

平安银行 (000001)

证券研究报告
2019年02月18日

Fintech+流量，零售转型龙头

零售银行转型是大势所趋

国内经济面临“量变”到“质变”，以第二产业为主的经济结构开始改变。金融与经济结构密切相关。银行业务结构需做出相应的调整，作为消费主体的个人和小微企业重要性将大幅提升。

1) 着重发展零售业务，是商业银行在国内经济转型、产业升级时期的重要发展方向。以美国为代表的消费拉动型经济体中，银行的主要收入来源于个人客户而非企业；美国大中型企业融资则主要借助于其高度发达的资本市场，对间接融资依赖度并不高。

2) 零售银行业务 ROE 较高，具有轻资本属性 (RoRWA 较高)。参照 A 股零售银行之王，我们估算其 2017 年零售业务 RoRWA 高达 3.7%，高于全行 2.6% 的 RoRWA。零售银行业务兼具盈利稳定性和资本节约性，是商业银行面临经济下行和资本补充压力的突破点。

3) 零售业务客户较为分散，单笔业务收益低，起量并不容易，发展零售业务初期成本投入较高。但金融科技的发展在产品创新、获客、客户体验以及风险管控等众多方面给商业银行零售转型带来不同以往的飞跃机遇。

从零售营收及利润贡献占比看，平安银行堪称零售银行转型龙头。

短期看点：息差改善，集团业务整合，私行业务有望扩大

受益于较低的市场利率，负债压力缓解，1H19 净息差有望改善；受益于平安集团业务整合，平安信托财富管理业务无偿转入平安银行，预计自 2018 年年报开始，私行业务有望大幅增长。

中期看点：对公不良出清，资产质量好转

对公不良持续出清。2013 年以来持续大幅地核销处置不良贷款以及 18 年不良偏离度大大下降；叠加过往数年信贷结构的大幅调整，资产质量有望明显改善，缓解拨备计提压力，带来较大的业绩弹性。

长期看点：智能化零售转型龙头

零售业务规模与招行仍相距甚远，提升空间巨大。依托平安集团客户及流量入口，充分拥抱 Fintech 的大趋势，有望成长为智能化零售银行龙头。信用卡业务明显发力，消费金融亦稳健增长，各类型零售贷款资产质量稳健，个人经营性贷款资产质量有所下降。

投资建议：2019 年最应关注的银行股

在 19 年经济下行压力加大之下，我们维持公司 19/20 年盈利增速 11.8%/20.9%。考虑平安银行零售转型成效明显且增长潜力较大；资产质量或持续改善；业绩弹性在增强，未来 ROE 有望提升，给予公司 1.1 倍 19 年 PB 目标估值，对应 15.85 元/股，维持买入评级。

风险提示：政策波动超预期影响市场情绪；经济下行压力进一步加重带来资产质量恶化；零售转型低于预期等。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	1077	1058	1167	1293	1456
增长率(%)	12.0	(1.8)	10.3	10.8	12.6
归属母公司股东净利润(亿元)	226	232	248	277	336
增长率(%)	3.4	2.6	7.0	11.8	20.9
每股收益(元)	1.32	1.35	1.45	1.62	1.95
市盈率(P/E)	8.32	8.11	7.58	6.78	5.60
市净率(P/B)	1.03	0.93	0.85	0.76	0.67

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.95 元
目标价格	15.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,170.41
流通 A 股股本(百万股)	17,170.25
A 股总市值(百万元)	188,016.00
流通 A 股市值(百万元)	188,014.20
每股净资产(元)	12.54
资产负债率(%)	92.98
一年内最高/最低(元)	12.85/8.45

作者

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

林瑾璐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《平安银行-公司点评:不良偏离度改善超预期,ROE 提升可期》2019-01-04
- 《平安银行-公司点评:可转债发行获批,零售转型潜力大》2018-12-27
- 《平安银行-季报点评:3Q18 业绩:营收大幅改善,不良仍在出清中》2018-10-24

内容目录

1. 零售银行转型是大势所趋	5
1.1. 零售银行转型是顺应中国经济转型的必然选择	5
1.2. 一般而言，零售银行业务 ROE 高于对公业务（批发银行业务）	6
1.3. 零售银行业务成本收入比较高，金融科技提供创新飞跃机遇	6
1.4. 零售银行发展战略得到重视，在银行业务比重将越来越高	7
2. 平安银行堪称零售银行龙头	8
2.1. 内外部形势交叠，零售转型水到渠成	8
2.2. 科技引领的智能零售银行战略	9
2.3. 我们如何看待零售银行转型成效？	10
2.4. 零售业务营收、税前利润贡献占比反超招行，堪称零售银行龙头	10
2.5. 零售银行转型以来，业务结构明显向零售倾斜	11
2.6. 零售贷款利率高位略降，但仍高出招行 1.5 个百分点	11
3. 短期看受益于较低的市场利率，净息差改善	12
3.1. 市场利率有望维持低位	12
3.2. 18 年下半年负债成本仍处于高位	12
3.3. 净息差企稳回升	13
4. 中期看资产质量	13
4.1. 中期看资产质量，不良偏离度下降至 97%	13
4.2. 中期看资产质量-信贷投放结构优化	14
4.3. 近年不良处置力度持续较大	16
4.4. 零售贷款质量维持较好	16
5. 长期看零售转型，科技加持有渠道有空间	17
5.1. 智能化零售银行龙头为目标	17
5.2. 科技加持，科技应用场景不断拓展	17
5.3. 零售信贷以信用卡、新一贷、汽融为主	18
5.4. 综拓渠道贡献占比稳定	18
5.5. 零售银行 AUM 提升空间较大——私行、财富管理业务提升空间较大	19
6. 十年股价复盘-高弹性标的	20
7. 投资建议：2019 年最应关注的银行股	21
8. 风险提示	23

图表目录

图 1：经济高速增长时期，工业是经济增长的第一引擎	5
图 2：2012 年以前，银行业规模扩张便可带来可观的利润增长	5
图 3：2015 年以来，国内经济增长动力逐渐从投资向消费过渡	5
图 4：美国信贷主要来自居民部门（单位：十亿美元）	5
图 5：在 2013 年以后，招行零售金融业务 RoRWA 维持较高水平	6

图 6: 零售业务展业时期成本收入比通常较高 (以招行为例)	7
图 7: 招商银行零售业务规模及零售客户 AUM	7
图 8: 商业银行 ROE 逐步下行	8
图 9: 经济下行压力加大	9
图 10: 内部资本压力较大, 粗放式规模增长难以为继	9
图 11: 15、16 年对公不良高发 (行业不良贷款余额, 百万元)	9
图 12: 大力拨备计提拖累盈利表现	9
图 13: 招行零售业务营收占比持续领先同业, 1H18 平安银行占比反超招行达到 51%	11
图 14: 招行零售业务净利润占比持续领先, 2017 年平安银行超过招行达到 68%, 1H18 维持在 68%	11
图 15: 17 年以来, 平安银行个贷高增	11
图 16: 1H18 平安银行个贷占比跃升至 54%	11
图 17: 平安银行零售贷款利率高位略降, 较招行仍高出 1.5 个百分点	12
图 18: 1H18 平安银行零售贷款中, 信用卡、消费及经营性等定价较高的贷款占比高	12
图 19: 18Q3 以来, 市场利率降至 2016 年水平, 且维持低位	12
图 20: 18Q3 同业存单发行利率大幅下降至 16 年水平	13
图 21: 平安负债成本率偏高, 但在流动性充裕时可持平于行业均值	13
图 22: 平安银行净息差企稳回升	13
图 23: 平安银行拨备前利润明显上升	13
图 24: 平安银行资产质量有所改善	14
图 25: 平安银行对公贷款不良率仍在高位	14
图 26: 平安银行不良易发行业/业务贷款占比 14 年后显著下降	15
图 27: 信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升	15
图 28: 近三年持续压缩不良高发行业的新增投放, 未来三年不良压力减轻	15
图 29: 平安银行零售贷款占比逐年提升, 自 17 年底起超过对公	15
图 30: 13 年以来, 平安银行已累计处置 1300 多亿不良, 处置比例为上市行最高	16
图 31: 平安银行经营性贷款不良率持续下降, 其他消费贷款不良率维持稳定	16
图 32: 平安银行零售业务稳步增长	17
图 33: 平安银行 2019 年 1-9 月科技赋能服务	18
图 34: 核心产品贷款余额保持较快增长	18
图 35: 综拓对零售新增零售客户贡献占比在 3 成左右	19
图 36: 综拓对信用卡发放贡献占比 35%	19
图 37: 综拓对新一贷贡献占比逐渐增加	19
图 38: 综拓对汽融发放贡献占比比较稳定	19
图 39: 平安银行零售客户数与招行相差不多, 零售 AUM 差距仍巨大 (1H18)	19
图 40: 平安银行私人银行业务与招行相距甚远 (1H18)	19
图 41: 平安信托组织架构	20
图 42: 各行私人银行客户数	20
图 43: 平安银行过去 10 年股价走势	21
图 44: 平安银行过去 10 年相对板块涨幅	21
图 45: PE (TTM) vs ROE (截至 2019 年 2 月 13 日)	22

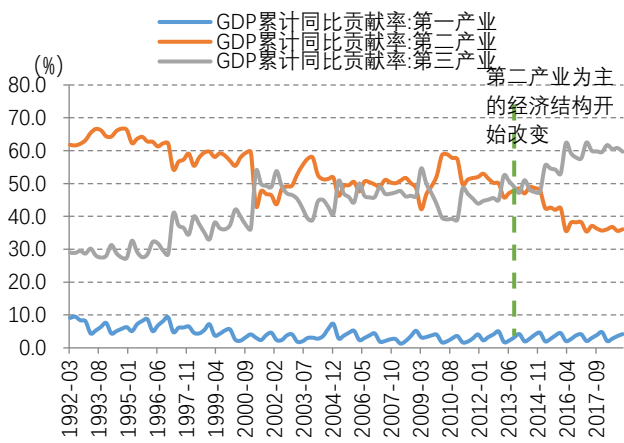
图 46: PB (LF) vs ROE (截至 2019 年 2 月 13 日)	23
表 1: 商业银行在资本管理办法下主要资产的信用风险权重	6
表 2: 主要商业银行首提零售业务发展的相关战略一览.....	8
表 3: 平安银行历年创新产品、平台及技术应用	10

