

2019年06月05日

平安银行 (000001.SZ)

深度分析

零售转型步入盈利提升与资产质量优化新阶段

投资要点

◆ **LUM 驱动零售转型**：平安银行零售转型以加大零售信贷投放为切入口，**Q119 零售贷款日均余额占总贷款 59.50%**（长期目标 **60%**）。零售转型支撑高息差，资产端：生息资产收益率常年领跑上市股份行（**Q119 为 5.19%**），高收益率主要靠高收益贷款（**Q119 为 6.61%**），零售贷款收益率（**Q119 为 7.55%**）拉动整体贷款收益率，后续信用卡等高收益资产占比提升有望支撑生息端；负债端：计息负债成本率较高（**Q119 为 2.85%**），在于低息存款中定存偏高（18 年 56.68%vs 招行 39.36%），存款占比有较大提升空间（与招行相差 7.08pct），存款结构改善值得期待。

◆ **资产质量持续优化**：不良率变化趋势和上市股份行基本一致（**Q119 为 1.73%**），不良贷款偏离度下滑至 **97.99%**，不良生成率下行，正常贷款迁徙率 **3.73%** 低位运行。对公不良业务持续压缩（2018 年已由 2013 年的 50.51% 降至 27.68%）后，不良率处于可控状态、零售业务历史包袱（贷贷平安）减轻。我们将持续关注信用卡及消费类等零售业务不良率。可转债获准发行将有效减轻资本金不足制约，经测算如全部转股可提高各级资本充足率 **1.09pct**，或释放 **23.74 亿元** 净利息收入。

◆ **背靠平安集团优势显著**：综拓渠道客源引流效用凸显。Q119 迁徙净增客户占零售净增客户 **34.2%**（剔除信用卡），看好后续内部客户转化效率提升，**34.6%** 同时持单客户比仍有挖掘空间。平安信托财富管理条线纳入，中性假设下长期来看信托财富管理业务迁入平安私行将带来 **17.63 亿** 利润，当然风险管控值得关注。此外转型零售技术支撑强劲，18 年底拥有超 6000 名科技人才，IT 资本支出增长 **82%**。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2019-2021 年 EPS 1.57、1.76、2.00 元/股，BVPS 14.24、15.84、17.66 元/股。我们预期平安银行零售转型成效将进一步显现，合理价值或对应 1.0-1.1xP/B，目前约 0.84x 2019E P/B，仍有上升空间，首次覆盖给予买入-B 评级。

◆ **风险提示**：经济下行或导致信贷收紧、资产质量恶化；平安信托整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	105,786	116,716	134,608	143,876	161,606
同比增长(%)	-1.8%	10.3%	15.3%	6.9%	12.3%
营业利润(百万元)	73,148	80,176	92,555	99,095	113,479
同比增长(%)	-4.1%	9.6%	15.4%	7.1%	14.5%
净利润(百万元)	23,189	24,818	26,875	30,134	34,293
同比增长(%)	2.6%	7.0%	8.3%	12.1%	13.8%
每股收益(元)	1.35	1.45	1.57	1.76	2.00
PE	9.0	8.4	7.8	6.9	6.1
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

银行 | 股份制银行 III

投资评级

买入-B(首次)

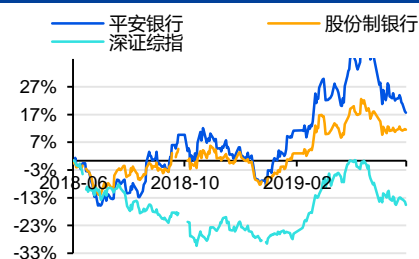
股价(2019-06-04)

11.85 元

交易数据

总市值(百万元)	203,469.37
流通市值(百万元)	203,467.42
总股本(百万股)	17,170.41
流通股本(百万股)	17,170.25
12个月价格区间	8.45/14.84 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.79	3.63	30.22
绝对收益	-14.73	10.56	16.4

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

相关报告

内容目录

一、发展零售业务顺应经济转型大势	5
二、平安银行-零售转型的排头兵	6
(一) 奋起直追的平安银行	6
(二) LUM 拉动零售转型，净息差或将维持高位	8
1、信用下沉打开零售增长空间	9
2、零售资产扩张带来高息差	11
(1) 生息资产：零售贷款收益率拉动整体生息资产收益率上行	11
(2) 计息负债：高息负债企稳，期待存款提升以降低成本	12
3、净息差高企尚有支撑预期	13
(1) 资产端：高收益零售贷款有望保持高驱动力	13
(2) 负债端：存款回升叠加活期占比提升，成本优化空间大	15
三、资产质量稳步改善	16
(一) 历史包袱逐步出清，新增信贷加速优化	16
1、对公贷款：规模压缩、投放重点转向低不良率的新兴行业	17
2、零售贷款：整体不良率稳中有降，后续改善值得期待	19
3、利润释放：拨备计提压力减缓释放业绩弹性	20
(二) 核心资本充足率-可转债打开向上通道	21
1、资本充足率不足制约资产扩张	21
2、资本金压力释放、或驱动利润提升	22
四、背靠平安集团资源丰富、金融科技助力腾飞	23
(一) 丰富客源储量，挖掘潜力巨大	23
(二) 平安信托纳入，中间业务收入或迎来爆发	24
(三) 金融科技引领，转型得以支撑	26
五、盈利预测和投资建议	27
(一) 盈利预测	27
(二) 投资建议	28
风险提示	30

图表目录

图 1：我国商业银行总资产结构（Q119）	5
图 2：上市商业银行归母净资产、归母净利润比较（2018）	5
图 3：剔除四大行后，上市商业银行比较（2018）	5
图 4：股份行最近 10 年净资产与杠杆率趋势	6
图 5：股份行最近 10 年利润增速与平均 ROE 趋势	6
图 6：2014 年第三产业 GDP 增速已超过第二产业	6
图 7：GDP 增长驱动也已由投资转向消费	6
图 8：平安银行发展历程	7
图 9：12 家股份行 2018 年末总资产及杠杆率比较	7
图 10：12 家股份行 2018 年净利润及加权平均 ROE 比较	7
图 11：12 家股份行 2018 年末存贷比比较（%）	8
图 12：12 家股份行 2018 年末不良率、拨备覆盖率比较（%）	8

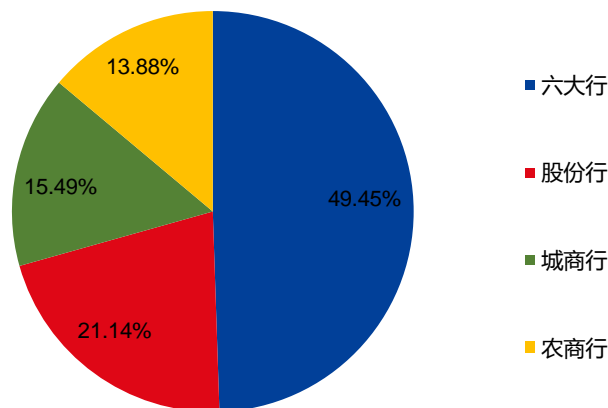
图 13: 上市股份行收入结构比较 (2018)	8
图 14: 上市股份行资产结构比较 (2018 年末)	8
图 15: 零售贷款日均余额 Q119 占比达 59.50%	9
图 16: 零售贷款期末余额 Q119 占比达 58.30%	9
图 17: Q119 平安银行期末零售存款占比缓慢上涨至 22.81%	10
图 18: 招行期末存款结构 (单位: 亿元)	10
图 19: 信用卡业务占比持续提升	10
图 20: 信用卡交易快速扩张	10
图 21: 零售金融营收、净利润、资产总额持续增长 (亿元)	11
图 22: 2018 年平安银行与招商银行零售金融占比	11
图 23: 2018 年平安银行净息差 2.35% 处于上市股份行第二	11
图 24: 2018 年平安银行净利差 2.26% 处于上市股份行第二	11
图 25: 平安银行生息资产收益率维持行业高位	12
图 26: 平安银行生息资产结构	12
图 27: 贷款收益率是整体生息资产收益率的保证	12
图 28: 零售贷款是贷款收益率的主要驱动力	12
图 29: 平安银行计息负债成本率较高	13
图 30: 平安银行计息负债结构	13
图 31: 平安银行存款成本率位于股份行第一	13
图 32: 低息存款压制整体计息负债成本率	13
图 33: 信用卡占比连年提升至 Q318 的 39.63%	14
图 34: Q119 信用卡、汽融、房贷、新一贷占零售贷款比 41.35%、14.27%、15.63%、13.04%	14
图 35: 宽信用周期, 对公贷款利率存在下行压力	14
图 36: 宽信用周期, 零售贷款利率支撑力度较强	14
图 37: 平安银行对公贷款日均余额占比止跌企稳 (Q118 还原口径低于 5.20%)	15
图 38: 平安银行零售存款占比保持高速增长	15
图 39: 平安银行存款结构	16
图 40: 平安银行活期存款成本率维持低位	16
图 41: 计息负债结构仍可加大低息存款占比	16
图 42: 定期存款占总存款比仍有较大优化空间	16
图 43: 平安银行不良率处于行业中游水平 (Q119 为 1.73%)	17
图 44: 不良贷款偏离度得以消化完毕	17
图 45: 平安银行不良贷款生成率自 2016 年开始下行	17
图 46: 平安银行正常贷款迁移率 2016 年达到高点后持续走低	17
图 47: 对公贷款不良率持续爬升 (Q119 回落至 2.59%)	18
图 48: 对公不良业务逐步出清	18
图 49: 零售贷款不良率结构走势 (2018 年前后其他类统计口径变化)	19
图 50: 信用卡业务不良率多数年份高于零售贷款 (剔除信用卡) 不良率	20
图 51: 拨备计提压力减缓有望释放业绩弹性	21
图 52: 平安银行资本充足率低于上市股份行平均水平	21
图 53: 平安银行一级资本充足率低于上市股份行平均水平	21
图 54: 平安银行核心一级资本充足率低于上市股份行平均水平	22
图 55: Q119 上市股份行资本充足率比较	22
图 56: 平安银行股权结构 (2018)	23
图 57: 综拓渠道迁徙净增客户 (单位: 万户)	24

图 58: 综拓渠道迁徙净增财富客户 (单位: 万户)	24
图 59: 综拓渠道迁入客户管理零售 AUM 净增 (单位: 亿元)	24
图 60: 平安信托资管规模.....	25
图 61: 零售 LUM 带动 AUM 初见成效.....	26
图 62: 零售 LUM 向 AUM 转化开始止跌回升	26
图 63: 平安口袋银行 APP 月活 (万人)	27
图 64: 平安口袋银行 APP 月活稳居行业前十	27
图 65: 一类客户打造一组平台.....	27
图 66: 平安银行最近 5 年 PB (LF) 估值, 过去 5 年平均 1.01xPB.....	29
表 1: 平安银行零售转型阶段.....	9
表 2: 对公贷款行业余额占比.....	18
表 3: 对公贷款行业不良率	19
表 4: 可转债对资本充足率影响测算 (基于 Q119 数据, 单位: 亿元)	22
表 5: 可转债对利润释放测算 (基于 Q119 数据, 单位: 亿元)	23
表 6: 长期看平安信托迁徙至平安银行利润贡献 (单位: 亿元)	25
表 7: 华金预测与 WIND 一致预期比较.....	28
表 8: 上市股份行盈利预测与估值比较	29
表 9: 其他财务数据	31

一、发展零售业务顺应经济转型大势

截至 2018 年末，我国（不含港澳台）共有商业银行 1566 家（剔除村镇银行、农合行、农信社），其中国有大型商业银行 6 家、股份制商业银行 12 家、城市商业银行 134 家、农村商业银行 1358 家及民营银行 17 家、外资银行 39 家。受历史沿革、股东背景、经营范围等条件限制，我国各类型银行发展并不均衡。根据银监会数据，2019 年 1 季度末我国银行业金融机构——商业银行中六大行总资产合计占比达 49%，12 家股份行总资产占比合计 21%。

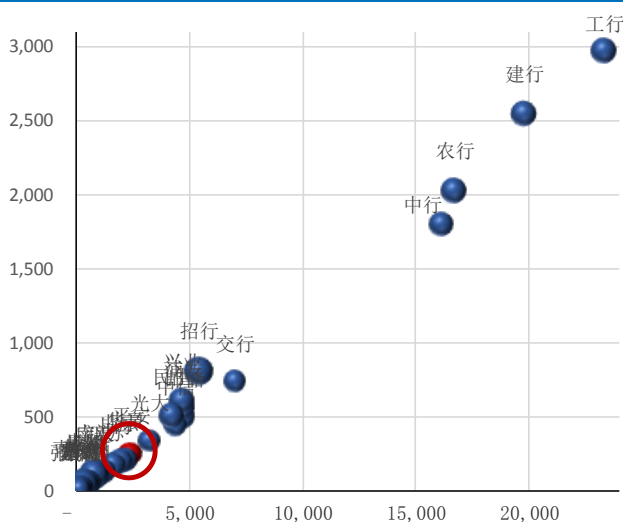
图 1：我国商业银行总资产结构（Q119）



资料来源：银监会，华金证券研究所

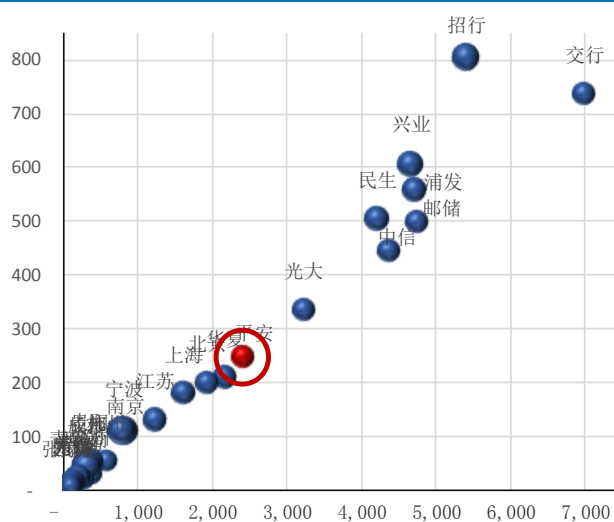
从上市银行比较来看，国有大型银行尤其工农中建四大行规模体量远大于其他银行。四大行之外，交行、招行规模较大，股份行整体大于城商行，城商行整体大于农商行。

图 2：上市商业银行归母净资产、归母净利润比较（2018）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

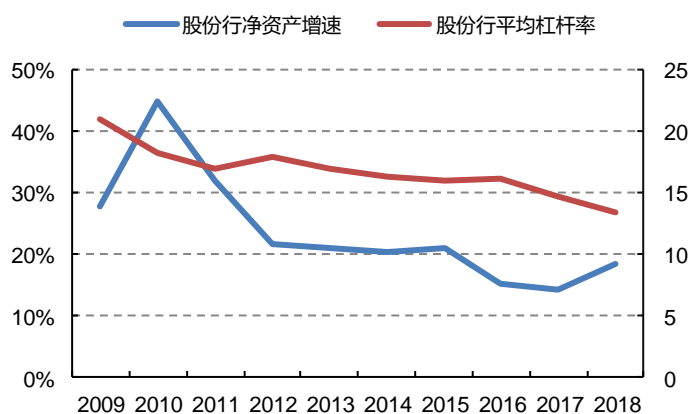
图 3：剔除四大行后，上市商业银行比较（2018）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

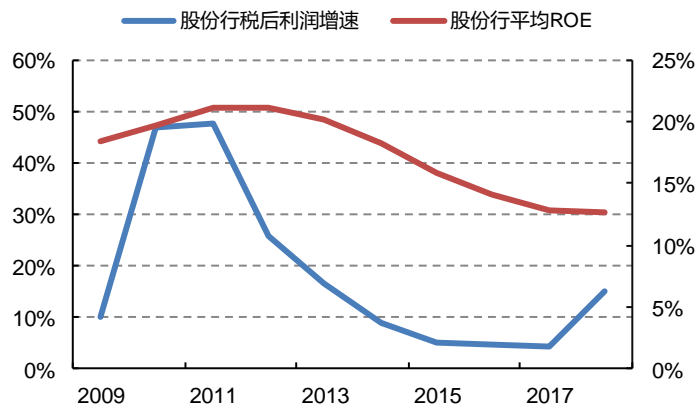
银行业整体面临业绩增速、ROE 持续下滑的困境。从股份制商业银行过去 10 年的数据来看，净资产增速、杠杆率、利润增速、ROE 均处持续下滑趋势中。但需要说明的是，2018 年上市股份行 ROE 仍达 13% 左右，归母扣非净利润同比保持个位数增速。

图 4：股份行最近 10 年净资产与杠杆率趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：股份行最近 10 年利润增速与平均 ROE 趋势



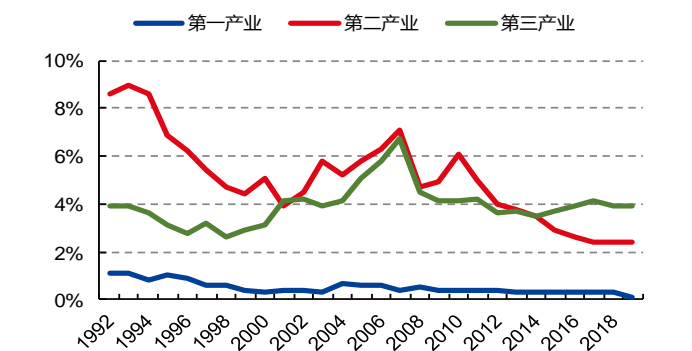
资料来源：公司公告，华金证券研究所

银行业经营业绩的表现和我国经济环境的变化密切相关，1992-2010 年我国经济高速发展，GDP 增速达到高点 10.6%后开始下滑，期间工业作为驱动经济增长的引擎，形成了第二产业为主的经济结构，在经济高速发展的红利下，商业银行积极参与工业企业发展、铁路、公路等基础设施建设以及房地产开发，规模扩张带来可观利润成为运作的主要模式；伴随着经济结构的升级，第三产业对 GDP 拉动超过第二产业，也因此影响着金融服务的转型。

从拉动经济增长的三驾马车来看，自 2014 年开始消费逐渐超过投资，成为经济增长的主要驱动力，对 GDP 拉动的贡献越来越高，2018 年消费对 GDP 同比拉动 5.03%，而投资为 2.14%，在此影响下个人和小微企业在银行业务结构中的重要性得到极大提升。

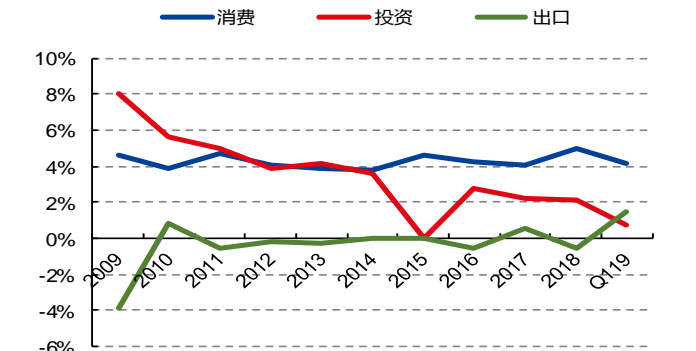
综合来看，商业银行向零售业务转型是我国产业结构升级、经济转型的必然选择。

图 6：2014 年第三产业 GDP 增速已超过第二产业



资料来源：wind，华金证券研究所

图 7：GDP 增长驱动也已由投资转向消费



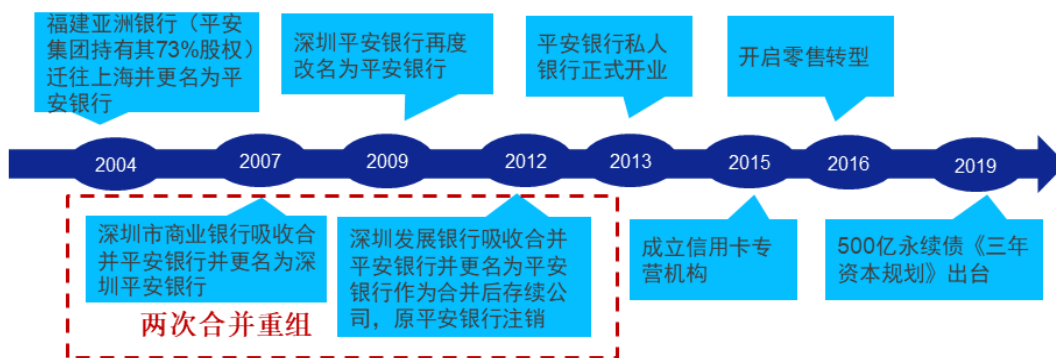
资料来源：wind，华金证券研究所

二、平安银行-零售转型的排头兵

(一) 奋起直追的平安银行

平安银行前身为深发展银行，是国内最早成立的股份制商业银行之一，1987年深圳发展银行在深圳成立；1991年4月在深交所上市，证券代码 000001.SZ；2012年2月，深圳发展银行吸收合并原平安银行，2012年7月，深圳发展银行更名为“平安银行股份有限公司”。截至2018年末，平安银行总资产 3.42 万亿元，共 80 家分行，1057 个营业网点，在职员工 3.46 万人。

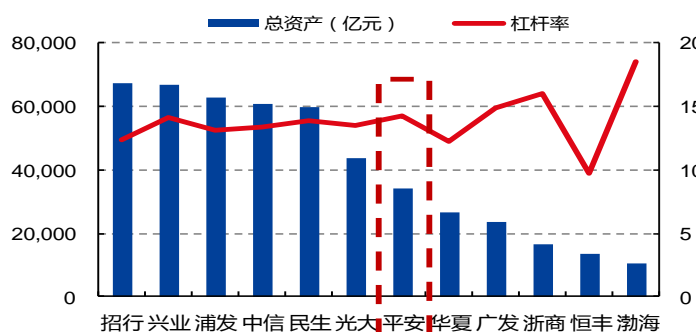
图 8：平安银行发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

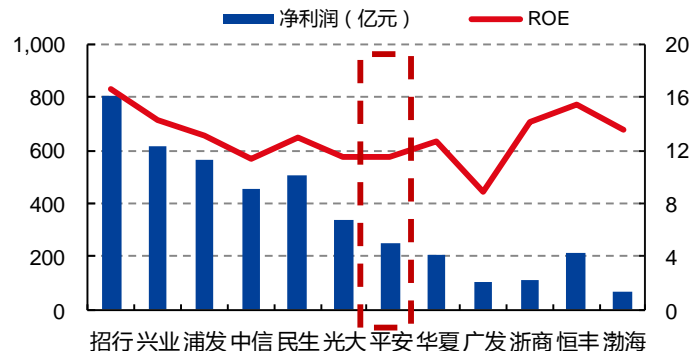
平安银行多项财务指标均位处股份行中游甚至偏下水平。具体来看，2018年平安银行 3.42 万亿元（股份行第 7）、杠杆率 14.2（从高到低股份行第 4）、净利润 248.18 亿元（股份行第 7）、加权平均 ROE 11.49（股份行第 10）、存贷比 92%（股份行第 8）、不良率 1.75%（股份行第 6）、拨备覆盖率 155.24%（股份行第 9）。

图 9：12 家股份行 2018 年末总资产及杠杆率比较



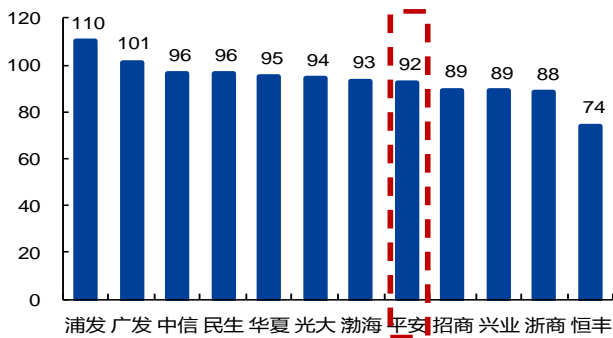
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：12 家股份行 2018 年净利润及加权平均 ROE 比较



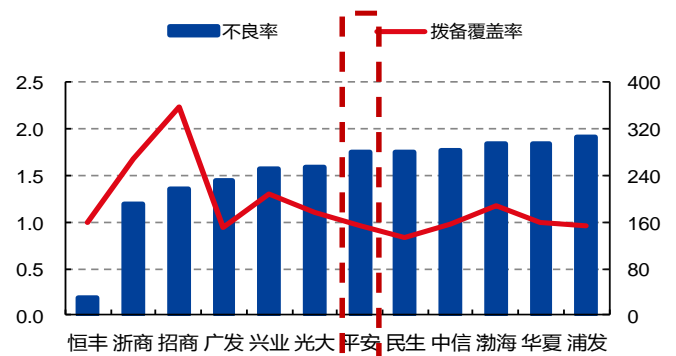
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 11: 12 家股份行 2018 年末存贷比比较 (%)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 12 家股份行 2018 年末不良率、拨备覆盖率比较 (%)

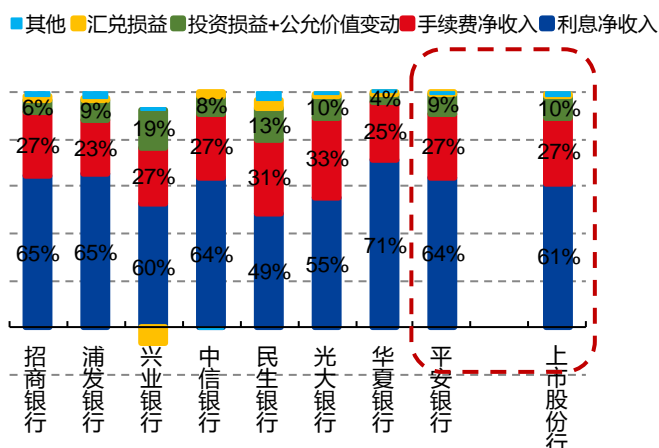


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

平安银行收入结构和资产结构于上市股份行平均大致相当。从收入结构来看, 利息净收入仍是上市股份行主要收入来源, 收入占比 60% 以上, 民生 49%、光大 55% 除外。平均来看, 2018 年上市股份行营收中 61% 为利息净收入、27% 为手续费及佣金净收入、10% 为投资损益+公允价值变动。平安银行的收入结构和上市股份行平均基本一致, 分别为 64%、27%、9%, 因此考察利息净收入对于以存贷为基础业务的银行尤其重要。

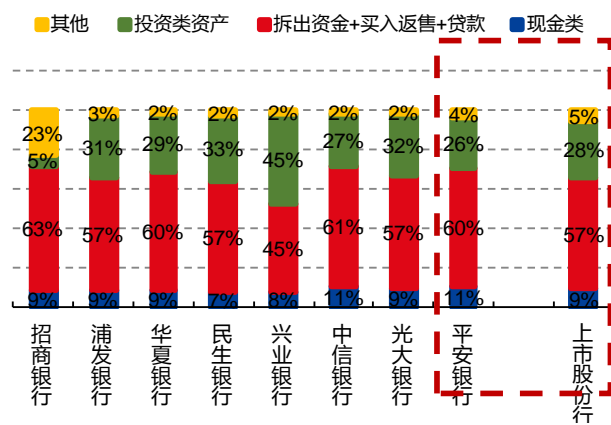
从资产结构来看, 信贷资产(拆出资金+买入返售金融资产+贷款)占上市股份行总资产 57%、平安银行为 60%, 而其中又以贷款资产为主, 投资类资产 32%、平安银行为 26%; 现金类资产 9%、平安银行为 11%。

图 13: 上市股份行收入结构比较 (2018)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 14: 上市股份行资产结构比较 (2018 年末)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) LUM 拉动零售转型, 净息差或将维持高位

平安银行于 2016 年 7 月正式启动零售转型, 提出“打造以“SAT”(社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队)为核心的智能化零售银行”; 2017 年提出“科技引领、零售突破、对公做精”十二字方针, 持续深化零售战略转型, 重点发力“基础零售、消费金融、私行财富”三大业务模块; 2019 年是平安银行转型第三年, 也是转型决胜年。

我们认为平安银行零售转型已然步入提质增效阶段，体现在零售贷款日均余额占比或达预期目标后基础零售规模增长放缓、下一步更加注重盈利能力提升，即资产业务 LUM 拉动零售资产 AUM 空间开启以及大力发展财富管理、私人银行业务等。

表 1: 平安银行零售转型阶段

	第一阶段	第二阶段	第三阶段
时间	2017-2018	2019	2020 及以后
重点	1、拓展客户基础 2、加大科技投入	1、加大科技引领 2、提升盈利能力	1、技术引领商业模式革新，业绩大幅增长 2、市场影响力和客户口碑领先
措施	1、加大零售贷款投放，深化信用卡、新一贷和汽融业务“三大尖兵”引领作用 2、压缩对公贷款投放，对公做精，转向科技文化等新兴行业 3、整合口袋银行 APP、创新 OMO 新零售模式 4、全面拥抱集团，综拓渠道效用进一步深化	1、IT 三年发展规划 2、“新一贷”全面线上化 3、监测全面 AI 化 4、平安信托财富管理业务纳入平安银行私人银行	

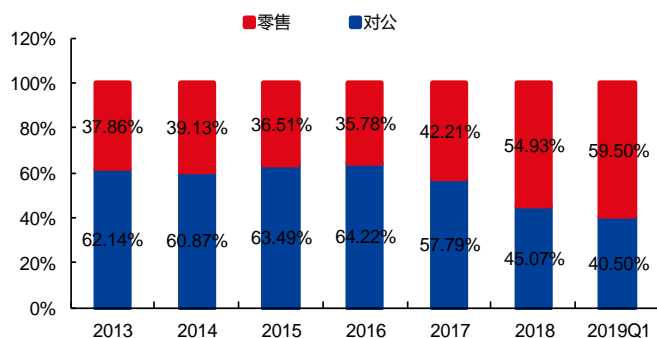
资料来源：公司公告，华金证券研究所

1、信用下沉打开零售增长空间

银行零售转型主要体现在三个方向：加大资产端零售类的投放、拓宽零售存款的来源以及发展财富管理、结算等中间业务。平安银行的零售转型是以加大零售类投放为快速切入口，贷款中零售类自 2017 年以来持续快速增长，至 Q119 零售贷款日均余额占比 59.50%（平安银行长期目标 60%）。负债端来看，其存款结构中公司存款和零售存款一直维持相对稳定状态，由于零售存款基数较低故其增长速度较快，但加大零售存款比例促进转型比较困难，因为零售存款属于被动型负债，依赖于银行综合竞争力（产品力、服务力等软硬实力），考验着银行的揽储能力。即使是作为零售龙头标杆的招商银行，其零售存款占整体存款比例增长速度也不是很快，负债端的零售转型更考验着银行的整体实力，也是零售转型最艰难的一环。

