平安银行（000001）

零售转型：打造升级版的蚂蚁金服

——目标价 14.35 元，现价空间 43%

	邱冠华（分析师）	王剑（分析师）	张宇（研究助理）
	021-38676912	021-38675811	021-38674875
	qiuguanhua@gtjas.com	Wangjian1982@gtjas.com	zhangyu015777@gtjas.com
证书编号	S0880511010038	S0880516040001	s0880115080189

本报告导读：

天时（今有昔无）、地利（今有昔有）、人和（今有昔无）三大有利条件首次同时具备，平安银行零售战略转型（升级版的蚂蚁金服）有望大幅超预期，带来估值和盈利双升。

投资要点：

- **投资建议：目标价 14.35 元，现价空间 43%**

维持 2017/2018 年净利润增速预测 2.8%/4.2%，对应 EPS1.35/1.41 元，BVPS11.96/13.23 元，现价 7.41/7.11 倍 PE，0.84/0.76 倍 PB。天时（今有昔无）、地利（今有昔有）、人和（今有昔无）三大条件首次同时具备，预计平安银行零售转型方向、进度和绩效有望大幅超预期，带来估值和盈利双升，维持公司目标价 14.35 元，对应 2017 年 1.2 倍 PB，增持评级。

- **市场担忧：零售转型老调重弹，容易顾此失彼，资产质量压力山大。**
- **新超预期：零售转型将多方位超预期，资产质量最坏的时候已过去。**

1.零售转型的方向或超预期。市场认为平安银行试图复制传统零售模式，我们认为平安银行或转型为升级智能版的蚂蚁金服，具有现实场景。

2.零售转型的进度或超预期。市场认为平安银行零售转型不过是老调重弹，我们认为其天时（今有昔无）、地利（今有昔有）、人和（今有昔无）三大条件首次同时具备，依托新一贷、汽融贷、信用卡三大拳头产品抓手，转型将显著见效。

3.零售转型的绩效或超预期。市场认为零售业务利润率比较薄，我们认为平安银行凭借在个人消费市场的深耕细作和客群差异化定位，能够实现较高的毛利率和风险收益比。

4.非顾此失彼而是做加减法。对公做减法，精选有前景的行业和客户提供专业化服务，“纯存款”模式规避对公存款流失，腾出额度给零售做加法。

5.资产质量最坏的时候已过。真实不良率企稳，加大诉讼与核销力度。

- **风险提示：经济失速下行；零售转型推进不达预期**

财务摘要（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	96,163	107,715	118,636	133,558	149,670
（+/-）%	*31.00%*	*12.01%*	*10.14%*	*12.58%*	*12.06%*
拨备前利润	59,331	76,453	82,864	92,223	102,181
（+/-）%	*43.99%*	*28.86%*	*8.39%*	*11.29%*	*10.80%*
净利润	21,865	22,599	23,228	24,201	25,956
（+/-）%	*10.42%*	*3.36%*	*2.78%*	*4.19%*	*7.25%*
每股净收益（元）	1.53	1.32	1.35	1.41	1.51
每股净资产（元）	11.29	10.61	11.96	13.23	14.60

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净资产收益率（%）	14.95%	12.43%	10.87%	10.25%	10.02%
总资产收益率（%）	0.93%	0.83%	0.74%	0.69%	0.67%
风险加权资产收益率	1.32%	1.11%	1.09%	1.03%	1.01%
市盈率	6.56	7.61	7.41	7.11	6.63
市净率	0.89	0.94	0.84	0.76	0.69
股息率（%）	1.53%	1.58%	1.35%	1.41%	1.51%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	14.35
上次预测：	14.35
当前价格：	10.02

2017.08.13

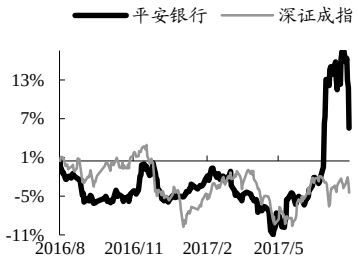
交易数据

52 周内股价区间（元）	8.54-11.34
总市值（百万元）	172,048
总股本/流通 A 股（百万股）	17,170/16,918
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	99%
日均成交量（百万股）	10804.79
日均成交值（百万元）	1100.32

资产负债表摘要	2016A
贷款总额（百万元）	1,475,801
存款余额（百万元）	1,921,835
股东权益（百万元）	202,171
贷存比（%）	0.7521

EPS(元）	2016A	2017E
Q1	0.43	0.36
Q2	0.29	0.39
Q3	0.37	0.37
Q4	0.23	0.23
全年	1.32	1.35

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	17%	7%
相对指数	1%	12%	9%

相关报告

《零售转型成效加速显现》2017.08.10

《转债补充资本，转型智能零售》2017.07.30

《把握平安银行零售转型的正向期权》2017.04.23

《不良生成趋缓，拐点仍需确认》2016.08.11

《规模快速扩张，资产质量承压》2016.04.20

模型更新时间：2017.08.13

股票研究

金融

商业银行

平安银行（000001）

评级：	**增持**
上次评级：	增持
目标价格：	**14.35**
上次预测：	14.35
当前价格：	10.02

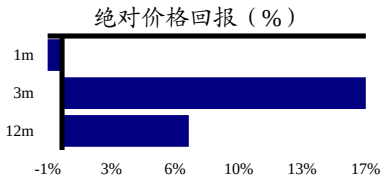
公司网址

www.bank.pingan.com

公司简介

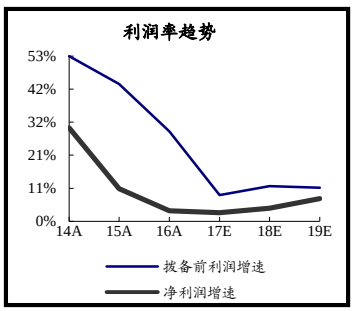
公司是一家总部设在深圳的全国性股份制商业银行。

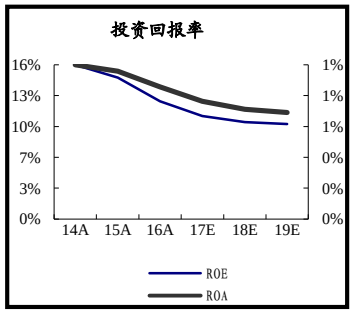
其前身是深圳发展银行股份有限公司，于 2012 年 6 月吸收合并原平安银行并于同年 7 月更名为平安银行。

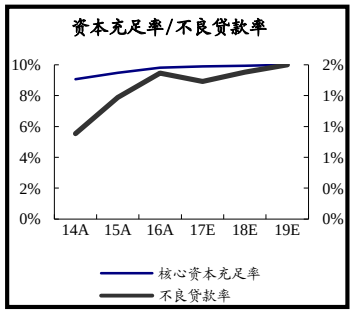


52 周价格范围	8.54-11.34
市值（百万）	172,048

财务预测(单位：百万元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
利润表						
净利息收入	53,046	66,099	76,411	85,295	96,769	109,402
净手续费收入	17,378	26,445	27,859	31,341	34,789	38,268
其他非息收入	2,983	3,619	3,445	2,000	2,000	2,000
营业收入	**73,407**	**96,163**	**107,715**	**118,636**	**133,558**	**149,670**
税金及附加	(5,482)	(6,671)	(3,445)	(3,977)	(4,607)	(5,281)
业务及管理费	(26,668)	(30,112)	(27,973)	(31,794)	(36,728)	(42,207)
营业外净收入	(52)	(49)	156	0	0	0
拨备前利润	**41,205**	**59,331**	**76,453**	**82,864**	**92,223**	**102,181**
资产减值损失	(15,011)	(30,485)	(46,518)	(52,220)	(60,295)	(67,939)
税前利润	**26,194**	**28,846**	**29,935**	**30,644**	**31,927**	**34,243**
所得税	(6,392)	(6,981)	(7,336)	(7,416)	(7,727)	(8,287)
税后利润	**19,802**	**21,865**	**22,599**	**23,228**	**24,201**	**25,956**
归属母公司净利润	**19,802**	**21,865**	**22,599**	**23,228**	**24,201**	**25,956**
资产负债表						
存放央行	306,298	291,715	311,258	334,015	365,746	398,664
同业资产	291,446	302,973	273,208	330,434	389,941	446,606
贷款总额	1,024,734	1,216,138	1,475,801	1,711,929	1,968,719	2,244,339
贷款减值准备	(21,097)	(29,266)	(39,932)	(44,672)	(58,539)	(76,631)
贷款净额	1,003,637	1,186,872	1,435,869	1,667,257	1,910,180	2,167,708
证券投资	481,436	594,803	759,438	819,529	796,340	771,331
其他资产	103,642	130,786	173,661	194,368	213,515	233,347
资产合计	**2,186,459**	**2,507,149**	**2,953,434**	**3,351,171**	**3,681,290**	**4,023,223**
同业负债	424,324	337,300	483,015	558,106	636,269	716,778
存款余额	1,533,183	1,733,921	1,921,835	2,114,019	2,314,850	2,523,187
应付债券	41,750	212,963	263,464	360,000	380,000	400,000
其他负债	56,253	61,465	82,949	93,777	103,024	112,576
负债合计	**2,055,510**	**2,345,649**	**2,751,263**	**3,125,902**	**3,434,143**	**3,752,541**
股东权益合计	**130,949**	**161,500**	**202,171**	**225,269**	**247,147**	**270,682**
业绩增长						
净利息收入增速	30.37%	24.61%	15.60%	11.63%	13.45%	13.05%
净手续费增速	66.20%	52.18%	5.35%	12.50%	11.00%	10.00%
净非息收入增速	77.04%	47.65%	4.12%	6.51%	10.34%	9.46%
拨备前利润增速	53.01%	43.99%	28.86%	8.39%	11.29%	10.80%
归属母公司净利润增速	30.01%	10.42%	3.36%	2.78%	4.19%	7.25%
盈利能力						
ROAE	16.30%	14.95%	12.43%	10.87%	10.25%	10.02%
ROAA	0.97%	0.93%	0.83%	0.74%	0.69%	0.67%
RORWA	1.43%	1.32%	1.11%	1.09%	1.03%	1.01%
生息率	5.84%	5.56%	4.98%	4.93%	5.13%	5.34%
付息率	3.43%	2.92%	2.21%	2.22%	2.39%	2.53%
净利差	2.42%	2.64%	2.77%	2.71%	2.75%	2.82%
净息差	2.68%	2.92%	2.92%	2.83%	2.88%	2.96%
成本收入比	36.33%	31.31%	25.97%	26.80%	27.50%	28.20%
资本状况						
资本充足率	10.86%	10.94%	11.53%	11.50%	11.66%	11.90%
核心资本充足率	8.64%	9.03%	9.34%	9.42%	9.47%	9.53%
风险加权系数	63.14%	66.28%	68.86%	67.00%	67.00%	67.00%
股息支付率	10.04%	10.01%	12.00%	10.00%	10.00%	10.00%
资产质量						
不良贷款余额	10,501	17,645	25,702	28,140	34,474	41,335
不良贷款净生成率	1.42%	3.00%	3.61%	3.30%	3.00%	2.80%
不良贷款率	1.02%	1.45%	1.74%	1.64%	1.75%	1.84%
拨备覆盖率	200.90%	165.86%	155.37%	158.75%	169.81%	185.39%
拨贷比	2.06%	2.41%	2.71%	2.61%	2.97%	3.41%
流动性						
贷存比	66.84%	70.14%	76.79%	80.98%	85.05%	88.95%
贷款/总资产	46.87%	48.51%	49.97%	51.08%	53.48%	55.78%
平均生息资产/平均总资产	97.11%	96.43%	95.92%	95.59%	95.67%	95.95%
每股指标						
EPS	1.73	1.53	1.32	1.35	1.41	1.51
BVPS	11.46	11.29	10.61	11.96	13.23	14.60
每股股利	0.17	0.15	0.16	0.14	0.14	0.15
估值指标						
P/E	5.78	6.56	7.61	7.41	7.11	6.63
P/B	0.87	0.89	0.94	0.84	0.76	0.69
P/PPOP	2.78	2.42	2.25	2.08	1.87	1.68
股息收益率	1.74%	1.53%	1.58%	1.35%	1.41%	1.51%







