

借势转型聚焦零售，乘风而起修复估值

投资要点

- 推荐逻辑：**平安银行作为平安集团旗下唯一一家全国性股份制商业银行，继承了集团优秀的发展文化和高效的管理经验，在行业中扮演着转型变革者的角色。在零售化的浪潮中，平安银行凭借着客户资源和综合金融的优势，将零售业务的营业收入占比提升至50%以上。公司在近年的经营过程中吸取了此前资产快速增长过程带来的经验教训，严控信贷风险，使公司不良率持续下降，目前已经下降至1.68%的可控范围内，拨备覆盖率提升至175.8%的，为近三年最高水平。公司未来有望进一步通过零售盈利和消化不良，实现业绩扎实的稳健增长。
- 转型成果显现，零售拉动业绩增长。**依托庞大的个人客户基础、强大的品牌影响力、广泛的分销网络和完备的综合金融产品体系，平安银行零售业务多线并进，发展迅速，2018年上半年，占比51%的零售金融业务为平安银行贡献了近70%的净利润。平安银行零售业务中的新一贷、汽车贷、信用卡三大拳头产品规模持续扩张，2018年上半年合计规模已经突破6500亿元，占总贷款比例超过三分之一，成为拉动业绩增长的重要驱动力。
- 严控风险消化不良，资产质量边际改善。**近年平安银行对过往不良率较高的对公业务进行精挑细选，主动退出了一些高产能、高违约或高风险的行业，使对公业务整体结构有所优化。通过严控新增信贷风险和加快存量不良处置双管齐下的手段，平安银行2018年上半年将不良率控制在1.68%，连续四个季度下降，逾期贷款占比3.07%，和不良率的剪刀差持续收窄，夯实了资产基础。
- 前瞻布局金融科技，加快兑现转型成果。**平安银行坐拥领先的大数据平台，在金融科技研发方面的投入向来不遗余力。借助平安集团的全球研究平台，公司致力于推动人工智能、区块链、大数据、云计算和生物识别等科技运用于供应链金融、消费支付、客户服务、投顾管理和风险管理五类场景融合，打造出了属于平安银行的金融科技壁垒。
- 盈利预测与投资建议：**我们认为随着宏观经济环境企稳，平安银行信贷资产质量有望持续改善，同时，对不良资产处置加快有望持续降低不良拨备，从而释放公司业绩。预计平安银行2018-2020年归母净利润增速分别为7.9%、10.2%、12.3%，EPS为1.46元、1.60元、1.80元，对应PB为0.71倍、0.64倍、0.58倍，未来6个月目标价14.16元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**监管趋严或使行业估值下行压力加大；经济周期下行或使公司资产质量恶化；存款成本抬升或使公司息差空间收窄。

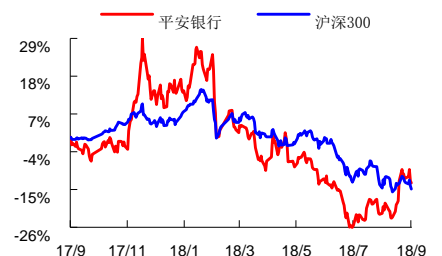
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	105,786	113,545	123,461	138,114
增长率	-1.79%	7.33%	8.73%	11.87%
归属母公司净利润(百万元)	23,189	25,011	27,553	30,954
增长率	2.61%	7.86%	10.16%	12.34%
每股收益EPS(元)	1.35	1.46	1.60	1.80
净资产收益率ROE	10.79%	10.75%	10.76%	10.90%
PE	7.44	6.90	6.26	5.57
PB	0.78	0.71	0.64	0.58

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
执业证号: S1250517070003
电话: 010-57758623
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	171.70
流通A股(亿股)	171.70
52周内股价区间(元)	8.6-15.1
总市值(亿元)	1,711.89
总资产(亿元)	33,673.99
每股净资产(元)	12.13

相关研究

目 录

1 公司概况：否极泰来，零售转型注入增长活力	1
2 零售转型成果显现，资产质量边际改善	3
2.1 存款增速企稳回升，零售存款延续高增	3
2.2 贷款结构优化，零售占比提升	4
2.3 息差企稳，资产质量边际改善	7
2.4 资本充足率偏低，亟待拓宽融资渠道	9
2.5 综合金融体系强大，引领金融科技发展	10
3 盈利预测与估值	12
3.1 相对估值	13
3.2 绝对估值	13
4 风险提示	14

图 目 录

图 1: 平安银行发展历史概览	1
图 2: 2013 年-2018 年上半年平安银行营业收入	2
图 3: 2013 年-2018 年上半年平安银行归母公司净利润	2
图 4: 平安银行主营业务收入结构	2
图 5: 平安银行各类业务净利润贡献	2
图 6: 2013 年-2018 年上半年平安银行资产	3
图 7: 2013 年-2018 年上半年平安银行同业资产及占比	3
图 8: 平安银行存款结构 (%)	3
图 9: 平安银行存款业务发展战略	3
图 10: 平安银行存款规模及增速	4
图 11: 平安银行公司和个人存款增速	4
图 12: 平安银行贷款规模及增速	4
图 13: 平安银行公司和个人贷款同比增速 (%)	4
图 14: 平安银行贷款结构 (%)	5
图 15: 平安银行个人贷款结构 (%)	5
图 16: 平安银行“新一贷”概况	5
图 17: 平安银行“新一贷”规模及增速	6
图 18: 平安银行信用卡应收账款规模及增速	6
图 19: 平安银行信用卡发行量	6
图 20: 平安银行汽车贷款规模及增速	7
图 21: 平安银行公司贷款规模及同比增速	7
图 22: 平安银行公司贷款收入及增速	7
图 23: 平安银行净息差变化情况 (%)	8
图 24: 平安银行净利息收入分解 (百万元)	8
图 25: 银行间市场同业拆借利率 (%)	8
图 26: 金融市场贷款利率贷款利率 (%)	8
图 27: 平安银行不良贷款结构 (%)	9
图 28: 平安银行分类别不良率 (%)	9
图 29: 平安银行与股份制银行平均不良率对比 (%)	9
图 30: 平安银行逾期率不良率剪刀差 (%)	9
图 31: 上市银行 2018 年上半年资本充足率 (%)	10
图 32: 平安银行 2013-2018 年上半年资本充足率 (%)	10
图 33: 平安银行核心金融公司之间客户迁徙数	11
图 34: 平安银行综拓渠道新增迁徙客户数及占比	11
图 35: 平安银行金融科技布局情况	11
图 36: 平安银行平台业务	12
图 37: 上市银行 PB 估值比较	13
图 38: 平安银行与对标行不良率比较 (%)	13

表 目 录

表 1: 平安银行资本充足率补充测算	10
表 2: 平安关键假设指标参数预测	12
表 3: DDM 模型估值参数	14
附表: 财务预测与估值	15

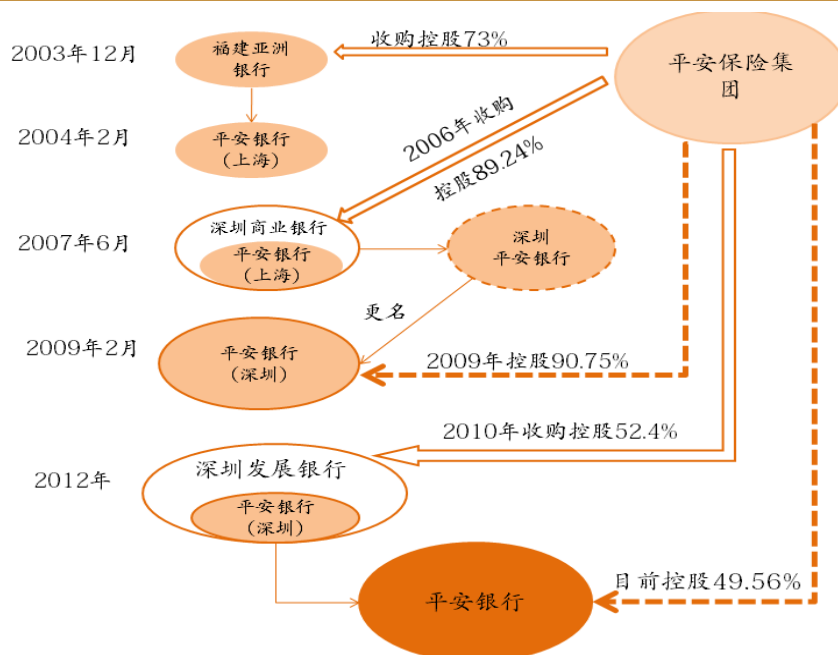
1 公司概况：否极泰来，零售转型注入增长活力

平安银行是一家中国平安保险(集团)股份有限公司控股、总部位于深圳、跨区域经营的全国性股份制商业银行，是深圳发展银行股份有限公司以吸收合并原平安银行股份有限公司的方式完成两行整合并更名后的银行。