1. 零售银行转型是大势所趋

1.1. 零售银行转型是顺应中国经济转型的必然选择

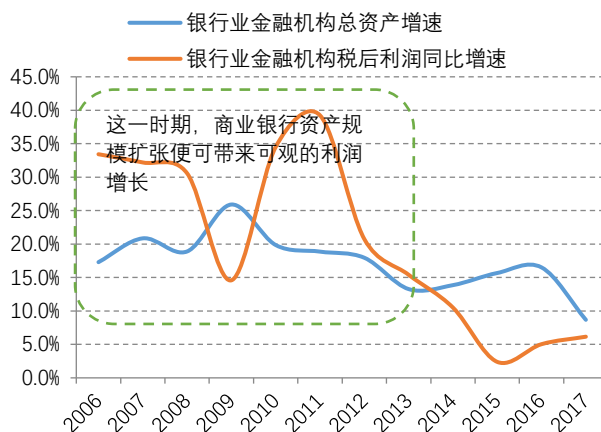
国内经济面临“量变”到“质变”，以第二产业为主的经济结构开始改变。国内经济高速增长时期（1992-2009），工业一直是经济增长的最大引擎。第二产业对 GDP 同比贡献率保持在 50%以上。这一时期，银行业基于“三表”等传统信贷流程，扶持工业企业发展、支持房地产开发和基础设施建设，商业银行规模扩张便可带来可观的利润增长。然而，经历 20 多年的高速增长后，国内经济正面临“量变”到“质变”。2014 年以来，第三产业反超第二产业成为拉动经济的重要驱动力。金融与经济结构密切相关。国内经济结构的变化也意味着相应金融服务的转型。

图 1：经济高速增长时期，工业是经济增长的第一引擎



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2012 年以前，银行业规模扩张便可带来可观的利润增长

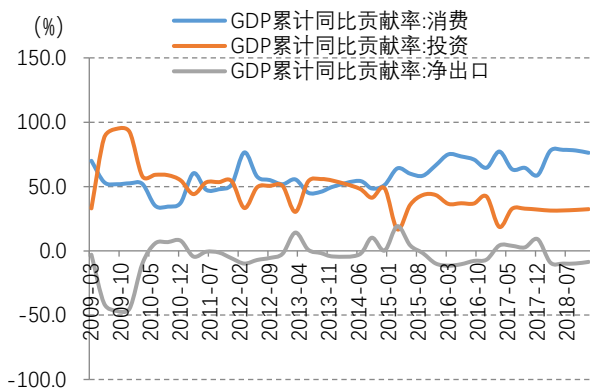


资料来源：Wind，银保监会，天风证券研究所

过去二十年，国内商业银行主要以服务大中型企业来获取盈利。当前国内经济增长动力从投资逐渐向消费过渡，银行业务结构需做出相应的调整，作为消费主体的个人和小微企业重要性将大幅提升。着重发展零售业务，是商业银行在国内经济转型、产业升级时期突围的必然选择。

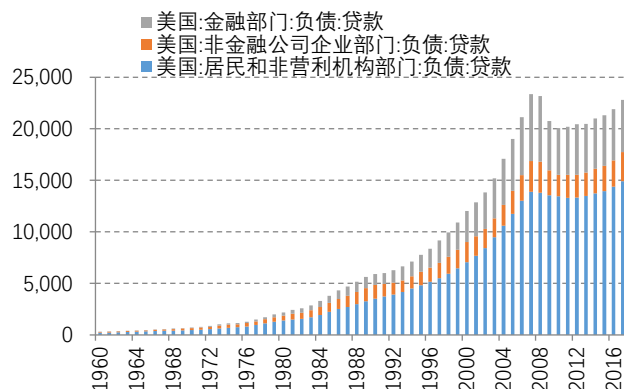
在以美国为代表的消费拉动型经济体中，银行的主要收入来源于个人客户而非企业。例如，美国存量信贷主要来自居民部门，截至 2017 年末居民及非盈利机构部门贷款余额为非金融企业部门的 3 倍之多，归因于美国大中型企业融资主要借助于其高度发达的资本市场，对间接融资依赖度并不高。

图 3：2015 年以来，国内经济增长动力逐渐从投资向消费过渡



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：美国信贷主要来自居民部门（单位：十亿美元）



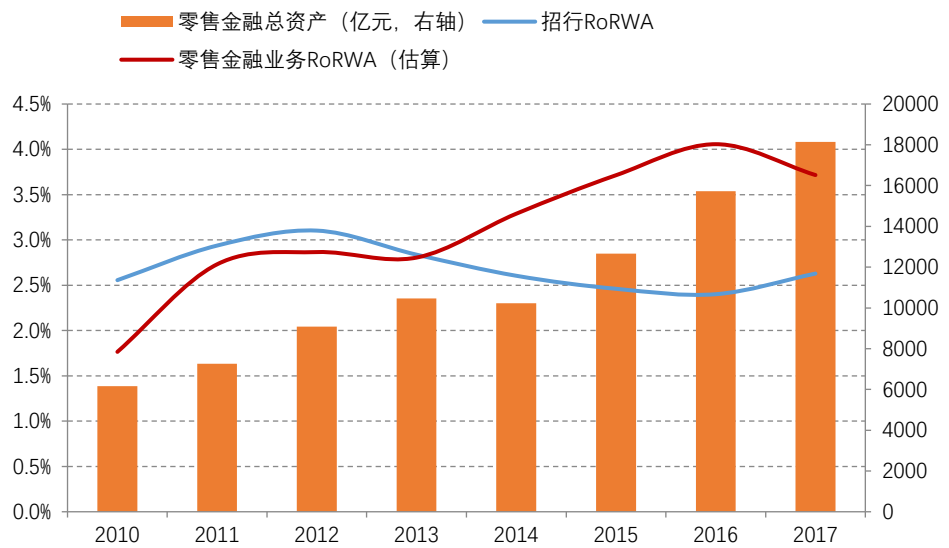
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 一般而言，零售银行业务 ROE 高于对公业务（批发银行业务）

零售银行业务 ROE 较高，具有轻资本属性（RoRWA 较高）。银行零售业务（或零售金融业务）主要指商业银行以零售个体或家庭及小企业为服务对象，提供存款、融资、委托理财、有价证券交易、代理服务、委托咨询等金融服务的业务。在资本管理办法下，个人住房抵押贷款风险权重 50%，明显低于一般企业债权的 100%，具有轻资本属性。此外，零售非息业务的拓展对缓解资本压力亦有较大作用。

招行在 13 年以后，其零售资产规模突破万亿，零售金融业务 RoRWA 达到 2.8%，超过全行加权风险资产回报率，此后维持远远高于全行均值水平。我们估算招行 2017 年零售业务 RoRWA 高达 3.7%，高于全行 2.6% 的 RoRWA。零售银行业务的盈利稳定性与轻资本属性，在经济下行及产业结构调整之下尤为凸显。

图 5：在 2013 年以后，招行零售金融业务 RoRWA 维持较高水平



资料来源：公司财报，天风证券研究所

表 1：商业银行在资本管理办法下主要资产的信用风险权重

资产类别	风险权重
现金类（库存现金、黄金与超额准备金）	0%
国债、政策性银行债、央票	0%
同业资产（包括买入返售资产、存放同业、同业存单和拆出资金等）	原始期限在 3 个月以内（含）20%；3 个月以上 25%
对一般企业的债权（贷款和信用债）	100%
对符合标准的微型和小型企业的债权（贷款和信用债）	75%
个人住房抵押贷款	50%
对工商企业的其他股权投资	1250%

资料来源：银保监会《商业银行资本管理办法》，天风证券研究所

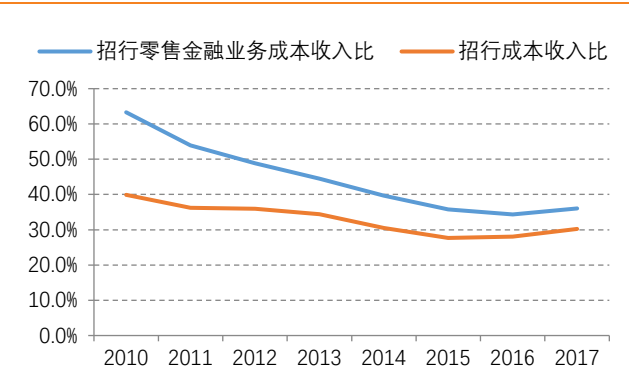
1.3. 零售银行业务成本收入比较高，金融科技提供创新飞跃机遇

相对批发业务，零售业务客户较为分散，服务成本较高，单笔业务收益低，起量并不容易。这一特征也是此前很长一段时间各大商业银行零售战略的主要掣肘。在经济高速发展时期，对公业务更容易上规模，在消耗同样人力物力及时间成本下，单笔业务效益远高于零售业务，即使总行提出加强零售业务的战略规划，但各分支行客户经理仍天然倾向于做对公业

务。

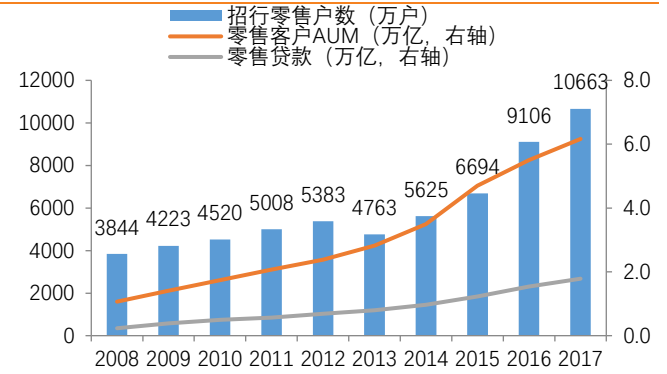
拥有一定体量的零售客户基础，才能形成规模效应，降低运营成本。即使是较早发力零售业务的招行，其零售金融业务成本收入比到 2010 年仍在 60%以上，此后伴随其零售资产规模及零售 AUM 的扩大，成本收入比才逐步下降，到 2014 年降至 40%以内，2015-2017 年在 35-36%的水平，但仍高于全行业务成本收入比水平。

图 6：零售业务展业时期成本收入比通常较高（以招行为例）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：招商银行零售业务规模及零售客户 AUM



资料来源：公司财报，天风证券研究所

从过去的存折到实物卡片、再到虚拟卡；从网点服务到网银服务再到移动服务(手机 App)，零售银行的发展与科技发展密切相关。我们认为，金融科技的发展给商业银行零售转型带来不同以往的飞跃机遇，包括在产品创新、获客、客户体验以及风险管控等方面。

在产品创新上，近年来，零售银行加持金融科技，已陆续出现了智能投顾、直销银行、小额快速贷款、智能记账、快捷支付、无卡取现、区块链转账等金融创新产品，并得到市场的认可。

在获客上，国内商业银行与科技公司开展战略合作，有助客户营销及拓展。他们的主要合作方式为，信息与客户的共享、技术与模式的协同。“BATJ”也与四大行纷纷牵手。

在客户体验上，大数据、人工智能、生物识别、区块链等技术的应用提升了营销的智能化和人性化，大幅改善客户体验。例如，工行和招行引入基于大数据、人工智能等的客户画像体系，将客户的基础信息、资产信息、购物信息、浏览历史等信息变为结构化数据并加以分析，从而向客户提供个性化的精准营销信息。

