

评级：增持(维持)

市场价格：

分析师：戴志锋
执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email: daizf@r.qlzq.com.cn
研究助理：邓美君

电话：

Email: dengmj@r.qlzq.com.cn
研究助理：贾靖

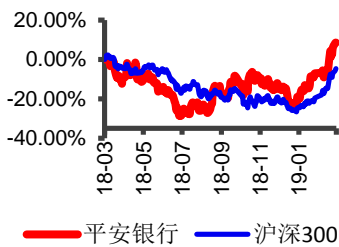
电话：

Email: jiajing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	17,170
流通股本(百万股)	17,170
市价(元)	13.08
市值(百万元)	224,589
流通市值(百万元)	224,589

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 平安银行 2018 业绩快报：营收稳健增长，存量资产质量改善
- 2 平安银行 3 季报解读：如何理解平安银行三季报？

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E
营业收入(百万元)	107715	105786	116716	126059	139396
增长率 yoy%	12.01	-1.79	10.33	8.00	10.58
净利润	22599	23189	24818	26657	28704
增长率 yoy%	3.36	2.61	7.02	7.41	7.68
每股收益(元)	1.32	1.35	1.45	1.50	1.62
净资产收益率	12.43	10.93	10.74	10.58	10.37
P/E	9.94	9.68	9.05	8.71	8.07
PEG					
P/B	1.23	1.11	1.02	0.92	0.83

备注：

投资要点

- **年报亮点：1、业绩总体增长稳健**，营收实现两位数增长、同比+10.3%。**2、主动负债压力缓解推升息差**，测算的单季年化日均净息差环比3季度大幅回升13bp至2.52%。**3、费用较去年高位有所下降**。单季年化成本收入比32.6%，较去年同期大幅下降7个百分点。**4、轻资产模式下核心一级资本充足率环比提升1bp至8.54%**。季报不足：**1、不良认定趋严**，新业务仍需保持跟踪。**2、结构性存款依赖度高**，占比总存款达20%。
- **业绩总体增长稳健**，营收和PPOP同比增速在低基数基础上持续回升，营收实现两位数增长。平安银行营收、拨备前利润、净利润1Q18-2018全年同比增速分别为1.1%/5.9%/8.6%/10.3%、-6.9%/-1.2%/4.2%/9.6%、6.1%/6.5%/6.8%/7.0%。
- **2018业绩累积同比增长拆分：正向贡献业绩因子为规模、非息、税收**。负向贡献因子为息差、成本、拨备。其中**边际改善的有**：1)规模扩张正向贡献利润提升；2)息差、成本负向贡献减弱。**边际贡献减弱的有**：1)非息增长放缓；2)拨备计提力度加大，负向贡献利润；3)税收正向贡献度稍减弱。
- **投资建议**：公司2018、2019E PB 1.02X/0.92X；PE 9.05X/8.71X（股份行PB 0.892X/0.82X；PE 7.4X/7.05X），公司盈利增长稳健；不良认定趋严，新业务建议保持跟踪；关注公司零售转型。
- **风险提示**：宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

