



2019-01-04

公司深度报告

买入/维持

平安银行(000001)

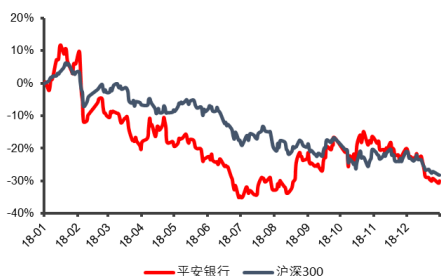
目标价: 12.7

昨收盘: 9.28

金融 银行

平安银行：终将脱颖而出，强烈推荐

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股) 17,170/16,918
 总市值/流通(百万元) 159,341/156,999
 12个月最高/最低(元) 14.80/8.60

相关研究报告：

平安银行(000001)《平安银行：业绩小幅改善，投资收益大幅增长是主因》--2018/10/23

平安银行(000001)《平安银行：手续费增速提升拉动业绩增长，资产质量优于同业平均水平》--2018/08/16

平安银行(000001)《平安银行半年报点评：不良率小幅上升；零售业务贡献度持续提升》--2017/08/11

证券分析师：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190516090002

研究助理：支初蓉

电话：010-88695262

E-MAIL: zhicr@tpyzq.com

报告摘要

平安银行依靠集团资源优势，转型发展效果显著。2018年，平安银行以“科技引领、零售突破、对公做精”为公司战略发展纲领，依靠集团规模及客户资源优势，围绕五大生态圈战略，加快战略转型，提升服务实体经济的能力。

业绩拐点已现，归母净利润增速回升。2018年，平安银行营业收入及净利润增速触底回升。2018年公司营业收入为1167亿元，同比增长10.3%；归属母公司股东的净利润为248亿元，同比增长7.0%，增速较2017年上升4.4个百分点，逆转了2015年至2017年业绩增速下滑的趋势。

个人贷款大幅增长，零售转型成效显著。2018年末，零售贷款余额为1.15万亿元，同比增长35.9%。个人贷款占贷款总额的比重在2018年末达到57.8%，并呈不断上升的态势。2018年前三季度，平安银行实现零售业务营业收入444亿元，同比增长32.1%，占总营业收入的比重为51.2%；零售业务实现净利润139亿元，同比增长11.2%，占银行净利润的比重为68.0%。

不良确认趋严，可转债发行补充核心一级资本。受不良贷款确认标准趋严影响，2018年末平安银行不良贷款率升至1.75%，较2017年的1.70%上升5bps。逾期90天以上贷款340亿元，同比下降18.1%，不良偏离度下降至97%，平安银行不良贷款确认趋向严格。银行资本充足率为11.7%，且发行260亿元可转债已获证监会核准。发行可转债将为平安银行资本回血，提高核心一级资本充足率。

投资建议：2018年平安银行营业收入及归母净利润增速均逆转2017年下行的趋势，增速显著提升。零售贷款规模大幅增长，银行卡业务增速提升带动手续费净收入增长。资产质量优化，并发行可转债为资本回血。2019/2020年，公司净利润预计分别为273亿/303亿(同比+10.2%/+10.9%)；PB估值为0.64/0.58；2019年目标价为12.7元/股(现价：9.28元/股)；空间30%。给予“买入”评级。

风险提示：经济增长放缓；严监管的政策风险；信用风险；市场风险。

盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,058	1,167	1,272	1,395
(+/-%)	-1.8%	10.3%	9.0%	9.7%
净利润(百万元)	232	248	273	303
(+/-%)	2.6%	7.0%	10.2%	10.9%
摊薄每股收益(元)	1.30	1.44	1.59	1.77
市盈率(PE)	7.14	6.42	5.83	5.25

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 作为国内首家上市的商业银行，转型发展走在行业前列	5
(一) 首家 A 股上市银行，市场化程度高	5
(二) 中国平安控股，股权分布较集中	5
(三) 公司发展战略：科技引领、零售突破、对公做精	7
二、 业绩拐点已现，非息收入拉动净利润增长	8
(一) 非息收入增幅较大，拉动净利润增长	8
(二) 净利息收入增速放缓，息差较一季度改善	9
三、 贷款规模增速回升，个人贷款占比增加	10
(一) 贷款占比持续提升，个人贷款增长较快	10
(二) 存款增速回升，企业定期存款占比较大	12
(三) 银行卡手续费快速增长，理财收入同比下降	13
(四) 管理费用增速回落，成本收入比维持稳定	15
四、 不良确认愈加严格，不良偏离度持续下降	15
(一) 不良率稳定略升，拨备覆盖率下降	15
(二) 关注贷款率下降，不良确认愈加严格	16
(三) 公司贷款不良率上升，个人贷款质量转好	17
(四) 资本充足率上升，可转债发行获证监会核准	17
五、 零售转型成效显著，信用卡业务收入大幅增长	18
(一) 零售收入占比过半，管理资产规模上万亿	18
(二) 信用卡业务规模扩张向收入转化，不良率保持稳定	19
六、 发挥综合金融集团协同优势，推动科技创新发展	20
(一) 背靠综合金融集团，资源优势突出	20
(二) 拥有科技创新基因，科技产品挖掘潜在客户流量	21
七、 投资建议	22
八、 风险提示	23

图表目录

图表 1: 平安银行发展历程	5
图表 2: 平安银行第一大股东持股比例变化	5
图表 3: 平安银行股权结构	6
图表 4: 平安银行参股公司	6
图表 5: 平安银行发展战略	7
图表 6: 平安银行对公做精战略	7
图表 7: 平安银行科技引领战略	8
图表 8: 2018 年前三季度平安银行归母净利润分解	8
图表 9: 平安银行营业收入及增速	9
图表 10: 平安银行归母净利润及增速	9
图表 11: 平安银行利息净收入及增速	9
图表 12: 平安银行利息收入与利息支出	9
图表 13: 净利差及净息差	10
图表 14: 生息资产收益率&计息负债成本率	10
图表 15: 生息资产及其增速	10
图表 16: 生息资产结构	10
图表 17: 贷款余额及增速	11
图表 18: 贷款结构	11
图表 19: 公司贷款、个人贷款余额及增速	11
图表 20: 贷款平均收益率	11
图表 21: 计息负债余额及其增速	12
图表 22: 计息负债结构	12
图表 23: 存款规模及增速	12
图表 24: 存款结构	12
图表 25: 各类存款平均余额及增速	13
图表 26: 各类存款平均成本率	13
图表 27: 手续费净收入及增速	13
图表 28: 非息收入占营业收入的比重	13
图表 29: 手续费收入结构 (2018H, 亿元)	14
图表 30: 银行卡手续费及增速	14
图表 31: 理财业务手续费及增速	14
图表 32: 委托代理业务手续费及增速	14
图表 33: 管理费用及增速	15
图表 34: 成本收入比	15
图表 35: 不良率及拨备覆盖率	15
图表 36: 不良贷款余额及增速	15
图表 37: 按五级分类的贷款金额、占比及迁徙率	16
图表 38: 关注贷款余额及增速	16
图表 39: 逾期 90 天以上贷款及增速	16
图表 40: 2018 年上半年公司贷款按行业分类	17
图表 41: 2018 年上半年个人贷款分类及占比	17
图表 42: 资本充足率	17
图表 43: 加权风险资产净额及增速	17
图表 44: 零售业务收入及净利润	18
图表 45: 零售贷款余额及增速	18

图表 46: 零售存款余额及增速	18
图表 47: 零售客户资产规模	19
图表 48: 零售客户数及增速	19
图表 49: 银行卡手续费及增速	19
图表 50: 信用卡流通卡量及增速	19
图表 51: 信用卡贷款余额及增速	20
图表 52: 信用卡不良率	20
图表 53: 综合金融优势凸显	21
图表 54: 平安银行科技引领战略	21
图表 55: 口袋银行 APP	22

一、作为国内首家上市的商业银行，转型发展走在行业前列

(一) 首家 A 股上市银行，市场化程度高

平安银行前身是深发展银行，是首家在 A 股上市的商业银行。平安银行是国内最早成立的股份制商业银行之一。1987 年，平安银行的前身深圳发展银行在深圳成立，由深圳经济特区内原 6 家农村信用社进行股份制改造的基础上设立；1991 年 4 月，深圳发展银行在深交所上市；2012 年 2 月，深圳发展银行吸收合并控股子公司平安银行，原平安银行注销。2012 年 7 月，深圳发展银行更名为“平安银行股份有限公司”。目前，已在全国东西南北各地区设立营业网点，业务覆盖地区广泛。目前，平安银行注册资本为人民币 171.7 亿元，总资产 3.34 万亿元。

图表 1：平安银行发展历程



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 中国平安控股，股权分布较集中

中国平安及其子公司平安寿险四次增持，成为平安银行控股股东。截至 2018 年 6 月份，中国平安及其子公司平安寿险合计持有平安银行 58% 的股权，是平安银行的控股股东。中国平安成立于 1988 年，主营业务包括投资保险企业；监督管理控股投资企业的各种国内国外业务等。平安银行董事长是谢永林先生，南京大学管理学博士、理学硕士，2016 年 12 月起出任公司董事长至今。自 1994 年 10 月加入中国平安，从基层员工做起，先后担任平安产险支公司副总经理、平安寿险分公司总经理、平安银行副行长等。行长是胡跃飞先生，1990 年加入本公司，2016 年 12 月至今，担任平安银行行长。

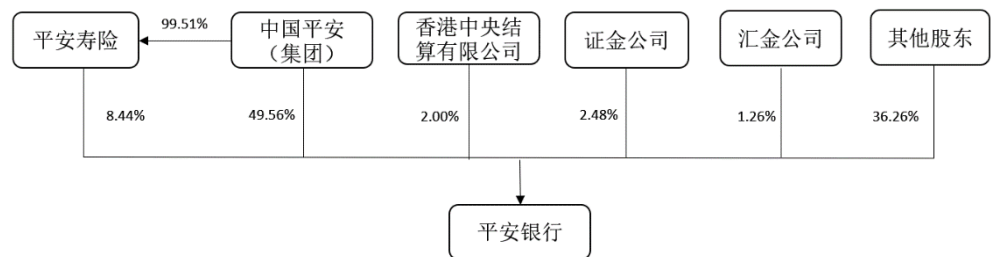
图表 2：平安银行第一大股东持股比例变化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

平安银行前五大股东持股合计占总股本比例的 62.4%。平安银行股权分布较为集中。中国平安持有平安银行 49.56% 的股份，平安寿险持有平安银行 8.44% 的股份，且中国平安持有平安寿险 99.51% 的股份，因此，中国平安及控股子公司共持有平安银行 58% 的股份，是平安银行的控股股东。平安银行的前十大股东中还包括中国证券金融股份有限公司、香港中央结算有限公司（陆港通）、中央汇金资产管理有限公司、深圳中电投资股份有限公司、河南鸿宝集团有限公司、新华人寿保险等，分别持有平安银行 2.48%、2.00%、1.26%、1.08%、0.58%、0.29% 的股份，前十大股东持股合计占总股本比例的 65.87%。

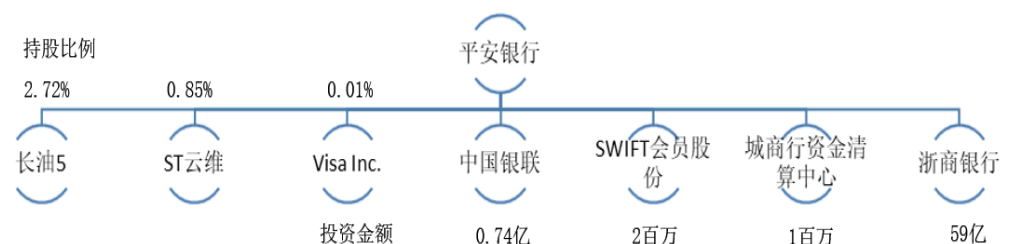
图表 3：平安银行股权结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

平安银行共参股 7 家公司，包括向浙商银行投资 59 亿元。截至 2017 年末，平安银行共持有 3 家上市银行的股份，分别为长油 5、ST 云维、Visa Inc.，并向 4 家非上市银行进行投资，分别为向中国银联投资 0.74 亿元、向 SWIFT 会员股份投资 2 百万元、向城商行资金清算中心投资 1 百万、向浙商银行投资 59 亿元。2014 年，平安银行以抵债方式获得浙商银行股份有限公司内资股权 1,000 万股。

图表 4：平安银行参股公司



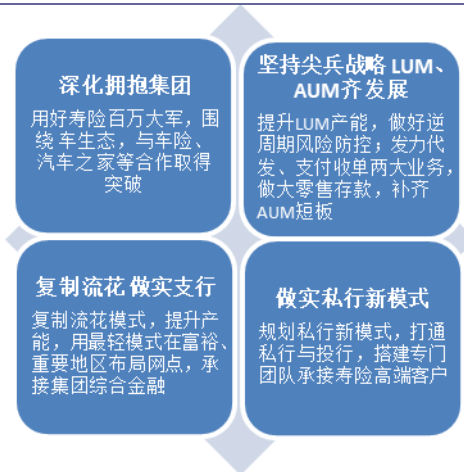
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(三) 公司发展战略：科技引领、零售突破、对公做精

2018年，平安银行以“科技引领、零售突破、对公做精”为公司战略发展纲领，依靠集团规模及客户资源优势，围绕汽车、房产、医疗健康、智慧城市、金融机构五大生态圈战略，加快战略转型，防范金融风险，提升服务实体经济的能力。

坚定战略转型方向，实现“中国领先、全球领先的零售银行”战略目标。2016年，平安银行提出零售转型战略。零售突破包括深化拥抱集团、坚持尖兵战略LUM、AUM其发展、复制流花做实支行、做实私行新模式四方面内容。2018年6月末，零售贷款余额达9989亿元，同比增长52%。同时，资产质量保持优良，2018年6月末零售贷款（含信用卡）不良率较2017年末下降0.13个百分点至1.05%。

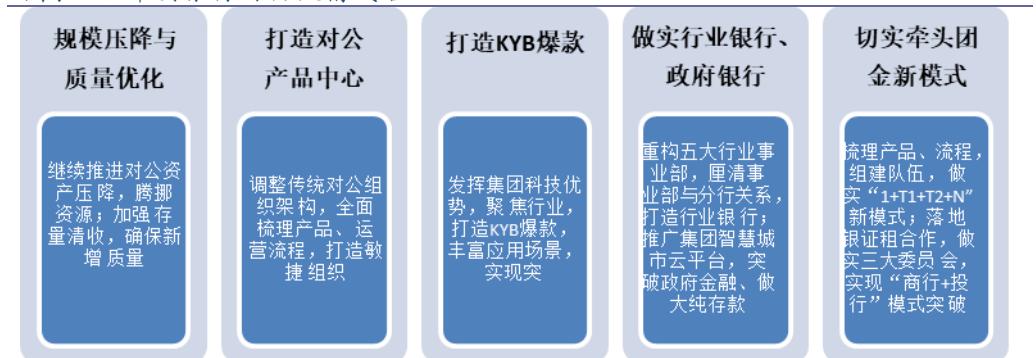
图表 5：平安银行发展战略



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

对公做精意为贯彻“双轻”战略，优化客户结构，腾挪信贷资源，有力支持零售转型。对公做精战略包括规模压降与质量优化；打造对公产品中心；打造KYB爆款；做实行业银行、政府银行；切实牵头团金新模式五方面。上半年，对公业务结构持续调整，新增授信出账主要集中在医疗健康等行业；钢铁、煤炭等高风险行业敞口余额较年初减少，贷款投向进退有度。

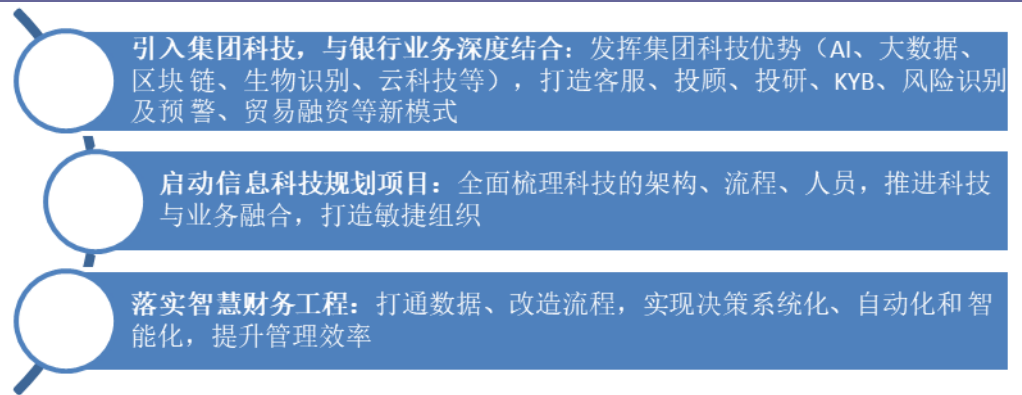
图表 6：平安银行对公做精战略



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

科技引领战略上，平安银行借力集团科技优势，加大投入，夯实科技基础；并加强与业务结合，明确标准、做出实效、打出标杆。科技引领战略主要包括三方面，一是引入集团科技，与银行业务深度融合；二是启动信息科技规划项目；三是落实智慧财务工程。2018年上半年，平安银行科技投入大幅增加，IT资本性支出同比增幅达165%。6月末，全行科技人力扩充到4800人（含外包），同比增长超过25%。截至6月末，平安银行口袋APP月活客户数2035万户，较上年末增长37.3%，人脸识别、声纹识别、大数据平台等新技术应用也不断落地。

图表 7：平安银行科技引领战略



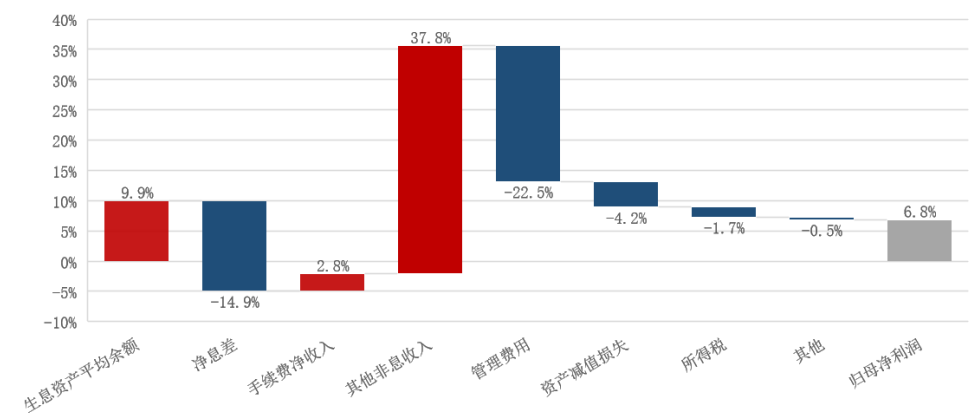
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、业绩拐点已现，非息收入拉动净利润增长

（一）非息收入增幅较大，拉动净利润增长

投资等其他非息收入拉动业绩增长，管理费用大幅增加拖累业绩。2018年前三季度，平安银行实现归母净利润205亿元，同比增加13亿元，同比增长6.8%。其中，生息资产平均余额、手续费净收入、其他非息收入对归母净利润的拉动分别为9.9%、2.8%、37.8%，但净息差同比下降，向下拉动归母净利润14.9%。从成本端看，业务及管理费用对归母净利润的影响最大（-22.5%），其次为资产减值损失和所得税费用，向下拉动归母净利润4.2%、1.7%。