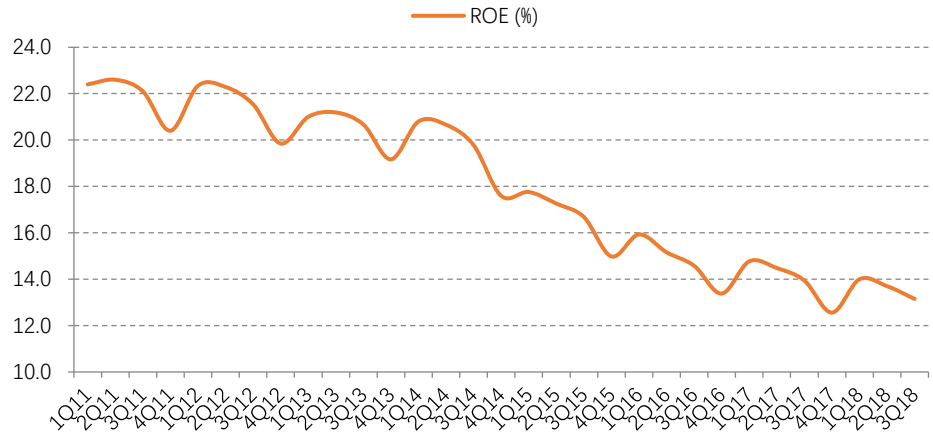
在风险管控上，大数据等技术在信用风险监测、反欺诈管理和合规监管等操作风险及市场风险防范中也得到广泛应用，银行可以利用客户信用评分、客户交叉违约预警信息、反欺诈模型体系等开展贷前调查、贷中审批和贷后管理工作。同时，人脸识别、语音识别、位置识别等也可以作为辅助风控手段。

1.4. 零售银行发展战略得到重视，在银行业务比重将越来越高

零售银行在经济转型和产业结构调整的时代，具有重大发展意义，在经济由投资向消费驱动转型之下，未来发展空间较大。且零售银行业务兼具盈利稳定性和资本节约性，是商业银行面临 ROE 下行和资本补充压力的突破口。

零售银行发展战略逐渐被重视。例如，工行提出打造“中国第一零售银行”；农行把零售作为战略转型的重点；中行牵手苏格兰皇家银行，着力发展私人银行和理财业务；建行和交行也表示将加大向零售银行转型的力度。

图 8：商业银行 ROE 逐步下行



资料来源：银保监会，天风证券研究所

表 2：主要商业银行首提零售业务发展的相关战略一览

银行	年份	零售业务发展相关战略
工商银行	2006 年	提出打造“中国第一零售银行”
农业银行	2009 年	建设国内一流零售银行
建设银行	2006 年	打造“国际一流，国内领先”的零售银行
中国银行	2008 年	以“建设国际一流零售银行，成为个人中高端客户首选的商业银行，成为个人金融业务国际化程度最高的本土商业银行”为目标
交通银行	2007 年	打造中国最佳财富管理银行
招商银行	2004 年	将零售银行作为战略发展的重点
中信银行	2011 年	启动“新支点”项目，分网点转型、财富管理、旗舰店建设三步走
光大银行	2009 年	提出“大零售”理念，并围绕这一理念动员全行上下进行资源整合，业务梳理
民生银行	2009 年	“做民营企业的银行、小微企业的银行和高端客户的银行”
平安银行	2017 年	“科技引领、零售突破、对公做精”
浦发银行	2014 年	通过零售业务整合，构建大零售发展格局
兴业银行	2012 年	布局养老金融、社区银行和信用卡
华夏银行	2017 年	深化零售板块改革、加快零售业务转型、推进零售业务数字化
北京银行	2014 年	“一体两翼”战略和“三个金融”品牌特色
南京银行	2016 年	强调客户服务重心下移，聚焦大零售
宁波银行	2014 年	推进大零售战略转型

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 平安银行堪称零售银行龙头

2.1. 内外部形势交叠，零售转型水到渠成

公司近年发展战略回顾：

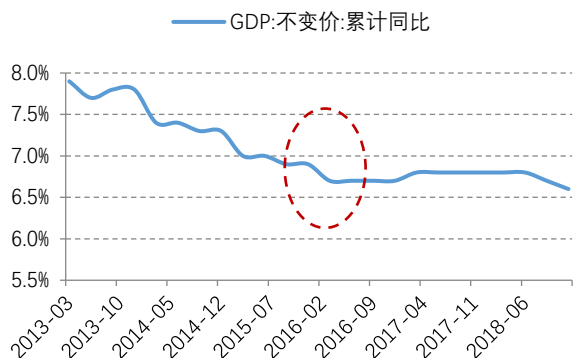
11 年，深发展吸收合并原平安银行后，公司战略业务主要发力点为“贸易融资、小微金融、零售业务和信用卡业务”。以“最佳银行”作为战略目标，依托集团综合金融优势，遵循“外延式+内涵式”的发展路径，开展交叉销售，发挥协同效应。

13 年起，邵平行长变革提出“公司、零售、同业、投行”四轮驱动发展战略；推出“贷贷

平安”、“橙e网”、“行E通”、“物联网”、“平安橙子”等产品。期间组织模式变革，设立行业、产品和平台事业部的战略发展。

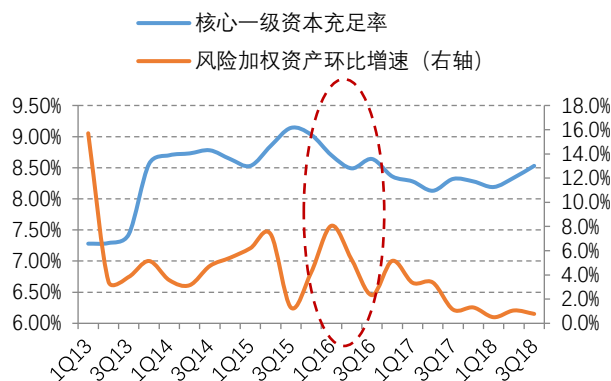
17年起，在谢永林董事长带领下，在“科技引领、零售突破、对公做精”转型战略指引下，全面推进智能化零售银行转型，推进公司业务从规模驱动的外延式增长向价值与质量驱动的内涵式增长转型。可以说，在战略上，向零售业务大幅倾斜。

图 9：经济下行压力加大



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：内部资本压力较大，粗放式规模增长难以为继

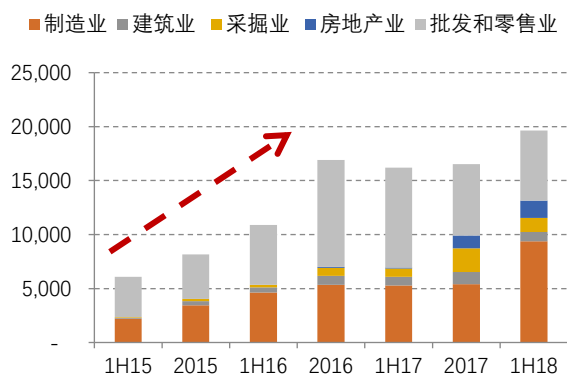


资料来源：公司财报，天风证券研究所

平安银行零售转型的背景：

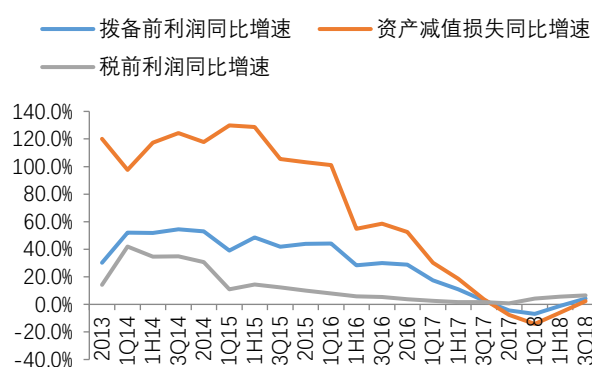
- (1) 外部来看，企业盈利下降，经济下行压力大；
- (2) 内部来看，核心一级资本压力较大，过去较粗放的规模增长模式难以为继；
- (3) 对公不良高发，拨备计提拖累盈利表现；
- (4) 北京分行事件后，公司管理团队变动较大。

图 11：15、16 年对公不良高发（行业不良贷款余额，百万元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 12：大力拨备计提拖累盈利表现



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.2. 科技引领的智能零售银行战略

背靠平安集团行业领先的金融科技技术，运用人脸识别、声纹识别、平安云等技术，并利用集团大数据平台进行数据分析，打造零售智能银行，在金融科技的道路上加速前进。

金融科技赋能下的精准营销、客户筛选及风险管控能力提升。

表 3：平安银行历年创新产品、平台及技术应用

年份	金融科技产品
2014	推出黄金银行、平安橙子、口袋社区、贷贷平安个性卡 推出物联网金融、平安橙子、综拓 e 家、银证 e 家、黄金银行、期权专家、贷贷平安个性卡
2015	推出社区 O2O、手势登录、手机动态码 (OTP) 自动读取、可信账户转账设置、智能语音 推出首张互联网+信用卡——花漾卡，推动客户由线下向线上转化 上线 xPay 和 HCE(主机卡仿真)等移动支付产品，支持客户通过银行卡和互联网账户在手机设备上绑卡消费
2016	率先推出线上化、全流程、一站式跨境金融服务平台——“跨境 e 金融”，打造境内外、O2O、内外贸、离在岸一体化的综合服务平台 推出平安黄金银行 App，发行集信用卡消费、借记卡理财为一体的新一账通 推出信用卡专属 App 天下通，为信用卡客户提供高效便捷的移动端服务
2017	将口袋银行、信用卡和平安橙子整合成口袋银行 4.0App，全面应用指纹识别、声纹识别和人脸识别技术 将 AI+机器人小安应用于口袋银行

资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.3. 我们如何看待零售银行转型成效？

从盈利的角度来看，我们认为，零售业务收入贡献、盈利贡献以及零售贷款、存款规模均是体现商业银行零售战略执行效果的直接指标。

从发展业务的角度来看，零售银行转型首先意味着零售客户数量的扩大（1、看零售客户数）。这比较好理解，因为任何商业服务均建立在定位客户，营销、拓展及深挖客户的基础上。客户数扩大或达到一定规模后，会带来整体运营成本的下降，提升零售业务利润率。

提升零售业务利润率的另一个途径是对单个人客户提供更全面的金融服务，也意味着提高零售客户资产管理规模（2、看零售 AUM），增加盈利的同时亦提升了客户粘性。

在多数商业银行都加大了零售银行转型力度的背景下，零售业务服务的差异化、客户体验如何才是区别各家银行零售转型成果的根本。在战略层面上，商业银行（例如，招行）提出了通过重点关注 MAU 指标（3、看月活用户数）来监测零售客户的粘性及对服务的依赖程度。

