

平安银行(000001)

报告日期: 2022年12月30日

地产与零售反转弹性最大的银行

——平安银行重大推荐

投资要点

- **平安银行是地产与零售反转弹性最大的银行，重点推荐，现价空间 60%。**
- **短期：真实利润和情绪修复弹性最大**
 疫情放开、地产化险、支持民营，平安银行真实利润增速和情绪修复弹性最大。
 (1) **疫情放开：零售盈利充分受益于疫情放开，需求、风险、财富共振改善。**
 ① **需求：平安银行零售贷款增速有望迎来底部反转，弹性强于其他银行。**主要是参考海外经验，新加坡、日本防疫放开后零售贷款增速呈现回升态势。新加坡信用卡贷款同比增速从疫情严重时的-36%大幅回升至放开后的26%，日本消费贷同比增速从疫情严重时的-4.9%回升至放开后的0.7%。考虑到我国地产销售企稳改善需要时间，居民消费与经营性贷款有望迎来更快、更有弹性的改善。截至2022H1末，平安银行零售贷款、非按揭零售贷款、消费金融贷款分别占比60.0%、51.2%、45.8%，分别居于上市银行第一、第二、第一位。2022年以来受疫情和地产影响，平安银行的零售贷款增速从21A末的19%回落至22Q3末的9%，随着需求修复，未来有望回升至15%的增速中枢。
 ② **风险：平安银行零售贷款风险有望高位回落，驱动零售业务利润修复。**疫情放开后，随着社会生产消费场景的修复，零售风险有望回落。这在新加坡的情况中得到印证，21Q3放宽防疫举措后，新加坡信用卡贷款的展期率、核销率分别由33%、4.8%下降至29%、3.5%。参照业内客户质量较好的招行：招行22Q1-3信用卡不良生成率较疫情冲击前的21Q1-3同比上升了49bp。如假设平安银行消费金融不良生成率和信用成本均改善49bp，以22Q1-3数据测算，可贡献平安银行净利润40亿，带动净利润增速提高10.9pc至36.8%。
 ③ **财富：私财业务前期受疫情和资本市场影响，未来成长性有望能重塑。**22Q1-3平安银行财富中收同比负增21%；AUM同比增速16%，环比回落1pc。主要受两个层面影响，一是前期疫情反复，私财线下展业渠道受影响；二是居民风险偏好下降，资本市场表现不佳。平安银行提出新银保的财富增长点，并且人手有序扩充，随着展业场景修复与资本市场回暖，平安银行财富管理成长性有望重塑。
 (2) **地产风险：表面对公地产占比高，但实际风险敞口低，估值修复弹性大。**
 ① **地产风险迎行业性改善：**随着如“地产十六条”等地产托底政策的持续加码，地产领域的风险有望逐步向好。22H2房企的暴雷频次已经较22H1、21H2有所回落。
 ② **平安地产敞口优于预期：**市场担心平安银行对公涉房占比高、风险压力大，导致平安银行估值持续承压。但实际上，平安银行对公涉房风险敞口占比低，地产风险表现有望优于市场预期，驱动估值修复。22Q3末平安银行表内对公涉房贷款占比8.9%，但其中，风险较高的开发贷仅占3.1%，且97%分布在一、二线城市及大湾区、长三角等优质区位。平安银行主要涉险客户为宝能、华夏幸福，均已出台处置方案。
 ③ **平安估值的修复弹性大：**截至最新平安银行23年PB估值0.62x，而2021年9月恒大暴雷前，平安银行22年PB估值1.02x。即便平安银行估值修复50%，PB估值水平仍未达到1.0x。
 (3) **民营回暖：政策吹起民营经济暖风，平安银行作为民营银行将充分受益。**2022年中央经济工作会议明确提出支持民营经济和民营企业发展壮大。
- **长期：零售的第二增长曲线正在形成**
 (1) **表内：表内零售增长动能强劲。①聚焦消金，韧性凸显：**房贷不炒下，按揭需求存不确定性，平安银行聚焦消金类业务，零售中长期增长动能韧性足。
 ② **科技强大，孕育新机：**平安银行科技实力领先，有望充分受益互金监管加严后溢出的市场份额。
 ③ **零售增长，提振盈利：**以22H1数据测算，如零售盈利能力回到19H1水平，可带动ROA（年化，下同）、ROE提升15bp、2pc。
 (2) **表外：财富管理新增长点形成。**新银保业务有望助力平安银行追赶头部的财富管理银行，提振盈利能力。简单测算，假设平安银行零售非息收入/零售总资产达到招行水平，以22H1数据测算，有望带动ROA、ROE提升19bp、3pc。（详见2022年07月21日报告《平安银行：基本面反转的成长性零售银行》）
- **估值：当前性价比最高的优质银行股**
 当前平安银行估值处于历史低位，后续修复空间仍然巨大。从分部估值的角度来看，对于平安银行传统业务和新型业务分别估值，分部估值结果为PB估值1.13倍。谨慎起见，给予平安银行2023年PB估值1.0倍，空间60%。
- **盈利预测与估值**
 平安银行是地产与零售反转弹性最大的银行。预计22-24年归母净利润同比增长25.8%/15.3%/15.5%，BPS 18.78/21.11/23.81元，现价对应PB估值0.69/0.62/0.55倍。上调目标价至21.11元/股，对应2023年PB 1.00倍，现价空间60%。
- **风险提示：疫情风险失控、地产风险失控、核心管理层变化。**

