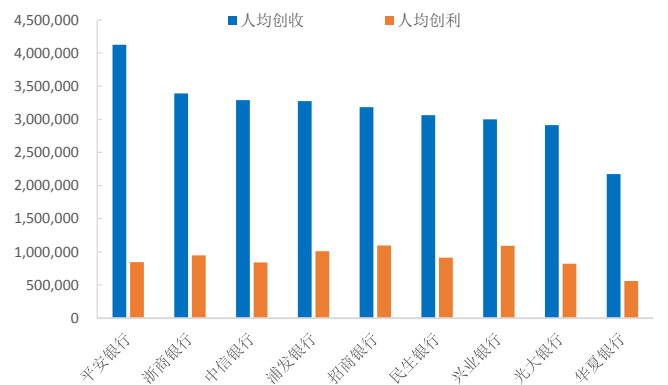
在风控体系方面，充分利用人工智能、大数据技术赋能提升风控水平。例如打造零售阿波罗（Apollo）审批平台，贷款产品审批时长缩短至 10 秒以内；健全公司业务智能放款系统，将汽车供应链金融业务出账从 4 小时压缩至 5 分钟，大幅提升放款效率；并打造 SAFE 智能反欺诈体系，2019 年累计防堵欺诈损失超 10 亿元。

图42: 平安银行人均创收快速增长（元）



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图43: 2019年平安银行人均创收为股份行首位（元）



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

7、盈利预测及公司分析

我们认为受到疫情影响，净息差在 2020 年有进一步下滑风险，但随着公司贷款规模扩大、结构优化，净利息收入依旧能有所增长。由于公司从 2014 年大力发展大零售业务，形成较好的护城河，在 2020 年已有较好的客户积累。而随着疫情之后复产复工进度加快，中小微企业有较大的贷款需求，央行在政策上也亦对该部分企业有所倾斜。因此预测，公司在 2020 年发放贷款及垫资规模将高于经济增速，虽受到净息差影响，但公司以量换价，净利息收入将保持增长态势。根据利息收入=生息资产*净息差，生息资产按照信贷增速，叠加净息差被压缩，两者相抵之后，预计净利息收入保持名义经济增速的规模。

表2: 公司净利息收入预测

单位（百万元）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
吸收存款	2,000,420	2,149,142	2,459,768	2,705,745	2,976,319
发放贷款	1,660,420	1,949,757	2,259,349	2,462,771	2,694,944
净利息收入	74,009	74,745	89,961	98,081	106,913
净息差	2.37%	2.35%	2.62%	2.40%	2.38%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

我们认为当下代理类业务依旧存在巨大空间。随着居民人均收入水平的提高，以及市场理财产品品种规范化、多样化，理财观念深入人心。公司有望发挥金融科技优势，把握居民理财诉求，大力发展轻资本业务，提高中间业务收入水平，因此非息收入成为公司未来利润重要增长点。

表3: 公司中间业务收入预测

单位(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
代理类业务收入	3,350	4,123	6,841	10,261	15,392
代理类业务收入增长率	11.48%	23.07%	65.92%	50.00%	50.00%
手续费及佣金净收入	30,674	31,297	36,743	40,417	45,267
手续费及佣金净收入增长率	10.10%	2.03%	17.40%	10.00%	12.00%

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

我们认为公司随着公司贷款规模扩大,公司资产规模也随之增加,贷款占总资产比重也逐步提升,公司资产结构得到进一步的优化。公司负债端,随着央行货币端放松,公司付息负债成本有望下调。

表4: 公司生息资产、付息负债情况

单位(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
生息资产	2,632,451	3,267,279	3,778,279	4,095,249	4,485,901
计息负债	2,947,898	3,114,689	3,551,413	3,770,812	4,068,359
生息资产平均收益率	4.75%	5.11%	5.17%	5.10%	5.09%
计息负债平均成本率	2.55%	2.85%	2.64%	2.60%	2.58%
总资产	3,248,474	3,418,592	3,939,070	4,231,810	4,584,525
贷款/总资产	51.11%	57.03%	57.36%	58.20%	58.78%

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

表5: 海外对标公司对比图

	权益净利率 (ROE)(%)	销售净利率(%)	资产周转率(次)	权益乘数
平安银行	10.20	20.44	0.04	12.59
美国银行(BOA)	10.61	31.29	0.04	9.19
富国银行(Wells Fargo)	10.45	25.20	0.04	10.25
摩根大通(JP Morgan)	13.94	33.11	0.04	10.28
PNC33 金融服务	10.89	31.77	0.04	8.32
硅谷银行	17.57	39.48	0.05	10.72
第一夏威夷银行	10.77	37.81	0.04	7.63

资料来源:wind,新时代证券研究所

8、公司估值及投资建议

8.1、绝对估值

我们使用三阶段 DDM 模型估值,以未来的三年作为高速增长期,而后十年作为过渡增长期,此后作为永续增长期。设定估值的假设条件为:

1、假设市场无风险利率为 3.40%,由过去一年的 10 年国开债利率均值得出;风险溢价为 4.90%,数据来源于过去三年年沪深 300 市盈率; β 值为 0.95,采用回归法,将过去三年的公司的 β 值回归,求出长期 β 系数均回归值。由以上数据算出

权益资本成本为 8.06%。

2、长期利润增长率：公司近几年净利润呈高速增长的态势，近三年增长率分别为 2.6%，7%和 13.6%。因此，我们预测，在短期的高速增长阶段，增长率为 12%，过渡阶段为 10%，永续期增长率可能有所下降，回到一个稳定的水平，我们预测为 5%。

3、假设短期股利分红率为 30%，根据过去几年股利分红的数值取均值得出；公司的过渡增长期和永续期的支付率可能仅会有席位改变，因此我们预测的数值仍为 30%

4、由于平安银行一直保持在中的股份制银行的竞争优势，未来净利润可观。我们假定短期的 ROAE 为 10.27%，过渡期为 9.41%，永续期的水平为 9.92%。

5、由于永续增长率和折现率对预测结果的影响较大，因此我们用这两个因素来做敏感性分析。

按照以上主要假设条件，采用绝对估值法敏感性分析得出的股价公允价值为 16.5-18.9 元/股，对应 PB 区间为 1.20-1.40 倍。

表6：关键性假设

关键性假设	数值
长期增长率	5.00%
无风险利率	3.40%
β (levered)	9.05
市场风险溢价	4.90%
COE	8.06%

资料来源：新时代证券研究所

表7：各阶段预测值

	详细预测期 (2020E-2022E)	过渡增长期 (2023E-2033E)	永续增长期 (2034E—)
净息差	2.62%	2.50%	2.50%
生息资产/总资产	97.00%	96.00%	95.00%
贷款总额/生息资产	60.73%	60.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	34.54%	35.00%	35.00%
成本收入比(含营业税)	30.95%	40.00%	35.00%
PPOP ROAA	2.68%	2.22%	2.38%
信用成本	2.52%	2.42%	2.32%
有效税率	21.68%	23.00%	24.00%
ROAA	0.79%	0.78%	0.83%
权益乘数	13.00	12.00	12.00
ROAE	10.27%	9.41%	9.92%
股利支付率	30.00%	30.00%	30.00%
增长率 g	12.00%	10.00%	5.00%

资料来源：新时代证券研究所

表8: 敏感性分析

	折现率				
	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%
3.5%	19.41	16.74	14.67	13.02	11.67
永 4.0%	21.76	18.40	15.89	13.94	12.38
续 4.5%	25.02	20.61	17.45	15.09	13.25
增 5.0%	29.86	23.68	19.53	16.56	14.33
长 5.5%	37.82	28.24	22.42	18.52	15.72
率 6.0%	53.33	35.73	26.71	21.24	17.56
6.5%	96.78	50.33	33.77	25.28	20.13

资料来源: 新时代证券研究所

8.2、相对估值

平安银行是银行中股份制的佼佼者,其资产质量、风控水平,业务构成各方面均非常优秀。从前述分析可以看出,平安银行无疑是发展前景较好的股份制银行,这与其特别注重前瞻性研究和布局,保证金融科技等战略引领有着很大的关系。从2008年到2019年,平安银行的PE一直保持在13倍上下。未来平安银行将依然保持高PE。我们预测,2020年平安银行的PE合理区间在12-14倍之间,PB在1.30-1.40倍之间,对应合理股价区间为17-18.9元。

表9: 各银行盈利比较

名称	代码	净利润同比增长率(%)			市盈率 PE			市净率 PB		
		19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
股份制银行平均	-	10.07	8.13	9.36	6.12	5.62	5.11	0.75	0.68	0.61
平安银行	000001.SZ	13.61	13.64	13.73	9.22	8.28	7.28	0.98	0.88	0.78
招商银行	600036.SH	15.60	12.16	13.56	9.43	8.41	7.40	1.52	1.33	1.17
浙商银行	601916.SH	13.69	11.46	12.56	6.66	5.98	5.31	0.77	0.71	0.65
光大银行	601818.SH	11.03	9.73	11.65	5.16	4.70	4.21	0.61	0.56	0.50
民生银行	600016.SH	9.13	4.74	5.13	4.69	4.48	4.26	0.56	0.52	0.47
兴业银行	601166.SH	8.91	7.24	10.18	5.08	4.74	4.30	0.69	0.62	0.55
中信银行	601998.SH	7.97	7.10	7.01	5.18	4.84	4.52	0.57	0.50	0.46
华夏银行	600015.SH	5.38	2.91	3.27	4.50	4.37	4.23	0.47	0.44	0.40
浦发银行	600000.SH	5.29	4.40	6.32	5.15	4.93	4.64	0.62	0.56	0.51
富国银行	WFC.N	10.45	6.50	9.25	12.68	8.89	6.43	1.32	1.01	1.54

资料来源: wind, 新时代证券研究所

8.3、股价驱动因素

金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级;转型3.0,“新一贷”模式的推广,使零售客户基础不断夯实;非息收入占比提升,理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。

长期股价催化剂:中国长期的经济结构发展,金融市场的进一步完善,以及平安银行致力于经营结构转型和改革等。

短期股价催化剂：货币政策持续宽松，信贷增速高于经济增速。

9、风险提示

业务转型带来的经营风险：向代理类等中间业务转型带来的风险以及疫情冲击下不良贷款率异常升高等。

监管趋严导致政策风险：供给侧改革后，我国对银行业监管政策趋严，监管趋严限制了同业业务为代表的多项增加银行收入的业务发展。

疫情冲击带来的市场风险：中国经济受疫情影响的经济增速下行的风险、银行业信用风险、利率风险和流动性风险等。

其他风险：不可抗力带来的风险，例如新冠病毒使机构暂停营业。

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						主要财务比率					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
贷款总额	1,997,529	2,323,205	2,536,206	2,779,394	3,057,333	每股指标					
贷款减值准备	47,772	63,856	73,434	84,450	97,117	PE	9.46	9.41	8.28	7.28	6.51
债券投资	850,317	1,047,080	1,151,788	1,232,413	1,318,682	PB	1.07	0.98	0.88	0.78	0.70
存放央行	278,528	252,230	277,453	357,158	392,874	EPS	1.45	1.45	1.65	1.88	2.10
同业资产	195,017	227,269	203,236	201,385	192,790	BVPS	12.77	13.95	15.60	17.48	19.58
资产总额	3,418,592	3,939,070	4,231,810	4,584,525	4,995,619	每股拨备前利润	4.65	4.93	5.31	5.79	6.29
吸收存款	2,149,142	2,459,768	2,705,745	2,976,319	3,273,951	驱动性分析					
同业负债	575,088	548,192	525,617	525,617	525,617	生息资产增长	24.17%	15.65%	8.17%	9.54%	8.44%
发行债券	381,884	513,762	539,450	566,423	623,065	贷款增长	16.20%	16.30%	9.17%	9.59%	10.00%
负债总额	3,178,550	3,626,087	3,882,559	4,194,185	4,559,416	存款增长	7.43%	14.45%	10.00%	10.00%	10.00%
股东权益	240,042	312,983	349,251	390,340	436,203	净手续费收入/营业收入	26.86%	26.67%	27.02%	27.73%	28.61%
						成本收入比	30.38%	29.65%	29.65%	29.65%	29.65%
						实际所得税税率	23.11%	21.68%	23.00%	24.00%	25.00%
						盈利及杜邦分析					
						净利息收入	2.24%	2.45%	2.40%	2.43%	2.41%
						净非利息收入	1.25%	1.30%	1.26%	1.28%	1.29%
						营业收入	3.49%	3.74%	3.66%	3.70%	3.70%
						营业支出	1.10%	1.15%	1.14%	1.15%	1.15%
						拨备前利润	2.40%	2.60%	2.52%	2.55%	2.55%
						资产减值损失	1.43%	1.59%	1.50%	1.46%	1.41%
						税前利润	0.96%	1.01%	1.02%	1.09%	1.13%
						税收	0.22%	0.22%	0.23%	0.26%	0.28%
						ROAA	0.74%	0.77%	0.78%	0.83%	0.85%
						ROAE	10.67%	10.51%	9.68%	9.85%	9.86%
						业绩年增长率					
						净利息收入	0.99%	20.36%	9.03%	9.00%	8.00%
						净手续费收入	2.03%	17.40%	10.00%	12.00%	12.00%
						营业收入	10.31%	18.26%	8.56%	9.15%	8.57%
						拨备前利润	9.58%	19.64%	7.77%	9.13%	8.55%
						归属母行净利润	7.02%	13.61%	13.64%	13.73%	11.82%

利润表(百万元)					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利息收入	74,745	89,961	98,081	106,913	115,466
净手续费收入	31,297	36,743	40,417	45,267	50,699
其他非息收入	10,457	11,065	11,065	11,065	11,065
营业收入	116,499	137,769	149,564	163,245	177,230
税金及附加	(1,149)	(1,290)	(2,207)	(2,426)	(2,657)
业务及管理费	(35,391)	(40,852)	(44,349)	(48,406)	(52,553)
营业外净收入	(74)	(49)	0	0	0
拨备前利润	79,885	95,578	103,007	112,413	122,019
资产及信用减值损	(47,814)	(58,471)	(61,395)	(64,464)	(67,687)
税前利润	32,071	37,107	41,612	47,948	54,332
税后利润	24,658	29,062	32,042	36,441	40,749
归属母行净利润	24,818	28,195	32,042	36,441	40,749
资本					
核心一级资本充足率	8.54%	9.11%	9.68%	10.56%	10.74%
一级资本充足率	9.39%	10.54%	11.18%	12.19%	12.37%
资本充足率	11.50%	11.20%	13.35%	13.23%	13.11%
风险加权系数	68.46%	70.69%	70.69%	72.81%	72.81%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

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。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

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。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>