

2019年07月07日

平安银行 (000001.SZ)

平安银行深度：零售黑马的转型进阶之路

平安银行自 2016 年底确立零售转型战略以来，围绕“科技引领、零售突破、对公做精”的策略方针，分阶段、有计划地向智能化零售银行的长期目标推进。

2017-2018 年起步阶段，优先实现科技引领、零售做大、对公瘦身：

- 科技引领：加强金融科技建设和业务前端应用，把握互联网弯道超车机遇；
- 零售做大：战略上模仿招行打造零售生态体系，将客户留在自身零售业务闭环内，并在信贷资源方面给予零售空前力度的支持；战术上，深谙客户引入是后续一切服务加载的基础，故确立三大尖兵产品——信用卡、新一贷、汽融贷为“排头兵”，做大客群，圈占份额，为品牌造势。截至 2018 年末，平安银行零售贷款余额、零售收入、零售利润占比均高居同业榜首。
- 对公瘦身：加大不良暴露与处置力度，尽快解决存量包袱，问题资产清理完成前放缓增量投放，即“守好后门，再开前门”。2018 年末，前期存量资产不良暴露率已达 11.82%，各项资产质量指标已基本回归行业均值，关注率和逾期率回落至 3% 以内，不良偏离度也低于 1，基本为后续发展扫除了障碍。

2019 年起平安银行进入转型进阶阶段，在集团“个人金融生活服务提供商”的总体规划下，进一步深化科技赋能、零售提质、对公做精：

- 短期：对公重回正常发展轨道。一是集团战略规划清晰，定位平安银行为对公业务发动机，整合集团投行、同业和投资资源，打通项目、产品、销售三方，一站式满足客户投融资需求。提升信贷投放空间的同时，增强负债留存、充裕中间收入。二是前期对公基数小，边际增长弹性较大。
- 中长期：零售持续增质提效。1) 通过摆布资产端产品占比、强化风险管控能力，寻求收益率和风险的最佳均衡；2) 不断提升存款沉淀能力，优化公司流动性管理、压降负债端成本；3) 大力发展一站式综合金融财富管理和私人银行，构建品牌溢价，形成良性循环。最终完成零售生态体系的闭环建设，实现智能化零售银行的发展目标。

投资建议：我们预计平安银行 2019 年-2020 年营业收入增速分别为 13.5%、13.0%，净利润增速分别为 13.0%、14.5%。假设年内全部转股，EPS 为 1.38、1.59 元/股，BVPS 为 13.96、15.41 元/股。预计 6 个月目标价 15.4 元，对应 2019 年 PB1.1 X，给予买入-A 投资评级。

风险提示：零售资产质量显著恶化；零售转型不达预期

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	107,715	105,786	116,716	132,505	149,861	171,381
净利润	22,599	23,189	24,818	28,059	32,088	37,162
每股净收益 (元)	1.32	1.35	1.45	1.63	1.87	2.16
每股净资产 (元)	10.61	11.77	12.82	14.31	16.01	17.99
净资产收益率 (%)	12.43%	10.93%	10.74%	11.10%	11.45%	11.92%
总资产收益率 (%)	0.83%	0.75%	0.74%	0.79%	0.83%	0.90%
市盈率	10.58	10.31	9.63	8.52	7.45	6.43
市净率	1.31	1.18	1.09	0.97	0.87	0.77
股息率 (%)	2.23%	2.11%	3.15%	3.19%	3.56%	4.07%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

股份制银行

投资评级 **买入-A**

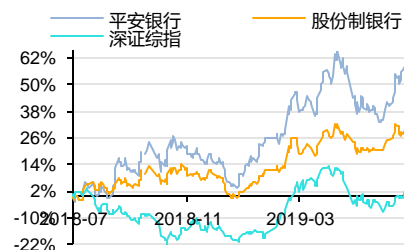
维持评级

6 个月目标价：**15.4 元**
 股价 (2019-07-05) **13.92 元**

交易数据

总市值 (百万元)	239,012.13
流通市值 (百万元)	239,009.84
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	8.70/14.73 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅 %	1M	3M	12M
相对收益	8.17	11.57	59.92
绝对收益	17.56	1.53	66.01

张宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519030001
 zhangyu6@essence.com.cn

李双

报告联系人

lishuang1@essence.com.cn

相关报告

- 平安银行：息差继续走阔，资产质量进一步改善——平安银行 2019 年一季报点评/张宇 2019-05-08
- 平安银行：平安银行：业绩表现超出预期，零售转型渐入佳境/李双 2018-08-16

内容目录

1. 零售业务好在哪里	4
1.1. 零售业务更赚钱.....	4
1.2. 零售业务较对公业务更“抗周期”.....	6
2. 平安银行零售转型之路	8
2.1. 新平安银行诞生：优势互补，零售整合.....	8
2.2. 邵平时代：小微开道，零售随行.....	9
2.3. 谢永林时代：科技赋能，零售突破.....	10
3. 转型初始阶段 2017-18：科技引领、零售做大、对公瘦身	10
3.1. 科技引领突破.....	10
3.2. 零售做大份额.....	12
3.2.1. 信用卡.....	13
3.2.2. 新一贷.....	14
3.2.3. 汽融贷.....	16
3.3. 对公排毒瘦身.....	17
3.3.1. 控增量，调存量.....	18
3.3.2. 充分暴露，加强核销.....	19
3.4. 起步阶段初战告捷.....	20
4. 转型进阶阶段 2019-：科技赋能、零售提质、对公做精	21
4.1. 科技赋能变革.....	21
4.2. 零售提质增效.....	21
4.2.1. 结构优化，质量优先.....	21
4.2.2. 推进财富管理和私人银行业务.....	22
4.2.2.1. 整合资源，壮大私行.....	23
4.2.2.2. 集团客户红利深度开发.....	23
4.2.3. 提升存款沉淀能力.....	24
4.2.4. 目标：提升长期可持续盈利能力.....	25
4.3. 对公整合做精.....	25
5. 盈利预测与投资建议	26

图表目录

图 1：2018 年上市银行零售营业收入占比较 2016 年普遍提高.....	4
图 2：2018 年上市银行零售利润占比较 2016 年普遍提高.....	4
图 3：住户贷款占比持续提升，目前已超三分之一.....	5
图 4：招行成本收入比较长时间高于同业均值.....	5
图 5：招商银行零售收入占比和零售利润占比历史走势图.....	6
图 6：住户消费贷款占比拾级而上.....	6
图 7：住户消费贷的“杠杆接力”.....	6
图 8：2006 - 2018 年招商银行零售和对公分部 ROA.....	7
图 9：2008 - 2018 年招行零售和对公分部不良率和信用成本.....	7
图 10：上市银行 2018 年零售收入占比与估值散点图.....	8
图 11：平安银行历史沿革.....	9

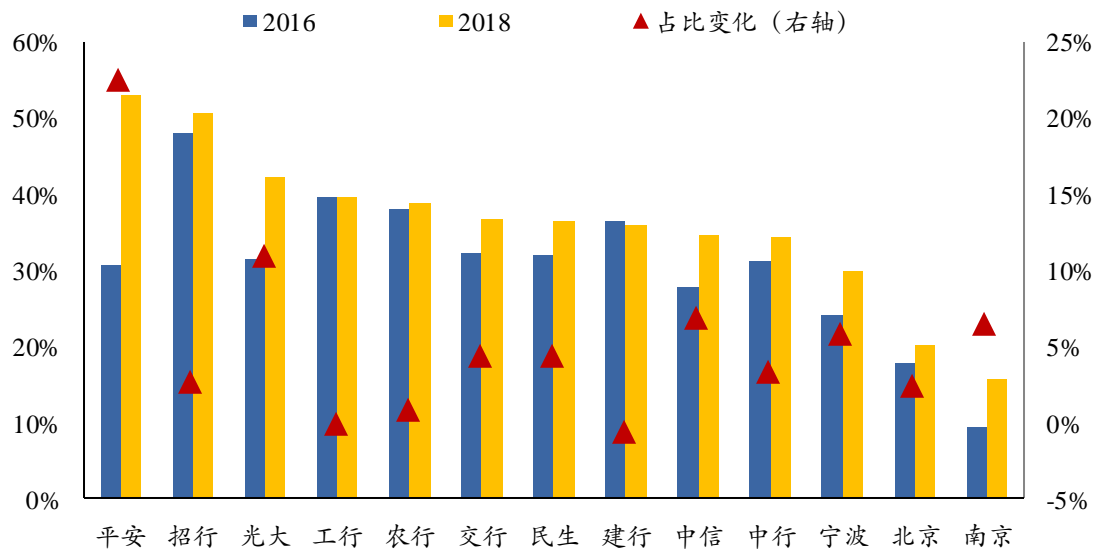
图 12: 银行 APP 月度独立设备 (万台) (2019 年 3 月)	11
图 13: 平安和招行零售 APP 月活用户数走势图 (万户)	11
图 14: 上市银行人均资产 2016-2018 三年复合增速	12
图 15: 上市银行人均营收 2016-2018 三年复合增速	12
图 16: 2007 - 2019Q1 平安银行新增贷款中零售与对公占比	12
图 17: 2008 - 2019Q1 平安银行各项零售贷款占比	12
图 18: 招行、平安、浦发信用卡流通卡量横向比较 (万张)	13
图 19: 平安银行历年流通卡卡均交易额同业比较 (元)	13
图 20: 上市银行信用卡不良率走势图	14
图 21: 平安银行“新一贷”业务及风控流程	16
图 22: 平安银行新一贷贷款余额及不良率	16
图 23: 平安银行汽车贷款余额及不良率	17
图 24: 平安银行企业贷款总额及不良率	18
图 25: 2017-2018 对公贷款分行业不良率	19
图 26: 2017-2018 对公贷款行业压降情况	19
图 27: 上市股份行营业收入同比增速对比	20
图 28: 上市股份行归母净利润同比增速对比	20
图 29: 2017 年后平安、招行单季净息差走势对比	20
图 30: 2017 年后平安、招行年化 ROE 同比变化情况 (bp)	20
图 31: 平安银行零售贷款结构	22
图 32: 招商银行零售贷款结构	22
图 33: 招商银行零售财富管理	22
图 34: 平安银行零售财富管理	22
图 35: 招商&平安私人银行客户数 (人)	23
图 36: 综拓渠道对平安各零售业务当年增量的引流贡献	23
图 37: 平安负债端存款占比及存款付息率	24
图 38: 招行负债端存款占比及存款付息率	24
图 39: 招行和平安零售活期存款对比	24
图 40: 平安与招行零售利润/零售收入对比	25
图 41: 平安与招行零售非息收入/零售收入对比	25
图 42: 中国平安集团生态圈布局	26
图 43: 平安银行对公整合集团资源的业务模式简易图	26
表 1: 2018 年平安银行、招商银行批发/零售业务 ROA 对比	5
表 2: 贷贷平安推出后发展迅猛, 客群边界不断下沉	10
表 3: 平安集团零售信用贷款图谱	15
表 4: 平安银行汽融贷产品	17
表 5: 平安银行不良贷款生成经历	18
表 6: 上市股份行资产质量指标对比	20
表 7: 平安银行三大尖兵产品账龄分析	22

1. 零售业务好在哪里

2004 年招商银行进行“第一次零售转型”，时任行长马蔚华提出“不做批发业务现在没饭吃，不做零售业务将来没饭吃”，传为业内佳话。

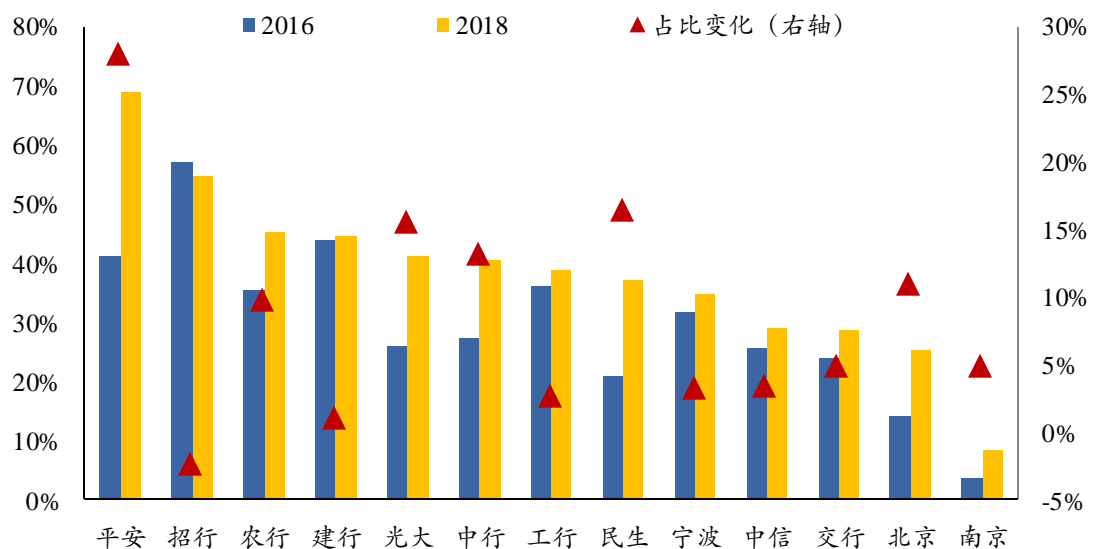
随后的十多年里，虽然商业银行在小微金融、同业业务、供应链金融、交易型银行等领域各领风骚，但大多昙花一现。随着我国经济结构调整、金融监管收紧，唯有零售业务屹立不倒，经受住了时间的检验。2016 年后，一方面为形势所迫，一方面主动求变，上市银行纷纷加码零售业务，零售收入和利润占比普遍提升，其中尤以平安、光大、中信为甚。

图 1：2018 年上市银行零售营业收入占比较 2016 年普遍提高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：2018 年上市银行零售利润占比较 2016 年普遍提高



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

那么，零售业务究竟好在哪里？

1.1. 零售业务更赚钱

以平安银行和招商银行为例，零售条线的盈利能力均显著高于对公。2018 年招商银行零售条线的 ROA 两倍于对公；平安银行对公条线受信用成本高企拖累，ROA 近乎为零，利润主要靠零售贡献。具体来看，零售业务盈利水平高主要有以下几点原因：

