

2021年04月21日

由资产质量引发的超预期高增长!

买入(维持)

事件: 平安银行2021年一季度营业收入417.88亿元, 同比增长10.2%; 净利润101.32亿元, 同比增长18.5%, 对应EPS为0.42元/股。期末总资产4.57万亿, 较期初增长2.3%; 归属于本行普通股股东净资产3026.73亿元, 较期初增长2.9%, 对应BVPS为15.60元/股。平安银行一季度业绩高速增长, 显著超出市场预期, 也高于我们此前的预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 平安银行一季度净利润超预期高增长18.5%, 核心亮点在于净息差韧性十足、资产质量快速改善。我们测算新生成不良率显著降低, 推动一季度末不良率降至1.10%, 达到2014年以来最低水平, 同时拨备覆盖率也较年初大幅上升43.76pct至245.16%。此外, 我们认为负债端也颇具亮点, 活期存款的强劲增长和个人高成本存款的压降, 共同推动负债成本持续走低, 保证了净息差的韧性。我们上调平安银行2021、2022年净利润增速至+18.2%(+1.0%)、+16.0%(+1.4%), 当前估值1.28x2021PB、12.6x2021PE, 作为零售转型深化推进的高成长型银行, 维持“买入”评级。

■ **资产&负债:** 规模增长平稳, 零售信贷结构小幅调整, 活期存款强劲增长是核心亮点。

①资产端: 一季度末总资产环比增长2.3%, 信贷贡献主要增量, 贷款总额环比增长4.2%, 金融投资和同业资产环比分别下滑0.5%、7.4%。信贷业务中, 零售和对公贷款增速均衡, 一季度末零售贷款余额占比保持60%。零售贷款的投放结构进一步侧重于低风险偏好业务, 主要产品中, 持证抵押贷款和汽车金融分别环比增长11.0%和6.8%, 增速领先; 新一贷环比仅小幅增长2.2%, 信用卡贷款则收缩1.6%。后疫情时代, 优化客群结构、稳固风险收益比仍然是零售信贷的主要策略。此外, 住房按揭贷款环比增长4.2%, 实际上平安银行的按揭贷款集中度额度比较充足, 目前占总贷款比例仅9%, 我们预计未来存在增长空间。

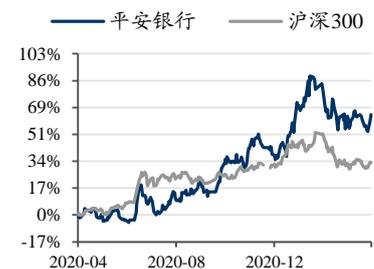
②负债端: 总负债环比增长2.3%, 其中存款环比增长2.5%, 核心亮点在于活期存款环比强劲增长7.8%, 我们测算活期存款占存款总额的比例较期初提高1.8pct至36.8%, 存款结构优化带动成本下行。我们前期多次提及, 2020年5月起监管严格规范高成本存款产品, 遏制存款的恶性竞争, 有助于推动存款回流至客户资源丰富、品牌良好的中大型银行。此外, 企业活期存款贡献显著, 强劲增长8.6%, 我们判断受益于集团综合金融特色的对公业务模式, 有效沉淀低成本的活期存款。

■ **净息差:** 维持2.87%高位, 一季度环比、同比仅回落1BP, 韧性十足得益于存款成本持续降低。

平安银行在一季报调整财务口径, 将信用卡分期收入一次性重分类至利息净收入(此前计入手续费收入), 不影响经营实质, 但改变了净息差、生息资产、手续费等指标数据, 并追溯调整2020、2019年相关数据。新口径下, 2020Q1净息差2.87%, 环比/同比均回落1BP, 相比于其他上市银行韧性十足, 主要得益于负债成本走低, 利息净收入平稳增长8.5%。具体来看:

①资产端: i) 公司贷款不受财务口径调整影响, 一季度收益率4.09%, 同比下行45BP, 主要受2020年LPR下行影响。同时, 收益率环比2020Q4继续下降2BP, 我们判断是新投放大量普惠小微贷款所致, 2021Q1新发放的此类贷款加权平均利率较2020全年下降73BP。ii) 个人贷款受财务口径

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.69
一年最低/最高价	12.52/25.31
市净率(倍)	1.39
流通A股市值(百万元)	420910.81

基础数据

每股净资产(元)	15.60
资产负债率(%)	91.85
总股本(百万股)	19405.92
流通A股(百万股)	19405.75

相关研究

- 1、《平安银行(000001): 2020年年报点评: 四季度利润强劲反弹43%, 不良率降至近六年新低》2021-02-01
- 2、《平安银行(000001): 2020年三季报点评: 三季报回暖振奋人心, 不良率因何大幅下行?》2020-10-22
- 3、《平安银行(000001): 2020年中报点评: 利润下滑11%与拨备覆盖率提升32pct》2020-08-28

调整影响显著，信用卡分期收益计入利息收入后，分别拉高 2020Q1 零售贷款收益率、生息资产收益率和净息差 79BP、47BP、28BP，并相应减少手续费收入。新口径下，2021Q1 个人贷款收益率 7.85%，环比四季度进一步降低 14BP，主要源于零售贷款结构进一步向低风险偏好的抵押类产品倾斜，同时客群结构进一步优化。

②负债端：计息负债成本率同比下行 32BP，环比 2020Q4 再度下行 3BP。其中，同业负债与债券发行的成本率环比平稳，核心亮点在于存款成本率进一步下行，得益于前文所述的存款结构优化。2021Q1 存款日均余额中，活期比例较 2020 全年提高 2.4pct 至 33.9%，成本管控成效显著，存款成本率环比 2020Q4 进一步下行 4BP，其中，个人定期存款成本率环比明显下行 19BP，得益于高成本存款的压降。

展望后市，我们判断平安银行净息差仍将领先同业。资产端，尽管风险偏好走低，但高占比的个人贷款业务将保证相对较高的收益率，同时企业贷款利率今年有望触底回升。负债端活期存款占比仍有进一步提升的空间，负债成本较高的问题将进一步改善。

■ **非利息收入：一季度同比增长 14.5%，其中手续费及佣金净收入大幅增长 20.7%，财富管理延续高成长。**

手续费高增长主要由财富管理推动，一季度本行口径的财富管理手续费收入 25.38 亿元，同比大幅增长 50.2%，其中代销基金、代销保险、代销理财收入分别同比增长 289.7%、63.7%和 78.8%。期末私人银行 AUM 达到 1.23 万亿，环比期初增长 9.2%。此外，其他非息收入一季度也同比增长 2.1%。

■ **支出端：成本收入比平稳，信用减值仅小幅增长，拉高净利润增速。**

平安银行一季度成本收入比 28.12%，同比上升 18BP，其中零售业务的成本收入比较上年同期明显下降 2.8pct，反映“数字化驱动”战略下成本管控成效，预计对公业务的成本收入比在低基数下同比上升。一季度信用减值计提金额为 166.95 亿元，同比仅增长 7.6%，增速明显放缓（2020 年全年大幅增长 19.1%），推动平安银行一季度净利润同比大幅增长 18.5%，远超银行业 1.5%的平均净利润增速。

■ **资产质量：新生成不良率快速回落，动态资产质量改善是盈利增长的核心。**

平安银行在 PPOP 增长 10.0%的背景下，盈利高增长 18.5%，原因在于信用减值增速走低，深层次的核心逻辑是资产质量快速改善。从静态指标来看，不良连续第三个季度“双降”，一季度末不良率较年初进一步下降 8BP 至 1.10%，达到 2014 年以来最低水平；同时关注类贷款也“双降”，比例较期初降低 5BP 至 1.06%。分产品来看，个人贷款资产质量平稳，不良率较年初小幅上行 1BP 至 1.14%，企业贷款不良率大幅下行 21BP 至 1.03%，

更关键的是，核心的资产质量动态指标也快速改善。我们将核销与回收的不良贷款加回，测算一季度真实的“新生成不良贷款金额”为 103.26 亿元，环比 2020Q4 的 210.35 亿元显著收窄。对应测算“年化新生成不良率”，2021Q1 已降至 1.52%，较 2019、2020 年的 2.76%、2.58%均显著走低，意味着动态新生成不良指标已达到优质银行水准。

由于新生成不良快速回落，拨备覆盖率自然进入上行通道，确立“拨备拐点”，一季度末拨备覆盖率较年初大幅上升 43.76pct 至 245.16%。更优异的是，一季度计提的 166.97 亿元信用和资产减值中，用于表内贷款的仅 128.05 亿元，其余预计仍用于表外理财问题资产的回表，延续了“全面夯实表内外资产质量”的趋势。

■ **风险提示：1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。**

表 1: 2019/09~2021/03 平安银行贷款规模及环比增速 (单位: 百万元)

	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03
贷款及垫款本金合计	2,151,167	2,323,205	2,444,176	2,508,408	2,585,004	2,666,297	2,778,510
环比增速	3.33%	8.00%	5.21%	2.63%	3.05%	3.14%	4.21%
1.个人贷款	1,273,315	1,357,221	1,368,198	1,417,755	1,499,261	1,604,940	1,669,911
环比增速	3.95%	6.59%	0.81%	3.62%	5.75%	7.05%	4.05%
1.1 住房按揭贷款	191,217	199,371	207,459	220,497	231,869	239,467	249,512
环比增速	1.71%	4.26%	4.06%	6.28%	5.16%	3.28%	4.19%
1.2 新一贷	155,359	157,364	153,750	147,983	142,441	146,293	149,442
环比增速	1.30%	1.29%	-2.30%	-3.75%	-3.75%	2.70%	2.15%
1.3 汽车金融贷款	168,274	179,224	183,521	203,642	224,896	246,416	263,092
环比增速	1.49%	6.51%	2.40%	10.96%	10.44%	9.57%	6.77%
1.4 信用卡应收账款	518,993	540,434	515,863	512,504	528,084	529,251	520,526
环比增速	1.57%	4.13%	-4.55%	-0.65%	3.04%	0.22%	-1.65%
1.5 持证抵押等其他	239,472	280,828	307,605	333,129	371,971	443,513	487,339
环比增速	15.80%	17.27%	9.54%	8.30%	11.66%	19.23%	9.88%
2.企业贷款	877,852	965,984	1,075,978	1,090,653	1,085,743	1,061,357	1,108,599
环比增速	2.43%	10.04%	11.39%	1.36%	-0.45%	-2.25%	4.45%
2.1 一般企业贷款	776,896	871,081	950,540	956,612	947,384	948,724	998,830
环比增速	-2.24%	12.12%	9.12%	0.64%	-0.96%	0.14%	5.28%
2.2 票据贴现	100,956	94,903	125,438	134,041	138,359	112,633	109,769
环比增速	62.12%	-6.00%	32.17%	6.86%	3.22%	-18.59%	-2.54%

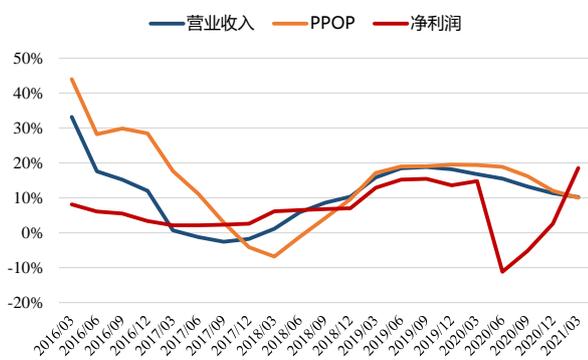
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所汇总测算

表 2: 2019/09~2021/03 平安银行存款规模及环比增速 (单位: 百万元)

	2019/09	2019/12	2020/03	2020/06	2020/09	2020/12	2021/03
吸收存款本金	2,291,172	2,436,935	2,566,857	2,486,121	2,549,845	2,673,118	2,739,988
环比增速	-2.22%	6.36%	5.33%	-3.15%	2.56%	4.83%	2.50%
1. 企业存款本金	1,731,604	1,853,262	1,925,743	1,843,322	1,894,825	1,988,449	2,018,554
环比增速	-3.93%	7.03%	3.91%	-4.28%	2.79%	4.94%	1.51%
2. 个人存款本金	559,568	583,673	641,114	642,799	655,020	684,669	721,434
环比增速	3.47%	4.31%	9.84%	0.26%	1.90%	4.53%	5.37%

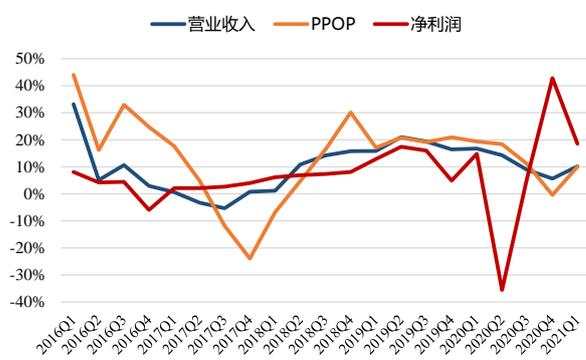
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所汇总测算

图 1: 2016/03~2021/03 平安银行累计业绩同比增速



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 2: 2016Q1~2021Q1 平安银行单季度业绩同比增速



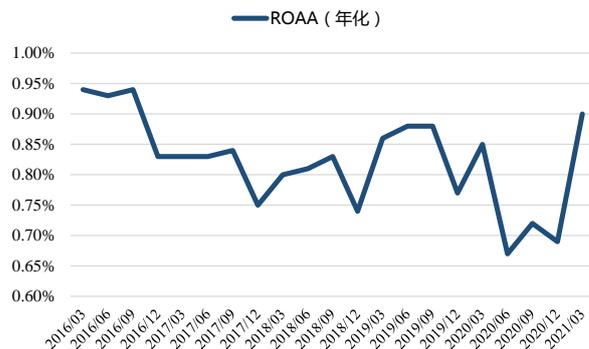
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 3：2016/03~2021/03 平安银行 ROAE 及权益乘数



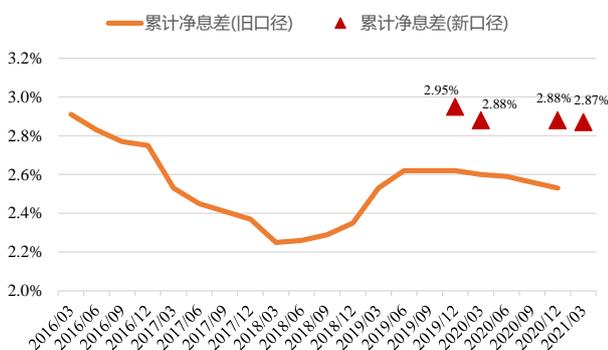
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016/03~2021/03 平安银行 ROAA



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7：2016/03~2021/03 平安银行累计净息差



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

备注：2021/03 财务口径调整，同时对 2020/12、2019/12、2020/03 原数据追溯调整

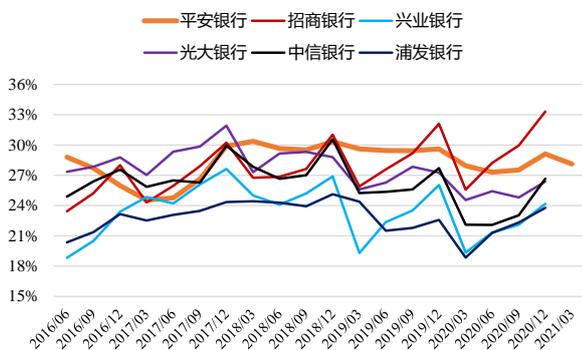
图 8：2016Q1~2021Q1 平安银行单季度净息差



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

备注：2021Q1 财务口径调整，同时对 2020Q4、2020Q1 原数据追溯调整

图 5：2016/03~2021/03 平安银行成本收入比



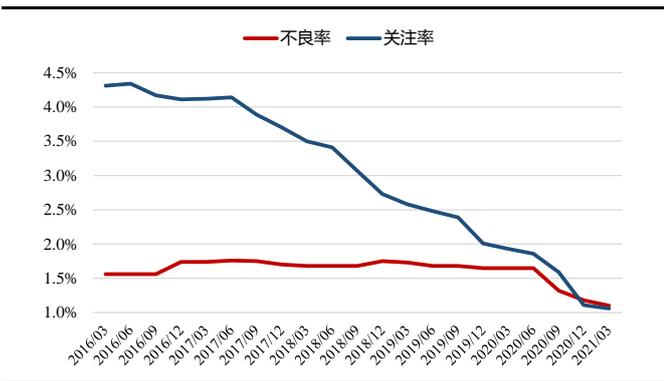
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2018/03~2021/03 平安银行年化信贷成本 (测算)



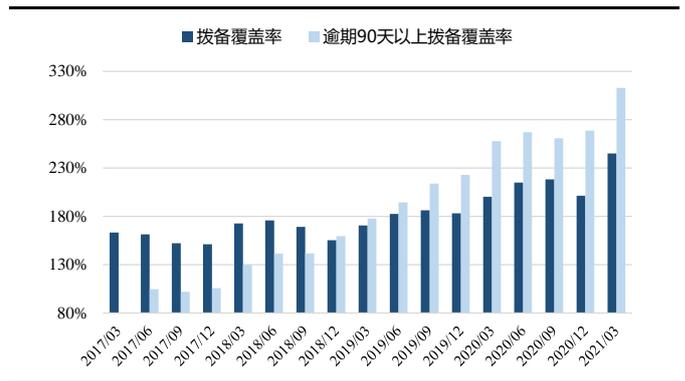
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 7: 2016/03~2021/03 平安银行不良率及关注率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 2017/03~2021/03 平安银行拨备覆盖率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

平安银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产总计	3,939,070	4,468,514	4,960,051	5,580,057	6,277,564	营业收入	137,958	153,542	170,093	196,812	224,596
现金及存放中央银行款项	252,230	283,982	322,403	362,704	408,042	利息净收入	101,296	113,600	123,039	140,934	159,066
发放贷款及垫款	2,259,349	2,610,841	2,901,630	3,292,234	3,735,151	手续费及佣金净收入	25,408	29,531	35,290	42,348	49,971
金融投资	1,047,080	1,143,611	1,265,309	1,507,173	1,663,554	投资收益等其他业务收入	11,254	10,411	11,764	13,529	15,558
交易性金融资产	206,682	311,270	297,603	334,803	376,654	营业支出	42,142	46,215	51,538	60,028	68,052
债权投资	656,290	633,619	868,009	1,060,211	1,161,349	PPOP	95,816	107,327	118,555	136,784	156,543
其他债权投资	182,264	197,073	99,201	111,601	125,551	信用资产减值损失	59,527	70,418	74,643	85,840	96,999
其他权益工具投资	1,844	1,649	496	558	0	营业利润	36,289	36,909	43,912	50,945	59,544
存放同业款项	85,684	106,174	99,201	100,441	112,996	利润总额	36,240	36,754	43,824	50,843	59,425
拆出资金	79,369	70,996	104,161	111,601	125,551	净利润	28,195	28,928	34,183	39,657	46,352
买入返售金融资产	62,216	95,314	74,401	55,801	62,776						
其他资产合计	153,142	157,596	192,946	150,104	169,494	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债总计	3,626,087	4,104,383	4,560,677	5,145,564	5,801,817	资产总计增速	15.2%	13.4%	11.0%	12.5%	12.5%
向中央银行借款	113,331	124,587	136,820	154,367	174,055	发放贷款及垫款增速	15.9%	15.6%	11.1%	13.5%	13.5%
同业及其他金融机构存放款项	368,691	469,551	547,281	617,468	696,218	负债总计增速	14.1%	13.2%	11.1%	12.8%	12.8%
拆入资金	26,071	41,034	34,205	38,592	43,514	吸收存款增速	14.5%	9.6%	10.0%	12.5%	12.5%
交易性金融负债	29,691	31,505	31,925	36,019	40,613	营业收入增速	18.2%	11.3%	10.8%	15.7%	14.1%
卖出回购金融资产款	40,099	35,286	36,485	41,165	46,415	利息净收入增速	35.5%	12.1%	8.3%	14.5%	12.9%
吸收存款	2,459,768	2,695,935	2,965,529	3,336,220	3,753,247	手续费及佣金净收入增速	-18.8%	16.2%	19.5%	20.0%	18.0%
已发行债务证券	513,762	611,865	684,102	771,835	870,273	成本收入比(含营业税)	-30.5%	-30.1%	-30.3%	-30.5%	-30.3%
衍生金融负债	21,404	41,485	31,925	36,019	40,613	净利润增速	13.6%	2.6%	18.2%	16.0%	16.9%
其他负债合计	53,270	53,135	92,406	113,881	136,871	EPS	1.54	1.40	1.72	2.04	2.39
股东权益总计	312,983	364,131	399,373	434,493	475,747	BVPS	14.07	15.16	16.98	18.79	20.91
股本	19,406	19,406	19,406	19,406	19,406	ROAE	11.30%	9.58%	10.68%	11.43%	12.03%
其他权益工具	39,948	69,944	69,944	69,944	69,944	ROAA	0.77%	0.69%	0.73%	0.75%	0.78%
资本公积	80,816	80,816	80,816	80,816	80,816	净息差	2.95%	2.88%	2.90%	2.90%	2.90%
其他综合收益	2,314	462	4,000	4,000	4,000	不良贷款率	1.65%	1.18%	1.08%	1.06%	1.06%
盈余公积	10,781	10,781	10,781	10,781	10,781	拨备覆盖率	183.12%	201.40%	250.00%	257.00%	260.00%
一般风险准备	46,348	51,536	57,689	64,827	73,171						
未分配利润	113,370	131,186	156,737	184,718	217,629	估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
						P/E	14.1	15.5	12.6	10.6	9.1
						P/B	1.54	1.43	1.28	1.15	1.04

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>