平安银行最早的前身可以追溯到成立于1992年12月创建的福建亚洲银行。2003年12月，平安保险集团与香港上海汇丰银行一起正式收购了成立于的福建亚洲银行100%股份，并进行了增资，之后平安保险集团控制了73%的股份；2004年2月，福建亚洲银行更名为平安银行，总部由福州迁至上海。深圳市商业银行是中国第一家城市商业银行，成立于1995年6月。2006年11月，中国银监会批准中国平安集团持有深圳市商业银行89.36%的股份并成为其最大股东。2007年6月，深圳市商业银行合并原平安银行更名为深圳平安银行，2009年2月更名为平安银行，并成为跨区域经营的城市商业银行。由于整合福建亚洲银行，平安保险集团持有平安银行的股份比例达到90.75%。

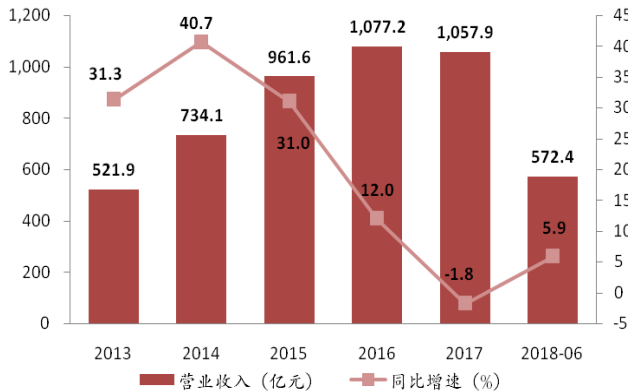
深圳发展银行成立于1987年12月22日，是中国第一家面向社会公众公开发行股票并上市的商业银行。2010年9月1日中国平安保险宣布拟以持有的平安银行股份有限公司90.75%股份及现金超过26亿元人民币足额认购深圳发展银行非公开发行的股份，交易完成后中国平安保险持有52.4%的深圳发展银行股权。2012年1月19日，深发展和平安银行董事会审议通过两行合并方案，深圳发展银行出资收购平安银行不足10%的小股东的股份，从而100%持有平安银行后，将其吸引合并，平安银行注销。2012年8月，深圳发展银行更名为平安银行。自此，平安银行从深圳的城商行一跃升级为拥有1.26万亿资产的全国性股份制银行。两行的IT核心系统最终整合于2012年10月完成；所有整合所有工作于2013一季度完成。截至2018年8月，平安银行最大股东中国平安保险集团持股比例为49.56%。

图1：平安银行发展历史概览

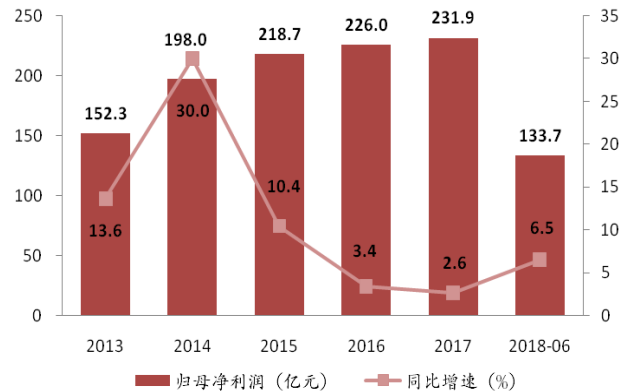


数据来源：平安银行官网，西南证券整理

最近五年,受宏观经济下行,信用风险上升因素影响,平安银行营业收入和归母净利润增速明显放缓,其中,营业收入增速由2014年的40.7%下降至2017年的-1.8%;归母净利润增速由2014年的30%降至2017年的2.6%。在2018年上半年,平安银行通过提升零售业务占比,控制负债成本和改善资产质量,使营业收入和归母净利润增速企稳回升,实现营业收入572.41亿元,同比增长5.9%;实现归母净利润133.72亿元,同比增长6.5%,收入稳步增长、盈利持续提升,扭转了近年来业绩增长相对停滞的局面。

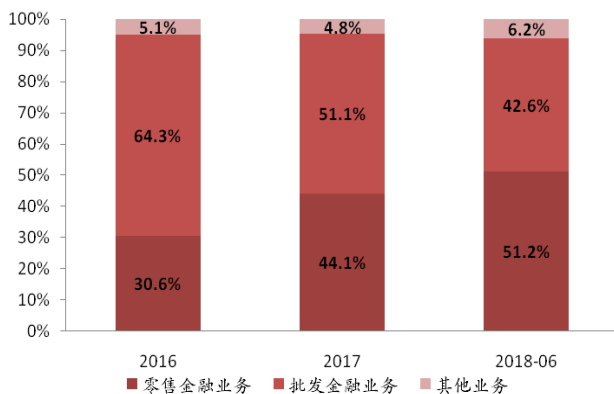
图 2: 2013 年-2018 年上半年平安银行营业收入


数据来源: wind, 西南证券整理

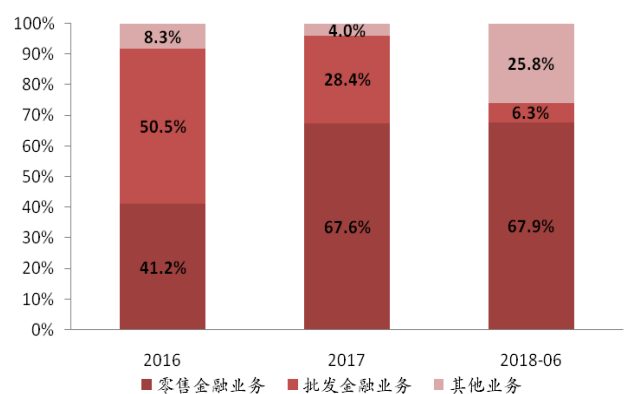
图 3: 2013 年-2018 年上半年平安银行归母公司净利润


数据来源: wind, 西南证券整理

平安银行主营业务包括零售金融业务、批发金融业务和其他业务。零售业务是平安银行的王牌,自2016年起就开始全面转型打造智能化零售银行。凭借庞大的客户资源和多元化的营销渠道,平安银行在过去三年当中的零售业务增长迅猛,零售金融收入占比持续攀升,截止到2018年上半年已超过50%,净利润贡献达到67.9%,达到近年峰值。

图 4: 平安银行主营业务收入结构


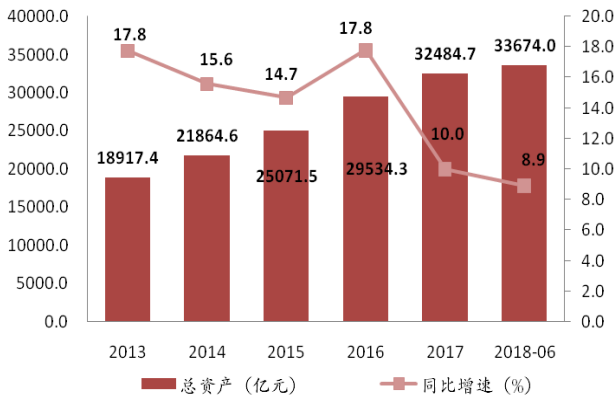
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 5: 平安银行各类业务净利润贡献


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

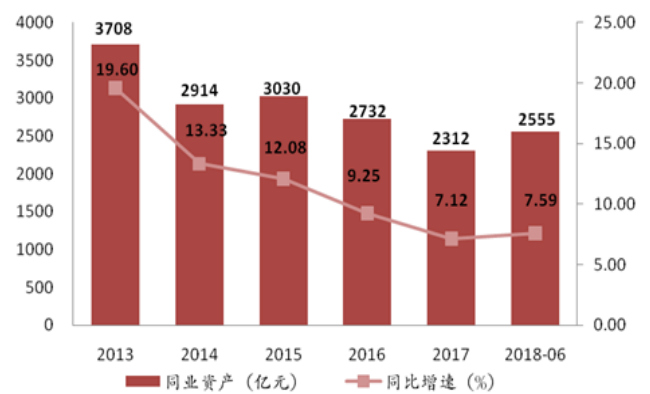
近五年,平安银行总资产规模平稳增长,2013年至2016年的增速都在14%以上,2017年以后,受信用风险上升和行业资管新规政策影响,公司调整对公业务结构,压缩同业资产规模,使资产增速进一步放缓。截止2018年上半年,平安银行总资产规模33674亿元,同比增长8.9%。其中,同业资产规模2555亿元,占总资产比重7.59%,处于可控范围。