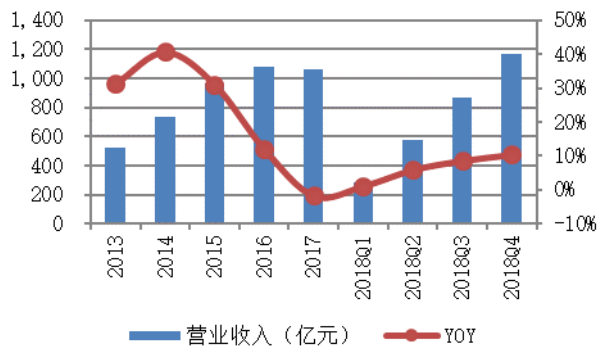
图表 8：2018 年前三季度平安银行归母净利润分解



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

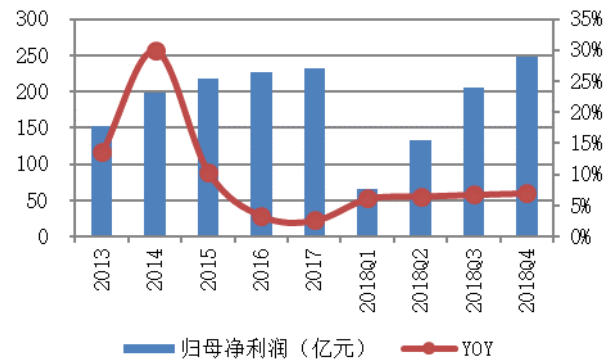
营业收入增速持续提升，归母净利润增速企稳回升。2018年，平安银行实现营业收入1167亿元，同比增长10.3%，较2017年上升12.1个百分点；实现归母净利润248亿元，同比增长7.0%，较2017年末上升4.4个百分点。18年一季度开始，平安银行营业收入逆转了2017年全年营业收入同比负增长的态势，归母净利润同比增速较2017年同比增速提升3.52个百分点。

图表 9：平安银行营业收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：平安银行归母净利润及增速

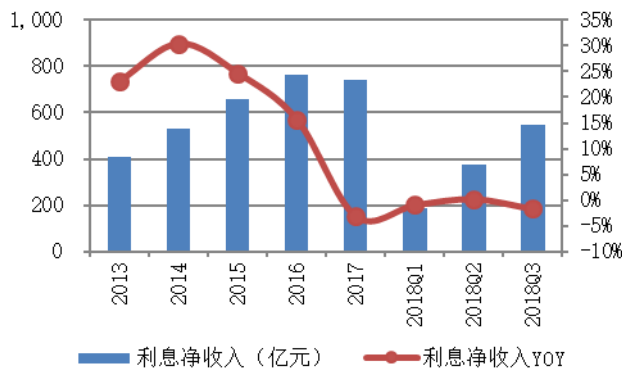


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 净利息收入增速放缓，息差较一季度改善

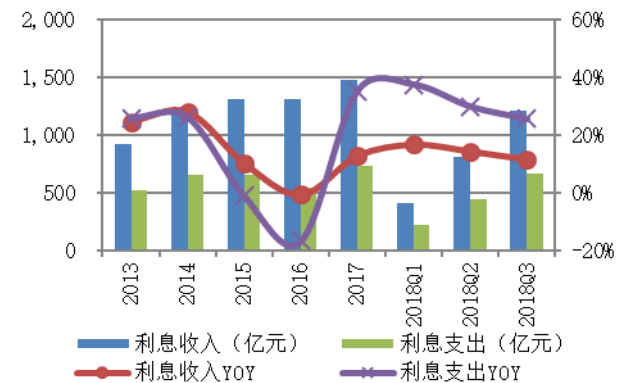
利息净收入增速放缓，利息支出增速下降较快。2018年前三季度，平安银行实现利息净收入545亿元，同比下降1.7%，增速较上半年末下降1.9个百分点。近五年中，利息净收入增速在2014年达到最大值30.37%，2015年至2017年增速持续下滑至-3.14%。2018年一季度，利息净收入为187亿元，同比下降-0.96%，增速较2017年提升2.18个百分点。从收入端看，2018年前三季度利息收入为1217亿元，同比增长11.7%，增速较上半年末下降2.8个百分点；从支出端看，2018年前三季度利息支出为671亿元，同比增长25.7%，增速较上半年末下降4.3个百分点。

图表 11：平安银行利息净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

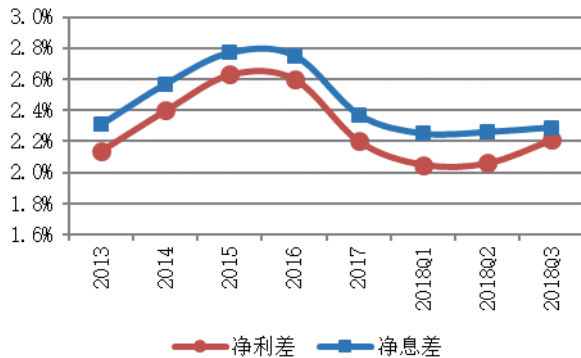
图表 12：平安银行利息收入与利息支出



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

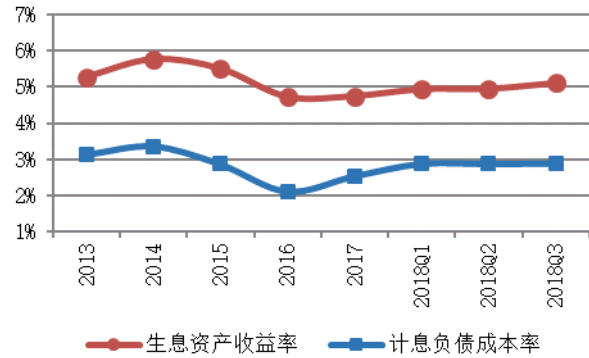
净息差环比小幅回升，生息资产收益率明显提升。2018年三季度末，平安银行净息差为2.29%，较上半年上升3bps，较2017年下降8bps。银行生息资产收益率为5.11%，较上半年上升16bps，较2017年上升36bps；计息负债成本率2.90%，较上半年上升1bps。2018年前三季度平安银行个人贷款规模和占比持续增加，使生息资产收益率较2017年末有所提升，受市场利率维持高位等因素影响，计息发债成本率较年初业有所上升，且幅度略低于生息资产收益率，净利差较2017年末上升1bps至2.21%。

图表 13：净利差及净息差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 14：生息资产收益率&计息负债成本率



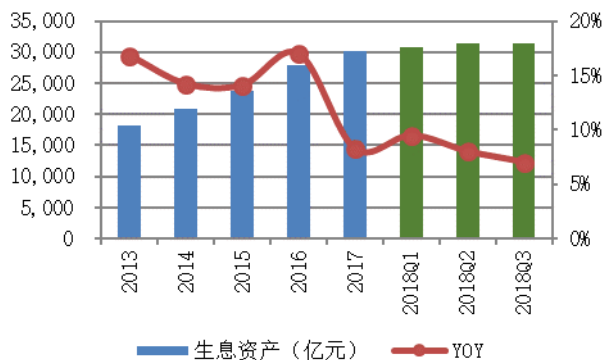
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、贷款规模增速回升，个人贷款占比增加

(一) 贷款占比持续提升，个人贷款增长较快

生息资产规模增速有所下降，贷款占比持续提升。2018年三季度末，平安银行生息资产规模达到3.15万亿元，同比增长7.0%，增速较上半年末下降1.0个百分点，较2017年末下降1.2个百分点。从生息资产的结构看，贷款余额占比始终最大且呈不断上升的趋势，2018年三季度末，贷款余额占生息资产的比重为59.3%，较2017年末提高4.1个百分点；投资性金融资产占生息资产的24.6%；同业资产的比重为6.9%。

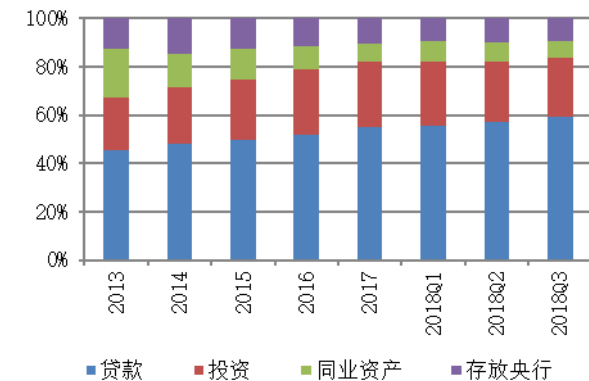
图表 15：生息资产及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：2018年起会计准则变更使生息资产口径有所变化。

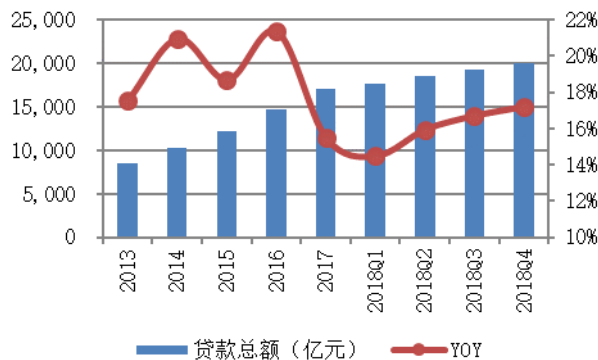
图表 16：生息资产结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

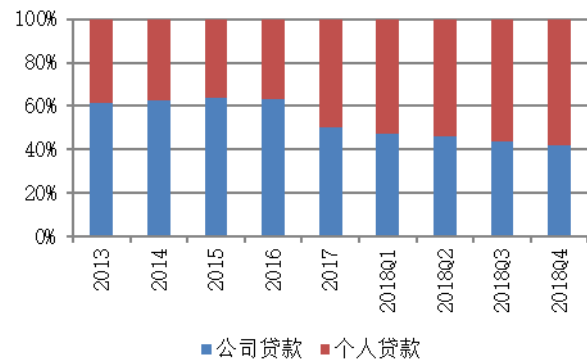
贷款增速回升，个人贷款占比逐渐增加。2018年末，平安银行贷款总额为2.0万亿元，同比增长17.2%。近五年，贷款增速在2016年达到21.4%的最高点，2017年开始下滑，2018年一季度同比增速降至14.5%，但后三个季度贷款总额增速持续上升。从贷款的结构看，个人贷款占贷款总额的比重在2018年一季度末突破50%，在2018年末达到57.8%（2017：49.8%），并呈不断上升的态势。2015年，个人贷款占比仅为36.3%，2016年起逐渐提升，2017年末上升至49.8%，2018年逐季上升。

图表 17：贷款总额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

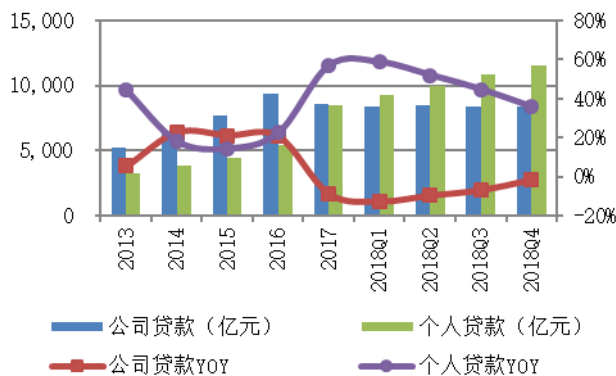
图表 18：贷款结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

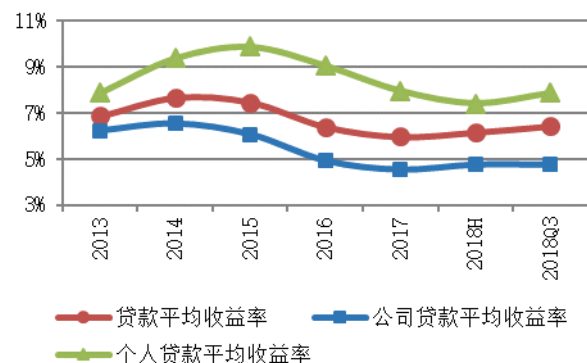
零售贷款突破万亿，公司贷款同比下降。2018年末，平安银行零售贷款余额突破万亿，为1.15万亿元，同比增长35.9%，增速较2017年末下降21.0个百分点。2017年，零售贷款增速较2016年大幅提升34.3个百分点至57.0%，此时，零售贷款占贷款总额的比重为50%，与公司贷款基本持平。2018年末，公司贷款余额为8435亿元，同比下降1.4%，降幅较2017年减少7.2个百分点，2018年延续了2017年公司贷款规模压降的趋势。另外，个人贷款的平均收益率高于公司贷款，提高个人贷款占贷款总额的比重有助于提高贷款利息收入及贷款平均收益率，从而提升银行的盈利能力。

图表 19：公司贷款、个人贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：贷款平均收益率

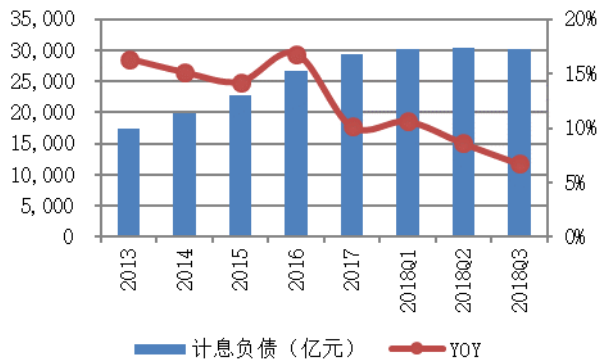


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）存款增速回升，企业定期存款占比较大

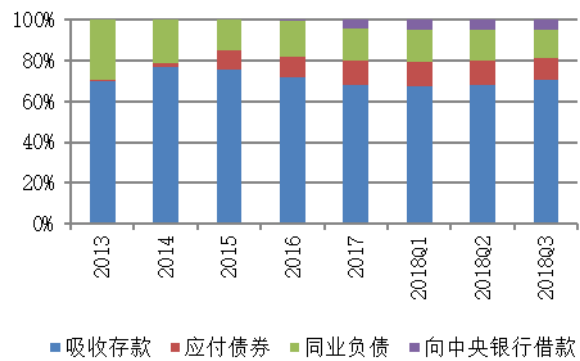
计息负债规模增速放缓，存款占比回升。2018年三季度末，平安银行计息负债规模为3.12万亿元，同比增长6.8%，增速较上半年末下降2.2个百分点，较2017年全年增速下降3.2个百分点。从计息负债的结构看，吸收存款的规模所占比重虽然从2014年至2018年一季度末逐渐下降，但仍占有最大比重，2018年一季度末占比由70.0%降至67.5%，三季度末提升至70.5%；而已发行债券规模占比从2013年开始逐年提升，2018年上半年末，其占计息负债的比重为11.8%，较2013年提升11.4个百分点，三季度末占比降至10.6%；同业负债规模占比降至13.9%。

图表 21：计息负债余额及其增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

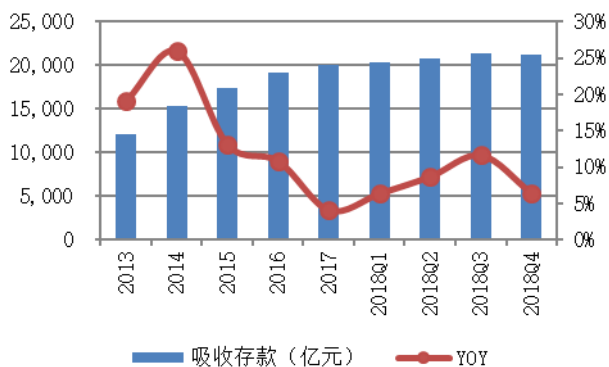
图表 22：计息负债结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

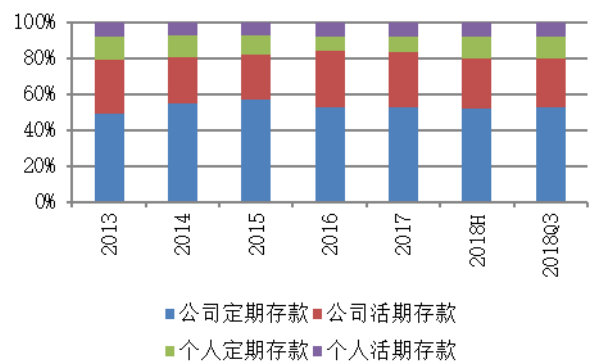
存款余额增速提升，公司存款占比81%。2018年末，平安银行存款余额为2.13万亿，同比增长6.4%，较2017年上升2.3个百分点。其中，个人存款余额4616亿元，同比增长35.4%；企业存款余额1.67万亿，同比增长0.5%。从存款平均余额看，2018年三季度末，平安银行吸收存款平均余额为2.04万亿元，同比增长8.0%，较上半年末上升1.8个百分点，较2017年提高6.3个百分点。其中，个人存款平均余额占存款总额的比重较2017年末提升4.6个百分点至18.8%。这主要由于2018年前三季度个人定期存款的大幅增长，同比增速为63.3%，占存款平均余额的比重升至10.6%。公司存款占比仍然较高，为81.2%，但增速仅为3.6%，其中，公司活期存款平均余额同比下降4.0%，占存款总额的23.9%；公司定期存款同比增长10.5%，占存款总额的45.7%。

图表 23：存款规模及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

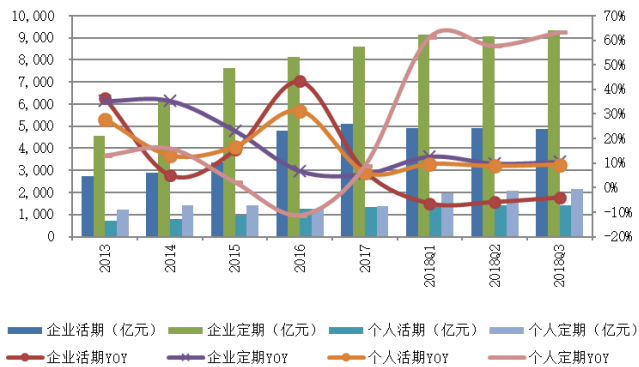
图表 24：存款结构



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

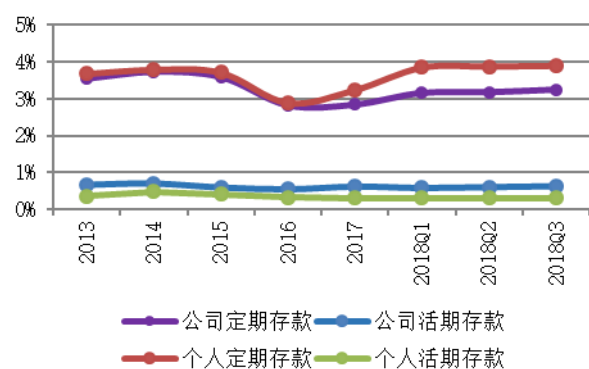
个人定期存款大幅增长，存款成本率呈上升趋势。2018年三季度末，公司定期存款、公司活期存款、个人定期存款、个人活期存款平均余额分别为9329亿元、4880亿元、2165亿元、1429亿元，分别同比增长10.5%、-4.0%、63.3%、9.3%。从存款成本率看，三季度末个人定期存款平均成本率明显高于公司定期存款，分别为3.90%、3.25%，较上半年末分别增加2bps、7bps，公司活期存款平均成本率和个人活期平均成本率分别为0.63%、0.30%，公司活期存款成本率较上半年上升2bps，个人活期存款成本率与一季度持平。银行存款成本率2.42%，较上半年上升7bps，较2017年末上升44bps，存款利息支出进一步上升，成本端支出压力较大。

