

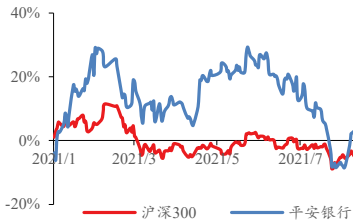
此玉已烧三日满：透视平安银行零售转型

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-08-18

收盘价（元）	20.62
近12个月最高/最低（元）	25.16/13.33
总股本（百万股）	19,406
流通股本（百万股）	19,406
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	4,002
流通市值（亿元）	4,002

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

邮箱：liuchao@hazq.com

研究助理：戚星

执业证书号：S0010121030010

电话：18616375520

邮箱：qixing@hazq.com

主要观点：

● 转型进程：零售转型已入佳境

在我们零售转型的一般理论下，银行零售转型历经四个步骤：（1）资产端的零售化；（2）负债端的零售化；（3）中间业务的多元化；（4）金融科技驱动下的经营良性循环。

转型中的平安银行，零售资产占比已经明显提高，背靠集团拥有天然的金融科技优势，负债端成本虽然相对于可比公司暂无优势，但存款成本已经开始下降。随着财富管理业务的发展，AUM规模扩大，将推动存款成本进一步下降以及实现中间收入的高速增长，进而推动整体经营状况实现良性循环。整体而言，平安银行的转型进程已经穿过丛林迷雾，看到灿烂的曙光。

● 零售突破：基础零售、私人银行和消费金融并驾齐驱

通过APP引流和拓宽生活场景，平安银行基础零售客户高速增长，带动零售存款和零售AUM规模不断扩大；私人银行业务专业理财经理队伍超过3000人，提供全面的、梯次化的产品矩阵，同时拥有教育、医疗等非金融领域的专业服务体系，私人银行客户数量和对应AUM仍处于快速增长阶段；信用卡、消费贷和汽车金融，均通过线上化和便捷化实现了高速发展。

● 对公做精：聚焦战略客户和小微企业，行业和交易银行业务高速发展

“对公做精”在实际业务层面有两层映射：调整资产负债结构和提升中间收入占比，本质上是优化质量和节约资本。操作上，围绕战略客户和小微企业客户两大群体，调整贷款结构，集中于重点行业，同时围绕供应链金融、票据业务、跨境金融等方面推动交易业务发展。

● 金融科技：依靠集团，先天优势

平安银行背靠平安集团，在金融科技方面拥有先天优势。转型中，在零售和对公方面，核心改造都是线上化+智能化，前者创建生态，引流获客，改善服务体验，后者压降营运成本。

● 最后一程：存款成本下降和财富管理业务发展，有望提高ROE

高负债成本给资产配置带来压力，大量的拨备严重压制了净利润和ROE。随着场景扩展，AUM规模的扩大，零售存款利率明显下行，这一过程的持续有望有效降低整体负债成本，实现财富管理手续费高速增长，从而推动ROE上行。

● **投资建议**

平安银行零售客户高速增长，AUM 规模不断增长，引致活期存款的同时，可带动财富管理手续费高速增长，从而推动 ROE 上行。

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 33647/39004/45570 百万元，同比增长 16.31%/15.92%/16.83%，对应 EPS 分别为 1.65/1.92/2.26 元。预测合理估值中枢为 5434 亿，首次覆盖，予以“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济和信贷增速超预期下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	153542	176640	199401	227507
收入同比 (%)	11.30	15.04	12.89	14.10
归母净利润	28928	33647	39004	45570
归母净利润同比 (%)	2.60	16.31	15.92	16.83
ROA (%)	0.69	0.72	0.75	0.78
ROE (%)	8.54	8.96	9.71	10.52
每股收益 (元)	1.40	1.65	1.92	2.26
P/B	1.30	1.20	1.10	1.00

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 零售转型：转型入佳境.....	6
1.1 迭代：迭代中的转型战略.....	6
1.2 参照系：重返零售转型的一般理论.....	8
1.3 结论：此玉已烧三日满.....	10
2 核心引擎：零售和对公—场景化、线上化、智能化.....	16
2.1 零售突破：基础零售、私人银行和消费金融并驾齐驱.....	17
2.1.1 基础零售：客户数高速增长，场景引流+产品矩阵变现.....	17
2.1.2 私人银行：客户和 AUM 高速增长.....	21
2.1.3 消费金融：信用卡贷款和汽车金融贷款高速增长.....	23
2.2 对公做精：两大客户群体+三大业务条线.....	26
3 以邻为镜：负债成本降低将提升 ROE.....	27
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 平安银行发展历程及回报率的变化	7
图表 2 平安银行营收、利息净收入、手续费及佣金收入、资产拨备及净利润增速	7
图表 3 零售转型的一般路径	8
图表 4 平安银行对公贷款增速下行，明显低于零售贷款增速	11
图表 5 2016 年后，平安银行对公贷款占比明显下降，零售贷款占比明显提高	11
图表 6 2021Q1，平安银行零售贷款占比行业第一	12
图表 7 2016 年以后，不良率下降，拨备覆盖率提高	12
图表 8 2016 年以后，平安银行信用成本拐点向下	12
图表 9 零售存款占比上升，个人活期存款占比下降	12
图表 10 平安银行 2019 年以来存款利率下降	12
图表 11 平安银行存款利率没有优势	13
图表 12 平安银行个人存款平均利率在 2018 年以后下行	13
图表 13 平安银行手续费及佣金收入增速	14
图表 14 银行卡业务手续费仍是核心驱动	14
图表 15 平安银行 IT 资本性支出占营收比例不断提高	15
图表 16 提高的零售占比	16
图表 17 平安银行基础零售客户过亿	17
图表 18 平安口袋银行 MAU 超过 4000 万	17
图表 19 基础零售客户经营	18
图表 20 口袋银行 APP：场景丰富	19
图表 21 口袋银行 APP：理财专区的矩阵	19
图表 22 生态获客：以网点、开放银行、综拓等为渠道打造生态圈，提升综合获客能力	20
图表 23 平安银行零售客户数量处于行业中游	20
图表 24 手机银行 APP MAU/总体零售客户比例仅次于招行	20
图表 25 私人银行 AUM 高速增长	21
图表 26 私人银行客户数量增速回落，但仍维持较高水平	21
图表 27 私人银行：粘性的本质是从客户对产品信任转化为对品牌的信任	22
图表 28 私人银行客户的进一步分层	22
图表 29 信用卡：个性化+线上化+智能化	23
图表 30 汽车金融：金融科技+开放合作+高速增长	24
图表 31 综合金融：获客	25
图表 32 综合金融：财富客户	25
图表 33 综合金融：AUM	25
图表 34 综合金融：信用卡发卡	25
图表 35 综合金融：新一贷	25
图表 36 综合金融：汽车贷款	25
图表 37 综合金融：信用卡不良率	25
图表 38 综合金融：新一贷不良率	25
图表 39 综合金融：汽车贷不良率	25
图表 40 对公做精：两大客户群体+三个业务方向	26
图表 41 平安银行投行投融资规模	27

图表 42 综合金融所贡献的投融资业务.....	27
图表 43 平安银行与招商银行的资产负债对比.....	28
图表 44 股份行杜邦分解.....	28
图表 45 风险收益的平衡.....	29

1 零售转型：转型入佳境

银行业，尤其是股份行，常将零售转型作为摆脱传统业务模式的手段，试图缓解资本紧张，并逃脱国内整体信贷增速下行的引力。平安银行作为最具雄心壮志的转型者之一，已经无限接近成功。在零售转型的一般理论框架下，通过复盘其转型历史和财务指标变化，我们发现：它已实现资产端的零售化；背靠平安集团拥有先天的金融科技优势；私人银行和财富管理业务的大力发展将推动其中间业务多元化，并改善负债结构，降低成本，实现整体经营状况的良性循环。

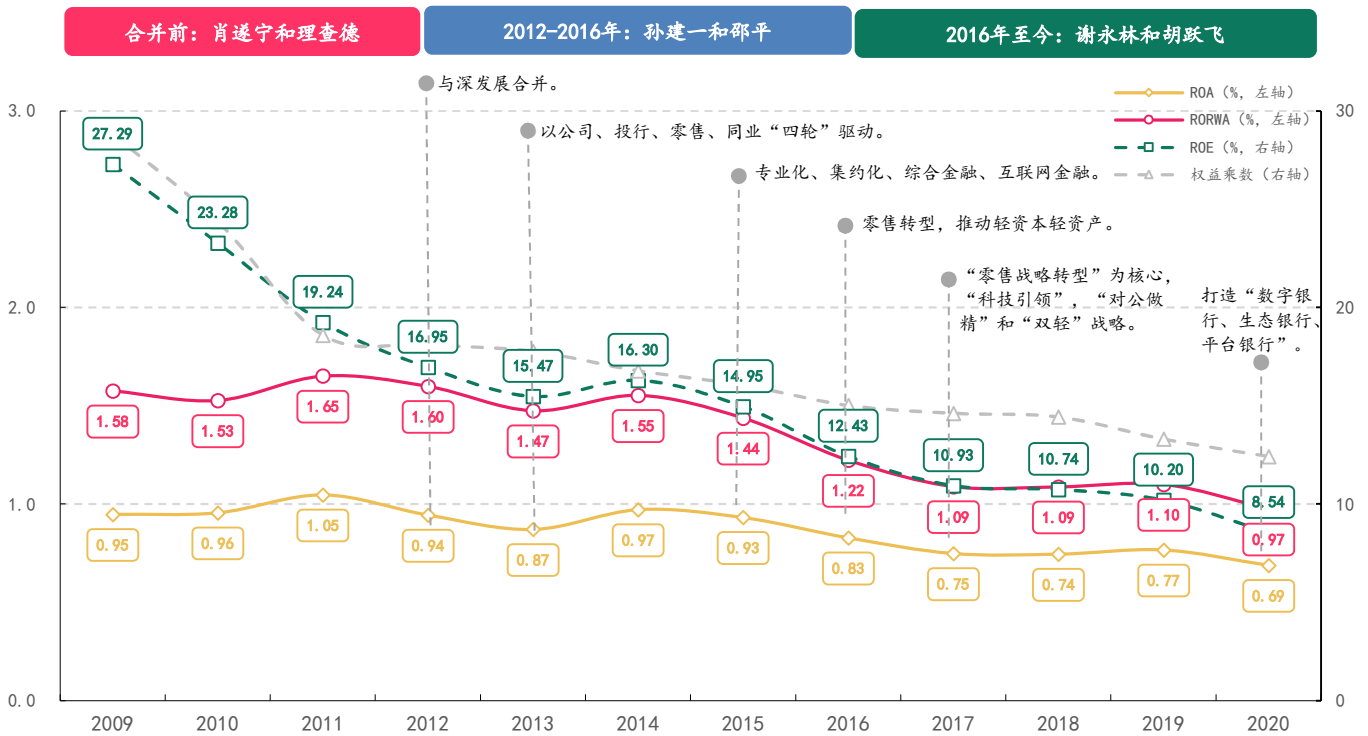
1.1 迭代：迭代中的转型战略

平安银行推出了一系列转型措施，执行中不断迭代：

- 2016 年领导换届后，制定了全面向零售银行转型的战略目标——打造以“SAT+ 智能主账户”为核心的服务；
- 2017 年，明确“科技引领、零售突破、对公做精”的战略框架；
- 在此框架下，2018 年构建零售业务“3+2”经营管理体系，聚焦基础零售、私人银行和消费金融业务；
- 2019 年提出构建开放银行生态；
- 2020 年提出着力打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片。

细数其战略调整，层层迭代，迹象明显。2016-2017 年强调零售突破，2018 年聚焦于基础零售、消费金融和私行，方向更加具体。2019-2020 年，瞄准开放银行生态和平台银行，显然在金融科技之外，又烙上了互联网的印记。

图表 1 平安银行发展历程及回报率的变化

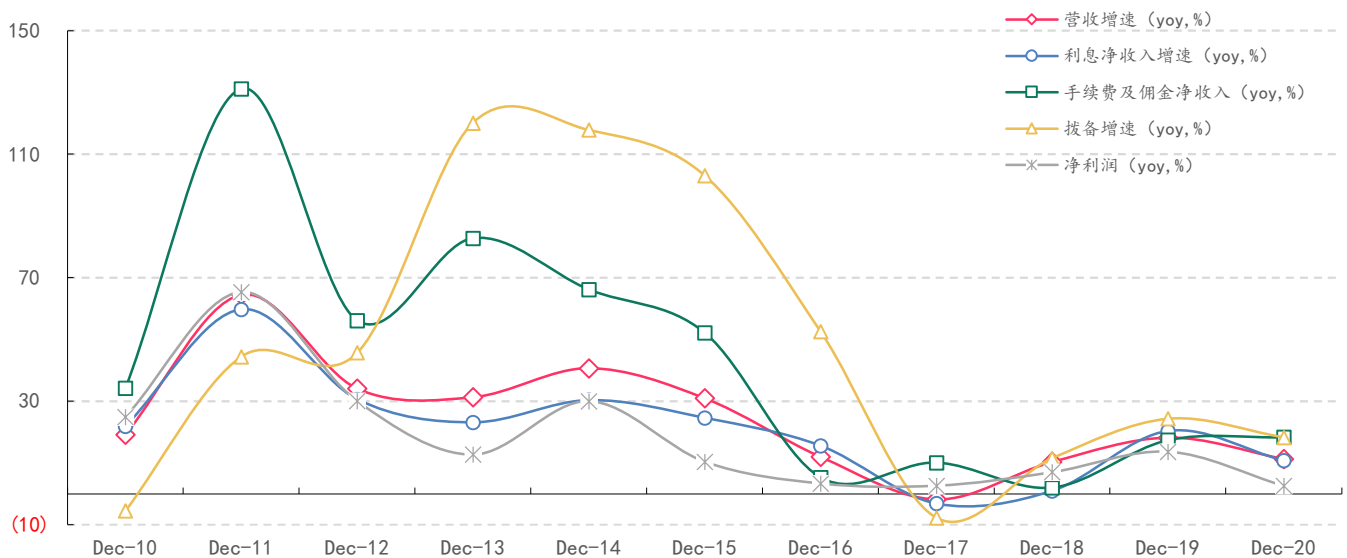


资料来源: wind, 华安证券研究所

随着转型推进, 2017 年以来, 平安银行财务指标呈现以下特征事实 (不考虑 2020 年疫情的扰动):

- 以 ROA、RORWA 和 ROE 衡量的回报率结束了此前下行趋势。
- 营收、利息净收入、拨备、净利润增速呈现上升趋势。

图表 2 平安银行营收、利息净收入、手续费及佣金收入、资产拨备及净利润增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.2 参照系：重返零售转型的一般理论

对平安银行零售转型进行成果评估和前景判断，需要一个参照系。在此前的招商银行深度报告《财富管理时代的弄潮儿》中，我们基于零售之王的转型历史，提出了一个一般化的零售转型理论，可以提供一个判断基准。一般地，零售银行转型的进程如下：

第一步：资产端的零售化。银行会率先压缩对公贷款，最先压缩高不良率行业的贷款，同时发力信用卡、消费贷等零售贷款。随着零售贷款占比提高，整体收益率上升，不良率降低。这一步难度相对较小，而且拥有明确的衡量指标（零售贷款占比、收益率、不良率），效果容易观察。

第二步：负债端的零售化。随着零售贷款业务发展，零售客户规模增长，粘性日益变牢，就会引致零售存款。个人存款，尤其是个人活期存款在负债组合中的占比提高，存款成本率一般低于其他类型的负债，银行的综合负债成本率就会下降。但增强客户粘性的过程，要求银行提高客户管理能力和服务意识。

这一步的高光时刻是私人银行的壮大，象征着银行在零售转型中血战敌手而杀出重围。客户资产符合二八定律，私人银行是富人的聚集地，会立竿见影地扩大财富管理规模、提升存款派生能力。这一步最精准的衡量标准是个人活期存款占比以及存款成本的变化。高息揽储带来的存款和零售资产引致的低成本活期存款背后的含义有云泥之别。

第三步：中间业务多元化。如果银行可以连续提供优质产品和服务，客户对产品的信任会转化成对公司的信任，银行的经营就变成了管理客户关系，而不是单纯推销产品。各种中间业务水到渠成，财富管理业务则是其中支柱之一。中间收入也就摆脱了严重依赖银行卡业务的局面。

第四步：发力金融科技。上述三步之后，银行盈利改善，有足够的资源发展金融科技，在零售服务、不良管控、资产管理等方面节能提效，提高客户体验，进入良性循环。

图表 3 零售转型的一般路径



资料来源：华安证券研究所整理

总结：深耕零售的重心是两种服务模式的切换。

银行零售业务一般从最初为客户提供理财产品变成提供定制化服务，收入来源则由产品销售费变成咨询费用和管理费用，背后是战略重心在两种模式之间的转换。

零售业务精耕要实现从产品模式向客户关系管理模式的转变。第一，产品模式是向客户销售产品获取收入，强调产品本身，需要应对快速变化的市场。第二，客户关系管理模式是向客户提供定制化和平台化产品和服务收取咨询费和管理费。这种模式要求为客户提供中立的建议，让客户对品牌产生信任，重点是维护良好的客户关系。零售转型的银行需要用产品来吸引客户，建立客户和产品之间的联系，之后逐步转为客户对客户经理的信任，最后发展成客户对银行品牌力的信任。

1.3 结论：此玉已烧三日满

根据零售转型的一般理论，平安银行在资产端、金融科技均已表现优异，负债成本虽然较可比公司暂无优势，但存款成本正在下降。随着场景扩展，AUM 规模的扩大，零售存款利率明显下行，这一过程的持续有望有效降低整体负债成本，实现财富管理手续费高速增长，从而推动 ROE 上行。

已经完成了资产端的零售化。2016 年后，平安银行资产端变化精准地诠释了零售突破和对公做精的含义。就对公贷款余额而言，2014-2016 年增速超过 20%，2017-2018 年负增长，直至 2019 年才正增长。就零售贷款而言，2016 年整体增速高达 51.6%，即便在疫情冲击下的 2020 年，也实现了 18.25% 的增长（图表 4）。从结构看，零售贷款占比从 2016 年的 36.7% 持续提高至 2020 年末的 60.2%（图表 5），其中占比持续提升是住房贷款（19.8%）、信用卡应收账款（19.8%）、汽车贷款（9.2%）。横向对比，2020Q1，平安银行零售贷款 60.2% 的占比，位居行业第一（图表 6）。至此，平安银行基本完成了资产端的零售化。

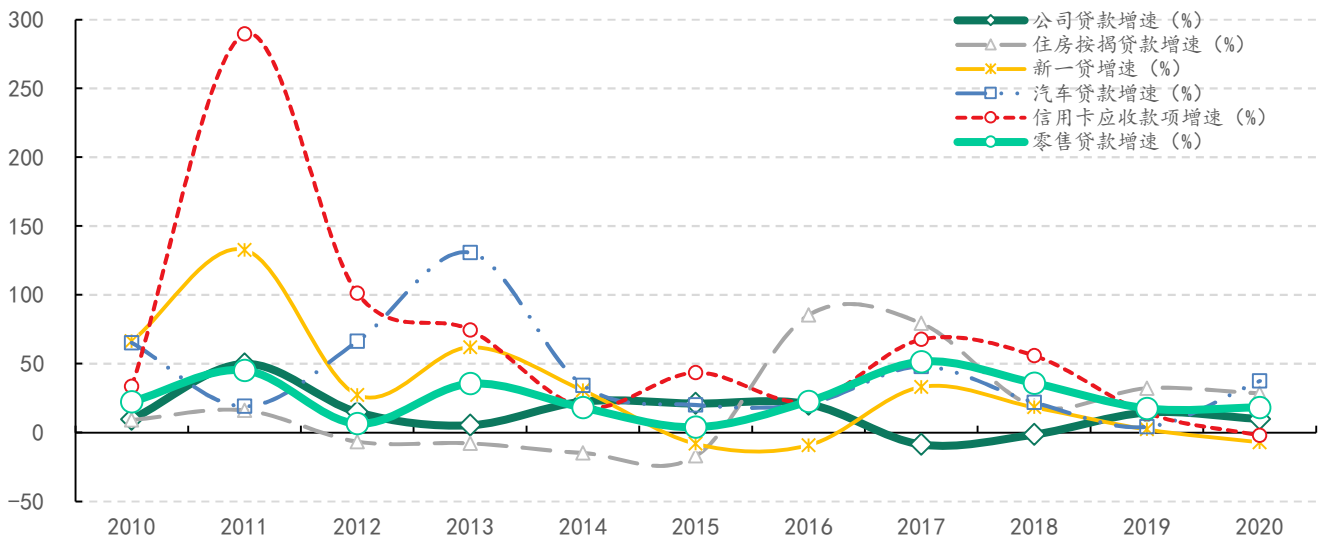
与此同时，对公贷款的压缩和不良资产的处理，稳定了资产质量。2017 年开始，平安银行不良率缓缓下降、拨备覆盖率明显上升、信用成本显著降低（图表 7 和图表 8）。

负债端的零售化已有好转。2016 年后，平安银行的存款总额中，零售存款占比持续上升。个人活期存款占零售存款比重在 2017-2018 年出现下降，但是 2020 年末占比开始上升（图表 9）。行业对比，平安银行的存款利率水平没有优势（图表 11）。但是，个人存款平均利率自 2018 年以来持续下行，说明存款结构的优化已经开始（图表 10 和图表 12）。随着优化过程持续，存款成本将具有优势。

中间业务的多元化有待发力。从增速看，手续费及佣金收入增速在 2018 年后从低点反弹。银行卡手续费和代理及委托手续费增速持续较高。2020 年末，其他类手续费及佣金收入增速反弹，主要因为理财手续费增速较高（图表 13）。从结构看，银行卡手续费占比自 2016 年从 39.6% 上升至 61.5%（图表 14）。

金融科技拥有先天优势。背靠平安集团，金融科技是平安银行与生俱来的优势。各种场景引流、风控、数字化经营、线上化营运能力均已经融入金融科技因素，这也是“数字银行、生态银行、平台银行”建设的必要条件。此外，公司的 IT 资本性支出占营收的比例从 2017 年的 1.34% 稳步提升到 2020 年的 3.05%（图表 15）。