目 录

1. 核心的逻辑 4
2. 零售往哪转 4
2.1. 天时地利人和 4
2.1.1. “天时”：转型时机顺时应势 4
2.1.2. “地利”：加强集团协同合作 6
2.1.3. “人和”：凝聚力保障执行力 7
2.2. 智能零售银行 7
2.2.1. 业内独具的集团优势 8
2.2.2. 前期积累的自身优势 8
2.3. 重点零售产品 11
2.3.1. 信用卡 11
2.3.2. 新一贷 13
2.3.3. 汽融贷 15
3. 对公往哪改 16
3.1. 现在怎么改 17
3.1.1. 三化两轻 17
3.1.2. 对公四精 17
3.2. 战略怎评估 21
4. 包袱多久卸 21
4.1. 包袱有多重 21
4.2. 根源在哪里 23
4.3. 包袱如何卸 25
4.4. 不良如何读 27
4.5. 多久消化完 27
5. 效果如何现 28
5.1. 性价比更高 28
5.2. 投资的建议 28
5.2.1. 投资建议 28
5.2.2. 风险提示 28

1. 核心的逻辑

预计平安银行零售转型的方向、进度和绩效有望超预期，从而带来估值和盈利双升。

①零售转型的方向或超预期。市场认为平安银行试图复制传统零售模式，而我们认为平安银行致力于转型为类似蚂蚁金服的智能零售模式，性价比更高；

②零售转型的进度或超预期。市场认为平安银行历史上的零售转型名不副实，鲜有成效，本次零售转型恐也难有突破，而我们认为通过吸取前期零售战略的教训，改进零售产品锻造竞争优势，强化与集团的协同合作，本次零售转型的进度将超出市场预期；

③零售转型的绩效或超预期。市场认为零售业务的利润率比较薄，而我们认为平安银行通过差异化的客群定位和完善的风控体系，能够实现较高的毛利率和风险收益比。

从策略角度来看，平安银行有望成为银行板块新龙头。银行股行情呈现出从一线蓝筹向二线蓝筹扩散的趋势，二线蓝筹应当优选竞争优势有边际上升空间的标的。平安银行零售转型的方向、进度和绩效有望超预期，完全符合这一选股要求。

2. 零售往哪转

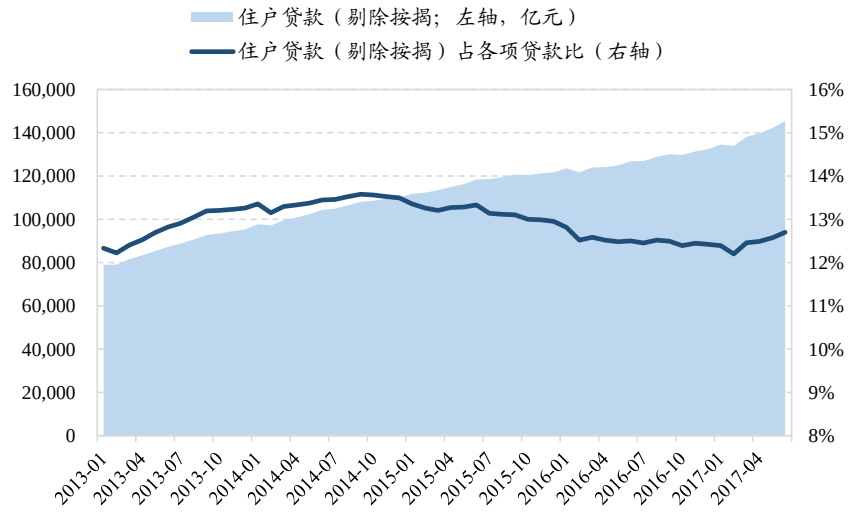
2.1. 天时地利人和

平安银行零售转型的方向、进度和绩效有望超预期，从战略层面来看，主要得益于前所未有地兼具了“天时、地利、人和”的有利条件。

2.1.1. “天时”：转型时机顺时应势

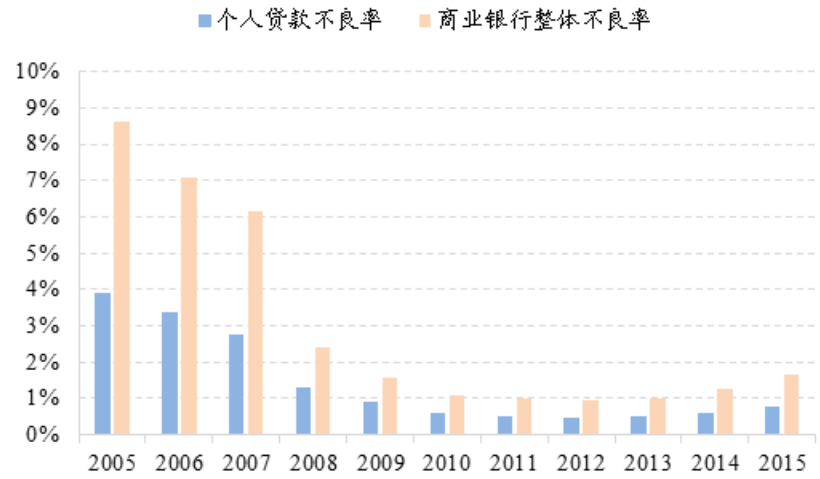
经济 L 型盘整叠加金融监管趋严，零售业务受影响较小。我国宏观经济处于平台盘整期，银行对公业务的发展空间和业绩弹性已大不如以前。此外，金融监管趋严给银行同业及对公业务带来一定的负面影响。而零售业务依托居民部门较为健康的资产负债表和逐渐升级的消费需求，受经济波动和监管政策的影响较小，资产质量优于对公业务，且受经济周期波动影响小，拥有更广阔的发展空间。

图 1：2017 年以来，非按揭住户贷款占贷款余额比重逐渐提升



数据来源：wind、国泰君安证券研究

图 2：个人贷款不良率低于商业银行不良率

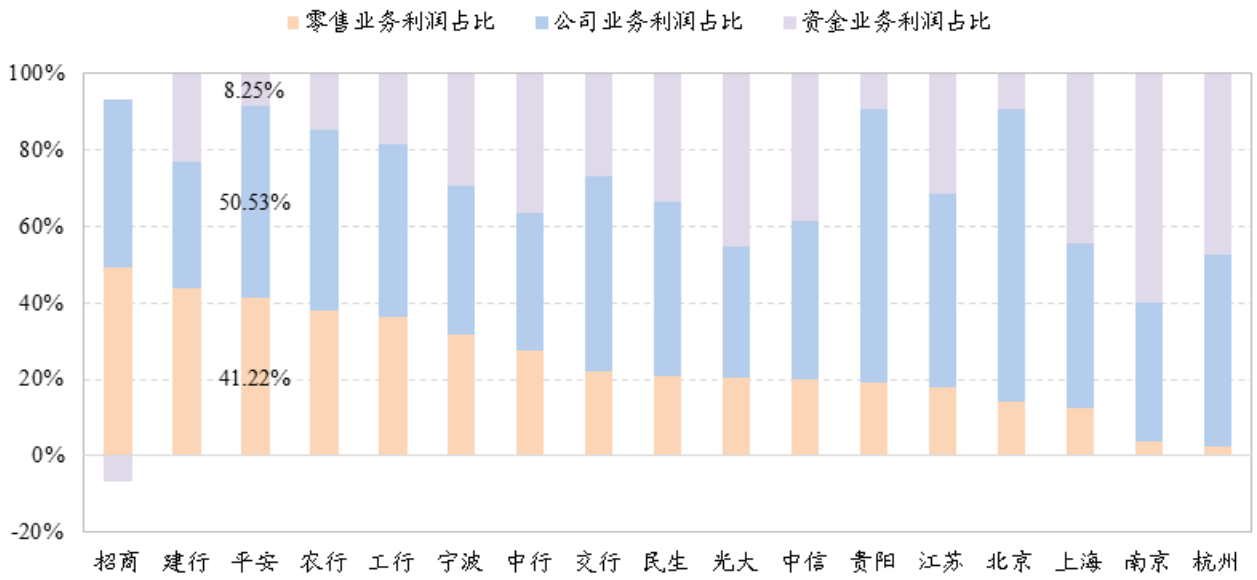


数据来源：wind、国泰君安证券研究

平安银行拥有一定的零售基础，且转型态度坚决，有望比其他银行更好地顺应“天时”。“天时”对每家银行都是一样的，也确有不少银行正在发力零售业务，但有两点原因决定了平安银行或能更好地顺应“天时”：一是平安具备一定的零售业务基础，在新一贷、汽融贷和信用卡三大零售业务上已经有所积累，转型是“从 1 到 N”，而不是“从 0 到 1”，难度较小；二是零售转型更坚定，战略地位更高，不会出现反复。