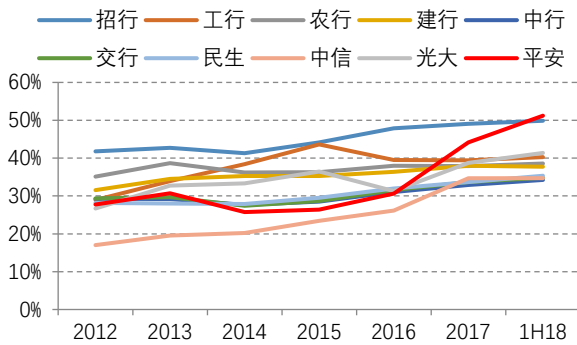
从零售客群定位或衡量零售风险偏好的角度看，零售贷款加权平均利率是较为直观的指标。

2.4. 零售业务营收、税前利润贡献占比反超招行，堪称零售银行龙头

招行 A 股市场零售之王的标签鲜明，其零售银行业务贡献营收占比和税前利润占比一直领先同业（1H18 零售营收占比、税前利润占比分别为 50%、54%），而可比银行零售业务营收占比在 30-40%，利润占比也尚未近半。

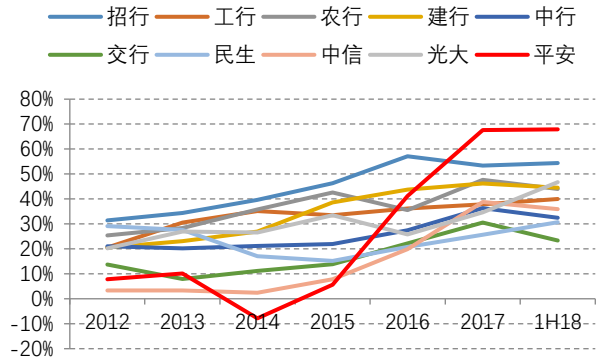
平安银行在零售转型战略推动下，2017 年零售业务营收、税前利润占比达到 44%、68%，1H18 进一步提升至 51%、68%，两项指标均反超招行。从当前业务结构角度看，平安银行堪称 A 股市场“零售银行”新起之龙头。

图 13：招行零售业务营收占比持续领先同业，1H18 平安银行占比反超招行达到 51%



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14：招行零售业务净利润占比持续领先，2017 年平安银行超过招行达到 68%，1H18 维持在 68%



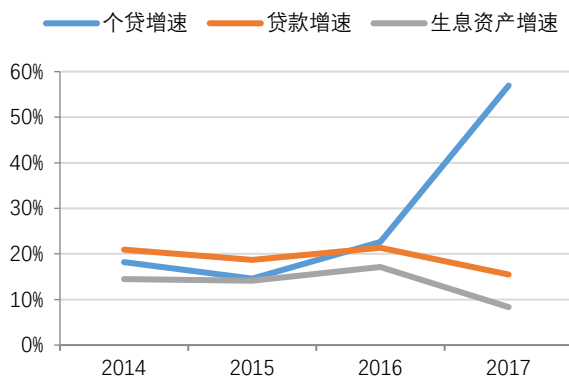
资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.5. 零售银行转型以来，业务结构明显向零售倾斜

2016 年，平安银行正式启动零售转型的新战略，提出打造“SAT（社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队）+智能主账户”为核心的智能化、移动化、专业化的零售银行服务。

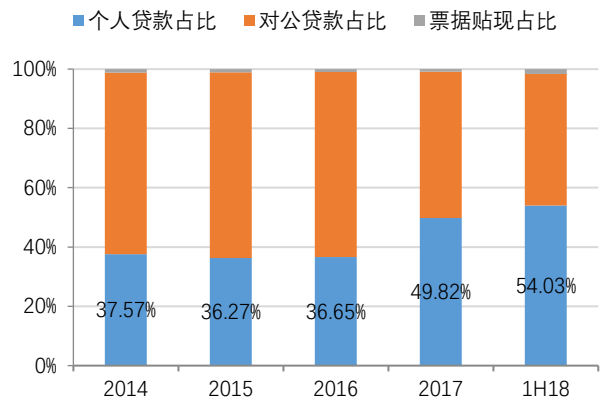
贷款结构方面，17 年以来，对公贷款压降，个贷持续高增，个贷占比跃升，至 1H18 个贷占比达到 54%。

图 15：17 年以来，平安银行个贷高增



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 16：1H18 平安银行个贷占比跃升至 54%

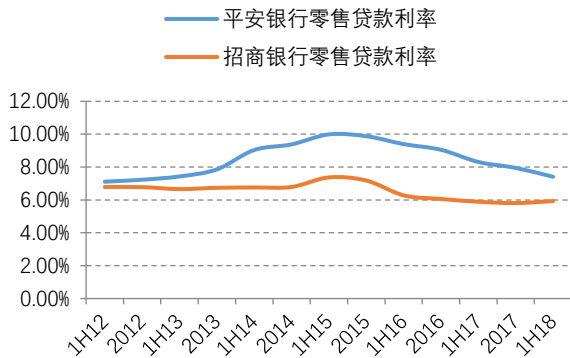


资料来源：公司财报，天风证券研究所

2.6. 零售贷款利率高位略降，但仍高出招行 1.5 个百分点

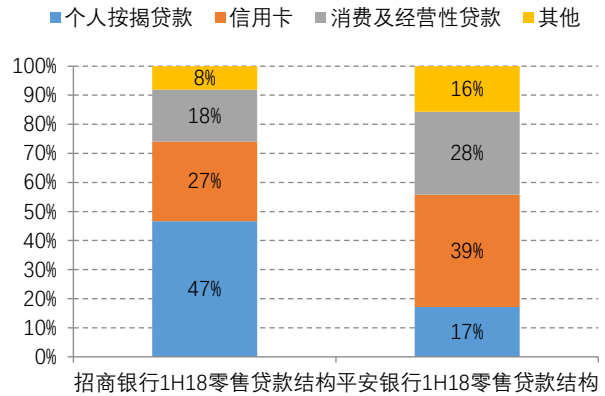
平安银行零售贷款利率在 2015 年达到 9.88% 的高位水平，此后在零售银行战略转型推进下，零售贷款利率高位逐步下降至 1H18 的 7.41%，下降了 2.47 个百分点之多。其零售贷款利率较招行的 5.93%，仍高出 1.48 个百分点。这主要是由于平安银行零售贷款中信用卡、消费及经营性等定价较高的贷款占比高，而招商银行零售贷款中按揭贷款占比近半。从目前零售客户结构来看，平安银行零售风险偏好相对较高。

图 17：平安银行零售贷款利率高位略降，较招行仍高出 1.5 个百分点



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 18：1H18 平安银行零售贷款中，信用卡、消费及经营性等定价较高的贷款占比高



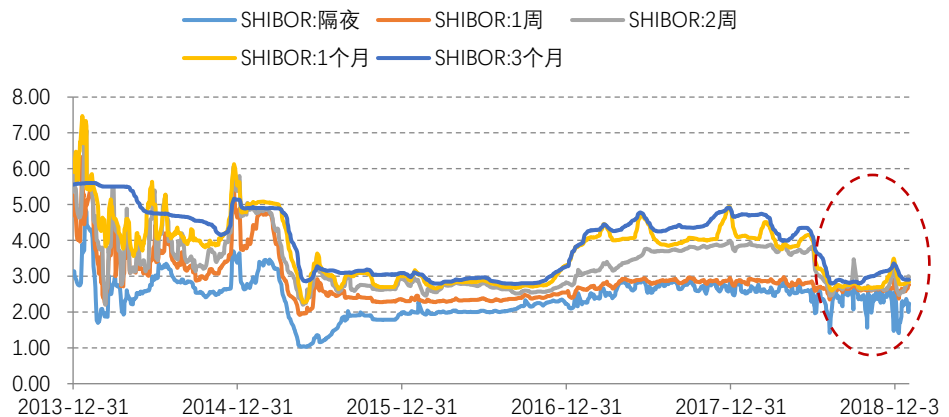
资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 短期看受益于较低的市场利率，净息差改善

3.1. 市场利率有望维持低位

在内有经济下行压力外有中美贸易摩擦长期化之下，18 年 5 月流动性提法重回“合理充裕”，国内货币政策开始明显转向。预计在国内经济加速下行的压力之下，货币政策短期将维持宽松，市场利率有望维持低位。

图 19：18Q3 以来，市场利率降至 2016 年水平，且维持低位



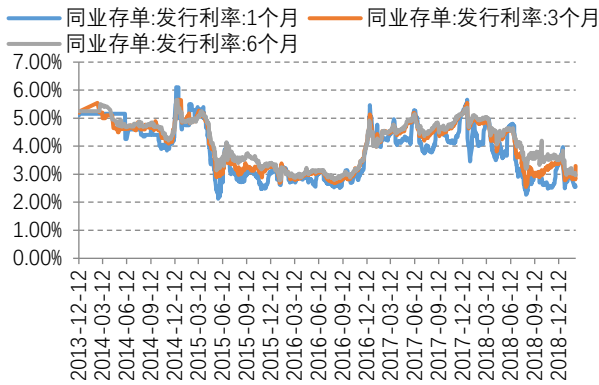
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 18 年下半年负债成本仍处于高位

3Q18 负债成本率 3.0%，环比基本持平，仍处于高位。其中，3Q18 存款成本率高达 2.42% (vs1H18 的 2.35%)，主要与结构性存款发行较多(3Q18 余额 4269 亿，占存款总额的 20%)有关；3Q18 同业存单成本率 4.48% (vs1H18 的 4.65%)，进入下行通道。18Q3 同业存单发行利率已大幅降至 16 年水平，同业负债成本率未来或有明显下降。由于资产负债久期不同，负债成本率下降将快于资产收益率，带动息差提升。

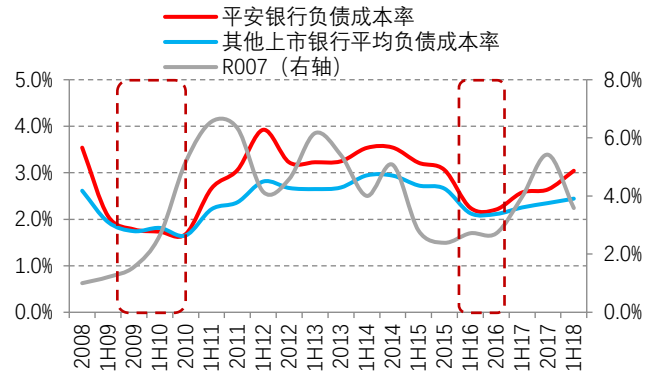
回顾近十年负债成本率变化情况，平安银行负债成本率基本高于行业平均水平，反映了其一般存款增长较弱，但在货币政策持续宽松一段时期之后或流动性维持充裕时，其负债成本率可持平于行业平均水平，如 2009-2010 年，2015 年底-2016 年底流动性收紧前。我们预计，本轮货币政策宽松也将带来公司负债成本率下降至行业平均水平。