图 6: 2013 年-2018 年上半年平安银行资产



数据来源: wind, 西南证券整理

图 7: 2013 年-2018 年上半年平安银行同业资产及占比



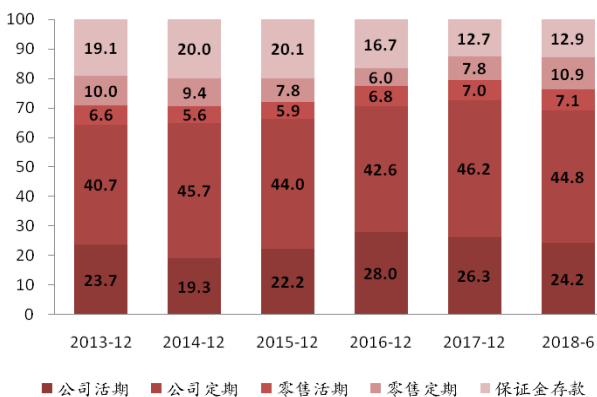
数据来源: wind, 西南证券整理

2 零售转型成果显现，资产质量边际改善

2.1 存款增速企稳回升，零售存款延续高增

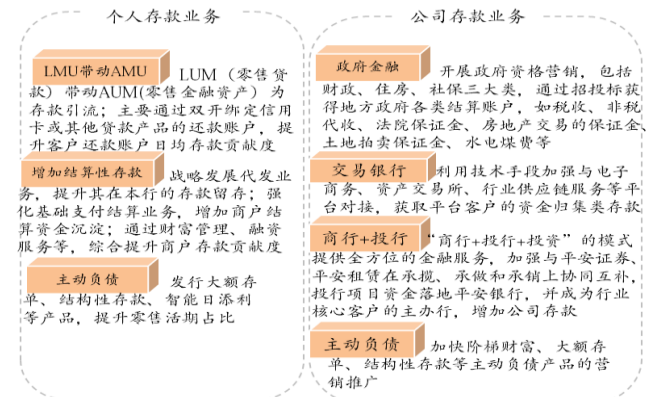
近年来,在利率市场化带来息差收窄,对公业务竞争激烈,信用风险持续暴露的背景下,积极转型零售业务,逐步提高零售业务占比已经成为国内银行业的共识。零售业务收益率高,相比对公和同业业务,风险分散、不良率较低,能够提升银行盈利水平、降低整体信用风险。零售业务向来是平安银行的优势所在,自 2013 年以来,得益于整个市场零售业务的容量扩大和自身零售战略的升级,平安银行零售存款保持了高增长的劲头,占比在 2018 年上半年达到 18%。具体来看,2018 年上半年平安银行个人存款增长主要来源于经营性存款和结算性存款,一方面,LUM(零售贷款)带动了 AUM(零售金融资产)的增长,起到了存款引流的效果;另一方面,代发客户存款贡献了存款增长,2018 年上半年平安银行代发客户存款余额 492.36 亿元,较上年末增长 12.5%。另外,平安银行发行的主动负债产品如大额存单、结构性存款、智能日添利也是存款规模增长的来源。

图 8: 平安银行存款结构 (%)



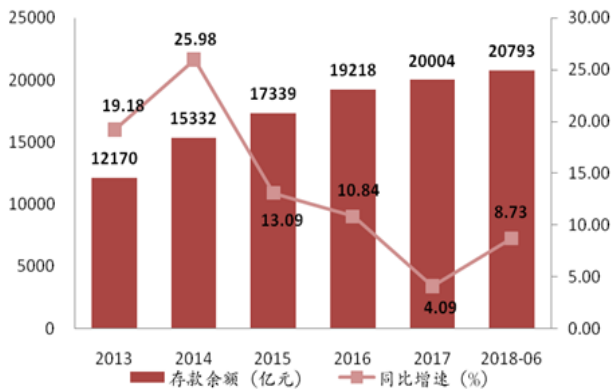
数据来源: wind, 西南证券整理

图 9: 平安银行存款业务发展战略

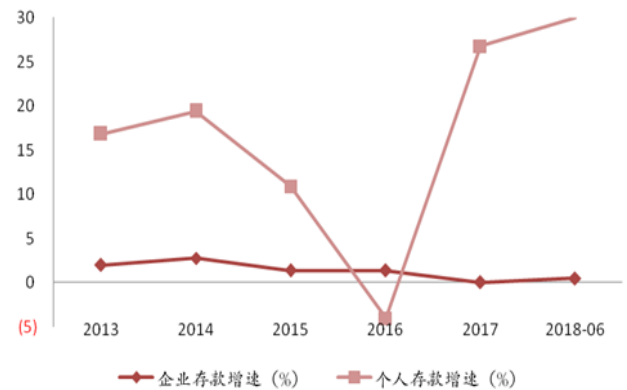


数据来源: 公司公告,西南证券整理

从存款端看，近五年平安银行存款增长整体保持平缓，截止 2018 年 6 月末，平安银行吸收存款 2.08 万亿元，同比增长 8.73%。其中，企业存款余额为 1.67 万亿元，同比增长 0.46%，个人存款余额为 4057.70 亿元，同比增长 30.02%，零售存款成为拉动存款总量增长的重要驱动力。展望未来，公司存款业务的发展将集中在以下几个方面：拉动低成本结算类存款增长，强化主动负债的营销引导作用；推动政府存款、行政事业单位存款、网络金融事业部平台存款等低成本存款吸收，以缓解揽储压力，降低利息成本。

图 10：平安银行存款规模及增速


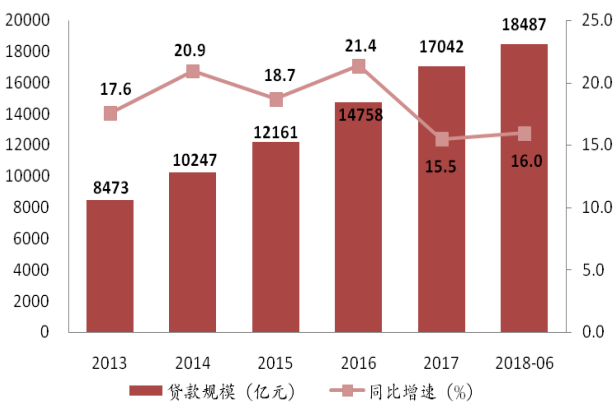
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：平安银行公司和个人存款增速


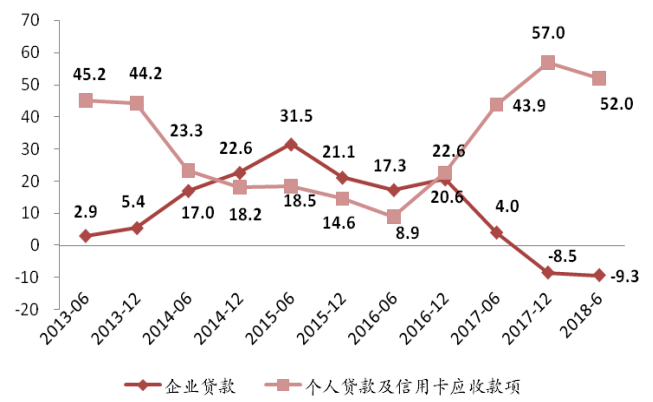
数据来源：wind，西南证券整理

2.2 贷款结构优化，零售占比提升

2013 年到 2016 年，受对公业务大量扩张的影响，平安银行贷款规模处于高速增长阶段，增速保持 17% 以上。2017 年以来，公司提出做精对公战略，退出了一部分高风险、高违约产业，对公贷款规模和收入都出现了负增长，公司整体贷款规模增速也因此放缓。在对公贷款规模和收入持续下降的情况下，个人贷款增长却势不可挡，同比增速超过了 50%，公司总体贷款增速也因此仍保持在 15% 左右。截止 2018 年 6 月，平安银行贷款规模达到 18487 亿元，同比增长 16%。