零售业务有优势，新一贷、汽融贷和信用卡三大业务将成为零售抓手。（1）新一贷为消费金融市场上最早普惠型个人信用贷款产品，8 年经验积累下完善的风控体系、高效放款流程和智能化创新领先同行；（2）汽融贷的综合实力强劲，采取独特的事业部运营模式，整合集团资源为车主提供全方位、全周期的金融服务；（3）信用卡业务差异化、针对性覆盖各个客群需求，APP 打通服务、反馈、优化的高速管理闭环。

图 3：2016 年平安银行零售业务利润占比仅次于招行和建行，拥有一定的零售业务基础



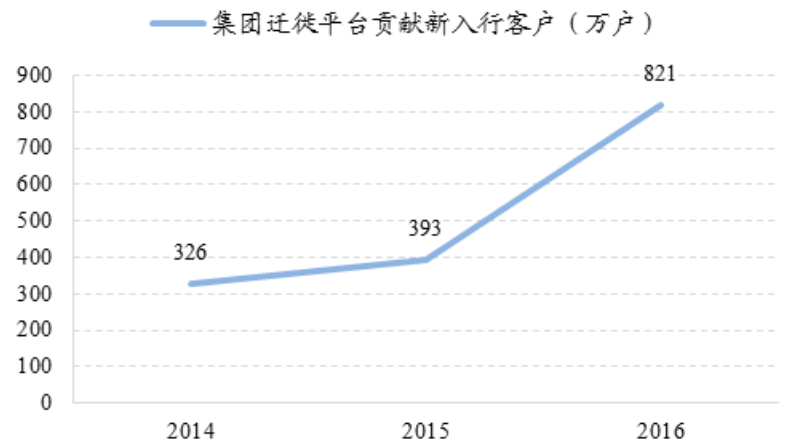
数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2.1.2. “地利”：加强集团协同合作

静态来看，平安集团庞大的个人客户群为平安银行零售转型提供了最大的资源库。截至 2016 年末，平安集团有 1.3 亿优质个人金融客户，而且背后可能是 1.3 亿家庭，代表 2-3 亿人群，进而影响 3-4 亿人。依托集团的庞大客群并不断促成客户迁徙转化，是平安银行零售转型的先天优势条件和必然选择。

动态来看，新管理层落定、集团对银行零售转型高度重视、“拥抱寿险”积极推进，有望加速集团客户向平安银行的迁徙转化。“拥抱寿险”并非首次提出，但零售与集团的对接需要时间，前期是在打基础。新管理层对此极其重视，平安各分行行长和当地寿险总经理就“拥抱寿险”展开多次会议，达成战略共识。未来随着分支业务对接，有望加速客户迁徙。

图 4：集团客户有望向平安银行加速迁徙



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

目前平安银行已经通过拥抱集团，特别是拥抱寿险，业务层面已有一定的效果体现，比如，综拓渠道在零售客户数、AUM、信用卡发卡、新一贷等方面的贡献均较显著。

2.1.3. “人和”：凝聚力保障执行力

平安银行新管理层尘埃落定，更好的凝聚力有望保障更强的执行力。在零售转型战略自上而下达成一致共识的背景下，预计新管理团队的凝聚力、与集团的协同力都将超出以前，从而促进零售转型更快推进。

表 1：平安银行新任核心管理人员简历

姓名	职务	教育背景	任职履历
谢永林	董事长，执行董事	南京大学管理学博士、理学硕士	1、1994-2006 年：就职于中国平安，先后担任平安产险支公司副总经理、平安寿险分公司副总经理、总经理、平安寿险市场营销部总经理等职务； 2、2006-2013 年：就职于平安银行，先后担任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长等职务； 3、2013-2016 年：就职于平安证券，先后担任平安证券董事长特别助理、总经理兼 CEO、董事长； 4、2016 年至今：中国平安副总经理、平安银行董事长。 谢先生是中国证券行业协会互联网证券专业委员会主任委员。
胡跃飞	行长,执行董事	中南财经大学货币银行学硕士	1、1990-2006 年：就职于深圳发展银行，历任支行行长、分行行长、总行行长助理； 2、2006-2016 年：任平安银行(原深圳发展银行)副行长； 3、2016 年至今：平安银行行长。
蔡新发	行长特别助理	中科院硕士、美国北达科他大学计算机科学硕士、南京大学本科	1、硅谷 13 年工作经验，eBay 美国总部首席工程师； 2、携程任大住宿事业部 CTO； 3、2014-2016 年：就职于平安证券，历任董事长特别助理、副总经理、常务副总经理，主管经纪业务； 4、2016 年至今：任零售副行长、行长助理。

数据来源：公司年报、互联网、国泰君安证券研究

而且，新管理层在集团多条线任职的经验，有助于调动集团寿险、科技等各方面资源，得到集团的支持和信任，“人和”与“地利”相互促进。新管理层是能够改变银行的最合适人选，能达到举全集团之力的效果。

2.2. 智能零售银行

平安银行致力于打造智能化零售银行，较传统零售模式更有竞争力。

传统零售模式的核心优势和运营基础在于拥有低成本的负债，通过海量网点和员工为零售客户提供较好的线下服务体验，传播渠道包括客户口耳相传、电话短信营销等。

而平安银行试图转型的智能零售模式更重视产品优势的打造，追求将用户的线上、线下体验都做到极致，且两者相互融合不割裂。除了传统的传播渠道，还会借助集团的营销渠道，如寿险团队。强调科技运用对人

的“赋能”作用，智能工具可以在一定程度上替代专业性，从而达到事半功倍的效果。

表 2：传统零售与智能零售对比

	传统零售	智能零售
核心优势	负债端	资产端（产品端）
用户体验	侧重线下	线上+线下闭环（O2O）
传播渠道	较为单一	多元
基础支撑	网点、员工	重视科技的运用

数据来源：国泰君安证券研究

平安银行颠覆传统，发力智能金融，主要是基于集团和自身的多项优势。

2.2.1. 业内独具的集团优势

平安银行确定新的零售战略之后，集团给予全力支持，这是其大幅领先于大部分同类银行的突出优势。

除前文已提及的通过寿险队伍向银行导入客户资源之外，重点支持领域还包括：（1）综合金融支持：集团旗下拥有全部金融牌照，可以配合平安银行，为客户提供全方面的综合金融服务，满足客户多元化金融需求；（2）科技支持：集团经多年积累，在大数据、云计算、人工智能、区块链等领域已有较强的实力基础，并具备了向外输出的能力，能够支撑平安银行的智能零售战略。

2.2.2. 前期积累的自身优势

平安银行在过去几年已经积累了较好的零售业务基础，并走出了一条有别于同业的零售业务，具有很大优势。主要优势包括：（1）现有零售拳头产品已有明显优势；（2）利用互联网思维改善客户体验；（3）基于 SAT 模式引流。

（1）传统 LUM 业务优势明显，多类零售信贷领先行业：

拳头零售信贷产品主要包括信用卡、新一贷（无担保抵押贷款）、汽车融资三大类。信用卡业务开办较早，表现优异，在经济环境下行时期，信用卡的逾期率、呆账率表现均优于行业，当前活卡率、卡均消费等指标居于对标行靠前位置。新一贷目前余额近 1000 亿元，收益率高，并通过近十年经营积累海量数据，基于大数据控制风险，不良率低，目前市场上已形成竞争对手难以超越的优势。汽融则是市占率第一的拳头产品，已建立一整套先进的销售模型和组织，目前余额 1000 亿元左右，平均利率约 10%，十年来不良未超过 1%。

后文我们还将进一步详细介绍三类拳头产品。

（2）运用互联网思维，将用户体验做到极致：

集团和银行内部均有强大的互联网技术团队，建有一支零售专属 IT 团队，团队人员超过 1800 人，通过敏捷开发、迭代优化，打造全新的口袋银行 APP 和行员/代理人 APP，力争达到或超越行业先进水平。这是平安银行跳出传统银行思维框架、对标最有竞争力的互联网金融机构的技术基础。

平安银行借助集团强大的科技支持，武装零售业务，基于技术的 SAT（社交媒体+客户端应用程序+远程服务团队）模式，打造智能化、移动化、专业化的零售银行服务，重视用户体验。

线上方面，平安银行的用户体验已经有明显改善。平安银行将原先的三个 APP 合并为一个“新口袋银行”APP，在传统银行服务的基础上融合了理财、信用卡、贷款三大业务功能，显著改善了用户体验，提升了 APP 的用户活跃度。

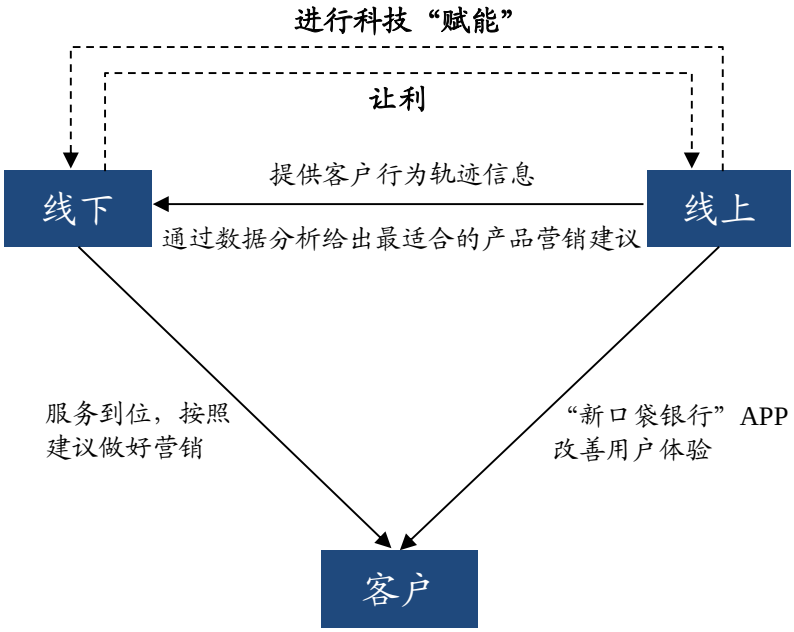
图 5：APP 合并改进线上用户体验

数据来源：“平安口袋银行”APP、国泰君安证券研究

线下方面，预计平安银行将扩大网点覆盖范围，并进行网点智能化改造，改进用户线下体验。平安银行目前仅在 50 多个城市有网点，但我国地级市有 300 多个，覆盖范围还有很大的扩展空间。此外，总行全力支持支行网点进行智能化改造，包括完成 WIFI 改造、上马“不排队银行”项目等等。未来网点数量的增加和智能化程度的提升有望改进用户体验。

