

平安银行(000001)

揭开口罩看年报
——平安银行深度报告

✍️ : 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
☎️ : 02180105900
✉️ : qiuguanhua@stocke.com.cn

报告导读

揭开“口罩”看平安银行 2019 年年报：本是一张灿烂的俏脸，展现给众人的却是一张标准脸。有别于市场认识，平安银行基本面实质超预期。

投资要点

❑ 市场担忧盈利能力改善逻辑被打破，我们认为中长期 ROE 改善趋势不改

①19 年归母净利润增速下降 1.9pc，归因主动做实资产质量，19Q4 逾期 60+ 彻底消化。假设不良认定严格程度与 19Q3 一致，测算净利润增速可从实际的 13.6% 上升至 33.7%。②中长期盈利能力向好趋势不改，对公业务再出发可极大提升 ROE，若对公业务税前 ROA 回升至 1.1%，则整体 ROE 可上升至 15%。

❑ 市场认为平安资产高增长不可持续，我们认为 ROE 提升可支撑规模增长

①19Q4 季末抢先投放先体现在了资本充足率的分母端，但对分子端利润的贡献还未完全体现。②中长期来看 ROE 仍处于持续提升通道，对规模增长的支撑作用还未体现。若平安银行 ROE 提升至 15%，则内生 RWA 增速可达 14.4%。

❑ 市场担忧让利实体经济下银行受损，我们认为平安息差韧性中收弹性均强

①息差韧性：降息背景下，平安银行非按揭类零售贷款占比最高，抵御 LPR 降息能力最强；若对称性降息，则平安银行为上市银行受益第二大。②中收弹性：银行卡、私行、综合金融和理财业务有望促使中收成为营收的主要增长点。

❑ 市场认为疫情对银行基本面冲击大，我们认为这反而是数据化经营的机遇

①从基本面来看，疫情影响是短期的，且平安与同业相比受到影响预计较小。19Q4 抢先投放赢得先机，抵御利率下行能力强，对公风险敞口占比第三低。

②从经营的角度，数据化经营既是平安的战略选择，也是疫情下的现实需要。平安银行各条线均储备充足科技能力，有望在疫情中加速数据化，化危为机。

❑ 盈利预测及估值

平安银行是新零售科技银行的代表，揭开口罩看公司 2019 年报，平安银行经营情况实质超预期，且将持续。预计 2020-2022 年归母净利润同比增速为 15.6%/15.3%/15.3%，对应 BPS 15.49/17.13/19.02 元/股。现价对应 2020-2022 年 1.01/0.91/0.82 倍 PB，目标价 21.84 元，对应 20 年 1.41 倍 PB，买入评级。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	137,958	156,210	174,047	194,944
(+/-)	18.20%	13.23%	11.42%	12.01%
净利润	28,195	32,601	37,595	43,342
(+/-)	13.61%	15.63%	15.32%	15.29%
每股净资产(元)	14.07	15.49	17.13	19.02
P/B	1.11	1.01	0.91	0.82

评级

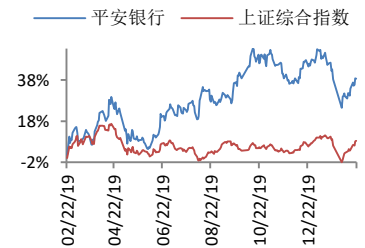
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥15.58

单季度业绩

元/股

4Q/2019	0.24
3Q/2019	0.42
2Q/2019	0.46
1Q/2019	0.43



公司简介

相关报告

- 《对公刚刚发力，不良彻底做实——平安银行年报点评》2020.02.14
- 《经营战略成效明显，不良未见好转》2016.03.10
- 《平安银行（000001）季报点评：息差表现优异，拨备计提下降》2015.10.23
- 《平安银行（000001）中报点评：息差表现较好，不良暴露趋势下降》2015.08.14

报告撰写人：邱冠华
数据支持人：梁凤洁

正文目录

1. 利润增速为什么下降? ——归因主动做实资产质量	4
1.1. 利润增速下降因做实资产质量	4
1.2. 资产质量稳中向好的态势不改	6
1.3. 盈利能力改善的空间极为可观	7
2. 资本与规模增长矛盾? ——ROE 提升效果尚未体现	9
2.1. 四季度抢先投放对利润贡献尚未完全显现	9
2.2. ROE 提升对规模增长的支撑作用尚未显现	10
3. 利率下行背景下受损? ——息差韧性叠加中收弹性	10
3.1. 息差具有韧性	10
3.2. 中收具有弹性	14
4. 疫情对银行影响严重? ——数据化经营的战略机遇	15
4.1. 疫情影响相对可控	15
4.2. 数据化经营催化剂	16
5. 市场容易存在的误读? ——典型看法 VS 实际情况	17
6. 盈利预测与投资建议	18

图表目录

图 1: 2019 年拨备前利润增速维持高位, 增速环比略有提升	4
图 2: 2019 年利润增速较 19Q1-3 下降, 归因拨备拖累	4
图 3: 规模贡献提升, 息差因基数效应贡献收窄	5
图 4: 2019Q4 利息净收入对营收增速贡献收窄	5
图 5: 资产质量做实导致不良生成率上升, 相应核销力度加大	5
图 6: 2019Q4 利息净收入对营收增速贡献收窄	5
图 7: 资产质量静态指标稳中向好	6
图 8: 零售贷款受认定趋严影响不良率抬升	6
图 9: 2019 年零售贷款不良率恶化主要受到口径变动影响	6
图 10: 资产质量动态指标整体来看稳定	6
图 11: 2019 年零售贷款不良率恶化主要受到口径变动影响	7
图 12: 2019 年末零售贷款不良率: 涉房类贷款资产质量最优	7
图 13: 2019 年 ROE 同比持续改善 (不考虑可转债)	7
图 14: 2019 年 ROA 持续同比改善	7
图 15: 2019 年对公税前 ROA 同比改善	8
图 16: 2019 年零售分部资产占比提升	8
图 17: 平安银行对公业务盈利能力改善还有很大空间	8
图 18: 平安银行零售业务盈利能力与行业相比具有优势	8
图 19: 2019Q4 平安银行贷款投放集中于季末	10

图 20: 已披露 2019 年业绩快报的各银行资产增速	10
图 21: 2019Q4 平安银行单季净息差环比持平	11
图 22: 除零售贷款外, 各类资产 19Q4 单季收益率均环比下降	11
图 23: 19Q4 各类负债成本率均环比下降	11
图 24: 19Q4 企业定期存款成本率明显下行	11
图 25: 19H1 贷款重定价期限结构: 大部分银行 90%以上贷款将于 1 年内到期或重定价, 说明大部分固定利率贷款是短期贷款	12
图 26: 19H1 上市银行贷款结构: 平安银行零售贷款占比和非按揭个人贷款占比均居于上市银行第一	12
图 27: 历次存款基准利率变动幅度: 定期存款远大于活期	13
图 28: 最新存款基准利率 (2015 年 10 月后未变动)	13
图 29: 19H1 (定期+其他存款)/总资产, 定期相关存款占比越高, 越潜在受益于存款基准利率下调	13
图 30: 对称性降息的敞口: 19H1 (企业贷款+按揭贷款-定期存款-其他存款)/总资产	13
图 31: 19Q4 中收保持快速增长	14
图 32: 19Q4 中收盈利能力维持高位	14
图 33: 银行卡和代理委托手续费贡献手续费收入主要增量	14
图 34: 银行卡和代理委托手续费净收入快速增长	14
图 35: 私人银行业务快速发展	15
图 36: 非保本理财余额 18Q3 以来恢复增长	15
图 37: 19H1 上市银行贷款结构: 平安银行对公相关行业风险敞口占比居于上市银行第三低	16
图 38: 2017 年转型以来零售业务成本收入比持续下降	17
图 39: 口袋银行 APP 月活和口袋财务 APP 交易额快速增长	17
表 1: 平安银行 2019 年不良生成和信用成本测算	5
表 2: 19H1 对公分部税前 ROA 杜邦分解: 平安银行对公信用成本是最大劣势项目	8
表 3: 不同零售对公条线税前 ROA 假设下, 测算整体 ROA	9
表 4: 不同 ROE 和分红率水平下, 内生资本补充可以支撑的 RWA 增速	10
表 5: 2016-2019 年平均: 各类贷款一季度投放占全年净投放比例	15
表 6: 2016-2019 年居民短期贷款各月份投放占全年净投放比例	16
表 7: 平安银行在各个维度都有线上化能力	17
表 8: 平安银行 2019 年财报数据概览	19
表附录: 报表预测值	20

平安银行 2019 年财报于 2020 年 2 月 13 日披露，2019 年归母净利润增速较前三季度下滑。叠加 2020 年一季度突发新冠肺炎疫情，投资者容易在四个方面产生担忧：

- ① 19A 归母净利润增速较 19Q1-3 下降 1.9pc，盈利能力改善的逻辑被打破？
- ② 19Q4 核心一级资本充足率环比下降 64bp，资本与规模增长产生了矛盾？
- ③ 监管要求银行让利实体经济，降息已成确定性事件，平安将会受损严重？
- ④ 新冠疫情下，信贷投放受阻、信用风险上升，对平安基本面的影响巨大？

与市场观点不同的是，我们认为：无论是面对舆情还是疫情，平安银行都“戴着口罩”，本是一张灿烂的俏脸，基于一些因素考虑，展现给众人的却是一张标准脸。下文就将“口罩”揭开，对市场担忧的点一一解答，为投资者还原和解读这份靓丽的财报。

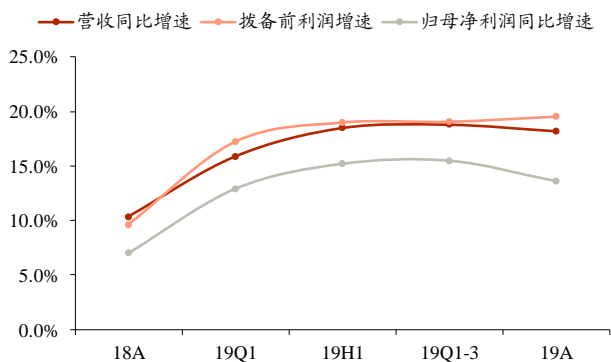
1. 利润增速为什么下降？——归因主动做实资产质量

2019 年平安银行归母净利润增速较前三季度收敛，市场担心盈利能力改善逻辑被打破。但我们认为，平安银行 2019 年利润增速下滑是主动做实资产质量导致（主动藏肌肉、戴口罩），属于一次性影响因素。其真实资产质量仍然稳中向好，在此背景下，对公信用成本下降将带来盈利能力的持续改善。

