

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 22.81  
目标价格(元): 27.00

**沈娟** SAC No. S0570514040002  
研究员 SFC No. BPN843  
0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

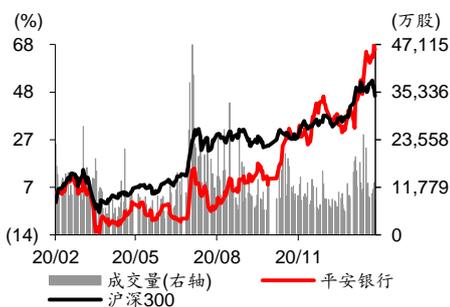
**蒋昭鹏** SAC No. S0570520050002  
研究员 0755-82492038  
jiangzhaopeng@htsc.com

**安娜** SAC No. S0570120080111  
联系人 anna@htsc.com

相关研究

- 1《平安银行(000001 SZ,买入): 战略高效落地, 业绩韧性凸显》2020.10
- 2《平安银行(000001 SZ,买入): 业务稳健推进, 塑造长期竞争力》2020.08
- 3《平安银行(000001 SZ,买入): 对公挑起大梁, 经营韧性呈现》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 战略再升级, 竞逐新标杆

## 平安银行(000001)

### 核心观点

我们坚定看好平安银行投资价值。公司正迈向零售、对公、资金业务高质量均衡发展新阶段, 2020年公司“新三年战略”起步之年, 聚焦降负债成本、降信用成本, 有望驱动基本面向优。零售着力私行财富、对公聚焦战略客群、资金业务锦上添花, 公司在竞逐行业标杆之路百尺竿头、更进一步, 相对可比同业估值溢价扩大可期。我们预计 2020-2022 年公司 EPS1.53/1.72/1.99 元, 目标价 27.00 元, 维持“买入”评级。

### 对公业务: 综合金融发动机, 集团助力显成效

对公聚焦“行业银行、交易银行、综合金融”三大支柱, 注重集团协同与生态建设。客户端, 重点突破战略客户及其上下游生态, 2020Q3 末战略客户生态圈贷款较 2019 年末+40.6%。负债端, 注重降成本转型, 推动低成本客户资金在体系内自然沉淀, 2020 年前三季度日均对公存款活期率为 37.8%, 对公存款成本率同比-22bp。资产端, 银行专注战略客群信贷投放, 其他客群则通过集团复杂投融协同服务, 银行信贷有望投向更合适且优质的客户, 2019 年以来对公信贷与复杂投融增长强劲, 资产质量持续优化。

### 零售业务: 聚焦中高端客群, 私行财富大发展

零售业务客户端重点突破中高端客群, 尤其私行客户数增长强劲, 2020Q3 同比增速达 35.2%, 超越零售、财富客户, 集团联动赋予其广阔的客户拓展空间, 在迈向行业标杆之路快速追赶。当前零售转型重心由资产端快速增长转移至负债端拓展低息存款。负债端, 持续做大 AUM 带动存款自然沉淀, 2020Q3 末私行 AUM 同比+56.8%, 前三季度零售存款平均成本率同比-21bp。资产端, 信贷投放向按揭和持证抵押等低风险贷款倾斜, 客群质量不断升级; 此外汽车金融也凭借集团车生态协同在业内建立了领先优势。

### 资金同业业务: FICC 增长亮眼, 理财战略定位高

资金同业业务也是公司转型一大特色。公司较早布局 FICC, 凭借系统、人才、产品服务等优势建立领先地位, 2020H1 交易净收入同比+189.3%; 未来国内 FICC 市场提升空间广, 我们看好业务特色化发展前景。平安理财定位于集团一级子公司, 管理层专业经验丰富, 由母行行长任董事长, 战略地位突出; 集团鼎力支持下在资源、科技、人才、产品等方面享有差异化优势, 助力母行理财转型提速, 在产品、获客等多方面赋能母行成长。

### 目标价 27.00 元, 维持“买入”评级

我们预计 2020-22 年 EPS 为 1.53/1.72/1.99 元(前次为 1.42/1.56/1.79 元)。2021 年 BVPS 预测值 16.87 元, 对应 PB1.37 倍。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB0.72 倍, 我们认为公司有望在竞逐行业标杆之路更进一步, 估值可参考龙头招商银行(2021 年 Wind 一致预测 PB1.81 倍), 考虑到公司尚处转型阶段, 相较龙头或有一定估值折价, 我们给予 2021 年目标 PB1.60 倍, 目标价由 21.60 元上调至 27.00 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济下行持续时间超预期, 资产质量恶化超预期。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	19,406
流通 A 股 (百万股)	19,406
52 周内股价区间 (元)	12.15-23.08
总市值 (百万元)	442,649
总资产 (百万元)	4,346,921
每股净资产 (元)	18.49

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	116,716	137,958	158,487	183,469	211,723
+/-%	10.33	18.20	14.88	15.76	15.40
归属母公司净利润 (百万元)	24,818	28,195	29,622	33,461	38,597
+/-%	7.02	13.61	5.06	12.96	15.35
EPS (元, 最新摊薄)	1.28	1.45	1.53	1.72	1.99
PE (倍)	18.05	15.89	15.12	13.39	11.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

战略再升级，竞逐新标杆 .....	4
新三年战略：对公零售均衡发展，重塑资产负债结构 .....	5
对公业务：综合金融发动机，集团助力显成效 .....	7
聚焦三大业务支柱，集团协同快速突破 .....	7
客户端：战略客群精耕细作，小微客群科技赋能 .....	9
负债端：生态助力资金沉淀，降低成本成效显著 .....	10
资产端：发动机作用渐显，高效高质资产投放 .....	12
零售业务：聚焦中高端客群，私行财富大发展 .....	13
客户端：重点突破中高端客群，私行客户增长靓丽 .....	13
负债端：AUM 扩张动能强劲，自然派生低息存款 .....	14
资产端：提升低风险贷款占比，汽车金融实力领先 .....	16
资金同业业务：FICC 增长亮眼，理财战略定位高 .....	18
FICC：先发布局增长亮眼，系统+人才建立优势 .....	18
理财：高起点战略定位，产品+获客赋能母行 .....	19
投资建议：目标价 27.00 元，维持“买入”评级 .....	21
PE/PB - Bands .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：全文逻辑框架图 .....	4
图表 2：平安银行战略架构图 .....	5
图表 3：2019 年以来平安银行零售贷款：对公贷款基本稳定于 6：4 .....	5
图表 4：2016 年以来平安银行零售、对公、其他业务利润贡献度 .....	5
图表 5：平安集团的生态协同战略架构 .....	6
图表 6：2016 年-2020H1 平安银行计息负债成本率及同业对比 .....	6
图表 7：2017 年-2020H1 平安银行年化信用成本走势 .....	6
图表 8：平安银行对公业务“3+2+1”经营策略 .....	7
图表 9：2018 年以来平安银行重点行业表内外授信总融资额及同比增速 .....	8
图表 10：2018 年以来平安银行供应链应收账款云服务平台交易量 .....	8
图表 11：2018 年以来平安银行供应链应收账款云服务平台服务企业数 .....	8
图表 12：平安集团综合金融一体化架构 .....	9
图表 13：2020 年 1-9 月平安银行与集团合作落地的新增投融资项目规模 .....	9
图表 14：2018 年以来平安银行销售平安团体保险保费（即银行推保险） .....	9
图表 15：2019 年末以来平安银行战略客群贷款及其生态圈贷款增速 .....	9
图表 16：数字口袋：注册客户数、单季交易额 .....	10
图表 17：KYB：服务客户数、单季贷款发放额 .....	10

图表 18:	2017 年以来平安银行对公及对公活期存款日均余额同比	11
图表 19:	2017 年以来平安银行对公日均活期存款占比	11
图表 20:	2019 年末以来综合金融带来的团体客户存款及活期占比	11
图表 21:	2017 年以来平安银行对公存款平均成本率	11
图表 22:	2020 年上半年上市股份行对公存款成本率	11
图表 23:	2020 年上半年上市股份行对公活期存款成本率	11
图表 24:	2017 年以来平安银行对公、零售及总贷款同比增速	12
图表 25:	2017 年以来平安银行对公贷款不良率	12
图表 26:	平安银行零售业务“3+2+1”经营策略	13
图表 27:	2007 年以来平安银行、招商银行零售客户数	14
图表 28:	2007 年以来平安银行、招商银行私行客户数	14
图表 29:	2016 年以来平安银行各层级客户数量同比增速	14
图表 30:	2016 年-2020H1 末招商银行各层级客户数量同比增速	14
图表 31:	2019H1 以来平安银行零售 AUM、私行 AUM 及其同比增速	15
图表 32:	2019H1 以来平安银行私行 AUM 占零售 AUM 比例	15
图表 33:	2017 年以来平安银行零售存款平均成本率	15
图表 34:	平安银行、招商银行私行 AUM 及同比增速	16
图表 35:	2020H1 末上市股份行零售活期存款占比排名	16
图表 36:	2016 年以来平安银行零售贷款各类产品同比增速	16
图表 37:	2017 年以来平安银行零售贷款结构	16
图表 38:	2017 年以来平安银行零售贷款平均收益率	17
图表 39:	平安银行各类零售贷款收益率及不良贷款率	17
图表 40:	平安集团“车生态”示意图	17
图表 41:	平安银行在集团协同赋能下的汽车金融拓展模式图	17
图表 42:	平安银行资金同业业务“3+2+1”经营策略	18
图表 43:	2019 年以来平安银行交易业务净收入同比增速及占营收、非息收入比例	18
图表 44:	2019 年及 2020H1 上市股份行投资净收益规模	19
图表 45:	2019 年及 2020H1 上市股份行年化投资收益率	19
图表 46:	平安银行理财子公司战略定位及六大核心产品	20
图表 47:	2019 年以来平安银行非保本理财及净值型产品规模	20
图表 48:	关键假设及其历史数据	22
图表 49:	可比 A 股上市银行 PB 估值 (2021/1/27)	22
图表 50:	财务预测 (百万元)	23
图表 51:	平安银行历史 PE-Bands	23
图表 52:	平安银行历史 PB-Bands	23
图表 53:	报告提及公司信息	23

## 战略再升级，竞逐新标杆

我们坚定看好平安银行投资价值。公司正迈向零售、对公、资金业务高质量均衡发展的新阶段，“新三年战略”聚焦降负债成本、降信用成本，有望驱动基本面向优。平安银行“科技引领、零售突破、对公做精”战略目前已步入全新阶段，零售着力私行财富、对公聚焦战略客群、资金业务锦上添花。2020 年是公司“新三年战略”起步之年，聚焦资产负债重塑，在集团综合金融生态协同下，银行有望获得更为合适且优质的资产，低成本存款有望在银行体系内自然沉淀，降负债成本、降信用成本有望驱动基本面向优。我们认为公司有望在竞逐行业标杆的征途中百尺竿头、更进一步，相对可比同业的估值溢价扩大可期。

### 区别于市场的观点

- 1、市场普遍认同平安银行“科技引领、零售突破、对公做精”十二字方针，我们认为十二字方针策略目前已步入全新阶段，公司正迈向零售、对公、资金业务更为高质量且均衡发展的新阶段。
- 2、平安银行新三年战略举措于 2020 年起航，市场对于新三年战略对公司未来发展思路和基本面的影响认识有限，我们总结出降负债成本、降风险偏好、降信用成本为新三年三大看点，有望驱动基本面持续向优。
- 3、市场对于平安银行目标估值的判断或有一定差异，我们认为在集团鼎力支持下，对公战略客群、零售私行财富等方面战略转型成效显著，驱动公司在竞逐行业标杆的征途上更进一步。我们认为公司相较可比同业的估值溢价扩大可期，估值有望向行业龙头靠拢。

### 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2020-22 年归母净利润同比增速分别为 5.1%/13.0%/15.4%。2021 年 BVPS 预测值为 16.87 元，对应 PB 1.37 倍。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.72 倍，我们认为平安银行对公端战略客群、零售端私行财富等方面的战略转型成效显著、前景广阔，在竞逐行业标杆的征途中有望更进一步，相对可比同业的估值溢价扩大可期。我们认为当前公司估值可参考零售及财富管理龙头、且对公端同样聚焦战略客户的招商银行（2021 年 Wind 一致预测 PB 1.81 倍），但考虑到公司尚处于战略转型推进期，相较龙头或有一定估值折价，我们给予 2021 年目标 PB 1.60 倍，目标价由 21.60 元上调至 27.00 元，维持“买入”评级。

图表1：全文逻辑框架图



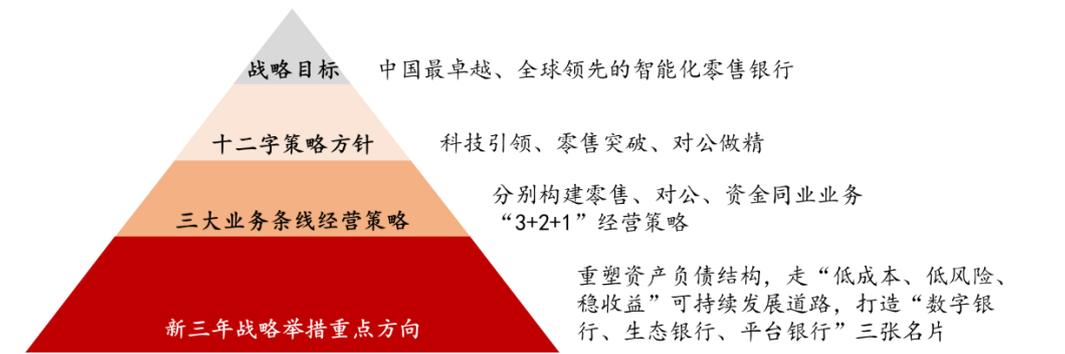
资料来源：华泰证券研究所

## 新三年战略：对公零售均衡发展，重塑资产负债结构

科技引领、零售突破、对公做精进入新阶段，更注重零售、对公、资金业务高质量均衡发展。自2016年平安银行全面启动零售转型之后，零售贷款在2016-2018年实现快速放量，对公贷款则在业务结构调整期有所压降，零售条线迅速成为全行利润增长的主要动力，而对公条线利润贡献度则有所下行。2019年平安银行零售转型第一阶段已基本完成(2019年中报)，下一阶段的主要任务转向优化业务结构、强化业务协同，因此“科技引领、零售突破、对公做精”的12字方针已步入全新阶段。据2020年中报，2020年是公司“新三年战略”起步之年，新阶段将更为注重零售、对公、资金同业业务的均衡发展。

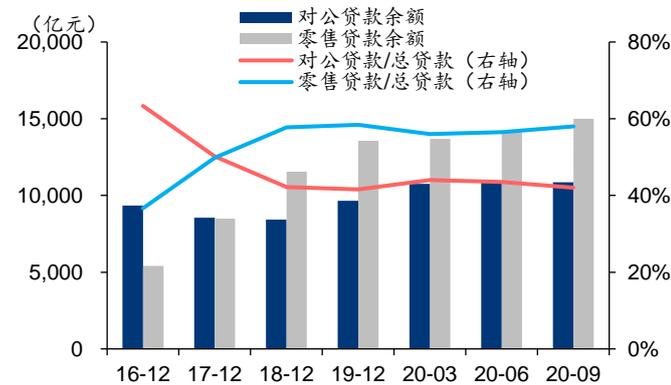
我们预计公司未来零售：对公信贷有望保持6:4的稳步发展节奏。2019年以来零售端信贷投放逐渐趋于稳健，转而发力中高端客群的私人财富业务；对公贷款也结束了前期压降，聚焦战略客群快速突破。2019年以来零售：对公贷款余额基本稳定在6:4的水平，我们预计未来新增信贷投放中零售与对公贷款的配比也有望稳定于6:4。2020年上半年零售、对公、其他业务（主要是资金业务）净利润占比为55%、19%、26%，其中对公、其他的贡献度分别较2019年提升6pct、8pct，零售贡献度有所下降既是业务均衡发展的结果，也有为提升风险抵御能力而主动加大零售条线拨备计提力度的原因。我们认为在新三年战略驱动之下，未来公司有望进一步迈向零售、对公、资金业务更高质量且均衡发展的新阶段。

图表2：平安银行战略架构图



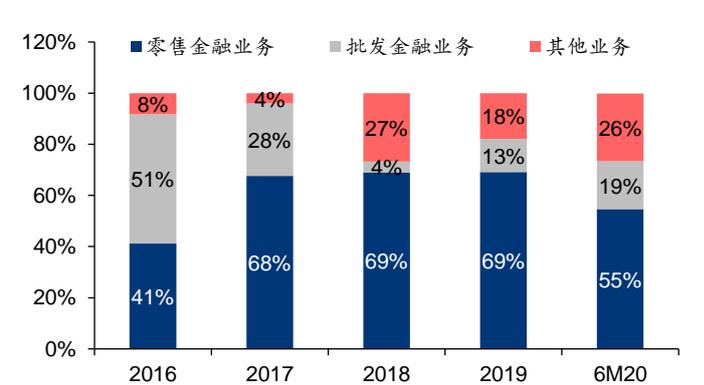
资料来源：公司财报，公司官网，华泰证券研究所

图表3：2019年以来平安银行零售贷款：对公贷款基本稳定于6:4



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表4：2016年以来平安银行零售、对公、其他业务利润贡献度



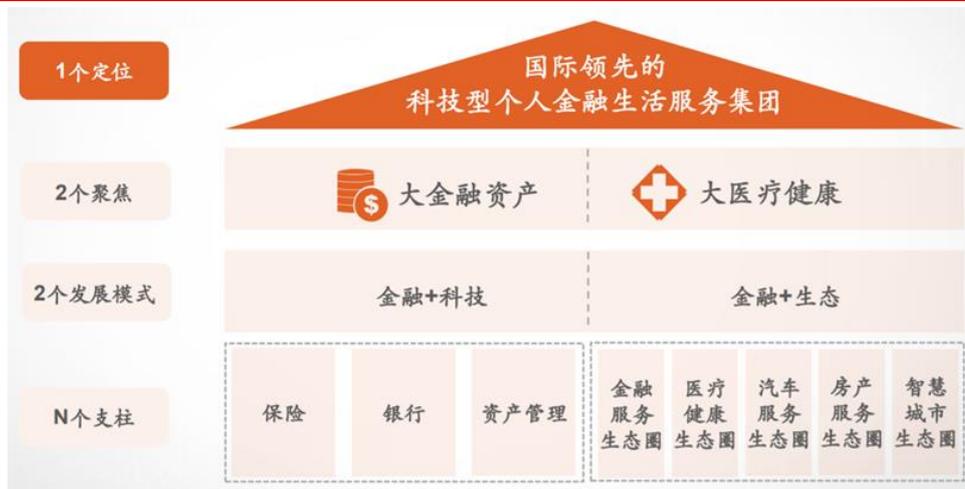
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

聚焦资产负债重塑，降负债成本、降风险偏好、降信用成本为基本面三大看点。平安银行在“新三年战略”中提出了“重塑资产负债结构”的升级打法，走“低成本、稳收益、低风险”之路，同时着力打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片。我们认为新阶段主要有以下三大看点。一是“降负债成本”。公司将负债成本管控升至全行战略高度，且更加注重与平安集团协同下的综合金融生态构建，通过打造“生态银行+平台银行”，形成客户资金闭环，从而促进低成本存款在体系内的自然沉淀。公司计划在未来三年

(2020-2022年)将负债成本降至行业平均水平,据我们测算,2019年上市银行平均计息负债成本率为2.08%,公司较行业水平高出56bp;而2020年前三季度公司计息负债成本率已较2019年全年下降30bp,与行业差距缩小至36bp,我们预计未来与行业差距的缩小趋势有望持续。

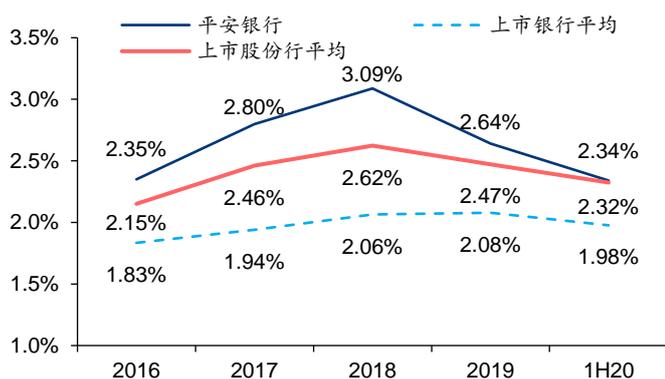
二是“降风险偏好”。对公端,深耕资质较优的战略客群,且在集团分工协同下,银行有望获得更为合适且优质的资产;零售端,聚焦中高端客群,同时资产投放策略更趋审慎,适度提升信用卡、“新一贷”审批门槛,并向按揭及持证抵押等低风险贷款倾斜。三是“降信用成本”。2020年以来银行业普遍主动加大拨备计提力度,提升风险抵御能力,因此2020H1公司年化信用成本较2019年上行13bp。而在资产结构优化、客群结构升级的背景下,我们认为公司资产质量有望持续向好,带动未来信用成本降低,利于提升盈利能力。