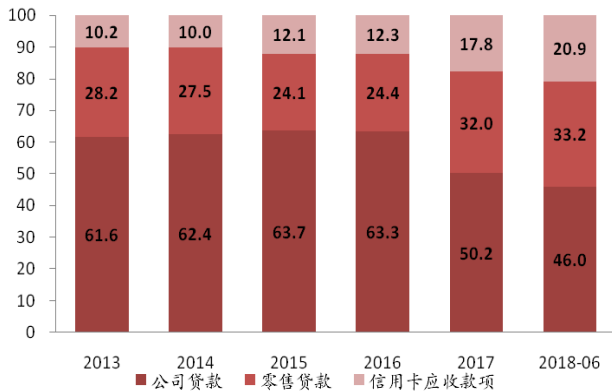
图 12：平安银行贷款规模及增速


数据来源：wind，西南证券整理

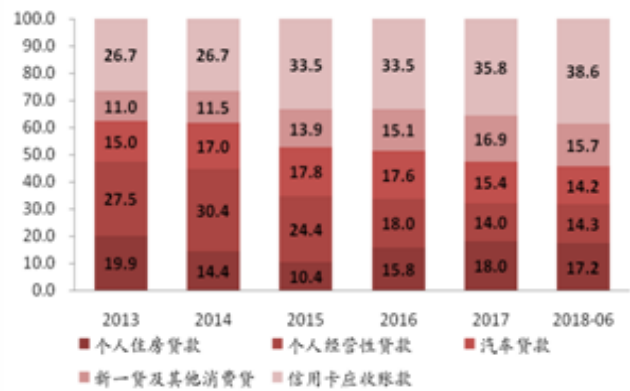
图 13：平安银行公司和个人贷款同比增速 (%)


数据来源：wind，西南证券整理

贷款结构方面，2013 年以来，平安银行个人贷款占比不断提升，在 2018 年上半年突破 50%。相比国有银行个人贷款中大部分为住房贷款，平安银行个人贷款业务投向较为均衡，推出了“新一贷”、汽车贷、信用卡三大拳头产品。这三大支柱业务不仅为平安银行提供了稳定的业务收入，庞大的客户基础，也为平安银行完善自身风控系统提供了数据支持。

图 14: 平安银行贷款结构 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 15: 平安银行个人贷款结构 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

“新一贷”是平安银行一款个人无抵押无担保的消费信贷产品，以简单快速为核心特征，满足客户紧急融资的需求，为拥有连续稳定收入的受薪人士或自营户发放，以认定的月收入为主要贷款金额的判断依据，是用于住房以外的其他消费或经营用途的无担保贷款业务。25 周岁至 55 周岁拥有良好的信用记录的中国公民可凭房贷、车贷、公积金、税单、社保、寿险保单任一申请。

图 16: 平安银行“新一贷”概况

新一贷个人信用贷款

无需任何抵押和担保



最高可贷50万

- ✔ 贷款金额：1-50万
- ✔ 贷款月利率：1.1%-1.53%



贷款期限长达4年

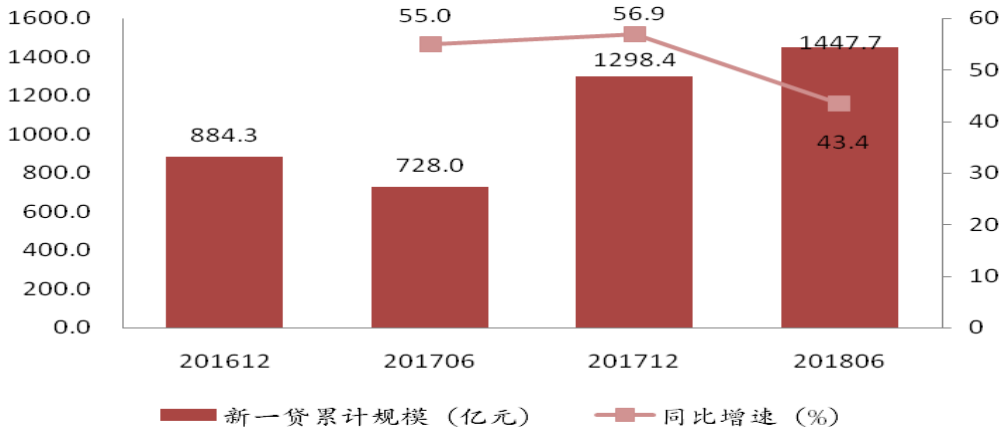
- ✔ 贷款期限：12个月,24个月,36个月,48个月
- ✔ 还款方式：等额本息



材料齐全，最快1天放款

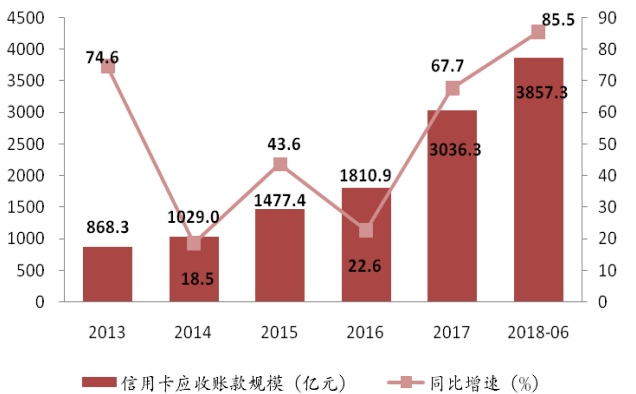
数据来源: 平安银行官网, 西南证券整理

自推出以来，新一贷发展迅速，2012 年末，新一贷规模仅为 80 亿元，经过 4 年的发展，2016 年新一贷规模达到 884 亿元，年均复合增速 182%。截止 2018 年 6 月末，新一贷余额 1,447.69 亿元，同比增加 43.4%。不良率为 0.77%，虽较 2017 年末 0.65% 的不良率略有升高，但仍低于银行总体贷款不良率。

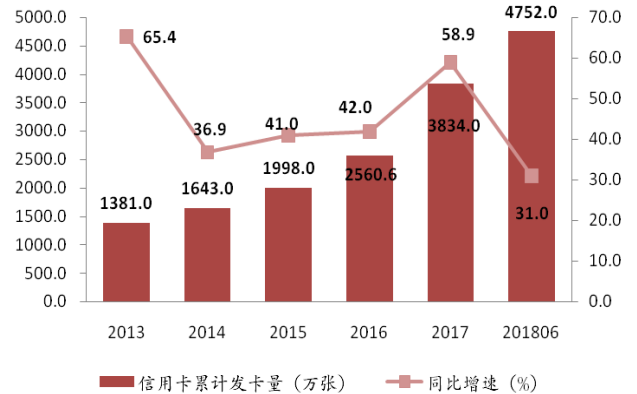
图 17: 平安银行“新一贷”规模及增速


数据来源：平安银行官网，西南证券整理

信用卡业务是平安银行另一大零售拳头产品，为平安银行贡献了大量零售业务收入。2018 年上半年，信用卡累积发卡量 4752 万张，同比增长 31%；信用卡贷款余额 3,857.33 亿元，同比增长 85.5%，数量上和增速上都超过了行业平均水平。平安银行注重跨界融合，针对不同客户群体，打造多样化的信用卡，不断丰富信用卡产品体系。2018 年分别与盛大游戏、曼联足球俱乐部、腾讯视频针对流量客户推出了联名信用卡。

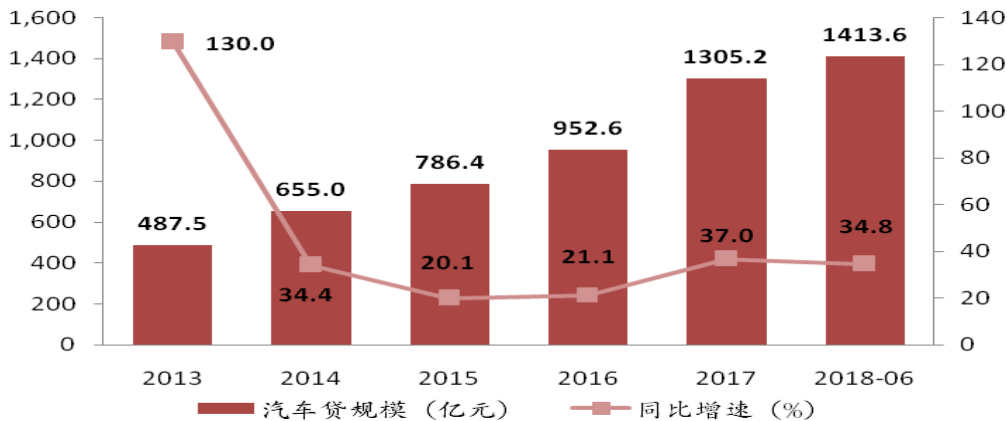
图 18: 平安银行信用卡应收账款规模及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 19: 平安银行信用卡发行量