线上与线下融合方面，强调线上要给线下进行科技“赋能”，同时线下要给线上让利，从而实现协同共赢。例如一个客户进店后，网点服务人员会立即收到他在线上线下的行为轨迹信息，并且总行后台会针对这个客户，通过数据分析给出最适合的产品营销建议。而服务人员要做的只是把这个客户服务到位，并按照建议做好营销。这就是线上线下的闭环。

图 6：平安银行智能零售追求线上与线下用户体验的改善和相融合



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

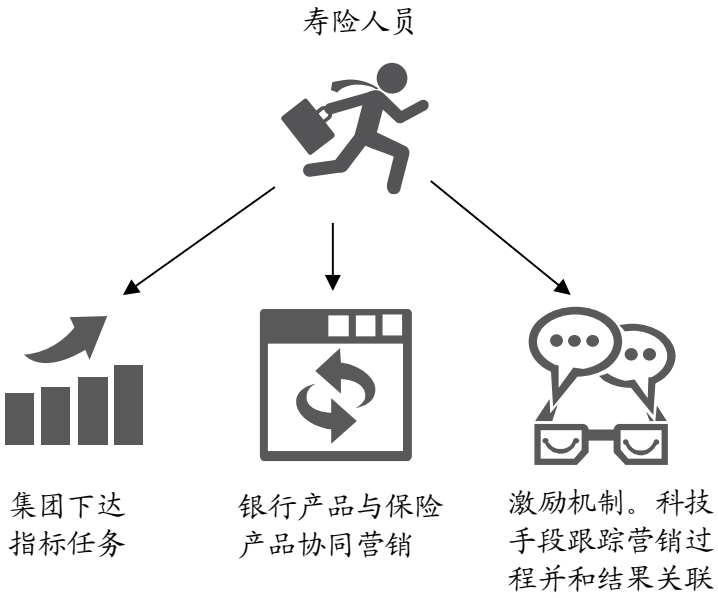
（3）基于 SAT 营销模式优势，通过传播获得更多客户：

平安银行和其他银行相比，最大的优势是可以借助集团的营销渠道，其中最关键最核心的是“拥抱寿险”。“拥抱寿险”即借助集团寿险团队的营销力量，为平安银行获取信用卡、理财、贷款等方面的零售客户。

依托社交圈，利用场景嵌入式进行推广，善用寿险百万大军，通过社交模式进行产品宣传推介，实现固定收益类产品销售规模爆发式增长；用 APP 使客户、寿险代理人参与到营销活动中，并通过技术追踪推荐人动作并进行积分，提高参与积极性。

“拥抱寿险”之前也提过，但几点边际变化让我们觉得未来有望加速实现零售客户迁徙。一是零售转型自上而下达成共识，集团寿险团队有任务指标，和银行分支条线的合作更能顺利推进；二是激励机制理顺，现在科技手段已经可以让寿险人员和行员的动作被跟踪并和结果关联起来，所以只要做好服务营销，就一定可以体现“多劳多得”的结果。

图 7：“拥抱寿险”有望加速实现集团客户向平安银行迁徙



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2.3. 重点零售产品

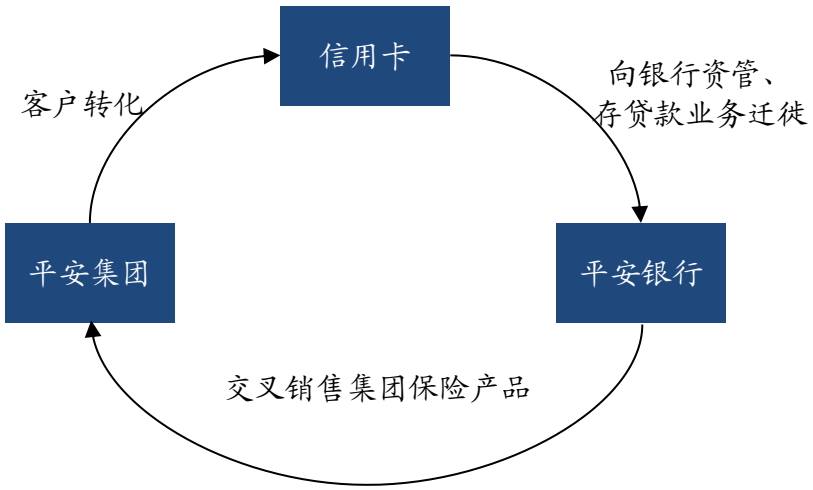
2.3.1. 信用卡

1、竞争优势

① 信用卡具有重要的战略地位，是集团客户向平安银行迁徙的桥梁，也是撬动平安银行零售业务的杠杆，能为客户提供更完善的金融服务。首先，信用卡营销持续转化集团客户。2016 年平安银行信用卡新增发卡中，集团渠道获客占新增卡量的 43.4%。然后，信用卡客户向银行其他零售业务迁徙，促进银行 AUM 与存贷款的提升。

此外，银行可以交叉销售集团各类保险产品，为信用卡客户提供综合金融服务。由此，信用卡成为集团与银行零售业务的粘合剂，并能最大限度整合双方资源，为客户提供更全面的金融服务。

图 8：信用卡是集团客户转化的桥梁，零售业务的杠杆



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

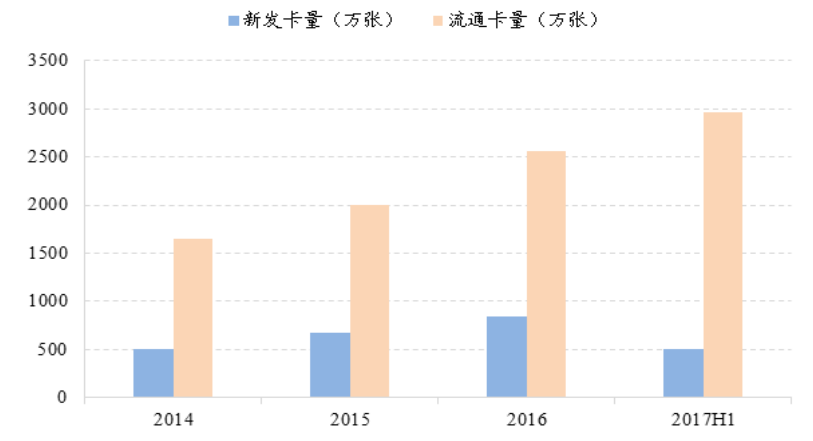
② 拥有覆盖各个客群的完善的产品体系和市场活动。比较值得一提的是，平安白金卡及钻石卡的航班延误险满足了高端商旅客群的出差需求；车主卡“加油 88 折”系列活动满足了广大车主客群的出行需求。差异化产品活动准确定位细分人群，市场口碑的建立有助实现信用卡的自我营销。

③ 具备多层次完善的客户服务体系。目前平安银行的新口袋银行 APP 已经将主要功能打通，能向信用卡客户提供智能化、精准化的服务。并可以持续跟踪完善客户主要触点的体验监测，形成客户体验监测→反馈→改善的高速管理闭环，推动整体信用卡客户体验的提升。

2、业务现状：

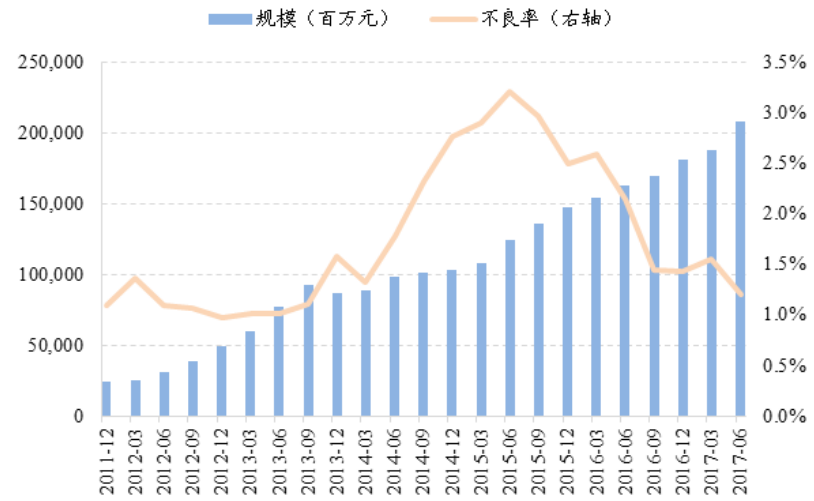
平安银行近几年信用卡发卡量持续增加，截至 2017 年 6 月末，信用卡流通卡量接近 3000 万张，流通卡数在股份行中居于前列。与此同时，平安银行的信用卡应收账款规模也逐步提升，且自 2015 年以来不良率持续下降，目前稳定在 1.5%左右。