图表 25：各类存款平均余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 26：各类存款平均成本率

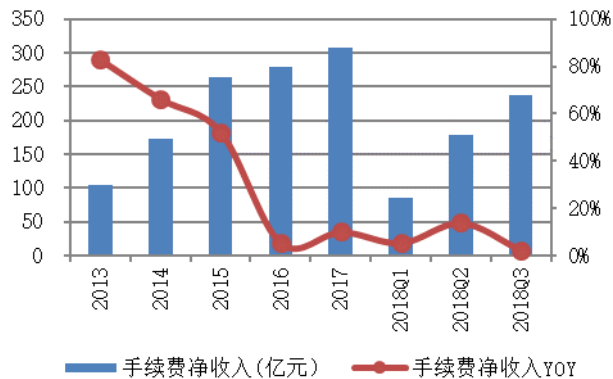


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(三) 银行卡手续费快速增长，理财收入同比下降

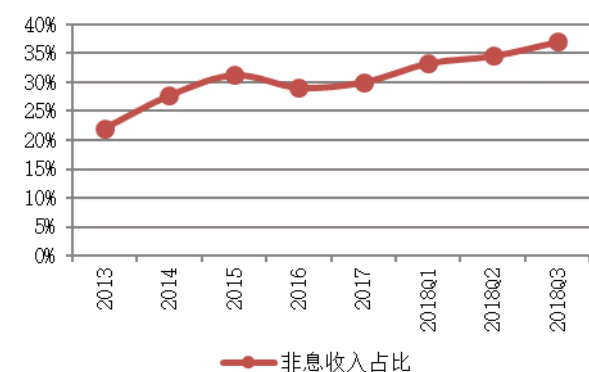
手续费净收入增速回落，中间收入占比持续提升。2018年前三季度，平安银行实现手续费净收入237亿元，同比增长2.3%，增速较上半年末下降11.6个百分点。手续费净收入增速下滑使其占营业收入的比重下降至27.4%，较上半年下降3.9个百分点。但是，非息收入整体占比呈上升趋势。平安银行非息收入占营业总收入的比重从2013年的11.27%提升至2017年末的19.44%，上升8.17个百分点。2018年上半年末，中间业务收入占营业收入比重较2017年末上升4.56个百分点至34.6%，三季度进一步上升至37.1%。平安银行中间收入占营业总收入比重的提升使其对传统信贷业务的依赖度降低，银行向轻资产方向转型又迈进一步。

图表 27：手续费净收入及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

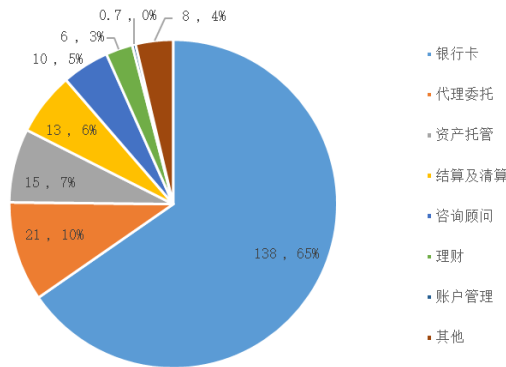
图表 28：非息收入占营业收入的比重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

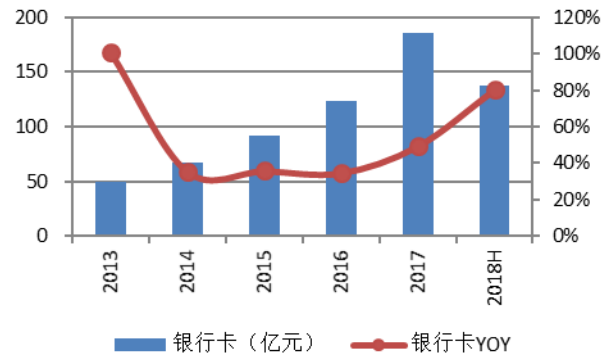
银行卡手续费收入增速持续提升，占手续费收入的比重达 65%。2017 年、2018 年一季度、上半年、三季度末，手续费净收入分别为 307 亿元、85.9 亿元、179 亿元、237，分别同比增长 10.1%、5.4%、13.9%、2.3%。其中，上半年银行卡手续费收入为 138 亿元，同比增长 80.1%，增速较 2017 年末提升 30.9 个百分点，占手续费收入的比重为 65%，是手续费收入增长最主要的拉动力。理财业务手续费收入占比由 2017 年的 10% 降至 3%，代理委托手续费收入占比为 9.8%。

图表 29：手续费收入结构（2018H，亿元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

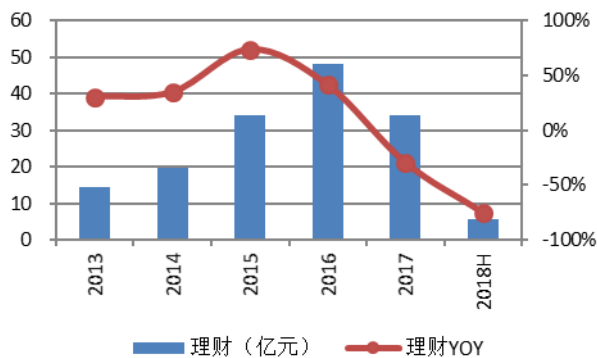
图表 30：银行卡手续费及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

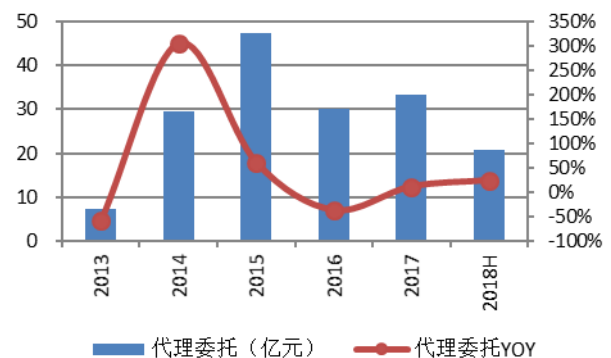
银行理财手续费收入同比下降，委托代理业务增速提升。上半年，理财业务手续费收入为 5.59 亿元，同比下降 75.07%，降幅较 2017 年增加 45.61 个百分点。2016 年起，平安银行理财手续费收入增速呈下降趋势。由于 2017 年资管新规征求意见稿的颁布，平安银行的理财手续费收入大幅缩减 14.24 亿元至 34.11 亿元，同比下降 29.45%，这也使得理财业务收入占中间业务收入的比重减少 5.99 个百分点至 9.98%。委托代理业务手续费收入波动幅度较大，2014 年增速达到 304.8%，2016 年增速下降至 -36.7%，2017 年同比增长 11.5%，2018 年上半年，委托代理业务手续费收入为 20.66 亿元，同比增长 24.46%，较 2017 年增长 12.98 个百分点。

图表 31：理财业务手续费及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：委托代理业务手续费及增速

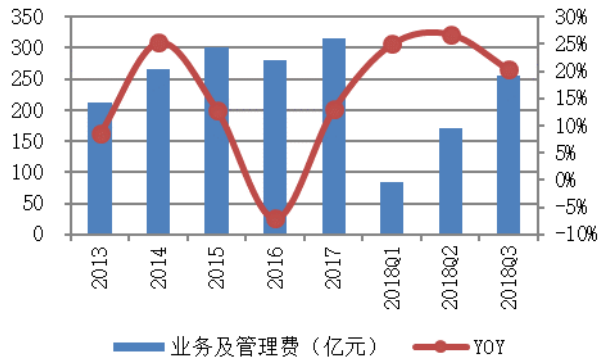


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（四）管理费用增速回落，成本收入比维持稳定

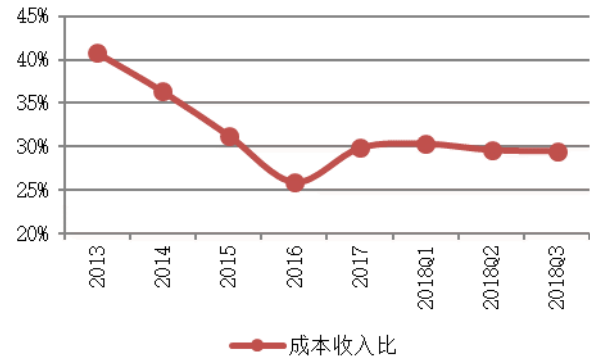
业务及管理费用增速回落，成本收入比略有下降。2018 年前三季度，平安银行业务及管理费用为 256 亿元，同比增长 20.3%，增速较上半年回落 6.6 个百分点，较 2017 年提升 7.3 个百分点。2013 年至 2016 年，业务及管理费用增速逐渐下降，从 35.9% 下降至 -7.1%，而 2017 年业务及管理费用为 316 亿元，同比上升 13.0%，增速较 2016 年末提升 20.1 个百分点。同时，2017 年成本收入比由 2016 年的 26.0% 升至 29.9%，上升 3.9 个百分点。2018 年三季度，成本收入比较 2017 年下降 0.4 个百分点至 29.5%。

图表 33：管理费用及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 34：成本收入比



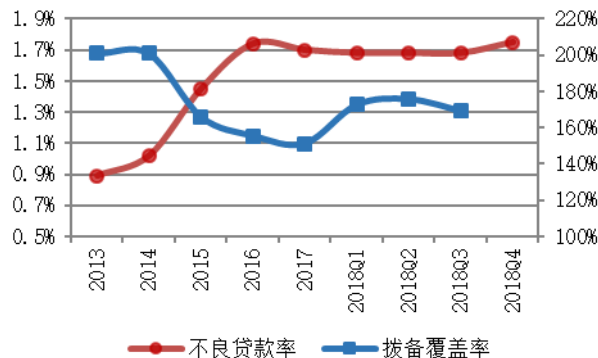
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、不良确认愈加严格，不良偏离度持续下降

（一）不良率稳定略升，拨备覆盖率下降

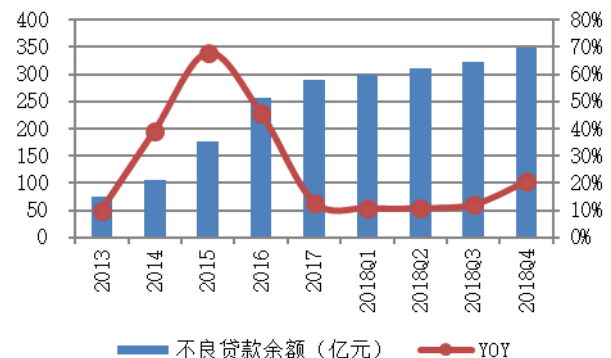
不良率上升至 1.75%，拨备覆盖率下降。2018 年末，平安银行不良率为 1.75%，较 2017 年上升 0.5 个百分点，主要由于银行对不良贷款的确认标准更加严格。但平安银行不良率仍低于 2018 年三季度末银行业整体不良率 1.87%，说明其资产质量好于行业平均水平。2018 年三季度末，公司拨备覆盖率为 169%，较上半年末下降 7 个百分点。另外，2018 年末公司不良贷款余额为 350 亿元，同比增长 20.6%，增速较 2017 年提升 7.7 个百分点。2015 年，不良贷款增速达到峰值（68%）。