图 20：18Q3 同业存单发行利率大幅下降至 16 年水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：平安负债成本率偏高，但在流动性充裕时可持平于行业均值



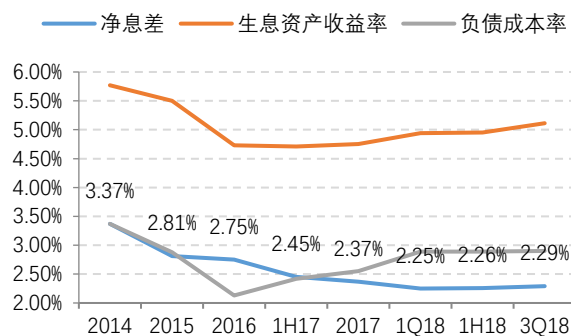
资料来源：公司财报，Wind，天风证券研究所

3.3. 净息差企稳回升

3Q18 净息差 2.29%，环比上升 3BP，息差延续回升态势，主要受益于资产收益率上升。3Q18 资产收益率 5.11%，较 1H18 上升 16BP，主要是个贷占比上升带来贷款收益率上升（3Q18 贷款收益率为 6.43%）。

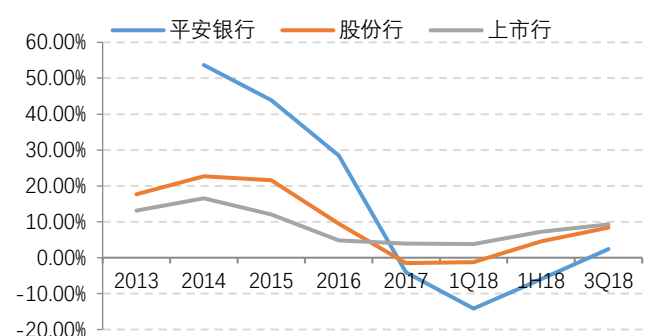
2018 年初以来，更反应经营实质的拨备前利润增速亦明显提升。3Q18 PPOP 增速由 1Q18 的 -14.2% 回升至 2.4%，由负转正。

图 22：平安银行净息差企稳回升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 23：平安银行拨备前利润明显上升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

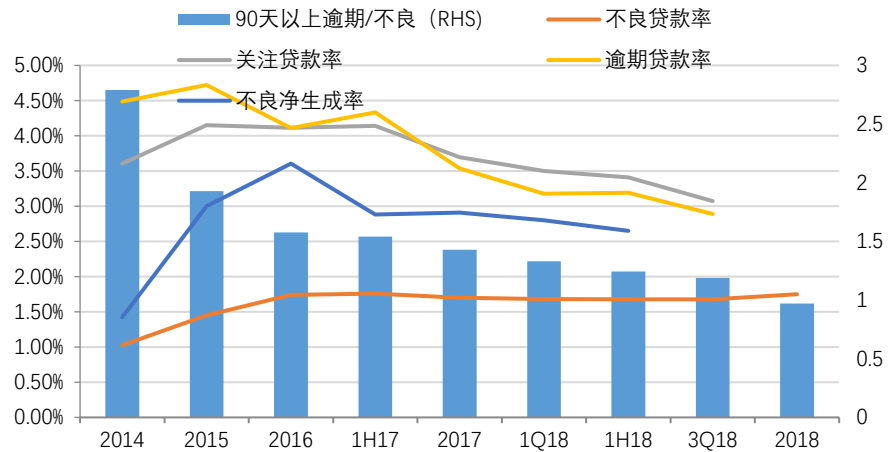
4. 中期看资产质量

4.1. 中期看资产质量，不良偏离度下降至 97%

资产质量有所改善。18 年末，不良率 1.75%，环比上升 7BP；18Q3 关注贷款率 3.07%，较年初下降 63BP；逾期贷款率 2.89%，较年初下降 65BP。

不良确认逐步趋严，3Q18 不良贷款偏离度 119%，18 年末下降至 97%。一直被市场所诟病的不良认定情况持续改善，18 年末超预期下降至 100% 以内，归因于其持续较强的不良处置力度。

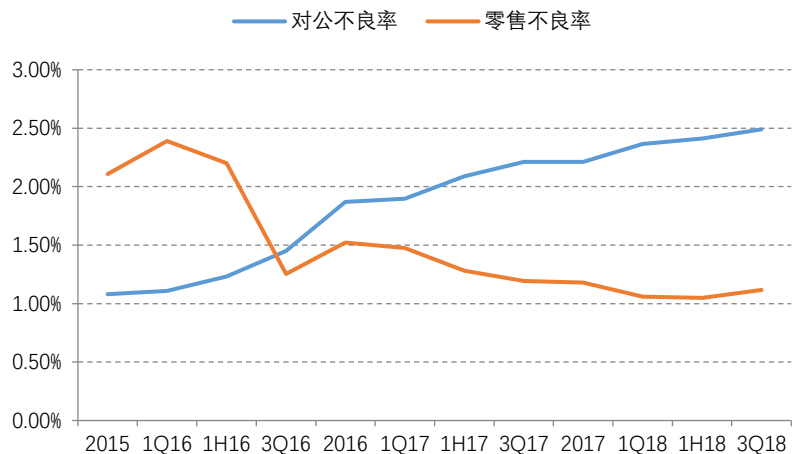
图 24：平安银行资产质量有所改善



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3Q18 计提贷款拨备 312 亿元，测算 3Q18 核销不良贷款 303 亿元（17 年核销不良贷款 392 亿元），不良仍在加快出清。由于对公贷款负增长，对公贷款不良加速暴露，考虑到 3Q18 对公贷款不良率仍达 2.49%，对公不良仍在出清过程中。

图 25：平安银行对公贷款不良率仍在高位



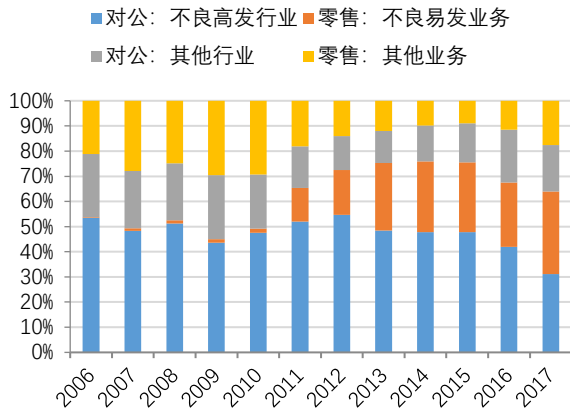
资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.2. 中期看资产质量-信贷投放结构优化

平安银行贷款投放结构转向不易发生不良的。对公不良易发行业的占比从 2012 年的 54.70% 下降至 2017 年的 31.18%。

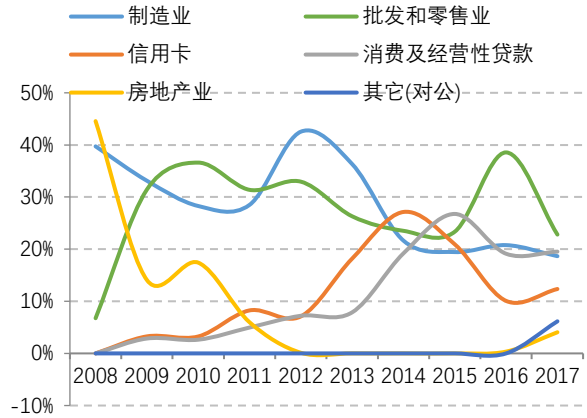
信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升。不良贷款中信用卡、消费经营贷的占比从 2015 年末的 47.69% 下降到 2016 年末 29.60%，2017 年小幅回升至 31.89%。

图 26：平安银行不良易发行业/业务贷款占比 14 年后显著下降



资料来源：公司财报，天风证券研究所

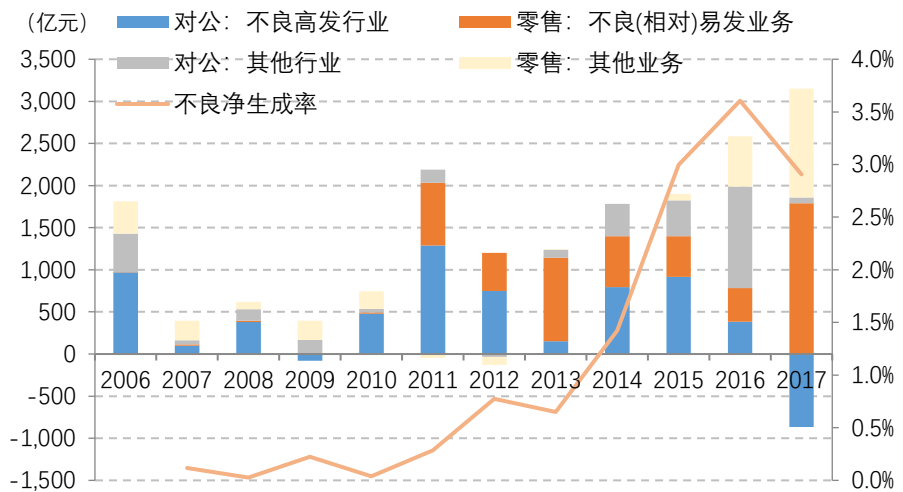
图 27：信用卡、消费经营贷质量的重要性在提升



资料来源：公司财报，天风证券研究所

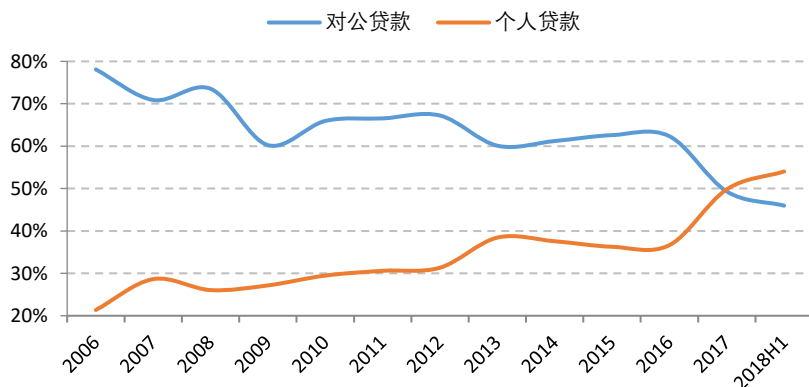
看新增贷款结构，平安银行对公+零售不良易生产行业占比从 2014、2015 年的 78.79%、73.64%下降至 2016、2017 年的 30.32%、40.43%，2017 年对公不良易发行业显著压降。预计未来三年，平安银行的资产质量会持续好转。平安银行“对公做精”战略下，对公不良或较为可控，未来需更关注零售风险。

图 28：近三年持续压缩不良高发行业的新增投放，未来三年不良压力减轻



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 29：平安银行零售贷款占比逐年提升，自 17 年底起超过对公



资料来源：公司财报，天风证券研究所

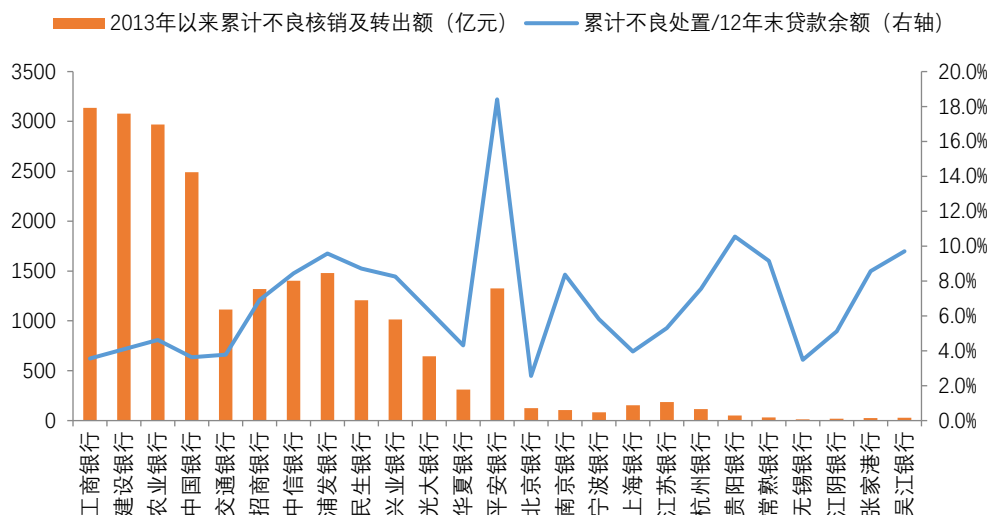
4.3. 近年不良处置力度持续较大

13 年以来上市行累计处置不良资产 2.2 万亿，相当于 12 年底（行业不良风险加速暴露初期）贷款余额的 5%；股份行中，平安、浦发、民生不良资产处置力度较大。

13 年以来，平安银行已累计处置 1300 多亿不良贷款，相当于 12 年末贷款余额的 18.4%。不良处置比例为上市行最高。

不良处置力度持续较强，叠加近年信贷结构优化，我们认为，公司不良压力应较此前大幅改善，不良新生压力有望处于股份行中等水平。

图 30：13 年以来，平安银行已累计处置 1300 多亿不良，处置比例为上市行最高



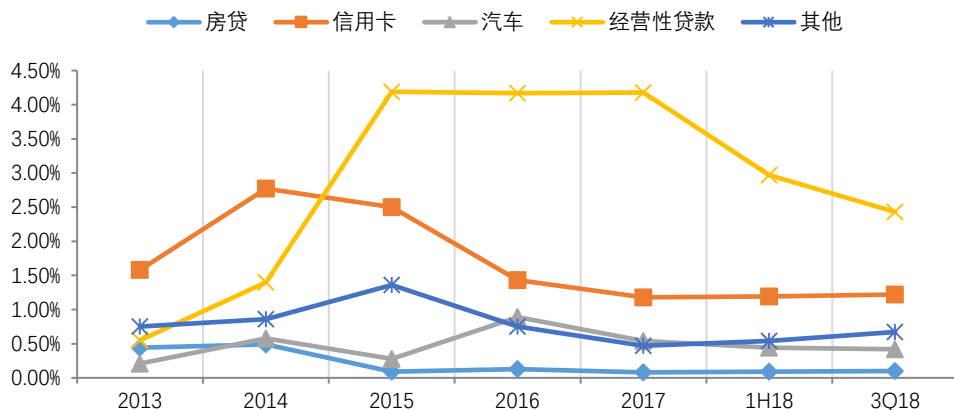
资料来源：公司财报，天风证券研究所

4.4. 零售贷款质量维持较好

信用卡贷款风险经过 2014-2015 年的大幅暴露之后，目前不良率保持相对稳定，且低于行业平均水平；房贷不良率保持极低水平；汽车消费贷款亦保持稳健，3Q18 不良率 0.42%。

个人经营性贷款不良率持续下降。3Q18 个人经营性贷款不良率 2.43%，较 17 年末的 4.18% 明显下降。

图 31：平安银行经营性贷款不良率持续下降，其他消费贷款不良率维持稳定



资料来源：公司财报，天风证券研究所

5. 长期看零售转型，科技加持有渠道有空间

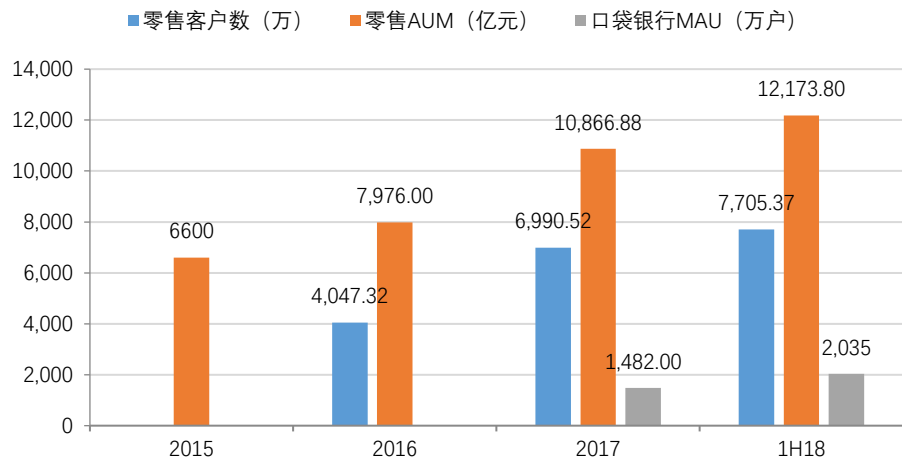
5.1. 智能化零售银行龙头为目标

将金融牌照齐全、海量金融数据、资金实力强等银行实力与互联网思维相结合，平安银行正逐步成长为具有互联网思维的零售银行。

科技加持，有渠道，有空间。依托集团 130 万寿险代理人和 1.5 亿客户资源，借助平安集团的平安好医生、陆金所、平安好房等 app 引流，外加强大的 fintech 实力助力营销，发力信用卡、汽车金融、新一贷（消费金融）等零售业务。

平安银行零售客户数增长较快，零售 AUM 亦稳步增长。

图 32：平安银行零售业务稳步增长



资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.2. 科技加持，科技应用场景不断拓展

零售 APP 应用方面，原“口袋银行”、“信用卡”和“平安橙子”三大 APP 顺利整合成为口袋银行 4.0，全面应用指纹、声纹、人脸识别技术，提升客户体验。

实施 AI+创新，全方位支持风控、营销和运营。

“AI+机器人小安”已进驻口袋银行 APP，“线下智能机器人”已在网点参与互动营销；

“AI+投顾”针对不同类型客户的差异化需求提供个性化投顾建议，同时口袋银行迭代上线推荐组合、保险专区、投顾直播、专业资讯等新功能，支持一键产品组合下单；

“AI+风控”部署风险模型，全方位监控和评估风险。

图 33：平安银行 2019 年 1-9 月科技赋能服务

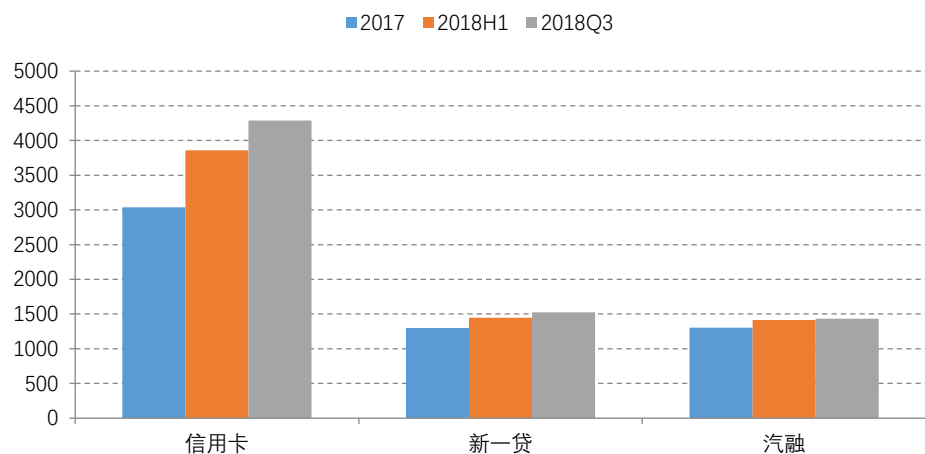


资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.3. 零售信贷以信用卡、新一贷、汽融为主

截至 18Q3，零售贷款约 1.08 万亿。其中，信用卡贷款占 4 成。信用卡业务仍在持续高速增长中，18Q3 信用卡流通卡量达到 4800 万张，较年初增长 26.6%；主要为小微业主经营性贷款的新一贷，规模达到 1523 亿，占零售贷款的 14%；汽融贷款余额 1097 亿元，占比约 10%。平安银行在汽融信贷市场中，份额领先同业。

图 34：核心产品贷款余额保持较快增长



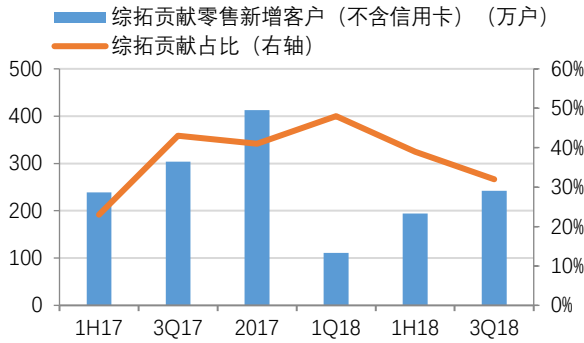
资料来源：公司财报，天风证券研究所

5.4. 综拓渠道贡献占比稳定

集团综合金融不断深化，综拓渠道对平安银行零售业务贡献度较稳定。

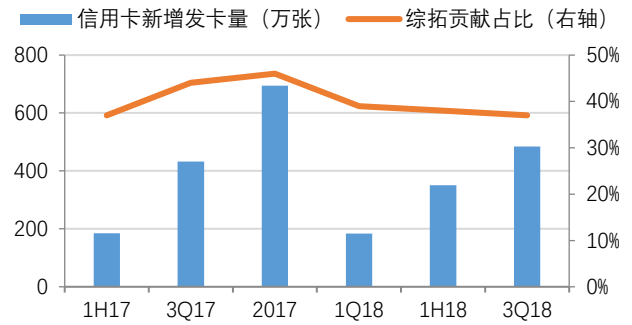
3Q18 集团综拓渠道对新增零售客户占比在三成左右，对信用卡发放贡献比例更高一些，在 37%。