图 9：平安信用卡流通卡量即将突破 3000 万张，居股份行前列



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

图 10：平安银行信用卡应收账款规模稳步提升，不良率持续下降



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2.3.2. 新一贷

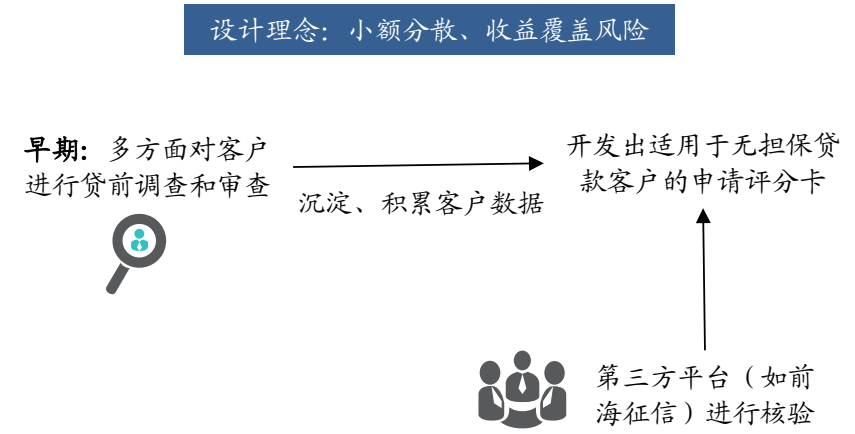
1、商业模式：面向广大零售客户提供的纯信用贷款产品。“新一贷”是国内消费金融市场上最早推出的普惠型个人信用贷款产品之一，自 2009 年推出至今已历经 8 年打磨。其为广大零售客户提供切合实际资金需求且差异化、有特色的信贷服务，围绕“衣食住行玩”满足个人客户的合理消费需求。

2、竞争优势：

① 完善的风控体系，同业短期难以复制。平安银行是最早涉足消费金融领域的商业银行之一，多年的业务经验锤炼出较为完善的风控体系，新一贷的资产质量也一直表现稳定。

差异化定价、大数据应用、第三方核验是风控体系的重要组成部分。“新一贷”产品设计遵循“小额分散”的理念，并根据客户类型、产品方案及期限三个维度进行差异化定价，定价范围在 13.2%-18.3%。前期对客户进行多方面贷前调查，后面不断沉淀客户数据，开发出适用于无担保贷款客户的申请评分卡，同时通过第三方平台对客户信息进行核验。

图 11：平安银行不断完善风控体系，同业短期难以复制



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

② 远超同业的放款时效，更快满足融资需求。平安银行依托“移动式、标准化、流程化、智能化”运营作业模式，实现了高质量的作业效率和对客户的全流程时效承诺，实现了远超同业放款时效的独特竞争优势。

③ 根据市场需求变化持续完善业务模式，丰富产品体系。新一贷不断根据市场需求进行重构与更迭，比如逐步从线下向线上迁移、全流程嵌入人脸识别技术、运用大数据和人工智能等互联网技术手段，让产品始终具有创新性和竞争优势。此外，持续通过流程优化提升客户服务体验，通过丰富产品体系强化对细分客群的挖掘。

3、产品对比：

市场担心“新一贷”会不会成为第二个“贷贷平安”，我们认为不会。“新一贷”虽然和“贷贷平安”一样都是个人信用贷款，但是在产品设计、佐证资料真实性的认定方式、风险管理等方面均和“贷贷平安”有所不同，比“贷贷平安”更加审慎严谨，不会重蹈覆辙形成不良滋生温床。

表 3：“新一贷”较“贷贷平安”更为审慎严谨，不会重蹈覆辙

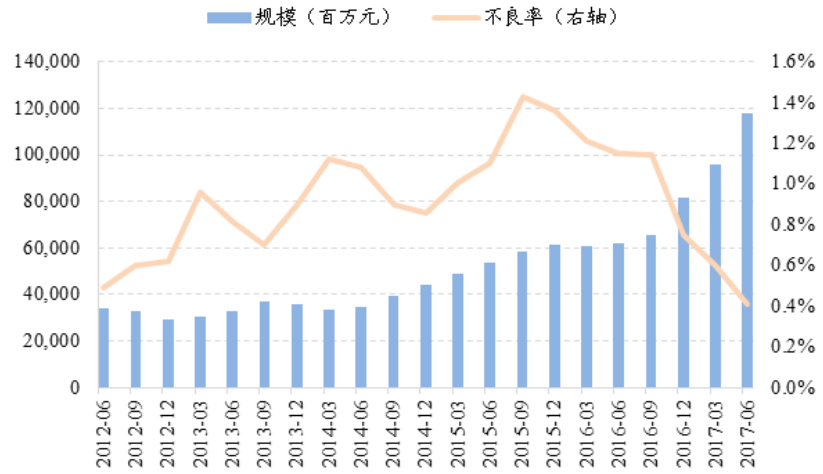
	新一贷	贷贷平安
产品设计	小额分散，单笔的信用贷款，不接受随借随还	随借随还，额度有效期达 10 年
资料认定	客户信息的真实性通过第三方平台核验，与客户面谈面签核实并签署相关贷款文件	主要使用银行账户流水、市场管理方证明作为收入的核实方式，容易造假且很难识别
客群选择	必须是或曾经是有房有车	对客户是否有房产等没有硬性规定
风险管理	以模型为主，人工为辅，采取标准化作业。风险模型和管理模式较为成熟。	以专家为主、模型为辅的模式。对批量小额标准化的产品管理经验不足

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

4、业务现状：

近年来“新一贷”规模实现较快增长，资产质量保持稳定，2016 年下半年以来尤为明显。新一贷通过产品升级、优化客户体验、布局线上化等举措，利用大数据、互联网+等科技手段，在实现规模快速发展的同时，有效把控住了风险，历史不良率稳定在 1.5%以下，且 2015 年以来逐渐下降，最新披露不良率不足 1%。

图 12：近期“新一贷”规模快速增长，不良率明显下降



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2.3.3. 汽融贷

1、商业模式：新车贷款（借款人承担利息的常规贷款、主机厂或经销商承担全部或部分利息的贴息贷款）、二手车贷款与车辆抵押贷款。贴息贷款模式中，厂方或者经销商愿意帮助客户承担利息的原因有三点：①稳定车价体系，避免一味以降价促销售；②扩大受众群体；③每个车企都在使用贴息，为提高竞争力不得不采用。

表 4：汽融贷商业模式分类

分类		商业模式
新车贷款	常规贷款	客户通过银行贷款分期购买车辆，利息全部由借款人承担
	贴息贷款	厂方或经销商帮助客户承担部分贷款利息，客户可选择免息或低息分期购买车辆
二手车贷款	直营模式	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 代理模式	由银行提供资金，由代理商、担保公司进行业务拓展与受理
车辆抵押贷款		客户通过将个人名下的车辆抵押给银行，获取消费或经营用资金

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

2、竞争优势

平安银行汽融贷的竞争优势和业务壁垒主要体现在：①独一无二的事业部制运作模式；②切入汽车消费领域较早，综合实力保持领先；③整合集团资源，全方位、全周期满足车主金融需求。

表 5：平安银行汽融贷和其他银行同类产品相比的竞争优势

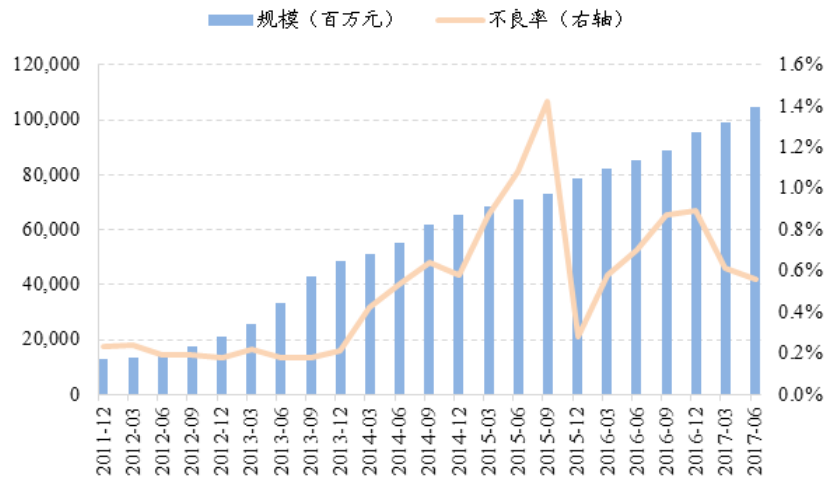
	其他银行	平安银行
组织体系与经营模式	分行开展业务，渠道、风控、流程差异大，作业成本高且无法确保服务品质	事业部模式，有全国统一的产品、运营、销售体系，队伍执行力强，产品创新迭代速度快
市场地位和综合实力	单项优势居多，比如国有银行的利率优势	业务开展时间早、经验较丰富、市场占有率高、综合实力强，且能够持续创新、变革
综合金融和车主生态	业务较为独立，提供一揽子金融服务的能力较弱	整合集团资源优势，能够提供车贷、车险、延保等一揽子金融产品。通过新车、二手车、车辆抵押贷款、赊呗等产品体系，覆盖车主生命周期

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

3、业务现状：

平安银行“汽融贷”规模稳步增长，资产质量保持稳定，2017 年一季度末不良率仅 0.6%。平安银行凭借多年在汽车消费领域积累的销售、流程、风控、渠道、产品等的综合优势，汽车融资贷款余额保持稳定增长，预计 2017 年中将突破 1000 亿元。目前平安银行汽融贷的市场占有率在 17%左右，是所有汽车金融服务机构中份额最大的。

图 13：平安银行汽融贷规模稳步提升，资产质量保持稳定

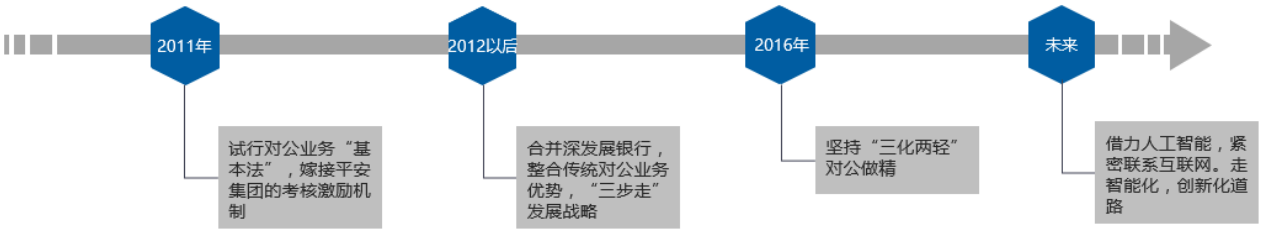


数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

3. 对公往哪改

在平安银行的发展历程中，公司不断地顺应经济环境变化以及自身的战略定位，调整对公业务的战略规划。

图 14：平安银行对公业务发展时间轴



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

注：“基本法”的说法来自于保险行业，主要用于内部的员工管理，此前推动了平安银行的发展；于 2011 年，在深发展银行的对公业务领域试点实行。

当前经济进入新常态，结构调整中风险时有发生，对公业务单纯“规模驱动的外延式增长”战略造成资产质量承压，已经不适用于当前的经济环境。因此，平安银行选择“三化两轻（行业化、专业化、投行化、轻资产、轻资本）”的大对公业务经营思路，通过“精控规模、精耕客户、精控风险、精益效率”推动对公业务向“质量与价值驱动的内涵式增长”转型。

3.1. 现在怎么改

针对前期对公业务中暴露出来的各项问题，平安银行开始着手业务调整，一改此前较为粗放的规模扩张之路，更加重视风险管控和质的提高，并引进各项新的信息技术手段，启动一条全新的发展之路。

3.1.1. 三化两轻

战略上来看，公司业务将坚持“一体两翼”，打造以“投资银行+”和“交易银行+”为两翼的综合金融一体化服务银行；坚持“三化两轻”，以**“行业化、专业化、投行化、轻资产、轻资本”**推动公司业务发展；坚持“行业特色”，积极践行 **C+SIE+R 行业金融模式**，走“商行+投行”道路，持续大力发展综合金融，建设互联网和以橙 e 网、行 E 通等为代表的轻资产平台，布局 KYB，打造“轻型”商业银行。

3.1.2. 对公四精

战术上来看，平安银行着重从“精选行业、精耕客户、精益产品、精控风险”四个方面，从规模型增长向价值与质量驱动的内涵式增长转型，大力推进全行对公业务做深做精。

（1）精控规模

精控规模——控制对公贷款规模，主动退出低效客户，腾挪信贷额度，

并通过业务场景嵌入、产品线延伸等方法大力支持零售业务。2016 年底新成立的特殊资产事业部主动清收不良资产，甚至更为前置地使潜在的风险客户尽早退出，切实地控制住现阶段和未来可能生成的不良；同时，对公条线的员工被实施贷款规模的反向激励。这样一来，对公贷款规模必然相应地保持现状甚至减少，把更多的信贷额度和资源倾斜到零售业务。

虽然控制贷款规模，但是全行大力鼓励不占用资本的“纯存款”业务，实现轻型化发展。最优质、稳定的纯存款来自政府的结构类存款和主动负债产品。现在监管严格，争取政府存款全部都是依靠竞价；同时辅以优秀的电子政务平台、公共资源交易平台的合作来获取纯存款。此模式已在部分地区取得成绩，某些分行对公存款 50%以上为政府存款。

同时，优化同业资产负债配置。资产端压缩 1000 亿资产规模的同时，置换 800 亿更高收益资产，使同业业务收益率较年初提升 28BP；负债端发行 150 亿金融债降低资金成本。

（2）精耕客户

图 15：平安银行从四方面着手精耕客户

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

精耕客户是指在选定行业或特定市场中选择成长性和盈利性俱佳的企业，实行核心客户一站式服务。通过精选行业、重构团队、风控变革达到客户置换的结果。

借助集团证券公司、信托公司，通过投行、投资使行业龙头重要客户落户在银行，使平安银行成为该客户的主办行，为其提供投后服务，走“真投行”道路。选择客户的标准包括一定的盈利规模，以及行业龙头、抗周期强、成长性好等。

精选行业作为精耕客户的最重要组成部分，需要有所为、有所不为。聚焦体量大、弱周期、成长性好的行业，针对行业垂直细分市场，制定行

业化的业务规划与风险政策，搭建客户联盟平台，以“C+SIE+R （行业核心客户+供应链、产业链、生态圈+零售客户）”为商业模式，深度服务全产业链、供应链、生态圈客户。而不符合要求的行业，则坚决退出。

目前，选中的重点发展的行业包括地产、电子信息、医健文旅、高端精密装备制造等，而能源矿产等则在退出。选好行业后，还要选择行业内的龙头企业和管理团队优秀的企业，做专做精。

行业事业部是推行“精选行业”策略的主要抓手。自 2013 年创立事业部制以来，行业事业部的调整如下图所示：

图 16　平安银行逐步增设行业事业部

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

事业部制的组织构架依然保留，只是覆盖的行业更为精心选择，且倾向于选择更新、更轻、更弱周期的行业。国际上主流的商业银行，如花旗、汇丰、荷兰银行等，无一例外地采取了事业部制的组织模式。事业部模式作为传统总分模式的有效补充，在人、财、物上被赋予更大的自主权，在专业领域内深耕客户，创新产品，经营风险，有利于提升对市场的快速反应能力，提高业务运行效率，提高资源的配置效率。

药明康德就是一例成功的一体化、“真投行”、嵌入式的金融服务成功案例。药明康德是世界上唯一的开放式生物制药平台，中国最大的新药研发外包服务公司。药明康德 2016 年实现营收 61.16 亿，净利润 11.2 亿。2007 年在纽交所上市后与 2015 年退市，寻求港股和 A 股的 IPO。

平安银行利用对医疗健康行业的优势，参与其在香港的债权、股权的银团融资和私有化过程。2015 年当年，平安银行因此获得 1.5 亿元的收入。

2016 年 2 月 27 日药明康德携手平安银行在上海签署 100 亿元战略合作协议，平安银行将向药明康德提供全面授信支持。同时，双方宣布联合成立“平安药明产业投资基金”，支持药明康德在全球范围内的大健康产业布局发展，推动整个产业生态圈进化。

平安银行还通过“C+SIE+R” 延伸核心客户生态圈，实施核心客户大包围战略，提升综合收益。从客户出发、深度服务全产业链并与零售客

户联通的理念与现阶段“三化两轻”的战略规划和“商行+投行”融合的道路也更加相符。

图 17　C+SIE+R 战略图

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

“C+SIE+R”模式最初是 2016 年 8 月，以提质增效为中心，创造性推出的行业金融模式。现阶段理念为：针对需求多元化的 C 客户，通过“商行+投行+投资”组合拳，以大投行、大资管“总对总”切入核心 C 客户，为客户提供“股、贷、债、投”一站式服务，并着力实现行内公司、投行、资金同业的内部打通，深度经营客户。

同时，基于 C+SIE+R 的粘合、带动效应，由各属地分行通过交易银行将产品/服务嵌入到各个交易环节，提升客户持有产品数，全面深耕“两链一圈”SIE 客户群。C+SIE+R 也是公私联动的天然“粘合剂”，将综合解决方案延伸到了终端零售客户。

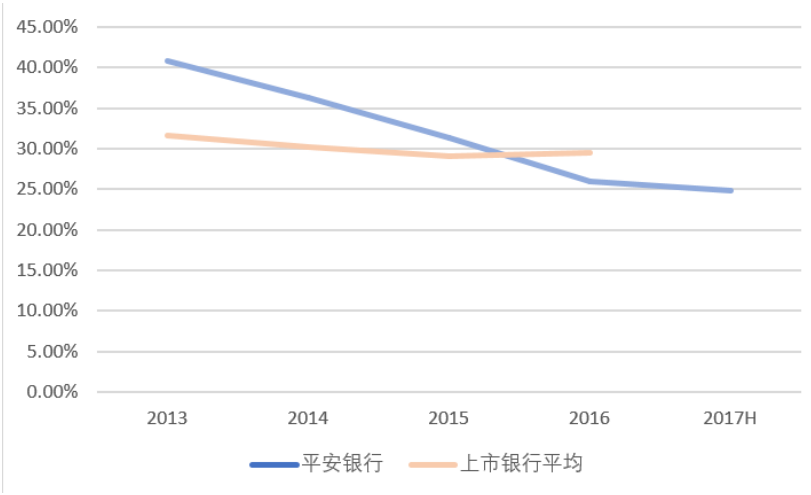
（3）精控风险

精控风险，即主动控制资产质量风险，管住增量风险，加快处置存量风险，这是银行经营的底线。我们将在后文资产质量部分中展开。

（4）精益效率

精益效率主要以成本收入比的降低体现。自 2013 年以来，上市银行成本收入比基本一直保持在 30%左右，而平安银行该指标连年下降。在大力转型零售业务（成本较高）的第一个半年，成本收入比降幅较小，但仍然绝对值仍然下降到 24.76%，远低于上市银行平均水平。

图 18：平安银行成本收入比连年下降



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

3.2. 战略怎评估

总体来说，平安银行在上一届管理团队的带领下，大力发展小微业务，虽提高了资产规模、初步建设起全行的互联网平台、基本完成了最初制定的三步走战略的第一步，但同时也留下的一定的资产质量隐患。

在平安银行现阶段全面转型零售型银行的背景下，公司业务作为全行的根基，并没有被“遗弃”；战略的改变不能说是“纠错”，而是在公司发展到一定阶段并顺应整个行业状况的结果。新的管理团队制定了一系列精细的规划，从战略高度到员工激励，在控制规模和资产质量、腾挪可能的资源的前提下，精选、深挖客户，希望保持对公业务稳健发展的同时，将更多资源向零售倾斜。

未来可以预见的是，平安银行对公业务规模占比逐年下降，新生成的资产质量保持优质，整体对公业务健康发展并对零售形成强有力的支持。

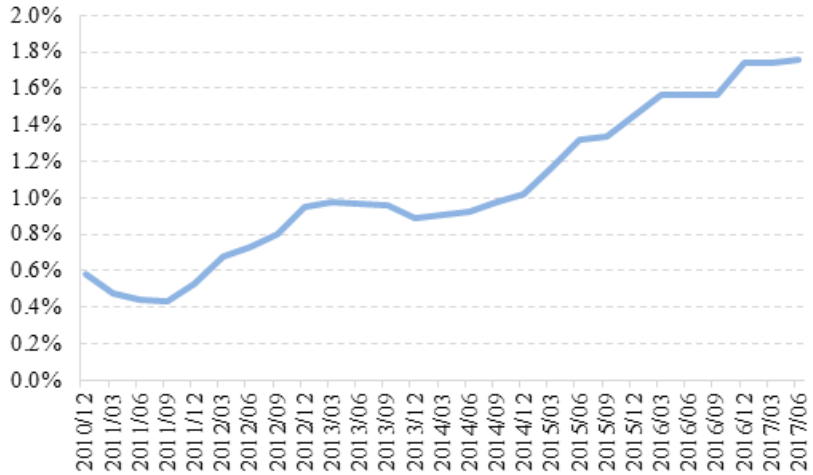
4. 包袱多久卸

4.1. 包袱有多重

截止 2017 年 6 月，平安银行不良余额达到 280.37 亿元，不良率为 1.76%。环比增加 2 个百分点。贷款减值准备 452.29 亿元，拨备覆盖率 161.32%，环比下降 2 个百分点。

从历史变化来看，平安银行不良率自 2011 年开始见底回升，2012 年快速上升，2013-2014 年一度放缓，但 2015 年开始再度显著上行。

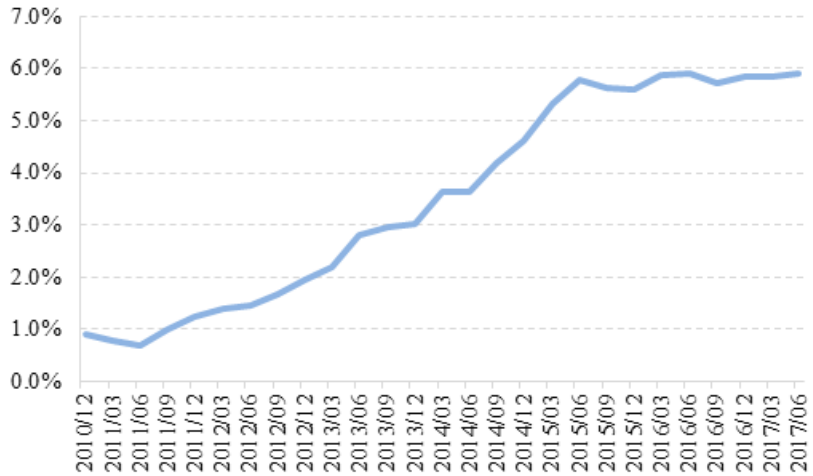
图 19：平安银行近年不良率快速上行



数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

而如果改用“(关注+不良)/信贷”指标，整体趋势相近，但也有些差别，主要体现为在 2015 年中期，该指标便明显启稳，不再显著上行。关注类比起不良类有一定先导意义。

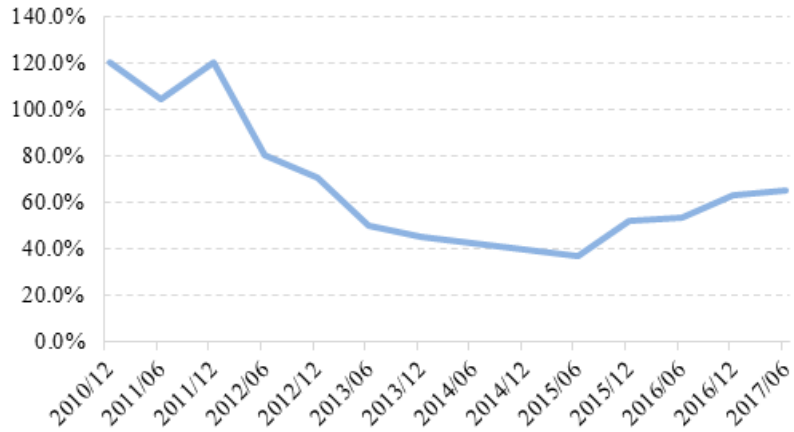
图 20： 平安银行“(关注+不良)/信贷”指标在 2015 年开始走平



数据来源：公司报告，国泰君安证券研究

我们再结合逾期贷款，观察“不良贷款/逾期 90 天以上贷款”指标，平安银行的该指标自 2012 年跌破 100%之后，持续下降，曾经一度低至 40%以下，也是业内较低者，显示出潜在的不良压力仍然较大。2015 年开始，该指标缓步回升。

图 21： 平安银行“不良/逾期 90 天”曾一度低至 40%以下

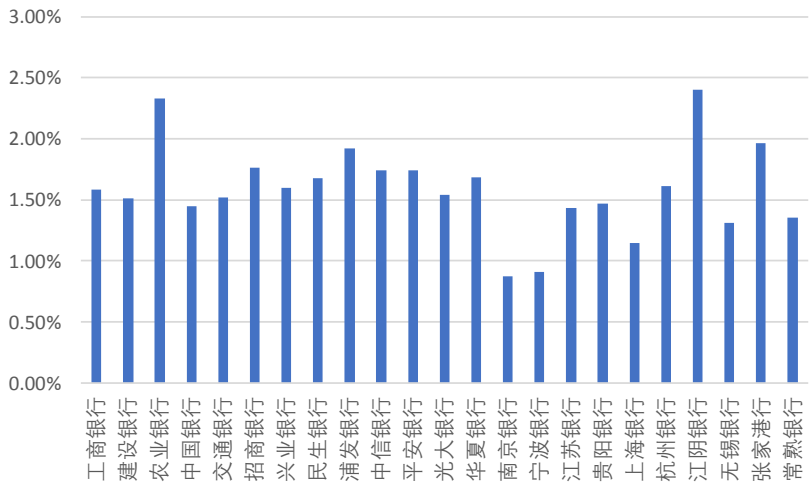


数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

从以上各指标趋势来看，平安银行资产质量压力仍然存在，2016 年略有走稳的苗头，但未到高枕无忧之际。

再与上市银行横向比较来看，平安银行的资产质量压力也较明显。直接观察不良率，则发现平安银行不良率在业内属于中等偏高水平，换成“(关注+不良)/信贷”指标也类似。

图 22： 平安银行不良率在行业中偏高



数据来源：公司财报（2017 年一季报）、国泰君安证券研究

而且，在其他大部分银行 2016 年不良率有启稳迹象的背景下，平安银行不良率却依然上升。再结合“不良/逾期 90 天”指标来看，平安银行也是显著低于行业。因此，各方面因素均显示平安银行过去几年留下的资产质量包袱仍然较重。

4.2. 根源在哪里

平安银行的不良资产包袱主要来源于在过去几年经济下行期所投放的风险等级偏高的信贷，其中又以小企业经营贷款为主，另外还包括部分

行业的对公贷款。

平安集团于 2011 年完成对深圳发展银行的收购，两行合并，2012 年将其更名为平安银行。自此，平安银行资本实力、经营实力较以往有所提升，策应平安集团的综合金融服务，开始了一段新的扩张期。但不幸的是，刚好也是 2012 年左右，我国经济开始出现明显下行，政府开始主动加快经济结构调整，部分产能过剩行业和过度杠杆企业开始出现经营恶化与债务违约。

这段时期被称为“三期叠加”或经济换档期，其实是经济发展到一定阶段后的必经阶段。经济换档期导致了银行业资产质量终结了多年不良“双降”趋势，不良出现“双升”，大部分银行在这段时间开始调整传统信贷业务，尤其是风险暴露较多的小微信贷有明显收缩。但平安银行刚好在经济换档期加快业务扩张，重点拓展个人经营贷和信用卡等，这段时期投放的信贷有一部分在后来产生风险。

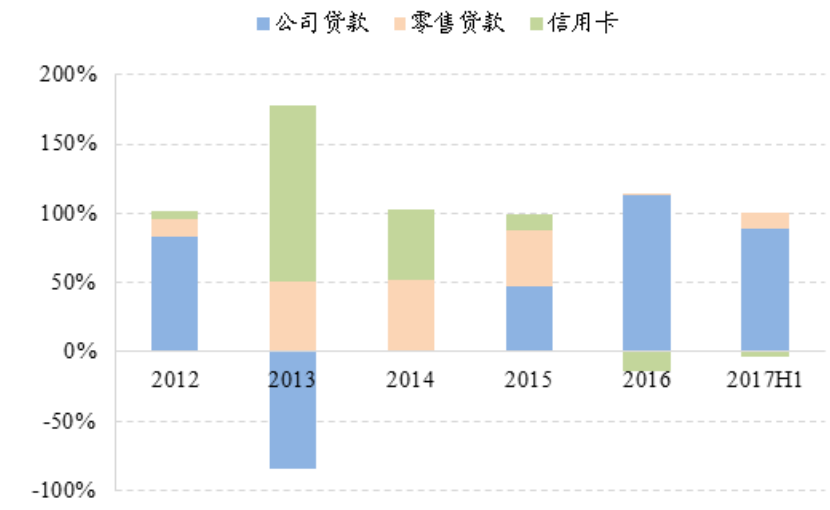
从信贷类别上看，平安银行的不良主要来自于零售信贷，包括个人经营贷款（贷贷平安等产品）和信用卡。但 2012、2016 年两年，则是对公贷款贡献了主要的不良增量。具体包括，2011-2012 年是浙江、广东小微企业贷款爆发风险。2013-2015 年则是零售贷款（又以个人经营贷为主）和信用卡贡献了主要的不良增量。2015 年开始是商贸业、制造业、采掘业等大中企业受调控影响而暴露风险，尤其是能源矿产等供给侧改革的重点行业。

表 6：平安银行近年各类贷款贡献的不良增量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
公司贷款	2,959	-588	34	3,380	9,112	2,107
零售贷款（含信用卡）	647	1,234	2,964	3,767	-1,058	184
合计	**3,558**	**693**	**2,911**	**7,182**	**8,045**	**2,380**

