

透视平安集团年报，掘金银行资源禀赋 买入（维持）

2020年02月22日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

引言：中国平安是我们长期看好的保险龙头，平安银行是我们2019年以来重点推荐的零售银行新贵，平安银行过去三年零售转型的成功离不开集团的资源支持，而2020年平安银行的对公升级也许会将这种稀缺的“综合金融协同”表现得更加丰满。中国平安近期发布2019年报，我们透过集团年报，挖掘支持平安银行进一步华丽升级的资源禀赋。

投资要点

- 如何理解平安银行是集团团体业务发动机？年报首次披露银行推动的集团综合融资规模大幅增长逾1.4倍，为险资供应资产，也为银行沉淀低成本负债。

平安集团对公业务的核心是团体综合金融，与零售类似，仍然讲究综合服务与资源协同。2019年年报首次披露战绩，该模式推动的融资规模增长逾1.4倍至2967.42亿元，其中银行推动规模2513.76亿元，这意味着平安银行拉动集团旗下保险/信托/证券/租赁等子公司为企业提供一揽子金融服务（包括但不限于信贷/保险债权计划/非标/债券承销/股权投资等），这即是所谓的“商行+投行+投资”对公业务模式，也是银行“发动机”功能的最佳体现。

从间接融资结合直接融资角度，平安集团对京沪高铁/长江电力/华夏幸福/金茂控股等大型企业的战略投资（还有诸多未列为联营企业的战略性权益投资，如碧桂园等）也会为银行带来丰厚的业务资源，包括这些大型龙头企业复杂的投融资需求（大额贷款/发债/再融资/并购/股权投资降杠杆等），及其供应链上下游大量企业的金融服务需求。

我们非常看好这种团体综合金融模式，设想银行对公业务通过大量的综合融资项目取得突破，不仅拉动对公贷款、沉淀企业存款，还能将大量非银行融资的项目资金沉淀在银行账户（以考核驱动），这对银行提升活期存款非常有利。我们一直认为低成本负债是优质银行的核心特质（招商银行2019H1负债成本低至1.89%），而平安银行目前负债成本偏高（2.69%）制约了资产端风险偏好，因此对公业务复苏并沉淀存款、降低负债成本是2020年最核心看点。

- 集团2亿客户是零售银行最宝贵财富，综合金融贡献银行全年34.1%信用卡发卡、61.3%新增消费贷、34.9%新增汽车贷款，且资产质量更加优异。

零售金融始终是平安集团及平安银行战略核心，客户资源是平安30余年零售金融发展历程中积淀的最宝贵财富，2019年末集团客户数突破2亿，主要分布在寿险/车险/银行零售/信用卡/证券基金信托等业务板块，这也带动了平安银行零售客户规模达到9708万，占集团除重客户规模的比例从三年前的31%大幅提升至目前的48%。更重要的是，零售综合金融协同打通了客户在集团内不同子板块之间获取服务的桥梁，我们能看到，集团内持有多家子公司合同的客户数量一直在提升，这带来客均合同数和客均利润贡献的增长。

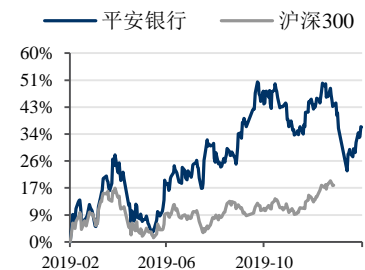
集团零售综合金融渠道为平安银行贡献了大量优质客户资源，2019年银行34.1%的信用卡发卡、61.3%的新增消费贷、34.9%的新增汽车贷款来自集团综拓渠道，且这批业务资产质量明显更加优异，集团综合金融对银行零售业务的贡献保持“高规模、高比例、高质量”。我们预计这些金融业务多数来源于集团保险代理人对零售客户的推广，而这也有利于提高代理人的收入（我们都知道平安保险代理人能够销售十余款平安集团的各类产品与服务）。