1.1. 利润增速下降因做实资产质量

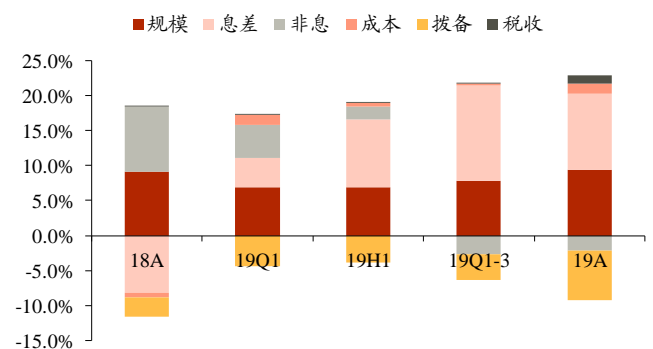
利润增速收敛，归因拨备多提。2019 年平安银行归母净利润增长 13.6%，增速较 19Q1-3 下降 1.9pc。从各驱动因素来看，主要变动因素有三个：①规模增长的贡献继续提升；②息差贡献明显收窄，主要是去年同期息差仍处于快速上升通道，基数效应导致息差贡献收窄，从而带动利息净收入增速小幅下降；③拨备拖累明显加大，2019A 平安银行拨备前利润增速高达 19.6%，增速环比略升 0.5pc，拨备前利润与净利润增速的偏离说明拨备成为核心拖累因素。

图 1：2019 年拨备前利润增速维持高位，增速环比略有提升



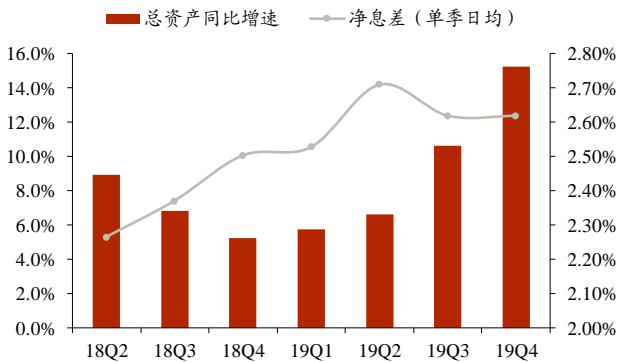
资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 2：2019 年利润增速较 19Q1-3 下降，归因拨备拖累



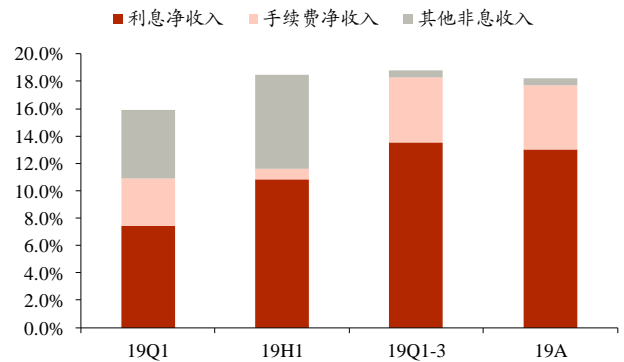
资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 3：规模贡献提升，息差因基数效应贡献收窄



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

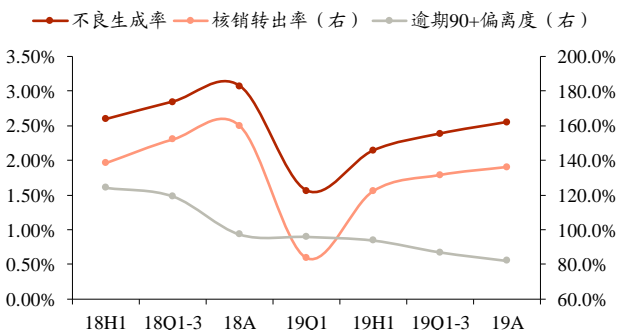
图 4：2019Q4 利息净收入对营收增速贡献收窄



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：19Q1-3 利息净收入对营收增速的贡献=19Q1-3 利息净收入同比增量/18Q1-3 营业收入。

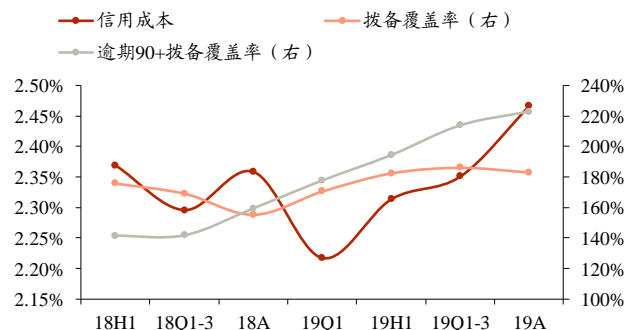
拨备多提，实际是主动藏肌肉。2019 年监管继续鼓励银行加强不良认定，鼓励将逾期 60+ 贷款也全部计入不良贷款。平安银行 19Q4 逾期 90+ 偏离度环比下降 5pc 至 82%，逾期 60+ 偏离度亦下降至 96%，资产质量彻底做实。由此带来不良生成率上升和拨备多提，导致利润增速收敛。为验证此逻辑，我们可以假设核销的贷款均为已经逾期贷款，19Q4 逾期贷款的生成和核销金额与实际情况一致，不良认定严格程度与 19Q3 一致（以逾期/不良来衡量）、拨备厚度与 19Q3 一致（以拨备覆盖率衡量），则测算可知 2019 年不良生成率从实际的 2.55% 下降至 2.38%，信用成本从实际的 2.47% 下降至 2.19%，净利润增速从实际的 13.6% 上升至 33.7%。

图 5：资产质量做实导致不良生成率上升，相应核销力度加大



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

图 6：2019Q4 利息净收入对营收增速贡献收窄



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

表 1：平安银行 2019 年不良生成和信用成本测算

假设条件：	逾期偏离度	139%	19Q4 单季核销	13,097	拨备覆盖率	186%	实际税率	17.8%
测算过程：	逾期余额 19Q3	50,395	不良余额 19Q3	36,127	拨备余额 19Q3	67,262		
	逾期单季生成	11,252	不良单季生成	11,774	拨备单季计提	10,634		
	逾期单季核销	13,097	不良单季核销	13,097	拨备单季核销	13,097		
	逾期余额 19Q4	48,550	不良余额 19Q4	34,804	拨备余额 19Q4	64,799		
2019 年测算结果：	全年不良生成		47,454	全年拨备计提	47,211	净利润	33,190	
	全年不良生成率		2.38%	信用成本	2.19%	净利润增速	33.7%	
2019 年实际数据：	全年不良生成		50,883	全年拨备计提	53,288	净利润	28,195	
	全年不良生成率		2.55%	信用成本	2.47%	净利润增速	13.6%	

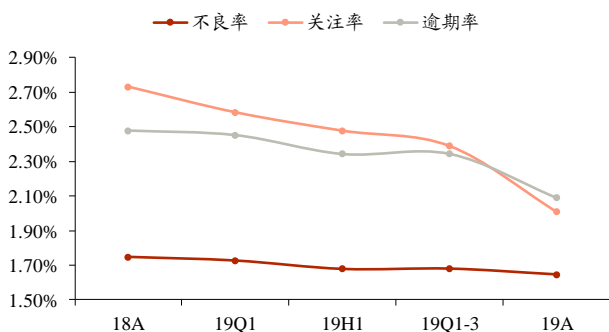
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：单位为百万人民币。逾期偏离度=逾期余额/不良余额。假设 19A 逾期/不良比例、拨备覆盖率环比 19Q3 不变，19Q4 核销金额与 19Q4 实际金额一致，19Q4 假设税率与 19Q4 单季实际税率一致。

1.2. 资产质量稳中向好的态势不改

从静态和动态两个角度来观察平安银行资产质量。

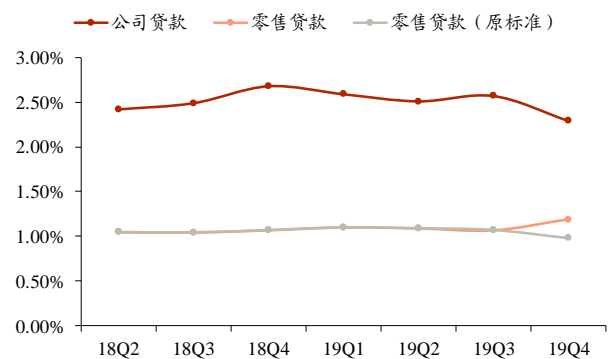
从静态角度来看，平安银行资产质量稳中向好态势没有改变。2019Q4 不良率、关注率、逾期率均环比改善，且关注率、逾期率改善幅度显著，分别达到 38bp 和 25bp，关注和逾期贷款实现“双降”。从各类贷款不良率表现来看，公司贷款不良率环比下降 28bp，零售贷款不良率则环比上升 12bp，主要是新一贷和信用卡不良率环比上升较多，分别上升 22bp 和 31bp。但零售贷款不良率上升主要是受到加强不良认定影响，据平安银行 2019 年年报，若按原五级分类标准，零售贷款不良率较上年末下降 9bp，即环比 19Q3 下降 9bp；信用卡、新一贷、汽车贷款不良率较年初上升幅度中大部分为口径调整导致。此外，汽车贷款不良率上升部分因高收益信贷产品组合占比上升，按揭和持证抵押贷款不良率上升一方面受到房贷风险小幅上升影响，另一方面也受到持证抵押贷款占比上升影响（2019 年末较年初上升 10pc 至 51%）。

图 7：资产质量静态指标稳中向好



资料来源：公司财报，浙商证券研究所

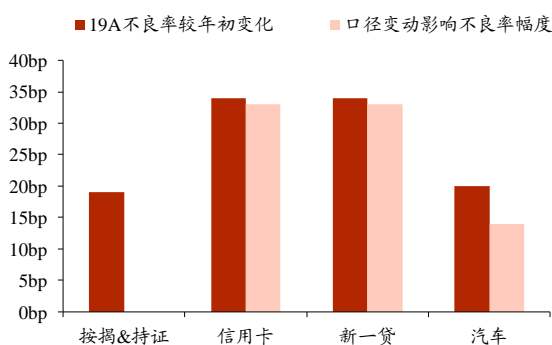
图 8：零售贷款受认定趋严影响不良率抬升



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

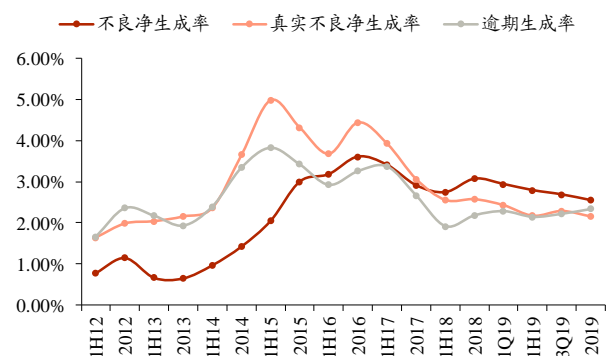
从动态指标来看，前瞻性风险指标基本稳定。为排除贷款投放节奏和认定口径影响，分别测算 TTM 真实不良生成率和 TTM 逾期生成率，可以观察到 2019 年以来真实不良生成率基本上处于波动状态，相较 2018 年继续下行；逾期生成率则相较 2018 年平均水平有小幅抬升，这与平安银行零售贷款投放结构和行业风险背景有关。平安银行零售贷款的主力是高风险高收益型的贷款，如信用卡、汽车贷款和新一贷；而 2018 年以来共债风险逐步暴露、汽车消费下滑，消费金融整体风险水平抬升。因此，判断动态风险指标小幅抬升是比较正常的。

图 9：2019 年零售贷款不良率恶化主要受到口径变动影响



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 10：资产质量动态指标整体来看稳定

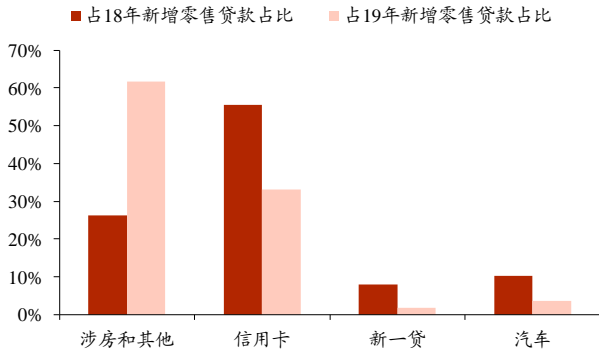


资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：此处为 TTM 生成率=滚动 1 年生成额/期初贷款总额。假设核销的贷款均为逾期贷款。真实不良=不良贷款+关注贷款。

零售贷款结构主动调整控制风险。随着风险情况发生变化，平安银行零售贷款结构也进行主动调整，2019 年的显著特征是“抓两头”，涉房类（按揭和持证抵押贷款）、信用卡占新增零售贷款比重分别高达 49% 和 33%。其中，风险最低的涉房类贷款投放力度相较 2018 年明显提升。由于口径变动，为保持口径的可比性，且考虑 2019 年其他类贷款

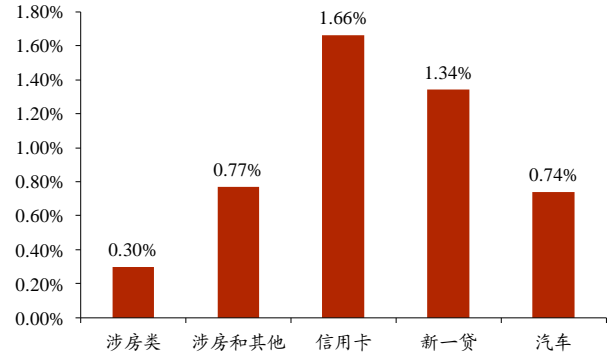
占比很低(仅占零售贷款5%),因此以“按揭+持证抵押+其他贷款”来考察涉房类贷款,可以发现2019年该类贷款占新增贷款比重高达62%,相较2018年的26%有显著提升。

图 11: 2019 年零售贷款不良率恶化主要受到口径变动影响



资料来源:公司财报,浙商证券研究所。注:涉房类贷款包括按揭贷款和持证抵押贷款,其他贷款包括个人经营性贷款、小额消费贷款和其他保证或质押类贷款等。因2018年、2019年贷款分类口径有调整,为保持口径一致性,合并涉房和其他类贷款。

图 12: 2019 年末零售贷款不良率: 涉房类贷款资产质量最优

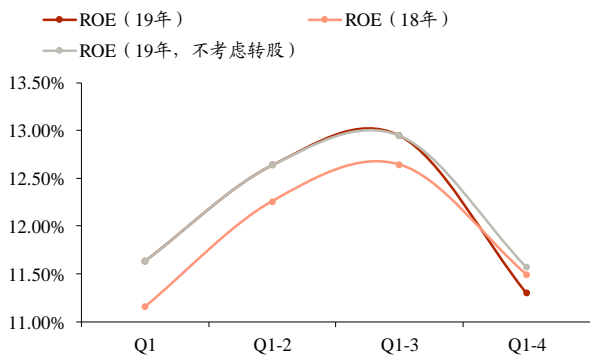


资料来源:公司财报,浙商证券研究所。

1.3. 盈利能力改善的空间极为可观

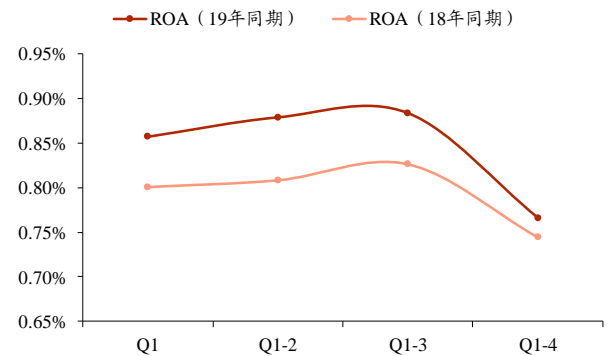
平安银行2019年盈利能力处于改善通道当中。不考虑可转债转股影响,2019年平安银行ROE较2018年提升8bp至11.57%,延续2019年以来的改善趋势,主要得益于ROA的同比提升。从驱动力来看,ROA同比提升主要得益于:①盈利能力较强的零售分部资产占比提升;②对公分部盈利能力小幅修复。主要的拖累因素是零售业务的盈利能力有所下降,主要归因于拨备多提、信用成本上升。

图 13: 2019 年 ROE 同比持续改善 (不考虑可转债)



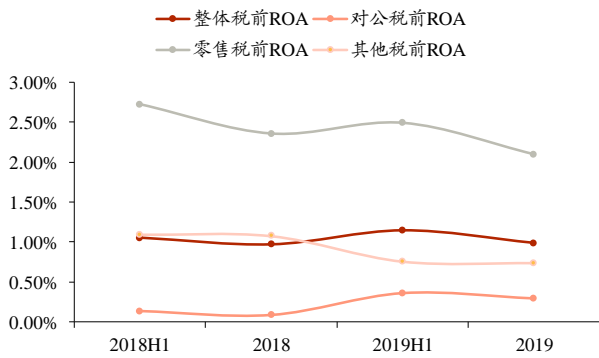
资料来源:公司财报,浙商证券研究所。

图 14: 2019 年 ROA 持续同比改善



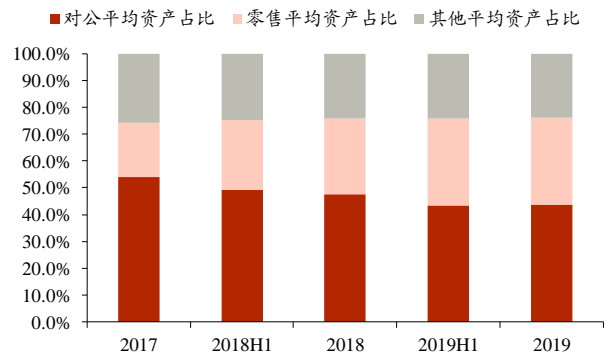
资料来源:公司财报,浙商证券研究所。

图 15: 2019 年对公税前 ROA 同比改善



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

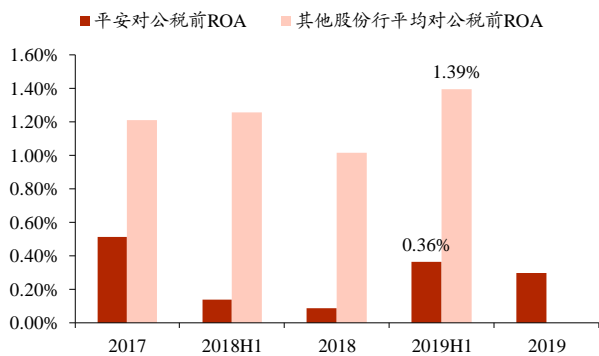
图 16: 2019 年零售分部资产占比提升



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

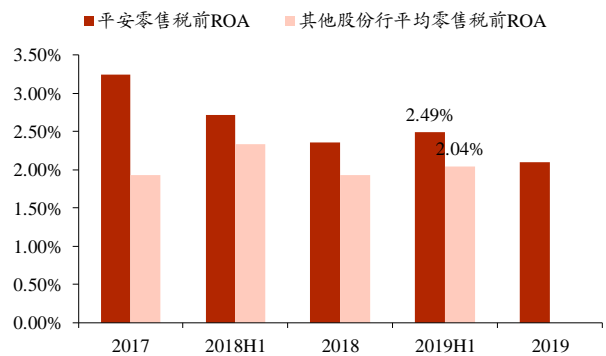
中长期来看, 平安银行盈利能力改善的趋势仍将延续。资产质量稳中向好的背景下, 对公信用成本有望成为驱动盈利能力继续改善的核心因素。横向对比来看: ①平安银行对公业务盈利能力相较其他股份行还有很大提升空间, 19H1 税前 ROA 低于同业平均约 1pc, 主要差距在于信用成本偏高。随着存量风险出清和对公做精不断推进, 未来平安银行对公 ROA 有望回归行业平均水平。②零售业务 ROA 高于同业平均, 考虑平安银行一次性加强认定的影响将消退和在零售业务上的优势, 未来零售业务 ROA 有望继续处于行业较好水平。考虑零售对公资产结构已经趋于稳定, 未来盈利能力改善的核心动力将来自于对公信用成本的下降。

图 17: 平安银行对公业务盈利能力改善还有很大空间



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 限于数据可得性, 其他股份行包括招商银行、民生银行、中信银行、光大银行。

图 18: 平安银行零售业务盈利能力与行业相比具有优势



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

表 2: 19H1 对公分部税前 ROA 杜邦分解: 平安银行对公信用成本是最大劣势项目

对公对标	平安	四家股份行平均	平安-四家股份行平均	招行	民生	中信	光大
营业收入	3.48%	3.53%	-5bp	3.74%	3.36%	4.01%	2.99%
利息净收入	2.25%	2.60%	-35bp	2.54%	2.02%	3.33%	2.52%
非息净收入	1.22%	0.92%	30bp	1.20%	1.34%	0.68%	0.47%
营业成本	-3.12%	-2.14%	-98bp	-2.20%	-1.56%	-2.70%	-2.10%
税金、业务管理费	-0.96%	-0.91%	-5bp	-1.06%	n.a	-0.81%	-0.86%
资产减值损失	-2.16%	-1.42%	-73bp	-1.14%	n.a	-1.89%	-1.24%
税前利润	0.36%	1.39%	-103bp	1.54%	1.80%	1.32%	0.92%

资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

对公业务 ROA 的修复能够带来平安银行盈利能力的明显提升。由于 2019 年以来零售、对公贷款占比已经接近 6:4, 假设未来分部资产结构趋于稳定(与 2019 年相同), 保守假设平安银行零售业务税前 ROA 为 2%, 对公业务税前

ROA 回升至 0.9% 将带来整体 ROA 上升至 0.95%，相较 2019 年 0.77% 的水平提升 18bp，ROE 可提升至 14%（假设权益乘数与 2019 年相同）；若对公业务税前 ROA 回升至 1.1%，则整体 ROA、ROE 分别可上升至 1.02% 和 15%。

表 3：不同零售对公条线税前 ROA 假设下，测算整体 ROA

敏感性测试	对公税前 ROA								
	0.00%	0.10%	0.29%	0.50%	0.70%	0.90%	1.10%	1.30%	
零售 税前 ROA	1.00%	0.39%	0.42%	0.49%	0.56%	0.63%	0.70%	0.76%	0.83%
	1.20%	0.44%	0.47%	0.54%	0.61%	0.68%	0.75%	0.81%	0.88%
	1.40%	0.49%	0.53%	0.59%	0.66%	0.73%	0.80%	0.86%	0.93%
	1.60%	0.54%	0.58%	0.64%	0.71%	0.78%	0.85%	0.91%	0.98%
	1.80%	0.59%	0.63%	0.69%	0.76%	0.83%	0.90%	0.97%	1.03%
	2.00%	0.64%	0.68%	0.74%	0.81%	0.88%	0.95%	1.02%	1.08%
	2.09%	0.67%	0.70%	0.77%	0.84%	0.90%	0.97%	1.04%	1.11%
	2.20%	0.69%	0.73%	0.79%	0.86%	0.93%	1.00%	1.07%	1.13%

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：简便起见，以对公和零售代指“批发金融”和“零售金融”。假设有效税率与 2019 年实际情况一致，批发金融、零售金融、其他业务对应的分部平均资产占比与 2019 年一致，其他业务的税前 ROA 与 2019 年保持一致。

2. 资本与规模增长矛盾？——ROE 提升效果尚未体现

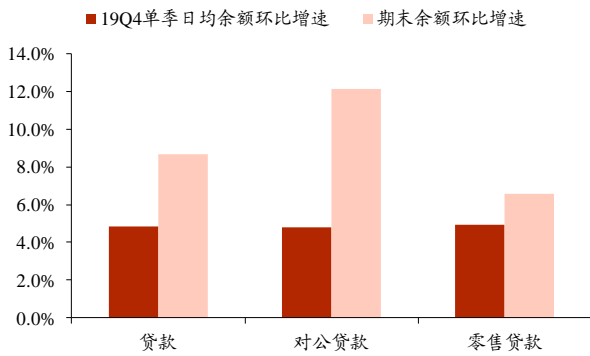
平安银行债转股补充资本后，2019Q4 大幅资产扩张，核心一级资本充足率快速下降 64bp，同时分红比例从 10% 提升至 15%，引发市场对于其规模增长将快速消耗资本的担忧，尤其担心此种模式下规模增长难以为继。我们认为不必过度担忧。一方面，19Q4 抢先投放先体现在了资本充足率的分母端，但对分子端利润的贡献还未完全体现。另一方面，平安银行中长期来看 ROE 仍处于持续提升通道，对规模增长的支撑作用还未体现。

2.1. 四季度抢先投放对利润贡献尚未完全显现

19Q4 核心一级资本充足率大幅下降的归因于表内信用扩张。①从表内来看，总资产环比大幅增长 6.2%，贷款环比增长 8.0%，其中风险权重较高的对公贷款环比高增 10%，导致“表内 RWA/总资产”提升。对公贷款的大幅增长推测主要是前期受压抑的业务需求释放所致，未来平安银行仍将按照零售对公六四开的配比进行规划，且对公综合金融业务不断推进，因此判断中长期来看表内加权风险权重趋于平稳。②从表外来看，2019 年末信用承诺的 RWA 较 19H1 增长了 24%，主要是信用卡授信大幅增长。但由于信用承诺 RWA 仅占整体 RWA 净额 10%，因此影响不大。

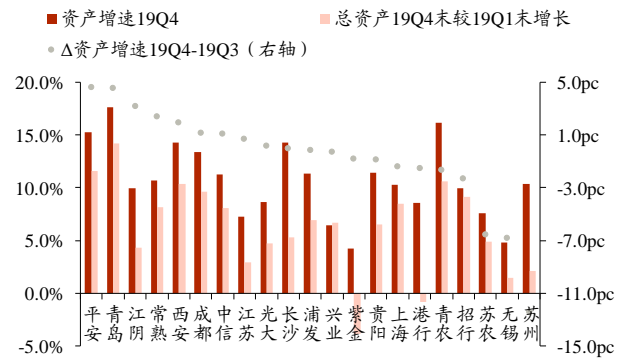
四季度集中投放对利润的贡献尚未完全显现。19Q4 贷款（不含贴现）期末余额环比增长 8.7%，明显高于日均余额环比增速（4.9%），在对公贷款上体现更加明显。说明 19Q4 平安银行贷款投放主要集中于季末，贷款对营收和利润的贡献仍未完全体现。反过来说，在 2020 年一季度意外出现新冠肺炎疫情的背景下，银行贷款投放节奏受到影响，目前已披露业绩快报的银行中，平安银行是 19Q4 贷款增速提升幅度最大的银行。即使假设 2020 年一季度资产不增长，平安银行总资产同比增速也可达到 11.6%，在同等假设条件下，为已披露业绩快报上市银行中第二高。

图 19：2019Q4 平安银行贷款投放集中于季末



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：为保证期末余额与日均余额口径的一致性，贷款和对公贷款中均剔除贴现。

图 20：已披露 2019 年业绩快报的各银行资产增速



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

2.2. ROE 提升对规模增长的支撑作用尚未显现

盈利能力提升对资产增长的支撑作用仍未体现。2019 年商业银行总资产增速仅 9.1%，平安银行目前的 ROE 和分红水平即可支撑。如前文所述，平安银行 ROE 还有很大提升空间，ROE 提升对资产增长的支撑作用还未体现。假设分红率保持 15% 的情况下，ROE 每提升 1pc，内生资本能够支撑的 RWA 增速提升 1-1.1pc。若平安银行 ROE 提升至 15%，则内生 RWA 增速可达 14.4%。

表 4：不同 ROE 和分红率水平下，内生资本补充可以支撑的 RWA 增速

测算：RWA 增速	分红率					
	0%	10%	15%	20%	25%	30%
11%	12.2%	10.9%	10.2%	9.6%	8.9%	8.3%
12%	13.4%	12.0%	11.2%	10.5%	9.8%	9.1%
13%	14.7%	13.1%	12.3%	11.5%	10.7%	9.9%
14%	16.0%	14.2%	13.3%	12.5%	11.6%	10.8%
15%	17.3%	15.3%	14.4%	13.4%	12.5%	11.6%

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：净资产是银行核心一级资本的主要组成部分，理论上可以用“净资产/风险加权资产（RWA）”衡量资本充足程度。可以推导公式： $\text{期末净资产}/\text{期末 RWA} = [\text{期初净资产} + (\text{期初净资产} + \text{期末净资产}) \times \text{ROE} \times (1 - \text{分红率})] / [\text{RWA} \times (1 + \text{RWA 增速})]$ 。若期初期末“净息差/RWA”相等，则可以推出 $\text{RWA 增速} = (1 + \text{权益增长率}) \times \text{ROE} \times (1 - \text{分红率})$ ，其中权益增长率可以用“ $\text{ROE} \times (1 - \text{分红率})$ ”近似。

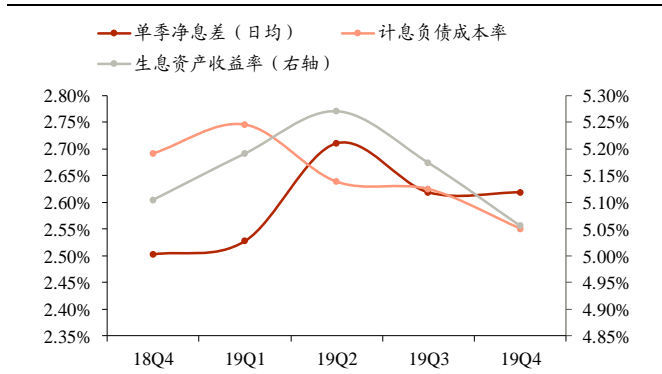
3. 利率下行背景下受损？——息差韧性叠加中收弹性

经济下行压力下，监管要求银行让利实体经济，降息已经成为确定性趋势。市场担心平安银行在此背景下营收受到较大负面影响，但我们认为从息差和中收两端来看，平安银行息差与同业相比具有韧性，中收则具有弹性。

3.1. 息差具有韧性

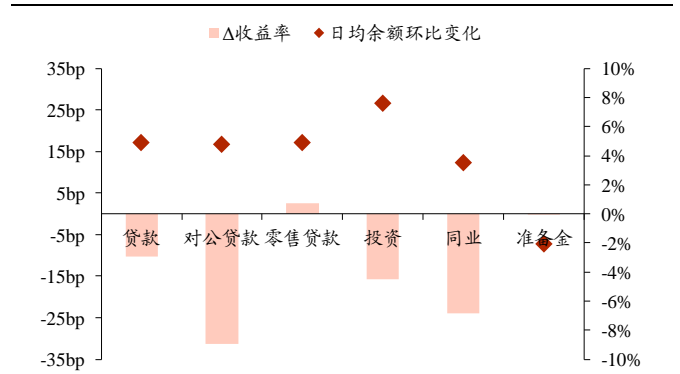
息差韧性超出市场预期。平安银行 19Q4 净息差（日均余额）环比持平于 19Q3，在行业息差趋于下行的背景下韧性超出预期，主要得益于负债端成本率下降较快和杠杆率下降。其中，负债端成本率下降主要得益于存款和债券融资成本率分别下降 8bp 和 15bp，存款中企业定期、个人定期、其他存款成本率均有下行。预计随着平安银行对公业务再起步、监管引导银行负债端成本率下降，未来存款成本率有望继续下降。

图 21：2019Q4 平安银行单季净息差环比持平



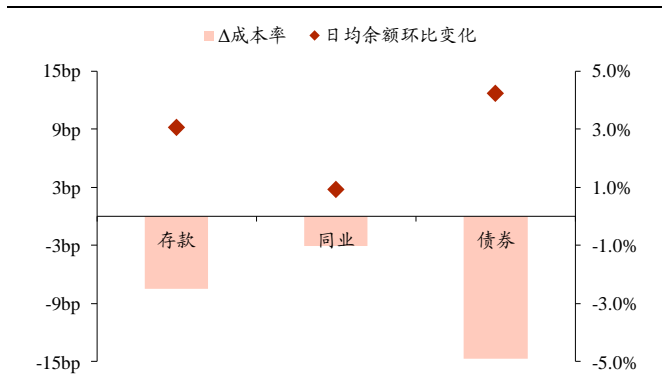
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 22：除零售贷款外，各类资产 19Q4 单季收益率均环比下降



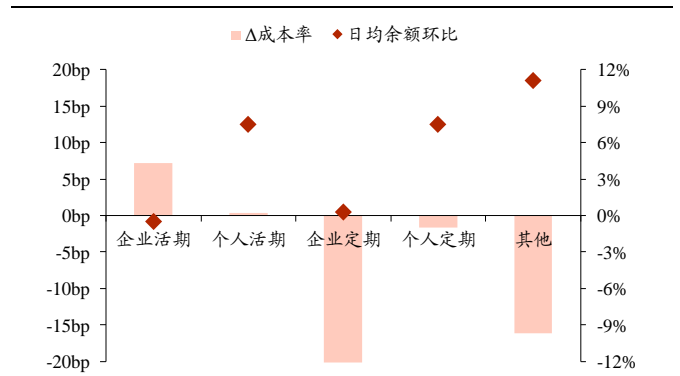
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：日均口径。Δ收益率=19Q4 收益率-19Q3 收益率。

图 23：19Q4 各类负债成本率均环比下降



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：日均口径。Δ成本率=19Q4 成本率-19Q3 成本率。

图 24：19Q4 企业定期存款成本率明显下行

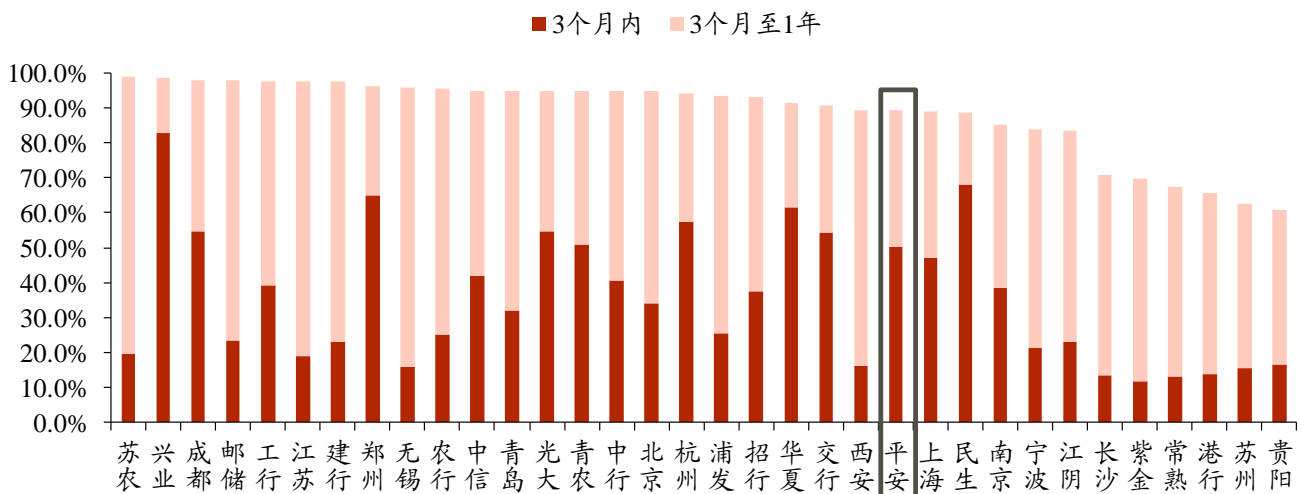


资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

LPR 降息背景下，平安银行资产端收益率具有相对稳定性。2020 年行业息差面临走弱压力，主要是 2020 年银行业面临 LPR 换锚和降息，资产端收益率下降幅度预计超过负债端成本率。截至 2019H1 末，平安银行是上市银行中非按揭类个人贷款占比最高的银行，高达 49%，且多为消费类贷款（不受小微融资成本下降的影响），抵御利率下行的能力较强（2019 年底非按揭类个人贷款占比与 2019H1 持平）。

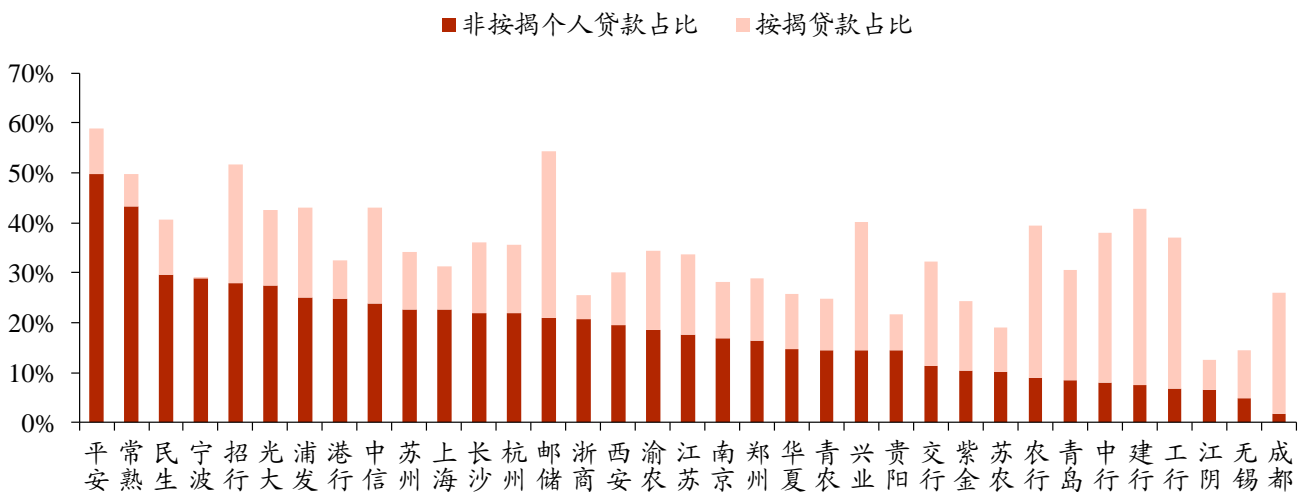
注：关于 LPR 换锚和贷款重定价。对于非房贷的浮动利率贷款，2020 年的降息动作将在 2020 年就体现在银行资产收益率；对于按揭贷款，除了少数在 2019 年新发放的以 LPR 为基准的部分，大部分按揭贷款将于 2020 年底重定价，对银行资产收益率的压力推迟至 2021 年；对于固定利率贷款，从上市银行贷款重定价期限结构来看，大部分银行大部分固定利率贷款也是短期贷款，在整体贷款利率下行的背景下，到期后续作利率预计也会随行就市，跟随市场利率下行。因此，以固定利率贷款为主的非按揭类个人贷款抵御利率下行的能力更强，或是前期投放了长周期的固定利率贷款（比较少见）亦能获取相对优势。

图 25：19H1 贷款重定价期限结构：大部分银行 90%以上贷款将于 1 年内到期或重定价，说明大部分固定利率贷款是短期贷款



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

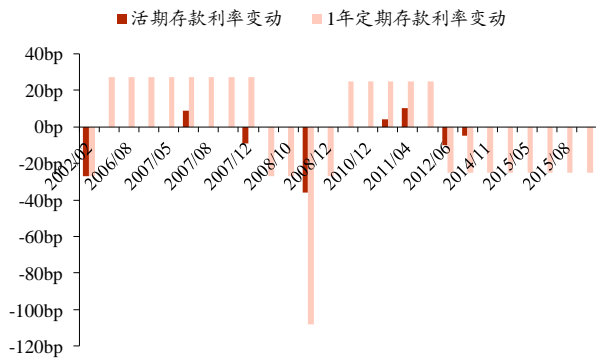
图 26：19H1 上市银行贷款结构：平安银行零售贷款占比和非按揭个人贷款占比均居于上市银行第一



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：截至 2019 年末，平安银行零售贷款占比 58.4%，较 19H1 下降 0.4pc；非按揭个人贷款占比 49.8%，与 19H1 持平。

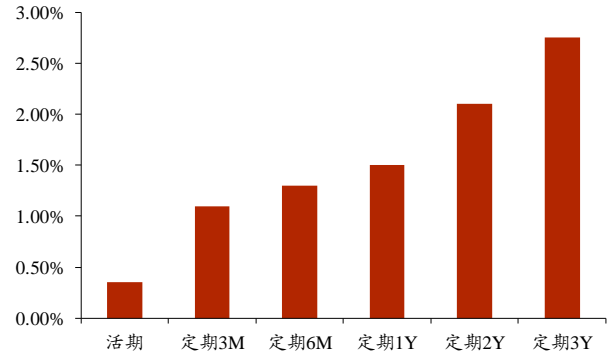
若下调存款基准利率，平安为最受益的银行之一。让利实体经济背景下，银行需保持一定的盈利能力以支持信贷投放。监管引导信贷利率持续下行的情况下，不排除会下调存款基准利率，且央行已经表态“存款基准利率将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面的情况，适时适度进行调整”。而一旦下调存款基准利率，定期存款占比高的银行相对受益，主要考虑：①活期存款目前基准利率仅为 0.35%，降幅有限；②历次存款基准利率下调都以定期存款为主。平安银行定期存款和其他存款（主要是保证金存款等）占总资产比重居于上市银行前列，潜在受益空间大。若考虑贷款和存款对称性降息，则以“(企业贷款+按揭贷款-定期存款-其他存款)/总资产”来考察利率风险敞口（假设其他类型的零售贷款为固定利率贷款）。截至 19H1 末，平安银行该指标为上市银行第二低，仅高于邮储银行，且该值为负值，意味着将潜在受益于对称性降息（而非受损）。

图 27: 历次存款基准利率变动幅度: 定期存款远大于活期



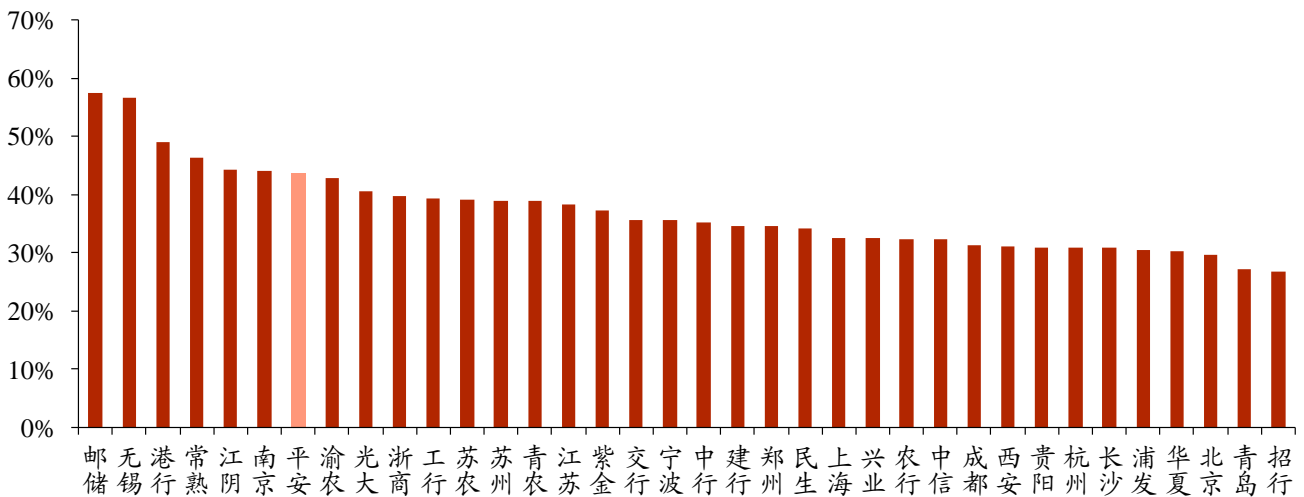
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图 28: 最新存款基准利率 (2015 年 10 月后未变动)



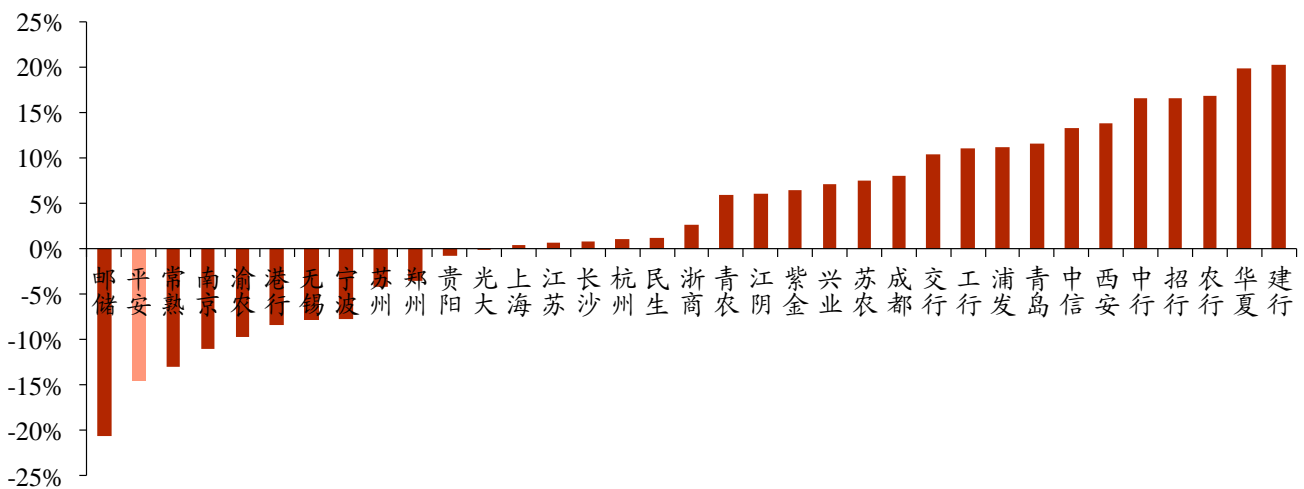
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图 29: 19H1 (定期+其他存款)/总资产, 定期相关存款占比越高, 越潜在受益于存款基准利率下调



资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

图 30: 对称性降息的敞口: 19H1 (企业贷款+按揭贷款-定期存款-其他存款)/总资产

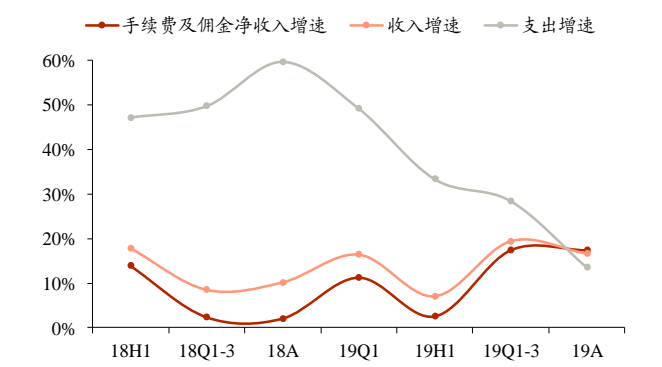


资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所。

3.2. 中收具有弹性

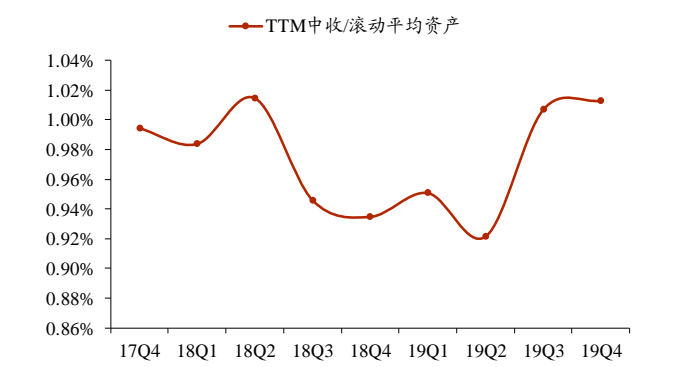
2019年中收保持快速增长。在19Q2以来部分银行卡手续费调入利息净收入的情况下，2019年中收仍较2018年高速增长17.4%，增速持平于前三季度；从中收对ROA的贡献来看，“TTM中收/滚动平均资产”19Q4维持高位，较19Q3略有提升。其中，银行卡和代理委托业务是2017年以来中收的主要增长点。具体来看：银行卡手续费增速跟随信用卡业务放缓，代理委托业务增速持续提升，其他中收业务降幅收敛。

图 31：19Q4 中收保持快速增长



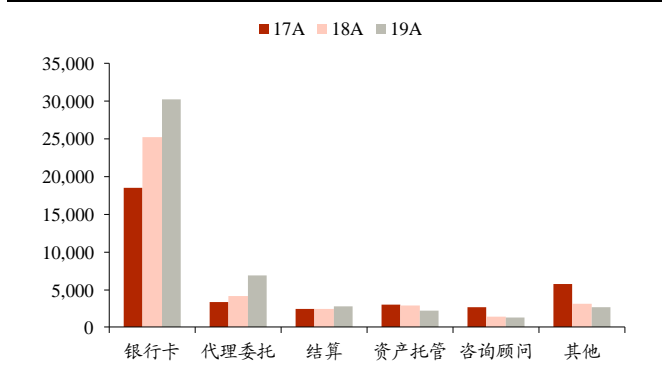
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：中收代指手续费及佣金净收入。18Q3 和 19Q2 分别将部分信用卡手续费计入利息净收入，因此存在一定干扰。

图 32：19Q4 中收盈利能力维持高位



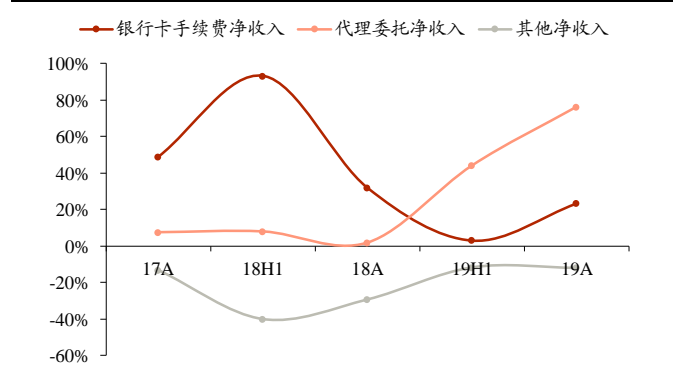
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：滚动平均资产为连续四个季度期初期末平均总资产的平均值。

图 33：银行卡和代理委托手续费贡献手续费收入主要增量



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

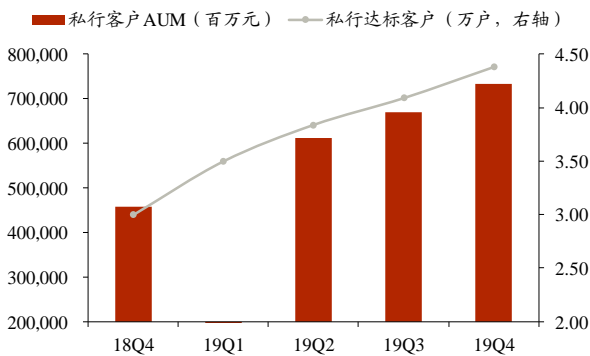
图 34：银行卡和代理委托手续费净收入快速增长



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

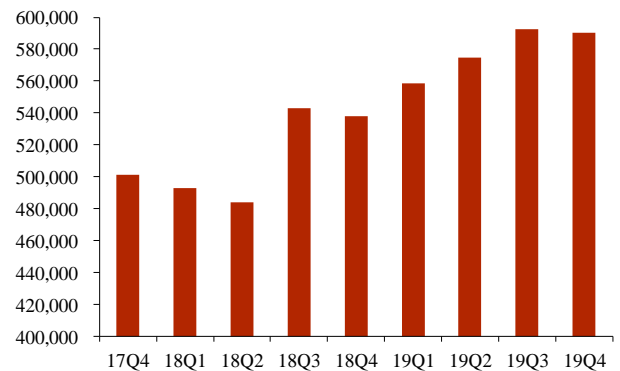
展望未来，中收有望成为营收的核心驱动力。仔细分析，平安中收仍有很大潜力可挖掘：①银行卡业务预计继续较快增长。信用卡作为消费金融的主力产品、银行与集团联动的抓手，预计仍将加快增长。②私人银行业务快速发展。2019年私行AUM和客户数分别较年初增长60%和46%，有望持续贡献中收增长。③集团综合金融发力。一方面，平安银行以“商行+投行+投资”的模式为大型客户服务，获取中收和存款，2019年新增银行与集团内专业公司合作落地投融资项目规模2611亿元，同比增长138%；另一方面，银行为集团代销也可创造收入，2019年银行代销售平安团体保险保费规模13亿元，同比增长327%。④理财业务洁净起步。2018Q3以来非保本理财余额恢复增长，与此同时可以看到其他中收降幅开始收敛。2019年净值化转型快速推进，19年末净值化产品占比43.6%，较19Q3提升13.2pc，较年初提升24.6pc。目前平安银行理财子公司已经获准筹建，随着理财业务逐步走上正轨，凭借强大的集团渠道和客户优势，预计平安银行理财业务将成为中收新的增长点。

图 35：私人银行业务快速发展



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 36：非保本理财余额 18Q3 以来恢复增长



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

4. 疫情对银行影响严重？——数据化经营的战略机遇

2020 年一季度突发新冠肺炎疫情，对银行业基本面客观上造成了一定负面影响。主要体现在：①量的角度，资产投放节奏受影响，但全年信贷投放总量影响不大；②价的角度，定向降息举措已经出炉，LPR 降息在路上，同时信贷需求走弱也对银行资产端收益率有负面影响；③质的角度，部分行业、地区受疫情影响严重，信用风险上升，线下催收受疫情影响也难以开展。

在此背景下，市场担心平安银行受疫情影响严重，但我们认为疫情影响是短期因素，且平安银行相对同业受影响较小。由于平安银行线上化经营能力强，疫情反而促使平安银行进入加速数据化经营的战略机遇期。

4.1. 疫情影响相对可控

综合来看，疫情对平安银行影响较为有限。一方面，从宏观背景来看，疫情是短期扰动因素，且监管已经出台多项财政、货币政策对冲，疫情不会改变经济中长期走势。另一方面，从平安银行特性来看，受到影响是比较有限的，仍然从量、价、质三个维度展开。

- 量的角度：三个维度来看，平安银行受到影响较小。①相对受益于 19Q4 抢先资产投放，如前文所述，即使假设 2020 年一季度资产不增长，平安银行总资产同比增速也可达到 11.6%，在同等假设条件下，为已披露业绩快报上市银行中第二高。②消费贷款需求受疫情影响较大，但观察历年居民短期贷款的投放节奏，发现春节假期所在月份本身就是小月，本次疫情爆发期与春节重合度高，影响相对较小。后续消费信贷需求的回升有赖于疫情控制的成效。③平安银行线上运营能力较强，可通过线上展业进行对冲。

表 5：2016-2019 年平均：各类贷款一季度投放占全年净投放比例

	1 月占比	2 月占比	3 月占比	Q1 占比
居民短贷	13.6%	-12.5%	20.2%	21.2%
居民长贷	11.3%	5.2%	8.1%	24.6%
企业贷款	27.5%	12.7%	10.8%	51.1%

资料来源：wind，浙商证券研究所。

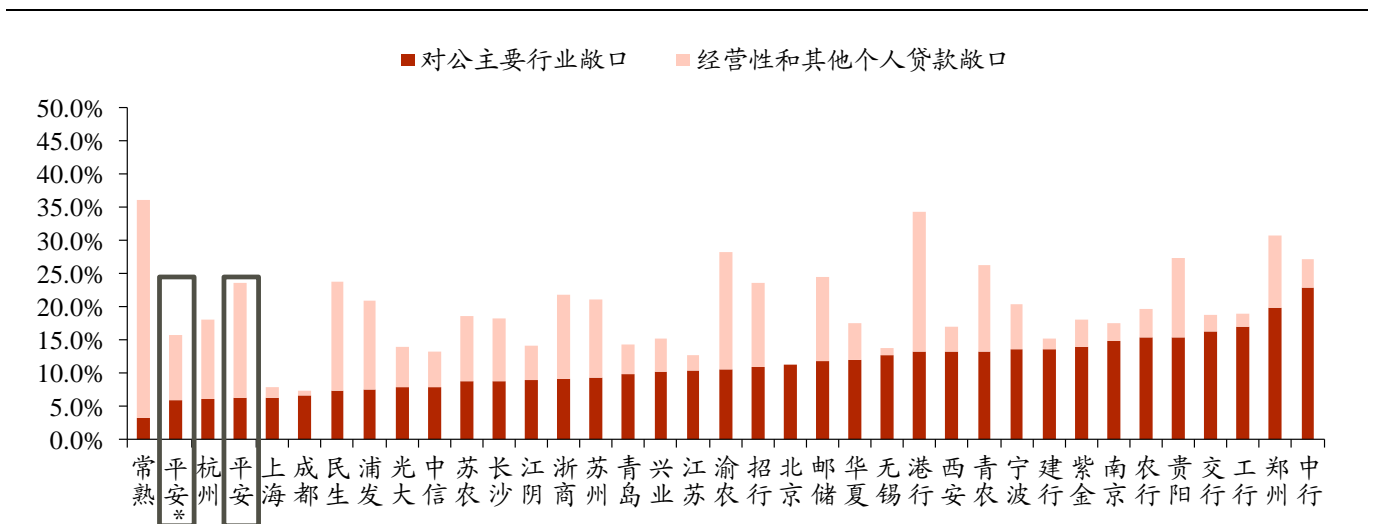
表 6: 2016-2019 年居民短期贷款各月份投放占全年净投放比例

	春节日期	Q1 占比	1 月占比	2 月占比	3 月占比
2016	2016/2/8	22.6%	19.9%	-29.0%	31.8%
2017	2017/1/28	21.1%	6.7%	-4.4%	18.8%
2018	2018/2/16	19.4%	12.9%	-1.9%	8.4%
2019	2019/2/5	21.7%	14.8%	-14.8%	21.7%
2016-2019 平均		21.2%	13.6%	-12.5%	20.2%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

- 价的角度: 降息周期中息差韧性较强。**为对冲疫情影响, 监管层预计将加大降息力度、加速降息节奏, 对银行息差形成压力。但如前文分析, 平安银行零售贷款和非按揭类零售贷款占比均为上市银行最高, 在降息周期中韧性较强。如若监管层采取对称性降息 (LPR 和存款基准利率同时同幅度下降), 则平安银行为上市银行中最受益的银行之一。
- 质的角度: 平安银行对公主要行业和小微的风险敞口占比较低, 受影响相对较小。**疫情对批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业影响较大, 由于住宿餐饮和文化旅游行业贷款金额太少, 多数银行不披露, 以“批发零售+交运仓储”考察对公主要行业敞口; 同时小微企业的风险抵御能力较弱, 以“经营性个人贷款+其他个人贷款”来考察个人贷款中经营相关的敞口 (因为部分银行未列出经营性个人贷款, 以其他个人贷款替代)。截至 19H1 末, 平安银行对公风险敞口占贷款总额比重在上市银行中第三低; 如果不考虑持证抵押贷款, 则经营相关个人贷款占比在上市银行中居于中游。两者合计, 平安银行风险敞口占比居于上市银行前 1/3 低的水平。考虑个人经营贷款的信用主体为个人, 且贷款较为分散, 预计风险暴露程度较对公贷款要略低, 因此判断平安在此次疫情中受到影响比较可控。

图 37: 19H1 上市银行贷款结构: 平安银行对公相关行业风险敞口占比居于上市银行第三低



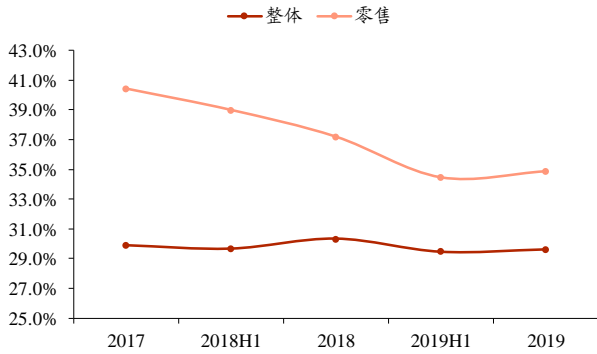
资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 平安*为 2019 年底数据。平安 2019 年底将持证抵押贷款从其他贷款分离。平安银行个人经营性贷款以新一贷衡量。中行、平安、宁波批发零售贷款均以“商业”贷款衡量。上市银行贷款分类较为宽泛, 因此此种衡量方法存在出现误差的可能性。

4.2. 数据化经营催化剂

疫情阶段, 线下展业难以进行, 数据化经营既是战略选择, 也是情势需要。

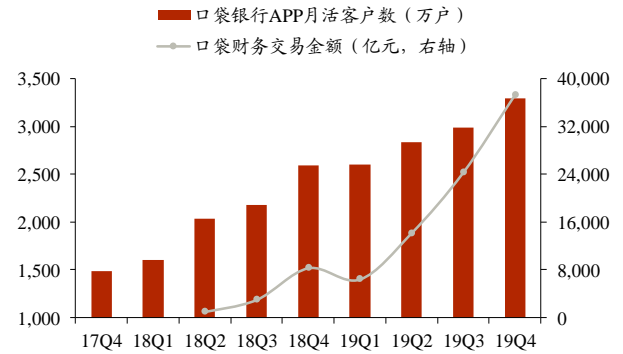
战略方向正确，科技赋能成效显著。2017年以来，平安银行提出“科技引领、零售突破、对公做精”的战略转型方针，立志于打造智能化零售银行，并对科技持续大力投入。2019年科技人员超过7500人，较年初增长34%；科技投入较2018年增长36%。截至目前，科技对平安银行业务赋能成效显著。从展业角度来看，平安面向个人的口袋银行APP月活、面向企业的口袋财务APP交易金额都快速增长，客户经营卓有成效；从运营效率来看，2017年以来零售条线成本收入比稳中有降，零售转型背景下2019年整体成本收入比较2018年同比下降，运营效率明显提升。

图 38：2017 年转型以来零售业务成本收入比持续下降



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图 39：口袋银行 APP 月活和口袋财务 APP 交易额快速增长



资料来源：公司财报，浙商证券研究所。注：交易金额为累计数据。

化危为机，数据化经营的战略机遇期。在前期大力科技投入的情况下，平安银行在各个维度都拥有线上化、数据化的能力。在疫情倒逼之下，平安银行现有科技能力将被充分激活，疫情反而成为平安银行全面数据化经营的催化剂。对于银行自身，线上化展业的能力和习惯加强，比如此前部分客户经理不擅长、不习惯使用线上手段获客，在疫情影响下线上化的习惯得以培养；对于服务客户，强大的线上能力使得银行获得相对优势，比如利用口袋财务帮助中小企业移动办公，企业可以在线上处理培训、考勤、发薪等工作，并获得银行金融服务。

表 7：平安银行在各个维度都有线上化能力

维度	项目	代表性成就
营销展业	个人客户 口袋银行	2019年零售人均营收同比增长17.7%，7×24小时闭环获客经营，人均获客提升50%
	企业客户 口袋财务	推出空中柜台服务，每月节约运营人力成本在370万以上
	资金同业 智慧资金系统	新一代金融市场核心系统，拥有前中后台一体化的整体设计、稳定高效的运行效率、多资产管控的平台能力、海量数据的处理能力
经营管理	财务管理 智慧财务	创建了500多个财务管理及业务应用场景，已梳理并优化业财流程节点3,322个，节约人力116.5人天/月，报表分析产出时效提升50%。
	经营管理 口袋银行家	n.a
风险管理	n.a 智慧风控平台	零售阿波罗审批平台、公司业务智能放款系统、SAFE智能反欺诈体系等

资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

5. 市场容易存在的误读？——典型看法 VS 实际情况

市场对平安银行的五种典型误读总结如下：

- 将受损于让利实体：**市场认为银行都将受损于让利实体经济，但是忽略了一点，支持实体经济与提升盈利能力不冲突，只是对银行的经营管理水平提出了更高的要求。平安银行借助平安集团的强大资源优势，通过集团赋能、科技赋能支持零售、对公、资金业务平衡发展，集团生态圈和综合金融模式下资产负债的摆布空间更大、韧性更强，风险定价能力预计将显著改善，在支持实体的同时实现银行的可持续性发展。

- **资产质量出现恶化:** 市场上有种观点认为平安银行 19Q4 不良生成率、零售贷款不良率环比上升, 说明其资产质量出现了明显的恶化, 且零售转型、对公出清带来的资产质量改善逻辑被打破。实际上, 平安 19Q4 受到不良认定收紧影响, 实际资产质量是稳中向好的。部分市场观点将平安银行的不良生成率指标与招商银行对比, 认为平安不良生成率远高于招行。但需提醒投资者的是, 截至 19H1 招行零售贷款中 46% 投向按揭贷款, 而平安按揭贷款占比仅有 15%, 其余多为高风险高收益的消费型贷款, 因此将两者直接对比是不公允的。
- **规模高增不可持续:** 19Q4 平安银行核心一级资本充足率大幅下降, 引起市场对于其资本快速消耗、规模增长难以持续的担忧。实际上, 一方面 19Q4 抢先投放先体现在了资本充足率的分母端, 但对分子端利润的贡献还未完全体现。另一方面, 平安银行中长期来看 ROE 仍处于持续提升通道, 对规模增长的支撑作用还未体现。
- **LPR 降息营收走弱:** 市场认为, LPR 降息背景下, 银行营收有走弱压力。但却忽视了两点: ①平安银行息差与同业相比具有韧性。降息背景下, 平安银行非按揭类零售贷款占比最高, 抵御 LPR 降息能力最强; 央行称有存款降息可能性, 若对称性降息, 则平安银行为上市银行受益第二大。②平安银行中收具有弹性, 银行卡、私行、综合金融和理财业务有望促使中收成为营收的主要增长点。
- **疫情显著冲击银行:** 市场认为疫情对银行基本面冲击大, 但却忽视了这反而是平安银行数据化经营的机遇。①从基本面来看, 疫情影响是短期的, 且平安与同业相比受到影响预计较小。19Q4 抢先投放赢得先机, 抵御利率下行能力强, 对公风险敞口占比第三低。②从经营的角度, 数据化经营既是平安的战略选择, 也是疫情下的现实需要。平安银行各条线均储备充足科技能力, 有望在疫情中加速数据化, 化危为机。

6. 盈利预测与投资建议

平安银行是新零售科技银行代表。零售、对公、资金平衡发展, 资产质量彻底夯实, 预计盈利能力持续回升。我们预计 2020-2022 年平安银行归母净利润同比增速分别为 15.6%/15.3%/15.3%, 对应 EPS 1.63/1.89/2.19 元/股。现价对应 2020-2022 年 9.53/8.23/7.12 倍 PE, 1.01/0.91/0.82 倍 PB。目标价 21.84 元, 对应 20 年 1.41 倍 PB, 维持买入评级。

表 8：平安银行 2019 年财报数据概览

维度	单位: 百万元	19A	18A	YoY	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	QoQ
利润指标	ROE (年化)	11.3%	11.5%	-0.2pc	12.1%	12.5%	12.1%	6.1%	-6.0pc
	ROA (年化)	0.77%	0.74%	3bp	0.86%	0.89%	0.90%	0.48%	-42bp
	拨备前利润	95,767	80,102	19.6%	22,556	24,651	24,465	24,095	-1.5%
	归母净利润	28,195	24,818	13.6%	7,446	7,957	8,218	4,574	-44.3%
	EPS (未年化)	1.54	1.39	10.3%	0.43	0.46	0.42	0.24	-44.3%
	BVPS (未年化)	14.07	12.82	9.8%	13.45	13.78	13.82	14.07	1.8%
收入拆分	营业收入	137,958	116,716	18.2%	32,476	35,353	35,129	35,000	-0.4%
	利息净收入	89,961	74,745	20.4%	20,774	22,865	22,630	23,692	4.7%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	3,525,488	3,222,342	9.4%	3,373,663	3,452,213	3,545,216	3,730,862	5.2%
	净息差 (期初期末口径)	2.55%	2.32%	23bp	2.46%	2.65%	2.55%	2.54%	-1bp
	净息差 (日均余额口径)	2.62%	2.35%	27bp	2.53%	2.71%	2.62%	2.62%	0bp
	非利息净收入	47,997	41,971	14.4%	11,702	12,488	12,499	11,308	-9.5%
	手续费净收入	36,743	31,297	17.4%	9,560	8,831	9,440	8,912	-5.6%
	其他非息收入	11,254	10,674	5.4%	2,142	3,657	3,059	2,396	-21.7%
	业务及管理费	40,852	35,391	15.4%	9,620	10,361	10,316	10,555	2.3%
	成本收入比	29.61%	30.32%	-0.7pc	29.62%	29.31%	29.37%	30.16%	0.8pc
	资产减值损失	59,527	47,871	24.3%	12,885	14,319	13,792	18,531	34.4%
	贷款减值损失	53,288	43,657	22.1%	11,751	11,846	11,963	17,728	48.2%
	信用成本	2.47%	2.36%	11bp	2.32%	2.29%	2.26%	3.17%	91bp
	所得税费用	8,045	7,413	8.5%	2,225	2,375	2,455	990	-59.7%
	有效税率	22.20%	23.00%	-0.8pc	23.01%	22.99%	23.00%	17.79%	-5.2pc
规模增长	总资产	3,939,070	3,418,592	15.2%	3,530,180	3,590,766	3,707,683	3,939,070	6.2%
	生息资产余额	3,849,784	3,321,391	15.9%	3,425,934	3,478,492	3,611,939	3,849,784	6.6%
	贷款总额	2,323,205	1,997,529	16.3%	2,051,445	2,081,896	2,151,167	2,323,205	8.0%
	对公贷款	965,984	843,516	14.5%	860,913	856,988	877,852	965,984	10.0%
	个人贷款	1,357,221	1,154,013	17.6%	1,190,532	1,224,908	1,273,315	1,357,221	6.6%
	同业资产	227,269	195,017	16.5%	214,477	196,106	221,310	227,269	2.7%
	金融投资	1,047,080	850,317	23.1%	913,156	930,696	999,991	1,047,080	4.7%
	存放央行	252,230	278,528	-9.4%	246,856	269,794	239,471	252,230	5.3%
	总负债	3,626,087	3,178,550	14.1%	3,279,242	3,334,163	3,419,610	3,626,087	6.0%
	付息负债余额	3,521,722	3,106,114	13.4%	3,200,606	3,246,766	3,301,526	3,521,722	6.7%
	吸收存款	2,459,768	2,149,142	14.5%	2,308,782	2,367,562	2,313,764	2,459,768	6.3%
	同业负债	548,192	575,088	-4.7%	490,066	461,792	627,313	548,192	-12.6%
发行债券	513,762	381,884	34.5%	401,758	417,412	360,449	513,762	42.5%	
所有者权益	312,983	240,042	30.4%	250,938	256,603	288,073	312,983	8.6%	
总股本	19,406	17,170	13.0%	17,170	17,170	19,406	19,406	0.0%	
资产质量	不良贷款	38,233	34,905	9.5%	35,412	34,925	36,127	38,233	5.8%
	不良率	1.65%	1.75%	-10bp	1.73%	1.68%	1.68%	1.65%	-3bp
	关注贷款	46,665	54,552	-14.5%	52,998	51,576	51,386	46,665	-9.2%
	关注率	2.01%	2.73%	-72bp	2.58%	2.48%	2.39%	2.01%	-38bp
	逾期贷款	48,550	49,480	-1.9%	50,275	48,763	50,395	48,550	-3.7%
	逾期率	2.09%	2.48%	-39bp	2.45%	2.34%	2.34%	2.09%	-25bp
	不良生成额	50,883	52,317	-2.7%	8,331	13,029	13,303	16,220	21.9%
	不良生成率	2.55%	3.07%	-52bp	1.67%	2.54%	2.56%	3.02%	46bp
	逾期90+偏离度	82.2%	97.4%	-15.2pc	96.0%	93.9%	87.1%	82.2%	-4.9pc
	拨备覆盖率	183.1%	155.2%	27.9pc	170.6%	182.5%	186.2%	183.1%	-3.1pc
拨贷比	3.01%	2.71%	30bp	2.94%	3.06%	3.13%	3.01%	-11bp	
资本情况	核心一级资本充足率	9.11%	8.54%	57bp	8.75%	8.89%	9.75%	9.11%	-64bp
	一级资本充足率	10.54%	9.39%	115bp	9.59%	9.71%	10.54%	10.54%	0bp
	资本充足率	13.22%	11.50%	172bp	11.50%	12.62%	13.36%	13.22%	-14bp

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注 1: 以 19Q1-3 举例, 19Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 19Q1-3 生息资产平均余额为 19Q1、19Q2、19Q3 平均余额的平均值。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
存放央行	252,230	286,292	320,647	359,125
同业资产	227,269	249,996	274,995	302,495
贷款总额	2,323,205	2,648,454	2,966,268	3,322,220
贷款减值准备	-69,560	-80,467	-93,693	-106,441
贷款净额	2,259,349	2,567,987	2,872,575	3,215,779
证券投资	1,047,080	1,167,289	1,321,436	1,496,503
其他资产	153,142	172,786	193,743	217,376
资产合计	3,939,070	4,444,350	4,983,397	5,591,278
同业负债	548,192	610,390	680,221	758,654
存款余额	2,459,768	2,779,538	3,113,082	3,486,652
应付债券	513,762	590,826	679,450	781,368
其他负债	104,365	123,116	138,333	155,464
负债合计	3,626,087	4,103,871	4,611,087	5,182,139
股东权益合计	312,983	340,480	372,310	409,139
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
业绩增长				
利息净收入增速	20.36%	12.90%	10.10%	10.95%
手续费净增速	17.40%	15.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	14.36%	13.85%	13.86%	13.90%
拨备前利润增速	19.56%	13.44%	11.41%	12.01%
归属母公司净利润增	13.61%	15.63%	15.32%	15.29%
盈利能力				
ROAE	11.30%	11.06%	11.60%	12.11%
ROAA	0.77%	0.78%	0.80%	0.82%
RORWA	1.10%	1.12%	1.18%	1.21%
生息率	5.17%	4.88%	4.80%	4.75%
付息率	2.64%	2.59%	2.55%	2.52%
净利差	2.53%	2.29%	2.25%	2.23%
净息差	2.62%	2.48%	2.42%	2.39%
成本收入比	29.61%	29.50%	29.50%	29.50%
资本状况				
资本充足率	13.22%	13.33%	12.96%	12.66%
核心资本充足率	10.54%	10.66%	10.45%	10.28%
风险加权系数	70.69%	67.80%	67.80%	67.80%
股息支付率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利息收入	89,961	101,565	111,827	124,075
净手续费收入	36,743	42,254	48,593	55,882
其他非息收入	11,254	12,390	13,627	14,988
营业收入	137,958	156,210	174,047	194,944
税金及附加	-1,290	-1,495	-1,667	-1,864
业务及管理费	-40,852	-46,082	-51,344	-57,509
营业外净收入	-49	4	-2	-2
拨备前利润	95,767	108,637	121,034	135,570
资产减值损失	-59,527	-66,841	-72,835	-80,004
税前利润	36,240	41,796	48,199	55,567
所得税	-8,045	-9,195	-10,604	-12,225
税后利润	28,195	32,601	37,595	43,342
归属母公司净利润	28,195	32,601	37,595	43,342
归属母公司普通股股东	27,321	31,727	36,721	42,468
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
资产质量				
不良贷款余额	38,233	39,641	45,581	51,584
不良贷款净生成率	2.55%	2.20%	2.20%	2.20%
不良贷款率	1.65%	1.50%	1.54%	1.55%
拨备覆盖率	183%	203%	206%	206%
拨贷比	3.01%	3.04%	3.16%	3.20%
流动性				
贷存比	94.45%	95.28%	95.28%	95.28%
贷款/总资产	58.98%	59.59%	59.52%	59.42%
平均生息资产/平均	97.47%	97.83%	97.96%	98.00%
每股指标(元)				
EPS	1.54	1.63	1.89	2.19
BVPS	14.07	15.49	17.13	19.02
每股股利	0.22	0.25	0.29	0.34
估值指标				
P/E	10.13	9.53	8.23	7.12
P/B	1.11	1.01	0.91	0.82
P/PPOP	3.16	2.78	2.50	2.23
股息收益率	1.40%	1.62%	1.87%	2.15%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>