数据来源：公司报告，国泰君安证券研究。注：部分数字基于披露的贷款总额与不良率计算，会有一定误差。单位：百万元。

图 23：平安银行近年各类贷款贡献不良增量的占比结构



数据来源：公司报告，国泰君安证券研究

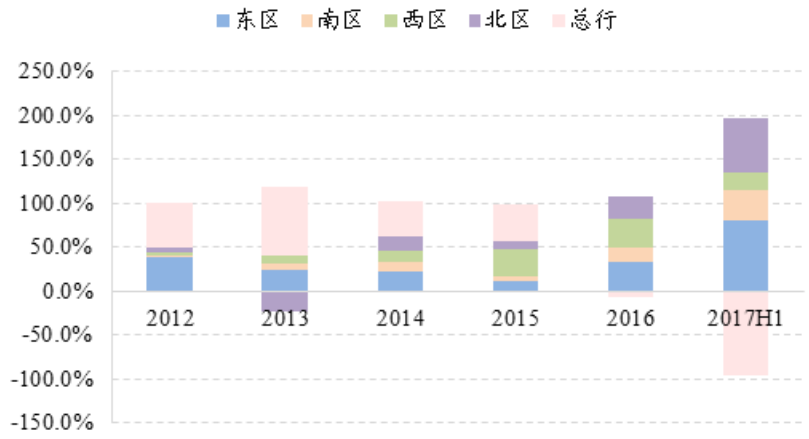
从信贷区域上看，不良率先在东部地区爆发，而后向全国其他地区蔓延，这符合我国这一轮资产质量风险释放的次序。东部以浙江、广东为典型，经济的市场化程度和外向程度高，小微企业密集，多处下游终端品制造业，杠杆水平也较高，因此受宏观调控、经济下行影响很大，不良率先暴露。而后，风险沿产业链向地处中西部地区的中上游产业蔓延，2013-2015 年，不良在全国全面开花。2015 年开始供给侧改革推进，中西部的中上游产业受影响较大。其中，总行不良有些来自各分行汇集。

表 7：平安银行近年各区贷款贡献的不良增量

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H1
东区	1,359	164	640	753	2,642	1,894
南区	97	59	329	468	1,367	825
西区	105	55	349	2,162	2,551	482
北区	183	-157	491	697	2,063	1,479
总行	1,820	540	1,183	3,063	-579	-2,296
合计	**3,558**	**693**	**2,911**	**7,182**	**8,045**	**2,380**

数据来源：公司报告，国泰君安证券研究。注：部分数字基于披露的贷款总额与不良率计算，会有一定误差。单位：百万元。

图 24：平安银行近年各区贷款贡献不良增量的占比结构



数据来源：公司报告，国泰君安证券研究

因此，平安银行资产质量受经济下行、经济结构调整等因素影响，在过去几年暴露了较多不良，且呈现一定的产品、区域、产业特征。

4.3. 包袱如何卸

2016 年以来，随着去产能取得一定成效，再加上外需、投资等拉动，国内经济触底回升，中上游企业盈利明显复苏，下游企业经营也有所好转。再加上，银行业过去几年持续调整信贷结构，收缩风险较高的小微企业等信贷，存量信贷中的风险陆续释放完毕，新发信贷风险较低。因此，最终表现为，银行业新生的不良增量开始下降，部分调整动作较快的银行甚至在 2017 年开始出现不良“双降”局面。

与行业趋势类似，平安银行的新生不良压力也开始下降，尤其是小微、零售领域，不良新生形势明显放缓。但存量不良仍然较多，仍然需要处

理一段时间。同时，部分存量业务不再符合全行未来的零售战略方向（比如一些传统对公客户），也要主动处置退出。因此，问题资产处置压力较大。

为加快处置存量不良或问题资产，2017 年开始，平安银行一方面加快信贷结构调整，提升新增信贷投放质量，优化零售业务的信贷投放，对公是持续做精，以此来控制新生不良情况；另一方面，则多管齐下，采取更加积极主动的措施处置问题资产。主要措施包括:

（1）对资产质量压力较大的经营单位采取集中管理，实施差异化考核机制。

（2）成立特殊资产管理事业部，对全行不良贷款实行集中化、垂直化、专业化管理。平安银行于 2016 年专门成立了特殊资产经营事业部，专职经营、清收、处置问题资产，并由行领导主抓。2017 年上半年收回不良资产总额 44.01 亿元，同比增长 66.52%。

这一做法有两点创新之处：首先，不再是简单的清收，而是以“经营”为理念，手段包括重组等；其次，实现全行集约化，以前的各分支机构相应人员平移至事业部，资源整合，不再是各分支机构各自清收。

银行和不良资产管理公司不良处置方式多样，但长期以来占主流地位的只有现金清收、处置抵押物等。这虽然符合信贷合同约定，也是为尽可能保障银行利益，但有时并非是双方价值最大化的选择，尤其经常对企业经营的可持续性构成破坏，银行也很难收回全部本息。而经营不良资产则可能是一条价值更高的路子。主要举措包括: 首先，通过加强预警，提前介入可能出问题的资产，为处置化解尽可能争取时间。其次，对经营遇到困难的企业，由事业部集合全行资源，撮合、盘活问题资产，从而使其价值提升。平安银行通过媒体等披露过一些案例，比如平安银行某负责人 2017 年 6 月向《21 世纪经济报道》举的一例:

“2015 年末，由于短贷长用引发资金链断裂，成都某公司对平安银行形成涉房类问题资产。这笔不良贷款形成近两年后，债权债务关系复杂，抵押土地被多轮查封，实际控制人持股 50%且和小股东管理上存在摩擦。按传统诉讼执行办法推进项目进展极其缓慢，若通过司法途径拍卖，则承建方工程款债权及税费均优先于银行债权，拍卖后存在本息损失风险。不过，抵押土地所处位置具备商业开发价值，平安银行决定对其进行撮合式债权转让，在继续推进诉讼的前提下，以并购为引入前提，分组对接不同收购方，最终实现包含罚息、复利在内债权全额回收，前期垫付诉讼费、执行费也全部由债权买方承担，清收费用为 0。”

当然，银行能够从事经营不良（而不再是简单处置不良），其前提是新增不良放缓，因而获得了较为从容的时间、空间去化解存量问题资产（如不良集中快速暴露，则银行不得不加快处置，以成本换时间）。在经济弱复苏背景下，未来再次大规模爆发不良的可能性下降，因此为特殊资产处置争取了时间与空间。

（3）加大主动清收和诉讼的力度。目前，国内宏观经济转型方向逐渐明朗，对于一些不符合未来转型方向的行业，放弃幻想，坚决退出，积极采取主动清收的方式。尤其是对部分落后产能、过剩产能、经营不善的企业问题贷款，加大诉讼力度，强力清收。

（4）加快不良贷款核销。2017 年上半年采用核销方式处置不良贷款 188.90 亿元，同比增加 73.18%。而在经济有所复苏的背景下，账销案存的贷款甚至有可能将来回收现金从而贡献效益。

（5）积极落实管控措施，问管理要效益。细化总行、分行、客户经理、风险经理在信贷管理方面的规定动作，加强信贷风险的全流程管控。

4.4. 不良如何读

在平安银行上述的全新资产摆布和不良经营思路之下，简单的不良资产数据可能不能完全反映资产质量情况，因为数字背后的行为方式有变。

首先，由于全行战略全面向零售转型，平安银行主动退出部分对公客户，由此导致一些问题资产，与经济下行导致的资产质量恶化有本质不同。这主要体现为平安银行近年的诉讼量大幅上升。

其次，由于问题资产的化解思路转为“经营”，企业重组等方式较为耗时，其时效慢于简单的核销、清收或打包转让。因此，在未来一段时期内可能会表现为不良率下降的速度偏慢。但将来重组收效后会产生更高收益。

再者，核销的力度也在加大。因为经济已有复苏，银行对未来资产质量信心增强，因此加大了核销的使用，减少了打包转让，以便获取将来资产质量回升后的收益。在消耗同样的拨备余额的情况下，核销所能处置的不良总额低于打包转让。

因此，平安银行不良率等有关指标可能会表现出与行业有所区别的走势，需结合多个指标综合评判。整体而言，平安银行资产质量压力最大的时期已经度过，生成量开始下降，存量陆续处置消化，并且着力提高问题资产的处置收益，为此可能表现为一段时期的不良率继续高企。

4.5. 多久消化完

平安银行未来所需的处置时间具有较大不确定性，我们预计可能在两年左右。这主要是考虑到：

首先，目前核销、处置继续保持较大力度。特殊资产经营事业部成立于 2016 年底，2017 年初开始正式运营，截止目前已取得初步成效。随着该事业部动运作日益成熟、经验日益丰富，处置进程或将加快。

其次，部分企业的盈利因经济弱复苏而有所好转，尤其是此前不良重灾区的商贸、采掘等行业，受大宗商品价格回升影响，盈利好转，有利于问题资产盘活。

5. 效果如何现

5.1. 性价比更高

从平安银行 2016 年批发业务和零售业务的经营情况对比来看，零售业务的性价比显然更高（因为 2016 年分部业务数据重述过，和以往年份不可比，故无法提供更多可比历史数据）。

零售业务的净利差水平明显高于批发业务（新一贷收益率 18%左右，汽融贷收益率 8%左右，信用卡收益率 14%左右，而优质对公贷款收益率则比较低），考虑信用成本后的优势就更为明显。零售业务创造的中收占营收比重也更高。零售业务唯一的缺陷是成本收入比较高，但即便如此，其 ROA 依然远远超出批发业务。

表 8：平安银行零售业务的性价比更高

2016	批发业务	零售业务
净利差	3.28%	5.04%
中收/营业收入	28.02%	37.87%
成本收入比	24.40%	42.67%
信用成本	2.46%	1.61%
ROA	0.99%	3.04%

数据来源：公司财报、国泰君安证券研究

5.2. 投资的建议

5.2.1. 投资建议

维持 2017/2018 年净利润增速预测 2.8%/4.2%，对应 EPS1.35/1.41 元，BVPS11.96/13.23 元，现价 7.41/7.11 倍 PE，0.84/0.76 倍 PB。天时（今有昔无）、地利（今有昔有）、人和（今有昔无）三大条件首次同时具备，预计平安银行零售转型方向、进度和绩效有望大幅超预期，带来估值和盈利双升，维持公司目标价 14.35 元，对应 2017 年 1.2 倍 PB，增持评级。

5.2.2. 风险提示

1. 监管推进引发超预期的流动性风险或信用风险。近期监管部门的监管文件持续出台，目前仍处摸底排查阶段，未来的整改措施尚不明确。如果整改力度超预期，则可能导致意外风险。

2. 经济失速下行，银行不良反弹。若经济弱复苏难持续，甚至出现失速下行，债务违约加速暴露，银行不良生成有可能出现反弹。

3. 零售转型推进不达预期。零售业务讲求的是慢工出细活，推进过程也并非总是一帆风顺，存在一定的不确定性。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）59312799

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com