在财富管理及私人银行领域，集团保险/信托/证券等各个板块的高净值客户也在向平安银行聚集。2018年信托优质销售团队整合进入平安银行私行部，2019年银行财富客户数增长31.7%至77.93万户，其中通过综合金融模式贡献的比重占41.1%；从银行零售客户AUM角度，综合金融模式贡献的净新增规模2183.68亿元，占银行总体增量（5659亿）的38.6%。

- 盈利预测与投资评级：我们认为平安银行将长期充分受益于集团零售及团体综合金融战略，2020年期待对公贷款继续高速增长并沉淀存款、压降负债成本，基本面向上维持重点推荐。我们预计平安银行2020、2021年净利润增速分别为16.6%、12.5%，目前估值对应1.02x2020PB、9.4x2020PE，维持“买入”评级，目标估值1.35x2020PB，对应目标价20.54元/股。

- 风险提示：1) 肺炎疫情冲击宏观经济，资产质量承压；2) 零售业务不良贷款率上行；3) 对公业务发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.58
一年最低/最高价	11.03/17.60
市净率(倍)	1.11
流通A股市值(百万元)	302341.63

基础数据

每股净资产(元)	14.07
资产负债率(%)	92.05
总股本(百万股)	19405.92
流通A股(百万股)	19405.75

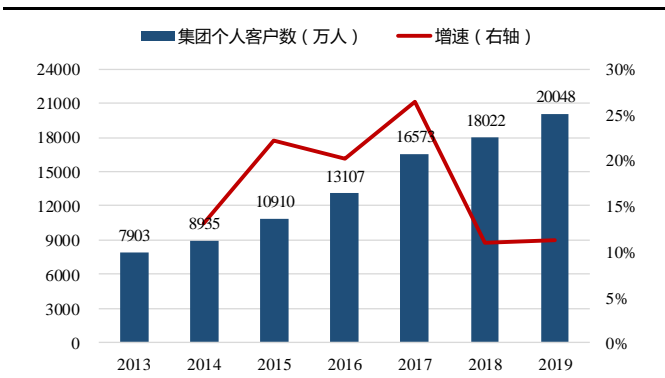
相关研究

- 1、《平安银行(000001)：2019年年报点评：对公复苏，负债改善，净息差强势》2020-02-14
- 2、《平安银行(000001)：2019年业绩快报点评：主动计提拨备，对公业务复苏初显成效》2020-01-14
- 3、《平安银行(000001)：2019年三季度报点评：ROE持续上行，单季度利润创新高》2019-10-22

一、零售客户资源是平安最宝贵财富，综合金融交叉销售是最核心竞争优势

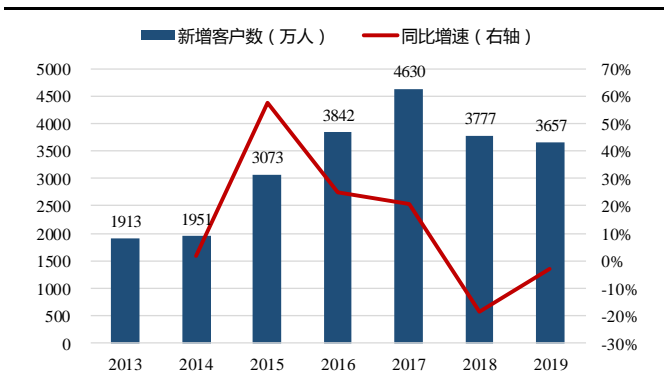
客户资源是平安 30 余年零售金融发展历程中积淀的最宝贵财富，2019 年末集团客户数突破 2 亿（除重后），主要分布在寿险、车险、银行零售、信用卡、证券基金信托等业务板块。如果观察新增客户数，近五年每年增量都在 3000~4700 万，显著领先金融同业，最近两年的增量下滑一方面源于保险业务持续高增长后趋缓，另一方面源于银行信用卡及零售贷款出于风险管控考虑，主动减缓增长势头。我们认为保险需求调整是阶段性的，而银行的零售业务仍有很高的增长空间，两大核心主业未来将共同推动集团总客户规模持续增长。

图 1：2013 年以来平安集团个人客户数持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

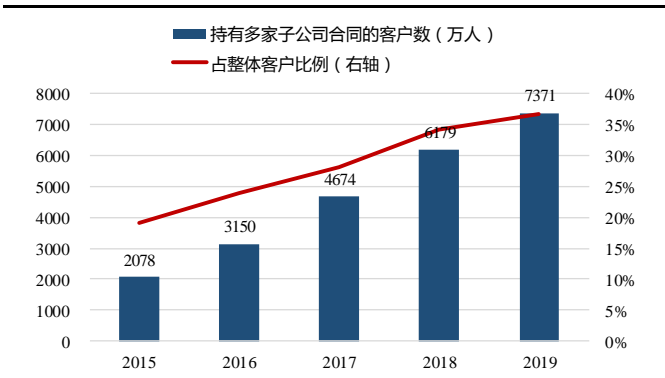
图 2：新增客户数近两年有所下滑但仍保持较高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

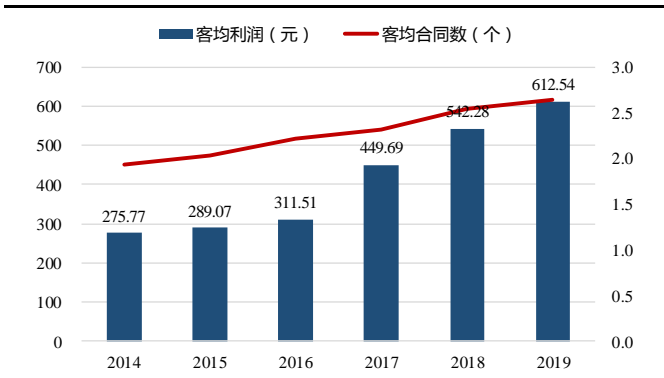
更重要的是，平安集团的综合金融协同打通了客户在集团内不同子板块之间获取服务的桥梁，我们在广泛调研的基础上认为，这种“资源协同”在中国金融集团中非常稀缺，需要自上而下的战略导向、高效的执行力、合理的激励制度和利益分配，还要匹配强劲的销售能力（实践中，多数金融公司内部的部门协同都困难重重）。所以我们能看到，集团内持有多家子公司合同的客户数一直在提升，这就带来客均合同数和客均利润贡献的增长，所谓的客户价值创造也是通过各业务条线销售人员的资源交叉实现的。

图 3：2015 年以来越来越多客户持有多家子公司合同



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：平安集团客均利润和合同数一直在稳步提高

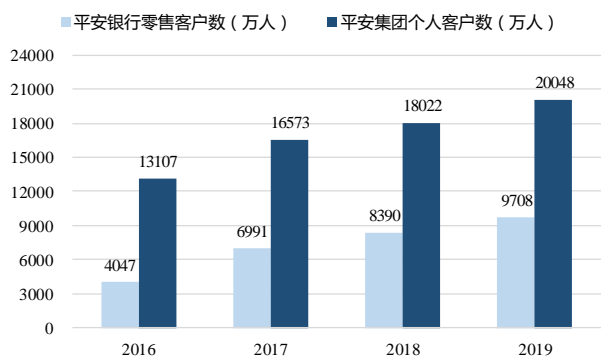


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：2016 年以前为净利润数据，以后为营运利润

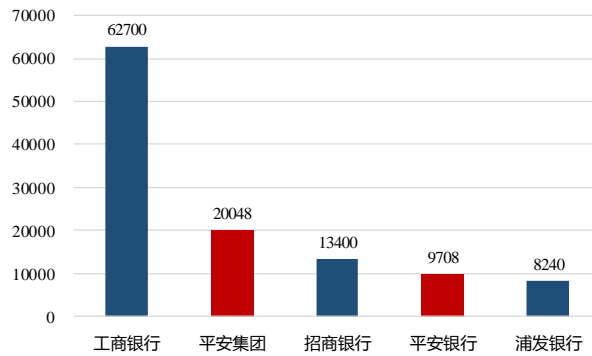
从银行角度来看，目前平安银行披露的零售客户规模达到 9708 万，占集团除重客客户规模的比例从三年前的 31% 大幅提升至目前的 48%，2017 以来银行零售转型带来大量的信用卡、零售贷款及财富管理客户，充分吸收了集团客户资源。不过对比领先银行同业，目前平安银行的客户总量仍然有较大的增长空间。

图 5：平安银行零售客户占集团总客户数比例提高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：部分金融同业公司零售客户规模对比 (万人)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

二、集团对银行零售贷款/信用卡/财富管理的引流始终保持高规模+高比例

对于银行零售业务的拓展，平安集团综合金融渠道贡献大量优质客户资源，2019 年贡献银行全年 34.1% 的信用卡发卡、61.3% 的新增消费贷、34.9% 的新增汽车贷款，连续两年保持“高规模、高比例”，我们预计这些金融业务多数来源于集团保险代理人对零售客户的推广，当然这也有利于提高代理人的收入（我们都知道平安保险代理人能够销售十余款平安集团的各类产品与服务）。反向来看，平安银行也通过银保渠道销售平安保险产品，帮助拉动保费增长的同时也赚取中收，2019 年此项非利息净收入同比增长 13.2% 至 27.89 亿元。

表 1：平安银行零售业务来自集团综合金融拓展渠道的贡献规模及比例

单位：百万元	2019		2018	
集团零售综合金融贡献	贡献规模	金额占比	贡献规模	金额占比
信用卡发卡 (万张)	488	34.1%	678	39.0%
新一贷投放	68,682	61.3%	48,708	43.4%
汽车金融贷款投放	54,676	34.9%	34,167	23.1%
集团零售综合金融渠道资产质量	整体不良率	综拓渠道不良率	整体不良率	综拓渠道不良率
信用卡应收账款	1.66%	1.46%	1.32%	1.10%
新一贷	1.34%	0.69%	1.00%	0.45%
汽车金融贷款	0.74%	0.74%	0.54%	0.41%

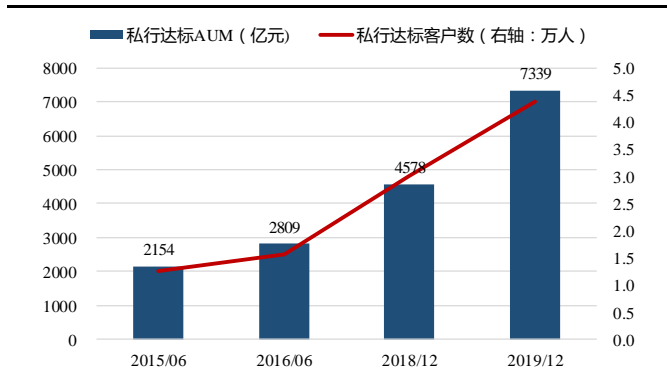
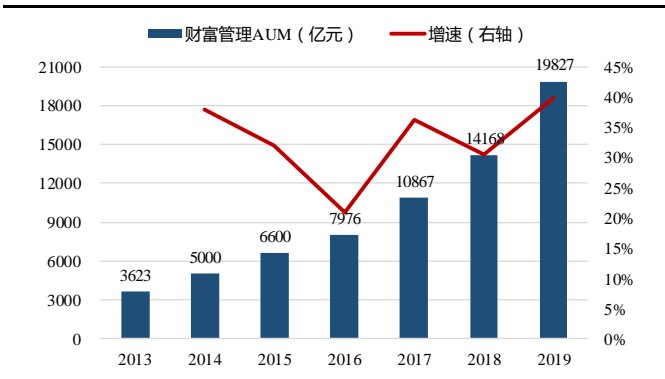
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

零售银行最有成长空间的财富管理及私人银行领域，平安集团保险/信托/证券等各

板块的高净值客户都在向平安银行聚集，例如 2018 年平安信托优质的销售团队调入平安银行私行部门就是一次经典协同，带动财富管理客户数高增长。观察平安银行披露口径，2019 年财富客户数增长 31.7% 至 77.93 万户，其中通过综合金融（MGM 模式）贡献的比重占 41.1%，从银行零售客户管理资产 AUM 角度，综合金融模式贡献净增规模 2183.68 亿元，占银行总体增量（5659 亿）的 38.6%。

图 7：2017 年以来平安银行财富管理 AUM 高速增长

图 8：平安银行私行达标 AUM 及客户数也持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三、平安银行对公业务将通过“商行+投行+投资”的团体综合金融模式突破

如何理解“平安银行是集团团体业务的发动机”？团体综合金融模式是平安对公业务核心战略，还是综合金融、仍讲资源协同！2019 年集团年报首次披露团体综合金融成绩，我们看到团体综合金融模式推动的融资规模爆发式增长逾 1.4 倍至 2967.42 亿元，其中银行推动规模 2513.76 亿元，这意味着平安银行拉动集团旗下保险、信托、证券、租赁等子公司为企业客户提供一揽子金融服务(包括且不限于信贷、保险债权投资计划、非标、债券承销与投资、股权投资等)，这即是所谓的“商行+投行+投资”对公业务模式，也是银行“发动机”功能的体现。

表 2：平安银行零售业务来自集团综合金融拓展渠道的贡献规模及比例

单位：亿元	2019	2018	同比增速
综合金融融资规模	2967.42	1225.60	142.1%
银行推融资规模	2513.76	1045.68	140.4%
综合金融保费规模	126.49	102.40	23.5%
银行推保费规模	13.31	3.12	326.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

在间接融资与直接融资协同的角度，平安集团对一些基建、地产等行业龙头企业的战略入股也能为银行带来丰厚的客户及业务资源。我们看到集团 2019 年战略持股的大型企业包括京沪高铁/长江电力/华夏幸福/金茂控股等（还有诸多未成为联营企业的战略性权益投资，例如碧桂园等），这些大型企业的复杂投融资需求（大额贷款/发债/再融资/并购重组等），及其供应链上下游企业对银行而言都是潜在业务资源。

表 3：2019 年中国平安部分联营企业投资概况

单位：亿元	期初金额	期末金额	持股比例
京沪高铁股权投资计划	63.00	80.06	39.19%
旭辉控股	33.10	38.27	9.39%
中国长江电力	142.31	144.94	4.48%
中国中药控股	22.55	24.06	11.94%
华夏幸福基业	144.77	196.27	25%
中国金茂控股	-	76.50	15.11%
山西太长高速	8.21	8.50	29.85%

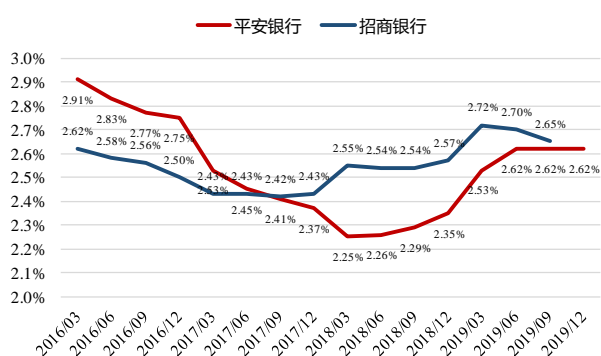
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们相当看好这种团体综合金融模式，认为其既提升了银行的客户服务体验、培养客户粘性，又为集团各板块带来增量业务。与零售金融一样，团体综合金融的难点在于战略贯彻和考核分配机制的塑造，而这个问题已在平安集团得到解决。

四、平安银行 2020 年有望通过“对公升级”沉淀企业存款、降低负债成本

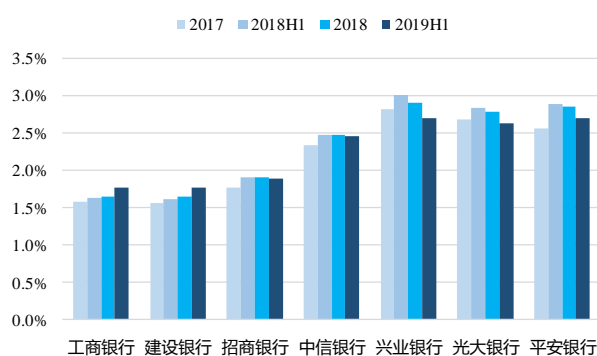
团体综合金融模式为平安银行创造什么价值？我们认为对负债端至关重要！平安银行目前仍然较高的负债成本制约了资产端的风险偏好，而沉淀低成本活期存款、控制负债成本是一家优秀银行的必然特征。2019 年平安银行的净息差领先同业达到 2.62%，但负债成本也达到 2.69%，在股份行中偏高，而零售银行标杆招商银行 2019H1 计息负债成本率低至 1.89%。设想，如果对公业务通过团体综合金融模式突破，大量的综合融资规模不仅能拉动对公贷款、沉淀企业活期存款，还能将大量非银行融资项目的资金沉淀在银行账户（只要将考核机制落实），对银行对公存款沉淀非常有利。

图 9：2019 年以来平安银行净息差对标招商银行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2017 年以来部分国有大行及股份行负债成本率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

所以，对公业务复苏并沉淀存款、降低负债成本是 2020 年平安银行的核心看点。实际上，2019Q4 平安银行对公业务已经起势，对公贷款十个季度以来首次显著增长，2019 年末一般企业贷款余额环比三季度末大幅增长 12.1%至 8710.81 亿元，四季度增量一般性贷款中对公、零售各占一半，此前连续十个季度压降对公贷款后首次出现明显拐

点，这也令对公存款环比增长 7%（详细内容参考我们前期发布的《平安银行：2019 年年报点评-对公复苏，负债改善，净息差强势》）。

五、科技赋能是集团与银行的共同战略方针，目前在银行领域已卓有成效

“科技赋能金融、科技赋能生态、生态赋能金融”是平安集团核心客户经营战略，而“科技引领”是平安银行核心方针之一。集团与银行在金融科技领域的协同投入与研究成果共享大幅节约成本、放大效益，目前银行在零售人力产能、零售获客、零售及小微业务流程优化、财务及管理流程优化、信贷风控审批等方面的科技应用成效显著。从本次疫情复工可以看出，平安集团及银行系统响应迅速，很快实现 100%远程复工，手机端口袋银行、口袋财务交易活跃。

六、投资建议：2020 年平安银行基本面仍将向上，维持重点推荐

中国平安 2019 年下半年起推动寿险业务改革，代理人目前仍然处于“清虚脱落”的过程，同时考虑当前外部市场环境（疫情显著影响保险代理人展业），预计短期内保费增长面临压力，但长期依然看好保险龙头的零售金融发展。

平安银行 2019 年零售转型成绩瞩目，市值大幅上涨，考虑到 2020 年平安银行对公业务复苏、沉淀活期存款、控制负债成本，同时零售业务继续在综合金融模式推动下稳步增长（预计对公复苏后，零售、对公业务将稳定保持大约“60%、40%”占比），我们认为平安银行基本面继续向上，当前时点具备更显著的投资价值。

我们预计平安银行 2020、2021 年净利润增速分别为 16.6%、12.5%，目前估值对应 1.02x2020PB、9.4x2020PE，维持“买入”评级，给予目标估值 1.35x2020PB，对应目标价 20.54 元/股。