图表 35：不良率及拨备覆盖率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：不良贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（二）关注贷款率下降，不良确认愈加严格

正常贷款占比增加，关注贷款占比及迁徙率持续下降。按照五级贷款分类标准，2018年三季度末平安银行正常贷款、关注贷款、次级贷款、可疑贷款、损失贷款金额分别为1.83万亿、591亿元、165亿元、45亿元、113亿元，分别占贷款总额的95.2%、3.1%、0.9%、0.2%、0.6%。2018年三季度末，正常贷款占比较上半年末上升0.3个百分点，关注类贷款占比较上半年末下降0.3个百分点，较2017年末下降0.6个百分点。上半年正常类贷款迁徙率、关注类贷款迁徙率分别为2.39%、26.78%，较2017年分别下降2.81个、3.63个百分点，且2017年较2016年也有所下降。

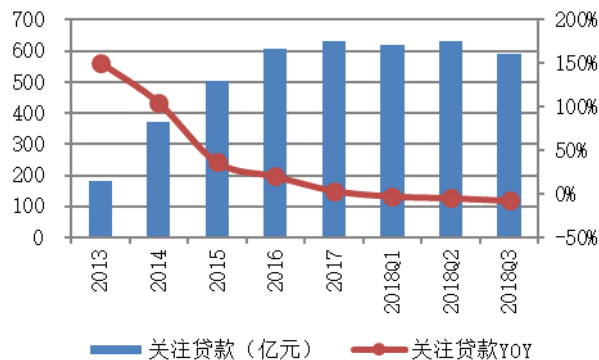
图表 37：按五级分类的贷款金额、占比及迁徙率

分类	金额（亿元）			占贷款总额比重			迁徙率		
	1Q18	2Q18	3Q18	1Q18	2Q18	3Q18	2016	2017	2018H
正常贷款	16,807	17,547	18,307	94.8%	94.9%	95.2%	7.2%	4.0%	1.7%
关注贷款	620	630	591	3.5%	3.4%	3.1%	50.2%	40.0%	27.8%
次级贷款	147	94	165	0.8%	0.5%	0.9%	73.1%	86.8%	56.5%
可疑贷款	31	62	45	0.2%	0.3%	0.2%	67.6%	38.5%	31.1%
损失贷款	120	154	113	0.7%	0.8%	0.6%	-	-	-
贷款总额	17,725	18,487	19,220	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

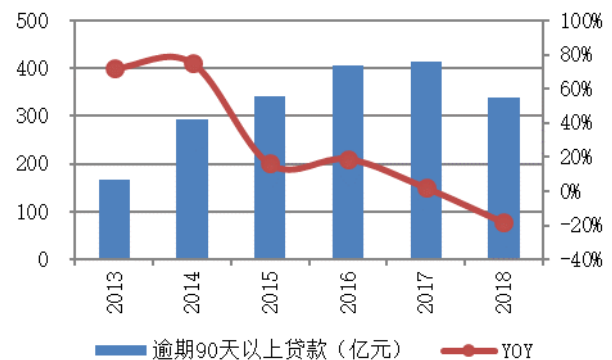
关注类贷款同比减少，不良贷款确认趋严。2018年三季度末，关注贷款余额为591亿元，同比下降7.7%，降幅较上半年继续扩大3.2个百分点。2014年起，平安银行关注贷款增速持续下降，2018年一季度开始，关注贷款同比减少，预示今后不良贷款的生成降有所放缓。2018年末，逾期90天以上贷款340亿元，同比下降18.1%，降幅较2017年扩大20.4个百分点，逾期90天以上贷款占贷款总额的比重下降至1.7%，较2017年下降0.7个百分点。2015年至2018年末，平安银行逾期90天以上贷款/不良余额连续四年下降，从2014年的279%降至97%，平安银行不良贷款确认趋向严格。

图表 38：关注贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 39：逾期 90 天以上贷款及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(三) 公司贷款不良率上升，个人贷款质量转好

公司不良贷款集中在商业和制造业，个人贷款不良率较低。2018年6月末，平安银行公司贷款不良率为2.42%，较年初上升20bps。不良贷款主要集中在商业、制造业，合计占不良贷款总额的51%，其不良率分别为6.54%、6.5%，并且商业贷款占公司贷款的比重从2017年末的13.6%降至11.7%。个人贷款的不良率为1.05%，较2017年末下降0.13个百分点，其中，信用卡占比最大(38.6%)，不良率较高1.19%，除信用卡外的个人贷款不良率仅为0.96%。

图表 40：2018 年上半年公司贷款按行业分类

行业	贷款余额 (亿元)	占比	不良率
公司贷款	8,498	100.0%	2.42%
房地产	1,565	18.4%	1.03%
社服、科技、文化	1,557	18.3%	0.33%
制造业(轻工业)	1,443	17.0%	6.50%
商业	990	11.7%	6.54%
采掘业(重工业)	931	5.9%	0.00%
交运	503	5.4%	2.60%
建筑业	461	5.2%	0.17%
能源	296	2.8%	0.16%
农业	239	0.8%	3.80%
其他	931	11.0%	-
贴现	296	3.5%	-

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 41：2018 年上半年个人贷款分类及占比

行业	贷款余额 (亿元)	占比	不良率
个人贷款	9,989.26	100.0%	1.05%
信用卡应收账款	3,857	38.6%	1.19%
住房按揭贷款	1,717	17.2%	0.09%
汽车贷款	1,414	14.2%	0.44%
经营性贷款	1,431	14.3%	2.97%
其他	1,570	15.7%	0.54%

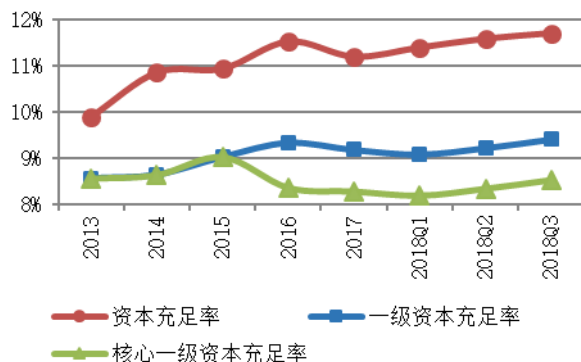
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 资本充足率上升，可转债发行获证监会核准

资本充足率、一级资本充足率均有所上升。2018年三季度，平安银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为11.7%、9.4%、8.5%，较上半年末分别增长0.1个、0.2个、0.2个百分点。尽管平安银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率有所上升，但仍低于2018年三季度末商业银行平均水平13.8%、11.3%、10.8%。

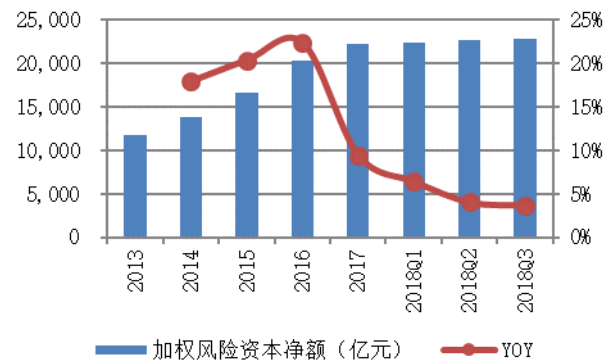
2018年12月27日，平安银行发行260亿元可转债获证监会核准。发行可转债将为平安银行资本回血，提高核心一级资本充足率。经测算，260亿可转债转股后，资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为12.8%、10.5%、9.7%，较2018年二季度末分别提高1.1个、1.1个、1.1个百分点，极大地补充了银行的核心一级资本。

图表 42：资本充足率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 43：加权风险资产净额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、零售转型成效显著，信用卡业务收入大幅增长

（一）零售收入占比过半，管理资产规模上万亿

零售收入占比超过 50%，零售业务净利润占比高达 68%。2018 年前三季度，平安银行实现零售业务营业收入 444 亿元，同比增长 32.1%，占总营业收入的比重为 51.2%，占比较 2017 年末提升 7.1 个百分点；实现净利润 139 亿元，同比增长 12.1%，占银行净利润的比重为 68.0%，较 2017 年末提升 0.4 个百分点。2018 年前三季度，零售业务收入及净利润同比增速较 2017 年均有所下滑，但占比继续提升，零售业务收入已超过营业总收入的一半。

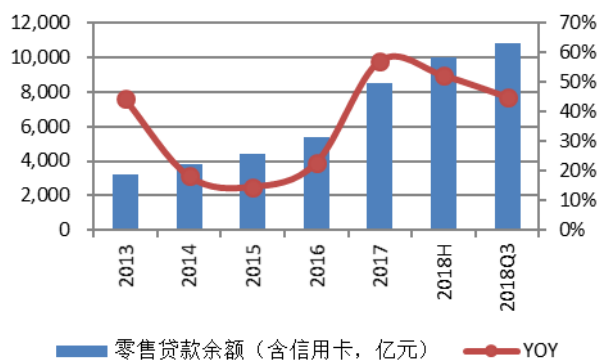
图表 44：零售业务收入及净利润

	2017	2018H	2018Q3
零售业务营业收入（亿元）	467	293	444
YOY	41.7%	34.7%	32.1%
占营业收入比重	44.1%	51.2%	51.2%
零售业务净利润（亿元）	157	91	139
YOY	68.3%	12.1%	11.2%
占净利润比重	67.6%	67.9%	68.0%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

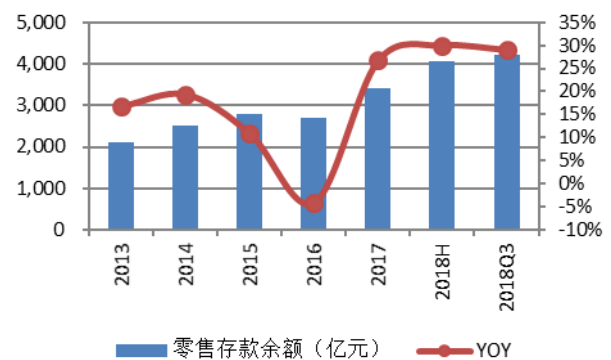
零售贷款规模同比增长 45%，零售存款增速略有放缓。2017 年，平安银行零售贷款及零售存款规模同比增幅均有较大提升，分别达到 57%、26.8%。2018 年三季度末，零售贷款余额（包括信用卡）首次突破万亿，为 1.08 万亿元，同比增长 44.8%，增速较上半年下降 7.2 个百分点，占比为 56.3%，较上半年上升 2.3 个百分点；零售存款余额为 4207 亿元，同比增长 29.1%，增速较上半年下降 0.9 个百分点。

图表 45：零售贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

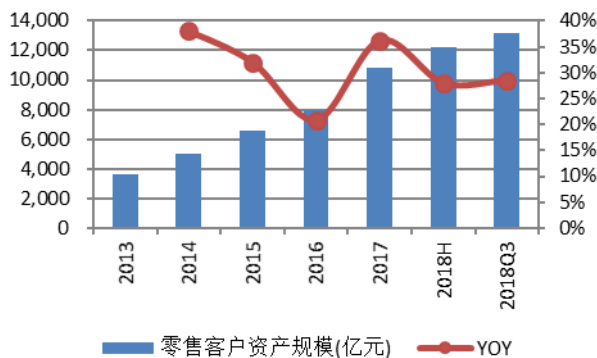
图表 46：零售存款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

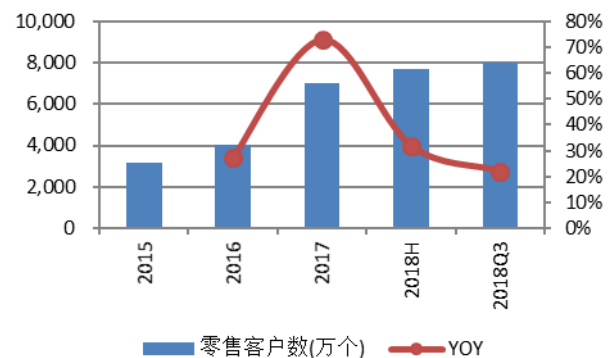
零售客户资产规模突破 1.3 万亿，同比增速提升。2017 年，零售客户数及客户资产规模增速均达到较高水平，2018 年上半年增速有所放缓。三季度末，零售客户资产规模达到 1.31 万亿元，同比增长 28.5%，增速较上半年末上升 0.5 个百分点，2017 年增速较上年提升 15.4 个百分点至 36.2%；零售客户数为 8025 万人，同比增长 22.1%，2016 年、2017 年同比增幅分别为 27.4%、72.7%。2018 年三季度末，平安银行已完成 74 家零售新门店开设或改装，年末计划完成 100 家，零售网点的深入布局为零售业务的开展创造了条件。

图表 47：零售客户资产规模



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 48：零售客户数及增速

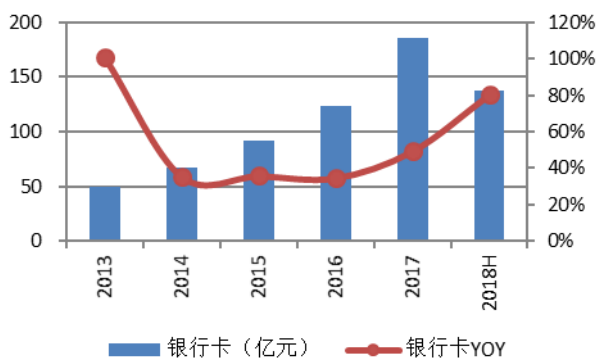


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 信用卡业务规模扩张向收入转化，不良率保持稳定

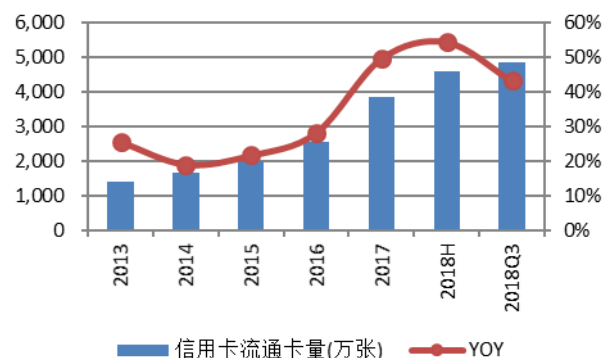
零售业务成效逐渐显现，信用卡发卡量增长逐步转化为收入。2018 年上半年，银行卡手续费业务实现收入 138 亿元，同比增长 80.1%，增速较 2017 年提升 30.9 个百分点。2016 年、2017 年银行卡手续费收入增速分别为 34.7%、49.3%，呈逐渐上升的趋势，银行卡业务规模扩张最终反应到了业绩上。截至 2018 年三季度末，平安银行信用卡流动卡量为 4853 万张，同比增长 43.2%，2015 年起，信用卡流通卡量的增速逐年提升，2017 年提升幅度显著，达到 49.7%。从增量上看，2018 年前三季度信用卡发卡量较去年同期增加 1309 万张，增量较上半年有所下降（上半年同比增加 1614 万张）。

图表 49：银行卡手续费及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

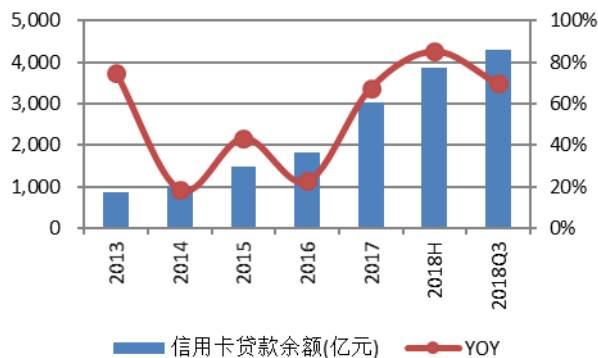
图表 50：信用卡流通卡量及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

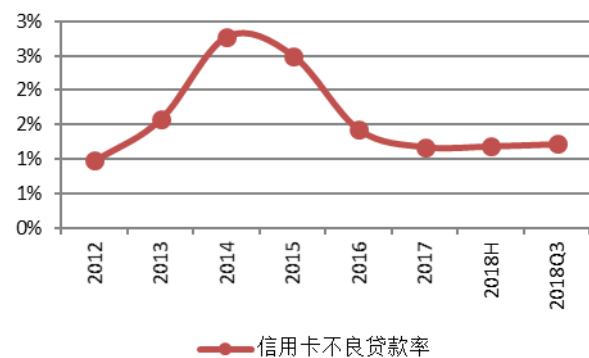
信用卡贷款余额同比增长 70%，不良率上升 3bps 至 1.22%。2018 年三季度末，平安银行信用卡贷款余额为 4288 亿元，同比增长 69.9%。2017 年起，信用卡贷款余额增幅明显提升，2016 年、2017 年信用卡贷款余额分别为 1811 亿元，3036 亿元，同比增速分别为 22.6%、67.7%。同时，信用卡资产质量改善。2014 年，信用卡不良率达到 2.77%，是近五年的最大值。2017 年末，信用卡不良率降至 1.18%。2018 年上半年末，信用卡贷款质量维持稳定，不良率小幅上升 1 个 BP 至 1.19%，低于平安银行整体不良率 1.68%。2018 年三季度信用卡不良率小幅上升至 1.22%。

图表 51：信用卡贷款余额及增速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 52：信用卡不良率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

六、发挥综合金融集团协同优势，推动科技创新发展

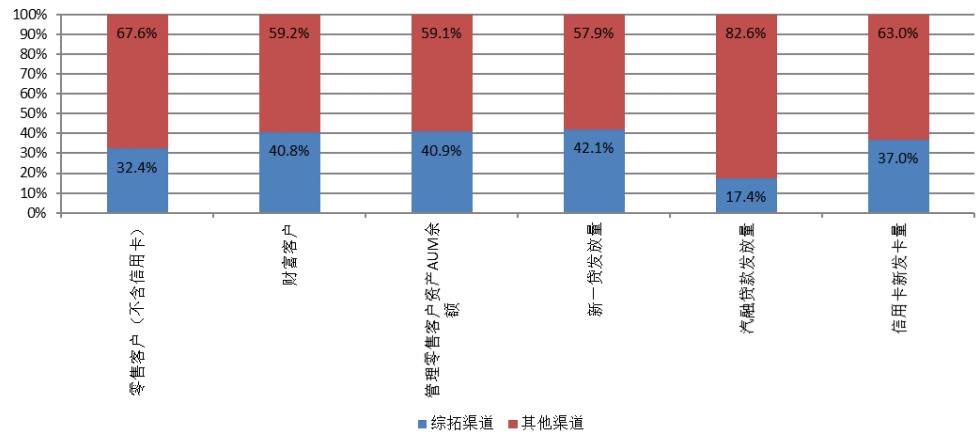
(一) 背靠综合金融集团，资源优势突出

平安集团作为具有全牌照经营的综合金融集团，集团内部协同效应显著。在“一个客户、多个产品、一站式服务”的客户经营理念指引下，平安围绕“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，为客户提供产品与服务。中国平安下设保险、银行、证券、基金、信托等子公司，业务涵盖各细分金融领域，是拥有全牌照的综合金融集团。中国平安及其旗下子公司形成较强的协同效应，其客户资源共享后将为平安银行带来巨大流量。截至 2018 年 9 月末，平安集团整体个人客户数达到 1.82 亿，同比增长 18.7%，其中 32.5% 的客户同时持有多家子公司合同，同比提升 5.4 个百分点；2018 年前三季度新增客户 3336 万，其中有 34.8% 来自集团五大生态圈的互联网客户（上半年为 32.7%）。

平安银行零售和公司业务均收益与集团品牌及渠道优势，综拓渠道为各项业务带来大量客户资源。零售转型方面，平安银行具有广泛的个人客户基础、品牌影响力、分销网络和控股母公司平安集团的全金融牌照，为银行推进零售转型、打造领先的智能化零售银行提供了核心竞争力支持。公司银行方面，平安银行有依托集团综合金融产品体系和渠道网络优势，形成团体综合金融战略合作新模式。综拓渠道为平安银行各项业务带来新的增长点，2018 年 9 月末，综拓渠道迁徙客户（不含信用卡）新增 242 万户，占零售整体新增客户（不含信用卡）的比例为 32.4%，其中私财客户净增 3.83 万户，占整体净增私财客户的比例为 40.8%；管理零售客户资产 AUM 余额净

增 925 亿元，占零售整体净增客户资产余额的比例为 40.9%。综拓渠道发放新一贷 364 亿元，占新一贷整体发放的比例为 42.1%。信用卡通过交叉销售渠道在新增发卡量中占比达 37.0%。

图表 53：综合金融优势凸显

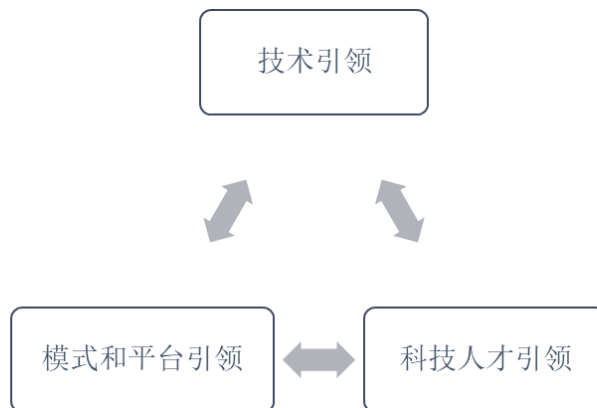


资料来源：Wind，太平洋研究院

（二）拥有科技创新基因，科技产品挖掘潜在客户流量

拥有深入基因的创新文化，从技术、模式和平台、科技人才三方面引领市场。平安银行的总部位于中国改革的前沿阵地——深圳，一直以来以创新引领市场。科技创新也是平安银行的重要战略转型方向，通过以下三方面来引领其转型发展。技术引领上，平安银行不断加快前沿科技与应用场景的融合；模式和平台引领上，银行优化升级口袋银行、口袋财务、SAS、“AI+”等服务模式和平台；科技人才引领上，银行以“金融+科技”双轮驱动，培养了一支拥有 4800 名复合型金融科技人才的队伍。同时，实施敏捷转型，率先将科技队伍“内嵌/派驻”到业务条线，实现科技与业务的深度融合。敏捷开发在信用卡、汽车金融、大数据、口袋财务 APP 等业务领域的实施，使产品迭代速度、交付质量和客户体验等方面都取得了显著提升。

图表 54：平安银行科技引领战略



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

口袋银行 APP 客户数量增长迅速，线上线下融合提升服务质量。2018 年三季度末，口袋银行 APP 客户数达 5649 万，较上年末增长 35.4%；月度活跃客户数 2180 万，较上年末增长 47.1%；口袋银行家 APP 实现 100%一线作业人员覆盖，支出 90%以上的非现金业务办理，队伍的作业效率和服务半径均得到提升。在线下推出“轻型化、社区化、智能化、多元化”的零售新门店，结合线上的口袋银行 APP，实现线上线下融合的智能 OMO 服务体系，将客户的口袋银行 APP 与零售新门店无缝对接。

图表 55：口袋银行 APP



资料来源：太平洋研究院整理

七、投资建议

平安银行依靠集团资源优势，转型发展效果显著。2018 年，平安银行以“科技引领、零售突破、对公做精”为公司战略发展纲领，依靠集团规模及客户资源优势，围绕汽车、房产、医疗健康、智慧城市、金融机构五大生态圈战略，加快战略转型，防范金融风险，提升服务实体经济的能力。

业绩拐点已现，归母净利润增速回升。2018 年，平安银行营业收入及归母净利润增速触底回升。2018 年公司营业收入为 1167 亿元，同比增长 10.3%；归属母公司股东的净利润为 248 亿元，同比增长 7.0%，增速较 2017 年上升 4.4 个百分点，逆转了 2015 年至 2017 年业绩增速下滑的趋势。2018 年前三季度银行实现手续费净收入以外的非息收入 84 亿元，同比增长 608%，对归母净利润的拉动作用最大（37.8%）。生息资产平均余额及手续费净收入对归母净利润也有正向拉动作用，分别为 9.9%、2.8%。

个人贷款大幅增长，零售转型成效显著。2018年末，平安银行贷款总额为2.00万亿元，同比增长17.2%，增速较2017年上升1.7个百分点。其中，零售贷款余额为1.15万亿元，同比增长35.9%。个人贷款占贷款总额的比重在2018年末达到57.8%，并呈不断上升的态势。2018年前三季度，平安银行实现零售业务营业收入444亿元，同比增长32.1%，占总营业收入的比重为51.2%；零售业务实现净利润139亿元，同比增长11.2%，占银行净利润的比重为68.0%。从收益率看，2018年三季度末，银行净息差为2.29%，较上半年上升3bps，个人贷款平均收益率7.86%远高于公司贷款平均收益率4.74%。

不良确认趋严，可转债发行补充核心一级资本。2018年末，平安银行不良贷款率为1.75%，较2017年末的1.70%上升5bps，主要原因是银行不良贷款确认趋严。银行不良贷款余额为350亿元，增速略有提升，较2017年上升7.7个百分点至20.6%。逾期90天以上贷款340亿元，同比下降18.1%，不良偏离度下降至97%，平安银行不良贷款确认趋向严格。2018年三季度末，拨备覆盖率为169%，较2017年末大幅提高18个百分点。银行资本充足率为11.7%，较上半年末提升0.1个百分点。2018年12月27日，平安银行发行260亿元可转债获证监会核准。发行可转债将为平安银行资本回血，提高核心一级资本充足率。

投资建议：2018年平安银行营业收入及归母净利润增速均逆转2017年下行的趋势，增速显著提升。零售贷款规模大幅增长，银行卡业务增速提升带动手续费净收入增长。资产质量优化，并发行可转债为资本回血。预计2019/2020年公司净利润分别为273亿/303亿（同比+10.2%/+10.9%）；PB估值为0.64/0.58；2019年目标价为12.7元/股（现价：9.28元/股）；空间30%。给予“买入”评级。

八、风险提示

经济增长放缓，信贷紧缩导致贷款增速下行；严监管的政策风险、信用风险和市场风险。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
现金及存放央行	311,258	310,212	325,723	342,009	359,109	营业收入	107,715	105,786	116,716	127,180	139,488
发放贷款	1,435,869	1,660,420	1,946,012	2,218,454	2,440,299	利息收入	131,119	148,068	170,328	199,225	237,078
投资	702,259	767,427	805,798	846,088	888,393	利息支出	54,708	74,059	94,531	116,259	148,186
存放同业	450,789	385,451	311,106	392,351	430,904	利息净收入	76,411	74,009	75,797	82,967	88,893
拆出资金	97,450	59,015	47,212	42,491	38,242	手续费净收入	10,456	17,378	26,445	27,859	30,674
买入返售款项	8,876	41,934	46,127	50,740	55,814	其他非息收入	1,045	2,983	3,619	3,445	1,103
其他资产	230,840	279,258	158,735	64,111	26,009	税金及附加	3,445	1,022	1,126	1,233	1,321
资产合计	2,953,434	3,248,474	3,420,753	3,636,810	3,873,491	业务及管理费	27,973	31,616	37,002	42,528	47,813
						营业外净收入	156	-66	50	50	50
向央行借款	19,137	130,652	143,717	150,903	158,448	拨备前利润	76,453	73,082	78,638	83,469	90,404
吸收存款	1,921,835	2,000,420	2,128,447	2,234,869	2,346,613	资产减值损失	46,518	42,925	46,367	48,412	51,530
已发行债券	263,464	342,492	359,617	377,597	377,597	税前利润	29,935	30,157	32,271	35,057	38,874
同业存放	392,351	430,904	409,359	429,827	438,423	所得税	7,336	6,968	7,453	7,713	8,552
拆入资金	52,586	28,024	60,983	88,808	166,015	净利润	22,599	23,189	24,818	27,344	30,322
卖出回购金融资产款	18,941	6,359	5,723	6,009	5,709	少数股东损益	-	-	-	-	-
应交税费	12,754	11,891	12,803	13,545	14,388	归母股东净利润	22,599	23,189	24,818	27,344	30,322
其他负债	70,195	75,678	80,017	84,655	89,928						
负债合计	2,751,263	3,026,420	3,200,665	3,386,214	3,597,122						
股本	17,170	17,170	17,170	17,170	17,170						
盈余公积	10,781	10,781	13,154	15,646	18,262						
未分配利润	64,143	79,661	93,590	108,885	126,040						
归属母公司股东权益合计	202,171	222,054	220,088	250,596	276,369						
少数股东权益	-	-	-	-	-						
股东权益合计	202,171	222,054	220,088	250,596	276,369						
负债和股东权益	2,953,434	3,248,474	3,420,753	3,636,810	3,873,491						

预测指标					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
贷款增长率	20.98%	15.64%	17.20%	14.00%	10.00%
存款增长率	10.84%	4.09%	6.40%	5.00%	5.00%
利息净收入增速	15.60%	-3.14%	2.35%	9.53%	7.14%
营收增速	12.01%	-1.79%	10.28%	9.01%	9.68%
净利润增长率	3.36%	2.61%	6.99%	10.21%	10.89%
ROE	13.18%	11.62%	11.49%	11.62%	11.51%
ROA	1.10%	0.97%	0.97%	0.99%	1.04%
BVPS	11.77	12.93	12.82	14.59	16.10
EPS (X)	1.32	1.30	1.44	1.59	1.77
PE (X)	7.03	7.14	6.42	5.83	5.25
PB (X)	0.79	0.72	0.72	0.64	0.58
每股拨备前利润 (元)	4.45	4.26	4.58	4.86	5.27
P/PPOP (X)	2.08	2.18	2.03	1.91	1.76

盈利能力					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
生息资产收益率	4.02%	4.75%	5.47%	5.83%	6.39%
付息负债成本率	2.14%	2.55%	3.13%	3.64%	4.37%
净息差	2.75%	2.37%	2.43%	2.43%	2.40%
成本收入比	25.97%	29.89%	31.72%	33.44%	34.28%

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售

张卓粤

13554982912

zhangzy@tpyzq.com

华南销售

王佳美

18271801566

wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。