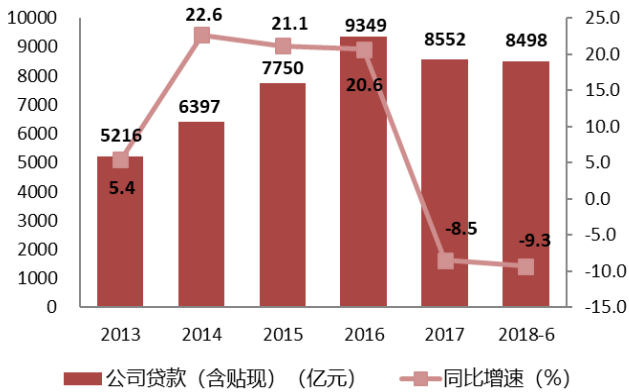
数据来源：wind，西南证券整理

汽车贷方面，平安银行起步早，发展稳健，设立有专门的汽车金融事业部，与众多汽车品牌 and 车商建立了合作关系，覆盖全国主要重点城市。同时与母公司平安保险的紧密联系，在汽车服务生态圈中，平安集团与汽车之家、平安银行、平安产险、平安融资租赁等公司合作，提供全流程汽车相关服务，积累了庞大的用户，就这一点，平安银行具有同类银行无可比拟的优势。2014 年以来，平安银行汽车贷进入稳定发展阶段，以 20% 以上的增速稳步扩张，2018 年上半年，平安银行新发放汽车贷 716.12 亿元，同比增长 52.7%；全行汽车贷款余额 1,413.63 亿元，同比增长 34.8%，市场份额继续保持同业领先地位。

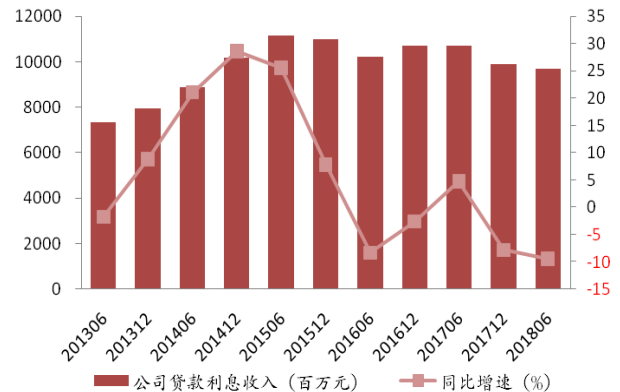
图 20: 平安银行汽车贷款规模及增速


数据来源: 平安银行官网, 西南证券整理

对公贷款方面,最近五年,平安银行对公贷款经历了由野蛮生长到收缩升级的过渡阶段,2014年到2016年,对公贷款规模迅速扩张,增速保持在20%左右,也是在这一时期,产生了大量的不良贷款。从2017年开始,平安银行的关注点开始从量转向质,公司2017年末和2018年上半年,对公贷款规模都有了明显收缩。截止2018年6月,平安银行公司贷款(含贴现)余额8498亿元,同比下降9.3%。公司贷款利息收入194.25亿元,同比减少8.57%。

图 21: 平安银行公司贷款规模及同比增速


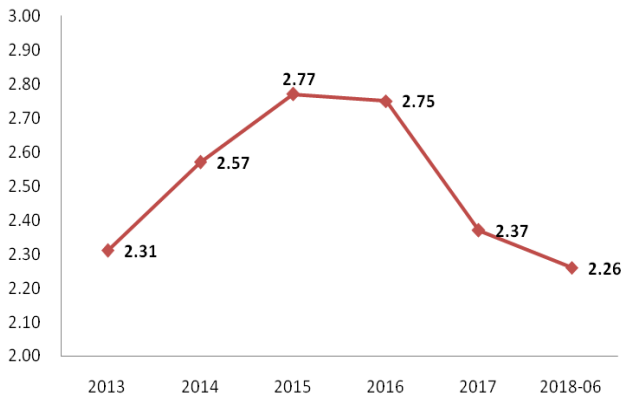
数据来源: wind, 西南证券整理

图 22: 平安银行公司贷款收入及增速


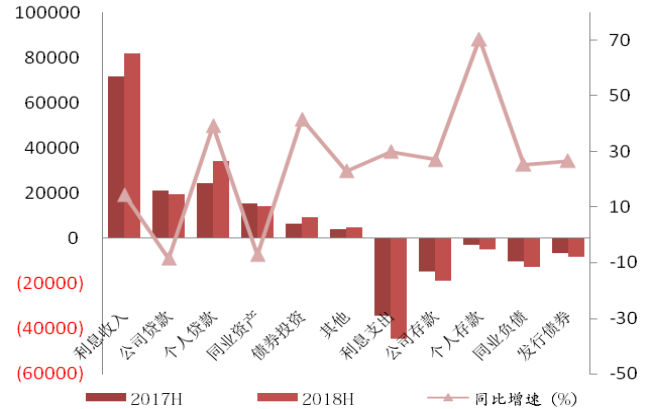
数据来源: wind, 西南证券整理

2.3 息差企稳, 资产质量边际改善

自2016年以来,受利率市场化、资金流动性宽松以及信贷风险偏好下降影响,平安银行净息差有所收窄,在2018年上半年降至2.26%,为近五年来最低。净息差的收窄也在一定程度上影响了公司净利息收入增长,截止2018年上半年,平安银行实现净利息收入374.36亿元,同比仅增长0.2%。

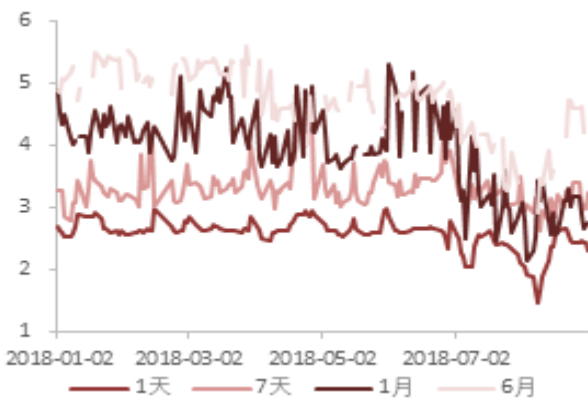
图 23: 平安银行净息差变化情况 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

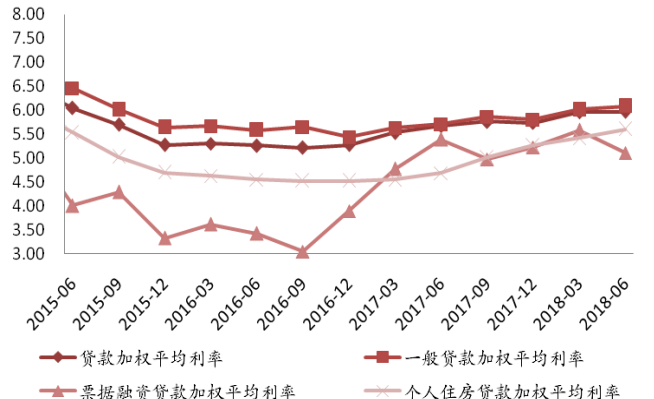
图 24: 平安银行净利息收入分解 (百万元)


数据来源: wind, 西南证券整理

虽然净息差呈现下降趋势,但是我们也注意到,受市场信用风险上升影响,2018年以来金融机构整体加权平均贷款利率上升较快,反映了市场贷款需求保持旺盛的背景下,信贷资产定价权向商业银行靠拢,银行信贷投放的议价能力增强,预计行业整体贷款利率在短期内仍将延续缓慢上升趋势。与此同时,存款端受央行定向降准释放流动性因素影响,市场利率持续走低,平安银行负债端的成本有望边际下滑。

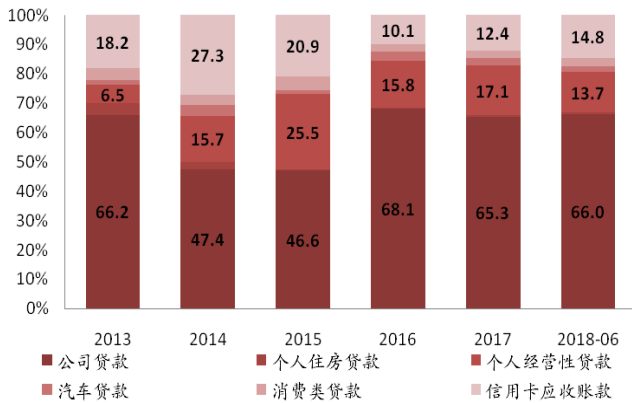
图 25: 银行间市场同业拆借利率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