风险提示：

- 1) 肺炎疫情冲击宏观经济，资产质量承压；
- 2) 零售业务不良贷款率上行；
- 3) 对公业务发展不及预期。

平安银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产总计	3,418,592	3,939,070	4,443,271	5,020,896	5,628,425	营业收入	116,716	137,958	156,444	171,776	190,671
现金及存放中央银行款项	278,528	252,230	346,575	391,630	439,017	利息净收入	74,745	89,961	103,102	113,827	126,788
发放贷款及垫款	1,949,757	2,259,349	2,599,314	2,937,224	3,236,344	手续费及佣金净收入	31,297	36,743	41,740	46,832	52,921
金融投资	850,317	1,047,080	1,066,829	1,155,308	1,323,243	投资收益等其他业务收入	10,674	11,254	11,602	11,116	10,963
交易性金融资产	148,768	206,682	177,731	225,940	253,279	营业支出	(36,540)	(42,142)	(47,716)	(52,392)	(58,155)
债权投资	629,366	656,290	799,789	878,657	1,069,401	PPOP	80,176	95,816	108,729	119,384	132,517
其他债权投资	70,664	182,264	88,865	50,209	0	信用资产减值损失	(47,871)	(59,527)	(66,504)	(71,882)	(77,460)
其他权益工具投资	1,519	1,844	444	502	563	营业利润	32,305	36,289	42,225	47,502	55,057
存放同业款项	85,098	85,684	88,865	95,397	101,312	利润总额	32,231	36,240	42,140	47,407	54,946
拆出资金	72,934	79,369	88,865	100,418	112,568	净利润	24,818	28,195	32,870	36,978	42,858
买入返售金融资产	36,985	62,216	44,433	50,209	56,284	财务指标					
其他资产合计	144,973	153,142	208,389	290,710	359,656	资产总计增速	5.2%	15.2%	12.8%	13.0%	12.1%
负债总计	3,178,550	3,626,087	4,108,093	4,661,683	5,243,497	发放贷款及垫款增速	17.4%	15.9%	15.0%	13.0%	10.2%
向中央银行借款	149,756	113,331	180,756	205,114	230,714	负债总计增速	5.0%	14.1%	13.3%	13.5%	12.5%
同业及其他金融机构存放款项	392,738	368,691	513,512	606,019	681,655	吸收存款增速	7.4%	14.5%	13.5%	13.0%	11.5%
拆入资金	24,606	26,071	30,811	34,963	39,326	营业收入增速	10.3%	18.2%	13.4%	9.8%	11.0%
交易性金融负债	8,575	29,691	10,681	12,120	13,633	利息净收入增速	1.0%	20.4%	14.6%	10.4%	11.4%
卖出回购金融资产款	7,988	40,099	32,865	37,293	41,948	手续费及佣金净收入增速	2.0%	17.4%	13.6%	12.2%	13.0%
吸收存款	2,149,142	2,459,768	2,791,837	3,154,775	3,517,575	成本收入比(含营业税)	-31.3%	-30.5%	-30.5%	-30.5%	-30.5%
已发行债务证券	381,884	513,762	451,890	512,785	576,785	净利润增速	7.0%	13.6%	16.6%	12.5%	15.9%
衍生金融负债	21,605	21,404	28,757	32,632	36,704	EPS	1.39	1.54	1.65	1.86	2.16
其他负债合计	42,256	53,270	66,985	65,981	105,157	BVPS	12.82	14.07	15.21	16.45	17.78
股东权益总计	240,042	312,983	335,178	359,213	384,928	ROAE	11.49%	11.30%	11.26%	11.75%	12.64%
股本	17,170	19,406	19,406	19,406	19,406	ROAA	0.74%	0.77%	0.78%	0.78%	0.80%
其他权益工具	19,953	39,948	39,948	39,948	39,948	净息差	2.35%	2.62%	2.59%	2.56%	2.56%
资本公积	56,465	80,816	80,816	80,816	80,816	不良贷款率	1.75%	1.65%	1.64%	1.61%	1.56%
其他综合收益	786	2,314	1,500	1,500	1,500	拨备覆盖率	155.24%	183.12%	195.27%	211.45%	235.63%
盈余公积	10,781	10,781	10,781	10,781	10,781	估值					
一般风险准备	39,850	46,348	47,991	49,840	51,983	P/E	11.2	10.1	9.4	8.4	7.2
未分配利润	95,037	113,370	134,735	156,922	180,494	P/B	1.22	1.11	1.02	0.95	0.88

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