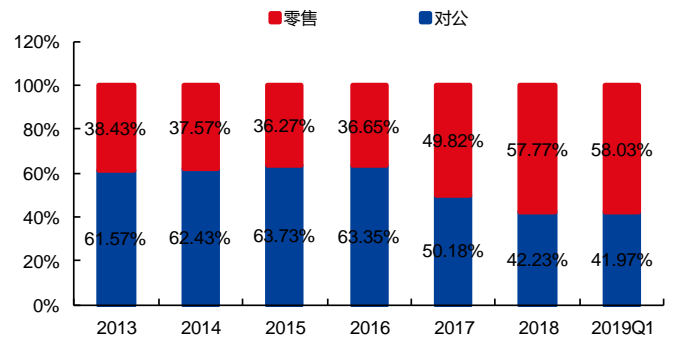
对于零售中间业务，除借记卡业务外还有代理业务、理财业务、结算业务等，零售中间业务的发展和零售存款的规模有着较强的相关性，当零售存款较薄弱时，零售中间业务的发展也相对困难；而从资产端来说，信用卡业务却可以作为中间业务的发力点。

图 15: 零售贷款日均余额 Q119 占比达 59.50%



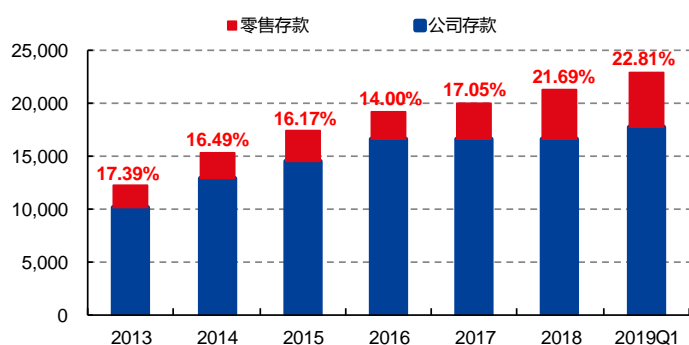
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16: 零售贷款期末余额 Q119 占比达 58.30%



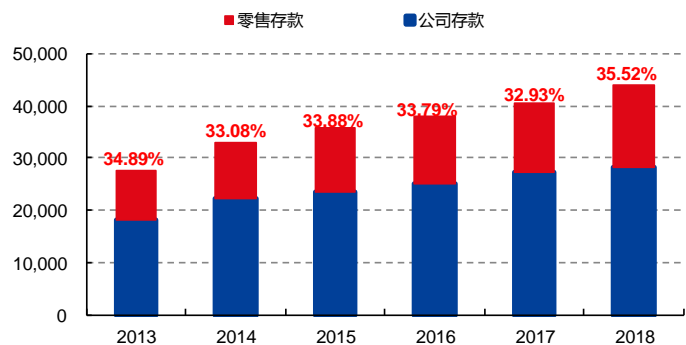
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17: Q119 平安银行期末零售存款占比缓慢上涨至 22.81%



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

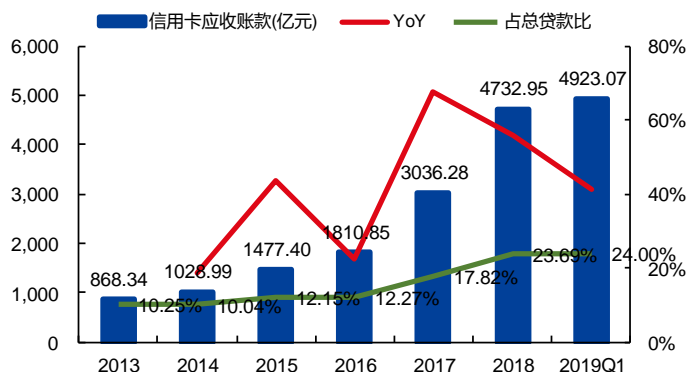
图 18: 招行期末存款结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

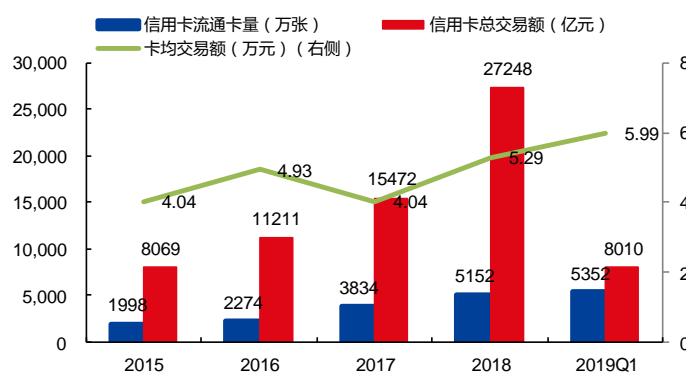
平安银行零售转型主要是通过资产端投放结构的转型为切入口, 主要原因在于加大零售贷款的投放力度对于零售转型来说更为容易。零售贷款具体类别上包括住房按揭贷款、信用卡贷款、经营型贷款以及消费类贷款等, 银行可以主动控制规模, 信用下沉便可取得规模的快速增长。平安银行加大零售转型的着力点在信用卡业务的扩张上, 信用卡应收账款占总贷款比重从 2013 年的 10.25% 增长至 Q119 的 24.00%。

图 19: 信用卡业务占比持续提升



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

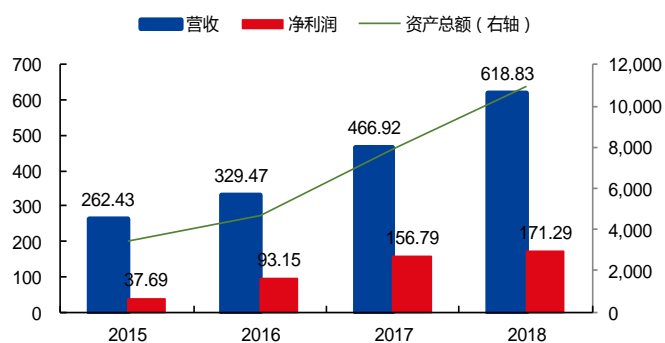
图 20: 信用卡交易快速扩张



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

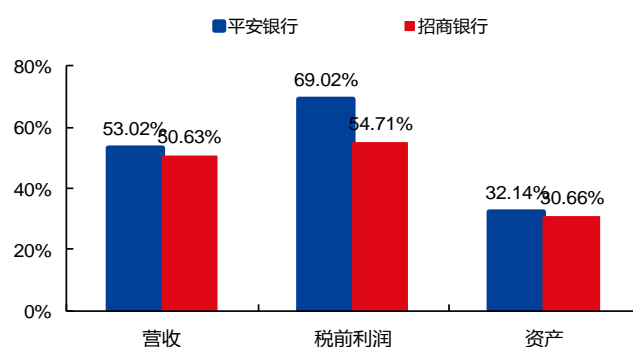
转型成效方面: 从业绩来看, 零售金融营收占比、净利润贡献度持续提升, 2018 年营收占比首次超过批发金融 (零售 53.02%、批发 46.98%), 净利润贡献更是从 2016 年的 41.22% 跃升至 2018 年的 69.02%, 零售金融彰显出更强的盈利能力。同期招商银行的零售金融营收、税前利润占比分别为 52.69%、57.22%。从资产端来看, 2018 年平安零售金融占比 32.14%, 较 2016 年的 15.82% 上升 16.32pct; 从贷款结构来看, 零售金融贷款占比从 2016 年的 36.65% 增长 21.12pct 至 2018 年的 57.77% (同期招商银行为 54.43%), Q119 则进一步跃至 58.03%。

图 21：零售金融营收、净利润、资产总额持续增长（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：2018 年平安银行与招商银行零售金融占比



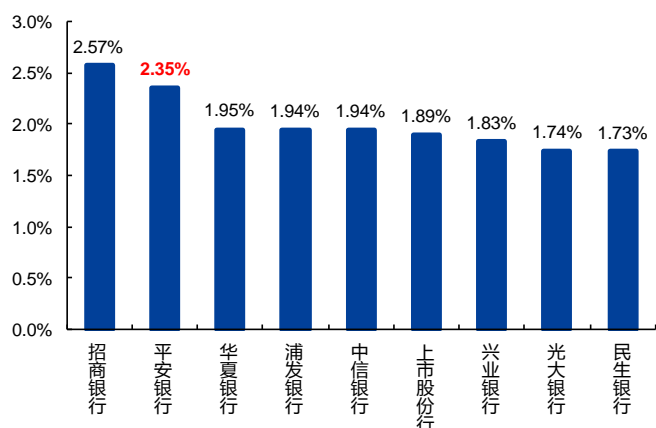
资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、零售资产扩张带来高息差

2018 年平安银行净息差以 2.35% 位处上市股份行第二位，与第一名招商银行 2.57% 仅相差 0.22pct，高于上市股份行 1.89% 的平均净息差。平安银行净息差较高主要由于零售贷款的快速增长以及零售贷款的较高收益率。

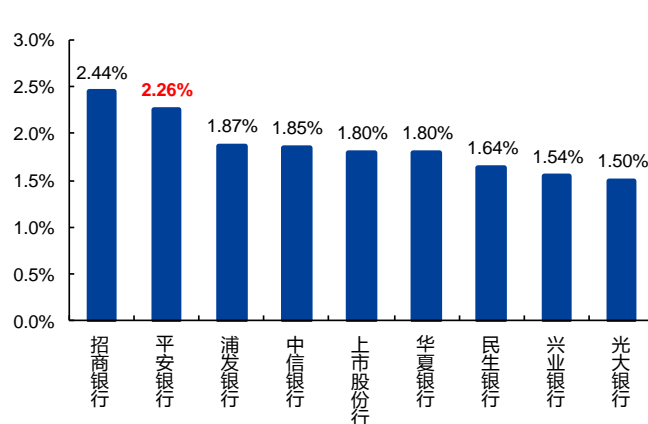
具体拆解净息差：利息净收入/生息资产，其中利息收入=利息收入-利息支出，即净息差也可表示为：生息资产收益率-利息支出/生息资产=生息资产收益率-计息负债成本率*（计息负债/生息资产），其中（计息负债/生息资产）保持相对稳定的比例，因此净息差水平主要取决于生息资产收益率和计息负债成本率；而生息资产收益率-计息负债成本率又可表示为净利差，2018 年平安银行净利差为 2.26%，比招商银行低 0.18pct，同样位处上市股份行第二位。

图 23：2018 年平安银行净息差 2.35% 处于上市股份行第二



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：2018 年平安银行净利差 2.26% 处于上市股份行第二



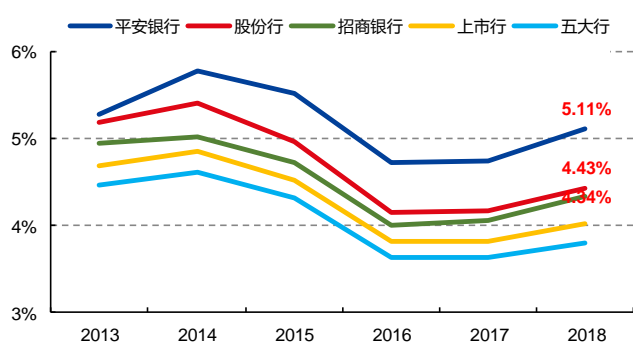
资料来源：公司公告，华金证券研究所

(1) 生息资产：零售贷款收益率拉动整体生息资产收益率上行

从收入端来看，即生息资产收益率，平安银行不仅高于上市股份行平均水平，更是雄踞上市股份行第一，2018 年为 5.11%，高于招商银行 4.34% 的水平；平安银行的高生息资产收益率主要受益于零售贷款的相对高收益，

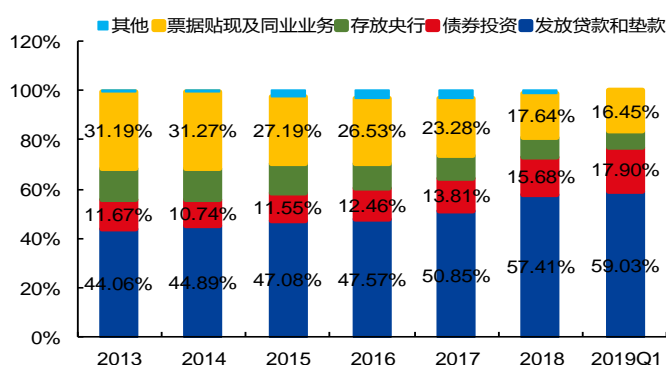
平安银行生息资产主要分为四类：发放贷款及垫款、票据贴现及同业业务、债券投资、存放央行及其他，其中前三项资产合计占比逐年提升至 Q119 已达 93.38%，收益率由高到低(Q119)依次是：发放贷款及垫款（6.61%）、票据贴现及同业业务（3.68%）、债券投资（3.27%）、存放央行（1.52%），而 Q119 生息资产收益率为 5.19%。动态分析来看，贷款收益率持续高于生息资产收益率，两者走势保持高度一致，不难理解在贷款收益率的高企以及高占比下必将拉动整体生息资产收益率，从而弥补低生息资产的拖累。进一步来看，发放贷款及垫款中 Q119 零售贷款收益率为 7.55%，对公贷款收益率 5.21%，零售贷款的高收益率拉动整体贷款收益率达 6.61%，而零售贷款（日均余额）占比自 2016 年零售转型以来快速提升至 Q119 的 59.50%，高比例的零售贷款收益率走势成为整体贷款收益率走势的主要驱动力。

图 25：平安银行生息资产收益率维持行业高位



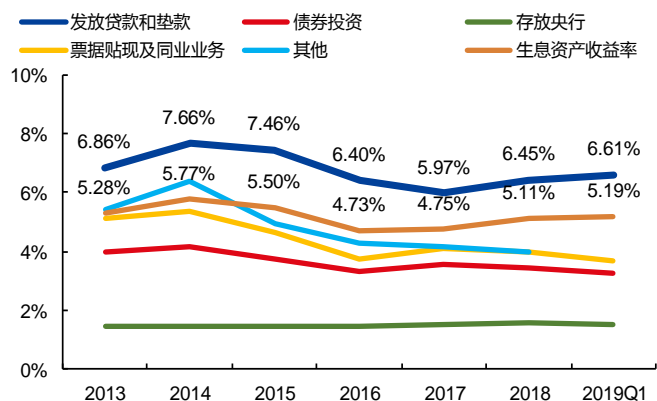
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 26：平安银行生息资产结构



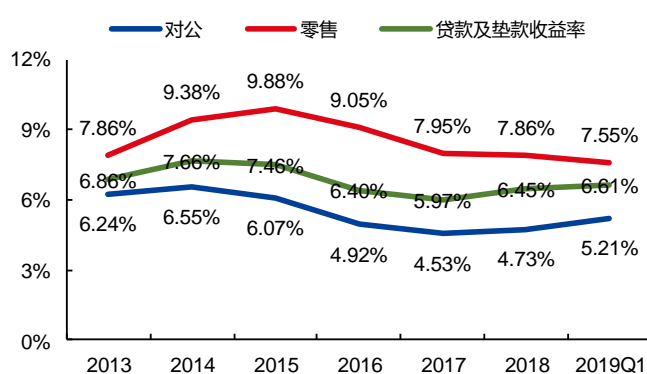
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 27：贷款收益率是整体生息资产收益率的保证



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 28：零售贷款是贷款收益率的主要驱动力



资料来源：公司公告，华金证券研究所

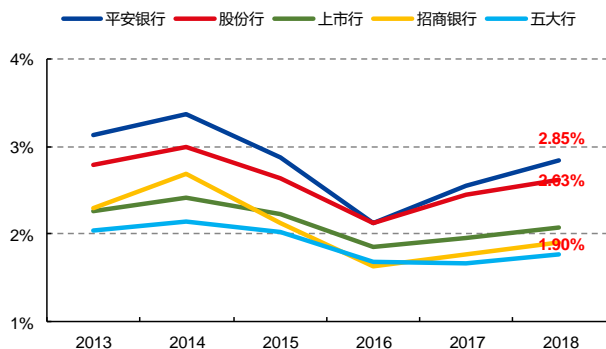
(2) 计息负债：高息负债企稳，期待存款提升以降低成本

从成本来说，存款的利息支出超过整体利息支出的 50%，存款成本的高低决定着整体成本的走向。而且存款作为优质的低息负债对于成本的重要性不言而喻。

平安银行计息负债主要包括三类：存款、发行债务证券、同业业务及其他，其中存款类占比最高（Q119 占比 67.76%，成本率 2.52%），同业业务由于受到监管限制比例持续下滑（Q119 占比 19.86%，成本率 2.83%），发行债券类 Q119 占比 12.38%，成本率 3.85%。

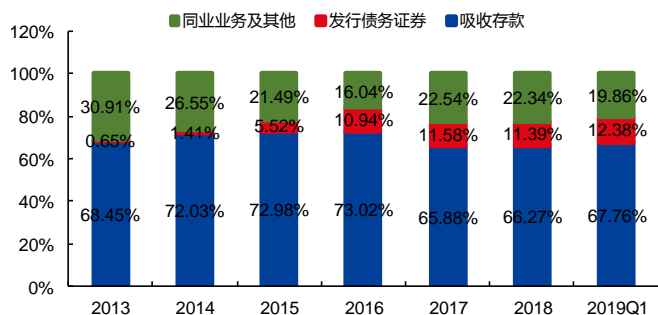
相比其他上市股份行平安银行的存款成本率仍处于较高状态（2018年为2.42%，处于上市股份行第一），同时同业业务和发行债券类作为高息负债仍占据32.24%的比例，严重拖累整体计息负债成本。综合影响下平安银行计息负债成本率相对较高，2018年为2.77%，高于上市股份行2.54%的水平，更是比招商银行1.77%高出1pct。

图 29：平安银行计息负债成本率较高



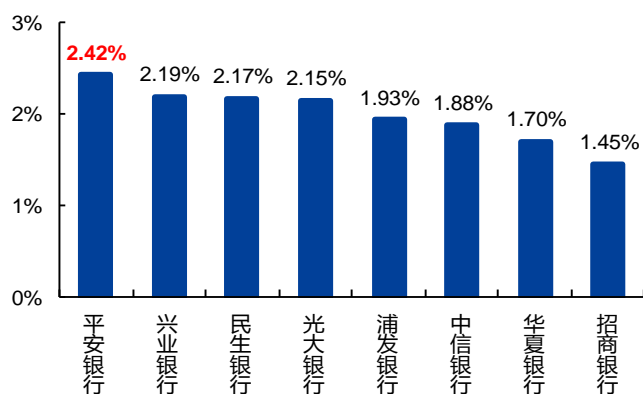
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 30：平安银行计息负债结构



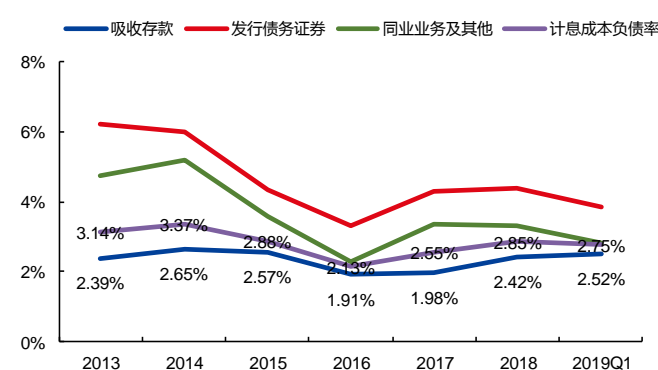
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：平安银行存款成本率位于股份行第一



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 32：低息存款压制整体计息负债成本率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、净息差高企尚有支撑预期

得益于转型零售，平安银行零售类资产投放快速增长，在计息负债成本高企的明显拖累下，平安银行净息差仍能长期处于较高水平。我们认为主要在于资产投放的客群定位和高收益的产品组合对其有明显的支撑作用。

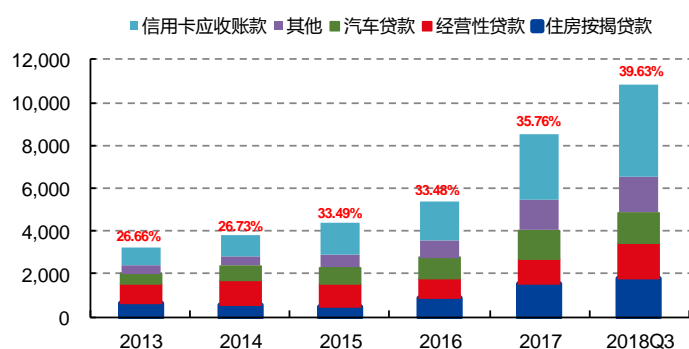
平安银行在零售转型过程中始终保持着不俗的净息差表现，我们认为其高位息差仍有较强的支撑预期。资产端，零售贷款在基本达到平安银行预期目标后，内部结构优化仍有操作空间，从而对生息资产收益率形成稳定支撑。此外，在宽货币向宽信用转变逻辑下，零售资产有望维持较高收益率。负债端方面，我们期待计息负债结构进一步向存款偏移，存款结构优化推动整体计息负债成本率改善。

(1) 资产端：高收益零售贷款有望保持高驱动力

从对净息差产生拉动作用的零售贷款来说，至 Q119 日均零售贷款余额占比达 59.50%，距离平安银行的长期比例目标不足 1 个百分点，预计二季度将达到 60%并将持续稳定。我们认为接下来对于净息差的拉动只能从零售贷款内部的结构优化入手。

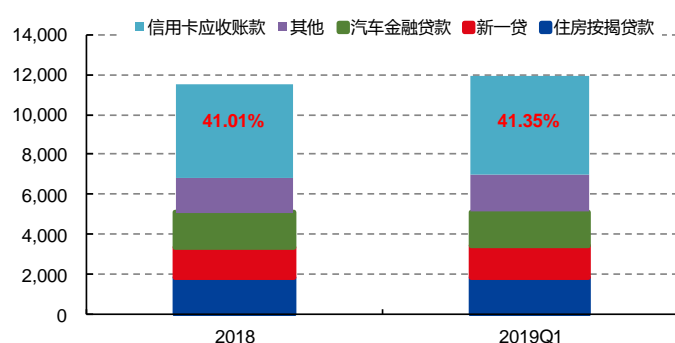
零售贷款的分类包括信用卡、汽车金融贷款、消费贷（新一贷）、住房按揭贷款等，其中信用卡、汽车金融贷款收益相对较高（信用卡 18%、汽融 9%-10%），住房按揭贷款则相对较低（略超 5%）。从各细分类别占零售贷款比例来看，住房类出现下滑，而汽车金融贷款稳中有升，信用卡则保持高速上升趋势（Q119 增速 41.37%），我们认为基于信用卡的相对高收益，在整体零售贷款比例稳定的情况下，扩大高收益资产比例是提升净息差的有效手段。

图 33：信用卡占比连年提升至 Q318 的 39.63%



资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：口径调整故分段展示

图 34：Q119 信用卡、汽融、房贷、新一贷占零售贷款比 41.35%、14.27%、15.63%、13.04%



资料来源：公司公告，华金证券研究所

此外，宽货币向宽信用转变逻辑确立，在宽信用周期下虽然贷款利率趋于下行，但零售贷款却能表现出更强的支撑力。以始于 Q314 的上一轮宽信用周期为例，其时央行 9 月创设中期借贷便利 MLF，11 月实施不对称降息，将 1 年期贷款基准利率下调 40bp 至 5.6%、1 年期存款基准利率下调 25bp 至 2.75%，与此同时将金融机构存款利率浮动区间上限由存款利率的 1.1X 升至 1.2X，传导作用开始显现。2014 年招商银行和平安银行的对公贷款收益率较年中变动 -1bp、+4bp，2015 年较 2014 年下滑 41bp、48bp，而零售贷款收益率 2014 年较年中分别提升 3bp、34bp，2015 年较 2014 年提升 39bp、50bp，可以看出在宽信用周期下对公贷款收益率有下行压力，而零售贷款收益率则表现出较强的支撑力。

图 35：宽信用周期，对公贷款利率存在下行压力

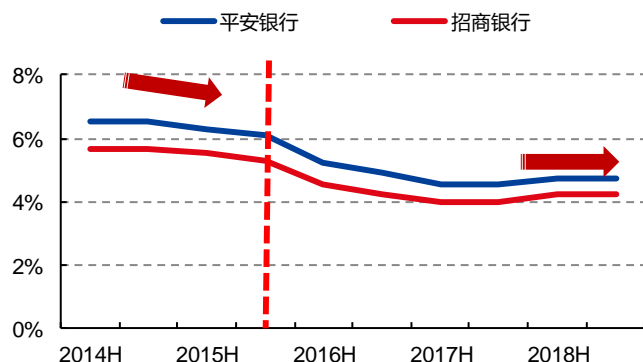
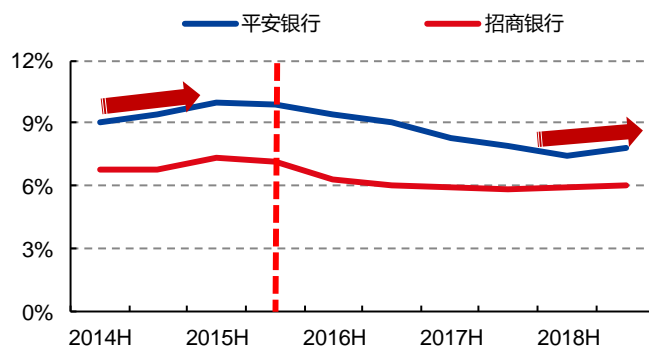


图 36：宽信用周期，零售贷款利率支撑力度较强



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们认为零售贷款客户基数大、人均金额小，银行议价能力强，因此宽信用周期下的利率下行对于零售贷款收益率的负面影响相对较弱。目前来看，政策逐步释放宽信用信号，包括 2018 年四次降准以及 12 月央行创设定向中期借贷便利 TMLF，步入 2019 年来央行进一步调整普惠金融降准考核口径，加大政策优惠力度，并于 1 月 4 日宣布全面降准 1pct，5 月 6 日宣布对中小银行实施定向降准，全部用于发放民营和小微企业贷款。我们认为 2019 年宽信用将逐步确立并传导影响，银行资产有望迎来加速增长，宽信用下零售贷款收益率更为坚挺的表现将支撑整体净息差，平安银行的零售贷款优势或将优于行业表现。

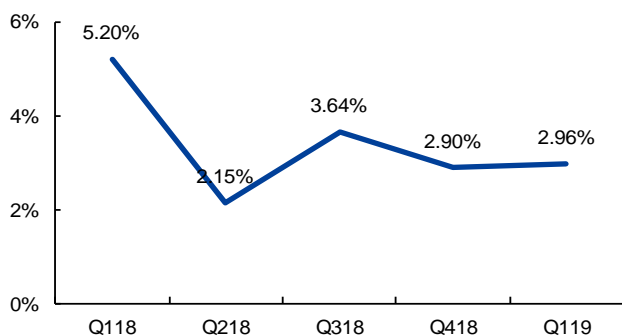
(2) 负债端：存款回升叠加活期占比提升，成本优化空间大

从负债端来说，在计息负债方面平安银行存款占比正在持续回升，Q119 存款占比达 67.76%，较 2017 年提升 1.88pct。低息存款发力将持续巩固负债核心基础，主导负债成本率下行。存款结构的优化有两个信号值得我们关注：

第一，基于贷款派生存款的逻辑，特别是对公方面更为强烈，平安银行零售转型持续压缩对公贷款，从而对公存款承压。随着零售贷款比例达到公司长期目标，对公贷款有望解压，从而对公存款有望回升。Q119 零售贷款日均余额已经达到 59.50%，距长期目标 60% 不足 1%，对公贷款日均余额增速已经反映，Q119 增速止跌回升，我们认为这是对公松绑的信号之一。同时平安银行依托集团支持，大力拓展非贷款派生吸存方式，如政府金融等，也有力支撑对公存款进一步扩充来源。

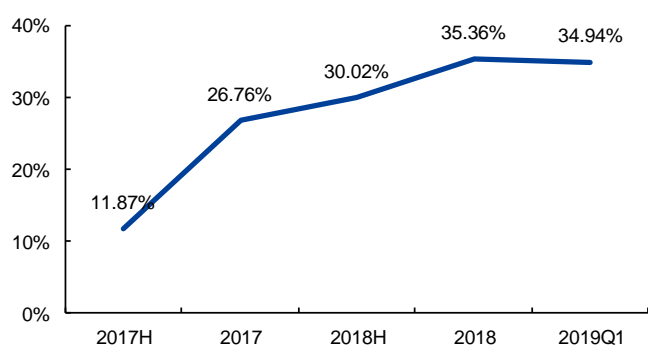
第二，零售存款保持较高增速，充分彰显了平安银行夯实零售基础的决心，零售存款作为零售转型最艰难的环节，对于零售转型的质量有着极大的意义。具体体现在零售存款保持较高增速，对资产端进行有效补充。我们认为零售存款更能体现公司渠道开发能力和维持客户高粘性的能力。

图 37：平安银行对公贷款日均余额占比止跌企稳（Q118 还原口径
低于 5.20%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 38：平安银行零售存款占比保持高速增长

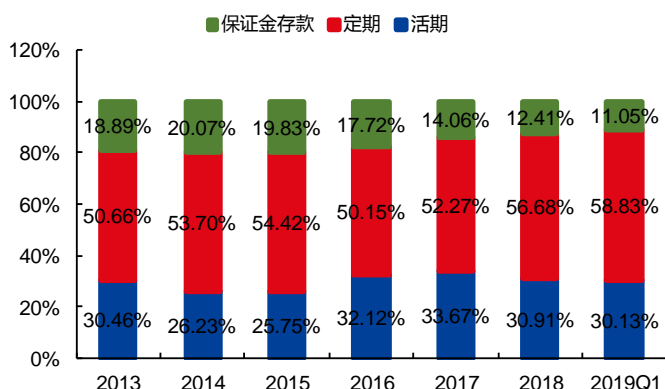


资料来源：公司公告，华金证券研究所

值得关注的是，平安银行定期存款占比仍然较高，2018 年存款日均余额中定期存款 56.68%，同期招商银行为 39.36%，而在 2015 年时两者分别为 50.66%、50.05%。定期存款的成本率相对较高，Q119 平安银行定期存款成本率为 3.49%、活期为 0.54%，相差 2.95pct。我们认为平

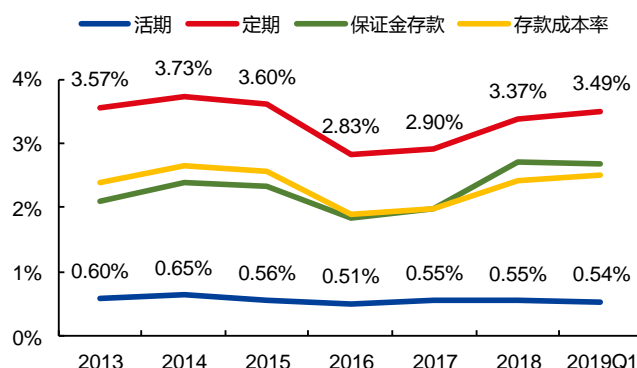
安银行存款成本优化空间仍然很大，首先客户存款占整体计息负债仍有提升空间，低息负债占比提升将有效促使整体计息负债率走低，其次存款内部活期存款占比仍有望进一步提高。

图 39: 平安银行存款结构



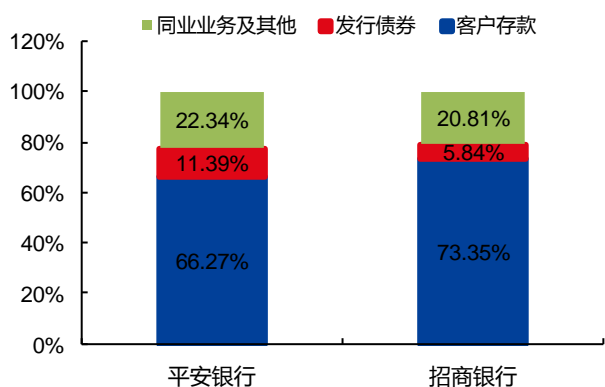
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 40: 平安银行活期存款成本率维持低位



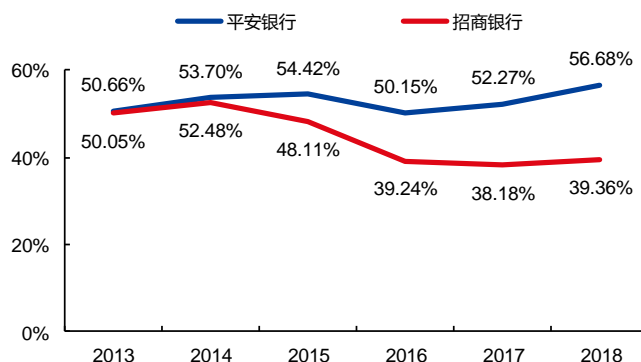
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 41: 计息负债结构仍可加大低息存款占比



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 42: 定期存款占总存款比仍有较大优化空间



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

三、资产质量稳步改善

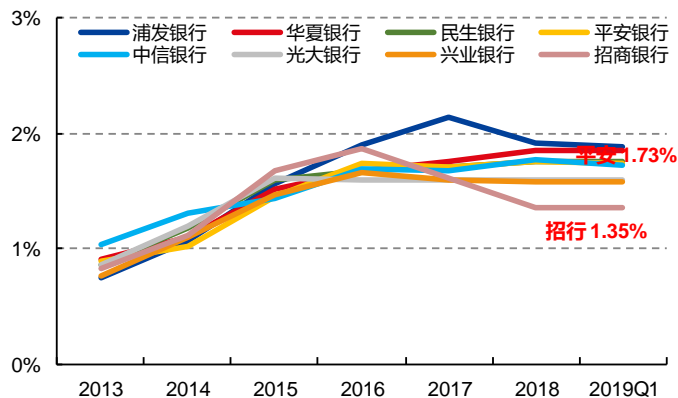
平安银行转型零售后维持着较为稳定的高息差，这主要受益于零售业务对高息差的支撑力更为强劲，稳定的高息差维持着较高的利润水平。与此同时，相对批发类银行，零售银行的资产质量更高，因为零售业务具有天然的风险分散效应。在零售业务推进的同时往往也可看到资产质量的修复及优化。这正是我们看好平安银行转型零售的第二条逻辑线。

(一) 历史包袱逐步出清，新增信贷加速优化

2014-15 年，资产质量问题曾困扰平安银行。但自 2016 年转型零售以来，平安银行不良率稳中有降，至 Q119 不良率已较 2016 年末下降 1bp 至 1.73%。2016 年以来，平安银行不良率总体走势和上市股份行相当，位于上市股份行中游水平。

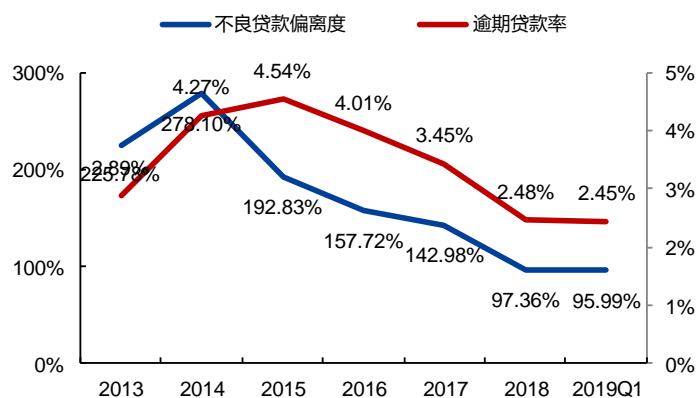
同时，自转型零售以来，平安银行加大不良资产处置力度，不良贷款偏离度持续降低，由最高点 2014 年末的 278% 下滑至 Q119 的 95.99%。逾期 90 天以上贷款-不良贷款剪刀差得以逐步缩减，不良资产认定的改善为资产质量的修复打下了坚实的基础，历史包袱逐步出清，不良率稳中降低，减轻了后续信贷压力，推动资产质量稳中向好。

图 43: 平安银行不良率处于行业中游水平 (Q119 为 1.73%)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

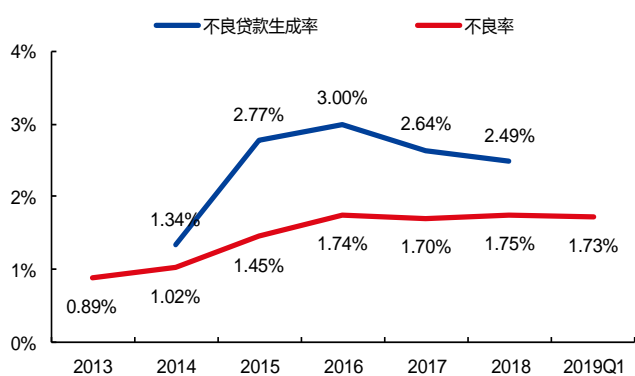
图 44: 不良贷款偏离度得以消化完毕



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 不良贷款偏离度指贷款的账面分类和真实分类的偏差程度, 是衡量贷款分类准确性的逆指标

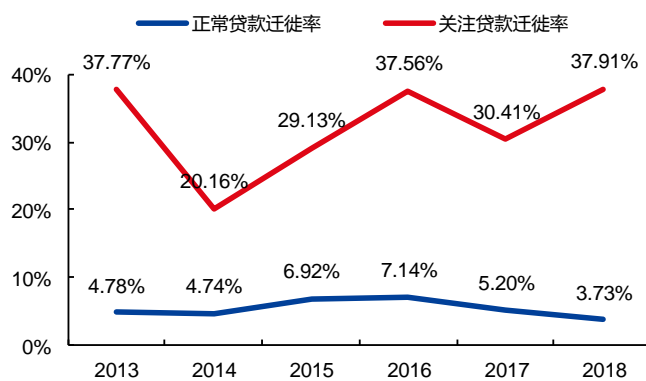
平安银行在“历史包袱加速出清+新增贷款质量优化”双轮驱动下，资产质量持续改善，不良贷款生成率于 2016 年开始下行，显示平安银行新增信贷质量持续优化。从迁徙率佐证，正常类贷款迁徙率自 2016 年达到 7.14% 的阶段高点后开始下降，至 2018 年达 3.73%，下滑幅度 3.41pct，我们认为平安银行对新增信贷投放的质量管控趋严，使得不良贷款生成放缓，叠加历史不良资产逐步出清，整体资产质量持续优化。

图 45: 平安银行不良贷款生成率自 2016 年开始下行



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 46: 平安银行正常贷款迁移率 2016 年达到高点后持续走低



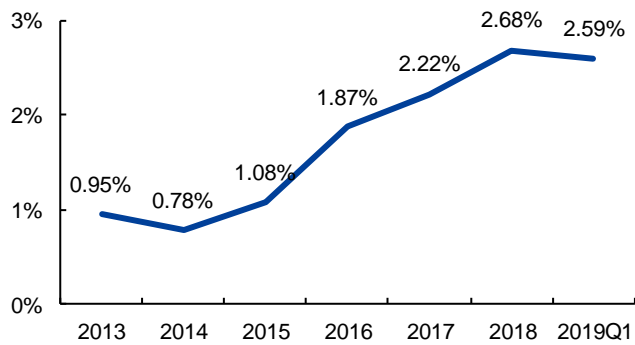
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

1、对公贷款：规模压缩、投放重点转向低不良率的新兴行业

从不良贷款构成来看：平安银行对公不良率 2014-18 年呈持续爬升态势，但 Q119 有所缓，较 2018 年底下滑 9bp 至 2.59%。我们认为平安行对公不良率持续提升的原因在于对公贷款压缩及对公不良贷款主动加速暴露，即分子提升而分母减少导致对公整体不良率抬升。

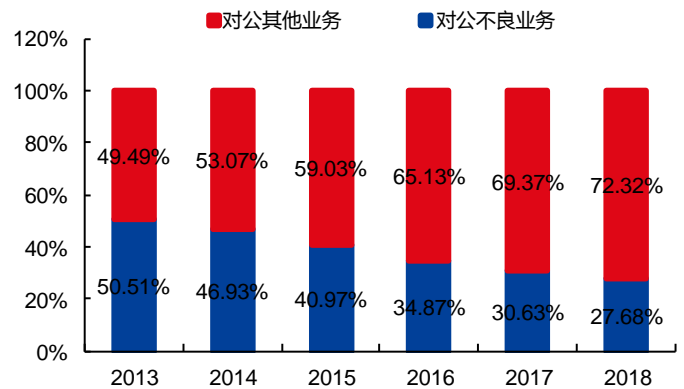
通过观察平安银行贷款发放的结构可以看出，对公不良业务持续压缩，从 2013 年的 50.51% 下滑至 2018 年的 27.68%（以整体不良率为分界线，下同），综合影响下对公贷款不良业务风险逐步释放，历史包袱逐步减轻。

图 47：对公贷款不良率持续爬升（Q119 回落至 2.59%）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 48：对公不良业务逐步出清



资料来源：公司公告，华金证券研究所

分贷款行业具体来看，对公不良贷款主要集中在制造业（不良率连年攀升，2013 年 2.08%、2018 年 6.75%）、商业（不良率自 2016 年高企，2018 年为 7.94%），两者均为经济景气度下行资产质量受影响较高行业。好在平安银行已主动压缩其贷款规模，制造业占贷款余额比例自 2013 年的 15.54% 下滑至 2018 年的 6.00%，商业占贷款余额比例自 2013 年的 14.82% 下滑至 2018 年的 5.10%，其他不良率较高行业也都出现了不同程度的规模压缩，采掘业 2018 年不良率 2.19%、占贷款余额比 2.10%，建筑业 2018 年不良率 2.24%、占贷款余额比 2.30%。

值得注意的是，在对传统行业主动压缩的同时，平安银行提高了对社服、科技文化、卫生行业的贷款支持。这些行业不良率一直低位运行，2016 年为 0.12%、2018 年为 0.31%。社服科技卫生等行业占贷款余额比例从 2016 年的 5.55% 攀升至 2018 年的 7.20%，我们认为对公贷款整体规模的压缩以及内部结构的优化正是彰显了平安银行“对公做精”的策略。为此公司设立五大行业事业部，对公贷款投放着眼于围绕医疗健康、社会服务、电子信息等战略新兴行业。

表 2：对公贷款行业余额占比

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
农牧渔	0.30%	0.51%	1.17%	1.09%	0.60%	0.30%
采掘	3.52%	4.03%	5.39%	4.76%	3.40%	2.10%
制造	15.54%	13.94%	13.24%	11.67%	8.30%	6.00%
能源	1.11%	0.87%	1.35%	2.48%	1.50%	1.10%
交运及邮电	2.99%	2.49%	2.39%	3.52%	2.80%	2.00%
商业	14.82%	14.79%	12.41%	10.07%	6.80%	5.10%
地产	9.55%	9.65%	10.91%	9.94%	9.00%	8.80%
社服、科技文化、卫生业	5.55%	6.33%	7.11%	10.37%	7.90%	7.20%
建筑	3.95%	4.25%	4.15%	4.02%	2.80%	2.30%
其他	2.78%	4.36%	4.49%	4.42%	6.20%	5.40%
对公合计	60.11%	61.22%	62.61%	62.34%	49.30%	40.30%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 3: 对公贷款行业不良率

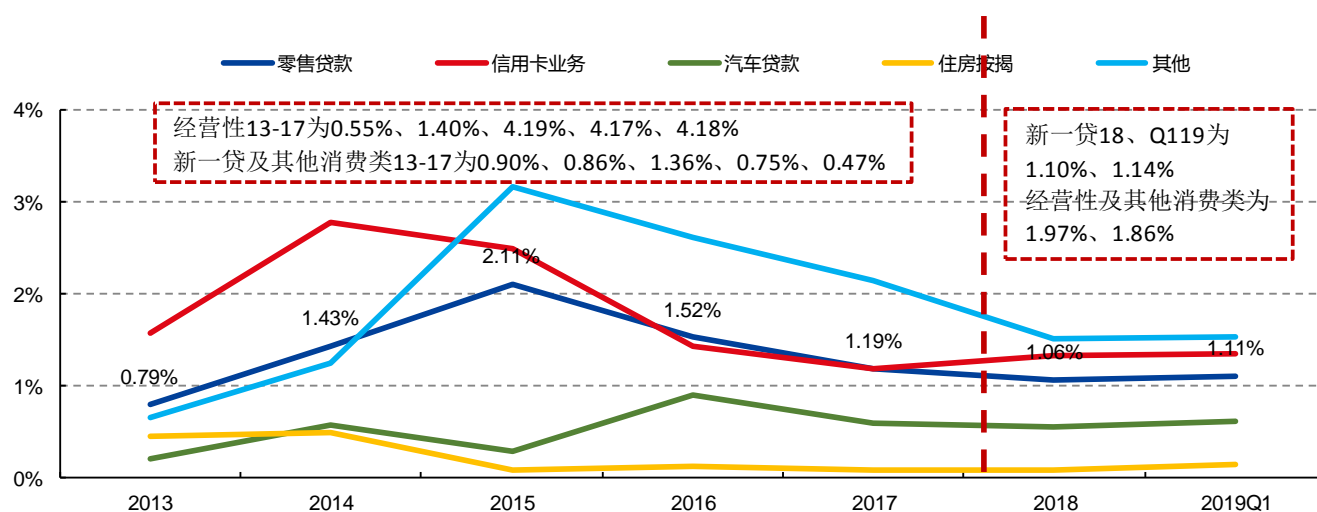
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
农牧渔	0.55%	0.76%	0.37%	0.82%	2.96%	4.90%
采掘		0.11%	0.31%	1.04%	3.78%	2.19%
制造	2.08%	1.59%	2.13%	3.10%	3.81%	6.75%
能源					1.17%	0.62%
交运及邮电	0.20%	0.30%	0.26%	0.08%	0.06%	2.16%
商业	1.58%	1.63%	2.73%	6.67%	5.68%	7.94%
地产				0.06%	0.77%	1.56%
社服、科技文化、 卫生业	0.12%	0.07%	0.06%	0.27%	0.03%	0.31%
建筑	0.36%	0.08%	0.80%	1.42%	2.33%	2.24%
其他					1.68%	0.09%
对公合计	0.95%	0.78%	1.08%	1.87%	2.22%	2.68%
整体不良率	0.89%	1.02%	1.45%	1.74%	1.70%	1.75%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