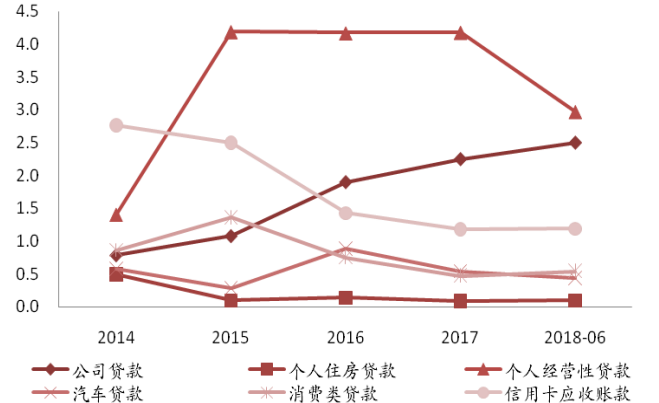
图 26: 金融市场贷款利率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

资产质量方面,在过去资产快速扩张阶段,平安银行的资产质量受宏观经济变化影响较大,不良贷款率和逾期贷款率常年居于行业高位。从不良来源看,平安银行不良贷款大部分来自对公业务,此外个人经营性不良贷款占比也较高。企业贷款方面,2016年以后,受外部金融经济形势影响,部分民营中小企业、低端制造业等客户经营困难,出现资金链紧张、断裂、无力还款等情况,平安银行公司贷款不良率不断攀升,2018年6月达到了2.42%。经营性贷款方面,2015年到2017年,个人经营性贷款不良率高居4%以上。今年上半年,平安银行通过采取主动退出或增信进行产品转化等措施积极调整经营性存款结构,其不良率为2.94%,相较于上年年末的4.18%有了明显下降。

图 27: 平安银行不良贷款结构 (%)


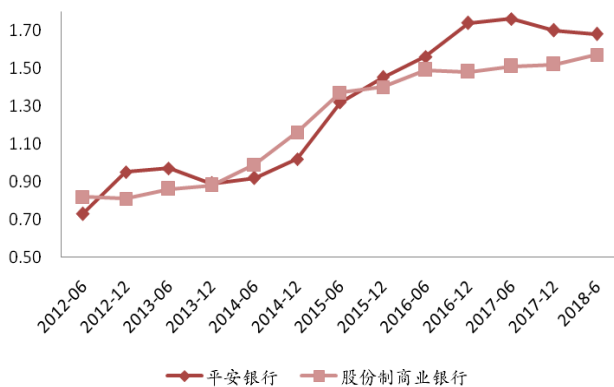
数据来源: wind, 西南证券整理

图 28: 平安银行分类别不良率 (%)


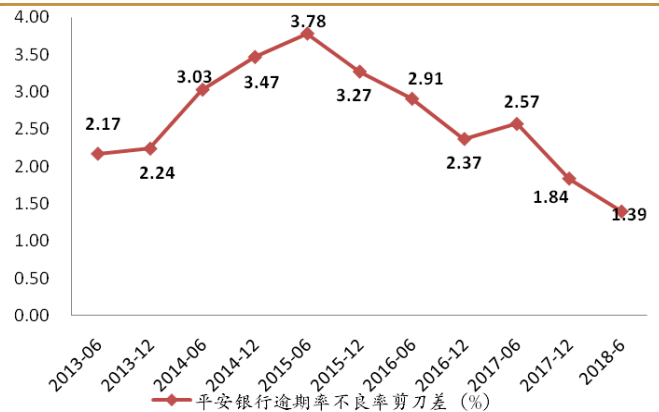
数据来源: wind, 西南证券整理

为改善资产质量,降低信贷风险,平安银行对不良占比较高的对公业务进行了调整优化。新增对租赁和商务服务等低违约率行业客户的授信;减少钢铁、火力发电、煤炭等高风险行业敞口余额;退出部分批发零售、制造业等高违约率行业;对高污染高耗能行业和落后产能授信实行组合限额管理。截止到 2018 年上半年,平安银行在对公贷款中占比从 13.85% 减少到 12.07%,对公风险加权资产余额较上年末压降 320 亿元至 8190 亿元,资产质量也因此改善。

2018 年上半年,平安银行贷款不良率 1.68%,同比下降 0.08 个百分点,较年初环比下降 0.02 个百分点,并且与股份行平均不良率差距有所收缩。近一年来,平安银行逾期率不良率剪刀差有明显下降,2018 年上半年仅为 1.39%,同比下降 1.18 个百分点,较年初环比下降 0.45 个百分点,在对不良贷款认定更加严格的背景下,平安银行不良率得到控制,证实了贷款质量的边际改善。

图 29: 平安银行与股份制银行平均不良率对比 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 30: 平安银行逾期率不良率剪刀差 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

2.4 资本充足率偏低,亟待拓宽融资渠道

资本充足率偏低是平安银行长期面临的问题,平安银行的资本充足率和核心资本充足率虽都满足监管要求,但在上市银行中都位居末列。资本金的不足直接导致平安银行资产扩张

速度受限, 抵御风险能力较差。另外, 随着 2018 年资管新规落地生效, 商业银行表外资产回表成为大势所趋, 考虑到回归表内对于银行自身资本金的占用, 平安银行的资本金压力仍将持续提升。经过多次资本的补充, 2018 年上半年, 平安银行资本充足率提高到了 11.59%, 虽然这一比例在上市银行中仅高于贵阳银行和中信银行, 但较其自身 2017 年底的 11.20% 已经有所提高。

图 31: 上市银行 2018 年上半年资本充足率 (%)

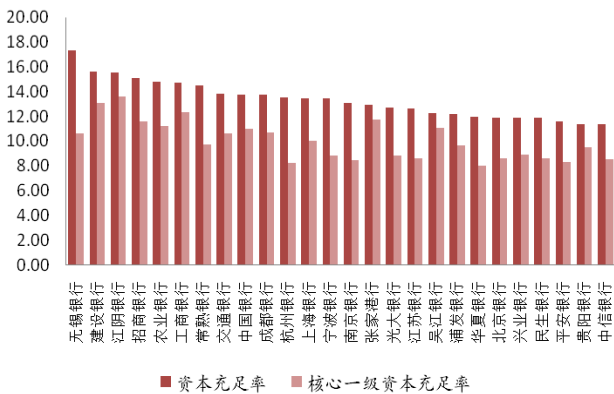
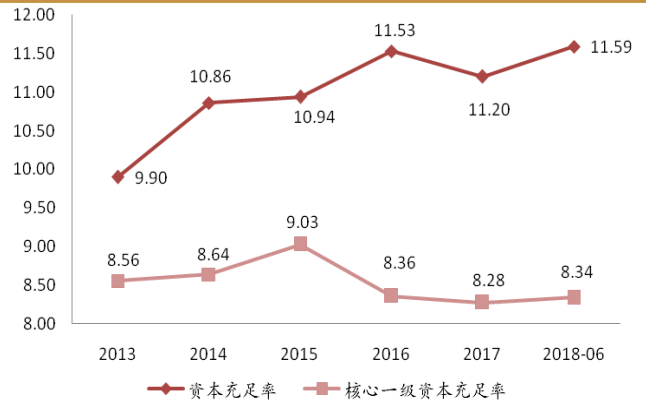


图 32: 平安银行 2013-2018 年上半年资本充足率 (%)



数据来源: wind, 西南证券整理

数据来源: wind, 西南证券整理

从历史数据来看, 平安银行的资本补充主要依靠外源融资, 包括公开发行债券、非公开发行普通股、非公开发行优先股。2018 年上半年, 平安银行资本净额 2621 亿元, 风险加权资产 2.26 万亿元, 资本充足率为 11.59%, 据测算, 若下半年公司不进行任何资本补充, 资本充足率将会下降到 10.97%。若以资本充足率超过监管底线 1 个百分点为监管合意水平, 则要满足该水平, 平安银行还需补充资本金 127.7 亿元; 若要达到 12.5% 的相对充裕水平, 则需要补充 366.6 亿元资本金