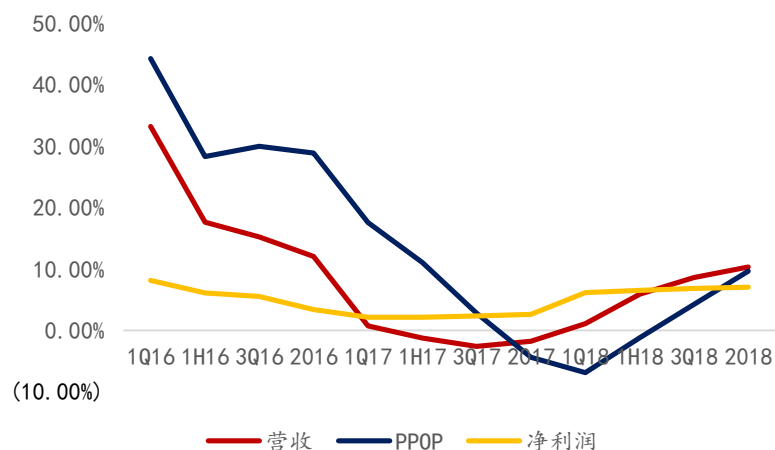
年报综述

- **年报亮点:** 1、业绩总体增长稳健, 营收实现两位数增长、同比+10.3%。
2、主动负债压力缓解推升息差, 测算的单季年化日均净息差环比 3 季度大幅回升 13bp 至 2.52%。
3、费用较去年高位有所下降。单季年化成本收入比 32.6%, 较去年同期大幅下降 7 个百分点。
4、轻资产模式下核心一级资本充足率环比提升 1bp 至 8.54%。
季报不足: 1、不良认定趋严, 新业务仍需保持跟踪。
2、结构性存款依赖度高、占比总存款达 20%。

整体业绩增长稳健, 量价共同驱动

- 业绩总体增长稳健, 营收和 PPOP 同比增速在低基数基础上持续回升, 营收实现两位数增长。平安银行营收、拨备前利润、净利润 1Q18-2018 全年同比增速分别为 1.1%/5.9%/8.6%/10.3%、-6.9%/-1.2%/4.2%/9.6%、6.1%/6.5%/6.8%/7.0%。

图表: 平安银行业绩同比增速



资料来源: 公司财报, 中泰证券研究所

- **2018 业绩累积同比增长拆分:** 正向贡献业绩因子为规模、非息、税收。负向贡献因子为息差、成本、拨备。其中边际改善的有: 1) 规模扩张正向贡献利润提升; 2) 息差、成本负向贡献减弱。边际贡献减弱的有: 1) 非息增长放缓; 2) 拨备计提力度加大, 负向贡献利润; 3) 税收正向贡献度稍减弱。

图表：平安银行业绩增长拆分（累积同比）

	2017	1Q18	1H18	3Q18	2018
规模增长	12.4%	9.0%	8.2%	7.8%	8.7%
净息差扩大	-15.5%	-10.0%	-8.0%	-9.5%	-7.7%
非息收入	1.4%	2.0%	5.7%	10.3%	9.3%
成本	-2.6%	-8.0%	-7.1%	-4.4%	-0.7%
拨备	5.2%	11.0%	6.9%	2.3%	-2.7%
税收	1.9%	2.0%	0.8%	0.3%	0.1%

来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：平安业绩增长拆分（单季环比）

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
规模增长	1.7%	2.5%	2.2%	1.0%	2.1%
净息差扩大	0.5%	-1.6%	-1.9%	-9.8%	16.2%
非息收入	-1.5%	7.1%	3.9%	9.5%	-16.1%
成本	-13.7%	17.6%	1.9%	-0.2%	-5.1%
拨备	-25.7%	38.6%	-3.5%	4.1%	-35.5%
税收	-0.2%	-0.8%	0.0%	0.0%	0.0%

来源：公司财报，中泰证券研究所

资产质量：不良认定趋严，新业务保持跟踪

- 平安银行在 4 季度加速了不良的认定，对不良净生成、不良率等指标扰动较大，我们尝试从多个维度来看其资产质量：

1、不良维度——由于公司加速不良暴露和处置，4 季度不良率和不良净生成上的比较快。另平安银行不良有核销多、清收也多的特点，在不良认定严格的基础上，后续可保持对剔除清收影响的不良净生成率的跟踪，我们测算的 4 季度加回清收不良净生成 4.14%，环比上升 0.69%。新业务资产质量情况需要跟踪观察，新一贷 4 季度不良率环比有下降，但信用卡的不良率在持续上升。

2、逾期维度——逾期不良剪刀差消除，当前的不良率比较“真实”。新增压力还是有的，加回核销的逾期净生成是在往上的。

3、拨备维度——拨备对不良的覆盖程度有下降，4 季度公司虽然加大了拨备计提，但计提幅度仍弱于不良的暴露幅度。

图表：平安银行资产质量——4 季度核销较多

	1Q18	1H18	3Q18	2018	环比变动
不良维度					
不良率	1.68%	1.68%	1.68%	1.75%	0.07%
不良净生成率（单季年化）	1.81%	2.21%	2.71%	3.59%	0.88%
不良净生成率（累计年化）	1.81%	2.19%	2.71%	3.07%	0.36%
不良净生成率（剔除清收影响）	3.46%	3.22%	3.45%	4.14%	0.69%
不良核销转出率	95.61%	142.01%	144.22%	160.05%	15.83%
关注类占比	3.50%	3.41%	3.07%	2.73%	-0.34%
（关注+不良）/贷款总额	5.18%	5.09%	4.75%	4.48%	-0.27%
逾期维度					
逾期率		3.19%	2.89%	2.60%	-0.29%
逾期 90 天以上净生成率（单季年化）			2.07%	2.43%	0.36%
逾期 90 天以上净生成率（累积年化）		2.07%	2.13%	2.28%	0.15%
逾期净生成率（单季年化）			1.34%	2.62%	1.28%
逾期净生成率（累积年化）		2.27%	2.00%	2.23%	0.24%
逾期/不良		190.39%	172.31%	148.81%	-23.50%
逾期 90 天以上/贷款总额		2.08%	2.00%	1.70%	-0.30%
逾期 90 天以上/不良贷款余额		124.31%	119.31%	97.32%	-21.99%
拨备维度					
信用成本（累积）	N. A.	2.37%	N. A.	2.36%	-0.01%
拨备覆盖率	172.65%	175.81%	169.14%	155.24%	-13.90%
拨备/贷款总额	2.90%	2.95%	2.84%	2.71%	-0.13%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：平安银行新业务不良率变动

	1Q18	1H18	3Q18	2018	环比变动
个人贷款	1.01%	0.96%	1.05%	1.07%	0.02%
-信用卡	1.14%	1.19%	1.22%	1.32%	0.10%
-汽车贷	0.43%	0.44%	0.55%	0.54%	-0.01%
-新一贷	0.60%	0.77%	1.03%	1.00%	-0.03%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

净息差：主动负债压力缓解推升息差

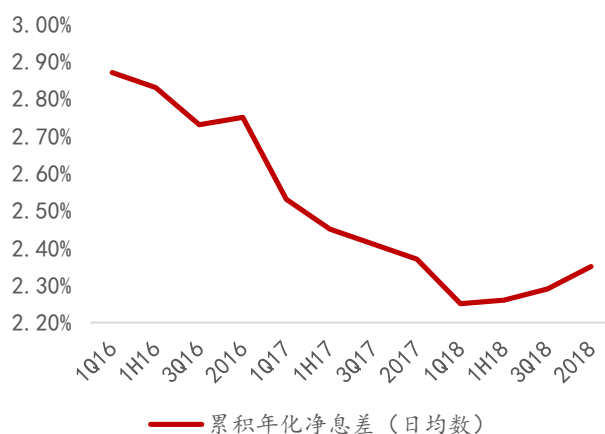
- 负债端成本下降推动净息差环比回升，我们测算的单季年化日均净息差环比 3 季度大幅回升 13bp 至 2.52%。从 1-3Q18、2018 全年累计收益付息率来看，受益于流动性宽松，负债端付息率环比下降 5bp，同业存单、同业负债付息率分别下降 20、13bp。资产端收益率环比持平，主要受益于高收益零售贷款占比提升的结构因素，对公贷款、债券投资等收益率是下降的。另息差较大幅的回升不排除卡分期收入是逐步调回利息收入，4 季度持续受口径调整影响。

图表：平安银行单季年化净息差走势



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：平安银行累积年化净息差走势



来源：公司财报，中泰证券研究所

图表：平安银行累积年化资产负债利率情况

	2018 年 1-12 月		2018 年 1-9 月		变动拆解	
	占比	平均收益/成本率	占比	平均收益/成本率	收益率变动	结构与收益率共同驱动
资产						
贷款	57.41%	6.45%	56.12%	6.43%	0.02%	0.09%
—对公贷款	25.88%	4.73%	25.68%	4.74%	-0.01%	0.01%
—个人贷款	31.53%	7.86%	30.44%	7.86%	0.00%	0.09%
债券投资	15.68%	3.44%	15.25%	3.49%	-0.05%	0.01%
存放央行	8.15%	1.54%	8.31%	1.54%	0.00%	0.00%
票据贴现及同业业务	17.64%	3.98%	18.48%	4.17%	-0.19%	-0.07%
生息资产总计		5.11%		5.11%	0.00%	
负债						
吸收存款	66.27%	2.42%	65.91%	2.42%	0.00%	0.01%
发行债务证券	11.39%	4.40%	11.51%	4.58%	-0.18%	-0.03%
其中：同业存单	9.89%	4.28%	10.05%	4.48%	-0.20%	-0.03%
同业业务及其他	22.34%	3.32%	22.58%	3.45%	-0.13%	-0.04%
计息负债总计		2.85%		2.90%	-0.05%	
净息差		2.35%		2.29%	0.06%	

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债增速及结构：个贷保持超高速增长，个人存款占比略有提升

- 资产端个贷保持超高速增长、对公贷款降幅放缓；负债端总体存款增长尚可。1、个人贷款保持了 50% 的超高速增长。2、对公贷款仍在压降，但降幅在放缓，预计后续转债转股缓解资本压力后有改善。3、个人存款也保持了 30% 的高增长，在计息负债的占比有缓慢的提升（另 4 季度将无追索权应收保理款项归入“发放贷款和垫款”，抬高 4 季度贷款增速；假设 4 季度该应收账款规模与 3 季度末一致，为 228 亿，则剔除后 18 年贷

款规模同比增长 13.8%)。

图表：平安银行资产负债增速和结构占比

	同比增速				占比			
	1Q18	1H18	1-3Q18	2018	1Q18	1H18	1-3Q18	2018
资产								
贷款	15.4%	14.0%	14.3%	15.3%	51.5%	52.5%	56.1%	57.4%
—对公贷款	-10.2%	-12.6%	-12.6%	-10.1%	24.9%	24.7%	25.7%	25.9%
—个人贷款	57.3%	56.2%	54.3%	50.0%	26.6%	27.9%	30.4%	31.5%
债券投资	35.6%	32.0%	18.2%	16.0%	15.5%	15.5%	15.3%	15.7%
存放央行	-4.3%	-4.7%	-4.8%	-6.8%	7.9%	8.0%	8.3%	8.2%
票据贴现及同业业务	-11.4%	-13.8%	-20.4%	-22.6%	20.7%	19.8%	18.5%	17.6%
生息资产总计	11.0%	8.8%	3.3%	2.1%				
负债								
吸收存款	6.7%	6.2%	8.0%	7.5%	64.6%	64.8%	65.9%	66.3%
—企业存款	5.2%	2.2%	3.6%	2.9%	45.0%	52.8%	53.5%	53.5%
—个人存款	34.9%	28.8%	31.7%	32.0%	10.6%	12.0%	12.4%	12.7%
发行债务证券	-1.0%	6.5%	6.7%	5.1%	11.0%	11.2%	11.5%	11.4%
其中：同业存单	-5.9%	2.1%	3.7%	2.4%	9.6%	9.8%	10.1%	9.9%
同业业务及其他	30.4%	17.2%	9.5%	5.9%	24.4%	23.9%	22.6%	22.3%
计息负债总计	10.7%	8.7%	8.2%	6.8%				

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

资产负债细拆：信用卡撑起半壁江山、结构性存款高依赖

- **资产端对公信贷投向：**1) 传统不良率高的对公行业持续压降，包括制造业、批零、采掘等。2) 18 年新增行业仅为房地产、社服，银行信贷顺周期行为也侧面反映了 18 年企业经营压力较大。

图表：平安银行比年初新增贷款占比

	2017	2018
农、林、牧、渔业	-3.0%	-1.2%
制造业	-13.3%	-7.4%
建筑业	-4.9%	-0.9%
采掘业	-5.3%	-5.6%
房地产业	2.7%	7.7%
交通运输、仓储和邮政业	-1.8%	-2.9%
电力、燃气及水的生产和供应企业	-5.0%	-1.2%
批发和零售业	-14.1%	-5.1%
卫生、社会保障和社会服务业	-8.2%	3.3%
对公贷款	-34.8%	-12.9%
个人按揭贷款	29.6%	9.9%
信用卡	53.7%	56.6%
新一贷+汽车贷	24.7%	25.6%
其他	27.0%	9.7%
个人贷款	134.9%	101.8%
贴现票据	0.0%	9.0%
其他	0.0%	2.1%

注：公司 18 年年报对个人贷款细项披露口径有调整，1H18 不可比
资料来源：公司报告，中泰证券研究所

- **资产端零售及拳头产品经营情况：**1) 信用卡保持高增，同比增长 56%，是个贷高增速的主推力。2) 新一贷、汽车贷增速有放缓，其中新一贷放缓最为明显，预计受消费贷监管及经济下行压力共同影响，增速由 3 季度的同比 34%，下降至 18%。

图表：平安银行零售拳头产品同比增速及占比

	同比增速		占比贷款总额		
	3Q18	2018	2017	3Q18	2018
新一贷	33.9%	18.4%	7.6%	7.9%	7.7%
汽车贷	23.1%	22.1%	8.3%	7.4%	8.6%
信用卡	69.9%	55.9%	17.8%	22.3%	23.7%
贷款总额	16.7%	17.2%			

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

- **负债端存款情况：**负债端对结构性存款依赖较大，结构性存款占比总存款高达 20%，加上保本理财，占比达到 24%，对公司的负债端成本管理以及资产端的资产投向仍有较大的压力。

图表：平安银行保本理财和结构性存款占比总存款

	2017	1H18	3Q18	2018
保本理财	6.5%	4.5%	4.5%	3.8%
结构性存款	10.9%	19.4%	20.0%	20.2%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

中收：会计口径调整带来手续费增速下滑

- **口径调整带来的手续费增速下滑。** 1、由于分期收入转至利息收入，银行卡手续费同比增速大幅下降至 37% (VS 1H18 同比增长 80%)。2、监管影响持续，理财、托管费仍保持负增长，但降幅较 1H18 有放缓。

图表：平安银行净手续费收入同比增速与结构

	同比增速			占比		
	2017	1H18	2018	2017	1H18	2018
净手续费收入	10.1%	13.9%	2.0%			
手续费及佣金收入	14.1%	17.9%	10.2%			
汇款及结算	7.9%	2.5%	3.6%	6.7%	6.2%	6.3%
代理服务(基金与资产管理代销)	11.5%	24.5%	23.1%	9.4%	9.8%	10.5%
银行卡手续费	49.3%	80.1%	36.5%	51.8%	65.4%	64.2%
理财	-29.5%	-75.1%	-60.0%	9.6%	2.7%	3.5%
顾问和咨询费	-32.9%	-43.8%	-45.0%	7.4%	4.7%	3.7%
托管及其他受托业务佣金	10.0%	-17.6%	-10.8%	9.0%	7.3%	7.3%
手续费及佣金支出	46.4%	47.2%	59.7%			

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

其他：管理费下降，核心一级资本提升

- **费用较去年高位有所下降。** 单季年化成本收入比 32.6%，较去年同期大幅下降 7 个百分点。管理费同比增长 12%，较 3 季度的同比 20% 增长有放缓。
- **轻资产模式下，核心一级资本充足率环比微升。** 2018 核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 8.54%、9.39%、11.5%，环比变动+1、-2、-21bp（超额贷款损失准备下降较多，带来二级资本的下降）。
- **前十大股东变动：1、增持：陆股通增持 0.44%至 2.51%。2、减持：深圳中电投资减持 0.25%至 0.83%。**
- **投资建议：公司 2018、2019E PB 1.02X/0.92X；PE 9.05X/8.71X（股份行 PB 0.892X/0.82X；PE 7.4X/7.05X），公司盈利增长稳健；不良认定趋严，新业务建议保持跟踪；关注公司零售转型。**

- 风险提示：宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

图表：平安银行盈利预测表

每股指标	2017A	2018A	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
PE	9.68	9.05	8.71	8.07	净利息收入	74,009	74,745	81,456	92,632
PB	1.11	1.02	0.92	0.83	手续费净收入	30,674	31,297	32,862	33,848
EPS	1.35	1.45	1.50	1.62	营业收入	105,786	116,716	126,059	139,396
BVPS	11.77	12.82	14.19	15.72	业务及管理费	(31,616)	(35,391)	(37,818)	(41,819)
每股股利	0.14	0.14	0.16	0.17	拨备前利润	73,082	80,102	86,558	95,726
盈利能力	2017A	2018A	2019E	2020E	拨备	(42,925)	(47,871)	(51,938)	(58,447)
净息差	2.52%	2.35%	2.30%	2.35%	税前利润	30,157	32,231	34,620	37,279
贷款收益率	5.97%	6.37%	5.90%	5.90%	税后利润	23,189	24,818	26,657	28,704
生息资产收益率	5.05%	5.11%	4.91%	4.94%	归属母公司净利润	23,189	24,818	26,657	28,704
存款付息率	1.93%	2.39%	2.30%	2.30%	资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
计息负债成本率	2.64%	2.92%	2.85%	2.89%	贷款总额	1,704,230	2,003,790	2,324,396	2,649,812
ROAA	0.75%	0.74%	0.75%	0.74%	债券投资	807,002	850,317	892,833	937,474
ROAE	10.93%	10.74%	10.58%	10.37%	同业资产	231,157	195,017	185,266	187,119
成本收入比	29.89%	30.32%	30.00%	30.00%	生息资产	3,048,375	3,322,637	3,747,433	4,140,039
业绩与规模增长	2017A	2018A	2019E	2020E	资产总额	3,248,474	3,418,592	3,703,809	4,067,044
净利息收入	-3.14%	0.99%	8.98%	13.72%	存款	2,000,420	2,149,142	2,299,582	2,437,557
营业收入	-1.79%	10.33%	8.00%	10.58%	同业负债	595,939	575,088	632,597	759,116
拨备前利润	-4.41%	9.61%	8.06%	10.59%	发行债券	342,492	381,884	439,167	505,042
归属母公司净利润	2.61%	7.02%	7.41%	7.68%	计息负债	2,938,851	3,106,114	3,371,345	3,701,715
净手续费收入	10.10%	2.03%	5.00%	3.00%	负债总额	3,026,420	3,178,550	3,440,148	3,777,260
贷款余额	15.48%	17.58%	16.00%	14.00%	股本	17,170	17,170	17,170	17,170
生息资产	8.28%	9.00%	12.78%	10.48%	归属母公司股东权益	222,054	240,042	263,660	289,784
存款余额	4.09%	7.43%	7.00%	6.00%	所有者权益总额	222,054	240,042	263,660	289,784
计息负债	10.14%	5.69%	8.54%	9.80%	资本状况	2017A	2018A	2019E	2020E
资产质量	2017A	2018A	2019E	2020E	资本充足率	11.20%	11.50%	11.27%	11.06%
不良率	1.70%	1.75%	1.66%	1.65%	核心资本充足率	8.28%	8.54%	8.58%	8.61%
拨备覆盖率	150.87%	154.90%	138.75%	119.05%	杠杆率	14.63	14.24	14.05	14.03
拨贷比	2.57%	2.70%	2.31%	1.97%	RORWA	0.96%	0.96%	0.96%	0.94%
不良净生成率	2.91%	3.07%	2.80%	2.80%	风险加权系数	77.36%	77.28%	78.46%	78.60%

资料来源：公司财报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。