投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁
 执业证书号：S1230520100001
 021-80108037
 liangfengjie@stocke.com.cn

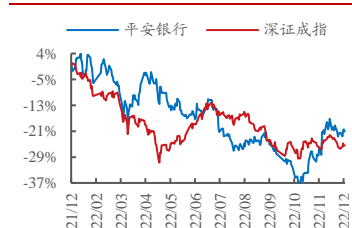
分析师：邱冠华
 执业证书号：S1230520010003
 02180105900
 qiuguanhua@stocke.com.cn

分析师：陈建宇
 执业证书号：S1230522080005
 15014264583
 chenjianyu@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥13.16
总市值(百万元)	255,381.88
总股本(百万股)	19,405.92

股票走势图



相关报告

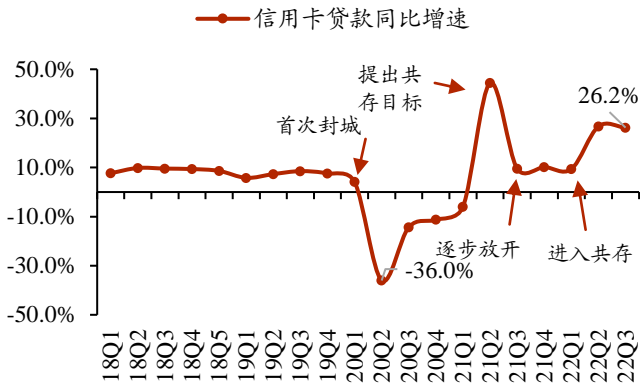
- 1 《零售动能修复，经营韧性十足——平安银行2022年三季度报点评》2022.10.25
- 2 《五位一体打开增长空间——平安银行更新报告》2022.08.21
- 3 《盈利保持高增长，疫后修复潜力股——平安银行2022年中报点评》2022.08.18
- 4 《平安银行：基本面反转的成长性零售银行》2022.07.21

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	169,383	184,115	205,320	233,118
(+/-) (%)	10.32%	8.70%	11.52%	13.54%
归母净利润	36,336	45,729	52,705	60,893
(+/-) (%)	25.61%	25.85%	15.26%	15.53%
每股净资产(元)	16.77	18.78	21.11	23.81
P/B	0.78	0.69	0.62	0.55

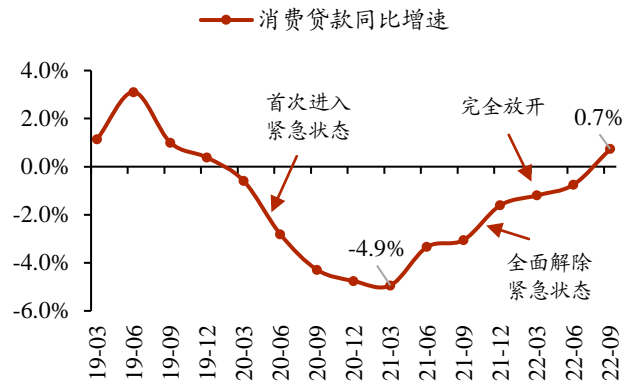
资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图1: 新加坡疫情放开后, 信用卡贷款同比增速大幅回升



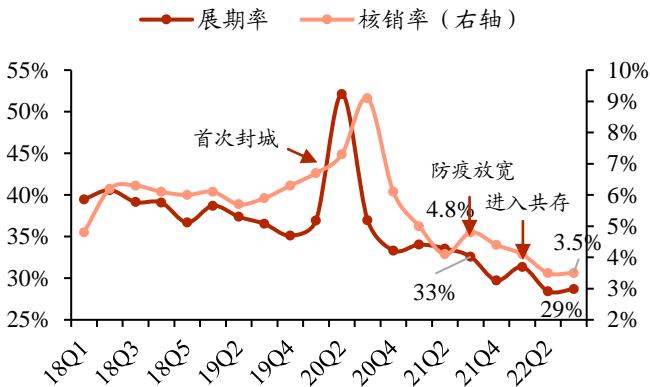
资料来源: 新加坡金融监管局, 浙商证券研究所

图2: 日本疫情放开后, 消费贷款同比增速回升



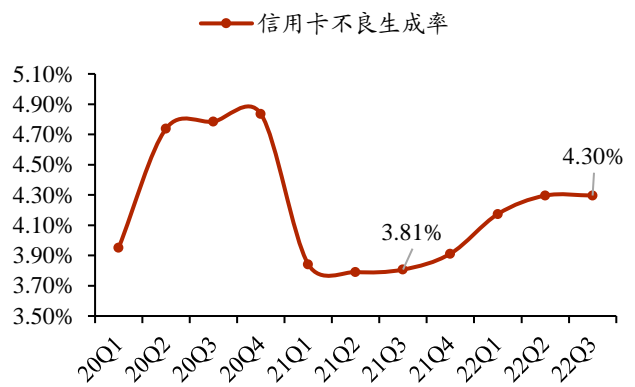
资料来源: 日本央行, 浙商证券研究所

图3: 新加坡疫情放开后, 展期率、核销率均有所回落



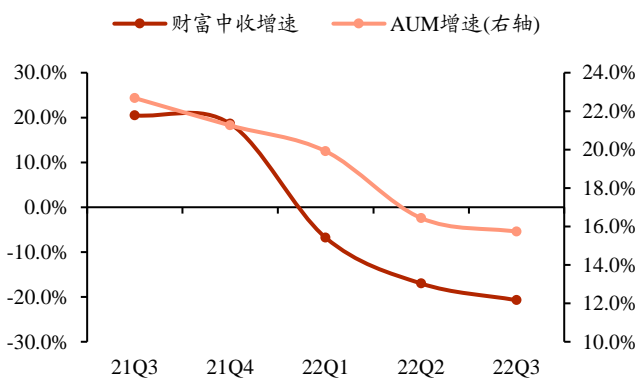
资料来源: 新加坡金融监管局, 浙商证券研究所

图4: 招行信用卡累计不良生成率变化



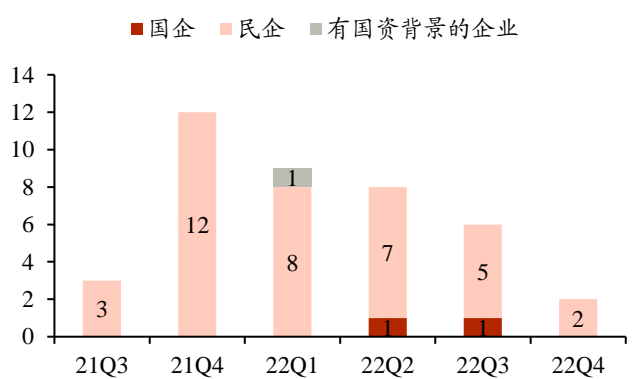
资料来源: 公司财报, 浙商证券研究所

图5: 平安银行财富中收、AUM同比增速情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 22H2以来, 地产暴雷节奏已经趋缓



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表1: 平安银行零售贷款占比排名上市银行最前列

	22H1 零售贷款占比	22H1 非房零售占比	22H1 消费金融贷款占比
平安银行	60.0%	51.2%	45.8%
常熟银行	59.5%	51.9%	13.5%
邮储银行	56.5%	24.6%	9.2%
瑞丰银行	56.1%	38.2%	14.0%
招商银行	52.1%	28.7%	18.4%
渝农商行	44.3%	28.2%	12.9%
张家港行	43.7%	34.0%	8.7%
光大银行	42.1%	25.5%	18.7%
中信银行	41.8%	22.2%	15.1%
民生银行	41.7%	27.6%	13.2%
兴业银行	40.4%	17.2%	12.2%
长沙银行	40.3%	25.1%	17.5%
建设银行	40.2%	8.0%	6.5%
农业银行	40.0%	11.5%	8.6%
浦发银行	38.9%	20.6%	12.1%
厦门银行	37.6%	21.0%	4.1%
杭州银行	36.7%	23.6%	9.0%
工商银行	36.4%	7.6%	3.9%
江苏银行	36.3%	20.4%	18.0%
苏州银行	36.1%	21.9%	6.4%
宁波银行	35.9%	31.4%	23.6%
北京银行	33.9%	14.5%	6.2%
交通银行	33.1%	11.6%	8.5%
西安银行	31.8%	18.4%	14.9%
沪农商行	31.7%	13.6%	7.2%
上海银行	30.1%	17.5%	12.2%
重庆银行	28.9%	16.2%	9.7%
青岛银行	28.7%	11.1%	6.9%
青农商行	28.3%	14.9%	1.0%
南京银行	27.8%	18.4%	15.1%
浙商银行	26.2%	19.6%	7.5%
郑州银行	25.3%	12.7%	2.8%
苏农银行	24.7%	15.6%	3.9%
兰州银行	24.4%	9.7%	6.7%
成都银行	22.8%	4.1%	2.5%
江阴银行	22.6%	11.9%	3.8%
无锡银行	21.4%	7.4%	3.3%
贵阳银行	17.6%	10.5%	3.2%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注: 消费金融贷款占比=零售贷款-按揭贷款-经营贷款。平安银行经营贷款采用其他贷款口径。

表2: 平安银行涉房敞口情况

单位: 亿元/%	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
承担信用风险的敞口	3,411	3,455	3,414	3,353
占总资产	6.9%	6.8%	6.7%	6.5%
房地产贷款	2,889	2,928	2,980	2,940
占总贷款	9.4%	9.3%	9.2%	8.9%
不良率	0.22%	0.45%	0.77%	0.72%
开发贷	1,152	1,162	1,058	1,008
占总贷款	3.8%	3.7%	3.3%	3.1%
不承担信用风险的敞口	1,207	1,199	1,092	1,054
占 AUM	3.8%	3.6%	3.1%	3.0%
代销信托及基金	689	610	526	452
占 AUM	2.2%	1.8%	1.5%	1.3%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 平安银行分部估值情况

传统业务估值		新型业务估值		分部估值结果	
22Q3 末归母净资产	3,554	22Q1-3 TTM 中收	300	22Q3 合理市值	4,019
22Q3 末风险调整后净资产	3,670	测算净利润	135	22Q3 合理 PB	1.13x
表内业务 PE	6x	22Q1-3 TTM 中收增速	-7.0%	BPS 23E	21.11
传统业务 ROE 2022E	9.0%	潜在增速预测	15%	23E 合理股价	23.87
PB 倍数 (PE × ROE)	0.54x	PEG 倍数	15	目标价	21.11
22Q3 分部估值	1,993	22Q3 分部估值	2,026	目标价对应 2023 年 PB	1.00x

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 测算框架、思路详见 2021 年 8 月 6 日报告《财富管理, 价值重估——重构银行估值体系》。

表附录：报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	312,033	330,798	370,494	414,953
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	-104,635	-118,874	-135,271
贷款净额	2,984,753	3,387,695	3,792,536	4,245,509
证券投资	1,282,889	1,253,258	1,378,001	1,511,334
其他资产	162,629	209,077	232,662	259,030
资产合计	4,921,380	5,377,812	5,984,466	6,662,676
同业负债	573,390	630,729	693,802	763,182
存款余额	2,961,819	3,258,001	3,648,961	4,086,836
应付债券	823,934	906,327	996,960	1,096,656
其他负债	166,789	148,301	165,146	183,918
负债合计	4,525,932	4,943,358	5,504,869	6,130,593
股东权益合计	395,448	434,454	479,597	532,083

利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	120,336	130,724	142,704	159,653
净手续费收入	33,062	29,095	33,459	38,478
其他非息收入	15,985	24,297	29,157	34,988
营业收入	169,383	184,115	205,320	233,118
税金及附加	-1,644	-1,732	-1,951	-2,193
业务及管理费	-47,937	-52,106	-58,107	-65,975
营业外净收入	-106	0	0	0
拨备前利润	119,696	130,277	145,262	164,951
资产减值损失	-73,817	-72,172	-78,292	-87,578
税前利润	45,879	58,105	66,970	77,373
所得税	-9,543	-12,376	-14,265	-16,481
税后利润	36,336	45,729	52,705	60,893
归属母公司净利润	36,336	45,729	52,705	60,893
归属母公司普通股股东净利润	33,487	43,700	50,676	58,864

主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
业绩增长				
利息净收入增速	6.05%	8.63%	9.16%	11.88%
手续费净增速	11.47%	-12.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	22.40%	8.86%	17.28%	17.33%
拨备前利润增速	11.69%	8.84%	11.50%	13.55%
归属母公司净利润增速	25.61%	25.85%	15.26%	15.53%
盈利能力				
ROAE	10.81%	12.67%	13.09%	13.50%
ROAA	0.77%	0.89%	0.93%	0.96%
RORWA	1.08%	1.22%	1.27%	1.32%
生息率	4.98%	4.96%	4.90%	4.91%
付息率	2.24%	2.18%	2.19%	2.18%
净利差	2.75%	2.76%	2.72%	2.73%
净息差	2.81%	2.81%	2.78%	2.80%
成本收入比	28.30%	28.30%	28.30%	28.30%
资本状况				
资本充足率	13.34%	13.15%	12.98%	12.86%
核心资本充足率	10.56%	10.52%	10.49%	10.50%
风险加权系数	72.47%	73.16%	73.16%	73.16%
股息支付率	12.18%	12.10%	12.10%	12.10%

主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
资产质量				
不良贷款余额	31,275	35,752	39,789	44,677
不良贷款净生成率	1.80%	1.80%	1.60%	1.60%
不良贷款率	1.02%	1.02%	1.02%	1.02%
拨备覆盖率	288%	293%	299%	303%
拨贷比	2.94%	3.00%	3.04%	3.09%
流动性				
贷存比	103.43%	107.19%	107.19%	107.19%
贷款/总资产	62.25%	64.94%	65.36%	65.75%
平均生息资产/平均总资产	90.55%	91.17%	91.31%	90.61%
每股指标 (元)				
EPS	1.73	2.25	2.61	3.03
BVPS	16.77	18.78	21.11	23.81
每股股利	0.23	0.29	0.33	0.38
估值指标				
P/E	7.63	5.79	4.99	4.30
P/B	0.78	0.69	0.62	0.55
P/PPOP	2.13	1.94	1.74	1.53
股息收益率	0.02	0.02	0.03	0.03

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>