图表5: 平安集团的生态协同战略架构



资料来源:公司财报,公司官网,华泰证券研究所

图表6: 2016年-2020H1 平安银行计息负债成本率及同业对比



资料来源:公司财报,华泰证券研究所

图表7: 2017年-2020H1 平安银行年化信用成本走势



资料来源:公司财报,华泰证券研究所

## 对公业务：综合金融发动机，集团助力显成效

平安银行作为集团综合金融发动机，在集团协同之下对公业务取得快速突破。平安银行对公业务聚焦“行业银行、交易银行、综合金融”，注重集团协同下的生态建设。银行作为集团综合金融的发动机，背靠集团独特优势取得快速突破。客户端，重点发力战略客户，2020Q3末战略客户生态圈贷款较2019年末+40.6%。负债端，注重降本转型，推动低成本客户资金在体系内自然沉淀，2019年末以来对公活期存款增速持续高于对公定期存款，2020年前三季度对公存款成本率同比-22bp。资产端，银行专注战略客群的信贷投放，其他客群则通过集团复杂投融资协同服务，银行信贷有望投向更为合适且优质的客户，2020Q3末对公贷款同比+23.7%，增速高出零售贷款6.0pct，且资产质量持续优化。

## 聚焦三大业务支柱，集团协同快速突破

对公业务聚焦“行业银行、交易银行、综合金融”三大支柱，注重集团综合金融协同下的生态建设。

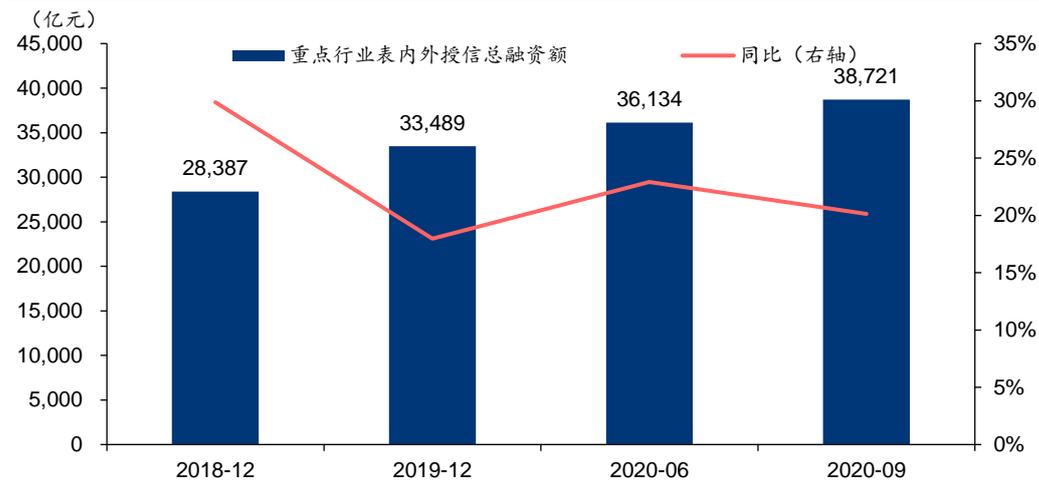
其中，“行业银行”与深耕战略客群相承接，复杂投融资模式赋予对公业务更广阔拓展空间。行业银行定位于“生态银行的尖兵、战略客户经营的先锋队、复杂投融资的先行者”，注重战略客群的深度经营。据公司2020年中报，重点行业既有集团生态圈的优势行业，如医疗、汽车、地产、政府等，又有未来发展潜力大的行业，如基建、电子、新能源等。通过深度行业研究，打造融合“商行+投行+投资”的专业化复杂投融资项目，服务不仅局限于传统信贷，有望拓宽对公业务发展的广度与深度。据公司2020年三季报，2020Q3末重点行业授信余额占比为47%，可测算得出重点行业贷款余额约5100亿元，但撬动了3.87万亿元的表内外授信总融资额；投行协同效应显著，2020年前三季度债券承销规模同比+80%，并购业务规模同比+168%，复杂投融资模式下综合金融能力明显提升。

图8：平安银行对公业务“3+2+1”经营策略



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

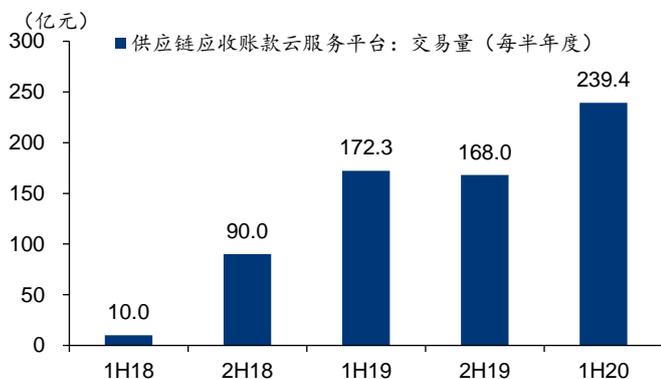
**图表9：2018年以来平安银行重点行业表内外授信总融资额及同比增速**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

“交易银行”契合轻资本转型，并成为银行切入产业互联网这一蓝海的重要渠道。交易银行主打客户经营平台、支付结算、新型供应链金融、跨境金融、票据等特色服务，公司发展交易银行的优势，在于科技赋能对平台服务的广度、便捷、交易安全性的提升。交易银行具有低风险、低资本占用特点，可提升客户与银行之间的依存度，并沉淀上下游的低成本结算存款；此外也是银行布局产业互联网的重要渠道，如公司持续发力互联网支付结算，基于平台交易数据，打造商户的数字证、数字分及产业生态。当前 B 端产业支付相对 C 端个人支付仍为前景广阔的蓝海市场，公司有望建立先发优势，据公司 2020 年三季度报，2020 年前三季度互联网支付结算累计交易额达 6.21 万亿元，同比+125.8%。

**图表10：2018年以来平安银行供应链应收账款云服务平台交易量**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表11：2018年以来平安银行供应链应收账款云服务平台服务企业数**

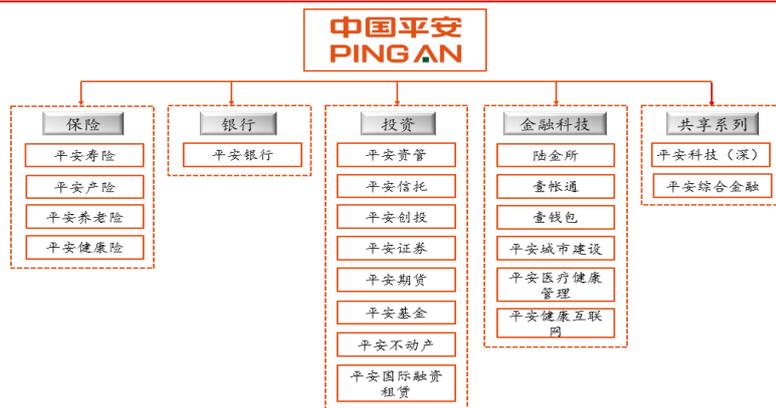


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

平安银行是集团“综合金融”的发动机，背靠集团独特优势取得快速突破。在集团众多子公司中，仅有银行具有对公客户账户管理功能，因此将银行定位于“集团综合金融的发动机”，通过银行这一入口来深度融合集团内部业务、产品、渠道、科技资源，加强集团各子公司间的业务联动。子公司间可共享渠道、交叉销售，拓宽银行客户渠道并增强客户粘性，而银行也能为集团险资和银行私行等业务板块寻找优质资产，反哺集团生态。目前综合金融在集团的鼎力支持下实现了规模快速突破，我们看好对公战略升级所带来的广阔增长前景。

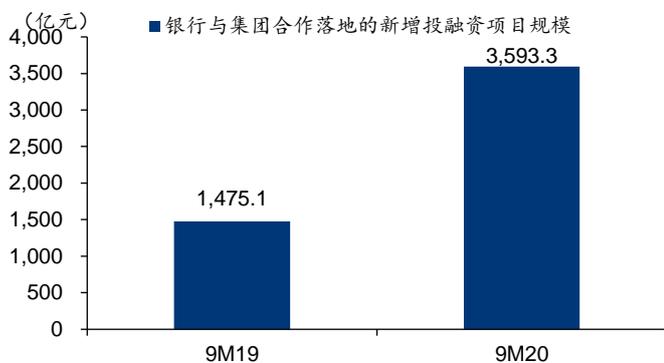
2020年前三季度银行与集团合作落地的新增投融资项目规模达 3593.25 亿元，同比+143.6%，占集团综合金融新增项目规模（4113.2 亿元，中国平安财报披露）的 87.4%，发动机作用凸显；银行销售平安团体保险保费规模（即银行推保险）24.33 亿元，同比+155.3%，占集团综合金融实现保费规模（128.0 亿元，中国平安财报披露）的 19.0%，我们预计银行推保险规模在目前较快增长的势头下，未来仍有广阔发展空间。

图表12：平安集团综合金融一体化架构



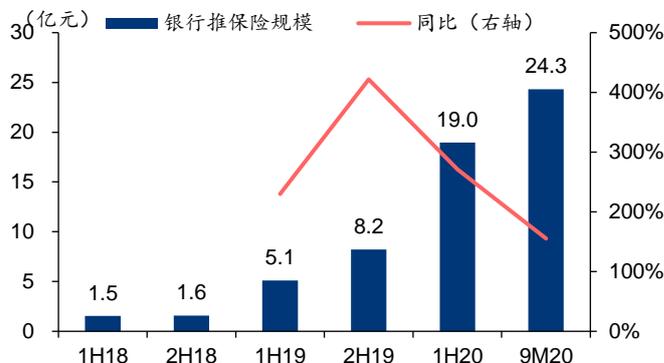
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表13：2020年1-9月平安银行与集团合作落地的新增投融资项目规模



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表14：2018年以来平安银行销售平安团体保险保费（即银行推保险）

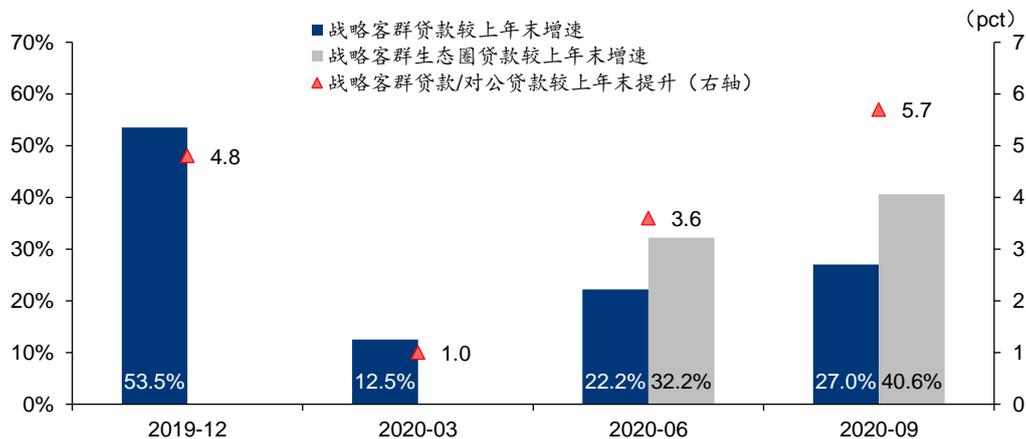


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 客户端：战略客群精耕细作，小微客群科技赋能

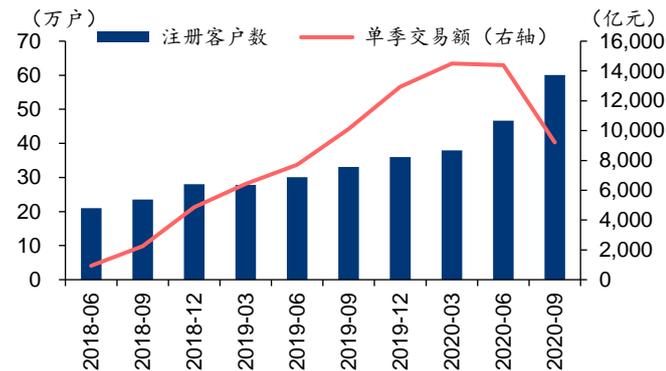
平安银行重点发力战略客户、小微企业两大核心客群。其中，战略客群具有资产质量好、金融需求丰富等特点，综合金融模式带动生态建设。平安银行在体量大、弱周期、成长好、与集团生态协同的重点行业精耕战略客群，包括医疗、汽车、基建、新能源等。此外，战略客户金融需求丰富、具有较多上下游，公司发挥“商行+投行+投资”优势，对战略客户及上下游进行综合服务，通过1个战略客户带动N个生态圈客户开发、1个产品带动N个产品加载，实现客群数量和价值贡献双提升，且利于中间业务收入的增厚，深化集团生态圈体系。2020Q3末战略客群贷款较2019年末+27.0%，战略客户生态圈贷款较2019年末+40.6%。

图表15：2019年末以来平安银行战略客群贷款及其生态圈贷款增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

小微客群打造场景化、线上化经营，借助科技与数据赋能，解决信息不对称痛点。小微企业融资难的重要原因是信用风险整体偏高且信息不对称。公司依靠“数字口袋”App（2020年9月末由原“口袋财务”App迭代而来）和小企业数字金融平台（KYB）合力构建中小企业在线交易、账户管理、单位结算、在线发薪、在线融资等全链条综合金融平台，其中KYB与税务、海关、政府服务平台、政府类担保平台等场景数据方合作，构建风控模型。这一模式一方面可增进信息对称度、降低信用风险，另一方面增厚了综合收益。目前数字口袋获客数、交易额均快速增长，据公司2020年三季报，2020Q3末注册企业客户60.1万户，同比+81.5%，前三季度累计交易额3.8万亿元，同比+57.1%；2020Q3末普惠小微贷款余额2477.3亿元，较2019年末+12.6%，占总贷款的9.6%。

**图表16：数字口袋：注册客户数、单季交易额**


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表17：KYB：服务客户数、单季贷款发放额**

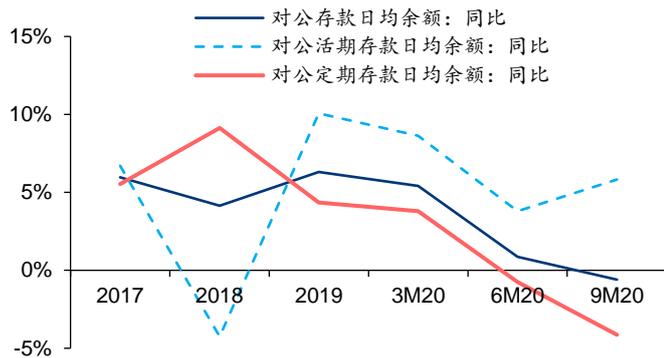

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 负债端：生态助力资金沉淀，降低成本成效显著

负债端确立降成本转型，注重通过综合金融实现低成本客户资金在体系内自然沉淀。平安银行启动零售转型后，2017-2018年压缩对公业务导致对公存款增长乏力，负债成本压力增大；在重塑资产负债结构的新三年战略指引下，2020年对公条线正式确立“降成本、优结构”的负债业务转型方向。公司着重通过综合金融服务生态，将客户资金聚拢在银行内部，从而形成低成本存款的自然沉淀。该模式主要具有以下独特优势：一是能够运用集团团金投融资、险资、投行等综合金融的深度协同，通过复杂投融资项目派生大量低成本存款；二是可围绕战略客户上下游，通过供应链金融和财资管理，吸收客户活期存款；三是依靠科技加快线上化平台建设，提升客户体验，促使低成本结算资金沉淀。

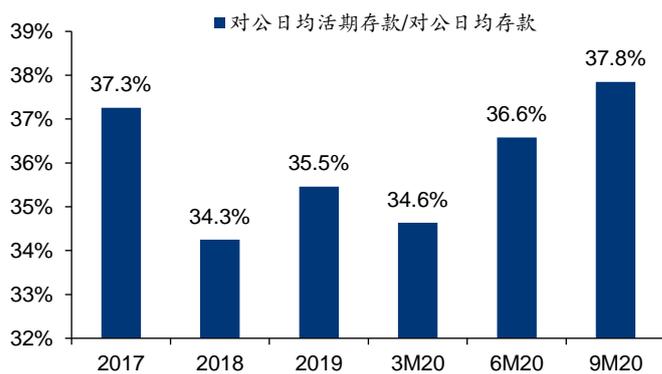
负债端降成本已初显成效，综合金融拉动活期存款沉淀取得亮眼表现。对公活期存款日均余额同比增速自2019年以来由负转正，增速持续高于对公定期存款，2020年前三季度日均对公存款的活期率较2019年提升2.3pct至37.8%，对公负债结构优化。尤其是综合金融促进低成本资金沉淀的转型思路取得亮眼表现，2020年以来通过深化综合金融业务合作带来的团体客户存款余额较2019年末提升明显，前三季度各季度末活期存款余额占比均超50%。存款结构优化带动成本改善，2020年前三季度对公存款成本率同比-22bp；目前公司对公存款成本率在上市股份行中仍处中高水平，但其对公活期存款成本率在综合金融赋能下处于同业最低，随着活期存款的不断积淀，我们预计公司未来对公存款成本仍有较大下行空间。

**图表18: 2017年以来平安银行对公及对公活期存款日均余额同比**



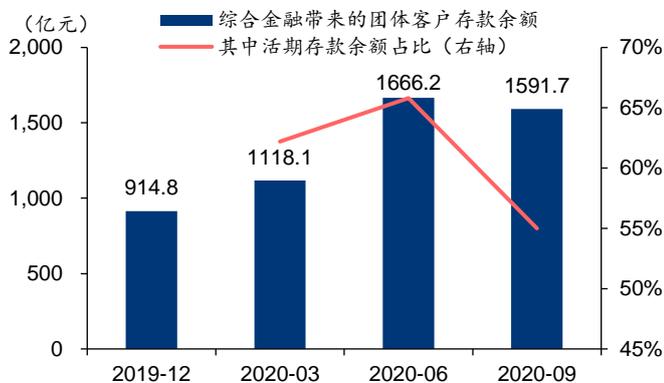
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**图表19: 2017年以来平安银行对公日均活期存款占比**



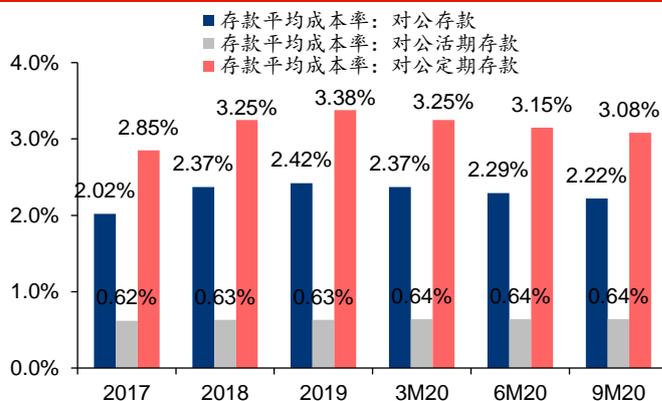
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**图表20: 2019年末以来综合金融带来的团体客户存款及活期占比**



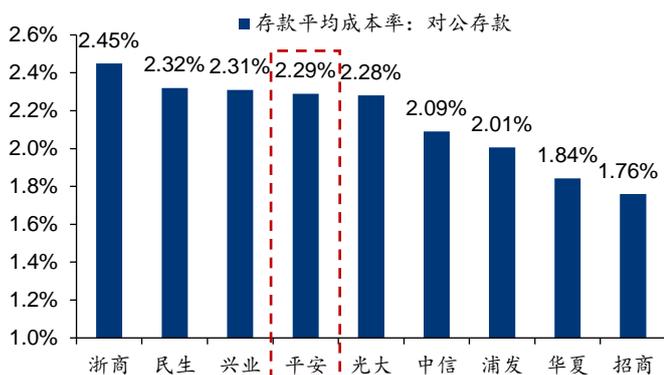
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**图表21: 2017年以来平安银行对公存款平均成本率**



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**图表22: 2020年上半年上市股份行对公存款成本率**



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

**图表23: 2020年上半年上市股份行对公活期存款成本率**

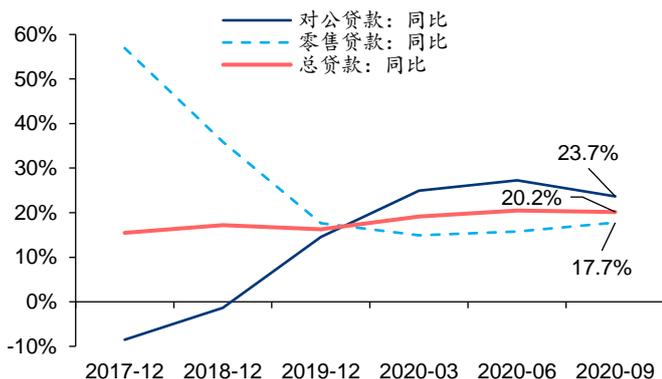


资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

### 资产端：发动机作用渐显，高效高质资产投放

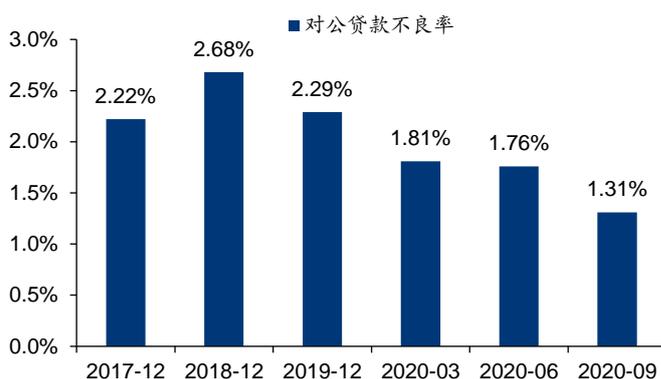
集团综合金融生态下，银行得以专注战略客群，其他客群可由集团子公司协同服务，银行信贷有望投向更为合适且优质的客户。公司作为集团综合金融发动机，是集团对公生态的切入口，而集团其他众多子公司则为其提供充足弹药，通过团金会协同集团内资金、产品和专业资源，形成精准解决客户需求的综合金融方案。对于不适合信贷融资的客户，可采用结合险资、投行的复杂投融资模式，而银行信贷投放则得以深耕战略客群，利于其实现高效且高质的资产拓张。发动机作用在对公资产端渐显，2019年以来对公贷款同比增速回正并持续提升，对公条线成为资产投放的强劲驱动；优质客群信用风险较低，带动对公资产质量向好，对公贷款不良率自2019年逐步下行，2020Q3末同比-1.26pct至1.31%。

图表24：2017年以来平安银行对公、零售及总贷款同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表25：2017年以来平安银行对公贷款不良率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 零售业务：聚焦中高端客群，私行财富大发展

零售业务聚焦中高端客群，私行财富 AUM 持续做大，带动低息存款自然沉淀。在客户端，客群经营转为重点突破中高端客群，私行客户数增长强劲，2020Q3 同比增速达 35.2%，超越零售、财富客户。当前零售转型换挡升级，重心由资产端快速放量移至负债端拓展低息存款。在负债端，通过持续做大 AUM 提升自然派生存款，带动零售存款成本率下降，2020 年前三季度零售存款平均成本率同比-21bp。据公司 2020 年三季报，2020Q3 末私行 AUM 同比+56.8%，目前集团资源逐步向私行财富倾斜，我们认为中高端客户 AUM 持续放量空间较广。在资产端，信贷投放向按揭和持证抵押等低风险贷款倾斜，客群质量升级；此外汽车金融也为重点发展方向，目前已凭借集团车生态协同在业内建立领先优势。

图表26：平安银行零售业务“3+2+1”经营策略



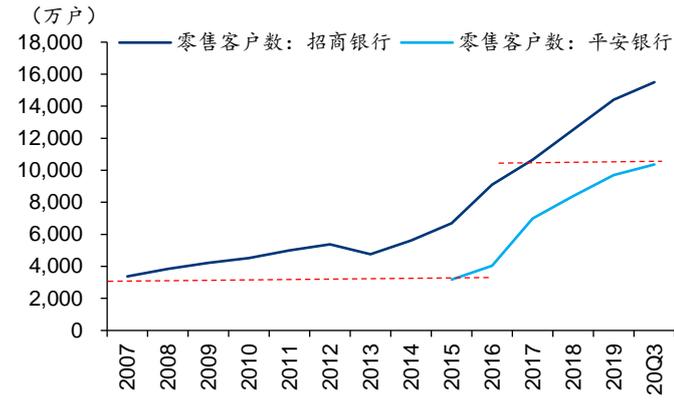
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 客户端：重点突破中高端客群，私行客户增长靓丽

零售转型进入第二阶段，重点突破中高端客群，私行客户增长靓丽。2016 年启动零售转型后，基础客群规模迅速扩大，零售客户从 4047 万户至突破 1 亿户仅用了近 4 年（16 年末-20Q3 末），而招商银行则用了近 8 年（09 年末-17 年末）。到 2019 年时，零售转型已基本完成第一阶段（2019 年中报），同时平安信托直销团队于 2018 年 10 月转签至银行，零售转型开启第二阶段，由基础客群拓展转为重点突破中高端客群。2019 年以来，中高端客群开始成为各类客户中增长最为强劲的部分，尤其私行客户同比增速已超越零售客户、财富客户，2020Q3 末私行客户数同比+35.2%至 5.53 万户。未来中高端客户与基础客群有望实现良好的业务分工，前者专注私行财富的快速发展，后者则侧重基础信贷投放。

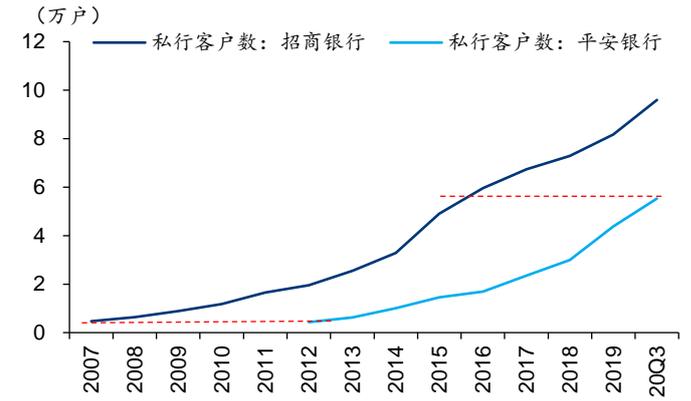
集团联动赋予私行客户广阔提升空间，在竞逐行业标杆之路有望快速追赶。中高端客群实现快速放量主要得益于集团的鼎力支持：一是集团各子公司为私行提供丰富产品，包括保险、基金、信托等，增强服务能力；二是集团为私行带来广阔的客户迁徙通道，2020H1 末集团高净值客户达 23 万人，而银行私行客户仅 5.1 万人（均为公司财报披露）。据 2020 年中报，私行财富还将借力集团资源及公私联动，团金会可将覆盖企业的高管转化为私行客户，我们认为未来集团内高端客户挖掘空间仍足。目前公司私行客群规模正向行业标杆快速追赶，假设其私行客户数 2020 年同比增速保持 35%、随后均保持 30%，招行私行客户数年均同比增速保持 15%，则预计平安银行私行客户数有望在 2022 年达到招行当前规模，在 2024 年有望追平于招行。

**图表27： 2007年以来平安银行、招商银行零售客户数**



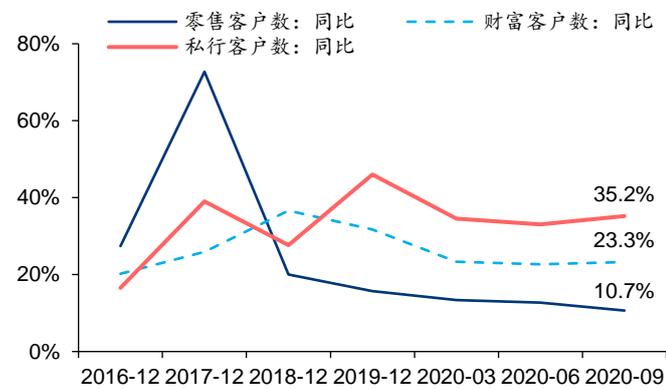
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表28： 2007年以来平安银行、招商银行私行客户数**



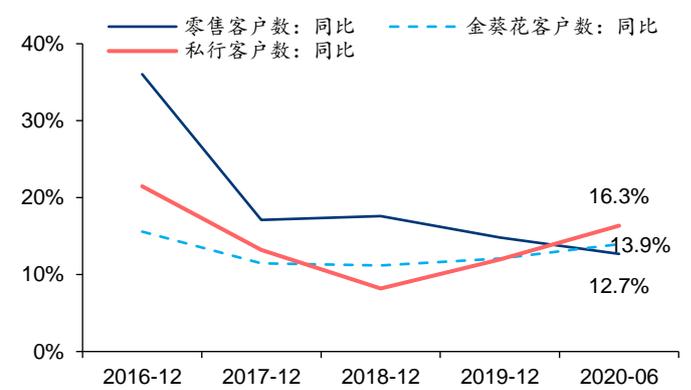
注：平安银行私行客户为“近三月任意一月的日均资产超过600万元”，招商银行私行客户为“月日均全折人民币总资产在1000万元及以上”，后者客户门槛更高。  
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表29： 2016年以来平安银行各层级客户数量同比增速**



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**图表30： 2016年-2020H1末招商银行各层级客户数量同比增速**



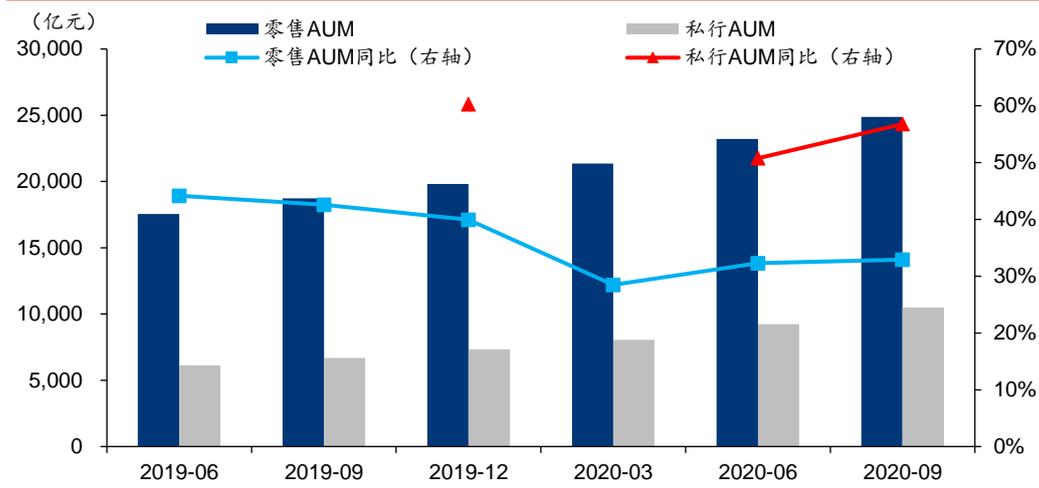
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**负债端：AUM扩张动能强劲，自然派生低息存款**

零售转型重心由资产端转向负债端，通过做大AUM派生低息存款。公司自2016年启动零售转型以来，资产端已实现较好发展，据公司财报，2017-19年零售贷款CAGR达35.9%，2020H1末零售贷款占比达56.5%，位列上市银行之首；而为了支持零售转型，负债端前期不得不以规模为先，存款成本明显上行。目前公司零售转型换挡升级，据2020年中报，“新三年战略”聚焦降成本，未来将更为注重负债端拓展低成本资金，通过持续做大AUM提升自然派生存款是核心思路之一，AUM类似于客户资金的蓄水池，其中包括理财、基金、保险、存款等资产，随着客户资产配置的不断转化，可有效沉淀出低成本存款。

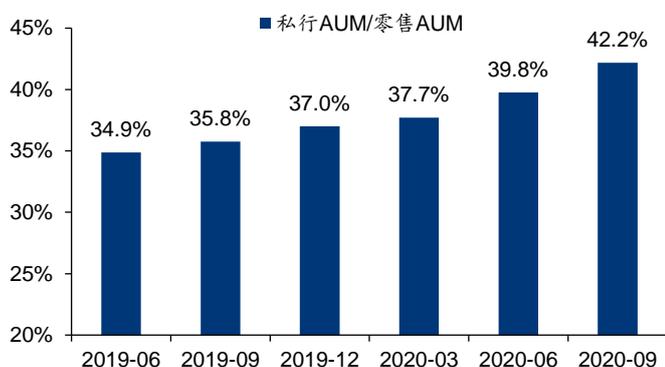
平安信托直销团队转签到银行后，为其带来了丰富的产品实力与专业资源，推动私行财富迎来大发展阶段。2020Q3末公司零售AUM达2.49万亿元，同比+32.9%；私行AUM达1.05万亿元，同比+56.8%。受益于AUM的强劲增长对于低成本资金的派生作用，2020年前三季度零售存款平均成本率同比-21bp。

图表31： 2019H1 以来平安银行零售 AUM、私行 AUM 及其同比增速



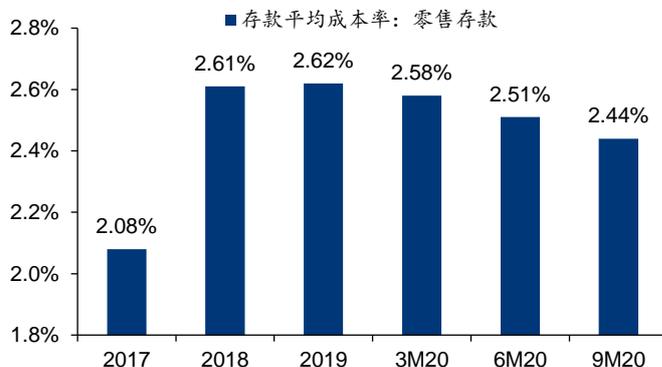
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表32： 2019H1 以来平安银行私行 AUM 占零售 AUM 比例



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

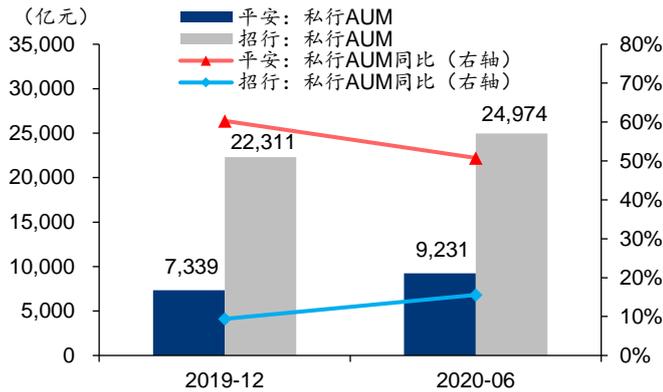
图表33： 2017 年以来平安银行零售存款平均成本率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

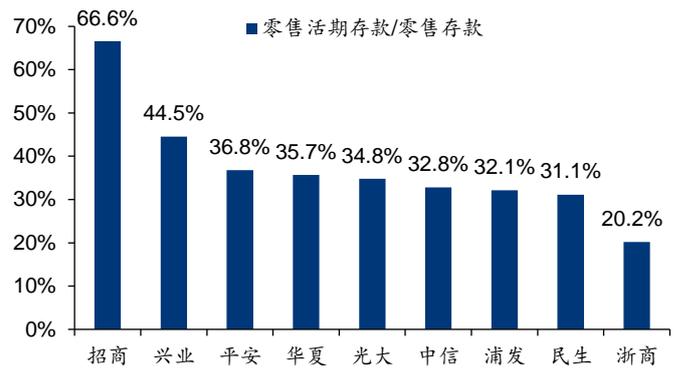
客群规模快速增长下，私行 AUM 持续放量潜力足，低成本存款派生能力有望进一步释放。2020Q3 末私行 AUM 达 1.05 万亿元，同比+56.8%。对标招商银行，从 AUM 规模来看，两者私行 AUM 虽由于起步时间差异仍有一定距离，但 2019 年末以来平安银行正以超过 50% 的同比增速快速追赶；假设公司私行 AUM 维持在 40%-50% 的同比增速，则预计私行 AUM 在 2022 年左右或可突破 2 万亿元，较目前水平近翻倍。从 AUM 对活期存款的拉动作用来看，2020H1 末招商银行零售存款中活期存款的比例为 66.6%，位列上市股份行之首，平安银行以 36.8% 位列第 3。2020Q3 末招商银行零售活期存款/零售 AUM 为 14.2%，而平安银行这一比例为 8.2%，我们认为平安银行 AUM 对于活期存款的派生能力仍有进一步释放空间，随着 AUM 不断积淀、客户粘性提升，未来活期存款优势有望增强。

图表34：平安银行、招商银行私行AUM及同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表35：2020H1末上市股份行零售活期存款占比排名



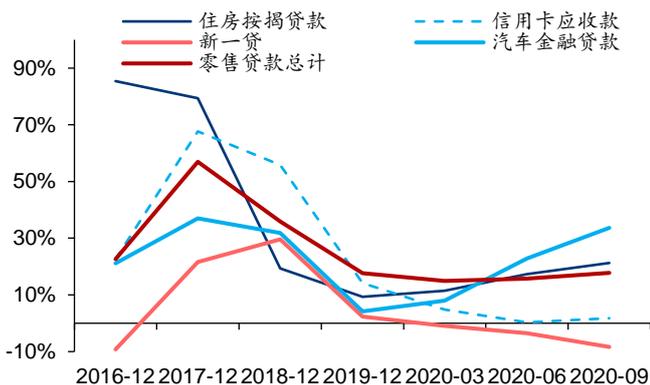
资料来源：公司财报，华泰证券研究所

### 资产端：提升低风险贷款占比，汽车金融实力领先

资产投放向按揭和持证抵押等低风险贷款倾斜，客群质量持续升级。2016年开启零售转型后资产端快速发展，在经过2017-18年共债风险等行业因素影响后，信贷投放策略更趋审慎稳健。公司适度提升新一贷、信用卡审批门槛，且资产投放逐步向低风险的住房按揭、持证抵押贷款及优质白领客户的信用贷款倾斜。2020Q3末按揭及持证抵押贷款合计占零售贷款比例较2019年末提升2.5pct至32.8%，客群质量持续升级，与零售端注重中高端客群的战略方向相辅相成。

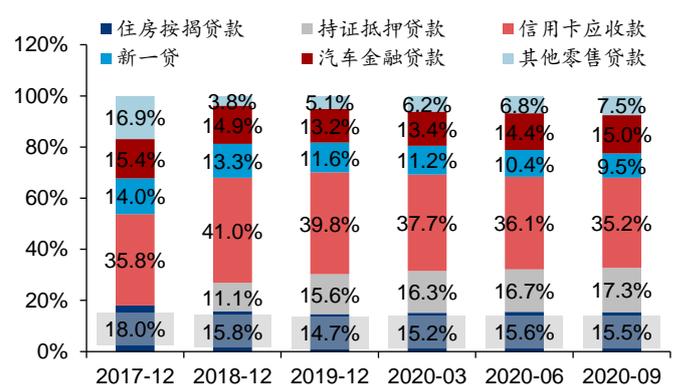
据公司2020年三季度报，2020Q3末个人住房按揭贷款占总贷款比例仅8.8%，距离房地产贷款集中度的监管上限（20%）尚有较大安全空间；持证抵押贷款则具有较强的安全性，利于零售资产质量稳步向好。贷款结构优化和客群质量升级有望带动零售贷款不良率持续下行。虽然零售贷款平均收益率随着低风险资产占比的提升而有所下降（2020年前三季度零售贷款平均收益率同比下降35bp），但低成本存款的积淀（2020年前三季度零售存款平均成本率同比下降21bp）和资产质量的改善（未来有望带动信用成本明显下行）可有效对冲收益率下行，且客群结构优化也为公司带来更多长远价值。

图表36：2016年以来平安银行零售贷款各类产品同比增速



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

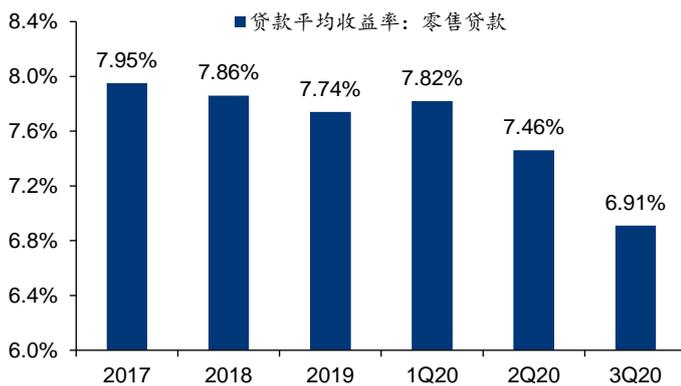
图表37：2017年以来平安银行零售贷款结构



注：2018年以前持证抵押贷款被统计在其他零售贷款中。

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表38: 2017年以来平安银行零售贷款平均收益率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表39: 平安银行各类零售贷款收益率及不良贷款率

	贷款收益率	不良贷款率
住房按揭及持证抵押贷款	约4%-7%	0.36%
汽车金融贷款	约8%-10%	0.72%
新一贷	约11%-14%	1.43%
信用卡应收账款	约18%	2.25%
<b>零售贷款总计</b>	<b>7.38%</b>	<b>1.32%</b>

注: 各类贷款不良率为2020Q3末数据; 零售贷款收益率为2020年前三季度数据  
资料来源: 公司财报, 公司官网, 华泰证券研究所

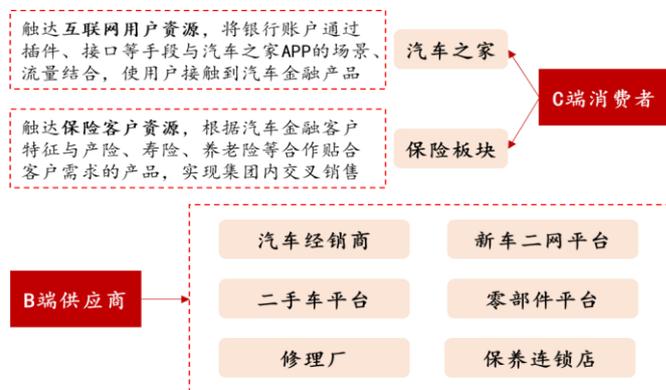
此外汽车金融也为未来重点发展方向, 凭借集团车生态协同, 已建立业内领先优势。作为消费金融“三大尖兵”之一, 汽车金融也在近年来愈发成为平安银行的重点发力方向。汽车金融贷款是质量仅次于住房按揭贷款的优质资产, 利于优化零售端客群结构与资产质量; 且在当前促进消费的国内政策导向下, 市场未来发展潜力十足。公司凭借与集团车生态的协同优势保持业内领先地位, 是唯一一家获银保监会批准成立汽车金融消费中心(2019年7月)的银行, 据公司2019年年报, 2019年末汽车金融贷款余额(1792亿元)在国内汽车金融市场总规模(1.8万亿元, 中国汽车流通协会数据)的份额约达10%。2020Q3末汽车金融贷款同比+33.6%, 为零售贷款中增长最快的产品, 我们看好公司差异化布局汽车金融业务的未来增长前景。

图表40: 平安集团“车生态”示意图



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

图表41: 平安银行在集团协同赋能下的汽车金融拓展模式图



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

## 资金同业业务：FICC 增长亮眼，理财战略定位高

资金同业业务建立特色化优势，FICC 业务增长亮眼，平安理财高起点起航。平安银行较早布局 FICC 业务，凭借系统、人才、产品服务等方面优势建立行业领先地位，2020H1 交易净收入同比+189.3%。未来国内 FICC 市场仍有较大提升空间，公司有望掌握先发优势，我们看好其特色化发展前景。平安理财于 2020 年 8 月开业，定位于集团一级子公司，管理层专业经验丰富，并由母行行长任董事长，战略地位突出；在集团鼎力支持下，平安理财在资源、科技、人才、产品等方面享有差异化优势，助力母行理财转型提速，未来有望在产品、获客等多方面赋能母行成长。

图表42：平安银行资金同业业务“3+2+1”经营策略

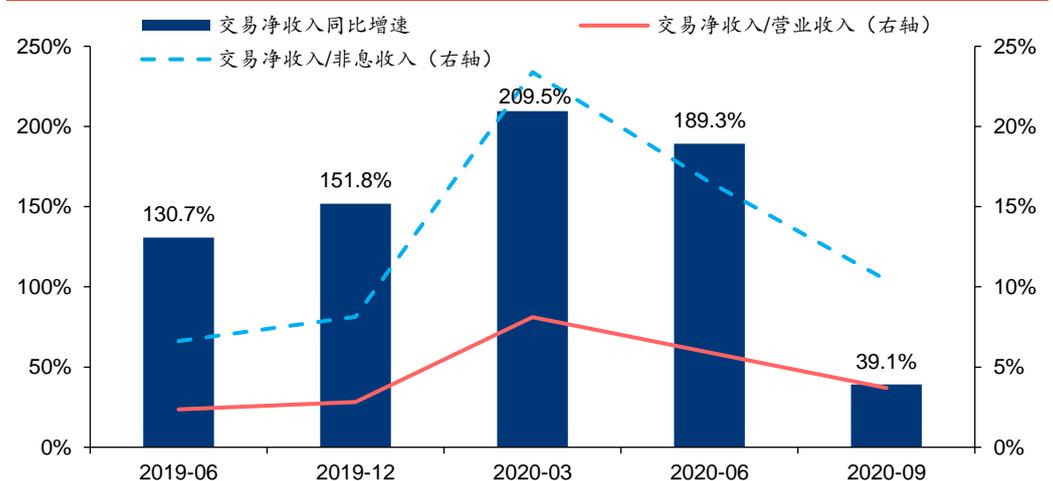


资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## FICC：先发布局增长亮眼，系统+人才建立优势

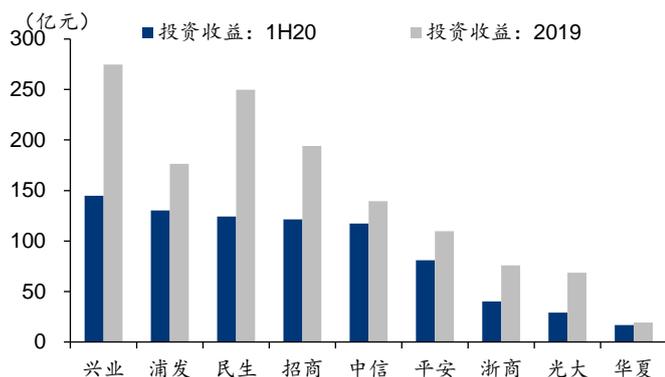
FICC 业务是公司转型亮点之一，交易规模快速增长并有望掌握先发优势。公司资金业务持续推进 FICC 做市及代客交易的特色化发展，2020H1 交易净收入达 46.3 亿元，同比+189.3%(Q3 市场利率波动导致 20Q3 同比增速降至 39.1%)，占全行营收的比例为 5.9%。2020Q1 (最新披露数据) 债券、利率互换、自营贵金属交易量同比增速分别为 161.0%、97.6%、76.9%；据公司 2020 年三季报，Q3 末利率互换、黄金、债券交易量市占率分别达 11.9%、6.4%、1.2%，在外汇交易中心公布的 Q3 衍生品做市排名中继续保持领先地位。2020H1 公司投资收益规模位列上市股份行中游，但投资收益率居于前列，体现出平安银行的优秀的投资能力。目前我国 FICC 市场正处于快速发展通道，公司较早切入 FICC，有望掌握先发优势，我们看好其特色化发展前景。

图表43：2019年以来平安银行交易业务净收入同比增速及占营收、非息收入比例



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

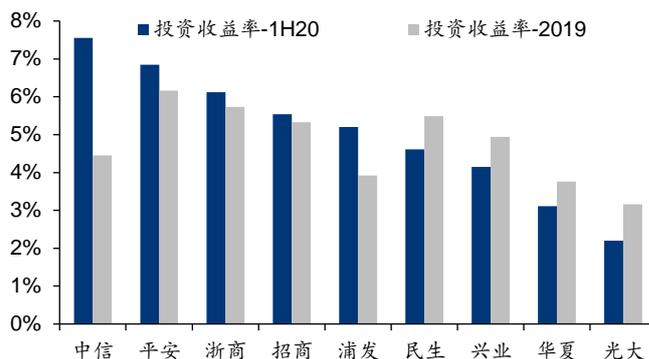
图表44： 2019年及2020H1上市股份行投资净收益规模



注：投资收益=投资损益+公允价值变动损益+汇兑损益

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

图表45： 2019年及2020H1上市股份行年化投资收益率



注：投资收益率=投资收益/平均交易性金融资产

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

**平安银行 FICC 业务兼备系统、人才和产品服务优势。**系统方面，以科技赋能交易，引进全球领先的固定收益电子交易技术，并打造智能量化交易系统，具备数据全面、定价能力强、交易处理快、实时风控等优势，据 2020 年一季报，在交易频次、执行时效、交易规模上保持同业领先。人才方面，据公司 2019 年财报，引入国际顶尖的 FICC 交易人才。产品服务方面，据其 2020 年三季报，公司建立了“平安避险”业务品牌，依托专业产品开发和服务团队，为客户定制利率类、汇率类避险工具及结构化交易方案，降低客户市场风险，提升客户体验。2020 年前三季度利率互换及外汇衍生品代客交易量达 878.9 亿元，同比+22.3%。

**理财：高起点战略定位，产品+获客赋能母行**

**平安理财定位集团一级子公司，管理层专业经验丰富，战略地位突出。**平安理财已于 2020 年 8 月 28 日开业，集团将其定位于一级子公司。平安理财董事长由平安银行行长胡跃飞先生担任，成为首家由母行行长任董事长的理财子公司，而总经理则由深耕固收领域 20 年、曾先后任平安证券副总经理、平安银行行长特别助理的张东先生担任。特色化组织架构和管理层配置，体现出集团对于平安理财的高起点战略定位与重视程度。集团高度的战略视角更有利于其与集团及其他子公司形成优势互补、资源协同，着力打造成为全品类、开放式理财平台和科技型理财机构。

**平安理财在资源、科技、人才、产品等方面具备特色化优势。**一是资源优势，集团五大生态圈赋予平安理财丰富的生态场景，集团协同之下有望成为联通多类资金和优质资产的桥梁。二是科技优势，理财子公司以债券投资为主，集团领先的投资和交易系统有望有效助力，包括 KYZ 平台、智能量化交易系统等。三是人才优势，公司在集团支持下在证券、基金、信托等子公司吸收内部优秀人才，同时从市场中的头部资管、私募等机构引进资深人员，组建了涉猎广泛、经验丰富的专业团队。四是产品优势，公司定位于另类投资领导者，着力做深基建、债券组合、FOF/MOM 等领域，其中 FOF/ MOM 是银行进军权益市场、进行大类资产配置的良好渠道，未来成长空间广阔。

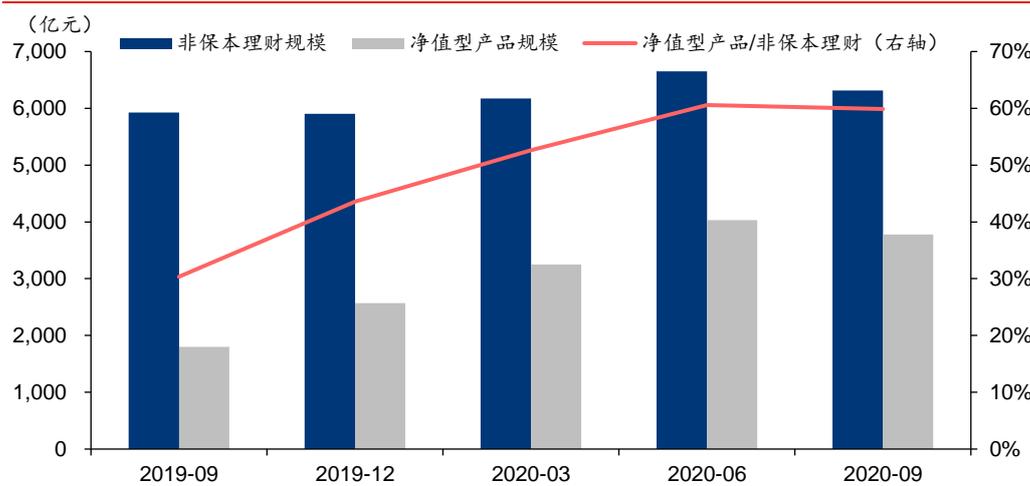
图表46：平安银行理财子公司战略定位及六大核心产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

理财转型进度提速，平安理财有望在产品、获客等方面赋能母行成长。在理财子公司赋能下，平安银行理财业务转型成效明显，2020Q3 末平安银行非保本理财产品余额 6313.5 亿元，同比+6.5%；其中符合资管新规要求的净值型产品 3779.5 亿元，同比+110.1%，占非保本理财产品的比例同比+29.5pct 至 59.9%。此外，平安理财对母行的赋能作用还体现在：产品方面，针对银行客户的稳健投资特点，可在“固收+”基础上，推出混合类 FOF 等多元产品，形成固收打底、权益增强的丰富产品体系；获客方面，理财子公司致力于打造开放式理财平台，成为母行“走出去”的重要载体，助力平安银行获客渠道拓宽。

图表47：2019 年以来平安银行非保本理财及净值型产品规模



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

## 投资建议：目标价 27.00 元，维持“买入”评级

当前时点，我们坚定看好平安银行投资机会。公司正迈向零售、对公、资金业务高质量均衡发展新阶段，“新三年战略”聚焦降负债成本、降信用成本，有望驱动基本面向优。零售着力财富管理、对公聚焦战略客群、资金业务锦上添花，公司在竞逐行业标杆之路百尺竿头、更进一步，相对可比同业估值溢价扩大可期。我们预测 2020-2022 年公司归母净利润同比增速分别为 5.1%、13.0%、15.4%（前次为-2.1%、9.5%、15.0%），EPS 分别为 1.53 元、1.72 元、1.99 元（前次为 1.42 元、1.56 元、1.79 元），盈利预测主要基于以下假设：

**1. 生息资产较快增长。**平安银行 2020 年持续加大支持实体经济力度，战略转型驱动下零售、对公信贷投放均保持强劲增长，2020Q3 末总资产同比增速达 17.2%，贷款同比增速达到 20.2%，有望带动生息资产同比增速保持较高水平。在 2020 年高基数影响下，我们预计 2021-2022 年生息资产、贷款同比增速均会逐步下滑，但仍有望保持较高水平。“新三年战略”聚焦重塑资产负债结构，综合金融生态的构建及 AUM 的持续做大有助于沉淀活期存款，2021-2022 年存款有望较快增长。我们预计 2020-2022 年生息资产同比增速为 17.5%、15.0%、14.0%，贷款同比增速为 20.0%、15.4%、14.2%，存款同比增速为 14.6%、15.0%、15.5%。

**2. 息差有收窄压力。**银行向实体经济让利，LPR 定价下行趋势决定了生息资产收益率收窄，我们测算平安银行 2020 年 1-9 月生息资产收益率为 4.71%，预计未来生息资产收益率将进一步下降，我们预测 2020-2022 年生息资产收益率为 4.67%、4.50%、4.40%。公司将负债成本管控提升至战略高度，通过客户资金在银行体系内的自然沉淀带来低成本存款，我们测算 2020 年 1-9 月计息负债成本率为 2.38%，预计计息负债成本率有望持续下行，我们预测 2020-2022 年计息负债成本率为 2.36%、2.18%、2.06%。利率市场化、银行让利实体等因素促使上市银行净息差总体上呈收窄趋势，我们测算 2020 年前三季度上市银行平均净息差为 2.07%，较 2019 年-5bp。我们测算公司 2020 年 1-9 月净息差为 2.51%，较 2019 年-4bp，预计在降成本策略下公司净息差收窄幅度有望小于行业平均，且后续有望逐步企稳，我们预测 2020-2022 年净息差分别为 2.49%、2.46%、2.46%。

**3. 中间业务收入较快增长。**2020 年前三季度平安银行手续费及佣金净收入同比增速为 15.8%，主要受益于个人代理基金及信托计划手续费收入和对公传统业务手续费收入。当前平安银行聚焦中高端客群，私行财富业务迎来大发展，客群规模和 AUM 均呈快速增长态势，未来有望保持高速增长，带动私行财富业务手续费收入释放。此外，对公业务着力打造交易银行、综合金融，有望带动结算、投行等多元中间业务收入快速增长。我们预测 2020-2022 年手续费及佣金净收入同比增速为 17.0%、17.5%、17.0%。

**4. 不良贷款率下降，信贷成本逐步下降。**2020Q1 末、Q2 末、Q3 末平安银行不良率分别为 1.65%、1.65%、1.32%，上市银行平均不良率分别为 1.44%、1.47%、1.50%。平安银行对公端重点突破战略客群，信贷投放专注于更为合适且优质的行业及客户；零售端信贷投放逐步向按揭及持证抵押等低风险贷款倾斜，客群质量不断升级，有望带动资产质量持续向好。同时公司不良贷款处置力度较强，我们预计公司不良贷款率有望继续改善，并持续低于行业平均水平，我们预测 2020-2022 年末不良率分别为 1.30%、1.25%、1.20%。公司 2020 年主动加大拨备计提力度，提升风险抵御能力，后续信用成本有望随资产风险偏好的降低而逐步降低，我们预计 2020-2022 年信贷成本分别为 3.15%、3.05%、2.95%。

**图表48： 关键假设及其历史数据**

项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
存款增速	4.1%	7.4%	14.5%	14.6%	15.0%	15.5%
贷款增速	15.6%	17.4%	15.9%	20.0%	15.4%	14.2%
生息资产增速	8.2%	8.8%	15.6%	17.5%	15.0%	14.0%
净息差	2.56%	2.38%	2.55%	2.49%	2.46%	2.46%
中间业务收入增速	10.1%	2.0%	17.4%	17.0%	17.5%	17.0%
不良贷款率	1.70%	1.75%	1.65%	1.30%	1.25%	1.20%
信贷成本	2.99%	2.88%	3.00%	3.15%	3.05%	2.95%

注：净息差的历史数据及预测均为我们的测算值，采用首尾平均法测算净息差（即利息净收入/生息资产年初年末平均值）

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

根据我们的盈利预测，2021 年平安银行 BVPS 预测值为 16.87 元，对应 PB 为 1.37 倍。可比上市银行 2021 年 Wind 一致预测 PB 均值为 0.72 倍，我们认为平安银行正迈向零售、对公、资金业务高质量均衡发展新阶段，负债成本、信用成本有望驱动基本面向优，继续竞逐行业标杆，相较可比同业的估值溢价扩大可期。我们认为平安银行估值可参考零售及财富管理龙头、且对公端同样聚焦战略客户的招商银行（2021 年 Wind 一致预测 PB1.81 倍），但考虑到公司尚处于转型推进阶段，相较龙头或有一定估值折价，我们给予 2021 年目标 PB1.60 倍，目标价由 21.60 元上调至 27.00 元，维持“买入”评级。

**图表49： 可比 A 股上市银行 PB 估值（2021/1/27）**

代码	简称	2021 年 PB 估值（倍）
601998 CH	中信银行	0.49
600036 CH	招商银行	1.81
601166 CH	兴业银行	0.83
601818 CH	光大银行	0.59
600015 CH	华夏银行	0.38
600000 CH	浦发银行	0.50
600016 CH	民生银行	0.43
	<b>平均值</b>	<b>0.72</b>

注：2021 年 PB 估值为 Wind 一致预期

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

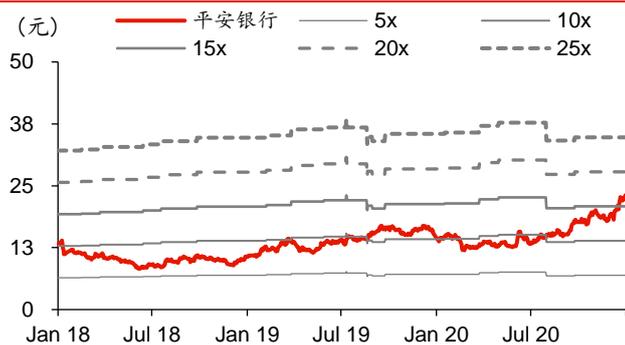
图表50: 财务预测 (百万元)

资产负债表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表概要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	3,418,592	3,939,070	4,623,423	5,315,772	6,060,783	净利息收入	74,745	89,961	102,556	117,426	134,453
贷款净额	1,949,757	2,259,349	2,712,242	3,129,305	3,573,237	手续费净收入	31,297	36,743	42,989	50,512	59,100
债券投资	850,317	1,045,236	1,111,575	1,227,178	1,340,692	营业费用	36,540	42,142	49,289	57,793	69,869
总负债	3,178,550	3,626,087	4,255,053	4,918,385	5,629,820	拨备前利润	80,102	95,767	109,146	125,622	141,798
存款余额	2,149,142	2,459,768	2,818,920	3,242,243	3,746,123	计提减值准备	47,871	59,527	71,169	82,723	92,314
同业负债	575,088	548,192	663,275	816,565	908,986	所得税	7,413	8,045	8,355	9,438	10,886
股东权益	240,042	312,983	368,370	397,387	430,963	净利润	24,818	28,195	29,622	33,461	38,597
盈利能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本管理	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
平均 ROA	0.74%	0.77%	0.69%	0.67%	0.68%	核心资本	199,782	253,646	298,426	327,443	361,019
平均 ROE	10.74%	10.20%	8.69%	8.74%	9.32%	资本净额	269,115	368,193	455,930	498,058	545,744
生息资产收益率	5.19%	5.03%	4.69%	4.50%	4.40%	风险加权资产	2,340,236	2,784,405	3,268,153	3,757,553	4,284,177
计息负债成本率	2.92%	2.64%	2.36%	2.18%	2.06%	风险加权资产比重	68%	71%	71%	71%	71%
成本收入比	31%	31%	31%	32%	33%	核心一级资本充足率	8.5%	9.1%	9.1%	8.7%	8.4%
成长能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	一级资本充足率	9.4%	10.5%	11.3%	10.6%	10.1%
贷款	17.4%	15.9%	20.0%	15.4%	14.2%	资本充足率	11.5%	13.2%	14.0%	13.3%	12.7%
存款	7.4%	14.5%	14.6%	15.0%	15.5%	资产质量	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	1.0%	20.4%	14.0%	14.5%	14.5%	贷款减值准备	54,033	70,013	84,709	108,831	130,745
中间业务收入	2.0%	17.4%	17.0%	17.5%	17.0%	不良贷款额	34,121	37,279	35,259	39,116	42,879
营业费用	12.0%	15.3%	17.0%	17.3%	20.9%	不良贷款率	1.75%	1.65%	1.30%	1.25%	1.20%
净利润	7.0%	13.6%	5.1%	13.0%	15.4%	拨备覆盖率	155%	183%	233%	269%	294%
营业收入结构	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	拨贷比	2.77%	3.10%	3.12%	3.48%	3.66%
利息占比	64.0%	65.2%	64.7%	64.0%	63.5%	信用成本	2.88%	3.00%	3.15%	3.05%	2.95%
手续费收入占比	26.8%	26.6%	27.1%	27.5%	27.9%	估值分析	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
业务费用占比	31.3%	30.5%	31.1%	31.5%	33.0%	PB	2.04	1.64	1.50	1.37	1.24
计提拨备占比	41.0%	43.1%	44.9%	45.1%	43.6%	PE	18.05	15.89	15.12	13.39	11.60
						EPS	1.28	1.45	1.53	1.72	1.99
						BVPS	11.34	14.07	15.38	16.87	18.60
						每股股利	0.13	0.22	0.23	0.26	0.30
						股息收益率	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

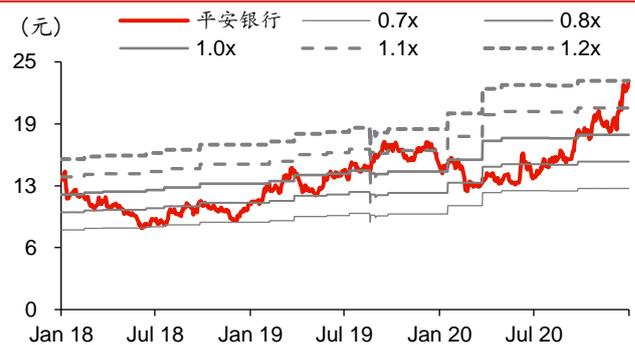
## PE/PB - Bands

图表51: 平安银行历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表52: 平安银行历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表53: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
兴业银行	601166 CH	招商银行	600036 CH	平安理财	未上市
华夏银行	600015 CH	光大银行	601818 CH	平安信托	未上市
浙商银行	601916 CH	中信银行	601998 CH		
浦发银行	600000 CH	中国平安	601318 CH		

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。银行资产质量已逐渐步入修复阶段，但信用风险可能存在的滞后反应、疫情尚存在不确定等因素，可能对资产质量造成不利影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、蒋昭鹏，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com