2、零售贷款: 整体不良率稳中有降, 后续改善值得期待

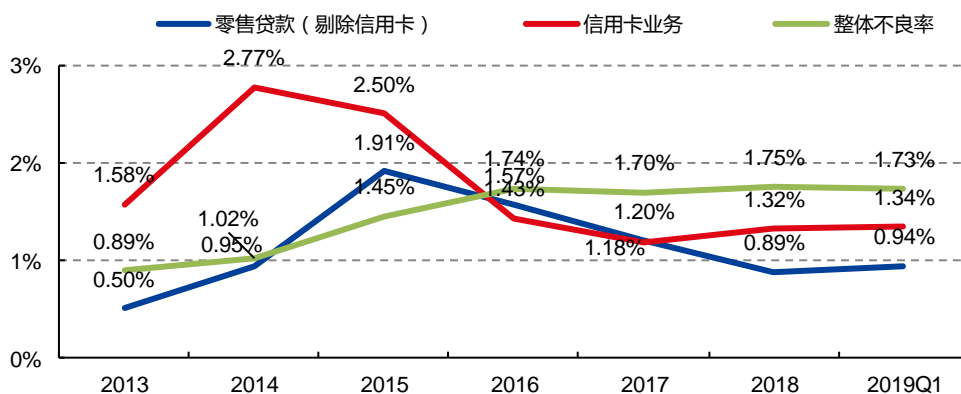
对零售贷款来说, 不良率自转型以来快速滑落至 1.10%附近。零售业务不良率的拉动主要是经营性贷款 (2015-2017 年在 4.18%高位徘徊, Q318 降至 2.43%), 但经营性贷款的规模持续压缩使得整体零售不良率抬升趋势得到抑制 (2013 年占贷款余额比 10.55%至 Q318 下滑至 8.76%), 其他资产如住房按揭贷款 (2018 年占贷款余额比 9.10%、不良率 0.09%)、新一贷 (2018 年占贷款余额比 7.70%、不良率 1.00%)、汽车贷款 (2018 年占贷款余额比 8.60%、不良率 0.54%)、其他消费类贷款 (2018 年占贷款余额比 8.70%、不良率 1.32%)、信用卡应收账款 (2018 年占贷款余额比 23.70%、不良率 1.32%), 此外零售贷款 (剔除信用卡业务) 不良率自 2016 年来持续低于整体贷款不良率。

图 49: 零售贷款不良率结构走势 (2018 年前后其他类统计口径变化)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 50: 信用卡业务不良率多数年份高于零售贷款（剔除信用卡）不良率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

还原统计口径后我们发现，经营性贷款对零售贷款不良率起到明显拖累作用，而新一贷不良率和整体零售贷款走势相似，其他消费类不良率较低。经营性贷款对零售贷款起到拖累作用主要源自于其一产品——贷贷平安，贷贷平安不良率较高主要由于投放节奏过快导致对资产质量的审查有所疏忽。至 2014 年经营性贷款仍处于上升态势，我们认为主要在于贷贷平安的规模扩张所致。此外，贷贷平安客群主要以商圈客户为主，这就导致集中投放下的风险传导效应更明显，行业景气度下行压力下风险集中爆发。2016-2017 年平安银行着手清理贷贷平安，Q318 经营性贷款不良率明显下滑至 2.43% 主要得益于贷贷平安产品的清理。我们预期后续存量业务将继续压缩，公司不良率也将进一步改善。

目前来看，住房、新一贷、汽贷及其他消费类贷款余额占比维持相当的比例，随着信用卡业务占比的提升，信用卡风险将对零售不良率的走势起着关键性的作用，这也正是前文所述平安银行下沉信用扩张资产端所值得关注的问题。

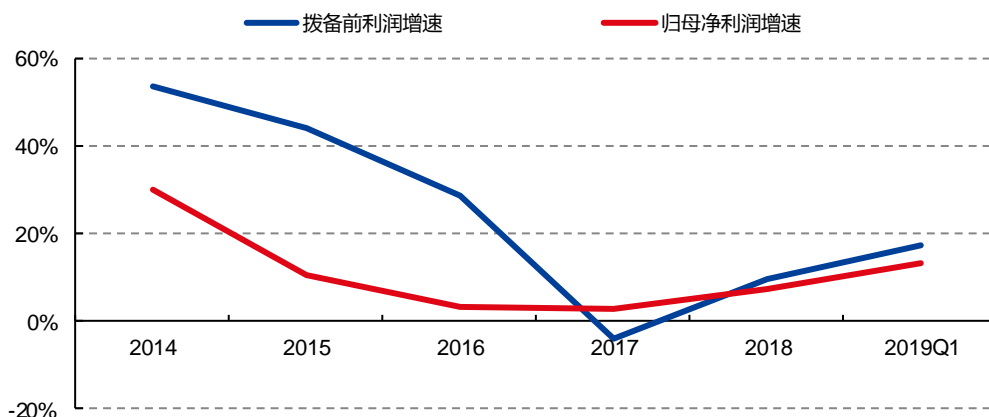
零售贷款内部来看，平安银行信用卡业务不良率自 2016 年转型以来滑落至 Q119 的 1.34%，但仍大于剔除信用卡后零售业务不良率 40bp。我们认为随着对公不良压力的逐步释放，叠加“对公做精”战略，平安银行资产质量改善已步入可控轨迹。我们未来将更多关注零售不良风险，尤其是信用卡业务风险。考虑到零售贷款小额、高频、天然风险分散效应，以及平安集团和平安银行金融科技优势，我们期待平安银行的零售贷款质量好于行业。

3、利润释放：拨备计提压力减缓释放业绩弹性

目前，平安银行整体资产质量稳中向好，“逾期 90 天以上贷款-不良贷款”消化后平安银行资产质量压力大幅减缓。在历史包袱逐渐卸下及新增信贷质量优化，拨备计提压力将有效得到缓解。2013-17 年平安银行拨备覆盖率整体呈下滑态势，2018-Q119 小幅提升。平安银行拨备覆盖率呈现这一态势主要由于前期平安银行加大不良贷款确认及处置力度，2018 年后资产质量优化下，拨备计提更具空间。

拨备计提压力的减缓有效释放公司实际经营利润空间，平安银行拨备前利润增速持续大于归母净利润增速（2017 年由于转回减少导致拨备前利润增速为负），拨备计提压力减缓带来业绩弹性。

图 51: 拨备计提压力减缓有望释放业绩弹性



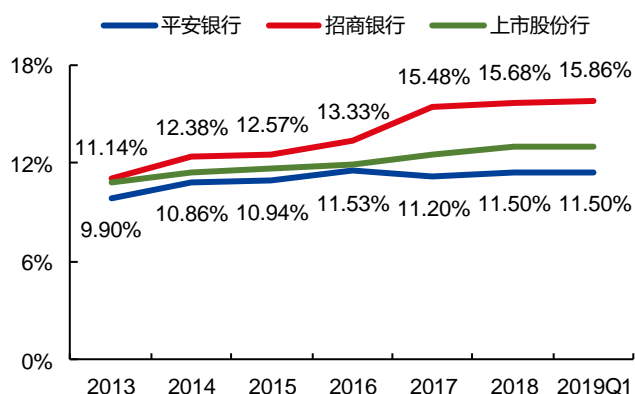
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

(二) 核心资本充足率-可转债打开向上通道

1、资本充足率不足制约资产扩张

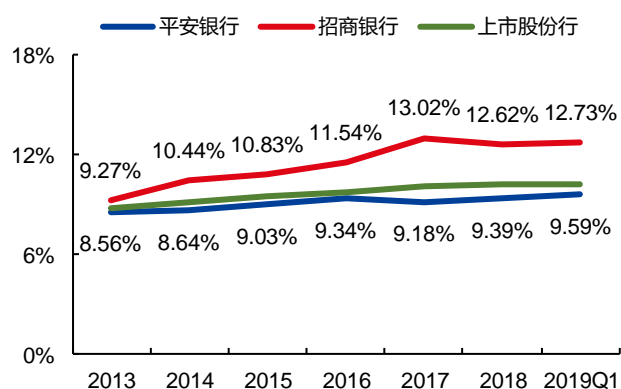
资本充足率偏低一直是困扰平安银行资产扩张的绊脚石。无论是资本充足率、一级资本充足率还是核心一级资本充足率,平安银行都处于上市股份行中下游水平,偏低的资本充足率不仅使平安银行的扩张受到压制,也降低了其风险抵抗力。2018年资管新规落地,表外资产向表内转移势必会占用银行的资本金,虽然经过多次补充,平安银行资本充足率已从2013年的9.90%提升至Q119的11.50%,但仍处上市股份行末位,一级资本充足率和核心一级资本充足率分别处于倒数第三位、末位。

图 52: 平安银行资本充足率低于上市股份行平均水平



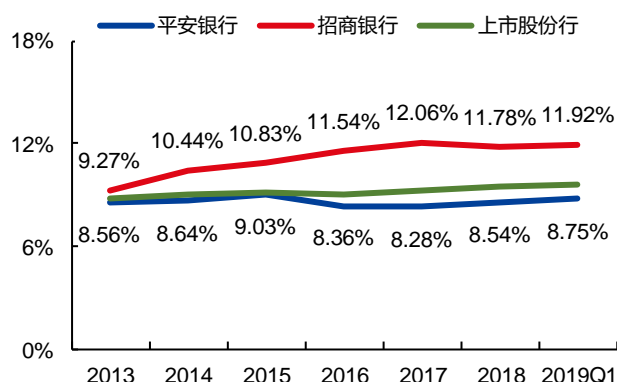
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 53: 平安银行一级资本充足率低于上市股份行平均水平



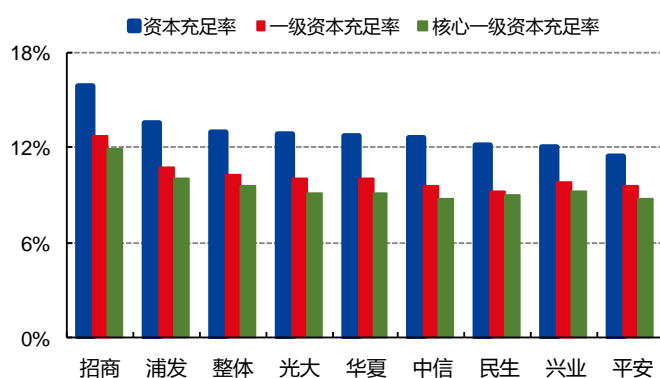
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 54: 平安银行核心一级资本充足率低于上市股份行平均水平



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 55: Q119 上市股份行资本充足率比较



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司可转债方案于 2018 年 12 月通过证监会审核, 2019 年 2 月发布可转债上市公告书。公司本次发行的可转债规模为 260 亿元, 存续期为 2019 年 1 月 21 日至 2025 年 1 月 21 日, 7 月 25 日起开始转股, 初始转股价为 11.77 元/股 (2017 年每股净资产)。可转债转股后按照监管要求可用于补充核心一级资本。

此外, 本次可转债优先向原股东配售 1.79 亿, 占发行总量的 68.95%, 每股配售 1.5142 元的可转债比例, 按照平安集团和平安人寿持 95.60 亿股计算, 其全额认购可达 144.76 亿元, 占总发行量 55.68%, 这将有效提振市场信心并加大转股概率。

2、资本金压力释放、或驱动利润提升

我们基于 2019 年 1 季度数据测算, 若按照 30%、50%、70%和 100%的转股比例测算, 平安银行的各级资本充足率将提高 33bp、54bp、76bp、109bp, 接近或超过上市股份行平均水平。

表 4: 可转债对资本充足率影响测算 (基于 Q119 数据, 单位: 亿元)

可转债规模		260			
转股比例		30%	50%	70%	100%
资本净额	2752.35	2830.35	2882.35	2934.35	3012.35
一级资本净额	2294.15	2372.15	2424.15	2476.15	2554.15
核心一级资本净额	2094.62	2172.62	2224.62	2276.62	2354.62
风险加权资产净额	23933.77	23933.77	23933.77	23933.77	23933.77
原资本充足率		11.50%			
原一级资本充足率		9.59%			
原核心一级资本充足率		8.75%			
调整资本充足率		11.83%	12.04%	12.26%	12.59%
调整一级资本充足率		9.91%	10.13%	10.35%	10.67%
调整核心一级资本充足率		9.08%	9.29%	9.51%	9.84%
变动	资本充足率	0.33%	0.54%	0.76%	1.09%
	一级资本充足率	0.33%	0.54%	0.76%	1.09%
	核心一级资本充足率	0.33%	0.54%	0.76%	1.09%

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

可转债加速资产扩张、缓解资本金压力的同时，也将驱动利润的提升。我们以 Q119 为观察时点，假设可转债 100% 转股，那么核心一级资本将达 2354.62 亿元，进一步假设核心一级资本充足率达到上市股份行 Q119 平均水平 9.57%，那么风险加权资产净额将达 24607.59 亿元，Q119 风险加权资产净额/生息资产为 71.81%，调整后生息资产 34267.70 亿元，净增 938.38 亿元，取 Q119 净息差 2.53%，则净利息收入将增厚 23.74 亿元。

表 5: 可转债对利润释放测算 (基于 Q119 数据, 单位: 亿元)

项目	测算结果	核心假设
调整后核心一级资本	2354.62	100% 转股
上市股份行核心一级资本充足率	9.57%	采用 Q119 数据
风险加权资产净额	24607.59	平安达到上市股份行平均水平
Q119 风险加权资产净额	23933.77	采用 Q119 数据
Q119 生息资产	33329.36	采用 Q119 数据
风险加权资产净额/生息资产	71.81%	采用 Q119 数据
调整生息资产	34267.70	采用 Q119 比例
生息资产增值	938.34	调整-Q119
净息差	2.53%	采用 Q119 数据
净利息释放	23.74	采用 Q119 净息差

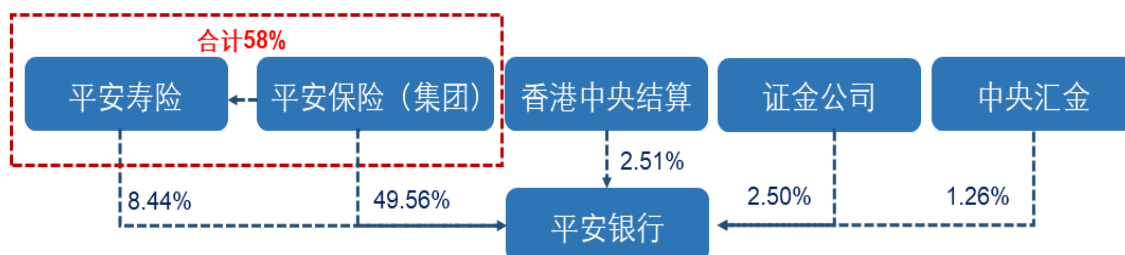
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

四、背靠平安集团资源丰富、金融科技助力腾飞

(一) 丰富客源储量，挖掘潜力巨大

平安银行背后依靠的是拥有金融全牌照的平安集团。在集团综合化金融深入推进的策略下，“一个客户，多个产品，一站式服务”成为平安集团的客户经营理念，平安银行“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”目标与此相契。我们认为一站式服务的理念将有效发挥平安集团内部的协调性，可以预见其丰富的客户资源对于平安银行将会产生巨大的流量红利。截至 2019 年 1 季度，集团个人客户数 1.91 亿，较年初增长 3.6%，新增客户 1100 万，其中 31.3% 来自集团五大生态圈的互联网用户，有 34.6% 的个人客户数同时拥有多家子公司合同，挖掘空间巨大。

图 56: 平安银行股权结构 (2018)

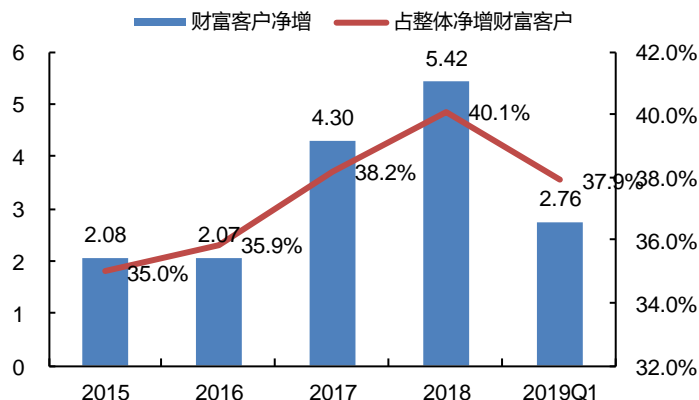
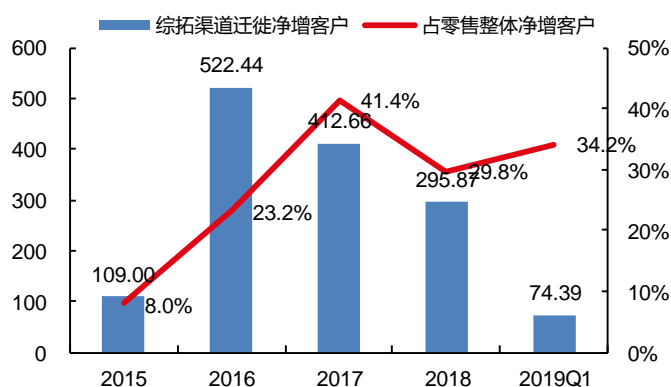


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

基于平安集团内部的协同效应，综拓渠道在平安银行的引流方面扮演者越来越重要的角色：Q119 综拓渠道迁徙净增客户（剔除信用卡）74.39 万户，占零售整体净增客户（剔除信用卡）34.2%，其中财富客户（资产门槛 50 万）净增 2.76 万户，占整体净增财富客户 37.9%；管理零售客户资产 AUM 余额净增 841.31 亿元，占零售整体净增客户资产余额 34.1%。

图 57：综拓渠道迁徙净增客户（单位：万户）

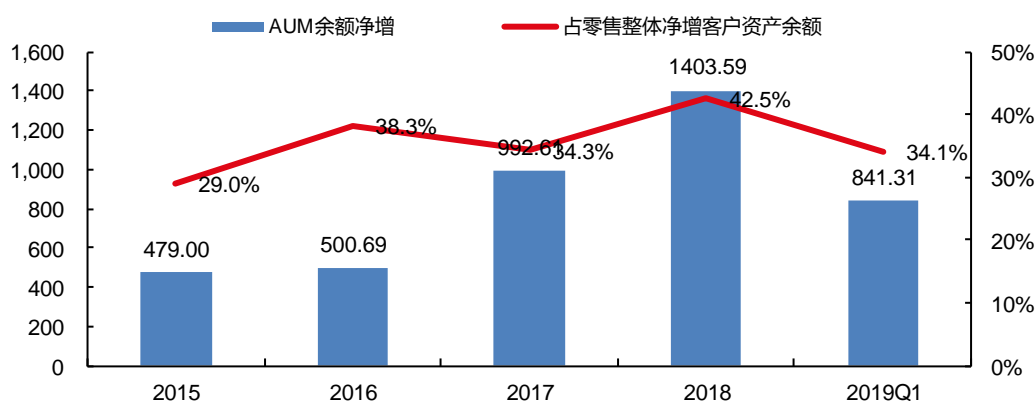
图 58：综拓渠道迁徙净增财富客户（单位：万户）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 59：综拓渠道迁入客户管理零售 AUM 净增（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

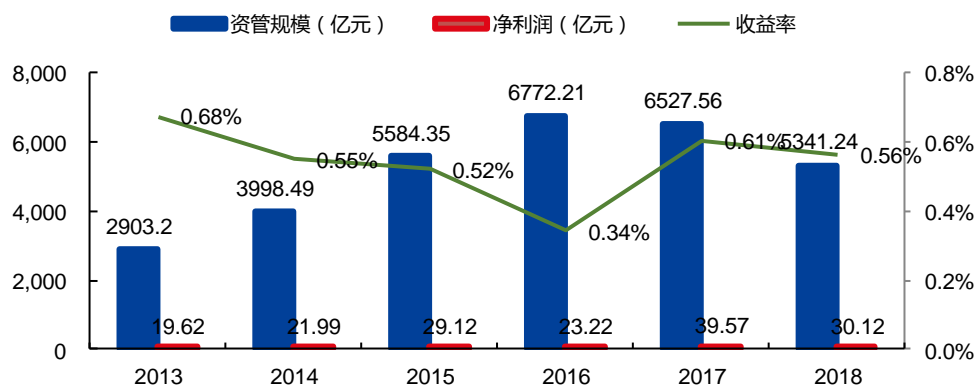
零售资产具体来看，Q119 综拓渠道发放“新一贷”152.36 亿元，占整体发放比例的 55.03%；汽融贷款 121 亿元，占整体发放比例 37.0%，信用卡交叉渠道发卡 112 万张，占整体新增发卡 33.7%，零售全渠道代销集团保险累计非利息收入同比增长 40.6%至 8.73 亿元。我们认为随着集团深化内部协同的效应越来越明显，内部客户资源的转化率越来越高，34.6%的同时持单客户比仍有挖掘空间，迁入 AUM 增长大于迁入客户增长速度，提质增效阶段已然来到。

（二）平安信托纳入，中间业务收入或迎来爆发

2018 年 10 月 12 日，平安银行董事长谢永林先生称将吸收平安信托财富管理条线，进一步壮大其私人银行的整体实力。财富管理是平安信托重要的业务条线之一，截至 2018 年末平安信托活跃个人财富管理客户数 9.53 万户（均为高净值客户，其中总资产 1000 万元以上的达 4400

人)，同比增长 27.6%，而平安银行 2018 年底私行达标客户 3 万户。如果纳入平安信托全部高净值客户，那么从客户数上来说，平安银行私行规模将接近建行的 12.72 万人（平安银行私行标准为 600 万，低于 1000 万的建行私行标准）。我们认为平安信托成熟的管理体系和优质的客户资源正是平安银行零售转型下私行实现质变的不二之选。截至 2018 年末，平安信托已有约 1200 多人转签至平安银行，其中内勤换签率约 100%、外勤换签率约 90%。

图 60：平安信托资管规模



资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们拟对平安信托迁入至平安银行的资产收益进行测算。从资管规模来看，以 2018 年底平安信托 5341.24 亿元的管理规模为基准，按照悲观 0.4、中性 0.6、乐观 0.8 的折价因子计算三种状态下平安信托迁入的客户资产，利润率取过去六年平安信托的最差 0.34%、中等 0.55%、最优 0.68%，测算出最悲观状态下仍能释放利润 7.26 亿元、最乐观状态下 29.06 亿元。

表 6：长期看平安信托迁徙至平安银行利润贡献（单位：亿元）

		悲观	中性	乐观
	收益率	0.34%	0.55%	0.68%
	迁徙资产	利润		
悲观	2136.50	7.26	11.75	14.53
中性	3204.74	10.90	17.63	21.79
乐观	4272.99	14.53	23.50	29.06

资料来源：公司公告，华金证券研究所

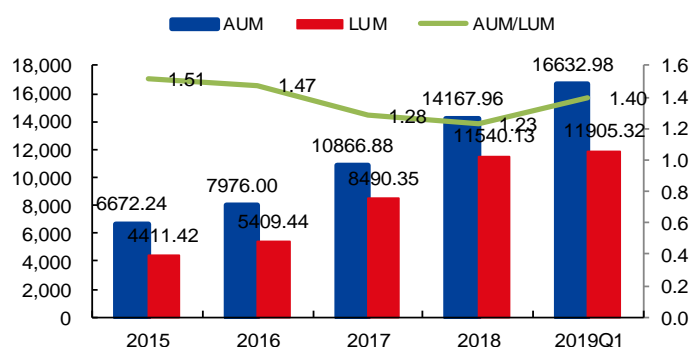
平安银行吸收平安信托财富管理条线，是零售转型进入新阶段的必要选择，是零售转型面向提质增效的过程，进一步提高零售业务的盈利能力成为主要目标，而其落地措施便是大力发展私人银行和财富管理业务。平安信托纳入平安银行，可以充分享受平安银行网点、人员等银行经营优势的支撑，受益于集团资源倾斜，我们看好平安银行私行业务和财富管理业务。

随着财富管理业务和私行业务的发力，平安银行有望迎来 LUM 拉动 AUM 的拐点，而这也正是平安银行“零售突破”的核心，继续坚持 LUM 的尖兵策略，多渠道带动存款和 AUM。目前来看，LUM 向 AUM 转化的效率并不算高。

考察两个指标 AUM/LUM 和 AUM 变动/LUM 变动：粗略来看，AUM 增速低于 LUM 增速表明 LUM 对 AUM 的转换效率并不高，而平安银行 AUM/LUM 在 2018 年止跌回升表明 LUM 转换效率好转，更精细化来说，AUM 变动/LUM 变动在 2018 年已显示出企稳回升态势，2018 年 AUM

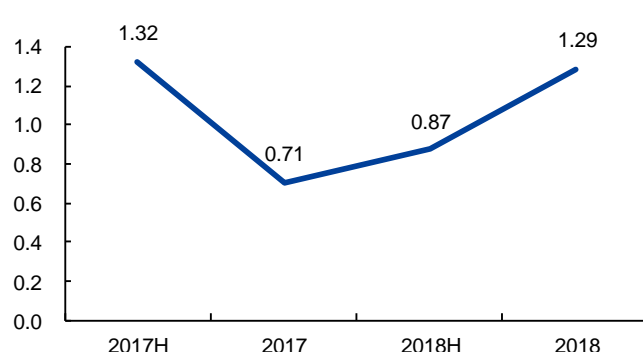
变动/LUM 变动为 1.29，这表明，LUM 每增加 1 元，将带来 1.29 元客户资产，LUM 的内生转换动力外溢体现了在财富管理和私行业务的加持上，平安银行零售资产管理业务将迎来扩张。

图 61：零售 LUM 带动 AUM 初见成效



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 62：零售 LUM 向 AUM 转化开始止跌回升



资料来源：公司公告，华金证券研究所

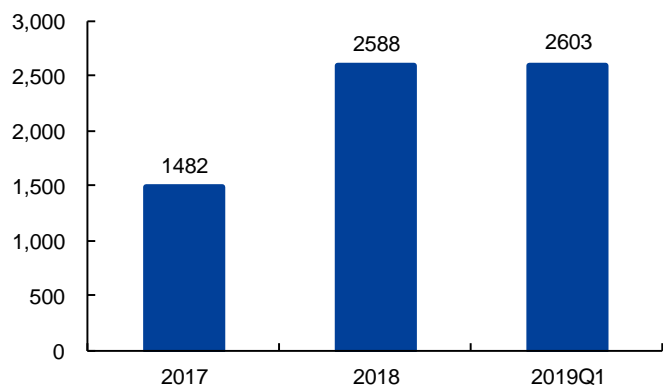
（三）金融科技引领，转型得以支撑

背靠平安集团，平安银行具有金融科技优势。平安集团自 2013 年布局金融科技，在大数据处理和风险管控方面相对其他传统金融机构优势显著。集团统一战略下，平安银行也通过打造口袋银行、口袋财务和行 e 通“三大门户”及智慧财务、智慧风控“两大心脏”，构造“3+2”科技平台格局，实现技术引领、模式引领、平台引领和人才引领。

技术引领上，依托集团在人工智能、大数据、云计算以及区块链等领域的核心技术和资源优势，平安银行将新的技术植入金融服务全流程，赋能银行业务的方方面面，包括供应链金融、消费支付、客户服务、投顾管理和风险管理五类场景融合，实现数字化、智能化业务运营和经营管理。模式引领上，持续推动“SAT（社交+移动应用+远程服务）”商业模式的优化，持续改善 OMO（Online Merge Offline，线上线下相融合）的综合金融服务模式，不断强化以“AI+客服”、“AI+投顾”、“AI+风控”等为代表的人工智能服务模式。平台引领上，口袋银行、口袋财务和行 e 通“三大门户”分别面向零售客户、公司客户和同业客户；人才引领上，大量引入人工智能、区块链、大数据、云计算等关键领域技术专家，加快“金融+科技”复合型人才团队建设，持续保持金融科技领先优势。

截至 2018 年底，平安银行培养了一支约 6000 名复合型人才科技队伍，IT 资本性支出 25.75 亿元、同比增长 82%，全行科技人力较上年末增长超 44%。口袋银行 APP 月活跃用户实现爆发式增长，从 2017 年的 1482 万人增长 75.64%至 Q119 的 2603 万人，稳居手机银行 APP 月活前十。

图 63: 平安口袋银行 APP 月活 (万人)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 64: 平安口袋银行 APP 月活稳居行业前十

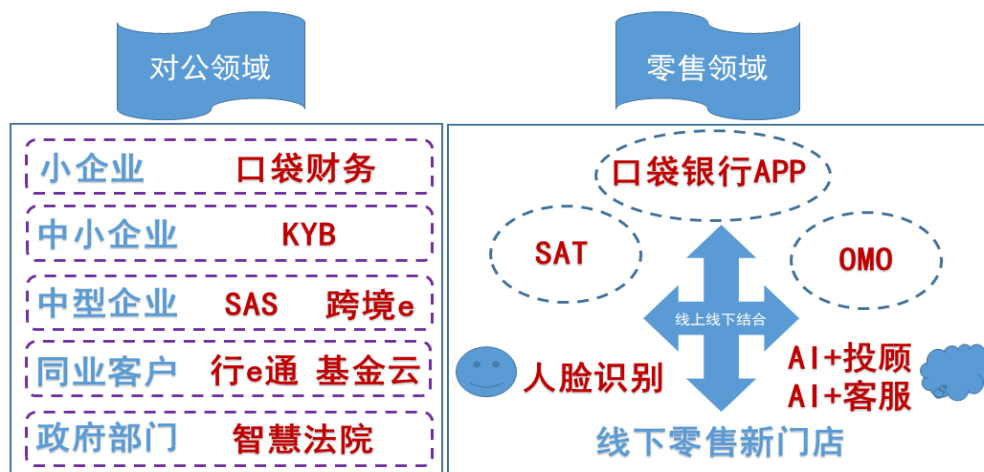
千机指数排名	APP	月指数(万) ①	环比	日指数(万) ①	环比
1	中国工商银行	5,367.0	+1.3%	919.4	-2.3%
2	中国建设银行	5,179.5	+1.9%	509.6	-0.5%
3	农行掌上银行	3,958.7	+1.1%	342.6	-0.5%
4	招商银行	2,994.5	+3.1%	693.4	-2.6%
5	工银融e联	2,838.9	-1.0%	504.3	+0.0%
6	平安口袋银行	2,478.5	+3.2%	398.9	-0.6%
7	中国银行手机银行	2,177.5	+2.4%	286.1	+1.3%
8	邮储银行	1,676.2	+1.7%	105.2	-3.6%
9	交通银行	1,419.4	+2.1%	213.2	+2.6%
10	浦发手机银行	681.9	+2.4%	110.3	-3.0%

资料来源: 易观千帆, 华金证券研究所

对公领域, 平安银行实行“一类客户打造一组平台”, 面向小企业主要是口袋财务, 中小企业是数字金融 KYB 平台 (Know Your Business), 中型客户为供应链应收账款服务平台 SAS、金融同业客户为行 e 通、政府客户为智慧法院平台, 极大地满足了客户的差异化需求。

零售领域, 平安口袋银行 APP 囊括原口袋银行、信用卡和直销银行三大功能, 打造智能化金融生活服务平台。同时将平安集团的人工智能、人脸识别等技术运用到零售门店, 强化“AI+客服”、“AI+投顾”, 打造“不排队、不下班、有温度”的零售智能银行, 为客户提供全天候的智能化服务。

图 65: 一类客户打造一组平台



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

五、盈利预测和投资建议

(一) 盈利预测

核心假设：(1) 净息差：整体经济下行环境下预计利率步入下行通道，2019 年银行间市场较为宽裕，在零售贷款收益率高支撑下，净息差有望维持稳定，我们预计 2019-2021 年净息差分别为 2.54%、2.50%、2.50%；(2) 生息资产：可转债有望进一步打开资本制约，预计 2019-2021 年生息资产增速分别为 6.71%、9.92%、8.28%；(3) 成本收入比：随着零售转型的深入推进，客户规模效应渐显，成本收入比进一步降低，预计 2019-2020 年分别为 31.2%、31.1%、29.8%；(4) 不良率：公司主动出清不良资产、加大核销力度，我们预计 2019-2021 年不良率维持在 1.70%。

损益表：预计 2019-2021 年利息净收入为 864.22、933.77、1011.50 亿元，归母净利润为 268.75、301.34、342.93 亿元¹。

资产负债表：预计 2019-2021 年生息资产为 3.40、3.74、4.47 万亿元，计息负债为 3.76、3.48、3.75 万亿元，总资产为 3.67、3.96、4.29 万亿元。

相对 WIND 市场一致预期，我们的预测更为保守。我们认为市场对平安银行生息资产的预测稍显乐观，因为我们认为平安银行零售转型步入提质增效阶段，规模扩张或有所减缓，下一步将更注重盈利能力提升。同时，在宏观经济大环境不佳的背景下，银行业将更注重资产质量。此外，在各业务条线或指标的预测中我们均秉承了审慎原则。

表 7：华金预测与 WIND 一致预期比较

	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）			
华金预测	1346.08	1438.76	1616.06
WIND 一致预期	1319.27	1499.43	1687.17
相差	2.03%	-4.05%	-4.21%
归母净利润（亿元）			
华金预测	268.75	301.34	342.93
WIND 一致预期	276.97	319.96	376.46
相差	-2.97%	-5.82%	-8.91%
EPS（元）			
华金预测	1.35	1.45	1.57
WIND 一致预期	1.61	1.86	2.19
相差	(0.26)	(0.41)	(0.62)

资料来源：wind，华金证券研究所

（二）投资建议

2019 年作为平安银行转型第三年，在“科技引领、零售突破、对公做精”的策略方针下，致力于打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”。从零售转型的着力点来看，通过调整信贷投放驱动转型成果斐然，2018 年零售金融营收占比首次超过批发金融达 53.02%，净利润贡献达 69.02%，零售金融彰显出更强的盈利能力。转型以来得益于生息资产的高收益率，平安银行一直维持的高息差有了更强劲的支撑预期，而稳定的息差是利润的压舱石。展望未来，平安银行零售业务内部结构优化空间尚存，信用卡、消费贷或可持续高增长，低成本的存款占比仍有较大提

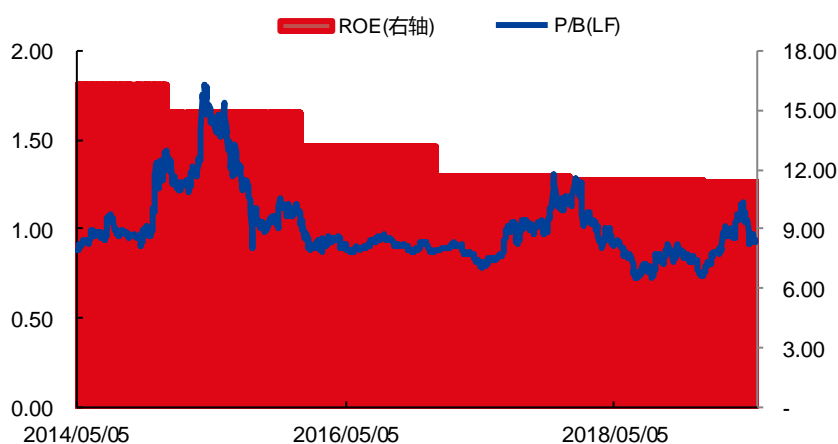
¹ 详细数据见附表

升空间，而定期存款占比平稳也能压制整体计息负债的成本率。我们认为无论是资产端收益率还是负债端成本率都给予整体净息差较强支撑。

从资产质量来看，平安银行在消化（90天以上逾期贷款-不良贷款）剪刀差后，资产质量压力已得到极大缓解。对公及零售历史不良逐步出清，新增信贷结构持续优化；资产质量好转下拨备计提压力减轻，业绩弹性增强释放利润空间值得期待。此外，可转债发行也使得核心资本充足率提升，突破资产扩张瓶颈。

后续展望，平安银行依托平安保险集团，充分受益于综拓渠道客源引流作用。同时，平安信托财富管理条线纳入私行业务也将有效支撑平安银行的零售转型，其高端零售客户数量、管理资产规模及派生的手续费收入增长潜力可期。

图 66: 平安银行最近 5 年 PB (LF) 估值，过去 5 年平均 1.01xPB



资料来源: wind, 华金证券研究所

表 8: 上市股份行盈利预测与估值比较

代码	名称	总市值 亿元	EPS			P/E			ROE	P/B
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2019E	LF
600036.SH	招行	8627.71	3.13	3.60	4.09	10.93	9.49	8.36	15.79%	1.62
600000.SH	浦发	3266.89	1.85	1.98	2.10	6.02	5.62	5.31	12.47%	0.71
601166.SH	兴业	3650.03	2.85	3.19	3.55	6.16	5.50	4.94	13.73%	0.80
601998.SH	中信	2828.43	0.88	0.95	1.02	6.57	6.06	5.69	10.65%	0.68
600016.SH	民生	2675.11	1.14	1.21	1.30	5.36	5.03	4.70	12.60%	0.63
601818.SH	光大	2015.59	0.61	0.70	0.76	6.30	5.52	5.06	10.75%	0.68
000001.SZ	平安	2091.36	1.39	1.61	1.86	8.76	7.55	6.54	10.74%	0.92
600015.SH	华夏	1154.04	1.56	1.40	1.49	4.81	5.35	5.04	10.83%	0.60
上市股份行平均		26309.15	1.44	1.58	1.74	7.20	6.56	5.98	12.60%	0.87

资料来源: wind, 华金证券研究所 (数据截止 2019.05.31)

目前，上市股份行 P/B (LF) 平均为 0.87 倍。我们认为随着零售转型的深入推进，无论从盈利还是资产质量，平安银行均处于上市股份行中上游水平，结合招商银行 1.62 倍的 P/B 估值，我们认为平安银行 1.00-1.10 倍 P/B 是合理的，而平安银行目前 2019E P/B 为 0.84 倍，股价仍有提升空间，首次覆盖给予“买入-B”评级。

风险提示

行业风险：经济下行压力较大，由此带来的信用风险加速暴露，信用风险资产质量大幅恶化；市场价格（利率、汇率、股票价格、商品价格等）的不利变动引发损失而导致的市场风险；严监管的政策或加重估值下行压力。

公司风险：资本制约进一步压制公司向上空间；零售资产扩张过快而对公贷款压缩导致零售转型陷入瓶颈；爆发流动性风险；平安信托整合不及预期，或增大风险。

表 9: 其他财务数据

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利息净收入	74,009	74,745	86,422	93,377	101,150
手续费及佣金收入	30,674	31,297	37,751	44,355	53,131
其他收入	1,103	10,674	10,435	6,145	7,325
营业收入	105,786	116,716	134,608	143,876	161,606
税金及附加	-1,022	-1,149	-1,086	-1,117	-1,101
一般业务管理费	(11,136)	(12,463)	(13,642)	(14,051)	(15,198)
拨备前利润	73,148	80,176	92,555	99,095	113,479
计提拨备	-42,925	-47,871	-57,561	-59,878	-68,870
税前利润	30,223	32,305	34,994	39,217	44,609
所得税	-6,968	-7,413	-8,053	-9,023	-10,263
净利润	23,255	24,892	26,941	30,194	34,347
资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及存放央行款项	310,212	278,528	257,209	302,477	351,631
发放贷款及垫款净值	1,660,420	1,949,757	2,147,302	2,364,993	2,604,710
同业资产	231,157	195,017	198,989	203,167	208,200
同业负债	604,986	583,663	537,025	507,200	494,513
总资产	3,248,474	3,418,592	3,670,424	3,964,402	4,288,008
资产质量	2017	2018	2019E	2020E	2021E
不良贷款率	1.70%	1.75%	1.70%	1.70%	1.70%
正常类	94.60%	95.52%	95.56%	95.57%	95.57%
关注类	3.70%	2.73%	2.73%	2.73%	2.73%
次级类	0.73%	0.90%	0.88%	0.87%	0.88%
可疑类	0.20%	0.23%	0.22%	0.22%	0.22%
损失类	0.77%	0.62%	0.61%	0.60%	0.61%
拨备覆盖率	151.08%	155.24%	174.40%	185.50%	193.00%
每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROAA	0.75%	0.74%	0.78%	0.81%	0.85%
ROAE	12.07%	11.76%	11.91%	11.95%	12.14%
BVPS	11.77	12.82	14.24	15.84	17.66
EPS	1.35	1.45	1.57	1.76	2.00
总股息	2335	2490	2715	3032	3461
DPS	0.14	0.15	0.16	0.18	0.20
股息支付率	12.00%	10.07%	10.03%	10.10%	10.06%
每股拨备前利润	4.26	4.67	5.39	5.77	6.61
成长性	2017	2018	2019E	2020E	2021E
生息资产	12.45%	2.12%	6.71%	7.72%	8.28%
计息负债	12.70%	6.83%	21.33%	-7.51%	7.92%
贷款	12.19%	24.45%	15.18%	7.87%	8.39%
存款	5.52%	31.06%	12.66%	13.59%	13.25%
净息差	2.37%	2.35%	2.54%	2.50%	2.50%
资产充足率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
风险加权资产	2,203,547	2,456,429	2,684,774	2,856,185	3,068,540
资本充足率	11.20%	11.50%	12.30%	12.95%	13.44%
一级资本充足率	9.18%	9.39%	10.52%	11.54%	12.11%

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
核心一级资本充足率	8.28%	8.54%	9.69%	10.74%	11.35%
资产负债率	93.16%	92.98%	92.79%	92.63%	92.46%
负债权益比	1497.48%	1444.21%	1393.16%	1350.68%	1307.81%

资料来源: wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	105,786	116,716	134,608	143,876	161,606	年增长率					
减:营业成本						营业收入增长率	-1.8%	10.3%	15.3%	6.9%	12.3%
营业税费	1,022	1,149	1,086	1,117	1,101	营业利润增长率	-4.1%	9.6%	15.4%	7.1%	14.5%
销售费用						净利润增长率	2.6%	7.0%	8.3%	12.1%	13.8%
管理费用						EBITDA 增长率					
财务费用						EBIT 增长率					
资产减值损失	42,925	47,871	57,561	59,878	68,870	NOPLAT 增长率					
加:公允价值变动收益	-61.0	892.0	515.4	566.9	623.6	投资资本增长率					
投资和汇兑收益	798.0	9,395.0	9,741.2	5,381.6	6,485.1	净资产增长率	10.9%	8.9%	11.1%	11.2%	11.5%
营业利润	73,148	80,176	92,555	99,095	113,479						
加:营业外净收支	-66	-74	-67	-60	-54	盈利能力					
利润总额	30,157	32,231	34,927	39,157	44,555	毛利率					
减:所得税	6,968	7,413	8,053	9,023	10,263	营业利润率					
净利润	23,189	24,818	26,875	30,134	34,293	净利润率					
						EBITDA/营业收入					
						EBIT/营业收入					
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	93%	93%	93%	93%	92%
货币资金						负债权益比	1497%	1444%	1393%	1351%	1308%
交易性金融资产						流动比率					
应收帐款						速动比率					
应收票据						利息保障倍数					
预付帐款						营运能力					
存货						固定资产周转天数					
其他流动资产						流动营业资本周转天数					
可供出售金融资产	36,744	72,183	113,894	118,495	123,282	流动资产周转天数					
持有至到期投资	358,360	629,366	638,192	649,086	662,133	应收帐款周转天数					
长期股权投资						存货周转天数					
投资性房地产	209	194	200	200	200	总资产周转天数					
固定资产						投资资本周转天数					
在建工程											
无形资产	4,701	4,771	4,532	4,532	4,532	费用率					
其他非流动资产						销售费用率					
资产总额	3,248,474	3,418,592	3,670,424	3,964,402	4,288,008	管理费用率					
短期债务						财务费用率					
应付帐款						三费/营业收入					
应付票据						投资回报率					
其他流动负债						ROE					
长期借款						ROA					
其他非流动负债						ROIC					
负债总额	3,026,420	3,178,550	3,405,906	3,672,383	3,964,653	分红指标					
少数股东权益						DPS(元)	0.14	0.15	0.16	0.18	0.20
股本	17,170	17,170	17,170	17,170	17,170	分红比率	10.1%	10.0%	10.1%	10.1%	10.1%
留存收益						股息收益率					
股东权益	202,101	220,089	244,474	271,892	303,153						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.35	1.45	1.57	1.76	2.00
净利润						BVPS(元)	11.77	12.82	14.24	15.84	17.66
加:折旧和摊销						PE(X)	9.0	8.4	7.8	6.9	6.1
资产减值准备						PB(X)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
公允价值变动损失						P/FCF					
财务费用						P/S					
投资损失						EV/EBITDA					
少数股东损益						CAGR(%)					
营运资金的变动						PEG					
经营活动产生现金流量						ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量											
融资活动产生现金流量											

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com