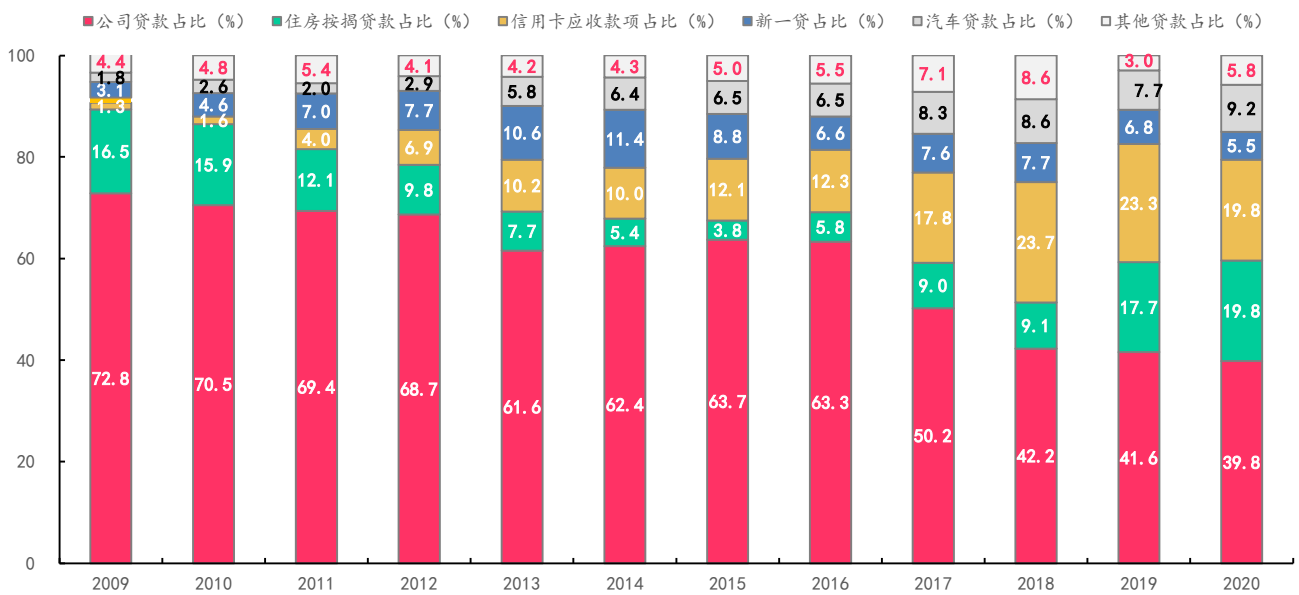
图表 4 平安银行对公贷款增速下行，明显低于零售贷款增速



注释：2019年后，个人贷款统计口径中加入了持证抵押贷款，口径变动。2018年、2019年增速分别采集自当年年报。

资料来源：wind，华安证券研究所

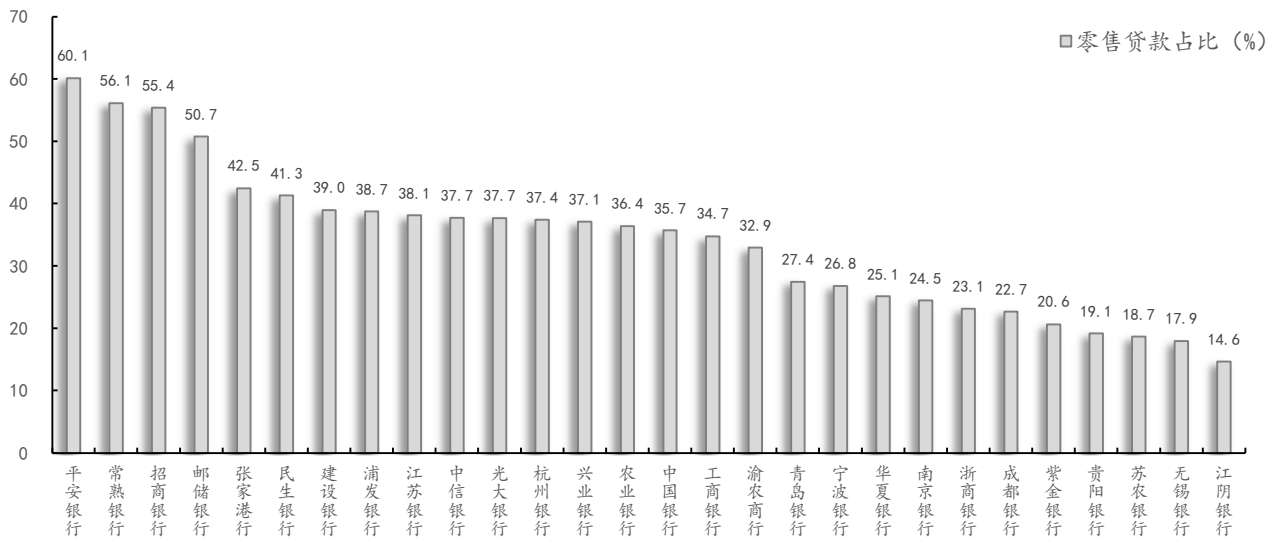
图表 5 2016年后，平安银行对公贷款占比明显下降，零售贷款占比明显提高



注释：新一贷数据仅能追溯至2018年，2018年之前的数据分类名称是个人经营贷款，图表合并两者。

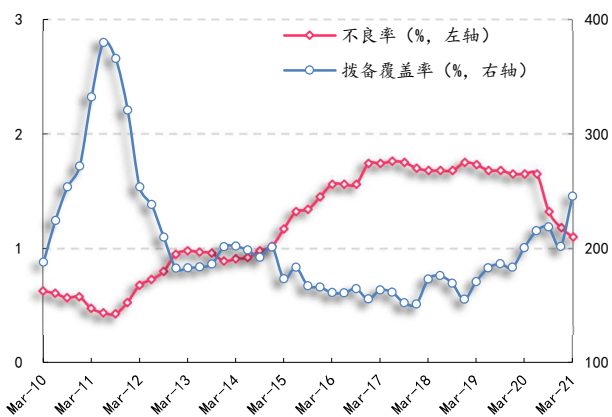
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2021Q1, 平安银行零售贷款占比行业第一



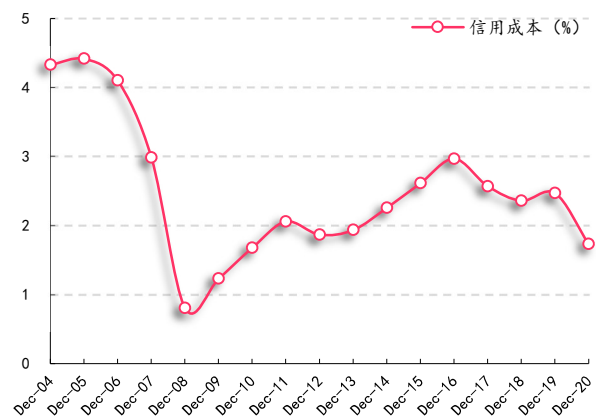
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 2016 年以后, 不良率下降, 拨备覆盖率提高



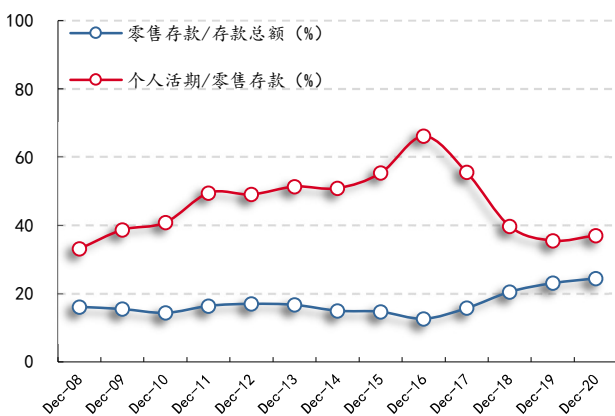
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 2016 年以后, 平安银行信用成本拐点向下



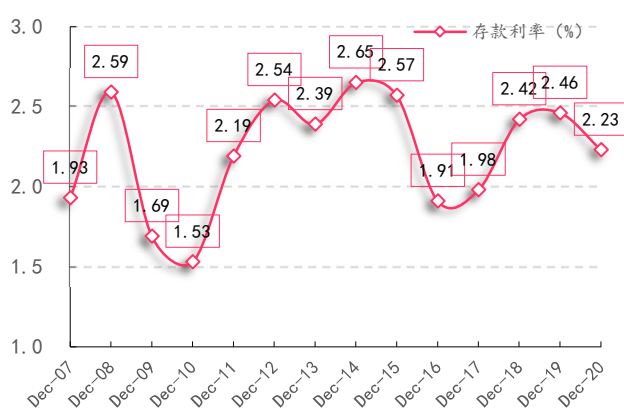
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 零售存款占比上升, 个人活期存款占比下降



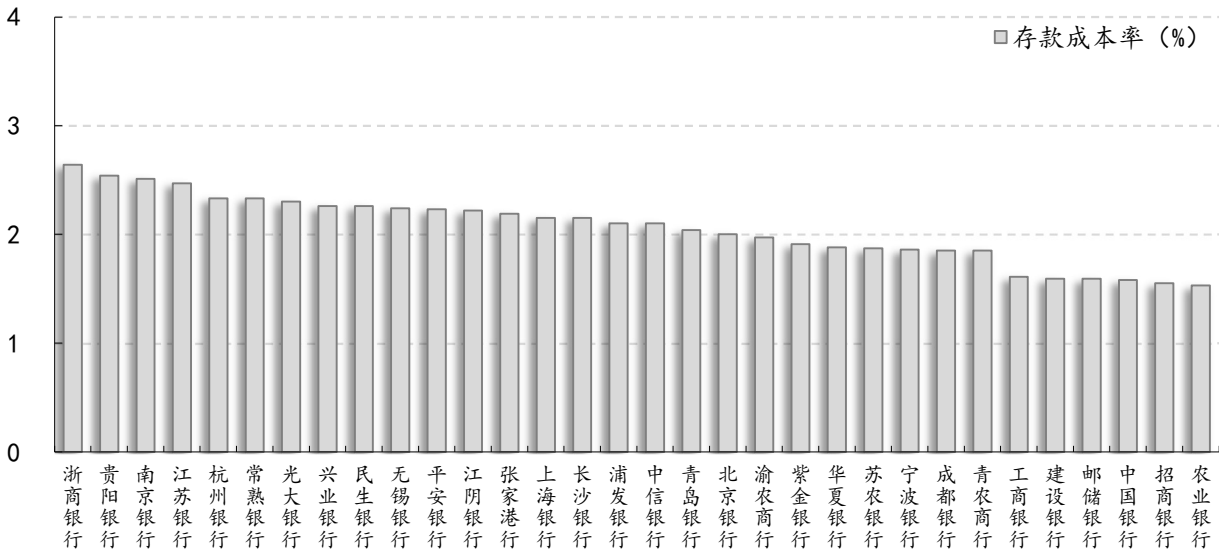
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 平安银行 2019 年以来存款利率下降



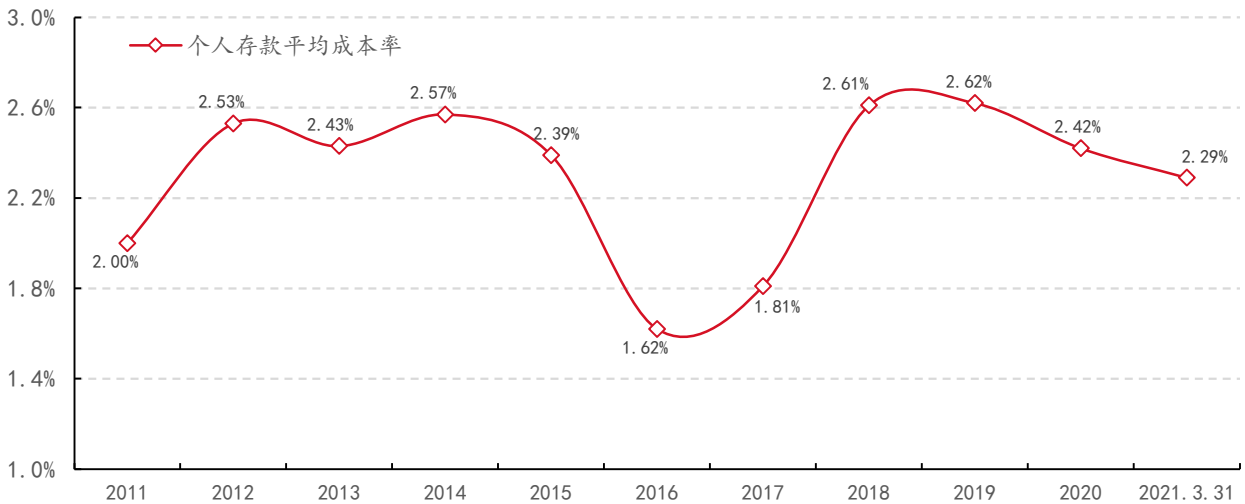
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 平安银行存款利率没有优势



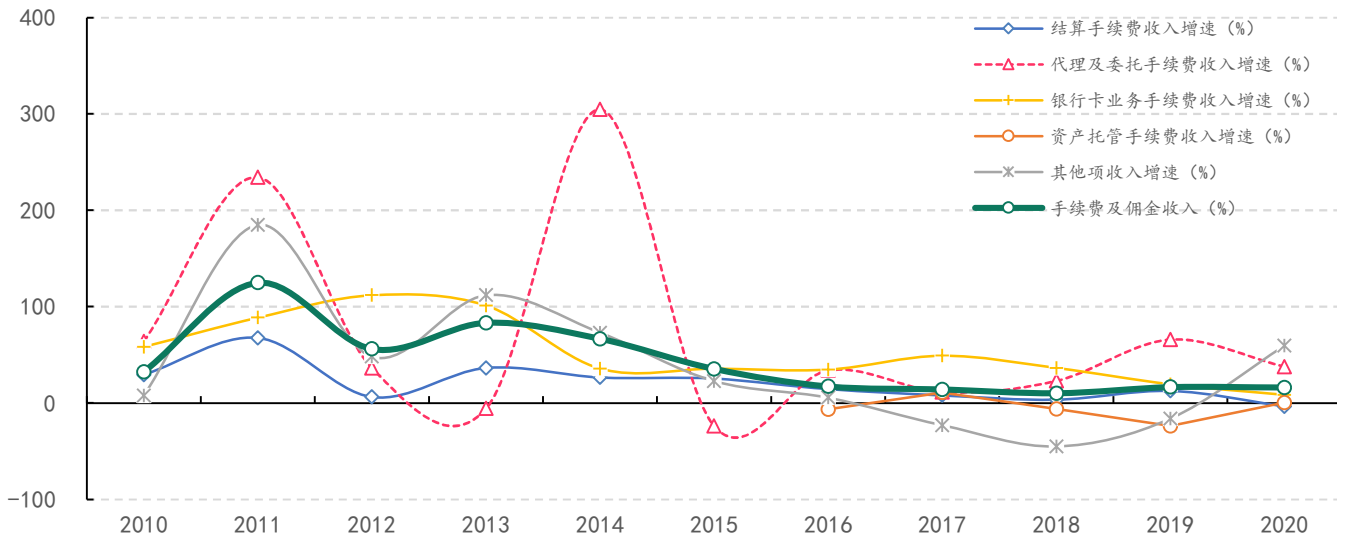
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 平安银行个人存款平均利率在 2018 年以后下行



资料来源: wind, 华安证券研究所

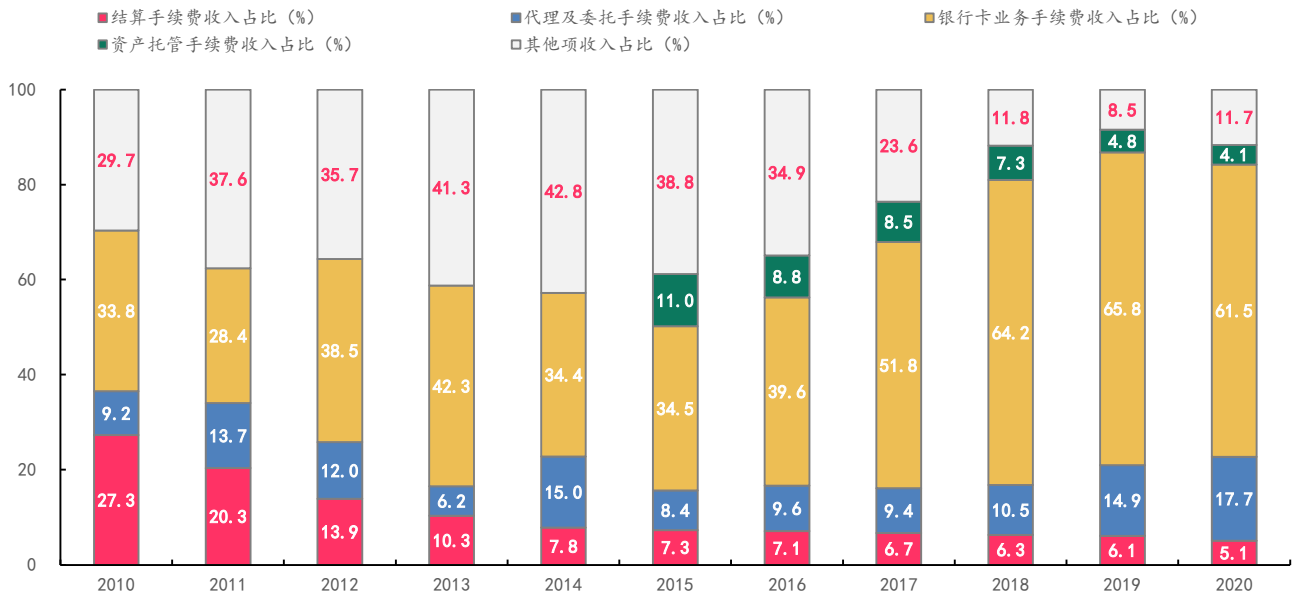
图表 13 平安银行手续费及佣金收入增速



注释：2019 年以后，报表中将理财业务手续费、财务顾问手续费以及账户管理手续费并入了其他手续费中，图表中历史数据我们也按照相同方式合并。

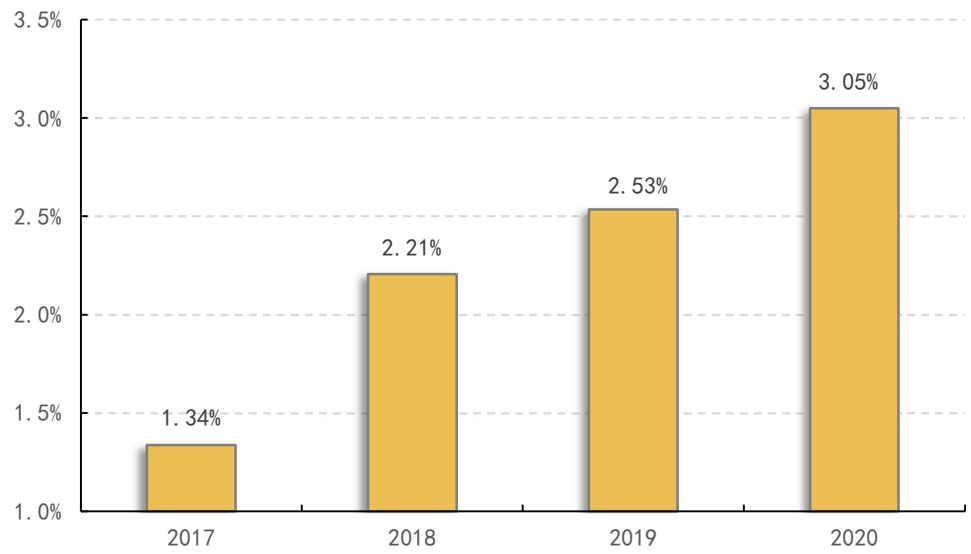
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 银行卡业务手续费仍是核心驱动



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 15 平安银行 IT 资本性支出占营收比例不断提高



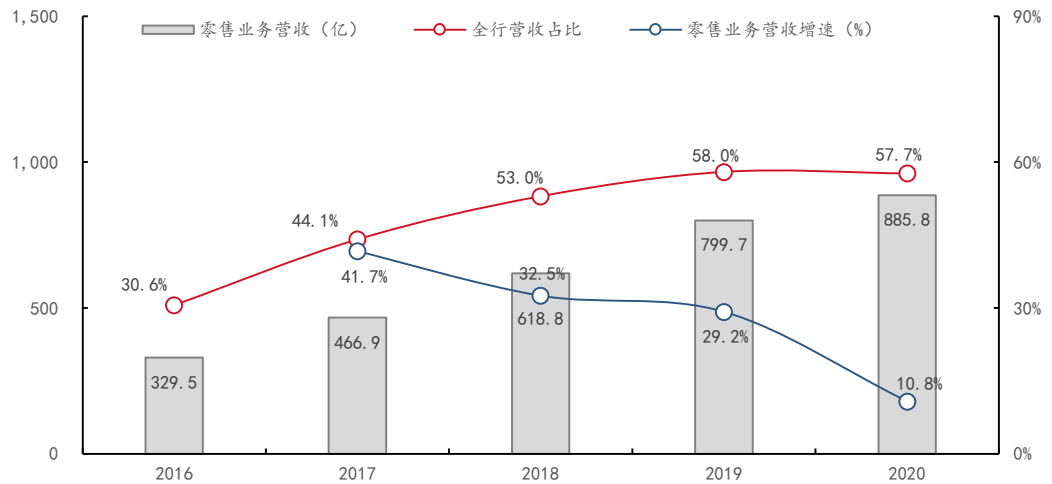
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 核心引擎：零售和对公—场景化、线上化、智能化

零售业务已经成为核心引擎。2020 年末，零售业务收入实现 885.8 亿元，同比增长 10.8%，在疫情的冲击下，同比增速下滑。从结构看，零售业务占营收比例自 2016 年以来，持续提升，2020 年末高达 57.7% (图表 16)。

平安银行转型过程中，“零售突破”和“对公做精”是并驾齐驱的。对零售业务而言，主要发力基础零售、私人银行和消费金融；对于对公业务而言，贷款集中于重点行业，交易相关业务集中于重点客户和供应链条。无论是零售业务还是对公业务，以下四个发力点是相同的：场景化、线上化、智能化和开放合作。

图表 16 提高的零售占比



资料来源：wind，华安证券研究所

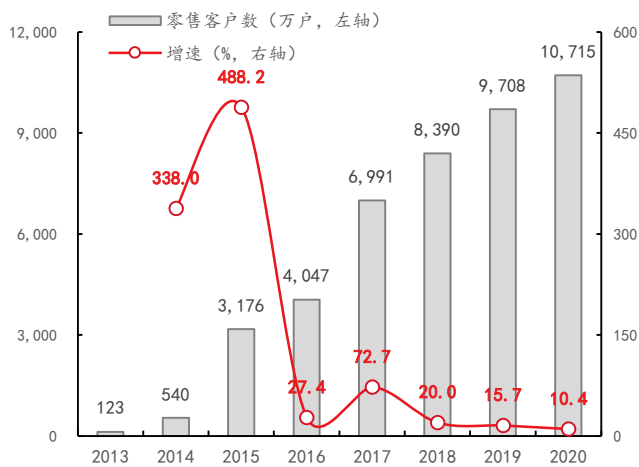
2.1 零售突破：基础零售、私人银行和消费金融并驾齐驱

2.1.1 基础零售：客户数高速增长，场景引流+产品矩阵变现

(1) 基础零售客户过亿，口袋银行用户活跃

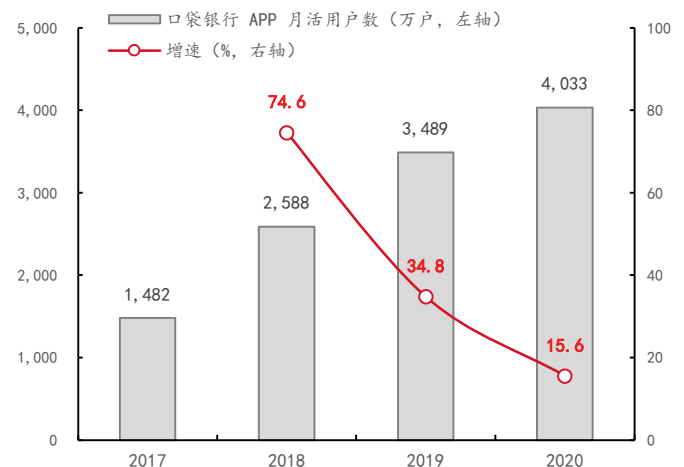
截至 2020 年末，平安银行零售客户达 1.07 亿户，同比增长 10.4%，虽然增速有所下降，但在疫情冲击下仍保持高速增长。同期，平安银行口袋银行 MAU 超过 4000 万，同比增长 15.6%，2018 年以来维持了高速增长。

图表 17 平安银行基础零售客户过亿



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 18 平安口袋银行 MAU 超过 4000 万



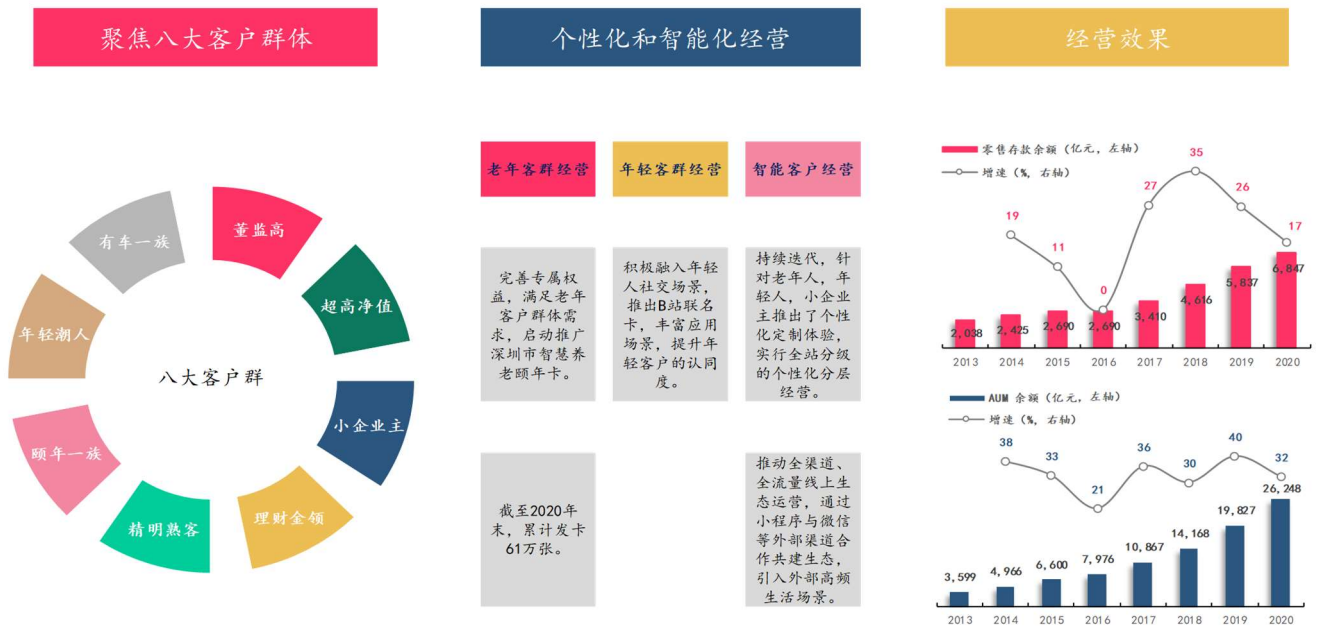
资料来源：wind，华安证券研究所

(2) 客户分层+场景化+线上化

平安银行将客户分为八个群体：董监高、超高净值、小企业主、理财金领、精明熟客、颐年一族、年轻潮人、有车一族，并针对各自需求提供差异化的产品和服务。例如，对于老年客群，在深圳市推广智慧颐年卡，截至 2020 年末已经发放 61 万张。对于年轻客群，报告期内推出 B 站联名卡，提升客户认同感。每种针对性的服务，都是通过场景化区分，并通过线上化和智能化提升用户体验（图表 19）。

零售存款和零售 AUM 余额可以表征零售业务营运效果。2020 年末，零售存款余额达到 6847 亿元，同比增长 17%，2017 年以来维持较高增速。AUM 余额达 26248 亿元，同比增长 32%，增长中枢没有出现明显下移（图表 19）。

图表 19 基础零售客户经营



资料来源：wind，华安证券研究所

(3) 平安口袋银行 APP——引流+变现+开放

app 是互联网时代，银行最重要的载体，一般搭载移动银行功能+融资+理财三个基础板块，本质模式是场景引流+产品或者服务的变现，发力点是通过金融科技丰富场景、捕捉需求、优化用户体验 (图表 22)。

平安口袋银行除了交易、理财、信用卡、贷款板块之外，还拥有车主服务、影音娱乐、便民生活、健康保障等场景。此外，还包含二十多个外部服务链接，几乎涵盖了所有线上的日常消费场景 (图表 20)。以理财专区中的基金板块为例，其下属于板块有：基金优选、排行榜、首发专区、定投专区、安心投、风向投、目标盈、财富号、大咖说等，既有代销产品呈现，又有内容社区 (图表 21)。

口袋银行贡献度领先。横向对比，平安银行拥有 1.1 亿零售客户，位列股份行第 5 位，但是超过 4000 万的 MAU 位列第二，仅次于招行。我们用手机银行 APP MAU/总体零售客户的比例来衡量各家银行移动端的贡献度，平安银行的比例为 37.7%，仅次于招商银行的 67.7% (招行两个 APP 功能互补，采用加总 MAU)，足以彰显口袋银行 APP 对引流的贡献度 (图表 23)。

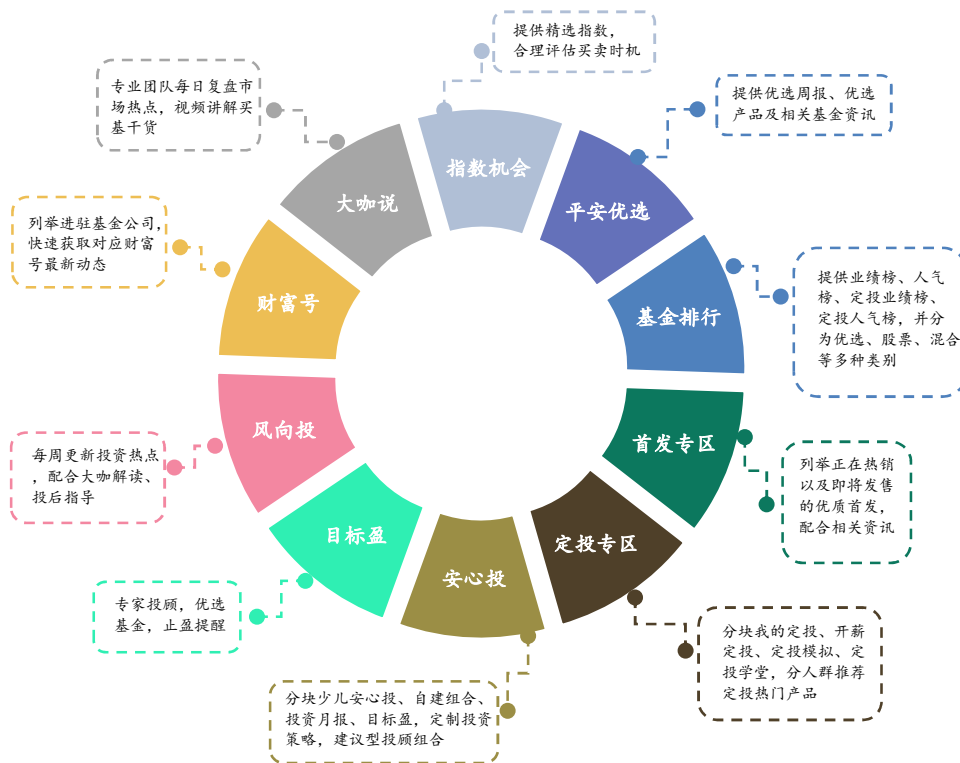
图表 20 口袋银行 APP: 场景丰富

账户服务	转账	支付	投资理财	贷款	信用卡	私人银行
收支账单	转账	口袋支付	理财	大额借款	信用卡账单	私人银行
扫码取款	转账记录	第三方支付	存款+	额度评估	我的额度	固定收益
互联网开户	定活互转	收付款	基金	平安宅抵贷	一键还款	标准化固收
银行卡激活	他行卡转入	AA收款	保险服务	MAX借	卡片管理	私募证券
智能还款	他行卡转出	收支明细	黄金频道	循环贷款	口袋商城	海外投资
安全检测	银证转账	支付管理	平安智投	智贷星	在线办卡	保险金信托
渠道转用户	预约转账	协议扣款	实物金	我的贷款		听见财富
我的家	资金归集	惠支付	私募	车主贷款		私行权益
开户福利		缴税订单	工资理财	车主费用贷		热点资讯
B站联名卡		商超折扣码	财富诊断	信用报告		财富传承
口袋红包				MAX花		
宝贝公益				新微贷		

跨境金融	股票期货	便民生活	健康保障	车主服务	影音娱乐	第三方服务
跨境金融	证券服务	生活缴费	健康医疗	车主生活	天天有料	顺丰速运
外汇	银证业务	电影购票	金融社保卡	汽车估值	口袋直播	百果园
留学	7*24小时银证转账特权	充值中心	社保医保专区	车商城	口袋之声	大麦网
跨境理财通	股票交易	口袋会员	重疾测评	特惠洗车	热门话题	饿了么
平安留学宝	自选股	我的权益	平安惠健康	现场罚单	微视频	in客旅行
留学购汇	股市行情	领券中心	免费问诊	油卡充值	金币庄园	淘票票电影
存款证明	期货服务	城市服务	海王星辰	违章查缴	视频会员	高德打车
外币财富	期货开户	平安乐善		爱车加油站	平安财红频道	咪咕善跑
跨境保险	商品交易所	安心记		一键挪车		携程门票
平安交易通	银证账号变更	口袋优惠		驾照查分		韵达快递
心愿计划				年检代办		春播生鲜
质押办卡				二手车		深圳航空
平安留学				买新车		火车票
				新能源车		口袋证件照
				车主权益		土巴兔装修
				特惠充电		奇域行酒店
						乐游行
						51公积金
						专享送
						影托帮电影
						趣互联
						京东精选

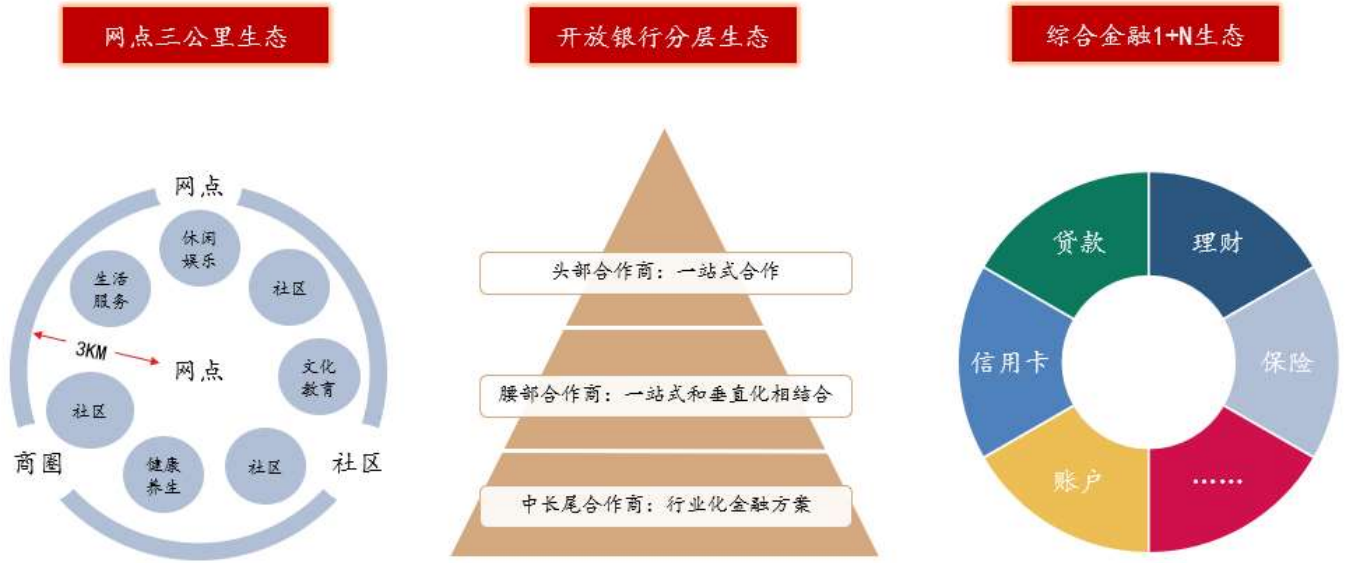
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 口袋银行 APP: 理财专区的矩阵



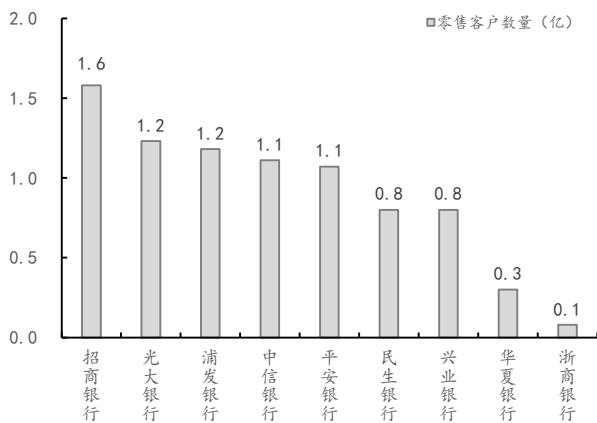
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 生态获客：以网点、开放银行、综拓等为渠道打造生态圈，提升综合获客能力



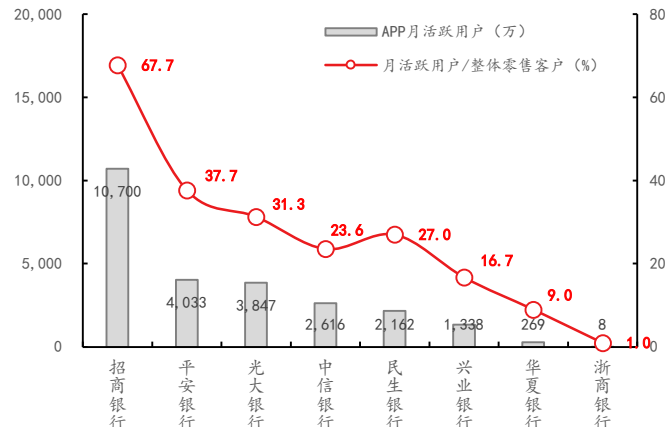
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 23 平安银行零售客户数量处于行业中游



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 手机银行 APP MAU/总体零售客户比例仅次于招行



资料来源：wind，华安证券研究所

2.1.2 私人银行：客户和 AUM 高速增长

私人银行的壮大和发展是零售业务发展的高光时刻，是客户粘性的最佳体现。私人银行的客户粘性，本质上，是客户对银行金融产品和服务的信任转化为对银行品牌的信任，双方合作范围也扩展至非金融领域，包括教育、医疗、资产配置等（图表 27）。

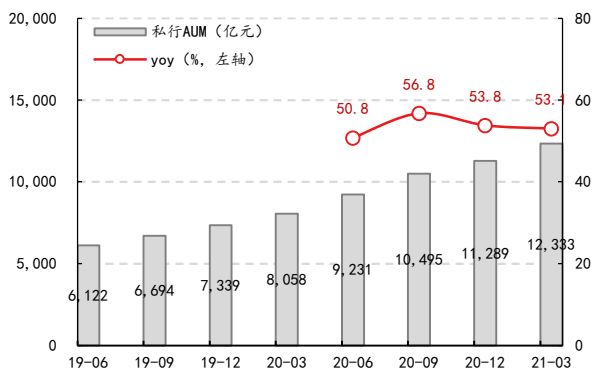
平安银行私行业务的发力点也是如此：

- **提高资产配置专业性**，从组织架构、科技赋能、和持续性投顾升级来优化对客户的配置建议，加强全品类和开放式的平台建设。同时，打造了超过 3000 人的专业私人银行和财富管理前线队伍。
- **打造个性化和一体化服务**。在财富客户以上的客户，又进一步区分了私行客户，超高净值客户和顶级私行客户，提供差异化服务（图表 28）。服务体系上，也借助集团内部子公司资源，打造了涵盖全权委托投资、家族办公室、保险金信托、企业治理服务等在内的综合服务。

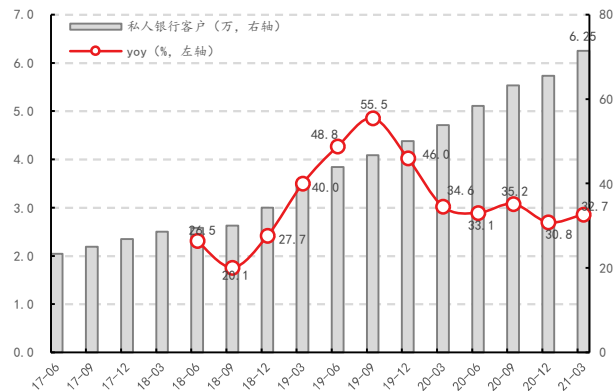
平安银行 2018 年末从平安信托转签来 1200 个理财师，私人银行进入高速增长阶段。一般而言，组织重构推动的高速增长不可持续，但平安银行私人银行 AUM 从 2019 年以来持续增长。从季度数据看，2020 年 Q2 以来，同比增速在 50% 以上（图表 25）。私人银行客户数量增速虽然在 2018 年三季度之后有所回落，但仍维持 30% 以上的高增速（图表 26）。

私人银行 AUM 的快速增长，将有效提升活期存款沉淀，推动负债成本下行，这是平安银行转型鼓舞人心的信号之一。

图表 25 私人银行 AUM 高速增长



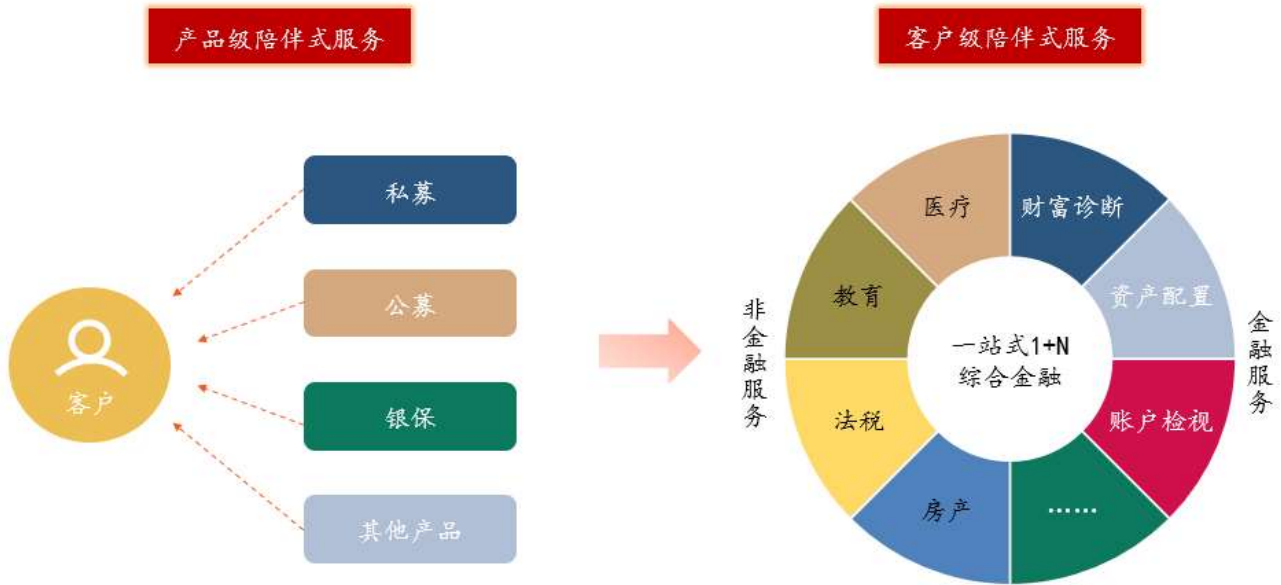
图表 26 私人银行客户数量增速回落，但仍维持较高水平



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 27 私人银行：粘性的本质是从客户对产品信任转化为对品牌的信任



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 私人银行客户的进一步分层

客户分层	主打权益	优选权益
顶级私行客户	私人管家 7*24H专属管家	家族化服务 <ul style="list-style-type: none"> √ 家族财富资源 √ 家族社会资源 √ 家族企业资源 √ 家族礼宾资源 √ 家族人力资源 √ 企望会资源
超高净值客户	私人礼宾 专属礼宾团队	高端定制套餐 <ul style="list-style-type: none"> √ 高端健康管理 √ 国际精英教育 √ 高端商旅计划 √ 高尔夫果岭套餐 √ 高端医美服务 √ 国内教育服务 √ 精选生活商品
私行客户	“1”权益 8大系列，灵活选择	“N”权益 <ul style="list-style-type: none"> √ 生活服务 √ 时尚美妆 √ 文化艺术 √ 高球 √ 出行 √ 健康 √ 教育 √ 美食
钻石客户 财富客户	积分	标准化权益 <ul style="list-style-type: none"> 覆盖产品/账户/出行/健康/教育/公益等品质服务

资料来源：wind，华安证券研究所

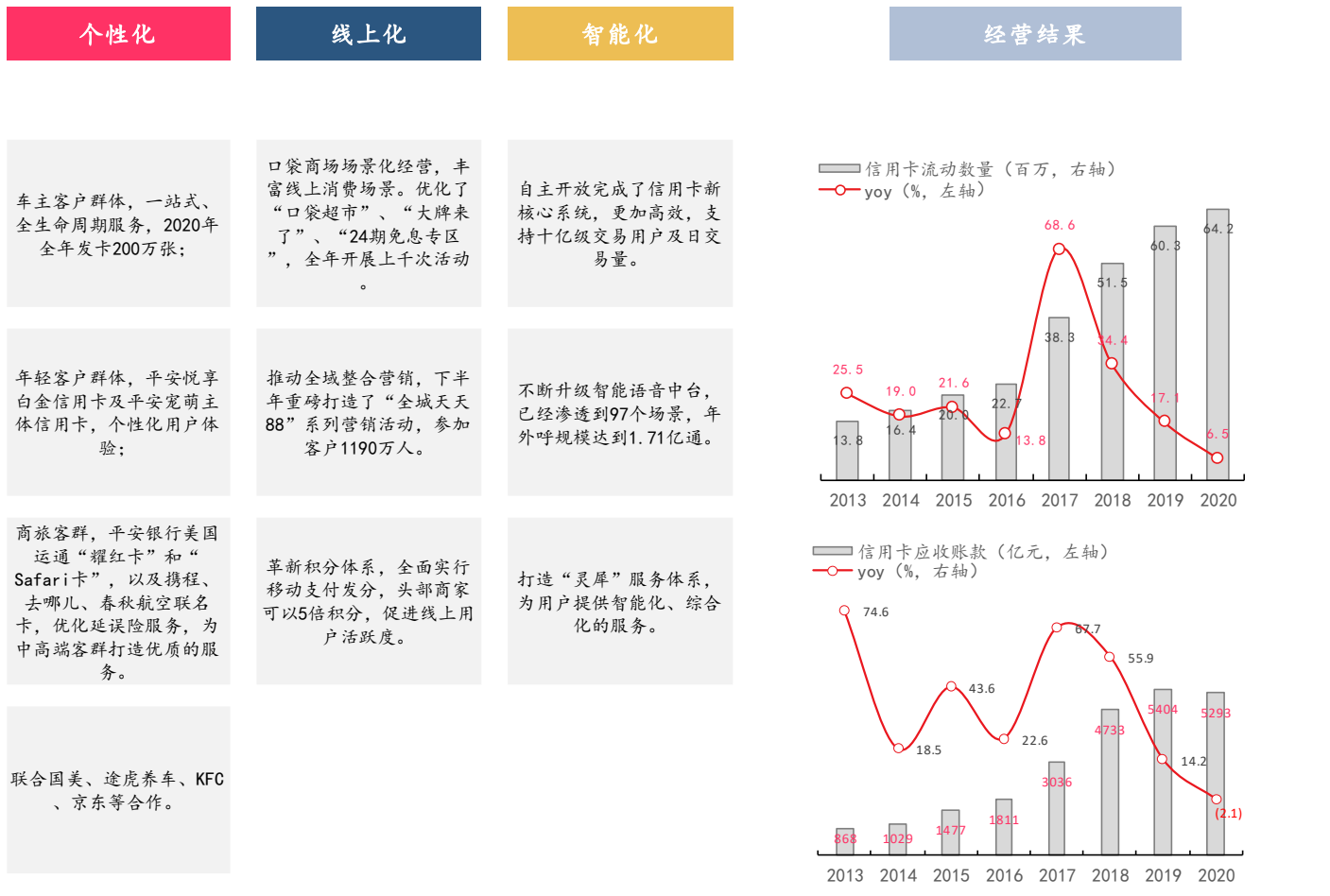
2.1.3 消费金融：信用卡贷款和汽车金融贷款高速增长

(1) 信用卡：个性化服务，应收账款高增长

信用卡业务的关键词是个性化、线上化和智能化。(1) 个性化是指针对车主、年轻客户、商旅客户的行为模式和独特的日常消费场景，提供服务。对车主而言，提供包含买车融资、维护等一站式服务；对于年轻客户而言，推出悦享白金卡以及平安宠萌白金卡等符合年轻人兴趣的品种；对于商旅客群而言，平安银行推出春秋航空联名卡，优化延误险赔付。(2) 线上化是指丰富线上消费场景，优化“口袋超市”、“大牌来了”、“24期免息专区”等。报告期内，也革新了积分体系，全面实行移动支付发分。(3) 智能化主要指从核心系统到各种场景中的智能升级，降低交易费用。

截至2020年末，平安银行信用卡流通卡量达6420万，同比增速达6.5%。信用卡应收款项达5298亿元，同比增长-2.1%，但主要是受到疫情冲击（图表29）。

图表 29 信用卡：个性化+线上化+智能化



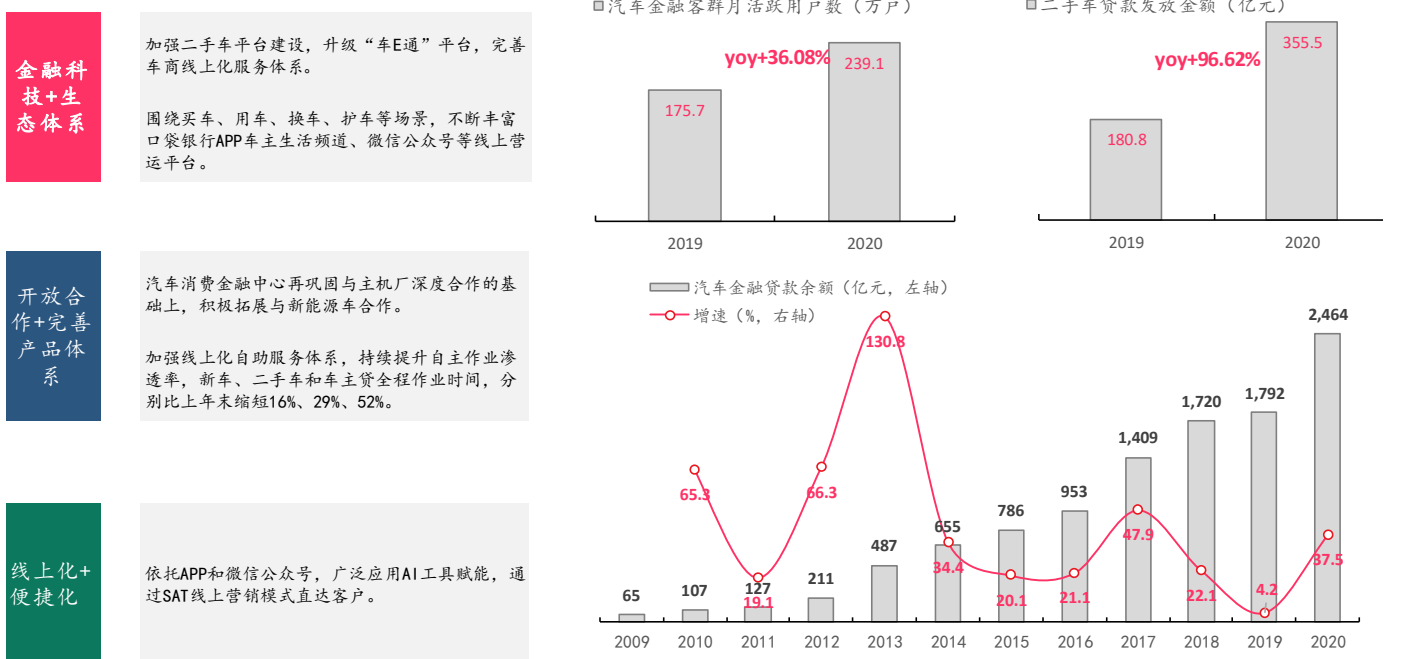
资料来源：wind，华安证券研究所

(2) 汽车金融：金融科技+开放合作+线上化

汽车金融主要围绕金融科技和生态体系、开放合作以及线上化展开。加强了二手车平台建设，升级“车E通”平台，完善车商线上化服务体系；同时，围绕着买车、用车、换车、护车等场景；寻求与主机厂深度合作，与新能源车合作，加强线上化自主服务体系，新车、二手车和车主贷款全程操作时间较上年末分别缩短16%、29%、52%。

2020年末，汽车金融贷款余额达2464亿元，同比增长37.5%，增速大幅反弹；汽车金融客群MAU已达239.1万户，同比增长36.08%；二手车贷款发放金额达355.5亿元，同比增长96.62%（图表30）。

图表 30 汽车金融：金融科技+开放合作+高速增长

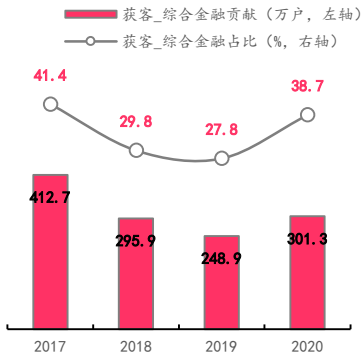


资料来源：wind，华安证券研究所

(3) 背靠平安集团，交叉引流效果凸显

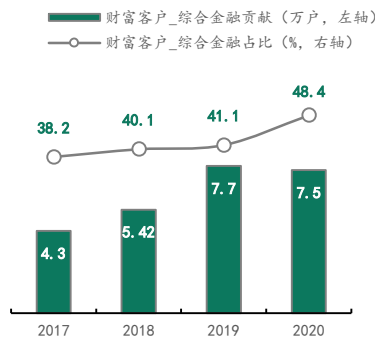
平安银行背靠平安集团，客户引流和业务发展尽显综合金融优势：(1)就获客而言，2020年末，综合金融获客301.3万户，获客占比38.7%。其中，财富客户7.5万户，占比为48.4%。二者占比均高于一般客户。(2)就具体业务而言，2020年末，综合金融渠道贡献的AUM达2468.36亿元，占比38.4%（下降0.2个百分点）；贡献信用卡发卡量325.3万张，占比32%（下降2.1个百分点）；贡献“新一贷”650.83亿元，占比61.8%（下降0.5个百分点）；贡献汽车贷款648.50亿元，占比29.3%（5.6个百分点）。(3)质量方面，综合金融贡献的信用卡和“新一贷”的不良率，明显低于信用卡整体不良率，但综合金融所贡献的汽车贷款不良率开始高于整体（图表31-图表39）。

图表 31 综合金融：获客



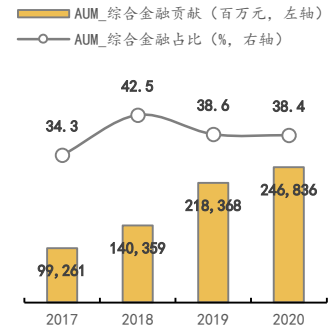
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 综合金融：财富客户



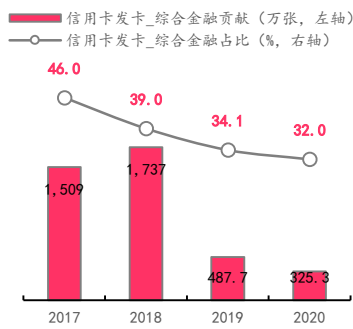
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 综合金融：AUM



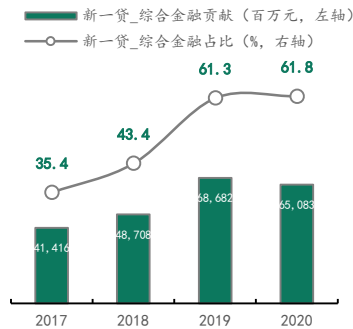
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 综合金融：信用卡发卡



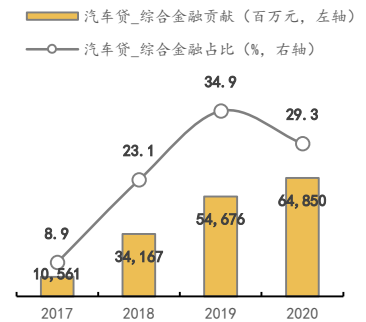
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 综合金融：新一贷



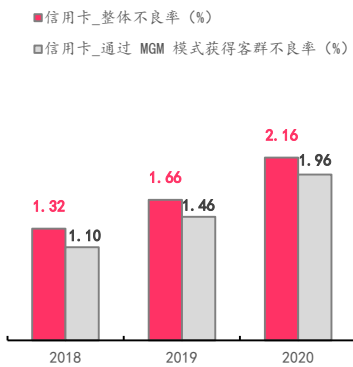
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 综合金融：汽车贷款



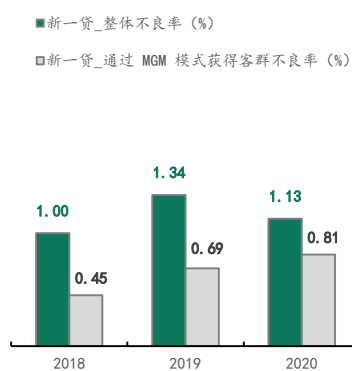
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 综合金融：信用卡不良率



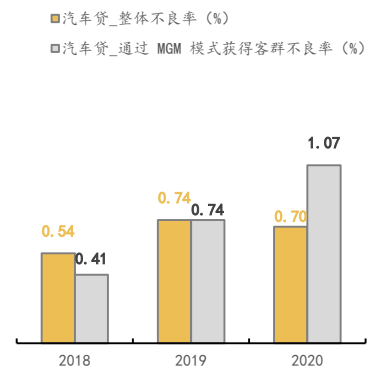
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 38 综合金融：新一贷不良率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 39 综合金融：汽车贷不良率



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 对公做精：两大客户群体+三大业务条线

“对公做精”在实际业务层面有两层映射：调整资产负债结构和提升中间收入占比，本质上是优化质量和节约资本。实际操作上，围绕战略客户和小微企业客户两大群体，突出三条业务条线：行业银行、交易银行和综合金融（图表 40）。

行业银行的重点是贷款和投行。就贷款而言，自 2016 年转型伊始，就开始行业调整，目前主要集中于医疗健康、车生态、清洁能源、民生生活、基建、电子等行业，合计占比达 46.2%。就投行业务而言，2020 年末，投融资规模已经达到 6817.32 亿元，同比增长 27.1%。

交易银行主要包含结算、供应链金融、票据业务、跨境金融等方面。2020 年末，数字口袋 APP 累计注册企业客户达 104.02 万户，较上年末增长 189.1%；全年交易金额 4.33 万亿，同比增长 16.4%。

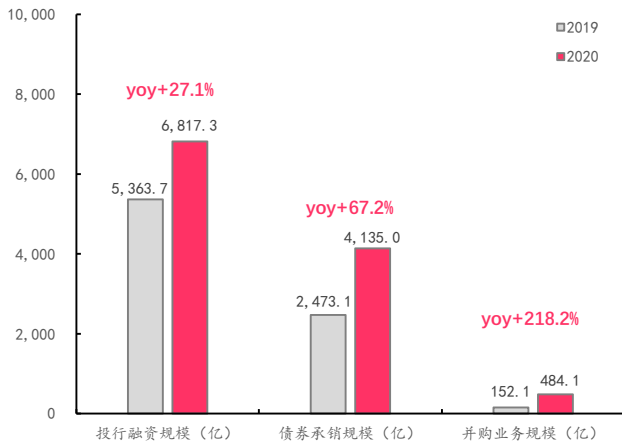
综合金融方面，平安银行作为集团 1+N 业务的发动机，将平安集团专业公司及渠道与银行业务整合，在代销保险、投融资、存款方面颇有成效。保险方面，2020 年推销保险规模 27.01 亿元，同比增长 102.9%。投行方面，和集团合作投融资规模 4312.15 亿元，同比增长 65.1%；存款方面，综合金融客户带来的企业客户存款日均余额 1440.67 亿元，同比增长 141.7%（图表 41-图表 42）。

图表 40 对公做精：两大客户群体+三个业务方向



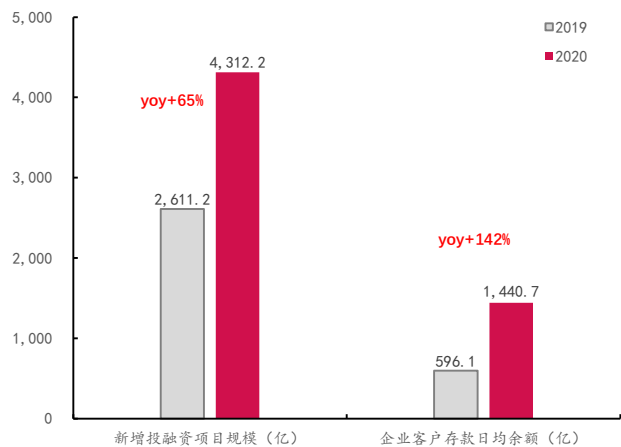
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 41 平安银行投行投融资规模



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 综合金融所贡献的投融资业务



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 以邻为镜：负债成本降低将提升 ROE

平安银行在资产端、金融科技以及财富管理业务等方面，表现优异，提高 ROE 的关键一步则是降低负债成本。

高收益率可以抵消高负债成本的影响。即便平安银行负债端成本高于招商银行，但是在净利差上并没有劣势。以 2020 年为例，平安银行和招商银行的净利差均为 2.4%，但是前者综合收益率和负债成本率分别为 4.6% 和 2.3%，后者分别为 4.1% 和 1.7%。平安银行用较高的资产收益率对冲了较高负债成本（图表 43）。

但高收益率也需要更多的拨备，从而压制净利润和 ROE。对年度截面数据进行回归可以发现，资产收益率和拨备营收比呈现出明显的正相关关系，较高的收益率会增加信用风险敞口，从而需要计提更多的拨备，因此净利润被吞噬了（图表 45）。

股份行的杜邦分析显示，平安银行的拨备前资产回报率（拨备前利润/平均资产）在股份行中遥遥领先，但拨备/平均资产的比例也很高。两个影响相互叠加，最后导致 ROA 没有优势（图表 44）。

存款成本已经开始下行，ROE 提升可能性较高。2019 年以来，平安银行的个人存款成本率和整体存款成本率均有所下降。（1）零售方面，公司致力于抓场景来带动活期存款增长，持续增强 AUM 沉淀活期存款的核心作用。此外，公司也致力于拓宽渠道，推动一手房线上认筹保证金、二手房线上资金监管等业务，扩展负债成本来源。（2）对公方面，加强内部高成本负债管控，充分利用考核工具和内部转移定价机制，降低负债成本。

图表 43 平安银行与招商银行的资产负债对比

单位: %	项目	2021Q1		2020Q4		2020Q3		2020Q2		2020Q1		2020	2019
		结构	利率	结构	利率	结构	利率	结构	利率	结构	利率	利率	利率
平安银行	代垫款	62.2	6.5	61.7	6.5	59.9	5.9	59.7	6.2	59.1	6.5	5.8	6.6
	投资	18.4	2.9	17.7	3.2	19.3	2.9	20.0	3.0	19.6	3.1	3.2	3.3
	央行存款	5.7	1.5	5.7	1.5	5.6	1.5	5.8	1.5	5.8	1.5	1.5	1.5
	同业资产	13.7	2.9	15.0	2.7	15.3	2.7	14.5	2.9	15.5	3.2	2.7	3.6
	合计	100.0	5.0	100.0	5.1	100.0	4.6	100.0	4.8	100.0	5.0	4.6	5.2
	存款	66.3	2.1	65.1	2.1	65.5	2.1	67.9	2.3	68.4	2.4	2.1	2.5
	应付债券	15.6	2.9	15.4	2.9	14.7	2.7	13.3	3.0	13.8	3.2	2.9	3.6
	其中:同业存单	12.6	2.8	12.6	2.7	11.8	2.5	10.5	2.7	11.3	3.0	2.7	3.3
	同业负债	18.2	2.2	19.6	2.2	19.8	2.0	18.8	2.0	17.8	2.5	2.2	2.7
	合计	100.0	2.2	100.0	2.3	100.0	2.2	100.0	2.3	100.0	2.5	2.3	2.6
	净利息		2.8		2.8		2.4		2.5		2.5	2.4	2.5
	净息差		2.9		2.9		2.5		2.6		2.6	2.4	2.6
招商银行	代垫款			64.6	4.7	65.5	4.8	64.4	5.0	64.7	5.2	4.9	5.2
	投资			21.2	3.3	20.9	3.4	20.2	3.4	18.9	3.6	3.4	3.7
	央行存款			6.5	1.5	6.4	1.5	6.5	1.5	6.9	1.6	1.5	1.6
	同业资产			7.6	1.9	7.1	1.9	8.9	1.8	9.5	2.2	2.0	2.5
	合计			100.0	4.0	100.0	4.1	100.0	4.1	100.0	4.3	4.1	4.4
	存款			77.1	1.5	76.8	1.5	75.7	1.6	74.6	1.6	1.6	1.6
	同业负债			13.8	1.7	14.0	1.6	13.4	1.5	12.1	1.9	1.6	2.3
	应付债券			5.2	3.1	5.5	3.2	6.5	3.3	8.6	3.3	3.2	3.5
	央行借款			3.8	2.9	3.6	2.9	4.2	3.0	4.5	3.1	3.0	3.1
	合计			100.0	1.7	100.0	1.7	100.0	1.8	100.0	1.9	1.7	1.9
	净利息				2.3		2.5		2.4		2.5	2.4	2.5
	净利息收益率				2.4		2.5		2.5		2.6	2.5	2.6

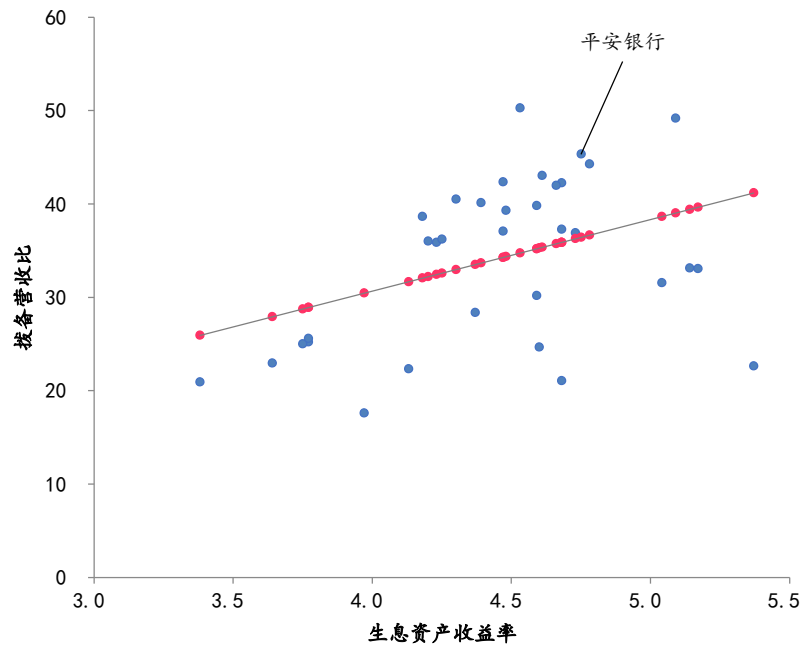
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 44 股份行杜邦分解

	平安银行	招商银行	浙商银行	中信银行	兴业银行	民生银行	浦发银行	光大银行	华夏银行
利息净收入/平均资产	2.37	2.35	1.93	2.11	1.91	1.98	1.85	2.19	2.55
手续费及佣金净收入/平均资产	1.03	1.01	0.22	0.40	0.50	0.41	0.45	0.48	0.33
投资收益/平均资产	0.24	0.24	0.36	0.19	0.35	0.24	0.25	0.12	0.06
其它收益/平均资产	0.01	0.04	(0.05)	0.03	(0.07)	0.04	0.04	0.01	0.03
营业总收入/平均资产	3.65	3.68	2.48	2.73	2.70	2.71	2.63	2.82	2.97
税金及附加/平均资产	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
管理费用/平均资产	1.06	1.23	0.64	0.73	0.64	0.71	0.62	0.74	0.83
拨备前利润/平均资产	2.55	2.42	1.80	1.97	2.03	1.97	1.97	2.05	2.11
计提/平均资产	1.66	0.82	1.05	1.16	1.00	1.36	1.06	1.12	1.25
营业利润/平均资产	0.90	1.60	0.76	0.82	1.03	0.61	0.91	0.92	0.86
所得税/平均资产	0.19	0.31	0.09	0.12	0.12	0.02	0.10	0.15	0.17
净利润/平均资产	0.69	1.24	0.65	0.69	0.90	0.51	0.79	0.75	0.67
ROA (年化)	0.69	1.24	0.65	0.69	0.90	0.52	0.79	0.75	0.67
ROE (年化)	8.54	14.58	9.59	9.23	11.52	6.55	9.79	9.02	7.76
权益乘数	12.42	11.74	14.69	13.28	12.80	12.71	12.40	12.02	11.55

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 45 风险收益的平衡



资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

宏观经济和信贷增速超预期下行。

财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长指标 (YoY, %)				
净利息收入	99,650	116,875	132,997	153,586	贷款总额 (含贴现)	14.77	14.52	16.08	15.41
利息收入	187,187	218,595	250,896	286,464	存款总额	9.60	8.63	8.84	9.06
利息支出	(87,537)	(101,720)	(117,898)	(132,878)	营业收入	11.30	15.04	12.89	14.10
手续费及佣金净收入	43,481	48,858	54,976	61,946	净利息收入	10.77	17.29	13.79	15.48
其他收入	10,411	10,907	11,428	11,975	手续费及佣金净收入	18.34	12.37	12.52	12.68
营业收入	153,542	176,640	199,401	227,507	拨备前利润	12.01	17.40	13.98	15.62
税金及附加	(1,525)	(1,754)	(2,017)	(2,319)	净利润	2.60	16.31	15.92	16.83
管理费用	(44,690)	(48,889)	(53,777)	(59,155)	结构指标 (%)				
拨备前利润	107,327	125,998	143,606	166,033	手续费及佣金净收入/营业收入	28.32	27.66	27.57	27.23
资产质量拨备	(70,418)	(83,093)	(93,895)	(107,980)	个人贷款/贷款总额	60.19	63.01	65.16	66.96
利润总额	36,754	42,749	49,556	57,898	个人存款/存款总额	24.60	25.75	26.93	28.12
所得税	(7,826)	(9,103)	(10,552)	(12,328)	质量指标 (%)				
净利润	28,928	33,647	39,004	45,570	不良率	1.18	1.03	1.02	1.07
归母净利润	28,928	33,647	39,004	45,570	拨备覆盖率	201.40	200.00	210.00	220.00
资产负债表					拨贷比	2.37	2.05	2.14	2.36
生息资产	3,999,648	4,466,258	4,964,227	5,540,763	盈利能力指标 (%)				
贷款及垫款 (净额)	2,610,841	2,986,878	3,468,813	4,003,470	净息差	2.53	2.72	2.78	2.88
同业资产	272,484	316,081	366,654	425,319	净利差	2.43	2.62	2.67	2.79
存放中央银行款项	283,982	322,149	350,641	382,420	存贷差	3.83	4.24	4.38	4.46
债券投资	832,341	841,150	778,118	729,553	ROA	0.69	0.72	0.75	0.78
非生息资产	468,866	463,747	531,917	606,017	ROE	8.54	8.96	9.71	10.52
资产合计	4,468,514	4,930,005	5,496,144	6,146,780	成本收入比	29.11	28.26	28.07	27.69
计息负债	3,978,258	4,406,231	4,927,112	5,525,205	监管指标 (%)				
客户存款	2,695,935	2,928,630	3,187,643	3,476,543	核心一级资本充足率	8.69	8.54	8.41	8.30
非计息负债	126,125	136,593	152,740	171,281	一级资本充足率	10.91	10.55	10.21	9.92
负债合计	4,104,383	4,542,825	5,079,852	5,696,487	资本充足率	13.29	12.71	12.15	11.65
股东权益合计	364,131	387,181	416,292	450,293	每股指标 (元)				
负债及股东权益合计	4,468,514	4,930,005	5,496,144	6,146,780	EPS	1.40	1.65	1.92	2.26
					DPS	0.15	0.17	0.20	0.23
					BPS	15.16	16.35	17.85	19.60

注释: 图示部分数据为重构报表之后的结果。利润表中, 其他收入中已经包含其他业务收入。

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。