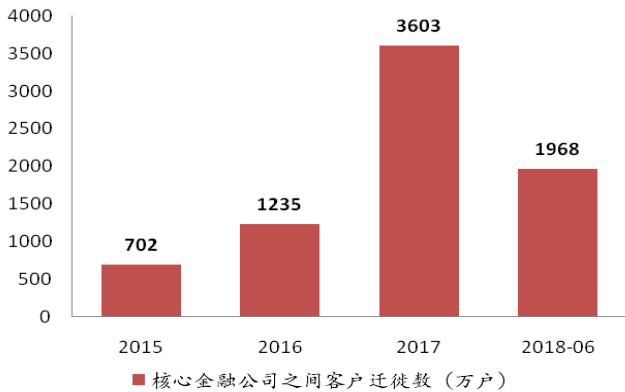
表 1: 平安银行资本充足率补充测算

估值指标	2018H	维持水平	监管合意	保持充裕
资本充足率 (%)	11.59%	10.97%	11.50%	12.50%
资本净额 (百万元)	262054	262054	274820	298718
风险加权资产 (百万元)	2261112	2389743	2389743	2389743
需要补充资本金 (百万元)		0	12766	36664

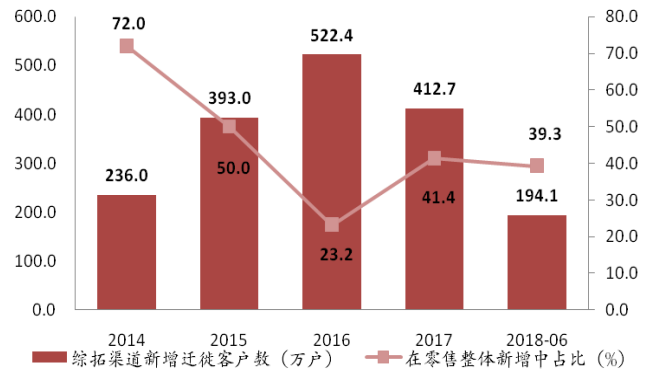
数据来源: 公司公告, 西南证券

2.5 综合金融体系强大, 引领金融科技发展

平安银行的母公司中国平安集团旗下拥有全部金融牌照, 始终坚持“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”的战略, 客户交叉渗透程度不断提高, 集团核心金融公司之间客户迁徙人次逐年增加。背靠平安集团行业领先的金融科技和综合金融体系, 平安银行站在巨人的肩膀上为客户提供全方面的综合金融服务, 满足客户多元化金融需求。2018 年上半年, 平安银行综拓渠道迁徙客户新增 194.09 万户, 占零售整体新增客户 (不含信用卡) 的比例为 39.3%, 集团客户迁徙贡献了可观的客源积累。

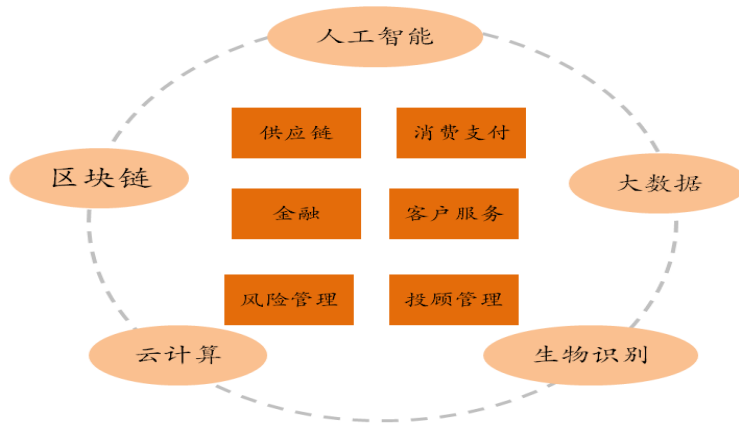
图 33: 平安银行核心金融公司之间客户迁徙数


数据来源: wind, 西南证券整理

图 34: 平安银行综拓渠道新增迁徙客户数及占比


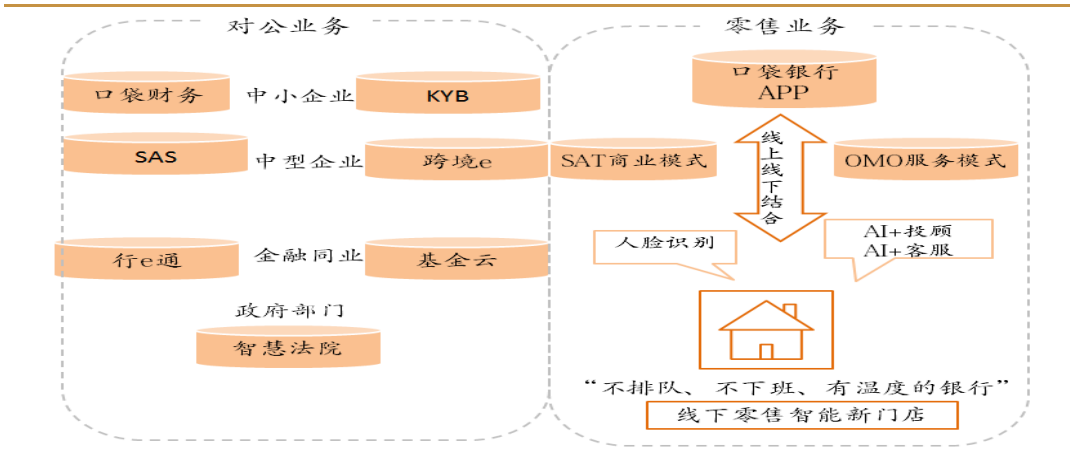
数据来源: wind, 西南证券整理

2016 年, 平安银行提出了“中国最卓越, 全球领先的智能化零售银行”的发展目标。零售业务发达、背靠平安集团、坐拥中国金融机构中规模领先的大数据平台和自主研发金融专有云平台, 平安银行在发展科技金融和互联网金融上具备先发优势。平安银行坚持每年将收入的一定比例投入科技研发, 2018 年上半年, 平安科技投入大幅增加, IT 资本性支出同比增幅达 165%; 全行科技人力扩充到 4,800 人, 同比增长超过 25%。依托平安集团全球研究院, 平安银行始终走在金融科技最前沿, 目前公司致力于强化推动人工智能、区块链、大数据、云计算和生物识别等科技运用于供应链金融、消费支付、客户服务、投顾管理和风险管理五类场景融合。

图 35: 平安银行金融科技布局情况


数据来源: wind, 西南证券整理

在对公业务领域, 平安银行坚持“一类客户打造一组平台”, 面向小企业客户打造口袋财务、中小企业数据贷 KYB (Know Your Business) 平台; 面向中型客户打造供应链应收账款服务平台 (SAS)、跨境 e 平台; 面向金融同业客户打造行 e 通、基金云平台; 面向政府客户打造智慧法院平台, 满足不同客户的差异化需求。在零售业务领域, 平安银行将原口袋银行、信用卡和直销银行三大 APP, 整合为口袋银行 APP, 将简单的基础交易平台升级为智能化金融生活服务平台。线下将集团的人脸识别、人工智能等技术落地到零售新门店, 推进“AI+投顾”、“AI+客服”, 致力于打造“不排队、不下班、有温度”的零售智能银行, 为客户提供 7×24 小时的智能化服务。

图 36: 平安银行平台业务


数据来源: wind、西南证券整理

3 盈利预测与估值

对于未来公司成长,我们做出如下假设:(1)未来三年公司存款增速将保持稳健增长趋势,2018-2020年存款增速分别为10%、12%、13%。(2)未来三年公司贷款增速保持平稳增长,2018-2020年贷款增速分别为14%、14%、14%。(3)公司生息资产收益率在公司零售转型战略下,整体利率水平在2018年有望持续走高,之后随市场利率下行而回落。预计未来三年分别达到5.16%、5.09%、5.09%。(4)公司计息负债成本率因公司主动负债而有所上升,未来三年分别为2.87%、2.92%、2.90%。

表 2: 平安关键假设指标参数预测

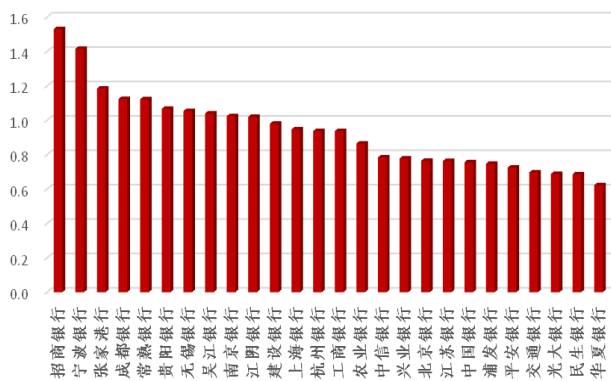
单位:百万元		2017A	2018E	2019E	2020E	
利息净收入	利息净收入	74,009	77,805	83,322	93,796	
	生息资产规模	合计	3,052,601	3,363,406	3,733,929	4,172,492
		贷款规模	1,704,230	1,959,865	2,244,045	2,558,211
		存放央行及同业	541,369	576,549	603,840	665,122
		债券投资	807,002	826,992	886,044	949,159
	生息资产收益率	4.80%	5.16%	5.09%	5.09%	
	计息负债规模	合计	2,938,851	3,176,050	3,498,318	3,901,975
		存款规模	2,000,420	2,190,460	2,453,315	2,772,246
		同业负债	595,939	608,849	630,588	653,152
		债券发行	342,492	376,741	414,415	476,578
计息负债成本率	2.73%	2.87%	2.92%	2.90%		
非利息收入		31,777	35,739	40,139	44,319	
营业收入		105,786	113,545	123,461	138,114	

数据来源:公司公告、西南证券

3.1 相对估值

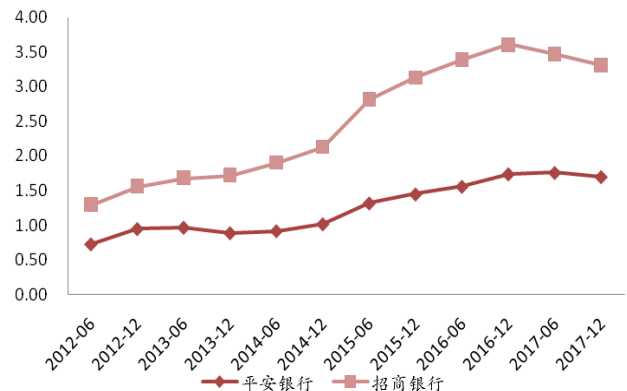
对于平安银行的估值，我们认为应该对比国内其他股份制商业银行。在股份制商业银行中，平安银行零售业务发展早、基础雄厚，又背靠中国平安，具有其他股份制商业银行难以比拟的综合金融业务优势；同时平安银行互联网金融、科技金融的发展长期走在银行业前列，其发展方向与银行业未来发展方向高度契合，未来发展不可限量。尽管有着强大的零售业务和互联网金融优势，平安银行目前在市场上的估值水平仍不理想，处于上市银行低位，约为 0.8 倍 PB。与同处于深圳，同样主攻零售业务，但却有 1.6 倍 PB 的招商银行相比，差距不可谓不显著。究其原因，是市场上对平安银行资产质量的担忧影响了其估值预期。从 2015 年开始，平安银行的贷款不良率就一直高于股份制商业银行的平均水平。考虑到平安银行对不良资产的认定并不算严格，其资产质量就更不容乐观。但 2018 年上半年，平安银行的资产质量已出现改善迹象，随着平安银行不断做精对公业务，优化资产结构，资产质量会得到改善，平安银行业绩也将会不断释放。综上，我们认为平安银行合理的相对估值水平应该在 1.0 倍 PB 水平。

图 37：上市银行 PB 估值比较



数据来源：wind，西南证券整理

图 38：平安银行与对标行不良率比较 (%)



数据来源：wind，西南证券整理

3.2 绝对估值

我们使用三阶段 DDM 估值，以未来三年作为短期，接下来 10 年作为过渡增长期，之后作为永续期。设定估值假设条件分别为：(1) 假设市场无风险利率为 3.5%，风险溢价为 6%，贝塔系数 1.1 倍，折现率为 10.1%；(2) 假设过渡增长期股利支付率为 20%，永续期股利支付率为 25%；(3) 假设过渡增长期权益倍数为 14 倍，永续期权益倍数为 12 倍。根据以上主要假设条件，得到公司的合理每股价值为 17.24 元。

表 3: DDM 模型估值参数

证券名称:	平安银行【000001.SZ】		
估值日期:	2018年9月5日		
			估值结果
无风险利率	3.50%		公司价值
市场风险溢价	6.00%		每股价值
贝塔系数	1.10		230618
权益成本	10.10%		17.24元
	详细预测期	过渡增长期	永续期
	2018-2020年	2020-2030年	2030年及以后
净息差	2.20%	2.22%	2.20%
生息资产/总资产	98.10%	98.00%	96.00%
贷款总额/生息资产	58.00%	60.00%	60.00%
净非利息收入/营业收入	32.03%	30.00%	30.00%
成本收入比(含营业税)	29.89%	29.00%	29.00%
PPOP ROAA	2.35%	2.00%	2.00%
信用成本	2.38%	2.35%	2.35%
有效税率	23.05%	23.00%	23.00%
ROAA	0.79%	0.80%	0.80%
权益乘数	14.53	14.00	12.00
ROAE	11.48%	11.00%	10.50%
股利支付率	11.00%	20.00%	25.00%
增长率g	10.22%	8.80%	7.88%

数据来源: 公司公告、西南证券

考虑到未来行业政策和经济发展周期的不确定性, 我们选择了估值较为保守的相对估值方法, 给予平安银行对应 2018 年 1 倍 PB 估值, 对应未来 6 个月目标价 14.16 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

监管趋严或使行业估值下行压力加大; 经济周期下行或使公司资产质量恶化; 存款成本抬升或使公司息差空间收窄。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	盈利能力	2017A	2018E	2019E	2020E
净利息收入	74,009	77,805	83,322	93,796	ROAE	10.79%	10.75%	10.76%	10.90%
净手续费收入	30,674	34,355	38,477	42,325	ROAA	0.75%	0.74%	0.77%	0.82%
其他非息收入	923	1,385	1,661	1,994	RORWA	1.09%	1.08%	1.10%	1.11%
营业收入	105,786	113,545	123,461	138,114	生息率	4.80%	5.16%	5.09%	5.09%
税金及附加	1,022	1,162	1,325	1,501	付息率	2.73%	-2.87%	-2.92%	-2.90%
业务及管理费	31,616	33,496	35,804	38,672	净利差	2.07%	8.03%	8.01%	7.99%
营业外净收入	142	0	0	0	净息差	2.52%	2.43%	2.35%	2.37%
拨备前利润	73,290	78,887	86,332	97,942	成本收入比	-29.89%	-29.50%	-29.00%	-28.00%
资产减值损失	42,925	46,273	50,404	57,578	资产质量	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	30,365	32,614	35,928	40,364	不良贷款余额	28,997	32,498	37,020	42,213
所得税	6,968	7,518	8,281	9,304	不良贷款净生成率	-2.39%	-2.25%	-2.20%	-2.20%
税后利润	23,397	25,097	27,647	31,060	不良贷款率	1.70%	1.66%	1.65%	1.65%
归属母公司净利润	23,189	25,011	27,553	30,954	拨备覆盖率	151.08%	160.17%	152.89%	146.73%
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	拨贷比	2.57%	2.66%	2.52%	2.42%
存放央行	310,212	328,569	355,731	410,292	流动性	2017A	2018E	2019E	2020E
同业资产	231,157	247,980	248,109	254,830	贷存比	85.19%	89.47%	91.47%	92.28%
贷款总额	1,704,230	1,959,865	2,244,045	2,558,211	贷款/总资产	52.46%	55.36%	57.56%	58.90%
贷款减值准备	43,810	52,052	56,601	61,940	平均生息资产/平均总资产	94.69%	94.51%	94.94%	95.50%
贷款净额	1,660,420	1,907,812	2,187,444	2,496,271	每股指标	2017A	2018E	2019E	2020E
证券投资	807,002	826,992	886,044	949,159	EPS	1.35	1.46	1.60	1.80
其他资产	239,683	229,006	221,535	232,611	BVPS	12.93	14.16	15.66	17.42
资产合计	3,248,474	3,540,359	3,898,863	4,343,163	每股股利	0.14	0.16	0.18	0.20
同业负债	595,939	608,849	630,588	653,152	估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
存款余额	2,000,420	2,190,460	2,453,315	2,772,246	P/E	7.44	6.90	6.26	5.57
应付债券	342,492	376,741	414,415	476,578	P/B	0.78	0.71	0.64	0.58
其他负债	87,569	121,150	131,691	142,066	P/PPOP	2.35	2.19	2.00	1.76
负债合计	3,026,420	3,297,200	3,630,009	4,044,041	股息收益率	1.35%	1.59%	1.76%	1.97%
股东权益合计	222,054	243,159	268,853	299,122					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn