

平安银行： 基本面反转的成长性零售银行

2022年7月14日
评级：买入

作者 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

作者 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

联系人 陈建宇

联系人 徐安妮

1、远景：打造智能化零售银行

(1) **赛道特征：跟随经济成长的一般赛道。**银行业头部集中、尾部分散，上市银行间基本面、估值表现持续分化。

(2) **公司优势：致力打造智能化零售银行。**①**商业模式清晰：零售银行代表，综合金融服务。**平安银行2016年启动零售转型战略，转型卓有成效，2021年平安银行零售板块贷款、总资产占比股份行第一，利润贡献占比股份行前二。综合金融服务清晰，平安银行在集团当中扮演账户体系和资产发动机的角色，从存款、中收、贷款三方面受益。②**成长路径明确：挖掘集团金矿，自身能力提升。**平安银行做零售业务就好比优秀的管理层利用先进的矿机（先进的平安科技），指挥一批廉价的矿工（仅需支付变动成本的廉价矿工），挖掘一座储量丰富的矿山（集团2亿优质客户）。同时，自身的零售和对公客户经营能力提升、打法升级。③**管理团队优秀，机制灵活进取。**以谢永林董事长为首的管理团队懂业务、集团资源基础牢、干劲足，管理赋能业务发展。同时平安银行激励机制市场化，2019-2021年人均薪酬达55万，排名上市银行首位。

2、股票：不确定性下降的逻辑

主要体现在：零售第二增长曲线形成，盈利增长不确定性下降；地产风险不确定性下降。

(1) **市场担忧平安集团对平安银行的赋能效果会减弱。我们认为：集团导流远未结束，零售第二增长曲线形成。**主要基于：①平安集团内客户可挖掘空间巨大。②银保财富团队扩张驱动AUM增长，带动财富业务快速发展，支撑盈利增长。

(2) **市场担忧平安银行地产敞口风险压力。我们认为：平安银行地产亮底牌，风险不确定性显著下降。**主要基于：①地产政策底已出现。②地产底牌彻底清晰，敞口规模小，区域分布好，抵押物充足。③个案影响有望消退，主要涉险项目已有处置方案。

3、股价：三年一倍的驱动因素

(1) **盈利能力有望提升。**①**与对标银行有差距：**2021年平安银行ROA 0.77%，较股份行平均低2bp。从经营分部来看，平安银行零售和资金业务的盈利能力有优势，对公ROA较同业有差距。②**盈利能力有望提升：财富管理战略推进、对公风险出清，有望带动平安银行盈利能力提升。**以2021年数据静态测算，平安银行ROE有望提升5.7pc至16.5%。其中零售非息收入能力提升带动ROE提升1.8pc、对公减值压力改善带动ROE提升3.9pc。

(2) **股价有望三年一倍：估值修复、盈利高增有望驱动股价三年一倍。**目标价33.03元/股，对应2024年PB 1.38x，现价空间136%。①**估值修复：**使用分部估值法，对于平安银行传统业务和新型业务分别估值，给予PB估值1.4x。②**盈利高增：**预计2024年平安银行BPS较2021年可增厚43%。

4、风险提示：宏观经济失速，地产风险爆发导致不良大幅暴露，集团与银行管理层出现重大调整。

目录

CONTENTS

01 远景：打造智能化零售银行

02 股票：不确定性下降的逻辑

03 股价：三年一倍的驱动因素

04 风险提示

01

远景：打造智
能化零售银行



赛道特征：银行业赛道是一条跟随经济增长的一般赛道

- **成长性**：银行业营收利润增速回归经济增长中枢。
- **盈利性**：盈利性优于实体经济，近十年优势收窄。
- **竞争性**：竞争格局较稳定，银行间分化逐步显现。



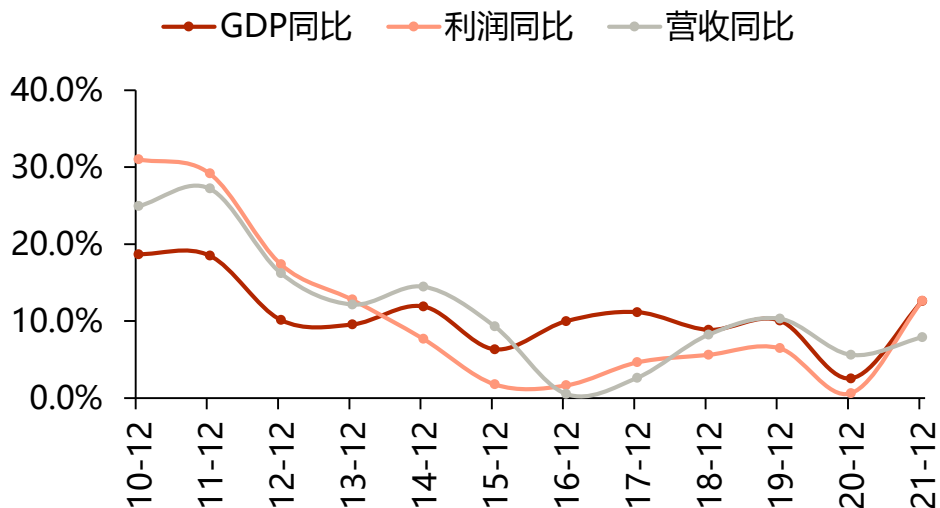
公司优势：商业模式清晰、成长路径明确、管理机制灵活

- **商业模式清晰**：零售特色银行，综合金融服务。
- **成长路径明确**：挖掘集团金矿，自身能力提升。
- **管理机制灵活**：管理团队优秀，机制灵活进取。

赛道特征：跟随经济增长的一般赛道

- 成长性：银行业营收利润增速回归经济增长中枢。**随着中国经济增速下行，银行的盈利增速回归经济中枢。2015年以前，银行盈利增速持续高于名义GDP增速，2015年以后，随着供给侧改革推进，银行布局较重的领域如工业、制造业等领域的增长动能走弱，新兴产业增长动能增强，银行的盈利增速逐步回归经济增长中枢。
- 盈利性：银行业盈利性高于实体经济，但近十年优势呈现收窄态势，2021年以来盈利能力企稳。**杜邦分解后，银行盈利能力下行背后，主要是资本严监管导致杠杆率下降，同时息差下行和减值压力上升，导致传统表内业务盈利空间收窄。

GDP增速和银行利润、营收增速



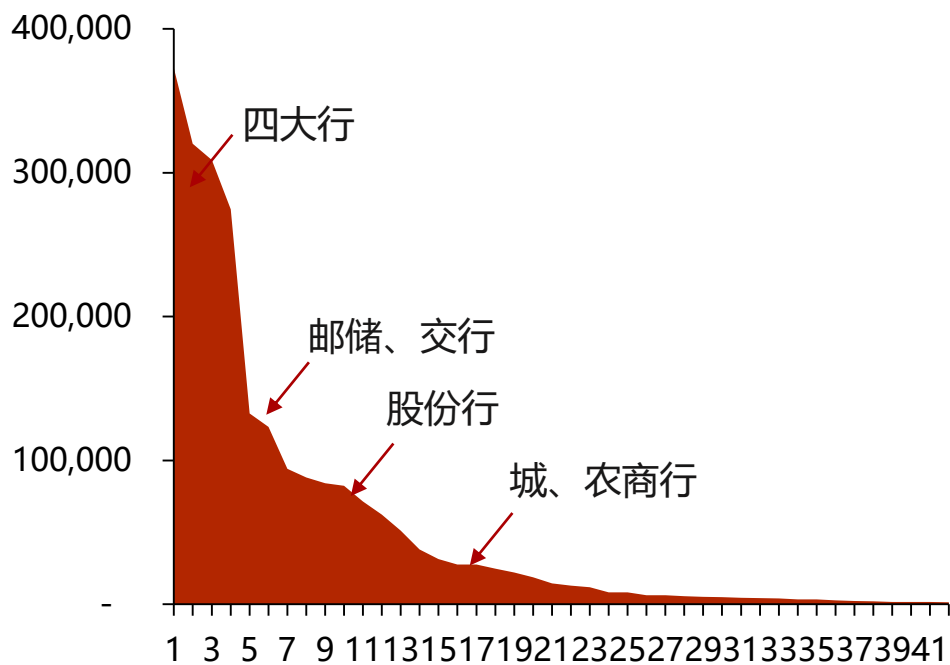
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*	2021
营业收入	3.25%	3.21%	3.29%	3.21%	2.89%	2.71%	2.74%	2.82%	2.72%	2.70%
利息净收入	2.54%	2.44%	2.46%	2.35%	2.01%	1.93%	1.93%	1.96%	2.03%	1.95%
中收	0.59%	0.64%	0.66%	0.66%	0.63%	0.56%	0.54%	0.55%	0.42%	0.42%
其他非息	3.25%	3.21%	3.29%	3.21%	2.89%	2.71%	2.74%	2.82%	2.72%	2.70%
营业支出	-1.59%	-1.57%	-1.69%	-1.76%	-1.60%	-1.51%	-1.57%	-1.63%	-1.65%	-1.59%
税金及附加	-0.21%	-0.20%	-0.20%	-0.19%	-0.07%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
业务管理费	-1.00%	-0.98%	-0.97%	-0.90%	-0.81%	-0.76%	-0.76%	-0.77%	-0.71%	-0.74%
信用减值	-0.32%	-0.33%	-0.45%	-0.59%	-0.61%	-0.60%	-0.68%	-0.71%	-0.76%	-0.67%
所得税费用	-0.38%	-0.38%	-0.37%	-0.33%	-0.26%	-0.22%	-0.21%	-0.22%	-0.18%	-0.19%
ROA	1.28%	1.27%	1.23%	1.13%	1.03%	0.98%	0.97%	0.97%	0.89%	0.93%
杠杆水平	16.1	15.6	14.7	13.9	13.6	13.4	12.9	12.2	11.9	11.7
ROE	20.70%	19.90%	18.20%	15.70%	14.10%	13.10%	12.40%	11.90%	10.60%	10.80%
较实体差距	7.4pc	6.4pc	5.5pc	4.8pc	3.9pc	2.3pc	2.7pc	2.4pc	1.7pc	1.2pc

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：右表数据样本为老十六家上市银行。GDP同比为名义GDP同比，银行利润、营收增速为银行（中信）指数数据。较实体差距为=银行ROE-wind全A平均ROE。

赛道特征：跟随经济增长的一般赛道。

- **竞争性：行业竞争格局相对稳定，银行间分化逐渐显现。** ①**格局相对稳定。** 银行业形成头部高度集中，尾部高度分散特征。22Q1末国有行占上市银行资产达64%。②**银行表现分化。** 2010年以来，银行基本面、估值表现持续分化。以老十六家银行为代表，基本面来看，2010年时，各家上市银行均可实现20+%的利润高速增长。而2021年，优质银行仍保持20+%高速的利润增长，部分银行利润增速为负，分化明显。估值来看，2010年时，银行股估值均处于1x以上，彼此差距较小。而截至2022年7月13日收盘，部分优质银行PB (lf) 估值仍在1x以上，且和15年估值水平相当，而部分银行估值则快速回落至0.4x以下。

22Q1末A股上市银行资产分布(亿元)

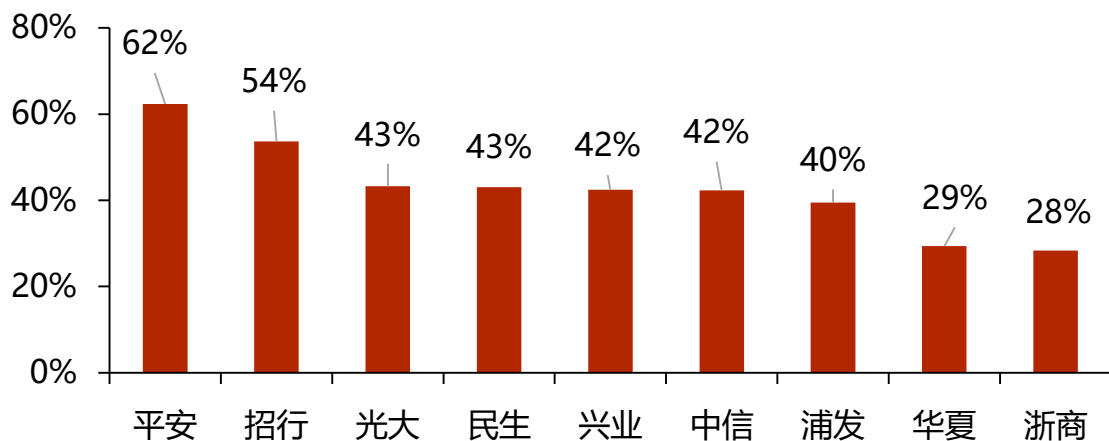


银行	利润增速			ROE			不良			拨备覆盖率			PB(lf)		
	10A	15A	21A	10A	15A	21A	10A	15A	21A	10A	15A	21A	10A	15A	最新
中行	29.2%	0.7%	12.3%	18.9%	14.5%	11.3%	1.10%	1.43%	1.33%	197%	153%	187%	1.44	1.02	0.50
国交行	29.8%	1.0%	11.9%	20.1%	13.5%	10.8%	1.12%	1.51%	1.48%	186%	156%	167%	1.43	0.95	0.43
有农行	46.0%	0.6%	11.7%	22.5%	16.8%	11.6%	2.03%	2.39%	1.43%	168%	189%	300%	1.65	0.96	0.50
建行	26.3%	0.1%	11.6%	22.6%	17.3%	12.6%	1.14%	1.58%	1.42%	221%	151%	240%	1.68	1.06	0.57
工行	28.4%	0.5%	10.3%	22.8%	17.1%	12.2%	1.08%	1.50%	1.42%	228%	156%	206%	1.85	0.99	0.55
平安	24.9%	10.4%	25.6%	23.2%	14.9%	10.9%	0.58%	1.45%	1.02%	272%	166%	288%	1.71	1.09	0.81
兴业	39.4%	6.5%	24.1%	24.6%	18.9%	13.9%	0.42%	1.46%	1.10%	326%	210%	269%	1.62	1.18	0.64
招行	41.3%	3.2%	23.2%	21.8%	17.1%	17.0%	0.68%	1.68%	0.91%	302%	179%	484%	2.08	1.30	1.25
股份光大	67.3%	2.2%	14.7%	21.0%	15.5%	10.6%	0.75%	1.61%	1.25%	313%	156%	187%	2.01	1.01	0.43
中信	50.2%	1.1%	13.6%	19.2%	14.6%	10.7%	0.67%	1.43%	1.39%	214%	168%	180%	1.76	1.15	0.44
华夏	59.3%	5.0%	10.6%	18.3%	17.2%	9.0%	1.18%	1.52%	1.77%	209%	167%	151%	1.59	1.16	0.33
民生	45.2%	3.5%	0.2%	18.3%	17.0%	6.6%	0.69%	1.60%	1.79%	270%	154%	145%	1.34	1.20	0.33
浦发	45.1%	7.6%	-9.1%	23.3%	18.8%	8.8%	0.51%	1.56%	1.61%	381%	211%	144%	1.47	1.26	0.40
城宁波	59.3%	16.3%	29.9%	20.5%	17.7%	16.6%	0.69%	0.92%	0.77%	196%	309%	526%	2.30	1.58	1.63
商南京	49.7%	24.8%	21.0%	17.2%	17.6%	14.9%	0.97%	0.83%	0.91%	235%	431%	397%	1.59	1.35	0.94
行北京	20.8%	7.8%	3.5%	17.0%	16.3%	10.3%	0.69%	1.12%	1.44%	307%	278%	210%	1.67	1.24	0.43

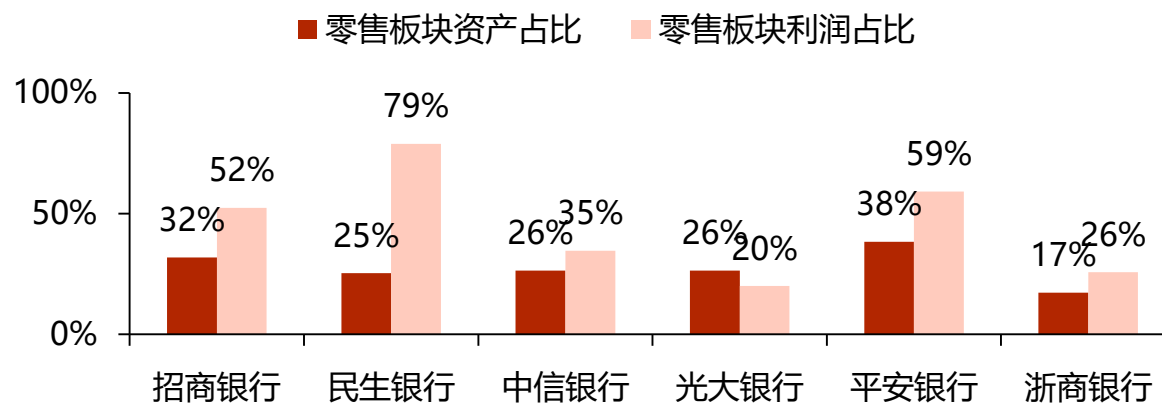
数据来源：wind，浙商证券研究所。注：数据截至2022年7月13日收盘。

零售型银行代表。①横向来看：2021年平安银行零售贷款占比62%、排名上市银行第一，零售板块资产占比38%、排名老十六家银行第一，零售板块利润占比59%、排名老十六家银行第二。②纵向来看：个人金融资产及利润占比快速提升，个人金融资产占比从2012年末的14%上升到2021年末的38%，个人业务利润占比从2012年的8%上升到2021年的59%。

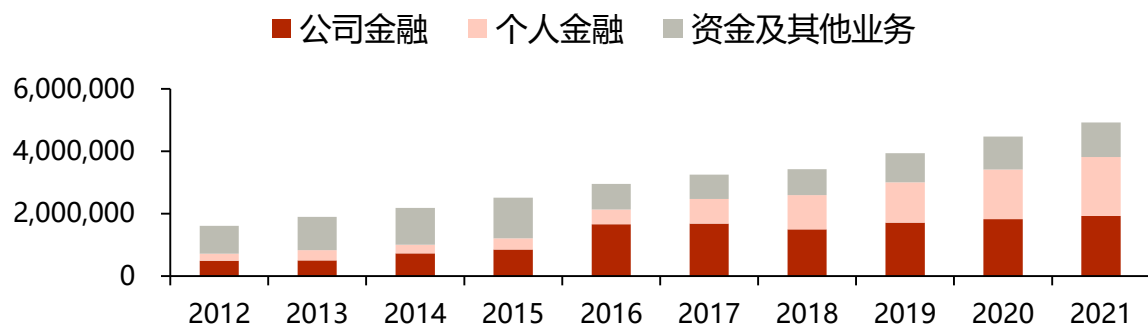
2021年上市股份行零售贷款占比



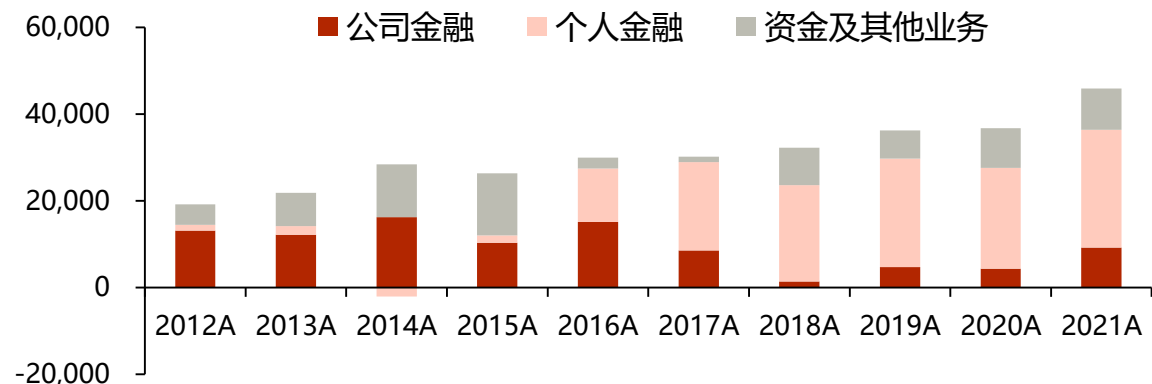
2021年上市股份行零售板块资产和利润占比



平安银行各业务板块资产



平安银行各业务板块利润



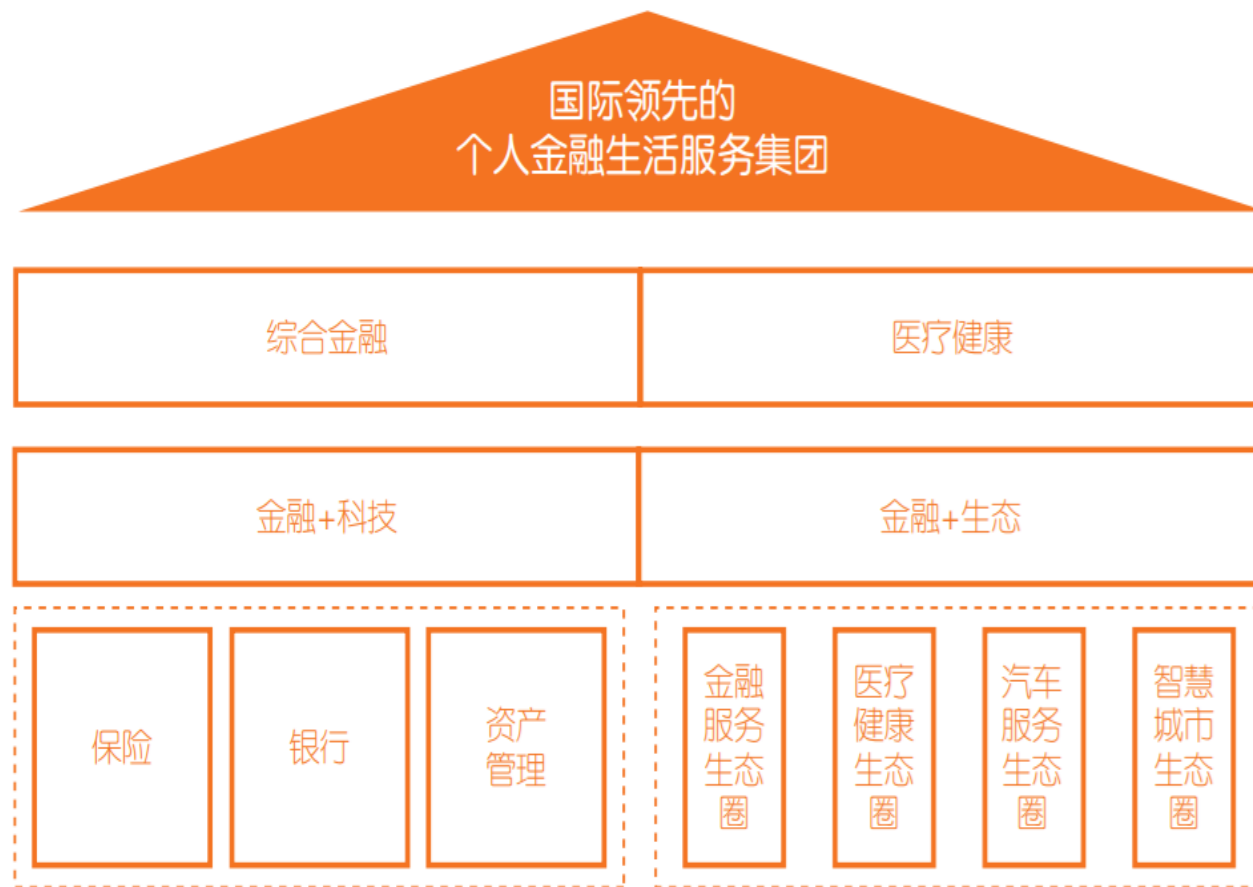
数据来源：公司财报，浙商证券研究所。

综合金融服务，平安银行是集团的资产发动机、账户体系落脚点。

平安集团重点构建金融服务生态圈，医疗健康生态圈、汽车服务生态圈，智慧城市生态圈，打造用户流量入口，同时提升客户粘性；公司金融牌照齐全，可以提供一站式金融服务，能够吸引更多客户留在平安集团体内。

(1) **零售业务上，平安银行采用MGM的方式**，将集团海量客户转化为银行客户。银行在此过程中主要受益于三大方面：①**中收**，通过集团综合金融优势获客后，银行可以代销集团保险产品和资产管理产品获取中收；②**存款**，由于集团内只有银行具有账户体系，银行可以以此获取存款，改善负债端成本；③**贷款**，平安银行可以增加零售贷款投放赚取利息收入，以汽车服务生态圈为例，平安银行通过与主机厂、汽车经销商进行合作，提供促销金融方案，21年末汽车金融贷款同比增22%，较整体贷款增速高7.3pc。

(2) **对公业务上，平安银行采用“商行+投行+投资”方式**，同样与集团进行协同，利用险资投资优势和生态圈满足客户综合金融服务需求，实现做强存款，做大中收。同时银行不必全部以贷款形式给客户融资，而可以创设资产、引入险资资金，既服务了客户，又满足了集团的投资需求，同时也节约了银行的资本。



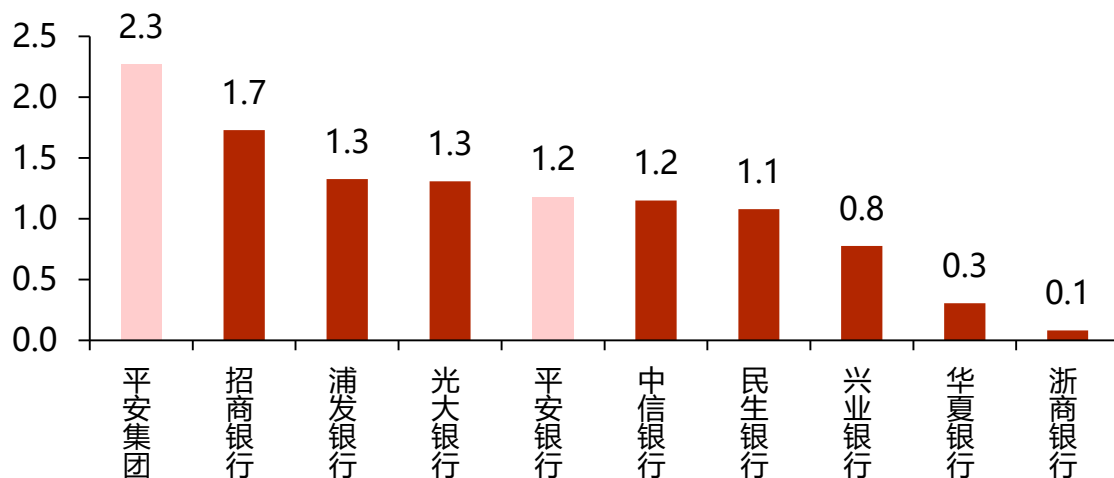
图表来源：公司财报，浙商证券研究所。

平安银行成长路径明确——挖掘集团金矿，自身能力提升。

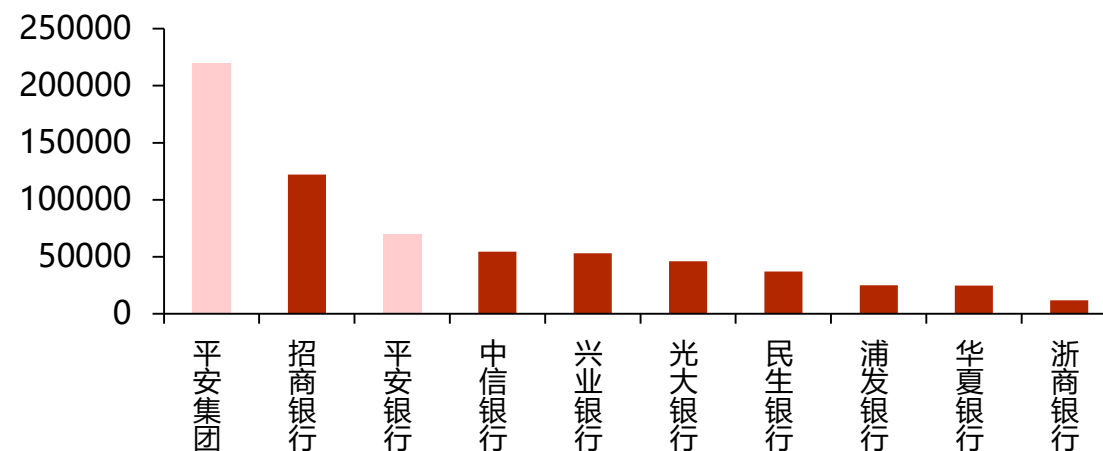
(1) 挖金矿的逻辑：平安银行做零售业务就好比优秀的管理层利用先进的矿机（先进的平安科技），指挥一批廉价的矿工（仅需支付变动成本的廉价矿工），挖掘一座储量丰富的矿山（集团2亿优质客户）。

- **丰富的矿山：**集团庞大且优质的零售客群对于平安银行而言好比一座矿山。①零售客户截至2021年末，平安银行零售客户（含信用卡）1.2亿户，而平安集团零售客户达2.3亿户，除重后，仍有约1.4亿客户待转化（集团客户-未重合的银行零售客户）。②集团私行级客户22万，潜在私行级客户达100万。而银行只有约7万私行客户。
- **廉价的矿工：**平安集团庞大的寿险代理人队伍，对于平安银行而言好比是协同廉价的矿工。①**渠道强：**平安集团2021年月均寿险代理人规模60万人，虽人数较20A的102万人有较大缩减，但推测产能高的核心代理人队伍仍保持稳定，集团综拓渠道对零售业务的贡献度仍保持高位；②**成本低：**代理人的基本工资由集团支付，银行仅需承担变动成本。③**激励好：**银行产品符合需求代理人对较低门槛、高频次的产品和服务的需求，因此寿险代理人有动力推荐银行产品。
- **先进的矿机：**平安银行拥有其他银行难以具备的集团科技优势。平安集团2020-2025年计划的金融科技投入达1000亿，投入力度是普通商业银行难以企及的（比如招行2021年投入为133亿元）。

平安集团零售客户转化为银行客户的潜力巨大（亿户）

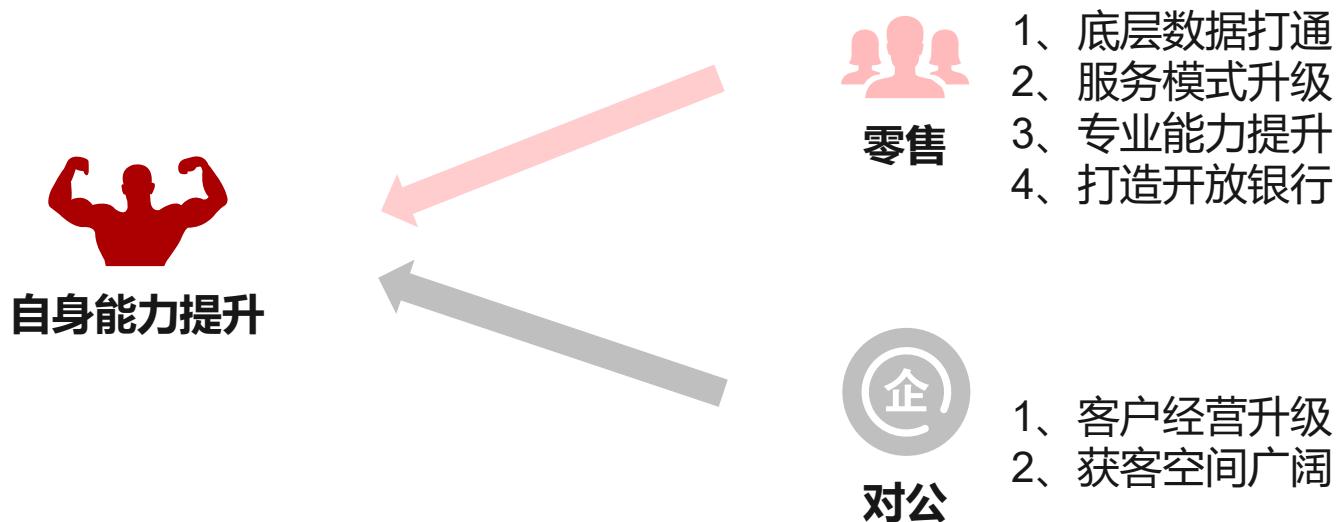


平安集团私行级客户基数庞大（户）



(2) 自身能力提升：零售和对公客户经营能力提升、打法升级。

- 零售：**①**底层数据打通。**即“四通一平”（账户通、数据通、产品通、权益通+一个营销平台），打通场景、权益。②**服务模式升级。**ATO服务模式（AI银行+T远程银行+Offline线下银行），基于客户全生命周期提供陪伴式服务。③**专业能力提升。**以私行财富为例：团队体系来看，平安银行已打造3000余人的财富管理前线队伍、900余人的私人银行家队伍、超100人的投顾专家队伍。平安银行未来重点打造懂保险的“三高”（高质量、高产能、高收入）财富团队，到2023年底有望达4000人，远期有望扩充至1-2万人，三高财富团队的扩张将驱动平安银行追赶头部财富银行。④**打造开放银行。**主动融入开放场景和生态，打造全新增长极。2021年零售开放银行实现互联网获客341万户，占零售总体获客量约30%。
- 对公：**①**客户经营升级。**平安银行提出要将对公“用户转客户”，即通过“星云平台、开放银行、数字口袋”等渠道批量触达客户，并通过匹配产品、权益和客户转介实现用户转化，夯实客群基础。②**获客空间广阔。**平安银行拥有600+万对公用户，且受益于生态扩张仍在快速增长。目前平安银行对公客户数量约50万户，未来从用户到客户的转化空间巨大。

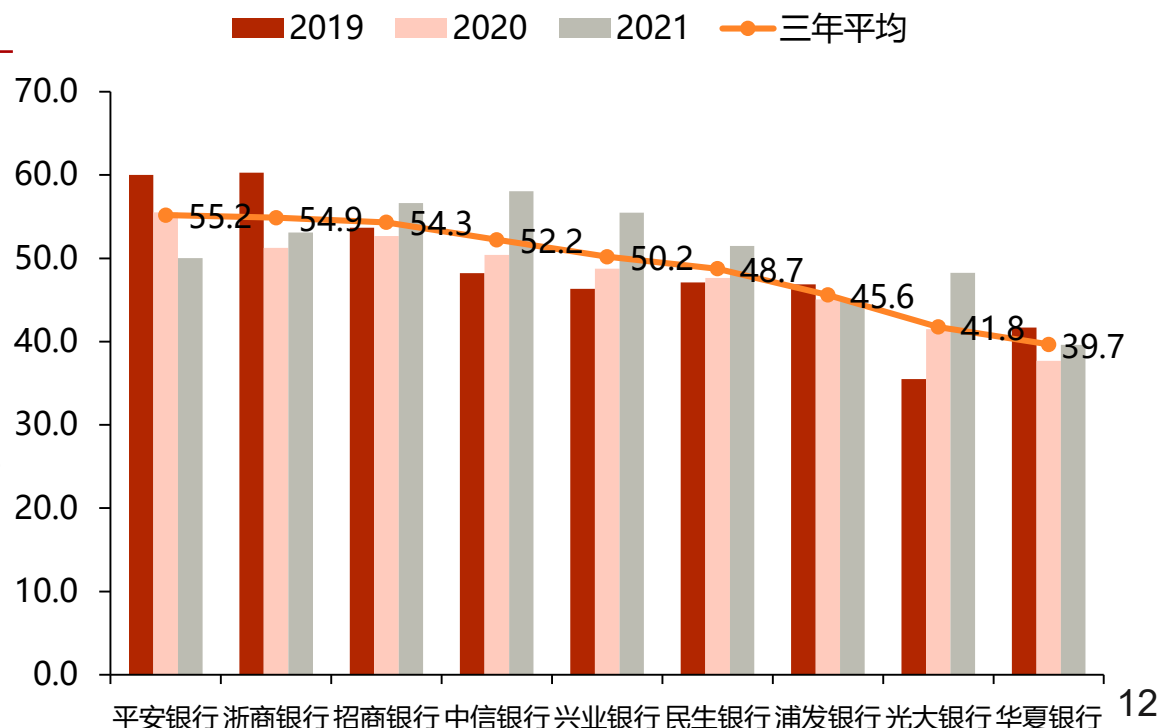


平安银行管理团队优秀，机制灵活进取。

- **优异管理层：**平安集团的优势历史上一直存在，而以谢永林董事长为代表的高管团队使得零售业务做强成为可能。①**业务懂**，董事长是寿险代理人出身，懂得如何撬动代理人积极性；分管零售的行长特别助理蔡新发先生曾在硅谷工作13年，任eBay美国总部首席工程师，是全国性银行管理团队中，最具科技背景的高管；②**基础牢**，董事长拥有集团保险银行证券多元经历，业务协作基础雄厚；③**干劲足**，核心团队年轻化，正值当打之年；④**市场化**：拥有市场化的激励机制，管理团队干劲足、效率高。
- **市场化机制：**平安银行激励机制高度市场化，赋能业务快速发展。2019-2021平安银行平均人均薪酬55万，为上市股份行首位。

姓名	出生年份	银行职务	集团职务	2021年税前薪酬(万)	履历
谢永林	1968	董事长	集团联席CEO 兼集团团体综合金融管理委员会主任。	876	于1994年10月加入中国平安，先后在平安产险、寿险任职。2006年3月至2013年11月先后担任平安银行运营总监、人力资源总监、副行长等职务，并自2013年11月至2016年11月先后担任平安证券董事长特别助理、总经理兼CEO、董事长，2016年9月至今，任平安银行董事长。
胡跃飞	1962	行长		388	1990年至2006年就职于深发展银行，历任支行行长、分行行长、总行行长助理。2006年至2016年任平安银行副行长。2016年至今任平安银行行长。
蔡新发	1971	行长特别助理			曾在硅谷工作13年，任eBay美国总部首席工程师。后于2014年加入平安证券，历任董事长特别助理、副总经理、常务副总经理。2016年加入平安银行。

上市股份行2019-2021年人均薪酬水平 (万元/人)



02

股票：不确定性下降的逻辑

不确定性下降：①地产主动亮出底牌，风险不确定性下降。②零售第二增长曲线形成，盈利增长不确定性下降。



【市场担心】

房地产压力很大、风险可能大幅暴露

【我们认为】

平安银行的地产亮底牌
风险不确定性显著下降

【主要考虑】

地产政策底已出现

今年以来，多地房地产政策已经边际放松

地产底牌彻底清晰

地产敞口规模小、区域分布好、抵押物足

个案影响有望消退

主要涉险的华夏和宝能项目已有处置方案



【市场担心】

集团赋能效果减弱、增长路径不清晰

【我们认为】

平安集团的导流远未结束
零售第二增长曲线已形成

【主要考虑】

平安集团内客户可挖掘空间巨大
私财团队扩张带动财富业务快增

市场担忧：平安银行房地产压力很大、风险可能大幅暴露。主要是华夏幸福债务违约，加上平安集团内有平安不动产，引发了市场对平安系公司，包括平安银行的地产敞口风险压力的担忧。

我们认为：平安银行地产亮底牌，风险不确定性显著下降。

(1) 地产政策底已出现。政府工作报告提出要“因城施策”和“探索地产新发展模式”。今年以来多地“四限”放松，同时首套房按揭贷款利率下限下调20bp、5年期LPR累计下行20bp。从成效来看，6月30大中城市商品房成交面积同比增速较5月大幅修复。

(2) 地产底牌彻底清晰。①**敞口规模小：**截至2022Q1末，平安银行表内承担风险的敞口3455亿，占总资产7%。其中，房地产贷款2928亿，占总贷款9%（房地产开发贷款仅1162亿，占总贷款仅3.7%；其他主要是物业贷款）；表外代销涉房敞口610亿，仅占AUM 1.8%。②**区域分布好：**96%的开发贷项目分布在一二线城市城区、大湾区、长三角。③**抵押物充足：**优选项目且全部落实有效抵押，开发贷平均抵押率达45.9%。

(3) 个案影响有望消退。据发布会披露，平安银行目前主要涉险地产客户为宝能和华夏幸福，其他市场关注的涉险房企推测敞口很少或者没有。①**宝能：**贷款推测基本下迁不良、充分计提、核销大半。目前宝能城贷款已达成司法和解，2022年相关敞口将形成大额压降。同时表外代销产品各管理人采取司法措施、推进资产转让和产品兑付；②**华夏幸福：**已经出台了债务重组方案。

单位：亿元/%	2021A	2022Q1	Δ
承担信用风险的敞口	3,411	3,455	1.3%
占总资产	6.9%	6.8%	-0.2pc
房地产贷款	2,889	2,928	1.3%
占总贷款	9.4%	9.3%	-0.1pc
不良率	0.22%	0.45%	23bp
开发贷	1,152	1,162	0.9%
占总贷款	3.8%	3.7%	-0.1pc
不承担信用风险的敞口	1,207	1,199	-0.7%
占AUM	3.8%	3.6%	-0.2pc
代销信托及基金	689	610	-11.4%
占AUM	2.2%	1.8%	-0.3pc

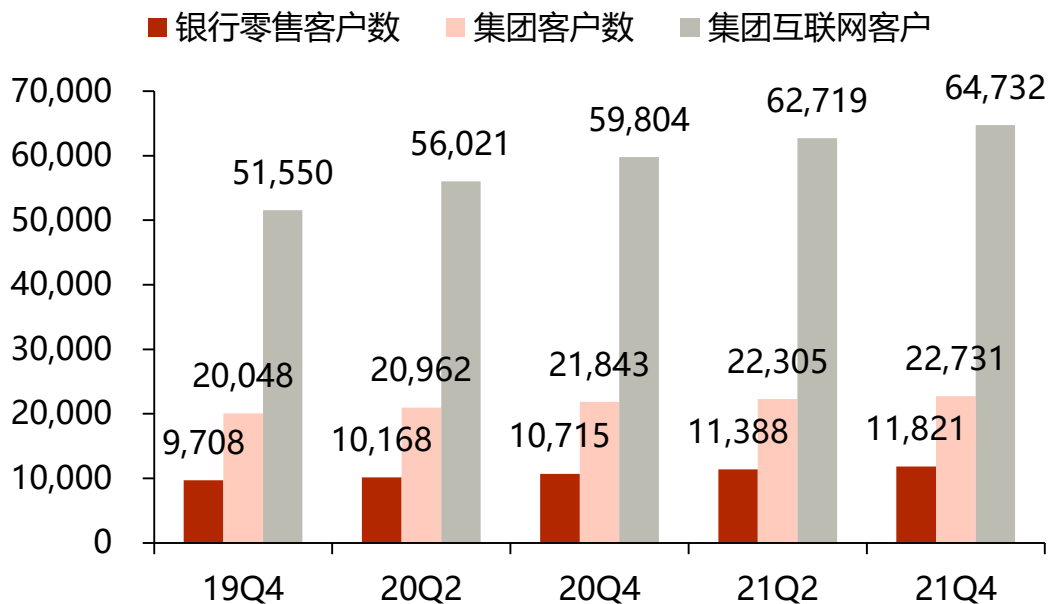
数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：Δ=22Q1相较21A的变化。

市场担忧：集团赋能效果减弱，平安银行增长路径不清晰。 主要考虑：平安集团经营压力加大，寿险代理人持续脱落。

我们认为：集团导流远未结束，零售第二增长曲线已形成。

(1) 平安集团内客户可挖掘空间巨大。 ①平安集团整体客户数量仍在持续增长当中，截至2021年末个人客户数达2.3亿，互联网用户数达6.5亿。②推测银行与集团交叉客户约9000万，集团内客户仍有约1.4亿有待挖掘。同时，集团内私行级客户达22万人，可挖掘的私人银行客户约100万人，而平安银行体内私行客户仅7万人，“金矿”潜力还很大。③核心代理人还在活跃，脱落的主要是低产能的代理人。真实为平安银行做贡献的这部分代理人，在中国平安的职级会更高，服务客户能力更强，对应的薪酬会更高，这部分核心代理人不会轻易脱落，稳定在中国平安和平安银行体内，持续进行客户迁徙工作。平安集团的数据来看，2021年平安寿险代理人渠道人均首年保费同比增超22%，人均产能有效提升；集团综合金融模式持续对平安银行进行赋能，MGM模式新增AUM贡献占比、新获客数贡献占比均维持在50%左右的水平，零售三大产品的贡献占比也至少在20%以上。

集团导流远未结束



数据来源：公司财报，浙商证券研究所。

项目	指标	2017	2018	2019	2020	2021
AUM	MGM模式新增AUM (百万)	99,261	140,359	218,368	246,836	313,574
新增情况	MGM模式新增AUM占比	34.3%	42.5%	38.6%	38.4%	56.2%
	MGM模式新增客户数 (万户)	413	296	249	301	565
客户	MGM模式新增客户数量占比	41.4%	29.8%	27.8%	38.7%	51.0%
新增情况	MGM模式新增财富客户 (万户)	n.a.	n.a.	7.71	7.49	9.94
	MGM模式新增财富客户占比	n.a.	n.a.	41%	48%	60%
新一贷	MGM模式发放额 (百万)	41,416	48,708	68,682	65,083	72,449
	MGM模式发放占比	35.4%	43.4%	61.3%	61.8%	50.0%
零售产品	汽车贷款					
新增情况	MGM模式发放额 (百万)	10,561	34,167	54,676	64,850	64,452
	MGM模式发放占比	8.9%	23.1%	34.9%	29.3%	25.3%
	信用卡					
	MGM模式发放(万张)	679	677	488	325	307
	MGM模式发放占比	45.0%	39.0%	34.1%	32.0%	25.9%

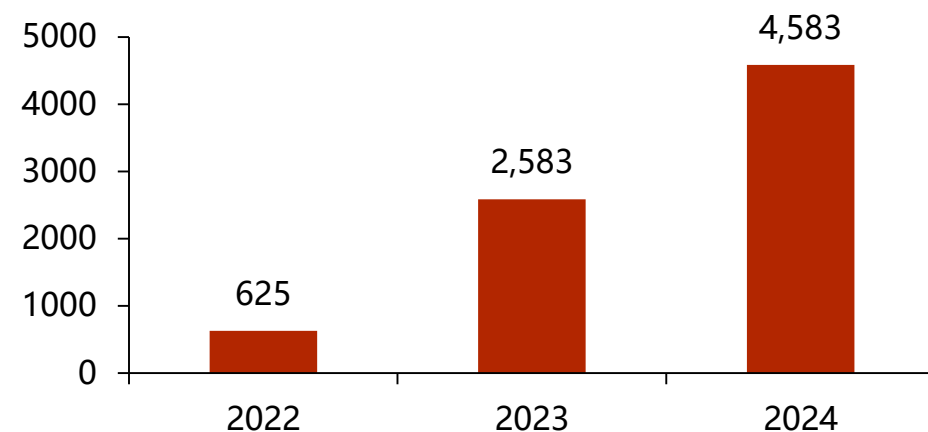
(2) 银保财富团队扩张驱动AUM增长。

AUM增长路径：平安银行未来将从人力、产能两个方面去追赶头部财富管理银行：①**人力方面**，私财团队人数有望在两年内翻倍。平安银行目前私财团队人数约3000人。未来重点打造懂保险的“三高”（高质量、高产能、高收入）财富团队，有望在2023年底达到4000人、远期达到1-2万人。②**产能方面**，人均产能有望进一步提升。一方面懂保险的新银保团队产能有保证，推测高于现有财富管理团队，根据平安票号，目前成员中约45%曾有高素质、高产能团队的管理经验，约36%的个人业绩达MDRT标准及以上；另一方面，随着经验积累、能力提升，现有团队产能有望追赶头部银行。

AUM潜力测算：①考虑产能培育时间，预计银保财富团队扩张成效将在2023年快速释放。假设银保团队和私财团队产能一致（人均非存款AUM不变），2021年存量私财团队3000人，2023年银保团队扩充至4000人，则有望带动非存款AUM增长2.1万亿，对应年化增速36%；假设财富收入/非存款AUM不变，对应增量收入71亿，占2021年营收约4.2%；假设人均成本50万/年，25%所得税率，则对应增量财富管理净利润41亿，占2021年净利润11.4%。②如财富管理团队远期提升至1.3万人，产能不变下，非存款AUM规模达10万亿，对应财富管理收入356亿，占2021年营收的21.0%，财富管理净利润229亿，占净利润的63.2%。

	2021A	2022E	2023E	Δ (2023-2021)	2024E	远期
非存款AUM (亿)	24,123	29,148	44,895	20,772	60,977	104,532
占2021年总资产	49%	59%	91%	42.2pc	124%	212%
财富管理收入 (亿)	82	99	153	71	208	356
占2021年营收	4.8%	5.9%	9.0%	4.2pc	12.3%	21.0%
财富收入/非存款AUM	0.3%	0.3%	0.3%		0.3%	0.3%
财富管理净利润	50	59	92	41	125	229
占2021年净利润	13.9%	16.3%	25.3%	11.4pc	34.5%	63.2%
财富管理团队 (人)	3,000	5,000	7,000	4,000	9,000	13,000
人均非存款AUM (亿)	8.0	8.0	8.0		8.0	8.0

各年度产能提升情况 (人次)



数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：假设银保团队需4个月培训方可产生产能，假设月度团队扩充数目一致。Δ=22E-21A。右图产能代表银保团队年度产能相当于多少位私财队伍人员。

03

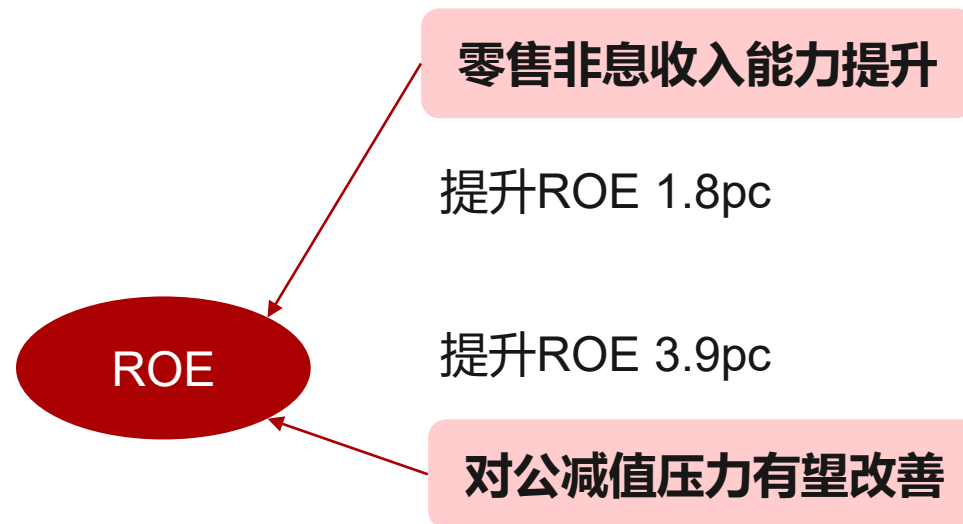
**股价：三年一
倍的驱动因素**

平安银行的盈利能力略低于对标行平均。2021年平安银行ROA 0.77%，较对标行平均低2bp。从不同经营分部来看，平安银行在零售和资金业务上盈利能力均有优势，对公ROA较同业有差距。

展望未来，平安银行盈利能力有望提升。归因财富管理战略推进、对公风险压力改善。以2021年数据静态测算，平安银行ROE有望提升5.7pc至16.5%，其中零售非息收入能力提升带动ROE提升1.8pc、对公减值压力改善带动ROE提升3.9pc。

分部税前ROA	平安	招行	民生	中信	光大	浙商	5家股份行平均	平安-5家股份行
对公	0.49%	1.35%	0.37%	0.94%	0.89%	1.36%	0.98%	-49bp
零售	1.56%	2.81%	1.67%	1.11%	0.71%	1.03%	1.47%	9bp
资金	0.88%	0.56%	-1.51%	0.88%	1.18%	-0.47%	0.13%	75bp
整体税后ROA	0.77%	1.37%	0.50%	0.72%	0.77%	0.60%	0.79%	-2bp

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。



平安银行ROE有望提升5.7pc至16.5%。其中零售非息收入能力提升带动ROE提升1.8pc、对公减值压力改善带动ROE提升3.9pc。

(1) 零售非息收入能力提升。平安银行财富战略推进、财富队伍扩充，有望驱动零售非息收入贡献提升，带动ROE修复。①**中性假设**，如2024年财富管理团队扩充至7000人，如人均产能不变，则可带来非存款AUM 5.6万亿，假设财富管理中收/非存款AUM保持不变，人均成本50万元，可带来增量财富管理中收110亿、增量净利润67亿，对应2021年ROA 14bp，ROE提升1.8pc。②**乐观假设**：如假设平安银行财富管理队伍远期扩充至13000人，可带来增量财富管理中收274亿、增量净利润168亿，对应2021年ROA 36bp，ROE提升4.4pc。

平安银行财富管理团队扩充对盈利能力提振测算

	2021A	短期中性假设		长期乐观假设	
		测算	Δ	测算	Δ
非存款AUM (亿)	24,123	56,286		104,532	
费率	0.34%	0.34%		0.34%	
测算贡献收入 (亿)	82	192		356	
测算贡献净利润 (亿)	50	118		218	
测算对2021年ROA提振	0.11%	0.25%	14bp	0.46%	36bp
测算对2021年ROE提振	1.3%	3.1%	1.8pc	5.7%	4.4pc

平安银行零售分部利润/分部资产和招行对比情况

	2017	2018	2019	2020*	2021*
平安银行					
营业收入	7.4%	6.5%	6.7%	6.3%	5.6%
利息净收入	4.3%	4.1%	4.2%	4.9%	4.4%
非息收入	3.1%	2.4%	2.5%	1.4%	1.3%
营业支出	-3.0%	-2.4%	-2.3%	-2.2%	-2.0%
信用减值	-1.2%	-1.8%	-2.3%	-2.5%	-2.1%
分部利润	3.2%	2.4%	2.1%	1.6%	1.6%
平安银行					
营业收入	102bp	3bp	3bp	-6bp	-83bp
利息净收入	15bp	-17bp	-24bp	71bp	14bp
非息收入	87bp	20bp	27bp	-77bp	-97bp
招商银行					
营业支出	-62bp	-5bp	-2bp	9bp	24bp
信用减值	-2bp	-64bp	-98bp	-100bp	-66bp
分部利润	38bp	-66bp	-96bp	-98bp	-125bp

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。注：Δ=测算情形相较2021A的变化。左表假设40%的成本收入比和25%税率。2020年后平安银行信用卡分期收入由中收调整至利息收入，口径前后不可比。

平安银行ROE有望提升5.7pc至16.5%。其中零售非息收入能力提升带动ROE提升1.8pc、对公减值压力改善带动ROE提升3.9pc。

(2) 对公减值压力有望改善。平安银行当前对公资产质量压力已逐步消化。2021年末，平安银行对公一般贷款不良率仅0.82%，为上市股份行最优水平，较2018年的2.82%大幅下降200bp。如假设平安银行对公信用成本压力回落至上市股份行平均水平，以2021年数据静态测算，有望带动ROA提升31bp，ROE提升3.9pc。

平安银行对公分部利润/分部资产和招行对比情况

		2017	2018	2019	2020	2021
平安银行	营业收入	3.2%	3.0%	3.2%	3.0%	3.3%
	利息净收入	2.5%	1.8%	2.0%	1.8%	1.9%
	非息收入	0.8%	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%
	营业支出	-0.8%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
	信用减值	-1.9%	-2.0%	-2.1%	-2.0%	-2.0%
	分部利润	0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.5%
平安银行	营业收入	-42bp	-90bp	-47bp	-14bp	44bp
	利息净收入	-9bp	-88bp	-49bp	-29bp	0bp
	非息收入	-33bp	-2bp	2bp	15bp	44bp
招商银行	营业支出	14bp	27bp	26bp	16bp	15bp
	信用减值	-51bp	-70bp	-104bp	-122bp	-144bp
	分部利润	-79bp	-133bp	-125bp	-120bp	-86bp

测算对公盈利能力潜在提升空间

	2021A	测算情形	Δ
减值损失/对公资产	-2.0%	-0.9%	105bp
减值损失	-373	-176	-53%
测算贡献净利润	-280	-132	53%
测算贡献ROA	-0.6%	-0.3%	31bp
测算贡献ROE	-7.4%	-3.5%	3.9pc

数据来源：wind，浙商证券研究所。注：Δ=测算情形相较2021A的变化。右表假设25%的所得税率。

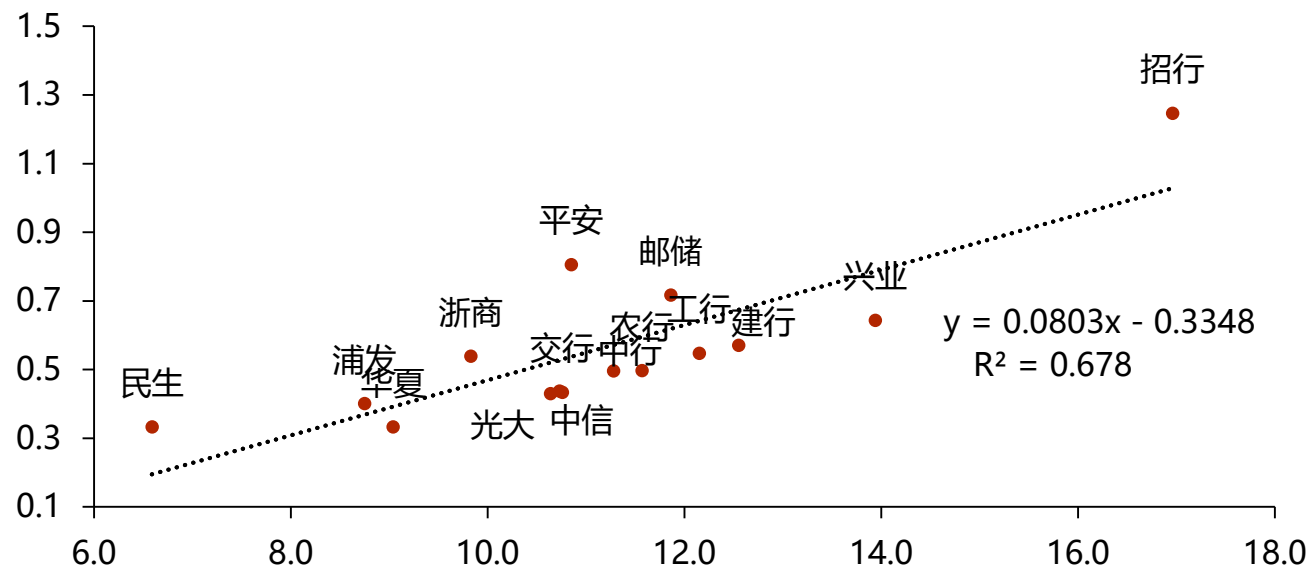
估值提升、盈利增长有望驱动股价三年翻倍。 目标价33.03元/股，对应2024年PB 1.38x，现价空间136%

- **估值提升：**①从PB-ROE传统估值体系来看，如平安银行ROE提升至16.5%，则对应2024年估值1.0x。②从分部估值角度，对于传统业务和新型业务分别估值，合理PB估值为1.4x。综合考虑平安银行零售财富的轻资本效应，我们最终采用1.4x的目标估值。
- **盈利高增：**预计2022-2024年归母净利润增速为29.4%/15.6%/15.4%，对应BPS为18.82/21.18/23.92元，三年增厚43%，为股价上涨打牢“地基”。

股价催化：平安银行股价有望迎来三大催化。

- **最受益零售需求和风险改善。**平安银行非房零售贷款占比为上市行最高（2021年末），有望充分受益于疫情后消费性需求的恢复、零售风险缓释。
- **受益于地产风险压力的缓释。**随着地产托底政策发力，市场对平安银行地产风险担忧有望消退，估值压制因素逐步消除。
- **最受益降拨备率利润弹性大。**监管鼓励拨备较高的优质上市行将实际拨备覆盖率逐步回归合理水平。平安银行前几年大力出清风险，最受益于降拨备的政策，利润弹性大。

上市国股银行PB-ROE



传统业务估值

新型业务估值

分部估值结果

归母净资产	3,255	21A中收	331	21A合理市值	4,666
风险调整后净资产	3,371	测算净利润	149	21A合理PB	1.43
目标PE	7	21A中收增速	11%	BPS 24E	23.92
传统ROE 21A	6.41%	潜在增速预测	20%	24E合理股价	34.29
PB倍数	0.5x	PEG倍数	1.0x	当前目标价	33.5
21A分部市值	1,686	21A分部市值	2,980	24E目标估值	1.38

04

风险提示

- 1、疫情反复等因素导致宏观经济失速。银行作为顺周期行业，基本面表现与宏观经济形势密切相关，如宏观经济失速，则可能对银行业整体基本面造成较大冲击。
- 2、地产风险爆发，导致不良大幅暴露。地产行业作为银行业资产端重要的配置方向，其风险情况对整体银行业资产质量有至关重要的影响。如地产风险超预期爆发，可能导致银行业整体不良大幅暴露。
- 3、集团与银行管理层出现重大调整。若发生，可能对经营管理的稳定性、协同性产生影响。

05

附录

预计2022-2024年归母净利润同比增长29.38%/15.58%/15.40%，对应BPS 18.82/21.18/23.92元股，现价对应PB估值0.74/0.66/0.58倍。维持目标价33.03元/股，对应22年PB 1.76x，现价空间136%。

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	169,383	187,575	211,830	238,521
(+/-)	10.32%	10.74%	12.93%	12.60%
归母净利润	36,336	47,010	54,333	62,703
(+/-)	25.61%	29.38%	15.58%	15.40%
每股净资产 (元)	16.77	18.82	21.18	23.92
P/B	0.83	0.74	0.66	0.58

资料来源：wind，浙商证券研究所。

资产负债表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	312,033	342,827	377,110	414,821
同业资产	179,076	196,984	210,772	231,850
贷款总额	3,063,448	3,492,331	3,911,410	4,380,780
贷款减值准备	-89,256	-102,533	-117,007	-130,577
贷款净额	2,984,753	3,389,797	3,794,404	4,250,203
证券投资	1,282,889	1,384,817	1,489,104	1,592,896
其他资产	162,629	214,970	237,500	262,513
资产合计	4,921,380	5,529,396	6,108,890	6,752,283
同业负债	573,390	642,197	706,416	777,058
存款余额	2,961,819	3,376,474	3,714,121	4,085,533
应付债券	823,934	922,806	1,038,626	1,168,983
其他负债	166,789	152,829	168,840	186,544
负债合计	4,525,932	5,094,306	5,628,004	6,218,118
股东权益合计	395,448	435,090	480,886	534,165

利润表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	120,336	129,765	144,165	160,506
净手续费收入	33,062	37,029	44,806	52,871
其他非息收入	15,985	20,781	22,859	25,144
营业收入	169,383	187,575	211,830	238,521
税金及附加	-1,644	-1,809	-2,061	-2,324
业务及管理费	-47,937	-53,086	-59,950	-67,504
营业外净收入	-106	0	0	0
拨备前利润	119,696	132,681	149,818	168,694
资产减值损失	-73,817	-72,948	-80,780	-89,021
税前利润	45,879	59,733	69,038	79,673
所得税	-9,543	-12,723	-14,705	-16,970
税后利润	36,336	47,010	54,333	62,703
归属母公司净利润	36,336	47,010	54,333	62,703
归属母公司普通股股东净利润	33,487	44,161	51,484	59,854

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
业绩增长				
利息净收入增速	6.05%	7.84%	11.10%	11.33%
手续费净增速	11.47%	12.00%	21.00%	18.00%
非息净收入增速	22.40%	17.87%	17.05%	15.30%
拨备前利润增速	11.69%	10.85%	12.92%	12.60%
归属母公司净利润增速	25.61%	29.38%	15.58%	15.40%
盈利能力				
ROAE	10.81%	12.79%	13.27%	13.68%
ROAA	0.77%	0.90%	0.93%	0.98%
RORWA	1.08%	1.25%	1.30%	1.36%
生息率	4.98%	4.89%	4.89%	4.90%
付息率	2.24%	2.19%	2.19%	2.19%
净利差	2.75%	2.70%	2.70%	2.71%
净息差	2.81%	2.75%	2.74%	2.75%
成本收入比	28.30%	28.30%	28.30%	28.30%
资本状况				
资本充足率	13.34%	13.11%	13.03%	13.00%
核心资本充足率	10.56%	10.49%	10.54%	10.63%
风险加权系数	72.47%	71.84%	71.84%	71.84%
股息支付率	12.18%	12.10%	12.10%	12.10%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
资产质量				
不良贷款余额	31,275	34,890	40,179	44,417
不良贷款净生成率	1.80%	1.68%	1.68%	1.68%
不良贷款率	1.02%	1.00%	1.03%	1.01%
拨备覆盖率	288%	294%	291%	294%
拨贷比	2.94%	2.94%	2.99%	2.98%
流动性				
贷存比	103.43%	103.43%	105.31%	107.23%
贷款/总资产	62.25%	63.16%	64.03%	64.88%
平均生息资产/平均总资产	90.55%	90.37%	90.50%	90.76%
每股指标 (元)				
EPS	1.73	2.28	2.65	3.08
BVPS	16.77	18.82	21.18	23.92
每股股利	0.23	0.29	0.34	0.39
估值指标				
P/E	8.10	6.14	5.27	4.53
P/B	0.83	0.74	0.66	0.58
P/PPOP	2.26	2.04	1.81	1.61
股息收益率	1.63%	2.10%	2.43%	2.80%

行业的投资评级

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

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

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

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

法律声明及风险提示

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

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

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

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

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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