图 35: 综拓对零售新增零售客户贡献占比在 3 成左右



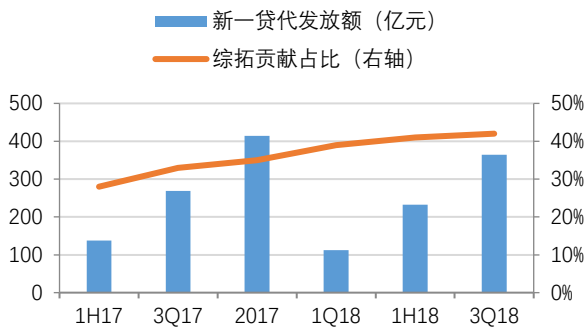
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 36: 综拓对信用卡发放贡献占比 35%



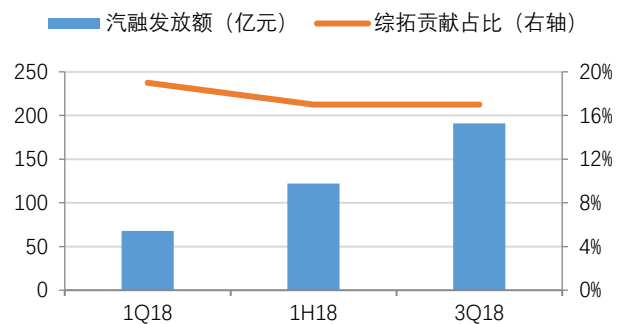
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 37: 综拓对新一贷贡献占比逐渐增加



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

图 38: 综拓对汽融发放贡献占比比较稳定



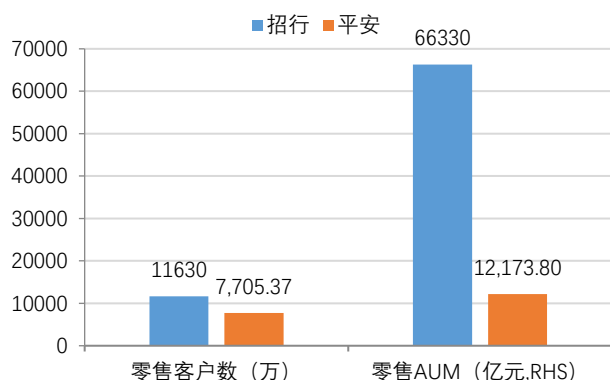
资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

5.5. 零售银行 AUM 提升空间较大——私行、财富管理业务提升空间较大

(1) **零售 AUM 与招行相距甚远。**截至 2018 年 6 月末, 与招行相比较, 尽管平安银行零售客户数 7705 万与招行的 1.16 亿户相差不算太远; 但零售 AUM 仅 1.12 万亿元, 与招行的 6.63 万亿元相距甚远。

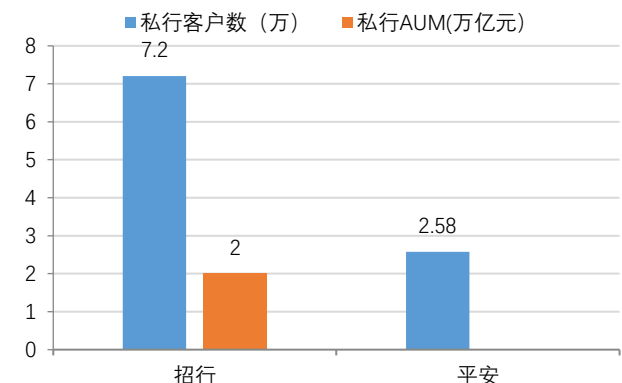
(2) **私人银行业务尚是短板。**截至 2018 年 6 月末, 平安银行私行达标客户 2.58 万户(3Q18 为 2.63 万户); 招行为 7.2 万户, AUM 高达 2 万亿元。考虑到招行私行门槛 1000 万元, 平安为 600 万元, 两者私行客户 AUM 差距更大。

图 39: 平安银行零售客户数与招行相差不多, 零售 AUM 差距仍巨大 (1H18)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

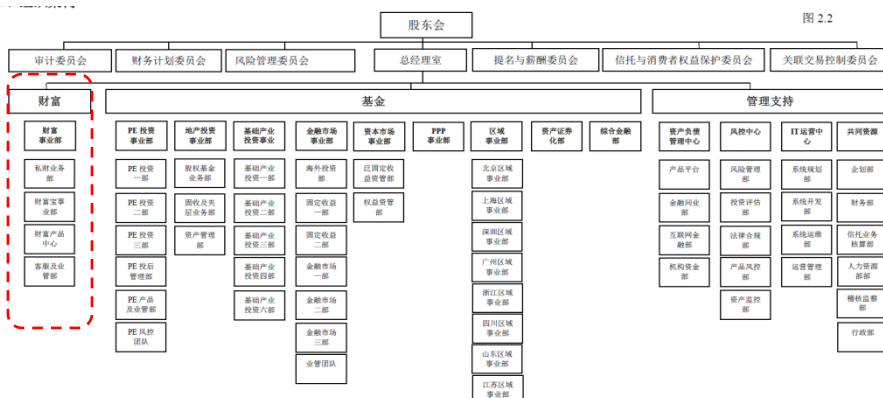
图 40: 平安银行私人银行业务与招行相距甚远 (1H18)



资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

平安银行 2012 年开始搭建自己的私人银行体系，并于 2013 年 11 月正式开业。目前受益于平安集团业务整合，平安信托财富管理业务无偿转入平安银行。预计 19 年开始，私行业务有望大幅增长。私行及财富管理业务有较大提升空间。

图 41：平安信托组织架构



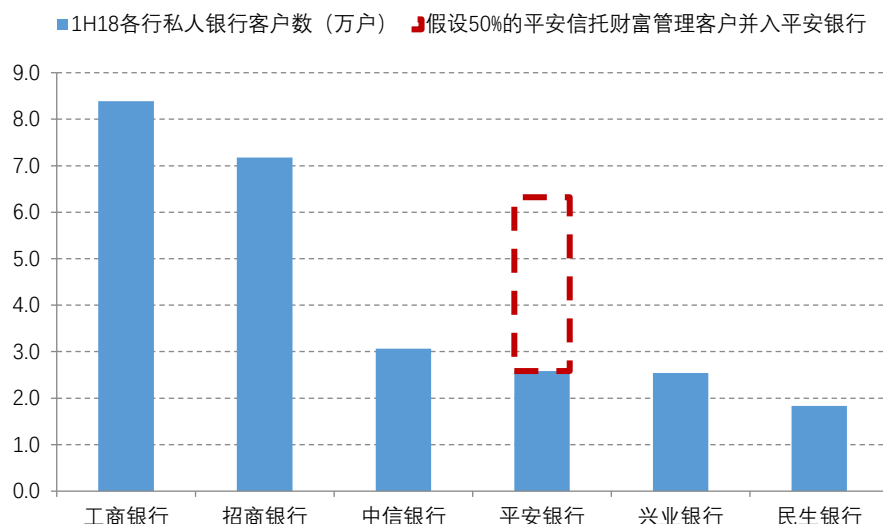
资料来源：平安信托财报，天风证券研究所

对于平安银行私人银行来说，信托财富团队人员的加入有助于带来私行客户资源，强化集团高净值客户的交叉销售力度；对于平安信托来说，财富管理团队划并平安银行私人银行后，平安信托有望专注于打造精品投行业务。

截至 2017 年末，平安信托服务的活跃财富客户数达 7.47 万(与招行私人银行客户数相当)；据新浪财经报道，整个财富管理团队人数在 1200 人左右，团队信托销售经验丰富。此次划并平安银行私人银行的人员主要来自其中。

假设平安信托 7.5 万户财富管理客户中，50%客户及其资产转入平安银行私人银行部门(平安私行客户数有望较当前的 2.6 万户，翻一倍之多。当然，实际合并过程中，存在部分信托客户因风险偏好不同、可投资资产类型不匹配等因素流失，也存在业务调整节奏不一等影响。

图 42：各行私人银行客户数



资料来源：新浪财经，公司财报，天风证券研究所

6. 十年股价复盘-高弹性标的

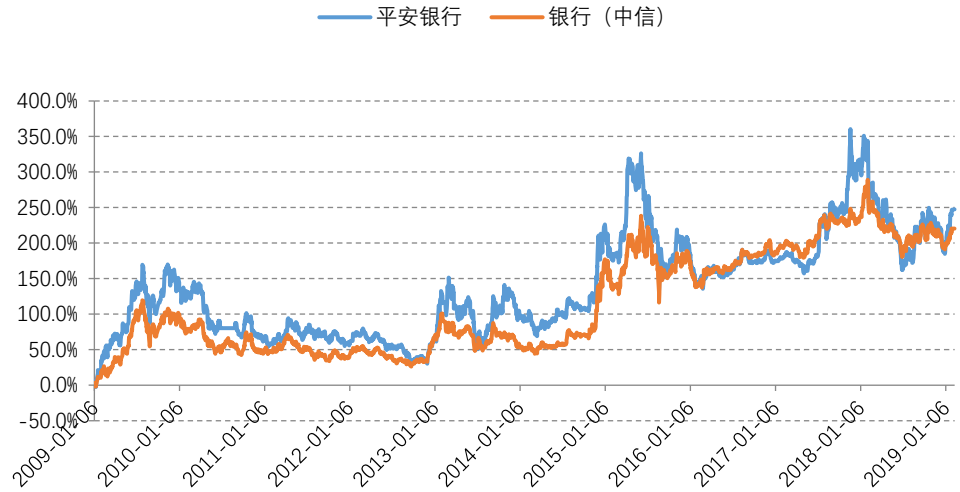
股价弹性大。复盘平安银行过去 10 年股价走势，平安银行股价弹性明显高于银行指数。

2014年10月-2015年5月：大牛市，平安银行股价涨幅惊人，于2015年年中高点定增100亿元（16.7元/股），参与机构直到2017年下半年才解套。

2017年5-10月，股价从低位开始上涨，涨幅明显超越同期指数涨幅，主要逻辑是低估值+零售转型；2017年11月-12月，平安银行17年11月举办零售银行专题开放日，效果显著，与大票行情共振，成为市场关注焦点，在资金推动之下，两个月股价涨幅超30%；

2018年2月-6月，贸易战及经济下行，引发市场对银行股的较大担忧，由于之前涨幅较大，回调幅度亦非常大，股价跌回2017年4月水平；2018年7月-10月，银行板块超跌反弹，平安银行股价亦较估值低点回升超20%。

图 43：平安银行过去 10 年股价走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：平安银行过去 10 年相对板块涨幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 投资建议：2019 年最应关注的银行股

短期看点：息差改善，集团业务整合，私行业务有望扩大

受益于较低的市场利率，负债压力缓解，1H19 净息差有望改善；

受益于平安集团业务整合，平安信托财富管理业务无偿转入平安银行，预计自 2018 年年报开始，私行业务有望大幅增长。

中期看点：对公不良出清，资产质量好转

对公不良持续出清。2013 年以来持续大幅地核销处置不良贷款以及 18 年不良偏离度大大下降；叠加过往数年信贷结构的大幅调整，资产质量有望明显改善，缓解拨备计提压力，带来较大的业绩弹性。

长期看点：智能化零售转型龙头

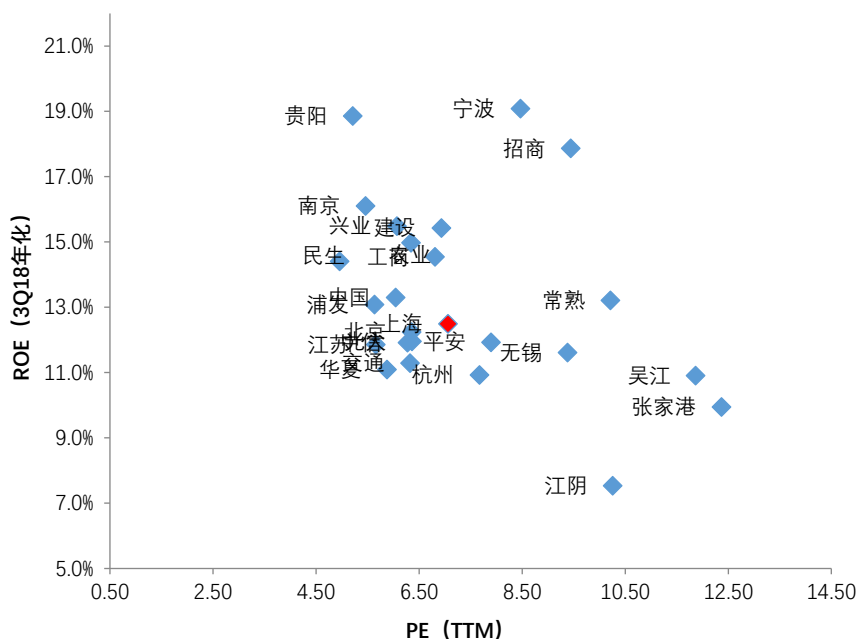
零售业务规模与招行仍相距甚远，提升空间巨大。依托平安集团客户及流量入口，充分拥抱 Fintech 的大趋势，有望成长为智能化零售银行龙头。

信用卡业务明显发力，消费金融亦稳健增长，各类型零售贷款资产质量稳健，个人经营性贷款资产质量有所下降。

我们认为，当前平安银行当前估值仅 0.89 倍 PB (lf)，切换至 19 年仅 0.7 倍 PB，估值足够低，即便零售银行转型不佳，股价下行风险不大；且有零售银行转型之大前景，估值提升空间很大。

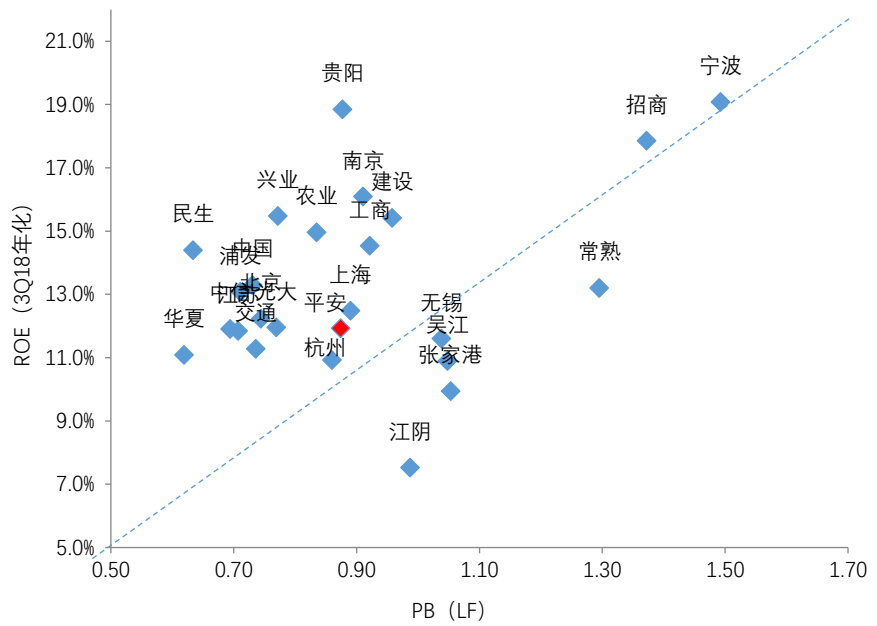
横向比较来看，平安银行 PB 与 PE 估值均处于同业中等水平，与公司当前 ROE 处于行业中位水平相符。但从发展的角度来看，平安银行零售转型之下，未来几年营收有较大提升空间；伴随对公不良出清，拨备计提压力缓解，支撑净利润增速提升，ROE 有望持续改善。

图 45：PE (TTM) vs ROE (截至 2019 年 2 月 13 日)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46: PB (LF) vs ROE (截至 2019 年 2 月 13 日)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

零售银行转型龙头, 业绩弹性在增强。在 19 年经济下行压力加大之下, 我们维持公司 19/20 年盈利增速 11.8%/20.9%。考虑平安银行零售转型成效明显且增长潜力较大; 资产质量或持续改善; 业绩弹性在增强, 未来 ROE 有望提升, **给予公司 1.1 倍 19 年 PB 目标估值, 对应 15.85 元/股, 维持买入评级。**

8. 风险提示

政策波动超预期影响市场情绪; 经济下行压力进一步加重带来资产质量恶化; 零售转型低于预期等。

财务预测摘要

人民币亿元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
利润表						收入增长				
净利息收入	764	740	730	791	892	净利润增速	2.6%	7.0%	11.8%	20.9%
手续费及佣金	279	307	368	398	429	拨备前利润增速	-4.1%	10.2%	12.0%	17.1%
其他收入	34	11	69	104	135	税前利润增速	0.7%	6.9%	11.8%	20.9%
营业收入	1077	1058	1167	1293	1456	营业收入增速	-1.8%	10.3%	10.8%	12.6%
营业税及附加	(34)	(10)	(7)	(8)	(9)	净利息收入增速	-3.1%	-1.3%	8.4%	12.7%
业务管理费	(280)	(316)	(354)	(382)	(390)	手续费及佣金增速	10.1%	20.0%	8.0%	8.0%
拨备前利润	763	731	806	903	1057	营业费用增速	13.0%	12.0%	8.0%	2.0%
计提拨备	(465)	(429)	(522)	(542)	(620)	规模增长				
税前利润	299	302	322	360	436	生息资产增速	9.9%	5.6%	9.9%	12.0%
所得税	(73)	(70)	(74)	(83)	(100)	贷款增速	15.5%	17.2%	16.0%	15.0%
净利润	226	232	248	277	336	同业资产增速	1.9%	-35.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	6.3%	-2.0%	1.0%	10.0%
贷款总额	14758	17042	19975	23171	26647	其他资产增速	10.7%	3.5%	47.9%	63.8%
同业资产	2788	2840	1846	1846	1846	计息负债增速	10.1%	11.8%	4.6%	16.0%
证券投资	7594	8070	7909	7988	8786	存款增速	4.1%	6.4%	8.0%	12.0%
生息资产	28208	31013	32759	36004	40339	同业负债增速	0.3%	20.0%	-10.0%	20.0%
非生息资产	1726	1910	1977	2925	4792	股东权益增速	9.8%	7.8%	11.6%	12.5%
总资产	29534	32485	34208	38318	44411	存款结构				
客户存款	19218	20004	21286	22988	25747	活期	37.9%	37.87%	37.87%	37.87%
其他计息负债	7465	9384	11579	11397	14144	定期	46.9%	46.92%	46.92%	46.92%
非计息负债	829	876	1051	1261	1513	其他	15.2%	15.21%	15.21%	15.21%
总负债	27513	30264	31813	35647	41404	贷款结构				
股东权益	2022	2221	2394	2671	3007	企业贷款(不含贴现)	49.3%	45.31%	45.31%	45.31%
每股指标						个人贷款	49.8%	54.82%	54.82%	54.82%
每股净利润(元)	1.32	1.35	1.45	1.62	1.95	资产质量				
每股拨备前利润(元)	4.44	4.26	4.69	5.26	6.16	不良贷款率	1.70%	1.75%	1.69%	1.63%
每股净资产(元)	10.61	11.77	12.82	14.40	16.35	正常	94.60%	97.10%	97.15%	97.20%
每股总资产(元)	172.01	189.19	199.23	223.17	258.65	关注	3.70%	2.90%	2.85%	2.80%
P/E	8.32	8.11	7.58	6.78	5.60	次级	0.73%			
P/PPOP	2.46	2.57	2.33	2.08	1.78	可疑	0.20%			
P/B	1.03	0.93	0.85	0.76	0.67	损失	0.77%			
P/A	0.06	0.06	0.05	0.05	0.04	拨备覆盖率	151.08%	151.23%	155.94%	165.39%
利率指标						资本状况				
净息差(NIM)	2.13%	2.37%	2.29%	2.30%	2.34%	资本充足率	11.20%	11.15%	11.12%	11.19%
净利差(Spread)	2.60%	2.20%	2.12%	2.13%	2.17%	核心资本充足率	8.28%	8.48%	8.68%	8.97%
贷款利率	6.40%	5.97%	5.92%	5.92%	5.92%	资产负债率	93.16%	93.00%	93.03%	93.23%
存款利率	1.91%	1.98%	1.94%	1.92%	1.90%	其他数据				
生息资产收益率	4.73%	4.75%	4.71%	4.72%	4.73%	总股本(亿)	171.70	171.70	171.70	171.70
计息负债成本率	2.13%	2.55%	2.50%	2.47%	2.44%					
盈利能力										
ROAA	0.83%	0.75%	0.74%	0.77%	0.81%					
ROAE	13.15%	12.07%	11.76%	11.88%	12.71%					
拨备前利润率	2.79%	2.36%	2.42%	2.49%	2.56%					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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