表 1：2018 年平安银行、招商银行批发/零售业务 ROA 对比

2018	平安银行		招商银行	
	批发业务	零售业务	批发业务	零售业务
净息差	1.84%	4.11%	2.72%	4.28%
中收/营业收入	37.89%	37.28%	29.59%	34.55%
成本收入比	28.16%	37.20%	28.53%	36.60%
信用成本	2.05%	1.76%	1.35%	1.11%
ROA	0.09%	2.35%	1.41%	3.02%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1) **多数银行零售业务的净息差高于对公条线。**负债端可以通过内部 FTP 转移定价平滑成本；资产端，个体的风险承受能力弱，信用溢价较高，且对银行的议价能力偏低。

再者，随着直接融资占比提升，大中型企业金融脱媒现象加剧，**对公贷款渐成借方市场，唯有面向零售、小微等长尾客群，银行方能开辟新的发展空间，获取较高利差收益。**

2) 中间业务收入不比对公逊色。一方面，虽然零售手续费单笔金额小，但群体数量大，长尾效应显著；另一方面则受益于零售业务的场景化发展，创利空间随场景外延不断增厚。

3) 信用成本低于对公。目前零售资产以住房按揭和信用卡、消费贷为主，一方面仍处于发展阶段，一方面能更好地分散风险，资产质量相对有保障；而对公条线一是单笔规模大，二是受累于经济结构调整、过剩产能出清、影子银行收缩、互担互保感染等影响，信用成本阶段性走高。

4) 成本收入比零售高于对公，主要因为零售发展前期需投入大量人力物力，但后期规模效应显著，业界龙头招商银行的成本收入比已低于上市银行均值。且随着金融科技发展，网上银行、手机银行逐步取代线下网点，自动化程序取代柜员操作，基于大数据的精准营销取代人工地推，零售边际受益最大。

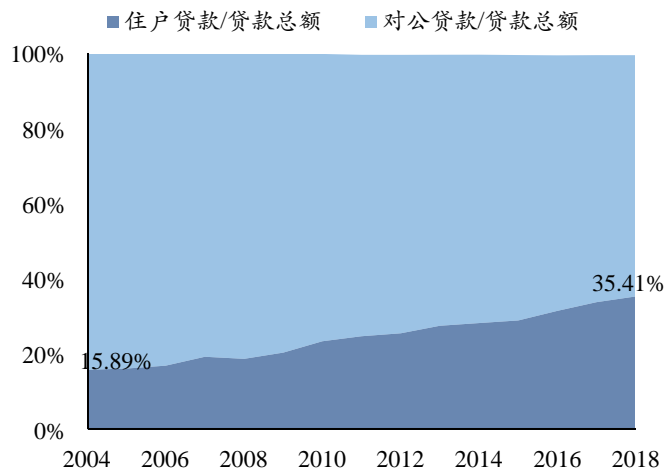
5) 此外，零售业务能节约资本金占用，有助于银行实现轻资本运营，提高收益。

理论上风险收益应该相匹配，高收益对应高风险，那么零售业务的高收益、低风险是否与之相违背？

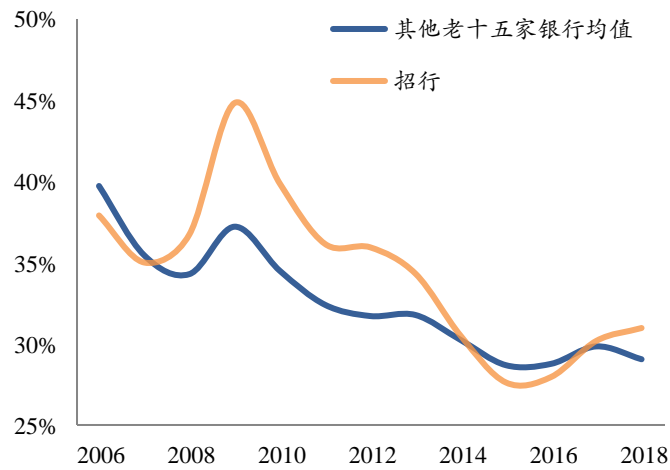
没有。一是国内的零售业务仍处于上升期，而对公业务已经非常成熟与饱和，零售贷款占贷款总额的比重从 2004 年末的 15.9% 提升近 20 个百分点至 2018 年末的 35.4%，同时对公贷款占比由 84.1% 下滑至 64.2%；二是零售业务的风险常常是系统性的，要么不爆发，要么一发不可收拾，如美国次贷危机、韩国/台湾的卡债危机等。长尾汇集成的灰犀牛一旦出现，危害是呈几何级扩散的，故零售需建立更加审慎的风险防控机制。三是实践层面，零售业务投入高、见效慢、清收难，实现并维持高收益并不是那么简单的事情。规模效应产生之前，都需依赖对公输血。例如招商银行，直至零售转型十年后的 2015 年，成本收入比才降至同业平均水平，而零售利润占比也才首次超过零售收入占比。

图 3：住户贷款占比持续提升，目前已超三分之一

图 4：招行成本收入比较长时间高于同业均值

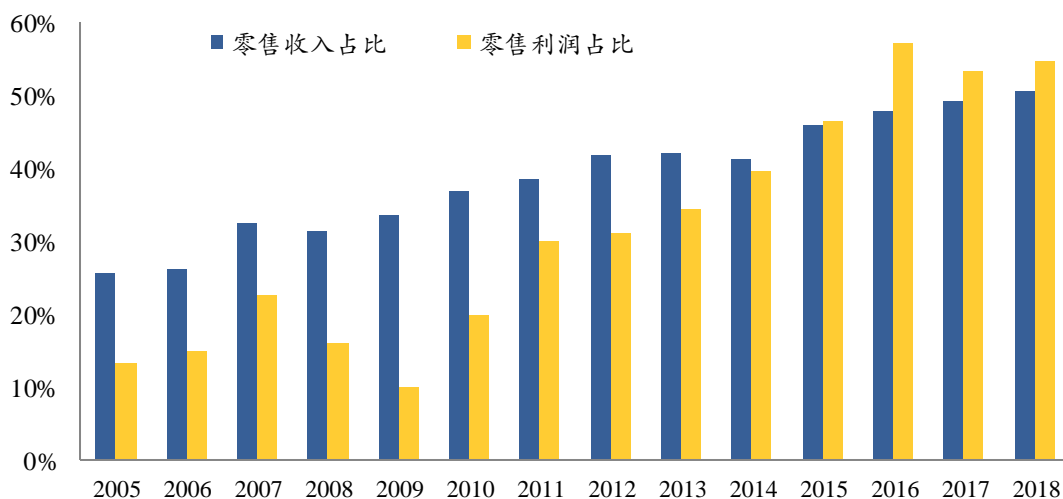


资料来源: Wind、安信证券研究中心



资料来源: Wind、安信证券研究中心

图 5: 招商银行零售收入占比和零售利润占比历史走势图



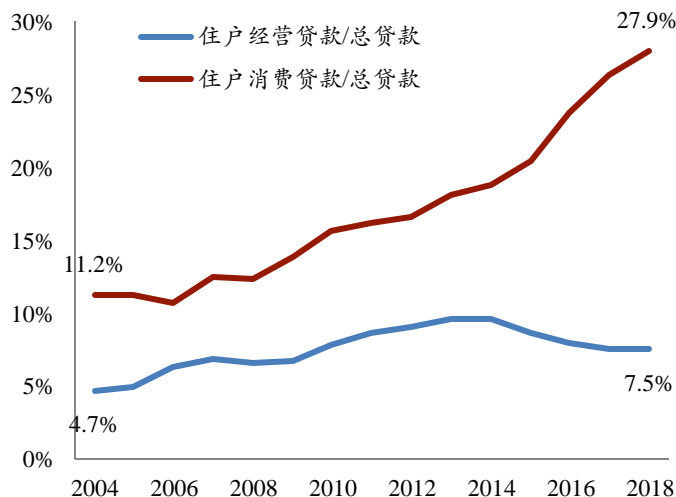
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

1.2. 零售业务较对公业务更“抗周期”

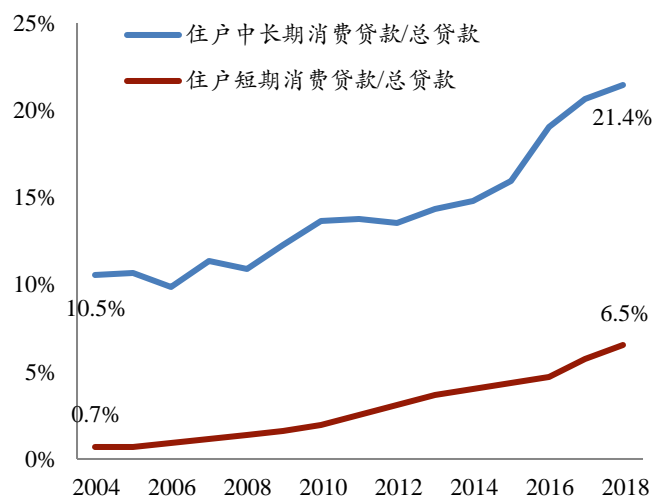
我国住户贷款中，中长期消费贷款（以按揭为主、包含少量汽车贷款）占比接近三分之二。在中国，房贷的资产质量是比较能抵御经济周期的；短期消费贷款包含一般消费贷款和信用卡透支，资产质量也属于“弱周期”。

图 6: 住户消费贷款占比拾级而上

图 7: 住户消费贷的“杠杆接力”



资料来源: Wind、安信证券研究中心

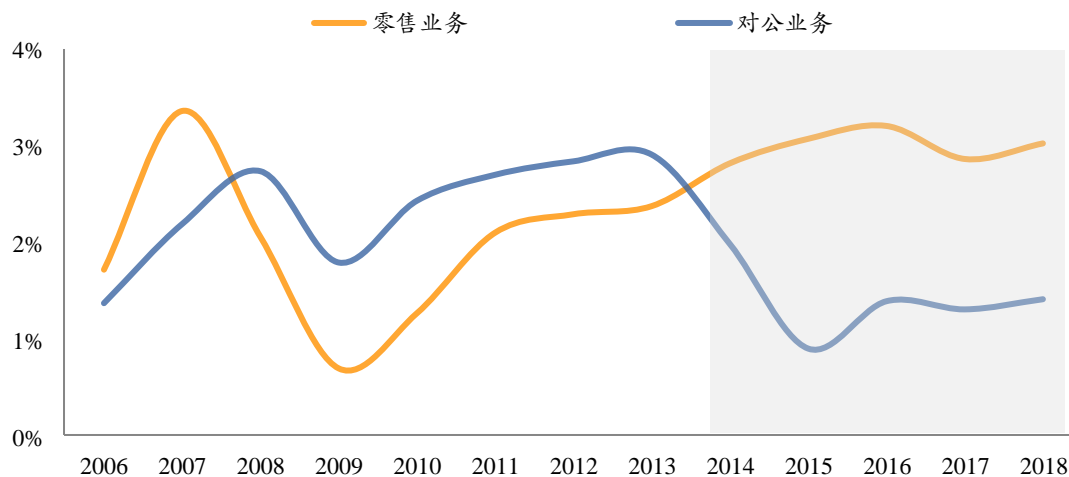


资料来源: Wind、安信证券研究中心

相比之下,对公贷款受到经济周期和行业周期的双重影响。经济下行期间,一方面信贷需求不振,银行信贷增速放缓,利率下行,利差收窄;另一方面企业经营不景气,贷款偿付压力加大,银行需计提更多拨备覆盖可能的不良损失,息差、不良对利润构成双侵蚀。行业周期方面,部分行业因为发展阶段的原因面临出清风险,可能与经济周期形成负向共振。对比来看,零售的“压舱效应”愈发突显。

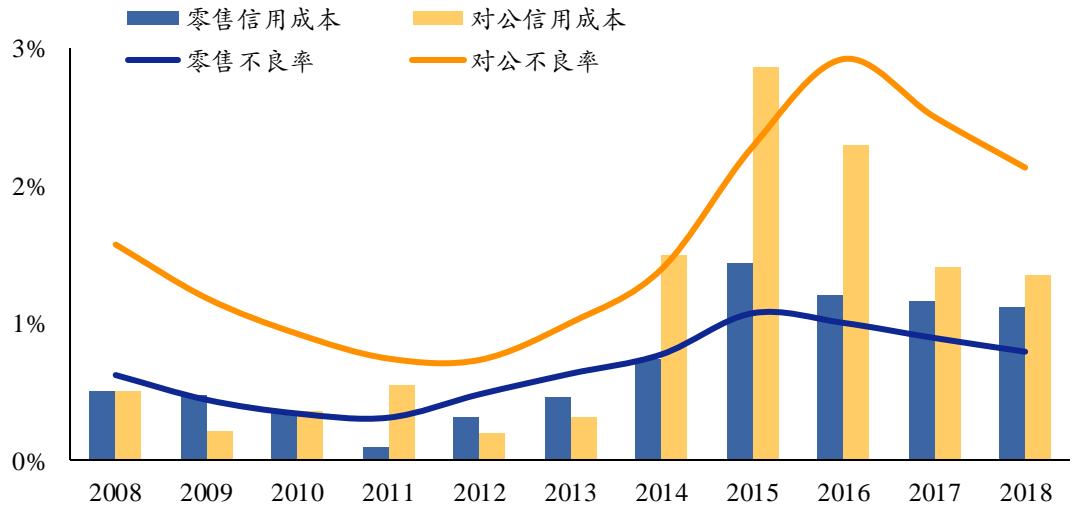
以招行为例,2013年后我国经济震荡下行:对公业务不良高企,信用成本大幅提升拖累ROA直线下滑;零售业务的信用成本虽然也在上升,但受冲击程度显著弱于对公,且受益于货币宽松、资源倾斜等,息差和中收持续增长,导致零售ROA走势与对公截然不同。

图 8: 2006-2018 年招商银行零售和对公分部 ROA



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

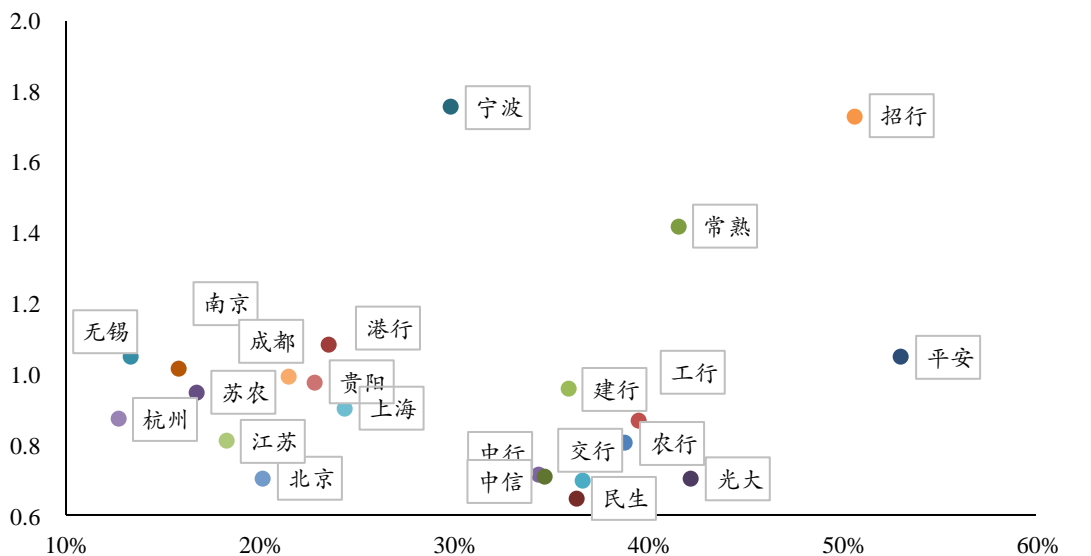
图 9: 2008-2018 年招行零售和对公分部不良率和信用成本



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

零售业务虽好，但零售占比高并不必然可以提估值。好的零售业务不仅要有“量”，还要有能形成护城河的“质”，这是由客群、产品、渠道等共同搭建成的、体系化的综合金融服务能力。唯有“质”、“量”兼得的好零售，才能帮助银行实现高估值。

图 10：上市银行 2018 年零售收入占比与估值散点图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：估值基于 2019 年 7 月 5 日收盘价。

2. 平安银行零售转型之路

平安银行的零售转型并非平地起高楼，在其历史沿革中曾有过零售基因，只是近年来得以重新激活。

2.1. 新平安银行诞生：优势互补，零售整合

现有的平安银行是由深发展银行和老平安银行于 2012 年整合而成。整合前，两家银行已各自在零售领域初具成果。

深发展银行自 2004 年由美国新桥投资接手后，盈利能力大为改观，尤其在贸易金融和个人住房贷款领域奠定了良好的发展基础，率行业之先推出了点按揭、等额贷、存抵贷、转按揭等诸多创新产品。至 2010 年末，零售贷款占比已从 2003 年的 7% 翻了两番至 30%，其中住房贷款占零售贷款的比例为 54%（2007 年最高时达 93%）。

老平安银行则始于中国平安金融控股集团对银行牌照的战略布局，通过两次吸收合并，2011 年末成为国内第四大城商行，定位中小企业和零售、信用卡业务。

新平安银行的诞生，不仅是机构的合并、规模的扩张，亦标示着零售住房长期贷款和消费、经营中短期贷款的整合。

图 11：平安银行历史沿革



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 邵平时代：小微开道，零售随行

2012 年 9 月，原民生银行副行长邵平空降平安，不仅带来了事业部制改革，也一度计划要将平安银行带向零售转型。2013 年平安银行提出“三步走”战略，向着零售转型的终极目标，以“追赶者”的姿态不断蓄势发力：

- 第一阶段（2013 年—2016 年）：对公为主，同时构建零售业务快速发展的强大基础；
- 第二阶段（2017 年—2020 年）：对公和零售协同发展；
- 第三阶段（2021 年—未来）：零售成为主要的业务和利润来源。

邵平掌舵期间，平安银行的业务仍以对公为主，重点开拓中小微企业客户；零售协同发力，背靠平安集团广泛的客群基础，交叉营销，圈地做大。为小微客户量身定制的“贷贷平安商务卡”，以小额信用循环贷为核心，集融资、结算、增值服务于一体，为此阶段拳头产品。

此间平安银行或多或少地吸收了民生银行的激进风格，贷贷平安的快速发展伴随着风险偏好的不断提升和小微客群的进一步下沉。2014H 小企业贷款和个人经营性贷款的不良压力已经开始显现，不良率分别由年初的 0.60% 和 0.55% 上升至 1.30% 和 1.29%，但信贷投放仍然没

有放缓，直接为深陷浙江省中小企业流动性危机、上海钢贸等小微互保联保问题埋下隐患。从邵平时代起，资产质量承压就是平安银行无法绕开的命题，并成为后期发展的沉重包袱。

表 2：贷贷平安推出后发展迅猛，客群边界不断下沉

	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016H
贷贷平安商务卡客户数 (万户)	34.78	72	80	87.64	95.86	95.73
较年初增长		104%	128%	9.5%	19.83%	-0.14%
授信客户数 (万户)	3.5	13.4	18	22.64	24.71	25.43
授信余额 (亿元)	109	423	654	809.78	864.81	
户均授信余额 (万元)	31.14	31.57	36.33	35.77	35.00	
贷贷卡存款余额 (亿元)	54	179	165	179.59	129.13	114.96
较年初增长		229%	203%	8.99%	-21.74%	-10.97%
贷贷卡贷款余额 (亿元)	60	297	448	575.33	525.48	493.58
较年初增长		396%	646%	28.25%	16.96%	-6.07%
贷贷卡贷款平均利率	15.1%	15.63%	15.75%	15.73%	15.45%	15.45%
贷贷卡不良率			0.64%	1.97%	1.76%	4.02%
平安小企业贷款余额 (亿元)	871.3	1002.6	1091.0	1104.9	934.1	817.5
较年初增长	56.05%	15.07%	25.10%	1.37%	-14.30%	-12.48%
占集团总贷款余额比重	10.47%	10.89%	10.86%	9.53%	7.87%	6.17%
平安小企业整体不良率	0.60%	1.30%	1.16%	2.91%	3.13%	5.46%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. 谢永林时代：科技赋能，零售突破

2016 年继高层整顿换血后，10 月平安银行提出打造“中国最卓越，全球领先的智能化零售银行”的发展目标。年底，谢永林从平安证券调任平安银行董事长，新管理层遂尘埃落定。

新一届管理团队进一步坚定了转型战略，并强化了自上而下的执行力。团队成员或有集团各业务条线的任职经历、或有多年零售实践经验、或有深厚科技背景，能较大程度地整合集团与科技资源，协同发力推进零售转型。

3. 转型初始阶段 2017-18：科技引领、零售做大、对公瘦身

新一轮转型中，围绕“科技引领、零售突破、对公做精”的策略方针，平安银行分阶段、有计划地向智能化零售银行的长期目标推进。初始阶段，首要实现科技引领、零售做大、对公瘦身：

- **科技引领**：加强金融科技建设和业务前端应用，把握互联网弯道超车机遇；
- **零售做大**：客户是一切商业服务加载的基础，在零售竞争日益激烈之际，先以三大尖兵产品做大客群，圈占市场；
- **对公瘦身**：加大不良处置力度，尽快解决存量包袱，问题资产清理完成前显著放缓增量投放，即“守好后门，再开前门”。

3.1. 科技引领突破

科技变革是近十年来金融业的最大趋势，以大数据、云计算、人工智能为代表的新技术，正

在从效率和风控两方面，深刻影响金融业的底层基本要素。

平安集团较早明确“科技引领”的战略方针，累计在技术、模式、平台和人才等方面投入超过 500 亿元，并依托全球研究院，始终走在金融科技前沿，已成功孵化陆金所、平安好医生、平安医保科技、金融壹帐通四大“独角兽”。后续仍将调拨每年收入的 1% 持续投入，巩固优势。平安银行依托集团，不仅可以分摊成本、避免重复开发，还可以加强与集团子公司之间的业务交互和信息共享，较同业在提升风控与营销能力方面，事半功倍。

同时，为了有效执行科技驱动战略转型，平安银行优先落实“科技人才引领”部署，持续从硅谷、领先互联网科技公司引入大量复合型高端技术人才，构建银行工程师团队的核心壁垒。截至 2018 年末，平安已培养了一支拥有约 6,000 名复合型金融科技人才队伍，占比位居同业前列，其中超过 3,200 人为零售专属 IT 团队。

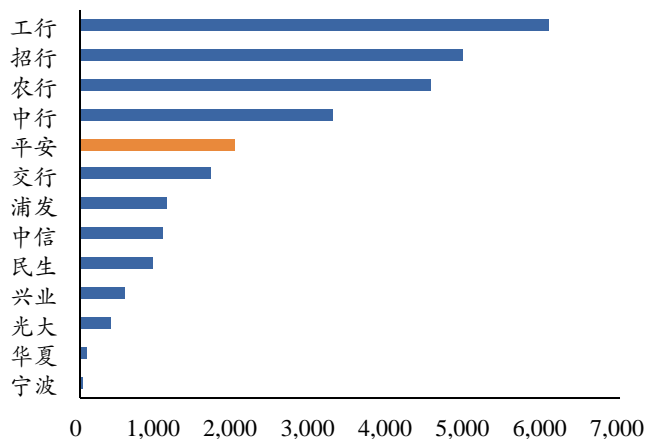
模式上，线上不断更新迭代口袋银行、口袋财务、行 e 通三大门户平台，全面提升功能加载和客户体验；线下复制推广“轻型化、社区化、智能化、多元化”的智能新门店，整合打造 OMO 综合服务体系。

鉴于科技对银行盈利能力的提升是系统性的，也是潜移默化的，短期很难通过简单指标来衡量成效。故仅从两方面检验平安银行科技驱动的成果，试图管中窥豹：

一是零售移动 APP 的使用情况。网络突破了线下网点约束，广泛覆盖客户的同时降低单客运营成本，提供了弯道超车的机会。平安银行整合升级后的口袋银行 APP，不仅实现了基础金融服务和丰富生活场景的一键连接，持续提升“快、易、好”的客户体验，还不断加载前沿科技，保持用户吸引力。截至 2019Q1 末，口袋银行注册用户数 6,765 万户，月活用户数 2,603 万户，月活用户数在股份行中仅次于招行，领先同业。

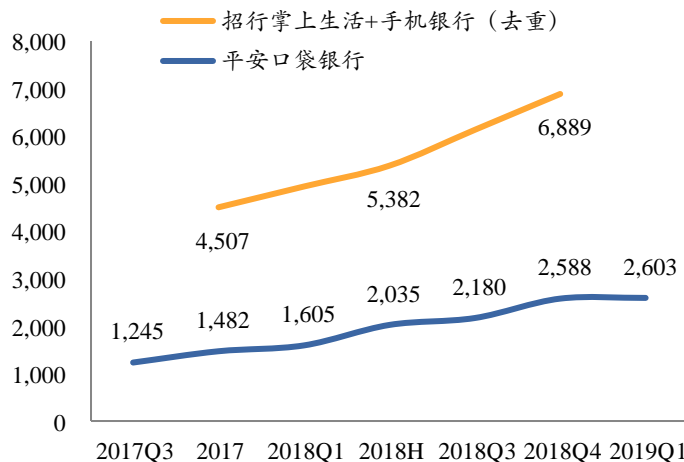
二是员工人均管理资产和人均创收能力。一方面，金融科技开启了机器替代人工的进程，部分重复性、机械化的工作可直接由设备完成，压降不必要的人力成本。此外，新型智能网点可以大幅节省门店面积和重型设备支出，固定成本也显著低于传统网点。另一方面，金融科技有助于增进员工工作效率，降耗节时，单位时间内的创收能力大幅提高。2016-2018 年，平安银行人均总资产和人均营业收入的复合增速分别为 16.73% 和 12.28%，国股行中位列第一。

图 12：银行 APP 月度独立设备（万台）（2019 年 3 月）



资料来源：艾瑞数据、安信证券研究中心

图 13：平安和招行零售 APP 月活用户数走势图（万户）

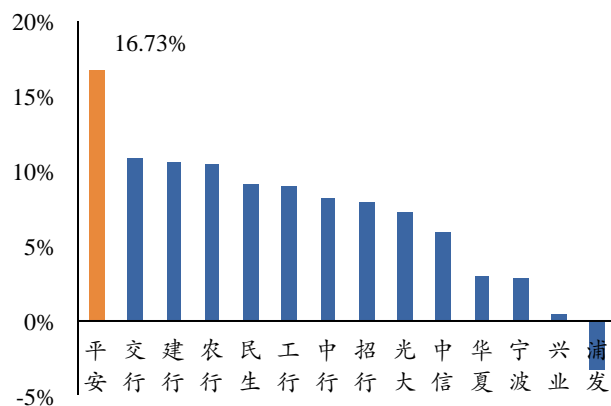


资料来源：公司公司、安信证券研究中心

说明：2018 年招商银行 APP 月活统计标准由用户登录 app 变更为为用户打

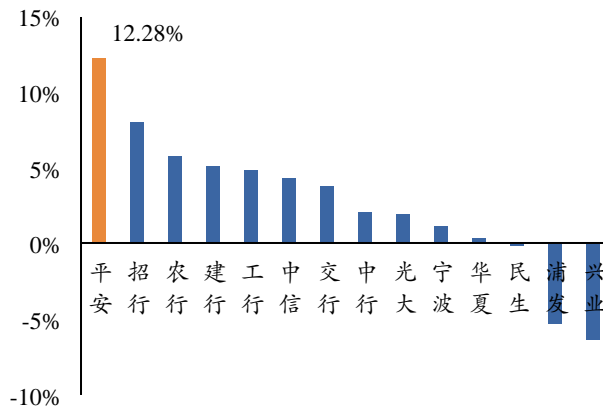
开 app, 同时仅公布两个 app 未去重月活为 8105 万户; 以此为基础, 沿用此前约 15% 的重合率, 估算 2018 年去重月活数。

图 14: 上市银行人均资产 2016-2018 三年复合增速



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 15: 上市银行人均营收 2016-2018 三年复合增速



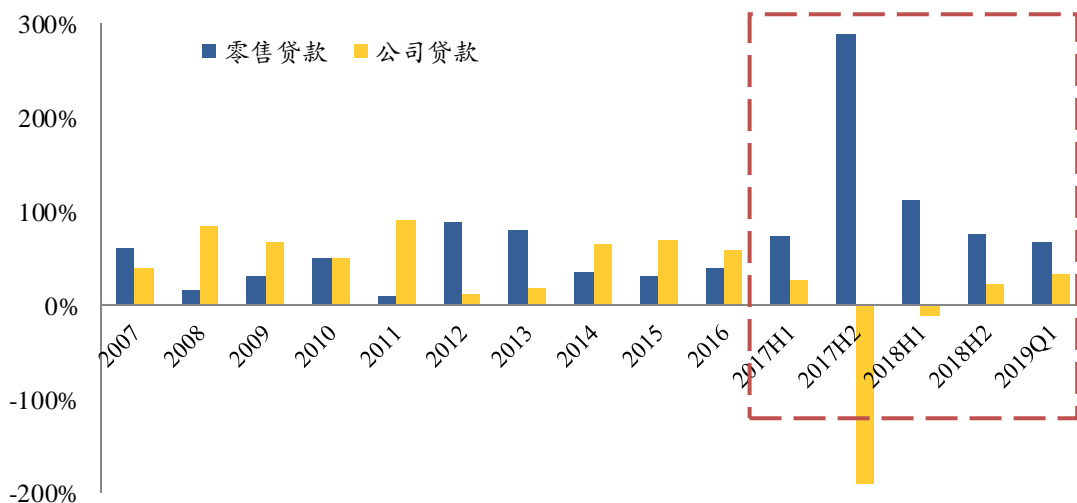
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

3.2. 零售做大份额

相较其他银行, 平安银行零售转型的最大特点是思路非常明确, 就是要效仿招行打造完整的零售生态体系, 从而达到将客户留在自身零售业务闭环内的目的。一开始在信贷资源方面给予了零售业务空前力度的倾斜。2017 年起, 平安银行贷款增量中零售占比显著超越对公, 虽然这与当时的经济环境、自身的存量包袱及资本约束密不可分, 但平安零售转型的力度和决心彰显无遗。

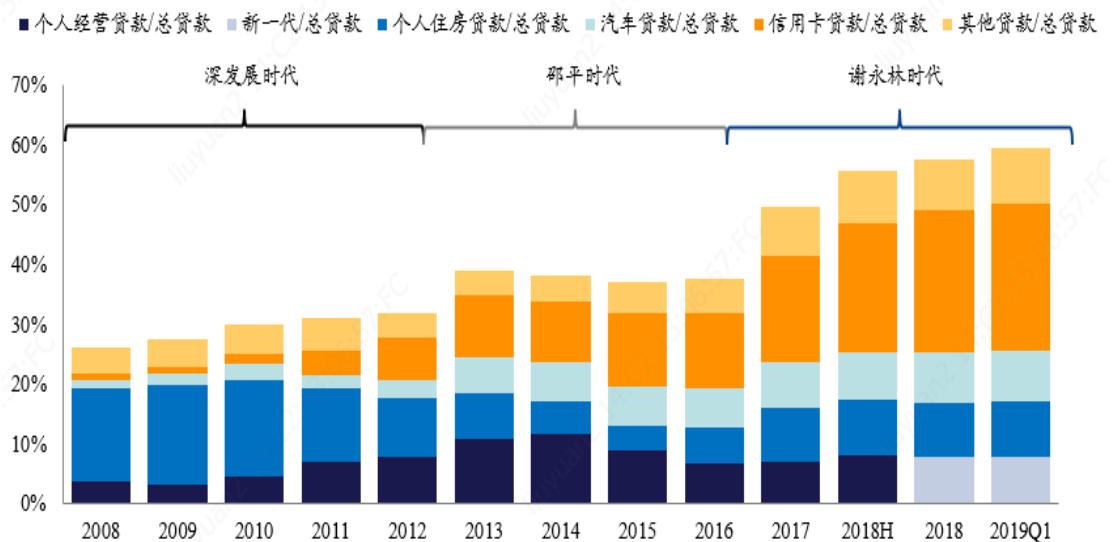
在战术执行上, 平安银行深知引领客户入门是后续一切服务加载的基础。故优先运用有十多年业务经验的三大尖兵产品——信用卡、新一贷、汽融贷, 做大客群, 圈占份额, 为品牌造势。

图 16: 2007-2019Q1 平安银行新增贷款中零售与对公占比



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 17: 2008-2019Q1 平安银行各项零售贷款占比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：2018 年年报后平安银行调整零售贷款分类口径，单独将新一贷归为一类，不再披露个人经营性贷款规模。

3.2.1. 信用卡

信用卡紧贴日常需求，是银行最能切入消费场景的抓手，在第三方支付平台兴起之际，对银行战略意义重大。

平安银行发展信用卡的两大优势：一是背靠集团，信用卡可作为集团客户迁徙的重要桥梁，以较低成本获得较为优质的客户，2017、2018、2019Q1 通过交叉销售渠道发放的信用卡占新增卡量的比重分别为 46.0%、39.0%和 33.7%。二是口袋银行 APP 的支持，实现了金融服务与消费场景的无缝切换，并通过卡片定制、商城服务、智能科技等特色加载，提高用户体验与粘性。加之信贷资源的倾斜，平安银行信用卡业务快速实现了从股份行第二梯队到第一梯队的跨越式发展。

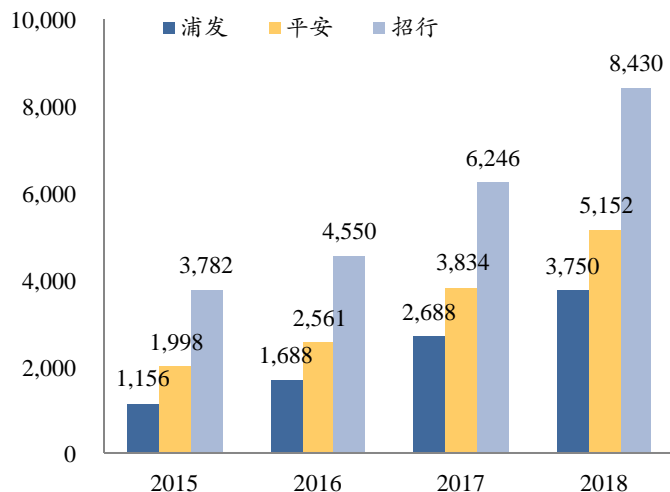
具体来看评价信用卡业务的两项重要指标：

- 1) 有效卡量持续稳步增长,2017、2018、2019Q1 分别较年初增长 49.73%、34.38%、3.88%，总量达到 5,352 万张，接近招行有效卡量的三分之二；
- 2) 边际上卡均交易额攻势凌厉,2018 年平安卡均交易量达到 5.29 万元/卡，先后反超招行、浦发。当然并非招行信用卡业务倒退，而是其流通卡体量巨大，卡均交易额保持稳定已经实属不易。

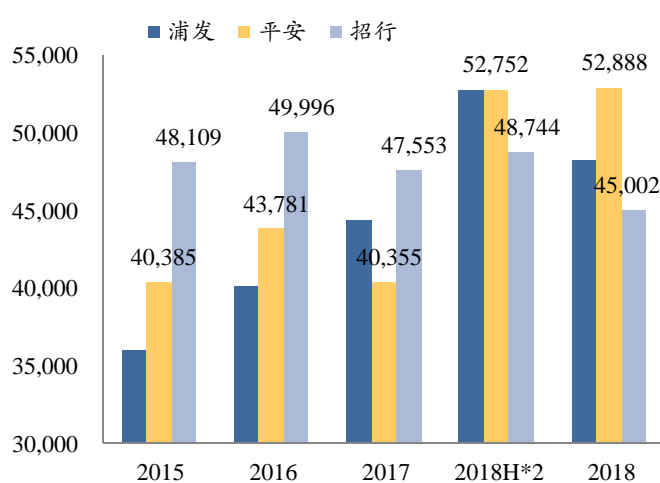
有效卡量和卡均交易额的迅猛发展，推动信用卡创收持续增加。2017、2018H 平安的银行卡手续费净收入（以信用卡为主）分别为 143、113 亿元，增长迅速。考虑到信用卡客户一般需要经过半年到一年的培育期方可逐渐创收，17H1、17H2、18H1、18H2 平安分别新发卡约 507、1,003、918、819 万张，随着新客户依次进入收获期，后续信用卡收益有望持续增长。

图 18：招行、平安、浦发信用卡流通卡量横向比较（万张）

图 19：平安银行历年流通卡卡均交易额同业比较（元）



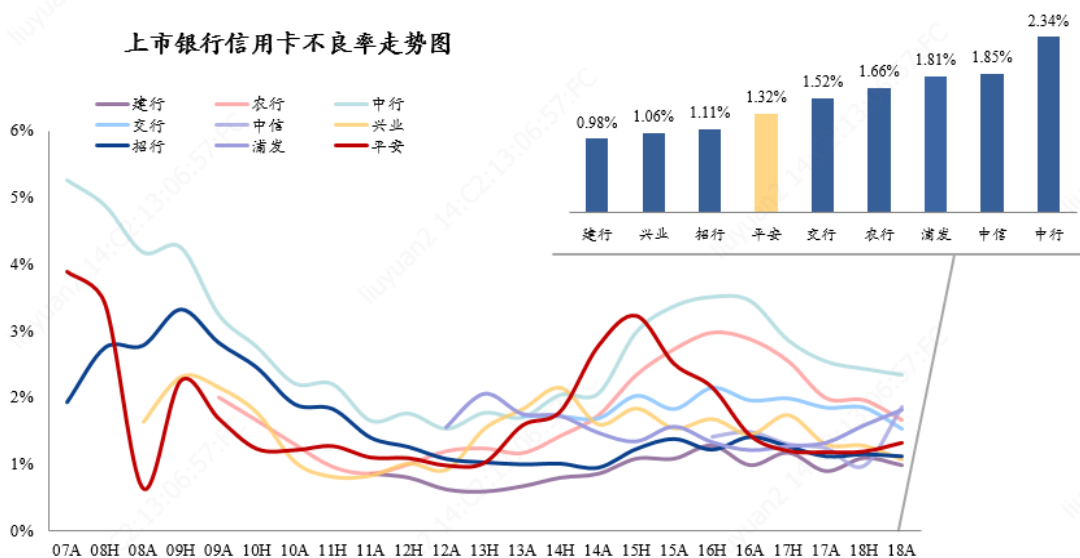
资料来源：公司公告、安信证券研究中心



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

虽然 2017 年后信用卡不良率有上升苗头，但因为风控趋严、及时提高门槛，预计风险可控。平安银行一方面通过大数据平台和定量分析工具，优化存量结构的同时改善新获客品质；另一方面通过优化催收策略，提升不良资产清收能力。截至 2018 年末，平安银行信用卡不良率为 1.32%，低于同业中位数，19Q1 微增 2bp 为 1.34%。

图 20：上市银行信用卡不良率走势图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2.2. 新一贷

平安银行 2009 年推出的新一贷，是国内消费金融市场上最早的普惠型纯信用贷款产品之一。历经十年打磨，新一贷已形成较为成熟的运营模式。截至 2019Q1，新一贷贷款余额已达 1,551.9 亿元，较年初增长 0.9%，占总贷款余额的 7.56%。

目标客群方面，新一贷定位普通中产，较平安银行其他零售信用贷款及同业同类型产品更为下沉，但仍优于平安普惠的客群定位。具体到客户资质，新一贷倾向于有房产、房贷、保单、优良职业、税金或公积金缴费一定年限以上的客户，核心是推断认定月收入，以此确定贷款额度与期限，并进行差异化定价，利率范围在 13.2%-18.3%之间。

在资金运用上,主要用于个人或家庭除购买住房以外的其他消费或经营,目前结构约为“30%小微业主经营性贷款+70%工薪阶层消费贷款”。

表 3: 平安集团零售信用贷款图谱

机构	贷款产品	目标客户	利率	期限	特点	最高额度	还款计息方式
平安银行	金领通	高端零售客户	8%左右	按日计息 随借随还	不用款不计息,无提前还款违约金	100万	按日计息,循环贷款
	薪易通	优良职业受薪人士,消费用途			1、办理仅需二代身份证; 2、1-3 个工作日授予额度; 3、融合了支付结算、财富管理 and 保险保障等多样化综合金融服务	30万	
	新一贷	连续稳定收入的受薪或自雇人士	14%-17%	1 年、2 年、3 年,优良职业可达 4 年	资料齐全,1-3 个工作日放款	50万	
平安易贷	有薪指日可贷	受薪人士	1、每月保费费率 0.9-1.9%; 2、银行利率为 6.09%; 3、综合年化利率: 16.88%-28.88%	1 年、2 年、3 年	1、最快 1 天放款; 2、只要投保成功,投保人即可申请由合作银行发放小额贷款; 3、费率由保费+银行利息构成	15万元	等额本息
	有房指日可贷	有房贷人士					
	有车指日可贷	有私家车人士					
	有生意指日可贷	自雇人士					
	有保单指日可贷	寿险保单投保人					
平安普惠	O2O 借款	有稳定工作即可	13%左右	1 年、2 年、3 年	最快 30 分钟放款	30万元	等额本息
	i 贷	针对互联网用户量身定制	最低年利率 18%左右	大多都是短期限,一年以内	1、最快 3 分钟放款; 2、23 周岁以上就可以申请,无需材料,不用上门	5万元	按日计息,随借随还

资料来源: 中国平安官网、安信证券研究中心

客户越下沉,越考验银行的风控能力。定位中产的“新一贷”,主要通过获客、信息、审批、贷后四步把控风险:

1) 获客: 综拓迁徙集团客户+奖罚并举有效激励

新一贷获客途径,除了银行传统的中介模式(客户经理联通中介平台)和金服模式(电话销售)外,还独有依托集团百万寿险代理人的综拓模式,挖掘和迁徙集团优质客户。同时依据资产质量,奖金递延,违约问责,激励机制到位。

2) 信息: 借款人面签+大数据校验

入口信息是否准确,是风控模型的第一道防线。新一贷要求借款人必须面签,确认本人真实存在且知情;同时结合第三方数据(如保单信息、央行征信报告、集团黑名单等)校验。

3) 审批: 十年数据积累+模型迭代优化

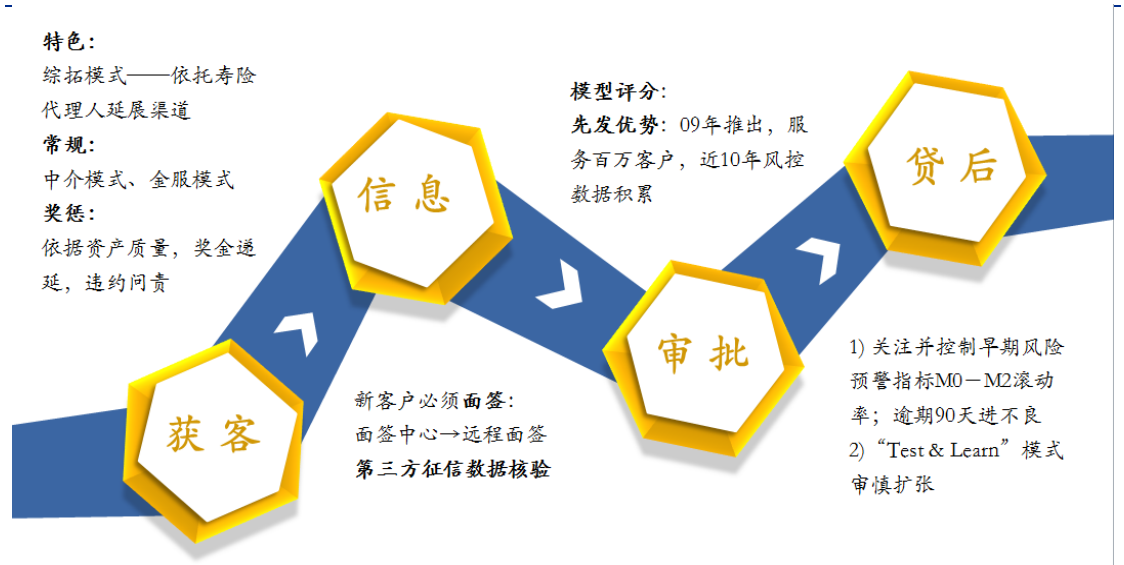
迄今为止新一贷已历时十年,服务客户上百万,积累了庞大的数据。为信审模型勾勒客群画像、不断迭代优化,提供了充足的素材。

4) 贷后: 跟踪管理及预警+动态调整审慎扩张

新一贷关注并控制 M0-M2 滚动率，及早预警业务异常；并依托 Test & Learn 动态调整额度，审慎扩张，走好回收本金、实现收益的关键一步。

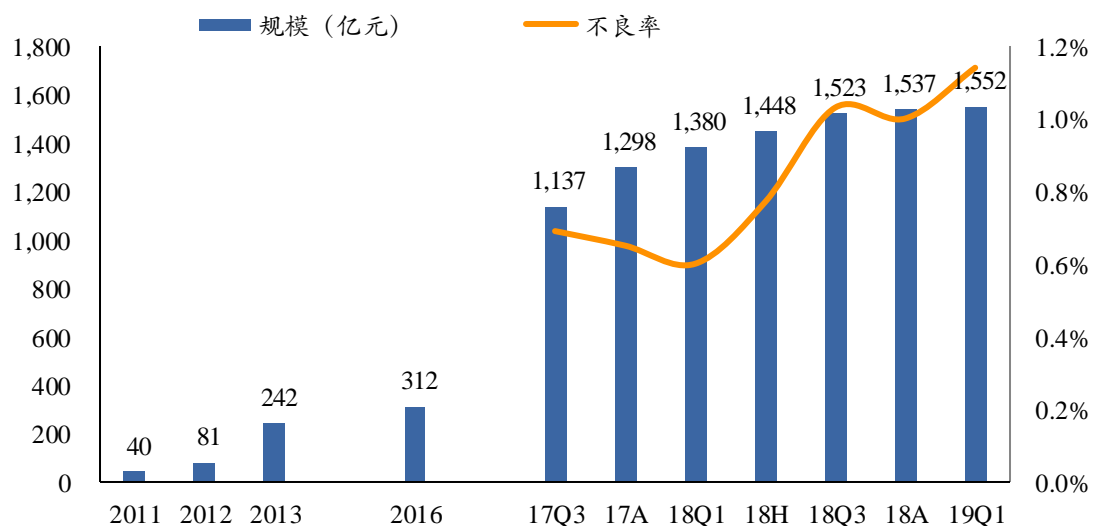
2019Q1 新一贷不良率为 1.14%，较年初上升 14 个 bp，其风控水平究竟如何，目前仍处于无法证实也无法证伪的阶段。但就调研情况来看，新一贷核销前的不良率不超过 3%，收益率位于 14% - 17% 之间，有比较宽的安全边际。并且平安银行及时根据经济形势调整风控措施和信贷投放节奏，预计风险被控制在一定范围之内。

图 21：平安银行“新一贷”业务及风控流程



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 22：平安银行新一贷贷款余额及不良率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.2.3. 汽融贷

平安银行于 2002 年成立了汽车金融事业部，较早全面切入个人汽车消费贷领域，依靠**组织优势、先发优势和集团优势**，创设了新车贷、二手车贷、车抵贷、保费贷等围绕客户买车、用车、养车、换车全生命周期、各消费场景的系列产品，市占率达到 17% 左右，持续领跑同业。

- 1) 组织优势。**业务采取事业部模式，建立全国统一的产品、运营、销售体系，不仅能快速响应客户需求、执行落地；还因业务团队高度专注，能有效挖掘、掌握汽车厂方或经销商信息，及早建立合作关系、圈占行业资源。
- 2) 先发优势。**开展时间较早，于细分市场起步阶段率先打响品牌，赢得口碑；后续通过长期持续的创新、反馈、优化，积累丰富经验，强化综合实力。
- 3) 集团优势。**协同集团子公司下的汽车之家、汽车保险等，从客户和产品两端整合集团资源，相互引流、交叉销售的同时提高客户黏性和单客财务贡献。

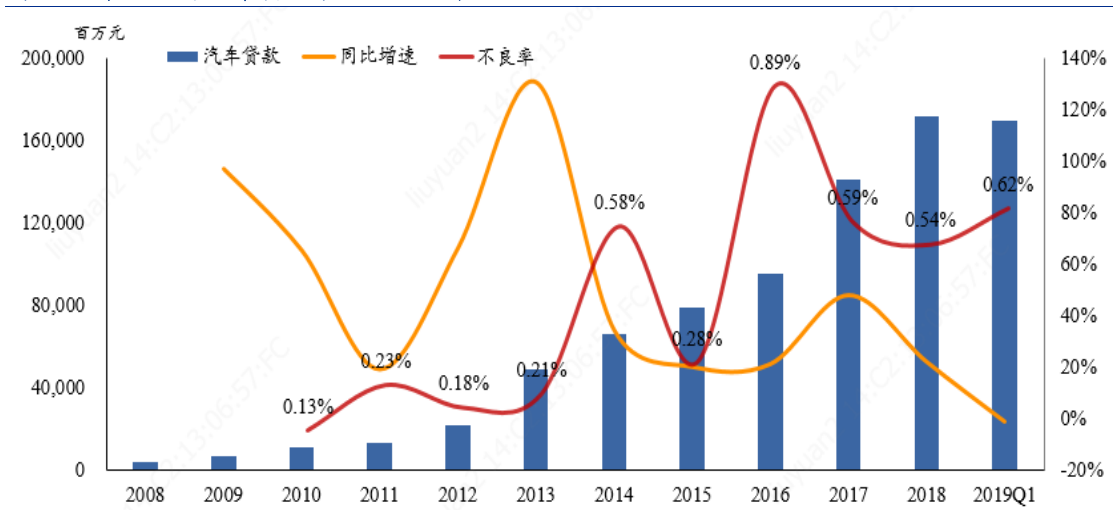
平安银行“汽融贷”自开展以来规模稳定增长，至2018年末余额已达1,720.29亿元。后续集团资源的协同开发，以及业务重点顺势由新车转向二手车贷款，均为其稳定增长提供了支撑。同时，鉴于汽车的大型消费品属性，汽融贷业务对象中的高质量客户占比较高，不良率显著低于一般消费性贷款，资产质量相对无忧。

表4：平安银行汽融贷产品

分类		商业模式
新车贷款	常规	客户通过分期贷款购买车辆，承担全部利息
	贴息	厂商或经销商帮客户承担部分贷款利息，客户免息或低息分期购买车辆
二手车贷款	直营	银行直接与二手车商合作，为零售客户提供二手车消费贷款
	SP代理	银行提供资金，由代理商、担保公司进行业务拓展与受理
车辆抵押贷款		客户通过抵押个人名下车辆给银行，获取消费或经营贷款

资料来源：平安银行官网、安信证券研究中心

图23：平安银行汽车贷款余额及不良率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

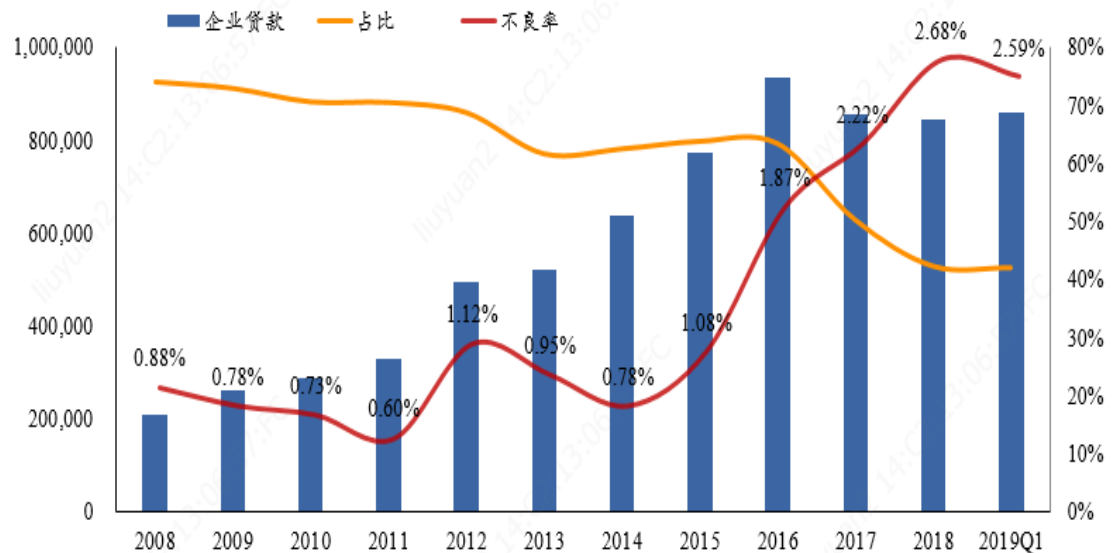
3.3. 对公排毒瘦身

平安过去的对公战略以中小企业为主，贡献了较高的资产收益率。但随着风险逐步暴露，不良贷款加速生成，对公不良率从底部的0.78%飙升至逾2%，此外关注率和逾期率也居高不下，存量不良压力成为前期平安银行估值的主要压制因素。

此轮战略转型中，平安对公业务定位“打造精品公司银行”，具体包括“精选行业、精耕客

户、精配产品、精控风险”。起初着重践行精选行业 and 精控风险，一方面新增信贷投放精选行业，另一方面精控风险“排毒瘦身”，加速问题资产的风险暴露和不良核销。对公贷款规模与占比双降，在贷款总额中的占比由2016年的63.3%降至2018年的42.2%，初步化解了资产质量包袱。

图 24：平安银行企业贷款总额及不良率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 5：平安银行不良贷款生成经历

不良贷款增量	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
企业贷款	2,959	-588	34	3,380	9,112	1,504	3,621
其中：商业	1,204	-279	486	1,650	5,792	-3,300	1,416
制造业	1,874	-182	-468	1,159	1,909	69	2,680
其他	-119	-127	16	571	1,411	4,734	-476
个人贷款	432	349	1,486	2,924	46	786	-335
其中：住房按揭	26	117	-15	-230	69	11	42
经营性贷款	324	34	1,144	2,865	-434	891	n.a.
汽车贷款	9	64	278	-160	628	-143	97
其他	74	134	78	449	-217	26	n.a.
信用卡	215	885	1,478	843	-1,104	993	2,665
当期核销	1,244	4,002	9,094	23,583	35,797	39,610	45,804
真实不良生成	4,815	4,677	12,054	30,727	43,854	42,905	51,712
不良真实生成率	0.81%	0.60%	1.29%	2.74%	3.26%	2.70%	2.79%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

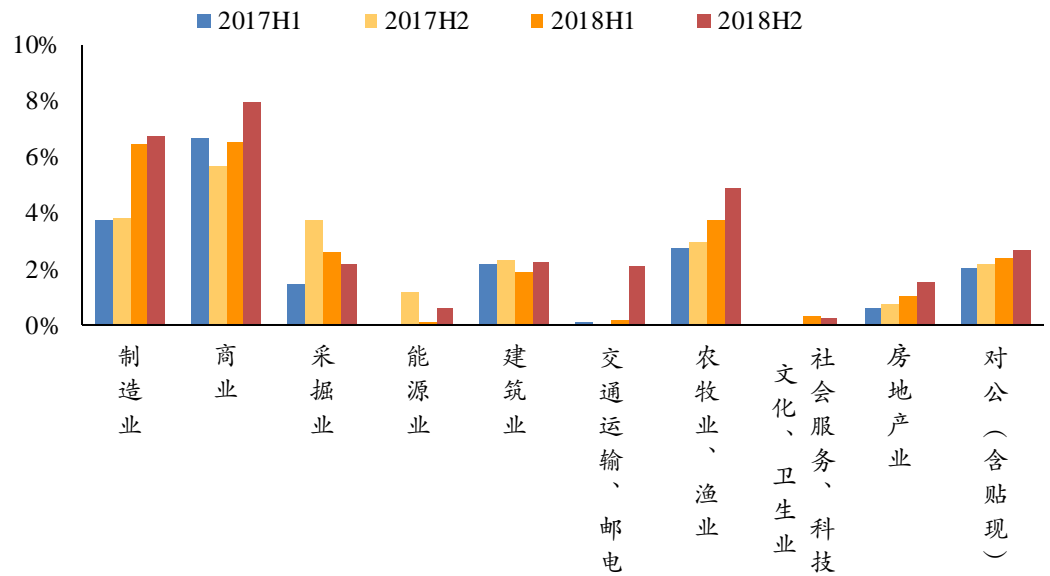
说明：2018 年年报平安调整零售贷款分类口径，经营性贷款和其他类无可比数据。

3.3.1. 控增量，调存量

精选行业方面，公司将行业事业部制升级为垂直运营的“行业银行”，实施差异化信贷政策。一方面有序压降，退出重资产和高风险行业，制造业、商业类贷款占比从2016年的11.7%、10.7%分别降至6.0%、5.1%；另一面，将腾挪出的资源用于深耕十大精选行业¹和政府类金融配套服务，并探索“商行+投行”、以小撬大的成熟业务模式。

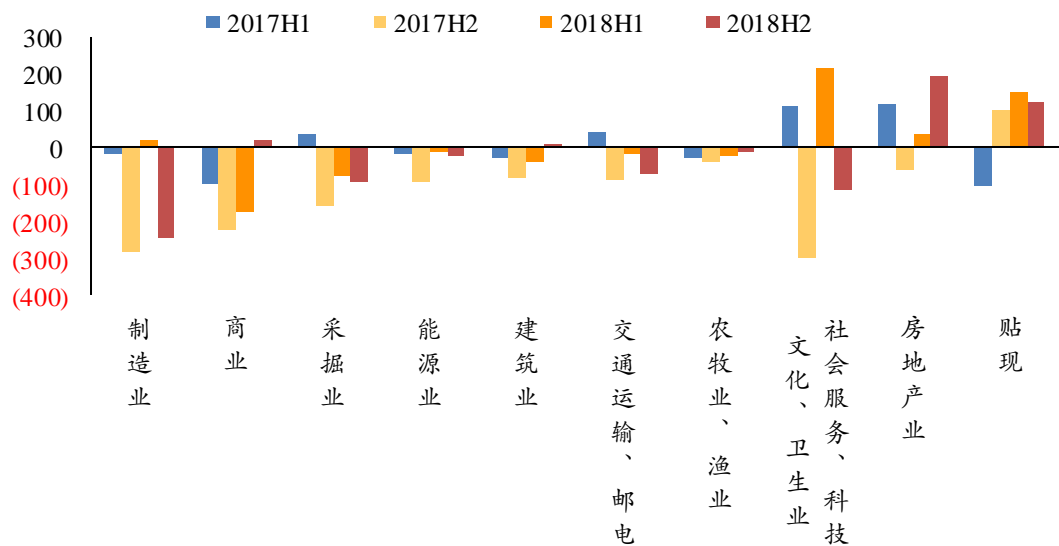
¹ 十大精选行业指医疗健康、房地产、电子信息、交通运输、仓储物流、绿色环保、清洁能源、基础设施、文化教育、民生。

图 25：2017-2018 对公贷款分行业不良率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 26：2017-2018 对公贷款行业压降情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.3.2. 充分暴露，加强核销

针对存量资产质量问题，平安银行主动加速暴露，**2018 年末不良暴露率为 11.82%，至 2019Q1 进一步提升至 12.91%，存量风险暴露已相对充分**，未来资产质量的不确定性将回到行业平均水平。

$$\text{“不良暴露率”} = \frac{\text{2017-2018 年累计核销及转出} + \text{2018 年末不良余额}}{\text{2016 年末（一般性公司贷款} + \text{经营性贷款）}}$$

此外，平安银行于 2016 年成立特殊资产管理事业部，**从不良的分散式清收逐渐转为集约化经营，推动“变废为宝”**。2017、2018、2019Q1 分别收回不良资产 64.45、187.44、95.22

亿元。

经过两年多的调整，平安银行各项资产质量指标已基本回归行业均值，关注率和逾期率回落至3%以内，不良偏离度也降至1以下，基本为后续发展扫除了障碍。

表 6：上市股份行资产质量指标对比

2016-12-31	调整前 2016					调整后 2019Q1		2018		
	不良率	拨备覆盖率	关注率	逾期率	逾期 90 天以上/不良	不良率	拨备覆盖率	关注率	逾期率	逾期 90 天以上/不良
招商	1.87%	180.02%	2.09%	2.14%	78.13%	1.35%	363.17%	1.51%	1.58%	78.86%
兴业	1.65%	210.51%	2.59%	2.15%	78.74%	1.57%	206.34%	2.06%	2.02%	78.88%
浦发	1.89%	169.13%	3.82%	2.98%	120.48%	1.88%	160.06%	2.95%	2.41%	84.61%
平安	1.74%	155.37%	4.11%	4.11%	158.73%	1.73%	170.59%	2.73%	2.48%	97.36%
民生	1.68%	155.41%	3.75%	3.50%	151.52%	1.75%	137.82%	3.38%	2.59%	96.65%
中信	1.69%	155.50%	2.65%	3.26%	119.05%	1.72%	169.89%	2.36%	2.67%	92.41%
华夏	1.67%	158.73%	4.20%	4.72%	227.27%	1.85%	157.51%	4.44%	3.42%	147.12%
光大	1.60%	152.02%	3.78%	2.87%	125.00%	1.59%	178.70%	2.41%	2.35%	84.06%
均值	1.71%	163.76%	3.32%	2.95%	118.96%	1.70%	174.50%	2.63%	2.41%	87.32%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

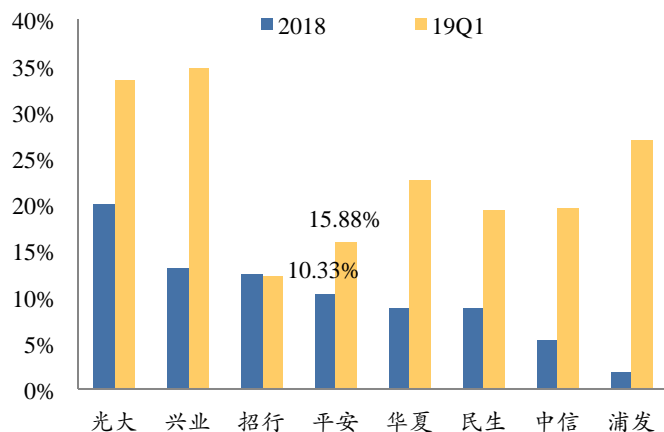
说明：均值为剔除最高值、最低值、平安银行后剩余五家银行的平均值。

3.4. 起步阶段初战告捷

2017 年平安银行营收和归母净利润同比增速仅为-1.8%和 2.6%，2018 年提升为 10.33%和 7.02%，2019Q1 进一步巩固强化至 15.88%和 12.90%，股份行中位居前列。净息差连续四季度环比上升，ROE 同比降幅逐季收窄，盈利能力不断改善。

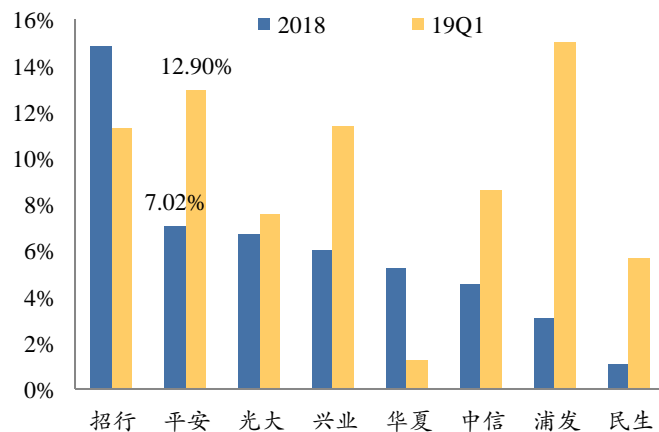
转型起步阶段初战告捷，从 2019 年起，平安银行进入转型进阶阶段。

图 27：上市股份行营业收入同比增速对比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

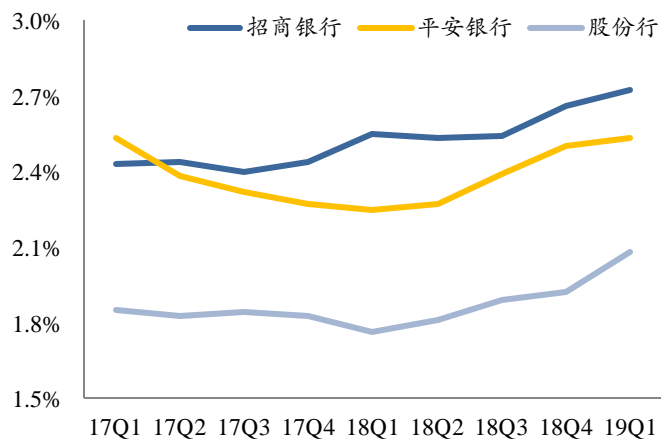
图 28：上市股份行归母净利润同比增速对比



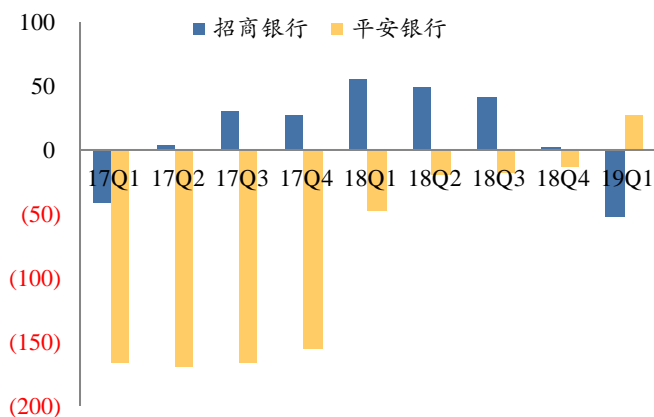
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 29：2017 年后平安、招行单季净息差走势对比

图 30：2017 年后平安、招行年化 ROE 同比变化情况 (bp)



资料来源：银保监会、公司公告、安信证券研究中心



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. 转型进阶阶段 2019-：科技赋能、零售提质、对公做精

2019 年起平安银行进入转型进阶阶段，深化推进科技赋能、零售提质、对公做精。

4.1. 科技赋能变革

与同业相似的是：随着人工智能、云计算、大数据等先进科技的商业化运用从青涩到成熟，科技对银行效率、成本的改善效用呈几何式增长，定位从“技术服务提供者”、到“业务合作伙伴”、最终成为“变革引领者”。

有别于同业、为平安银行所独有的是：背靠平安集团这一顶层综合金融生活提供商，平安银行发展金融科技战略地位更高，效益产出也更大。

4.2. 零售提质增效

起步阶段初具成果的同时，市场也不乏质疑声，短期内快速做大零售资产规模的平安银行或多或少存在零售根基不稳、产品业务分布不均、存款派生与中收获取能力弱、风控水平有待检验等问题。后续进阶阶段，平安银行零售的重点即为提质增效，在现有基础上提升可持续发展能力，具体体现在结构优化、财富管理、存款沉淀几个方面：

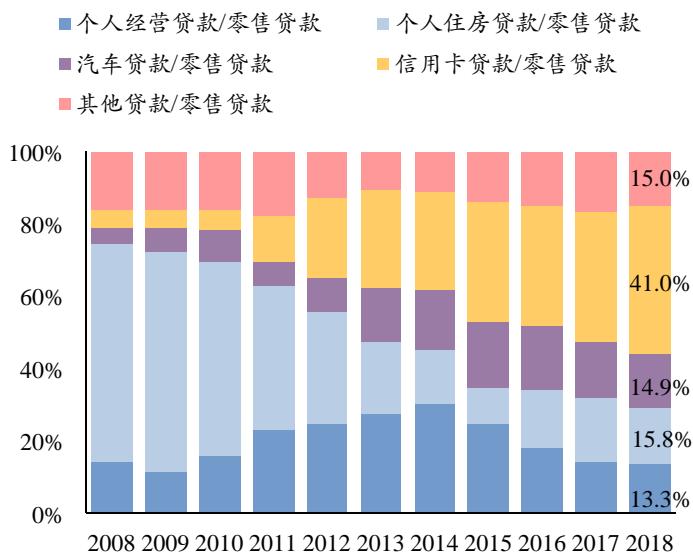
4.2.1. 结构优化，质量优先

结构优化体现在两方面，一是零售贷款占比提升，2018Q4、2019Q1 平安银行零售贷款占比（日均余额口径）分别为 57.77%、59.50%，接近 60% 的目标位，零售贷款的占比提升空间已有限。

二是零售贷款内部的结构调整优化。招行的零售贷款里低风险的按揭贷款占比过半，而平安银行的零售资产风险偏好更高，相对集中于消费和经营性贷款。结构的差异源自两家银行的客户及负债端的禀赋不同。

2017 年下半年受宏观经济下行、共债风险爆发等外部因素影响，消费金融行业风险上升，平安银行也未能幸免。但经过及时的调整收紧，2018 年新增资产质量已有明显好转。后续将根据经济形势相机抉择，如果经济企稳向好，那么可能会适当提高消费及经营性贷款增速；如果经济持续下行，可能会增配按揭类贷款。

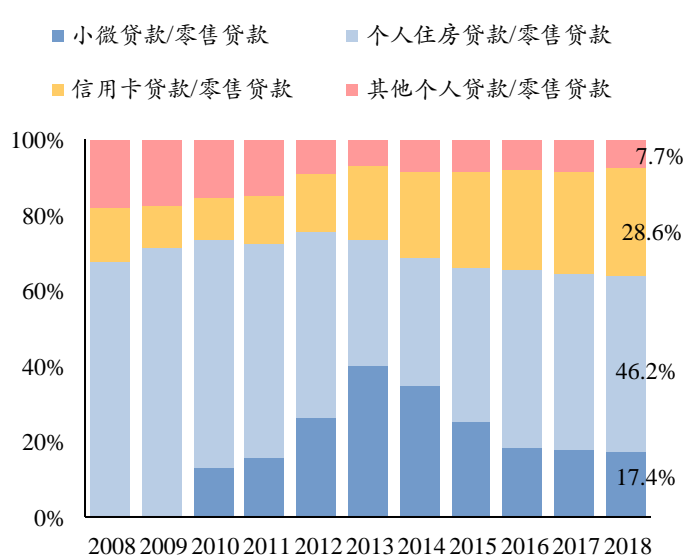
图 31: 平安银行零售贷款结构



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

说明: 2018 年平安银行调整零售贷款分类口径, 该年个人经营性贷款占比指代新一贷占比。

图 32: 招商银行零售贷款结构



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 7: 平安银行三大尖兵产品账龄分析

账龄 6 个月时的逾期 30 天以上贷款余额占比

= 当年新发放贷款或新发卡在账龄第 6 个月月末逾期 30 天以上贷款余额

/ 账龄满 6 个月的当年新发放贷款金额或账龄满 6 个月的当年新开户客户的信用卡透支余额

	信用卡	新一贷	汽融贷
2015	0.48%	0.27%	0.20%
2016	0.45%	0.16%	0.12%
2017	0.35%	0.20%	0.18%
2018	0.29%	0.18%	0.16%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

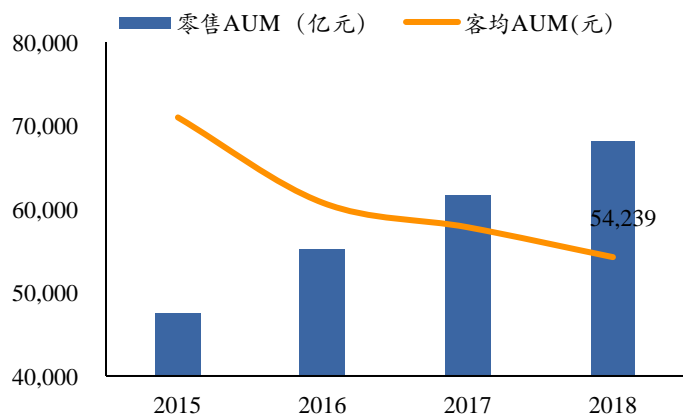
4.2.2. 推进财富管理和私人银行业务

平安银行自转型以来便积极推进 LUM 带动 AUM 增长, 一方面 AUM 是存款沉淀的基础; 另一方面, AUM 越高, 越容易加载派生其他产品, 贡献更多综合收益。

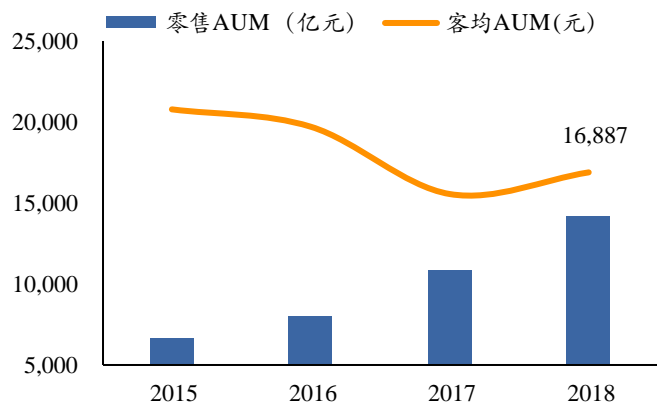
2018 年末, 招行零售 AUM 合计 6.8 万亿元, 人均 AUM5.42 万元; 平安零售 AUM 合计 1.4 万亿元, 人均 AUM1.69 万元。静态来看, 平安银行在财富管理方面与招行还是有很大的差距。但是随着招行不断拓展年轻用户以实现客群换挡, 平安银行奋起直追, 两家银行的差距可能会慢慢收窄。

图 33: 招商银行零售财富管理

图 34: 平安银行零售财富管理



资料来源：公司公告、安信证券研究中心



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

平安银行还从整合壮大私行、集团客户迁徙两方面推动 AUM 增长：

4.2.2.1. 整合资源，壮大私行

根据“二八法则”，占比百分之二十的高净值客户将贡献百分之八十的资产和利润，2018 年招行金葵花高净值用户占零售客户数的比重为 1.88%，却贡献了零售 AUM 的 80.98%；私人银行的这一比例更高达 0.06% 与 29.98%。高净值客户服务才是零售利润的中流砥柱。

2018 年 10 月，为整合资源、更好地服务集团高端零售客户，平安信托财富管理团队整体划入平安私人银行，使其员工数由 130 人扩充为 1000 名，迅速壮大销售力量，同时成立了专门维护产品与权益的 400 人专业队伍，能够在加大产品引入力度的同时构建有吸引力的权益体系。后续，私行将致力于丰富产品货架，从集团子公司、顶尖私募等渠道引入优质权益类产品，通过高且稳定的投资回报率，提升客户体验，最终形成良性循环。

截至 2019Q1 末，平安银行财富客户 66.45 万户，私行达标客户 3.5 万户，分别较年初增长 12.3% 和 16.7%。

4.2.2.2. 集团客户红利深度开发

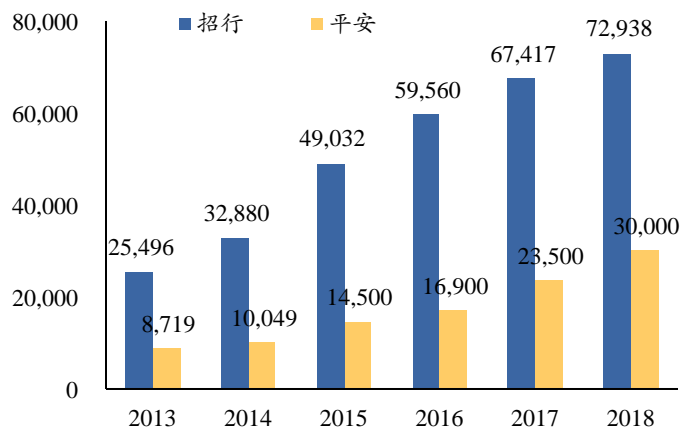
2019Q1 中国平安集团个人客户数 1.91 亿，代理人规模 131 万人。海量客户为平安银行提供了稳定的低成本增量客户来源，而庞大的代理人团队则成为有效助力，平安银行为此专门设立了综拓部门，战略转型开展后，集团引流对增量获客的贡献十分显著。2017、2018、2019Q1，零售新增客户分别有 41.4%、29.8%、34.2% 由集团客户迁移形成，贡献了零售 AUM 增量的 34.3%、42.5%、34.1%。

此外，涉入寿险、财险的多为财富水平相对较高的优质零售客群，在资产质量和综合收益贡献方面都较一般客户更佳。此前，平安银行因财富管理团队人手不足，综拓产品以信用卡和新一贷为主。随着私行团队壮大，后续集团综拓对平安 AUM 的提升作用有望再上台阶。19Q1 综拓渠道财富客户净增 1.76 万户，占整体增量的 37.9%，高于一般客户综拓占比。

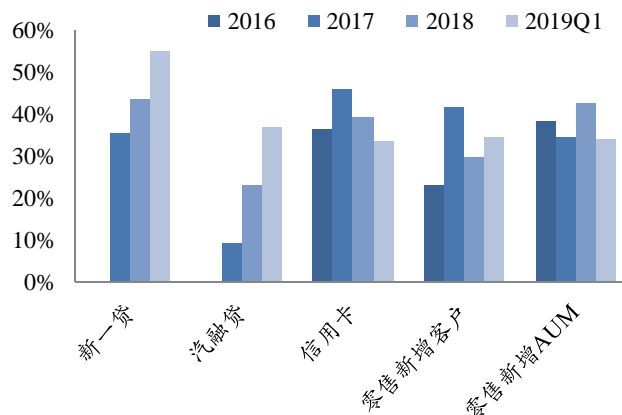
在多方合力作用下，19Q1 末平安银行零售 AUM 合计 1.67 万亿元，人均 AUM 1.91 万元，分别较年初增长 17.4% 和 13.2%。

图 35：招商&平安私人银行客户数（人）

图 36：综拓渠道对平安各零售业务当年增量的引流贡献



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心



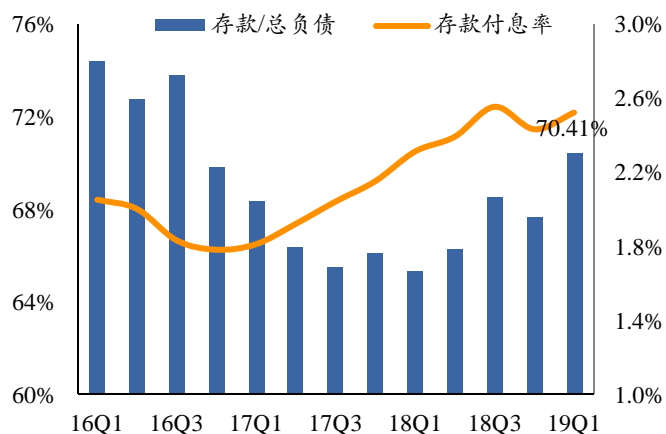
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.2.3. 提升存款沉淀能力

不同于招行从主账户入手, 稳扎稳打、有条不紊地发展零售, 平安从资产端切入, 迅速做大零售占比的模式, 缺陷主要在于存款乏力。加之过去两年对公压降, 存款派生萎缩, 负债端有较大压力。具体到零售端, 2018 年平安、招行的“贷款-存款转化率”(零售存款/零售贷款, 反映贷款派生存款的能力) 分别为 37.83%和 77.78%, 平安有较大提升空间。

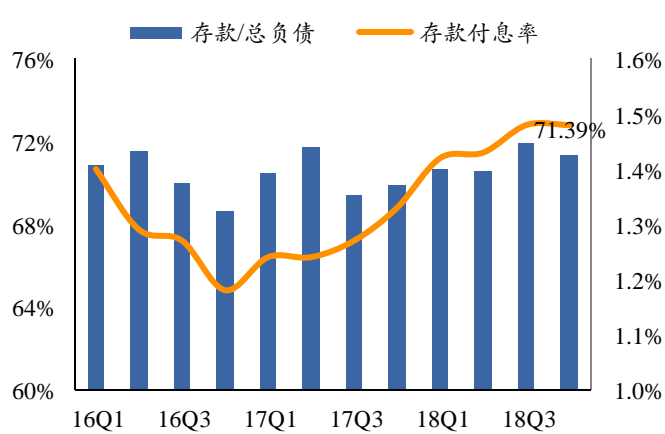
2019 年起, 一方面, 平安对公业务恢复增长可有效缓解存款压力; 另一方面零售端, 短期依托主动负债产品(结构性存款、大额存单等) 支撑规模, 长期通过做大 AUM 引流, 以及布局对公代发、收单结算、代缴代付等综合服务沉淀资金, 存款有望以时间换空间, 补齐零售生态体系短板。

图 37: 平安负债端存款占比及存款付息率



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

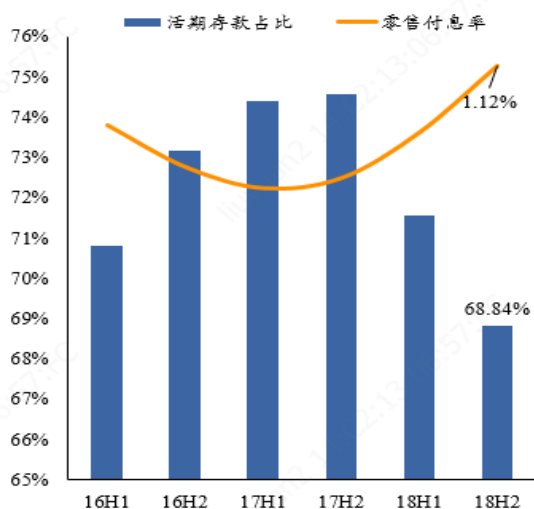
图 38: 招行负债端存款占比及存款付息率



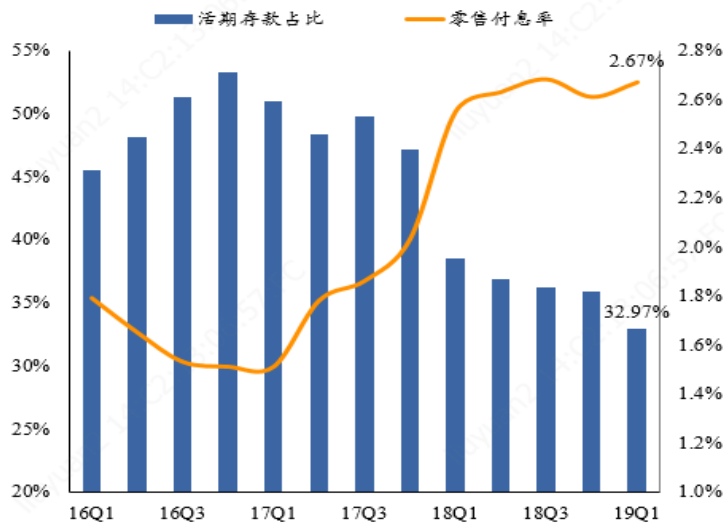
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 39: 招行和平安零售活期存款对比

招商银行零售活期存款占比及零售存款付息率



平安银行零售活期存款占比及零售存款付息率

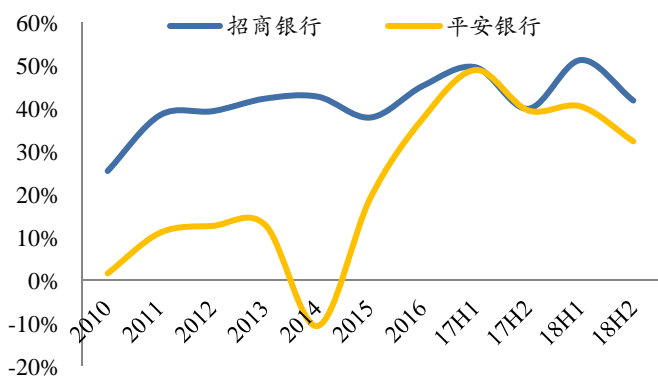


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.2.4. 目标：提升长期可持续盈利能力

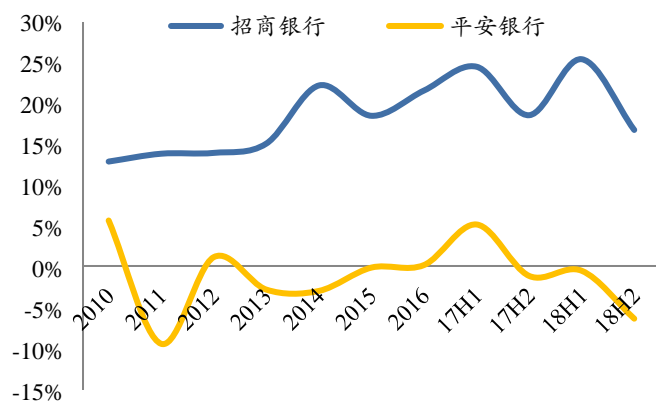
用零售利润/零售收入反映业务创利能力，用零售非息收入/零售收入反映零售综合竞争力。2018年末，招行和平安零售利润/零售收入分别为46.3%和35.9%；扣除银行卡收入后零售非息收入占比分别为21.1%和-3.5%。以龙头招行为锚，平安当下与招行的距离，就是未来平安零售提质增效的方向与空间。

图 40：平安与招行零售利润/零售收入对比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 41：平安与招行零售非息收入/零售收入对比



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

说明：因为招行 2015 年起将信用卡分期费用计入利息收入，平安从 18Q3 起才将分期费用计入利息收入，为了使口径可比，此处进行如下处理：

“零售非息收入”=财报公布的零售非息收入 - 银行卡收入

4.3. 对公整合做精

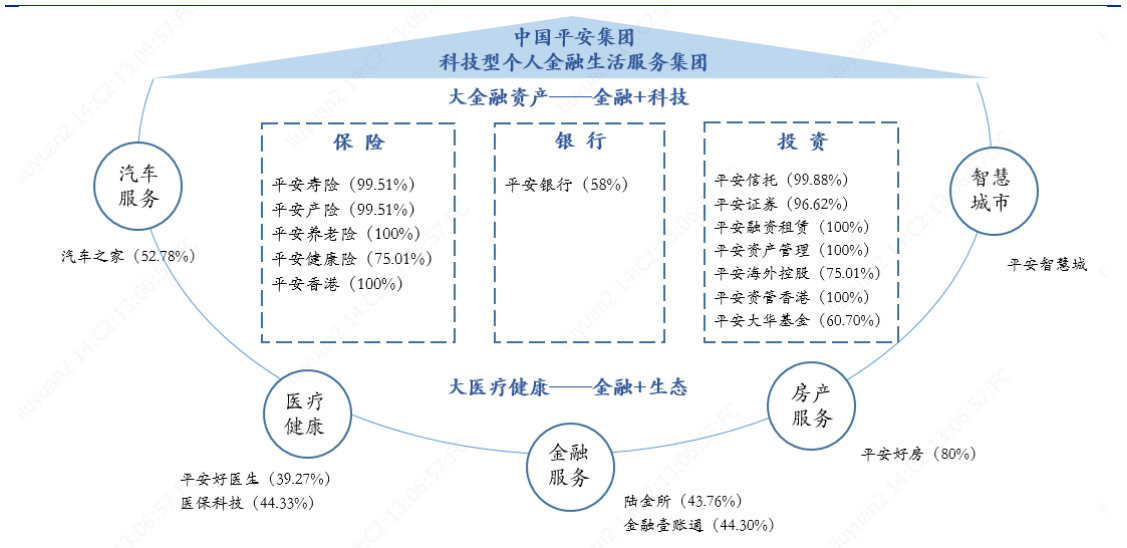
平安银行的零售转型战略不会动摇，但也不会放弃对公业务。于银行而言，存款沉淀、工资代发、投行结算、私行“货架”填充等都需要依赖对公业务发展。近期平安银行高层人士变动，也反映了集团以银行为抓手、打破子公司藩篱、整合对公资源的潜在战略安排。

平安对公业务采用“3+2”模式，3指行业银行、集团金融、交易银行三大业务板块，2指基石客户和中小微企业两大客群。

对于中小微客群，聚焦各细分行业头部客户，借助科技与大数据支持，不断创新推出口袋财富、小企业数字金融（KYB）、供应链应收账款服务平台（SAS）等满足客户需求的优质产品，并推动与集团五大生态圈的融合，完成场景嵌入，提供综合金融整体解决方案。

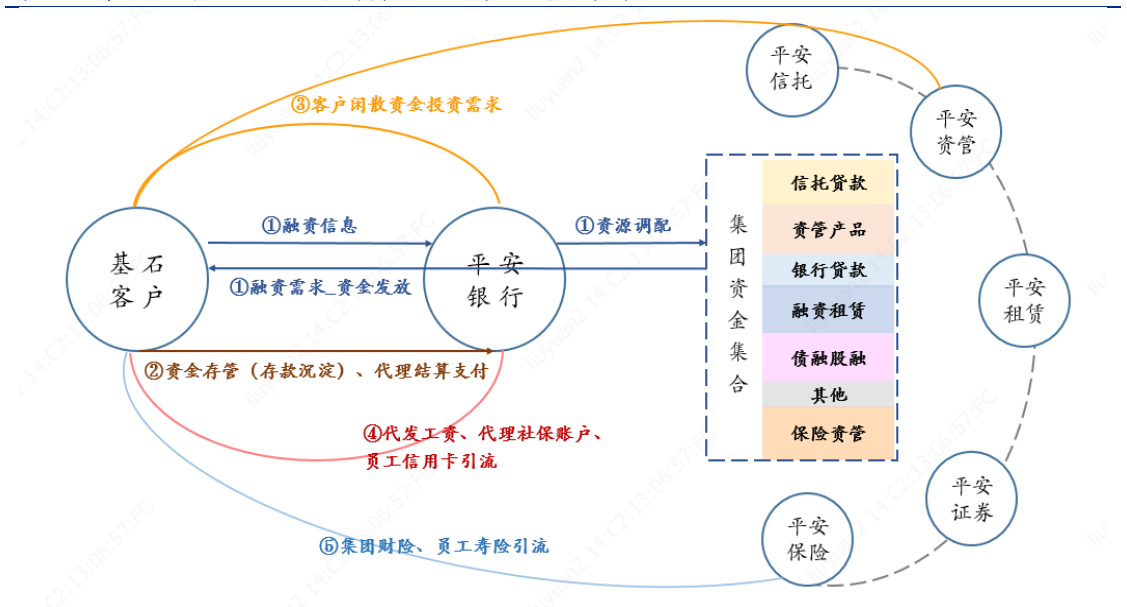
对于基石客户及政府类客户，发挥银行“集团对公业务平台”的主导作用，整合集团投行、同业和投资业务资源，打通项目、产品、销售三方，以“商行+投行”一站式满足客户投融资需求。在此过程中，银行不仅能获得优质对公贷款，赚取结算服务等手续费，还可以沉淀存款，并行生出其他增值服务。

图 42：中国平安集团生态圈布局



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 43：平安银行对公整合集团资源的业务模式简易图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

平安银行自 2016 年底确立零售转型战略以来，围绕“科技引领、零售突破、对公做精”的

策略方针，分阶段、有计划地向智能化零售银行的长期目标推进。

2017-2018 年起步阶段，优先实现科技引领、零售做大、对公瘦身：

- 科技引领：加强金融科技建设和业务前端应用，把握互联网弯道超车机遇；
- 零售做大：战略上模仿招行打造零售生态体系，将客户留在自身零售业务闭环内，并在信贷资源方面给予零售空前力度的支持；战术上，深谙客户引入是后续一切服务加载的基础，故确立三大尖兵产品——信用卡、新一贷、汽融贷为“排头兵”，做大客群，圈占份额，为品牌造势。截至 2018 年末，平安银行零售贷款余额、零售收入、零售利润占比均高居同业榜首。
- 对公瘦身：加大不良暴露与处置力度，尽快解决存量包袱，问题资产清理完成前放缓增量投放，即“守好后门，再开前门”。2018 年末，前期存量资产不良暴露率已达 11.82%，各项资产质量指标已基本回归行业均值，关注率和逾期率回落至 3%以内，不良偏离度也低于 1，基本为后续发展扫除了障碍。

2019 年起平安银行进入转型进阶阶段，在集团“个人金融生活服务提供商”的总体规划下，进一步深化科技赋能、零售提质、对公做精：

- 短期：对公重回正常发展轨道。一是集团战略规划清晰，定位平安银行为对公业务发动机，整合集团投行、同业和投资资源，打通项目、产品、销售三方，一站式满足客户投融资需求。提升信贷投放空间的同时，增强负债留存、充裕中间收入。二是前期对公基数小，边际增长弹性较大。
- 中长期：零售持续增质提效。1) 通过摆布资产端产品占比、强化风险管控能力，寻求收益率和风险的最佳均衡；2) 不断提升存款沉淀能力，优化公司流动性管理、压降负债端成本；3) 大力发展一站式综合金融财富管理和私人银行，构建品牌溢价，形成良性循环。最终完成零售生态体系的闭环建设，实现智能化零售银行的发展目标。

投资建议：我们预计平安银行 2019 年-2020 年营业收入增速分别为 13.5%、13.0%，净利润增速分别为 13.0%、14.5%，假设年内全部转股，EPS 为 1.38、1.59 元/股，BVPS 为 13.96、15.41 元/股。预计 6 个月目标价 15.4 元，对应 2019 年 PB 1.1 X，给予买入-A 投资评级。

风险提示：零售资产质量显著恶化；零售转型不达预期

财务报表预测和估值数据汇总

财务预测(单位: 百万元)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						
净利息收入	76,411	74,009	74,745	85,714	101,630	118,204
净手续费收入	27,859	30,674	31,297	35,992	37,431	39,677
其他非息收入	3,445	1,103	10,674	10,800	10,800	13,500
营业收入	107,715	105,786	116,716	132,505	149,861	171,381
税金及附加	(3,445)	(1,022)	(1,149)	(1,328)	(1,468)	(1,637)
业务及管理费	(27,973)	(31,616)	(35,391)	(39,752)	(44,958)	(51,414)
营业外净收入	156	(66)	(74)	20	20	20
拨备前利润	76,453	73,082	80,102	91,445	103,455	118,350
资产减值损失	(46,518)	(42,925)	(47,871)	(55,006)	(61,483)	(70,087)
税前利润	29,935	30,157	32,231	36,440	41,972	48,263
所得税	(7,336)	(6,968)	(7,413)	(8,381)	(9,884)	(11,100)
税后利润	22,599	23,189	24,818	28,059	32,088	37,162
归属母公司净利润	22,599	23,189	24,818	28,059	32,088	37,162
资产负债表						
存放央行	311,258	310,212	278,528	352,803	381,027	411,510
同业资产	273,208	231,157	195,017	208,466	223,143	239,191
贷款总额	1,475,801	1,704,230	1,997,529	2,357,084	2,592,793	2,955,784
贷款减值准备	(39,932)	(43,810)	(54,187)	(81,758)	(93,758)	(114,851)
贷款净额	1,435,869	1,660,420	1,949,757	2,275,326	2,499,035	2,840,933
证券投资	759,438	807,002	850,317	637,430	640,507	546,983
其他资产	173,661	239,683	144,973	229,626	247,452	266,945
资产合计	2,953,434	3,248,474	3,418,592	3,703,652	3,991,165	4,305,562
同业负债	483,015	595,939	575,088	633,827	698,625	770,114
存款余额	1,921,835	2,000,420	2,149,142	2,321,073	2,506,759	2,707,300
应付债券	263,464	342,492	381,884	380,000	380,000	380,000
其他负债	82,949	87,569	72,436	103,141	110,888	119,301
负债合计	2,751,263	3,026,420	3,178,550	3,438,042	3,696,272	3,976,716
股东权益合计	202,171	222,054	240,042	265,611	294,893	328,846
业绩增长						
净利息收入增速	15.60%	-3.14%	0.99%	14.67%	18.57%	16.31%
净手续费增速	5.35%	10.10%	2.03%	15.00%	4.00%	6.00%
净非息收入增速	4.12%	1.51%	32.08%	11.49%	3.08%	10.25%
拨备前利润增速	28.86%	-4.41%	9.61%	14.16%	13.13%	14.40%
归属母公司净利润增速	3.36%	2.61%	7.02%	13.06%	14.36%	15.81%
盈利能力						
ROAE	12.43%	10.93%	10.74%	11.10%	11.45%	11.92%
ROAA	0.83%	0.75%	0.74%	0.79%	0.83%	0.90%
RORWA	1.11%	1.04%	1.06%	1.15%	1.22%	1.31%
生息率	4.98%	5.02%	5.05%	5.13%	5.49%	5.54%
付息率	2.21%	2.65%	2.91%	2.81%	2.93%	2.78%
净利差	2.77%	2.37%	2.14%	2.31%	2.56%	2.77%
净息差	2.92%	2.50%	2.33%	2.49%	2.75%	2.96%
成本收入比	25.97%	29.89%	30.32%	30.00%	30.00%	30.00%
资本状况						
资本充足率	11.53%	11.20%	11.50%	12.11%	12.40%	12.74%
核心资本充足率	9.34%	9.18%	9.39%	9.68%	10.05%	10.47%
风险加权系数	68.86%	68.53%	68.46%	68.46%	68.46%	68.46%
股息支付率	12.00%	10.07%	10.03%	10.00%	10.00%	10.00%
资产质量						
不良贷款余额	25,702	28,997	34,905	41,948	41,888	45,811
不良贷款净生成率	3.61%	2.91%	3.03%	2.10%	2.40%	2.30%
不良贷款率	1.74%	1.70%	1.75%	1.78%	1.62%	1.55%

拨备覆盖率	155.37%	151.08%	155.24%	194.90%	223.83%	250.70%
拨贷比	2.71%	2.57%	2.71%	3.47%	3.62%	3.89%
流动性						
贷存比	76.79%	85.19%	92.95%	86.00%	86.00%	86.00%
贷款/总资产	49.97%	52.46%	58.43%	63.64%	64.96%	68.65%
平均生息资产/平均总资产	95.92%	95.63%	96.40%	96.56%	96.08%	96.31%
每股指标						
EPS	1.32	1.35	1.45	1.63	1.87	2.16
BVPS	10.61	11.77	12.82	14.31	16.01	17.99
每股股利	0.16	0.14	0.15	0.16	0.19	0.22
估值指标						
P/E	10.58	10.31	9.63	8.52	7.45	6.43
P/B	1.31	1.18	1.09	0.97	0.87	0.77
P/POP	3.13	3.27	2.98	2.61	2.31	2.02
股息收益率	1.14%	0.98%	1.04%	1.17%	1.34%	1.55%

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张宇声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@essence.com.cn
杨萍			
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034