



## 打造全球领先的智能化零售银行

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1.平安银行是平安集团金融生态圈中唯一一家全国性股份制商业银行,依托集团的客户基础、品牌影响力、广泛的分销渠道、科技实力和综合服务的能力,乘风破浪,实现综合实力快速提升,2020年Q3总资产规模超过4.3万亿,同比增长17.2%,存贷款规模稳步扩大,近年来贷款规模增速维持在15%以上。2.在零售化浪潮中,公司凭借天然优势迅速扩张,零售业务收入利润贡献占比提升至50%以上,在“零售突破”战略指引下,零售业务有望稳健增长,巩固收入端优势,优化负债端结构。3.资产质量持续改善,2020Q3总体及分业务不良率均有所下降,经济基本面转好后拨备计提压力降低有利于业绩的改善。
- 2020Q3单季度业绩增长由负转正,净息差有望企稳修复。**2020年疫情影响平安银行营业收入和归母净利润增速有所放缓,但是从单季度来看,第三季度单季度归母净利润增速由第二季度-35.53%大幅转正至6.11%,主要受益于拨备计提减少及手续费业务占比的提升。资产收益率下降略高于负债成本率下降导致了短期净息差收窄。考虑到经济逐步修复,货币政策回归正常化,公司低成本负债规模扩大,结构优化,净息差有望企稳修复。
- 零售客群持续扩大,有利于成本端优化。**公司零售客户数在过去几年快速增长,2020年虽然受到疫情影响,客户体量增长仍表现出很强的韧性,2020Q3,平安银行零售客户AUM达24881.7亿元,比2019年末增长25.5%,零售客户数量达10364.3万户,比2019年末增长6.8%,私人银行客户数及AUM增速高于零售业务总体。低风险按揭、持证抵押等业务占比扩大,汽车金融持续增长。零售客群持续扩张有助于巩固收入端优势,优化负债端结构。
- 资产质量明显改善,拨备计提压力降低。**2020年考虑新冠疫情对经济和资产质量影响存在较大的不确定性,公司主动加大拨备计提和资产处置力度。截止到2020年9月末,平安银行贷款不良率1.32%,较6月末和上年末均下降0.33个百分点,并且首次大幅低于其他股份行平均不良率。在对不良贷款认定更加严格的背景下,公司不良率得到控制,证实了贷款质量的边际改善。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2020-2022年EPS分别为1.42元、1.61元和1.84元,BVPS分别为15.27元、16.67元和18.27元,对应的PE分别为16.1X、14X和12.2X,对应的PB分别为1.51X、1.39X和1.26X。考虑到公司资产质量持续改善,盈利能力强,且公司持续做强零售,潜力巨大,应该享受估值溢价,给予公司2021年1.7X目标PB,目标价28.34元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- 风险提示:** 经济周期下行、新冠疫情反复或使公司资产质量恶化,监管政策或趋严,利率或下行导致息差超预期收窄等。

### 西南证券研究发展中心

分析师:常潇雅  
执业证号:S1250517050002  
电话:021-58351932  
邮箱:cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源:聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	194.06
流通A股(亿股)	194.06
52周内股价区间(元)	12.15-23.09
总市值(亿元)	4,480.83
总资产(亿元)	43,469.21
每股净资产(元)	14.88

### 相关研究

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	137,958	154,869	175,330	196,645
增长率	18.20%	12.26%	13.21%	12.16%
归属母公司净利润(百万元)	28,195	28,400	32,171	36,648
增长率	13.61%	0.73%	13.28%	13.92%
每股收益EPS(元)	1.41	1.42	1.61	1.84
净资产收益率ROE	11.08%	9.67%	10.10%	10.55%
PE	16.4	16.1	14.0	12.2
PB	1.64	1.51	1.39	1.26

数据来源:Wind,西南证券

## 目 录

1 公司概况：科技引领，零售突破，对公做精 .....	1
2 疫情不改向好趋势，“新三年”有望实现资产质量和业绩再进阶 .....	5
2.1 单季度业绩增长由负转正，净息差有望企稳修复 .....	5
2.2 资产负债稳健增长，零售业务持续扩张，对公业务成效显著 .....	6
2.3 资产质量明显改善，拨备计提压力降低 .....	9
3 盈利预测与估值 .....	10
4 风险提示 .....	12

## 图 目 录

图 1: 平安银行发展概览 .....	1
图 2: 平安银行 H1 科技投入及研发进展 .....	2
图 3: 平安银行营业收入结构 .....	3
图 4: 平安银行各类业务净利润贡献结构 .....	3
图 5: 平安银行“零售突破”战略概况 .....	3
图 6: 平安银行企业贷款规模及企业贷款占贷款总额的比重 .....	4
图 7: 平安银行企业贷款不良余额及不良率 .....	4
图 8: 平安银行“对公做精”战略概况 .....	4
图 9: 平安银行营收及归母净利润同比增速 .....	5
图 10: 平安银行单季度营收及归母净利润同比增速 .....	5
图 11: 平安银行与其他股份制银行净息差变化情况 (%) .....	6
图 12: 平安银行生息资产收益率与计息负债成本率情况 (%) .....	6
图 13: 平安银行企业贷款和个人贷款收益率变化情况 (%) .....	6
图 14: 平安银行企业存款和个人存款成本率变化情况 (%) .....	6
图 15: 平安银行总资产规模及同比增速 .....	7
图 16: 平安银行存款、贷款规模及同比增速 .....	7
图 17: 平安银行个人存款、贷款规模及同比增速 .....	8
图 18: 平安银行基础零售业务相关指标增长及同比增速 .....	8
图 19: 平安银行私行财富业务相关指标增长及增速 .....	8
图 20: 平安银行消费金融业务增长及增速 .....	8
图 21: 平安银行企业存款、贷款规模及同比增速 .....	9
图 22: 平安银行对公业务相关指标增长及增速 .....	9
图 23: 平安银行不良贷款结构 (%) .....	9
图 24: 平安银行分类别不良率 (%) .....	9
图 25: 平安银行与其他股份制银行拨备覆盖率变化情况 (%) .....	10
图 26: 平安银行与其他股份制银行不良率变化情况 (%) .....	10

## 表 目 录

表 1: 关键假设指标参数预测 (百万元) .....	11
表 2: 可比公司估值 .....	11
附表: 财务预测与估值 .....	13

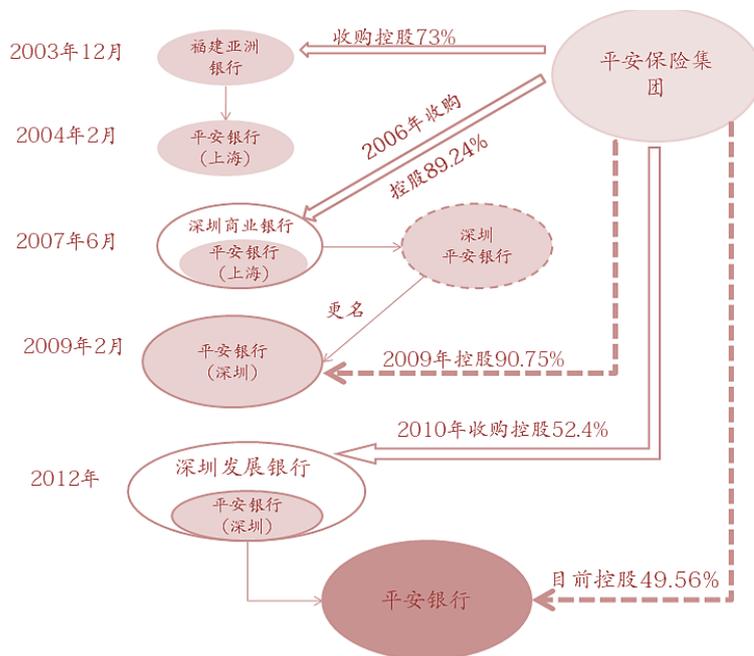
## 1 公司概况：科技引领，零售突破，对公做精

平安银行是中国平安保险（集团）股份有限公司控股、总部位于深圳、跨区域经营的全国性股份制商业银行，是深圳发展银行股份有限公司以吸收合并原平安银行股份有限公司的方式完成两行整合并更名后的银行。

平安银行最早的前身可以追溯到成立于 1992 年创建的福建亚洲银行。2003 年中国平安通过收购以及增资控制了福建亚洲银行 73% 的股份；2004 年福建亚洲银行更名为平安银行，总部由福州迁至上海。深圳市商业银行是中国第一家城市商业银行，成立于 1995 年 6 月。2006 年中国银监会批准中国平安集团持有深圳市商业银行 89.36% 的股份并成为其最大股东，2007 年深圳市商业银行合并原平安银行更名为深圳平安银行，2009 年更名为平安银行，并成为跨区域经营的城市商业银行。由于整合福建亚洲银行，平安保险集团持有平安银行的股份比例达到 90.75%。

深圳发展银行成立于 1987 年 12 月，是中国第一家面向社会公众公开发行股票并上市的商业银行。2010 年中国平安保险宣布拟以持有的平安银行股份有限公司 90.75% 股份及现金超过 26 亿元人民币足额认购深圳发展银行非公开发行的股份，交易完成后中国平安保险持有 52.4% 的深圳发展银行股权。2012 年深圳发展银行出资收购平安银行不足 10% 的小股东的股份，从而 100% 持有平安银行后，将其吸引合并，平安银行注销，深圳发展银行更名为平安银行。自此，平安银行从深圳的城商行一跃升级为拥有 1.26 万亿资产的全国性股份制银行。截至 2020 年 9 月，平安银行最大股东中国平安保险集团持股比例为 49.56%。

图 1：平安银行发展概览

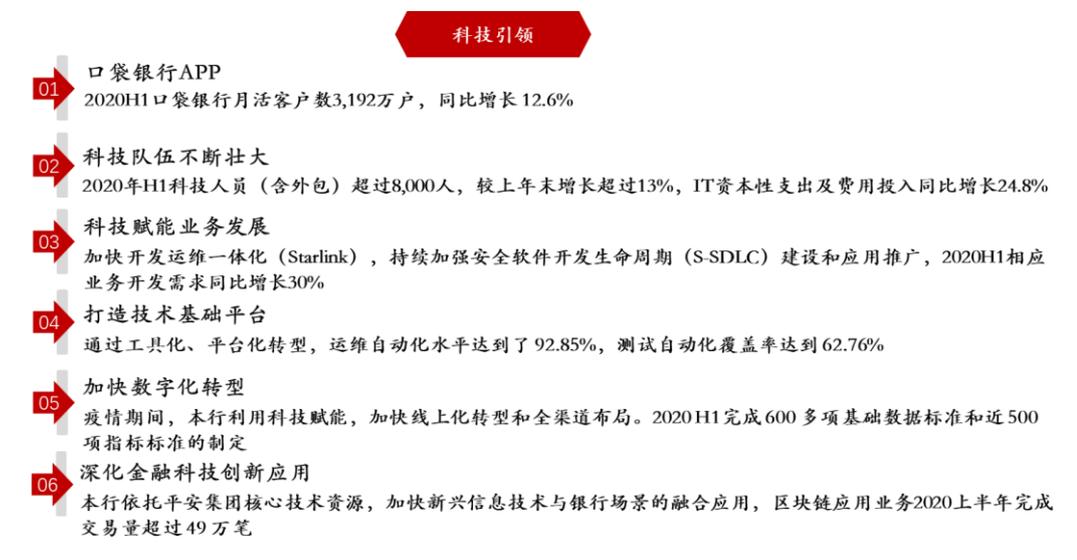


数据来源：公司公告，西南证券整理

平安银行自 2016 年开始全面向零售银行转，以打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”为战略目标，以“科技引领、零售突破、对公做精”为策略方针，全面构建零售业务、对公业务、资金同业业务“3+2+1”经营策略，实现业务均衡发展。

**科技引领成效凸显。**平安银行将“科技引领”作为战略转型的驱动力，持续加大金融科技投入，优化开发流程，提升交付效率，强化数字化经营、线上化运营能力，推动平安银行向“数字银行、生态银行、平台银行”转型。2020H1，平安银行科技人员（含外包）超过8,000人，较上年末增长超过13%，IT资本性支出及费用投入同比增长24.8%。“科技引领”具体体现为以下几个方面：（1）科技赋能业务发展，不断深化业务和科技融合，提升交付质量和速度；（2）打造领先的技术基础平台，不断完善技术产品及优化解决方案；（3）加快数字化转型，提升数字化经营能力和线上化运营能力；（4）深化金融科技创新应用，依托平安集团核心技术资源，加快人工智能、大数据、区块链等新技术与银行场景的融合应用，提升客户营销、运营管理、风险控制等方面的能力。

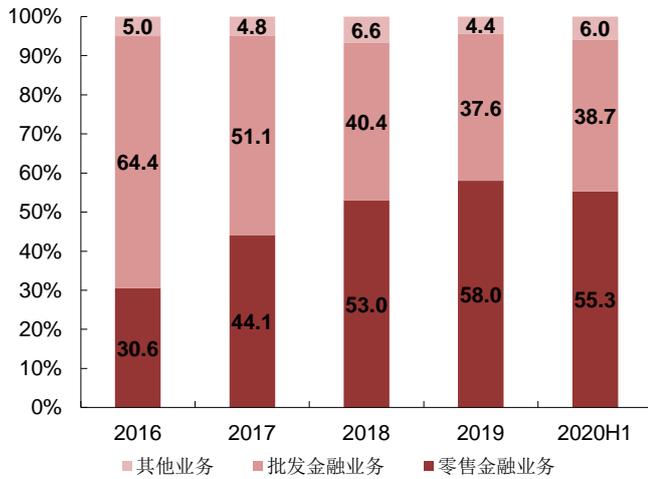
图2：平安银行H1科技投入及研发进展



数据来源：公司公告，西南证券整理

**零售转型深入推进。**平安银行主营业务包括零售金融业务、批发金融业务和其他业务。平安银行自2016年起开始全面转型打造智能化零售银行，零售业务已经成为公司的王牌业务。凭借庞大的客户资源和多元化的营销渠道，平安银行零售金融收入占比持续攀升，截止到2019已达到58%，净利润贡献达到69.1%，达到近年峰值。

受到疫情冲击，2020H1零售金融业务占营业收入的比重下滑2.7%至55.3%，仍然表现出一定的韧性，零售金融业务对于净利润的贡献下滑14.4%至54.7%，主要原因在于加大了零售资产的拨备计提力度。虽然零售金融业务因疫情受到短暂的影响，但是在平安银行持续贯彻零售业务“3+2+1”经营策略下，不断推动零售业务转型的换挡升级，我们看好零售业务的未来发展空间。

**图 3：平安银行营业收入结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 4：平安银行各类业务净利润贡献结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 5：平安银行“零售突破”战略概况**


数据来源：平安银行官网，西南证券整理

**对公业务做精做强。**2017年之前，平安银行企业贷款经历了野蛮生长的阶段，2011-2016复合年增长率达到16.8%，2015年受外部金融经济形势影响，企业贷款不良风险开始加速暴露，企业不良贷款余额和不良率大幅提升。从2017年开始，平安银行的关注点开始从量转向质，逐步调整优化对公信贷结构，加大高风险行业客户的退出力度，2017年至2018年，公司对公贷款规模明显收缩，2016-2019累计计提信用及其他资产减值损失1968亿元，累计处置不良贷款1626亿元，并于2019年实现企业不良贷款余额与不良率的双降。

2020年，面对疫情，平安银行在提供差异化应急金融服务的同时，加大不良处置力度，截至2020年Q3，企业贷款不良贷款余额降至142.23亿元，不良率降至1.31%。在对公风险基本出清，保持零售转型大方向不变的情况下，平安银行大力发力对公业务，聚焦“行业银行、交易银行、综合金融”3大业务支柱，重点发力“战略客群、小微客群”2大核心客群，坚守资产质量“1条生命线”，进一步将对公业务做精做强。

图 6：平安银行企业贷款规模及企业贷款占贷款总额的比重



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：平安银行企业贷款不良余额及不良率



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：平安银行“对公做精”战略概况

以客户为中心，做精做强，聚焦3大业务支柱、拓展2大核心客群、坚守1条生命线



数据来源：平安银行官网, 西南证券整理

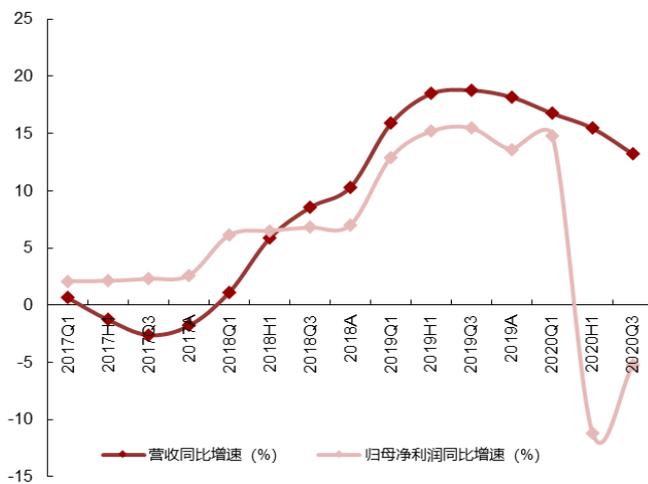
## 2 疫情不改向好趋势，“新三年”有望实现资产质量和业绩再进阶

2020 年新冠疫情对经济及银行业造成重大影响，银行业承担向实体让利的重要责任。在疫情的冲击与流动性宽松的影响下，平安银行业务增速放缓，净息差有所收窄。下半年经济稳定恢复后，银行业基本面底部位置逐步显现，平安银行第三季度归母净利润环比增长由负转正，拨备计提压力缓解，不良率大幅降低。2020 年作为平安银行新三年战略举措的起步之年，在取得阶段性转型成果的基础上，平安银行有望在未来三年内继续深入推进零售转型，同时对公业务转型取得显著成效，实现业绩的全面修复和增长。

### 2.1 单季度业绩增长由负转正，净息差有望企稳修复

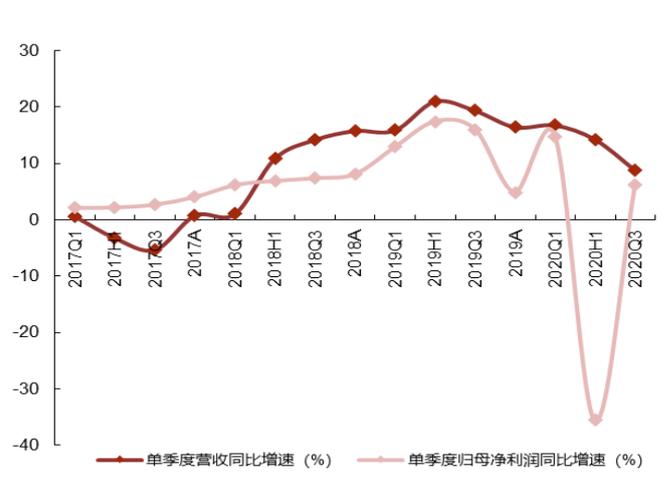
2020 年在疫情影响下，平安银行营业收入和归母净利润增速放缓，第三季度归母净利润环比增长由负转正。2020 年上半年，平安银行营业收入 783.28 亿元，同比增速由 2019H1 的 18.50% 下降至 15.48%，同时主动加大了拨备计提力度，在加大核销的同时，提升拨备覆盖率，导致净利润下降归母净利润增速由 2019H1 的 15.29% 降至 -11.20%。下半年经济稳定恢复后，截至 2020 年 9 月，平安银行营业收入 1,165.64 亿元，同比增长 13.22%，归母净利润 223.98 亿元，同比下降 5.2%，延续上半年下降趋势，但是从单季度来看，第三季度单季度归母净利润增速由第二季度 -35.53% 大幅转正至 6.11%，主要受益于拨备计提减少和手续费业务收入占比扩大。

图 9：平安银行营收及归母净利润同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：平安银行单季度营收及归母净利润同比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

让利实体，息差短期下行，生息资产收益率有明显优势。2020 上半年，受国内外疫情冲击影响，在央行货币政策和 LPR 改革的引导推动下，市场资金面持续宽松，平安银行净息差持续收窄，前三季度净息差 2.56%，较第一季度下降 6BP，较年中下降 3BP。对比其他股份行净息差水平，平安银行净息差具有明显优势。进一步从结构上看，资产收益率下降略高于负债成本率下降。具体来看，截至 2020 年 6 月末，公司生息资产收益率较年初下降 27BP 至 4.90%，9 月末进一步下降至 4.79%，其中贷款价格下降为主要因素，并且 2020Q3 企业贷款（不含贴现）收益率的同比下降（60BP）高于个人贷款（含信用卡）收益率（35BP）；截至 2020 年 6 月末，公司计息负债成本率较年初下降 22BP 至 2.42%，9 月末进一步下降

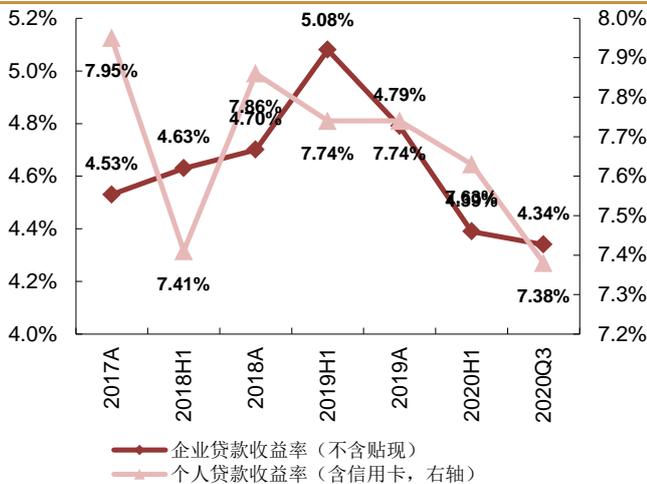
至 2.34%，其中 2020Q3 企业存款和个人存款平均成本率同比下降幅度相当，分别下降 22BP 及 21BP。考虑到经济逐步修复但未恢复到疫情前水平，货币政策回归正常化，流动性环境尚不会大幅收紧，平安银行净息差有望逐步企稳修复。

**图 11：平安银行与其他股份制银行净息差变化情况 (%)**


数据来源：Wind，西南证券整理，注：其他股份行包括：浙商、民生、兴业、浦东、招商、华夏、光大、中信

**图 12：平安银行生息资产收益率与计息负债成本率情况 (%)**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 13：平安银行企业贷款和个人贷款收益率变化情况 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：平安银行企业存款和个人存款成本率变化情况 (%)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 资产负债稳健增长，零售业务持续扩张，对公业务成效显著

平安银行总资产规模平稳增长，截止 2020 年 9 月末，平安银行总资产规模 43469 亿元，同比增长 17.2%。2016 年以来贷款规模增速维持在 15% 以上的水平，存款规模增速存在一定波动，截止 2020 年 9 月末，公司贷款规模 25850 亿元，同比增长 20.2%，存款规模 25498 亿元，同比增长 11.3%。

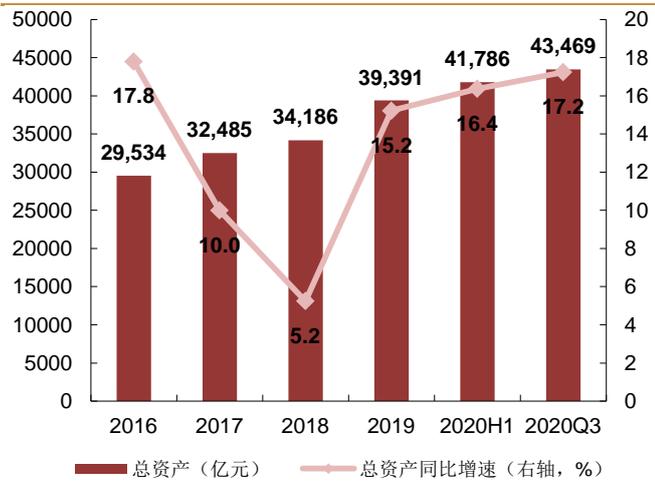
**疫情不改增长趋势，零售客群持续扩大，有利于成本端优化。**平安银行零售业务三大板块包括基础零售、私行财富与消费金融。基础零售方面，虽然受到疫情影响，但是客户体量增长仍表现出很强的韧性，2020Q3，平安银行零售客户 AUM 达 24881.7 亿元，比 2019 年末增长 25.5%，零售客户数量达 10364.3 万户，比 2019 年末增长 6.8%，Q3 增速比 H1 有所回升。平安口袋银行 APP 注册用户数 10796.76 户，较 2019 年末增长 20.7%，MAU 达 3247.2 万户；三季度平安银行重点加强了口袋银行 APP 生活场景建设，截至 9 月末，月活用户超过 1110 万户，较 2019 年末增长 38.1%。

私人银行方面，2020H1 财富客户达 92.3 万户，较 2019 年末增长 18.4%，私行达标客户 5.53 万户，较 2019 年末增长 26.3%，AUM 规模达 10494.9 亿元，较 2019 年末增长 43%，私行数量和规模增速超过零售业务总体。

消费金融方面，信用卡与“新一贷”增速 2020H1 有所下滑，Q3 迅速回升，按揭及持证抵押与汽车金融持续提升，公司在疫情期间通过优化业务办理流程，充分应用互联网技术不断提高业务流程线上化、智能化程度，为小微客户快速恢复生产和经营发展提供有效的金融支持。

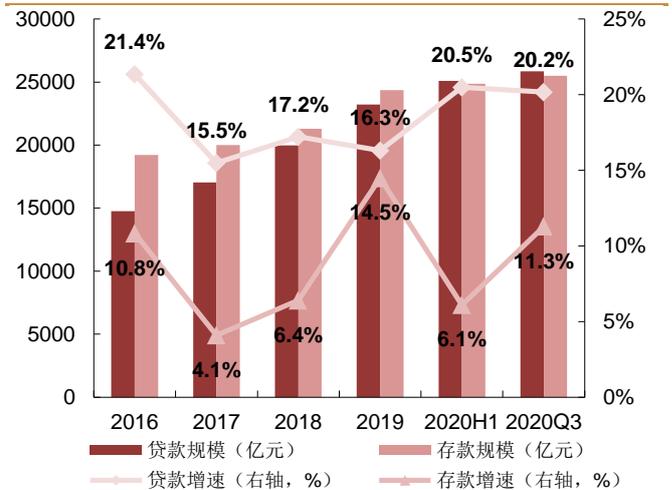
零售客群持续扩大有助于巩固在收入端的优势，利于成本端优化，APP 生活场景建设有助于提高客户粘性和综合服务附加值。凭借在渠道端的天然优势和数字化、智能化建设，平安银行零售端有望持续快速、健康的成长。

图 15：平安银行总资产规模及同比增速

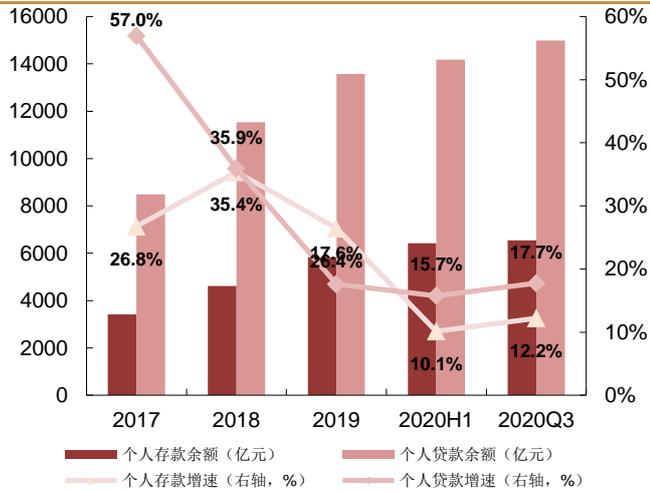


数据来源：Wind，西南证券整理

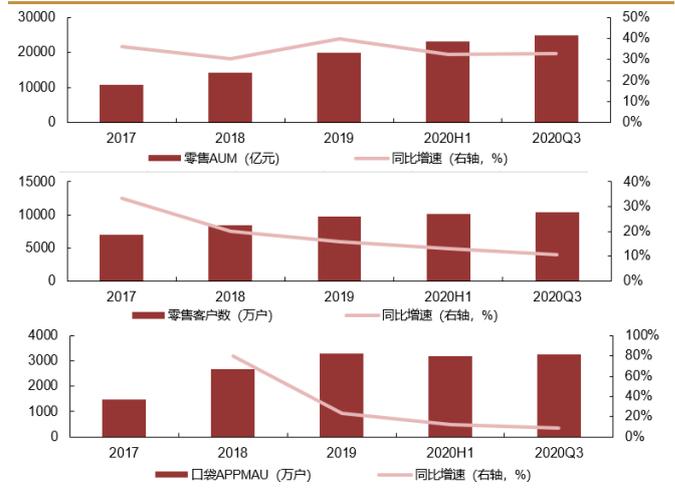
图 16：平安银行存款、贷款规模及同比增速



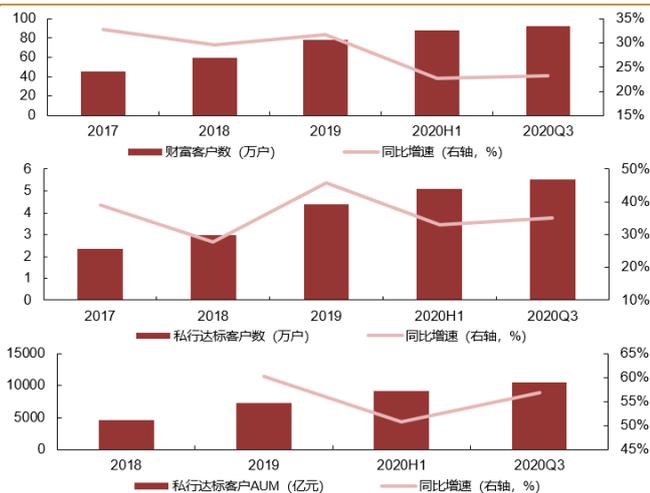
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 17: 平安银行个人存款、贷款规模及同比增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 18: 平安银行基础零售业务相关指标增长及同比增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

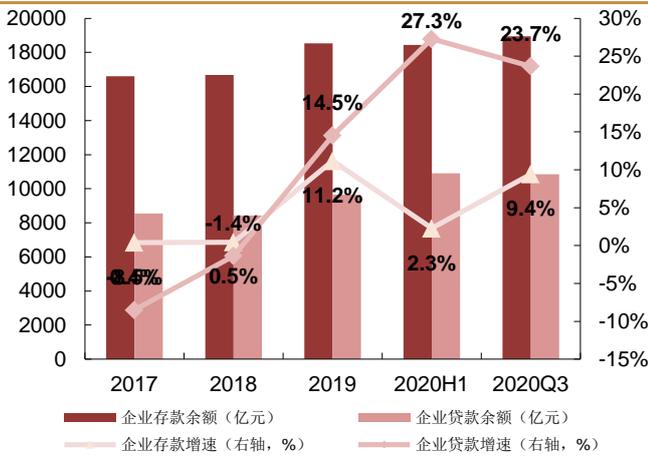
**图 19: 平安银行私行财富业务相关指标增长及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

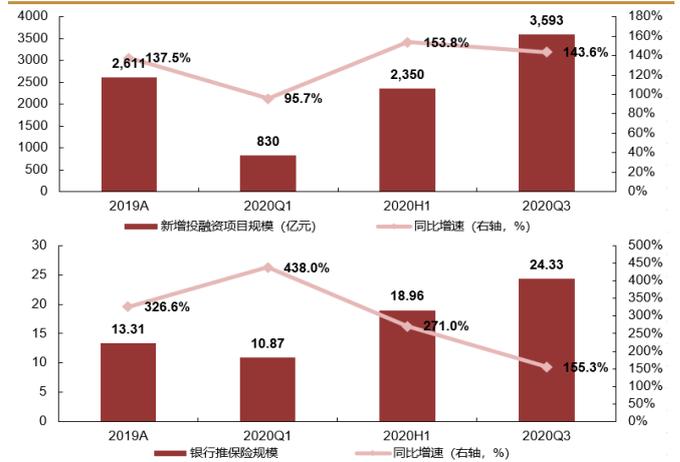
**图 20: 平安银行消费金融业务增长及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**对公业务成效显著。**2019年平安银行提出对公业务“行业银行、交易银行、综合金融”三大业务支柱。行业银行方面，公司持续推动重点行业资产投放，和投行深度融合，为客户定制化的综合金融服务，2020年9月末，医疗健康、车生态、清洁能源等重点行业的客户授信余额占比为47.0%，债券承销规模同比增长80%，并购业务规模同比增长168%；交易银行方面，公司通过客户经营平台、票据一体化和新型供应链等助力实体企业全力抗疫，推进复工复产；综合金融方面，公司作为平安集团团体综合金融的发动机，2020年1-9月，新增银行与集团内专业公司合作落地投融项目规模3,593亿元，同比增长144%，银行推保规模24.3亿元，同比增长155%，通过深化综合金融业务合作带来的团体客户存款日均余额1,404.97亿元，较上年全年日均余额增长136%。

**图 21: 平安银行企业存款、贷款规模及同比增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 22: 平安银行对公业务相关指标增长及增速**


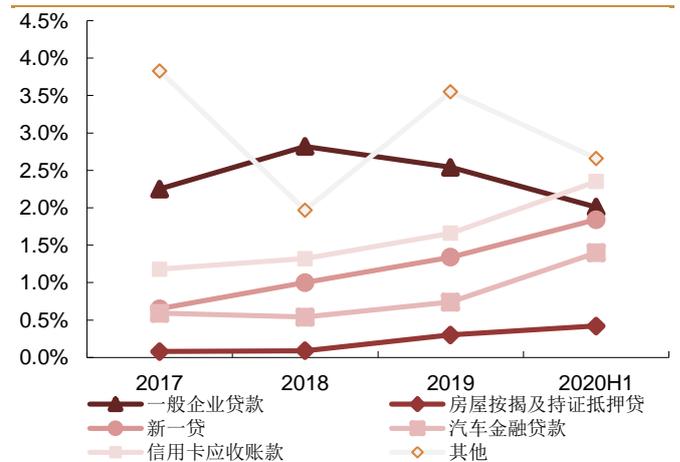
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.3 资产质量明显改善, 拨备计提压力降低

**资产质量明显改善。**资产质量方面, 在过去资产快速扩张阶段, 平安银行的资产质量受宏观经济变化影响较大, 不良贷款率和逾期贷款率常年居于行业高位。从不良来源看, 2017 年以来平安银行不良贷款大部分来自对公业务, 此外信用卡应收账款不良贷款占比也较高。企业贷款方面, 从 2017 年开始, 公司对公业务由量向质转变, 逐步调整优化对公信贷结构, 加大高风险行业客户的退出力度, 使得企业贷款不良余额与不良率逐年降低, 截至 2020 年 6 月末, 企业贷款不良余额占不良贷款的比例由 2017 年的 65.3% 下降到 46.5%, 不良率由 2.25% 下降到 2.01%。个人贷款方面, 2017 至今整体来看各细分项业务不良率有所抬升, 主要是由于 19 年开始不良认定标准更加严格, 此外 19 年年报对 18 年按揭、其他类不良率进行了重述, 根据公司年报, 截至 2019 年 12 月末, 个人贷款不良率 1.19%, 较上年末上升 0.12 个百分点, 若按原五级分类标准, 不良率较上年末下降 0.09 个百分点, 整体不良水平保持稳健可控。

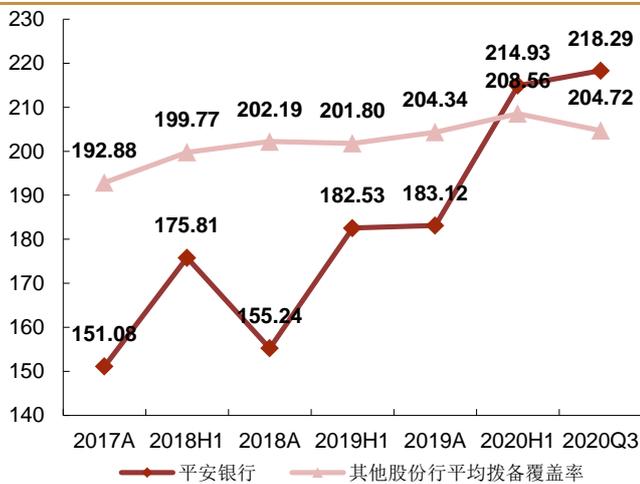
**图 23: 平安银行不良贷款结构 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理, 注: 19 年年报对 18 年按揭、其他类不良率进行了重述, 按揭口径加入“持证抵押贷款”, 其他类口径加入“个人经营贷”。

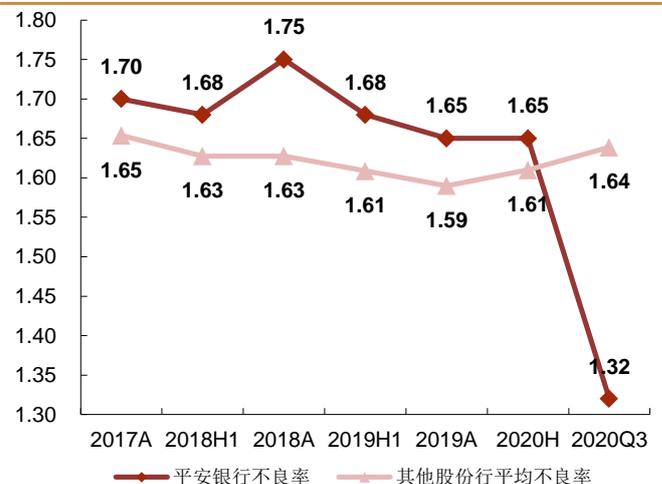
**图 24: 平安银行分类别不良率 (%)**


数据来源: Wind, 西南证券整理, 注: 19 年年报对 18 年按揭、其他类不良率进行了重述, 按揭口径加入“持证抵押贷款”, 其他类口径加入“个人经营贷”。

**拨备计提压力缓解，不良率大幅降低。**2020年考虑新冠疫情对经济和资产质量影响存在较大的不确定性，平安银行一方面主动加大拨备计提力度，在持续加大贷款和垫款减值损失计提的同时，进一步加大非信贷资产减值损失的计提力度，另一方面平安银行主动加大资产处置力度，持续推进对贷款和垫款以及非信贷资产的处置工作。2020年1-9月，平安银行计提的信用及其他资产减值损失为543.90亿元，同比增长32.7%，其中计提的贷款信用减值损失为374亿元。2020年9月末，公司贷款减值准备余额为743.13亿元，较上年末增长6%，拨备覆盖率为218.29%，超出其他股份行平均水平14BP，拨备计提压力大幅缓解。此外，截止到2020年9月末，平安银行贷款不良率1.32%，较6月末和上年末均下降0.33个百分点，并且首次大幅低于其他股份行平均不良率（1.64%），主要是由于不良贷款大量核销（Q3单季度核销210亿元，上半年核销194亿元）。在对不良贷款认定更加严格的背景下，平安银行不良率得到控制，证实了贷款质量的边际改善。

**图 25：平安银行与其他股份制银行拨备覆盖率变化情况（%）**


数据来源：Wind，西南证券整理，注：其他股份行包括：浙商、民生、兴业、浦东、招商、华夏、光大、中信

**图 26：平安银行与其他股份制银行不良率变化情况（%）**


数据来源：Wind，西南证券整理，注：其他股份行包括：浙商、民生、兴业、浦东、招商、华夏、光大、中信

### 3 盈利预测与估值

对于未来公司成长，我们做出如下假设：

假设 1：公司持续做强零售，做精对公，客户规模及 AUM 稳健提升，假设 2020-2022 年客户存款增速分别为 6%、6.5%和 7%；

假设 2：公司资本充足，信贷需求保持稳健增长，假设未来三年公司贷款增速呈现稳健增长趋势，增速随规模增长有所收窄，2020-2022 年贷款增速分别为 16.3%、13%、13%；

假设 3：2020 年受疫情冲击及货币政策调整，新发贷款利率下调较多，短期生息资产收益率有所下滑，假设 2020 年生息资产收益率降至 4.7%，2021-2022 年回升至 4.78%、4.89%；

假设 4：公司加强负债管理，假设未来三年计息负债成本率分别为 2.37%、2.38%、2.39%。

**表 1: 关键假设指标参数预测 (百万元)**

		2019A	2020E	2021E	2022E	
利息净收入	利息净收入	89961.00	100372.55	113484.14	128538.83	
	生息资产规模	合计	3939070.00	4383670.16	4776540.80	5202753.64
		贷款规模	2323205.00	2701887.42	3053132.78	3450040.04
		存放央行及同业	479499.0	492549.8	555860.5	658751.5
		债券投资	1047080.00	1096503.39	1086475.60	998996.69
	生息资产收益率	5.10%	4.70%	4.78%	4.89%	
	计息负债规模	合计	3626087.00	4017395.19	4383097.58	4778230.71
		存款规模	2459768.00	2607354.08	2776832.10	2971210.34
		同业负债	548192.00	668794.24	769113.38	861406.98
		债券发行	10619.54	12493.45	14309.42	16158.91
计息负债成本率	2.67%	2.37%	2.38%	2.39%		
非利息收入		47997.0	54496.0	61845.7	68105.9	
营业收入		137958.00	154868.55	175329.85	196644.69	

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.42 元、1.61 元和 1.84 元, BVPS 分别为 15.27 元、16.67 元和 18.27 元, 对应的 PE 分别为 16.1X、14X 和 12.2X, 对应的 PB 分别为 1.51X、1.39X 和 1.26X。考虑到公司资产质量持续改善, 盈利能力强, 且公司持续做强零售, 潜力巨大, 应该享受估值溢价, 给予公司 2021 年 1.7X 目标 PB, 目标价 28.34 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 2: 可比公司估值**

代码	简称	股价 (元)	每股净资产 (元)				市净率			
		2021/1/29	19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E
行业均值 (整体法)							0.92	0.85	0.77	0.70
行业中值							0.81	0.78	0.71	0.65
600036.SH	招商银行	51.10	22.89	25.36	28.33	31.65	2.23	2.01	1.80	1.61
002142.SZ	宁波银行	38.48	15.19	17.31	19.87	22.61	2.53	2.22	1.94	1.70
002807.SZ	江阴银行	4.10	5.25	5.59	5.93	6.42	0.78	0.73	0.69	0.64
002839.SZ	张家港行	5.61	5.65	6.21	6.53	7.10	0.99	0.90	0.86	0.79
002948.SZ	青岛银行	5.02	4.89	5.43	6.00	6.64	1.03	0.92	0.84	0.76
002958.SZ	青农商行	4.53	4.39	4.74	5.23	5.79	1.03	0.96	0.87	0.78
002966.SZ	苏州银行	7.70	8.34	9.03	9.66	10.55	0.92	0.85	0.80	0.73
600000.SH	浦发银行	9.96	16.73	18.00	19.40	20.85	0.60	0.55	0.51	0.47
600015.SH	华夏银行	6.10	13.49	14.71	16.00	17.81	0.45	0.41	0.38	0.34
600016.SH	民生银行	5.11	10.26	11.02	12.06	13.27	0.50	0.46	0.42	0.39
600908.SH	无锡银行	6.62	5.97	7.57	7.20	7.78	1.11	0.87	0.92	0.85
600919.SH	江苏银行	5.52	9.53	9.35	9.35	10.28	0.58	0.59	0.59	0.54
600926.SH	杭州银行	14.70	10.25	10.84	11.88	13.08	1.43	1.36	1.24	1.12

代码	简称	股价 (元)	每股净资产 (元)				市净率			
		2021/1/29	19A	20A/E	21E	22E	19A	20A/E	21E	22E
600928.SH	西安银行	5.19	5.31	5.61	6.09	6.60	0.98	0.92	0.85	0.79
601009.SH	南京银行	8.00	9.08	9.44	10.43	11.43	0.88	0.85	0.77	0.70
601077.SH	渝农商行	4.15	7.73	8.37	9.12	9.95	0.54	0.50	0.46	0.42
601128.SH	常熟银行	6.94	6.18	6.54	7.26	7.92	1.12	1.06	0.96	0.88
601166.SH	兴业银行	23.10	23.37	25.50	28.29	31.23	0.99	0.91	0.82	0.74
601169.SH	北京银行	4.73	8.95	9.68	10.39	11.19	0.53	0.49	0.46	0.42
601187.SH	厦门银行	9.81	6.44	6.97	7.59	8.38	1.52	1.41	1.29	1.17
601229.SH	上海银行	8.10	11.03	12.00	13.27	14.42	0.73	0.68	0.61	0.56
601288.SH	农业银行	3.15	5.00	4.70	5.09	5.38	0.63	0.67	0.62	0.59
601328.SH	交通银行	4.46	9.34	10.04	10.74	11.52	0.48	0.44	0.42	0.39
601398.SH	工商银行	5.09	6.93	7.51	8.12	8.79	0.73	0.68	0.63	0.58
601577.SH	长沙银行	10.01	10.12	11.21	12.72	14.41	0.99	0.89	0.79	0.69
601658.SH	邮储银行	5.48	5.75	6.27	6.78	7.35	0.95	0.87	0.81	0.75
601818.SH	光大银行	4.05	6.00	6.45	6.97	7.56	0.68	0.63	0.58	0.54
601838.SH	成都银行	10.42	9.84	11.08	12.54	14.14	1.06	0.94	0.83	0.74
601860.SH	紫金银行	3.88	3.76	4.06	4.45	4.90	1.03	0.96	0.87	0.79
601916.SH	浙商银行	3.94	5.23	5.69	6.22	6.76	0.75	0.69	0.63	0.58
601939.SH	建设银行	6.76	8.39	8.69	9.47	10.34	0.81	0.78	0.71	0.65
601988.SH	中国银行	3.17	5.61	6.19	6.86	7.61	0.56	0.51	0.46	0.42
601997.SH	贵阳银行	7.82	10.58	12.01	13.56	15.31	0.74	0.65	0.58	0.51
601998.SH	中信银行	5.23	8.98	9.60	10.68	11.60	0.58	0.54	0.49	0.45
603323.SH	苏农银行	4.68	6.30	6.69	7.34	7.99	0.74	0.70	0.64	0.59

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

经济周期下行、新冠疫情反复或使公司资产质量恶化, 监管政策或趋严, 利率或下行导致息差超预期收窄等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	盈利能力	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	89961.00	100372.55	113484.14	128538.83	ROAE	11.08%	9.67%	10.10%	10.55%
手续费及佣金	36743.00	43242.00	50591.71	56851.86	ROAA	0.74%	0.66%	0.68%	0.72%
其他收入	11254.00	11254.00	11254.00	11254.00	RORWA	1.01%	0.95%	0.99%	1.04%
<b>营业收入</b>	<b>137958.00</b>	<b>154868.55</b>	<b>175329.85</b>	<b>196644.69</b>	生息率	5.10%	4.70%	4.78%	4.89%
税金及附加	1290.00	1356.23	1519.04	1689.48	付息率	2.67%	2.37%	2.38%	2.39%
业务及管理费	40852.00	42588.85	48215.71	54077.29	净利差	2.43%	2.34%	2.40%	2.50%
<b>拨备前利润</b>	<b>95767.00</b>	<b>110923.47</b>	<b>125595.10</b>	<b>140877.92</b>	成本收入比	29.61%	27.50%	27.50%	27.50%
拨备	59527.00	74039.73	83814.30	93282.72					
税前利润	36240.00	36883.74	41780.80	47595.20	<b>资产质量</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	8045.00	8483.26	9609.58	10946.90	不良贷款净生成率	1.90%	1.31%	1.17%	1.06%
<b>税后利润</b>	<b>28195.00</b>	<b>28400.48</b>	<b>32171.22</b>	<b>36648.30</b>	不良贷款率	1.65%	1.32%	1.32%	1.21%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>28195.00</b>	<b>28400.48</b>	<b>32171.22</b>	<b>36648.30</b>	拨备覆盖率	183.12%	268.59%	308.52%	309.17%
					拨贷比	3.01%	3.54%	4.07%	3.73%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>流动性</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
存放央行	252230.00	260735.41	277683.21	297121.03	存贷比	94.45%	103.63%	109.95%	116.12%
同业资产	227269.00	231814.38	278177.26	361630.43	贷款/总资产	58.98%	61.64%	63.92%	66.31%
贷款总额	2323205.00	2701887.42	3053132.78	3450040.04	平均生息资产/平均总资产	95.95%	95.90%	95.70%	95.70%
贷款减值准备	69560.00	95768.25	124319.30	128752.96					
贷款净额	2259349.00	2606119.17	2928813.48	3321287.08	<b>每股指标 (元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
证券投资	1047080.00	1096503.39	1086475.60	998996.69	EPS	1.41	1.42	1.61	1.84
其他资产	153142.00	188497.82	205391.25	223718.41	BVPS	14.07	15.27	16.67	18.27
<b>资产总计</b>	<b>3939070.00</b>	<b>4383670.16</b>	<b>4776540.80</b>	<b>5202753.64</b>	每股股利	0.22	0.21	0.24	0.28
同业负债	548192.00	668794.24	769113.38	861406.98					
存款余额	2459768.00	2607354.08	2776832.10	2971210.34	<b>估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
应付债券	10619.54	12493.45	14309.42	16158.91	P/E	16.4	16.1	14.0	12.2
其他负债	104365.00	160695.81	175323.90	191129.23	P/B	1.64	1.51	1.39	1.26
<b>负债合计</b>	<b>3626087.00</b>	<b>4017395.19</b>	<b>4383097.58</b>	<b>4778230.71</b>	P/PPOP	4.7	4.0	3.5	3.1
<b>股东权益合计</b>	<b>312983.00</b>	<b>366274.97</b>	<b>393443.21</b>	<b>424522.93</b>	股息收益率	0.94%	0.92%	1.05%	1.20%

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn