

- 在当前经济转型的大背景下，平安银行顺应时代大势，发展大财富生态链。中长期的战略布局，主要表现为以下三大主线。
- 一是零售转型积累了客户、增厚了息差。**2016年启动零售转型以来，零售端通过消金产品引领客户入行；同时高收益的零售产品矩阵，配合不断提升的零售贷款占比，则持续助力息差提升。信用卡业务通过做精产品与服务，使交易规模稳步提升，在按揭需求不稳背景下，信用卡增长韧性尤为可贵。
- 二是对公重启把握住新经济，同时助力大财富。**对公业务重启之后，行研式发展对公信贷，使走向新经济领域的对公贷款能够保持良好资产质量。同时深化推进复杂投融，一方面，房地产动能式微之后，可对接新经济直接融资需求；另一方面，也可为私行产品提供优质底层资产。
- 三是大财富生态链轮动，息差、中收两方面均有助益。**从财富管理成长空间来看，在集团导流的加持之下，平安银行零售 AUM 增速有望维持较高水平。在利润表上的表现中，利息收入上，存款沉淀能力提升，支撑息差领先的同时，也有助于资产端降低风险偏好，从而降低信用成本。非息收入上，复杂投融、财富管理两端协同发展对中收获取更具放大效应；另外，表外业务还具有轻资本消耗属性，助力平安银行的轻资本转型。
- 中期来看，战略潜力将逐步显现；短期来看，经济复苏或推动景气向上。
- 地产风险有望缓释，零售资产质量迎来修复机会。**当前随着销售+融资政策双管齐下，地产行业有望迎来周期性复苏，从而有望化解银行资产质量压力。而随着疫情管控政策的优化，零售端资产质量也将稳中向好。
- 盈利能力保持优于可比同业，拨备计提保持充分。**在零售转型的总体战略之下，平安银行实现了优于可比同业均值的业绩。同时在充分计提了拨备的前提下，资产质量的好转，或为业绩释放带来空间。
- 投资建议：地产压制放松，大财富建设腾飞**

短期来看，平安银行拨备厚实，且随着地产风险逐渐消解、疫情管控政策优化，资产质量有望好转，市场表现或将回升。中长期来看，平安银行成长主线明确，零售端以私行为主建设财富管理，对公端复杂投融渐起发力，同时融合两端打造大财富生态链，有望长期支撑负债成本不断降低、中收贡献持续提升。考虑到大财富业务的轻资本属性，分部使用 PE 估值法，随着大财富战略成果不断落地，估值空间将被进一步打开。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.35 元、2.85 元和 3.59 元，2023 年 2 月 8 日收盘价对应 0.7 倍 22 年 PB，维持“推荐”评级。

- 风险提示：**宏观经济波动超预期；转型进度不及预期；资本补充面临压力；地产行业改善不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	169,383	179,895	199,800	226,116
增长率 (%)	10.3	6.2	11.1	13.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	36,336	45,516	55,266	69,594
增长率 (%)	25.6	25.3	21.4	25.9
每股收益 (元)	1.87	2.35	2.85	3.59
PE	7	6	5	4
PB	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 2 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

14.04 元



分析师 余金鑫

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

相关研究

- 平安银行 (000001.SZ) 2022 年三季报点评: 信贷结构优化, 切实服务实体-2022/10/25
- 平安银行 (000001.SZ) 2022 年中报点评: 利润保持高增, 零售深化转型-2022/08/18
- 平安银行 (000001.SZ) 2022 年一季报详解: 业绩立标杆, 质效双提升-2022/04/27
- 平安银行 (000001) 2021 年年报详解: 财富管理突破, 资产质量向好-2022/03/11
- 平安银行: 营收上行, 拨备大增——2021 年业绩快报点评-2022/01/17

目录

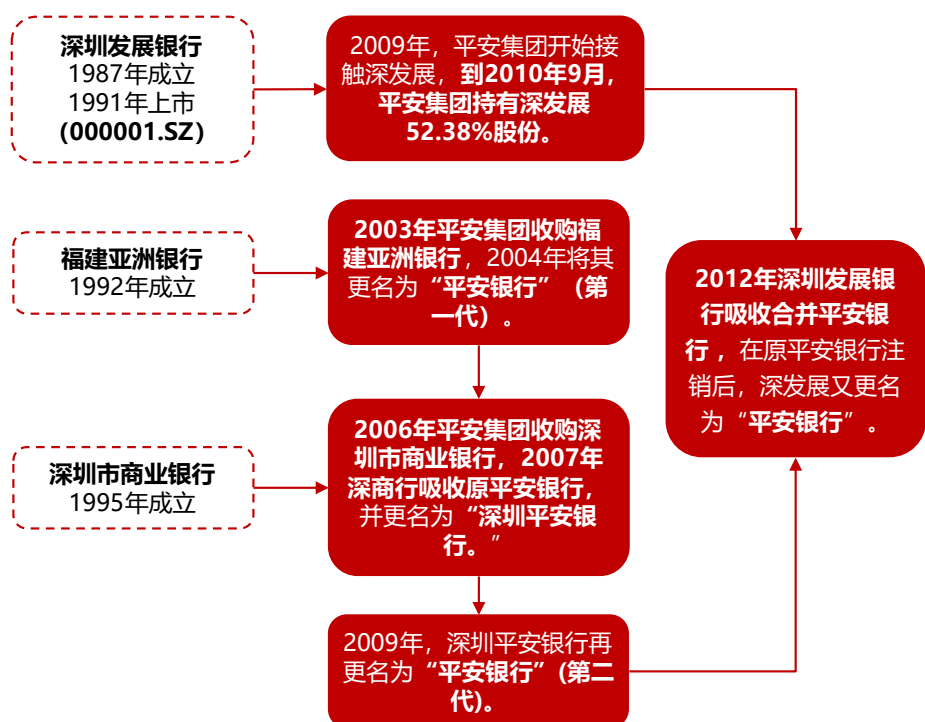
1 从深发展到平安银行，从对公先行到零售转型	3
1.1 2012 年之前：深发展结缘平安，吸收合并获新生	3
1.2 2012-2016：对公先行，资产质量现危机	3
1.3 新任管理层到位，开启零售转型	4
2 私行财富加复杂投融，大财富战略逐渐清晰	6
2.1 经济换锚：新动能引领新融资需求	6
2.2 银行业务亟待转型：股份行宜发展大财富生态链	7
2.3 平安银行：战略路线清晰，集团赋能强劲	9
3 业绩增长主线：零售转型、对公重启、生态链循环	15
4 零售转型：积累客户，增厚息差	17
4.1 零售启航：资产拉动负债，提息差、拓客户	17
4.2 信用卡：占比高于同业，交易量增速不凡	19
5 对公重启：拥抱新经济，助力大财富	21
5.1 行业银行：以行研模式引领新信贷业务	21
5.2 复杂投融：用集团的表，做大银行的业务	22
6 大财富：从表内至表外，全面贡献营收	24
6.1 财富管理：市场广阔，背靠集团大有可为	24
6.2 AUM 结构优化，财富中收贡献稳定	28
6.3 对公零售协同，助推打造高水平零售银行	29
7 地产风险有望缓解，疫后零售资产质量修复	30
7.1 对公：地产风险有望缓解	30
7.2 零售：疫后复苏带来修复机会	31
7.3 不良认定严格，拨备安全垫厚	32
8 业绩表现优于可比同业	33
8.1 盈利能力领先可比同业平均水平	33
8.2 对公低成本，零售高收益，利好息差领先	34
8.3 大财富生态加持，中收增长潜力更大	36
9 盈利预测与投资建议	37
9.1 盈利预测假设与业务拆分	37
9.2 估值分析与投资建议	37
10 风险提示	40
插图目录	42
表格目录	43

1 从深发展到平安银行，从对公先行到零售转型

1.1 2012 年之前：深发展结缘平安，吸收合并获新生

2012 年，原平安银行+深发展=新平安银行。平安集团为了完善自身的综合金融布局，在 2003 年、2006 年分别通过收购福建亚洲银行和深圳市商业银行，进行了一代和二代平安银行的组建。2012 年平安集团又完成了对深圳发展银行的控股，并通过深发展吸收原平安银行完成了新平安银行的组建。

图1：平安银行发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

1.2 2012-2016：对公先行，资产质量现危机

迎来“民生系”管理层。2012 年 10 月，原民生银行副行长邵平就职平安银行行长。另外，原民生银行风险管理部总经理赵继臣、科技部总经理张金顺、运营部总经理孙先朗也入职平安银行，分管风险条线、科技和人事、运营和财务业务。

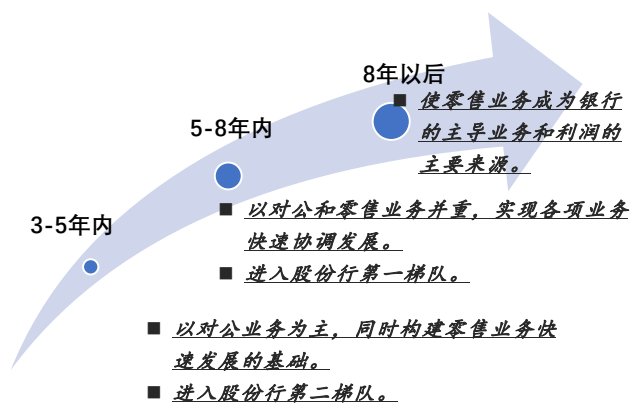
表1：平安银行过往管理层简历

姓名	原任民生银行职务	平安银行职务
邵平	总行副行长，主管风控工作	行长
赵继臣	风险管理部总经理	副行长，分管风险条线
张金顺	科技部总经理	行长助理，分管科技和人事
孙先朗	运营部总经理	行长助理，分管运营和财务

资料来源：Wind，公司财报，民生证券研究院

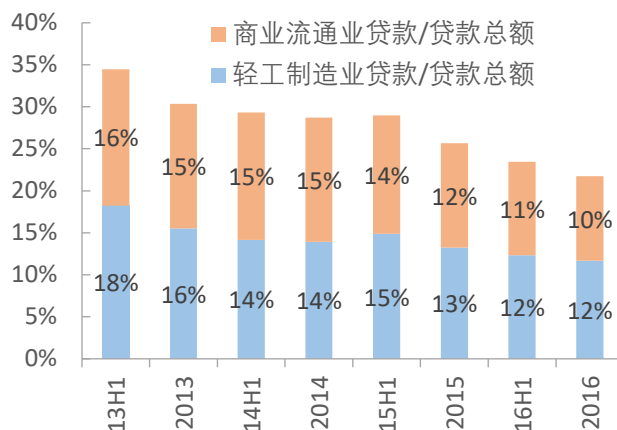
第一步对公业务先行，复制民生银行小微道路。2012年底，合并之初的平安银行针对后续发展制定了“三步走”战略规划。其中第一步，是要在3-5年内先以对公业务为主，为零售业务发展打下基础。另外，民生银行在2009年起将打造“小微企业银行”作为公司重要战略定位，并在小微企业贷款上迅速实现跨越式进步。“民生系”高管到任后，对平安银行的公司业务基本采取复制民生小微业务模式，对公业务大力发展小企业金融，公司类贷款投放倾向于轻工制造业和商业流通行业。

图2：平安银行三步走战略规划



资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

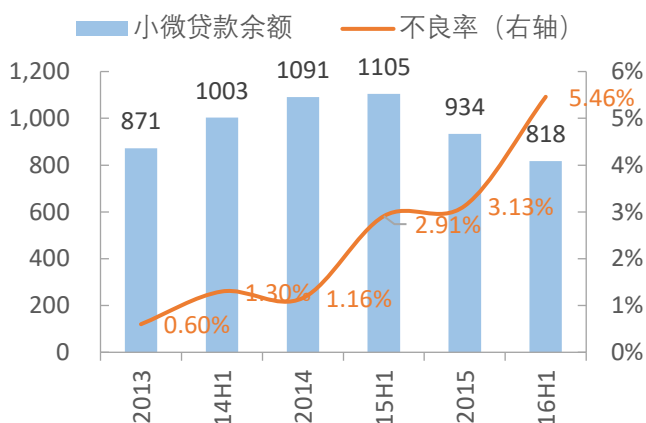
图3：2013-16年贷款投放倾向轻工制造与商业流通业



资料来源：公司财报，民生证券研究院

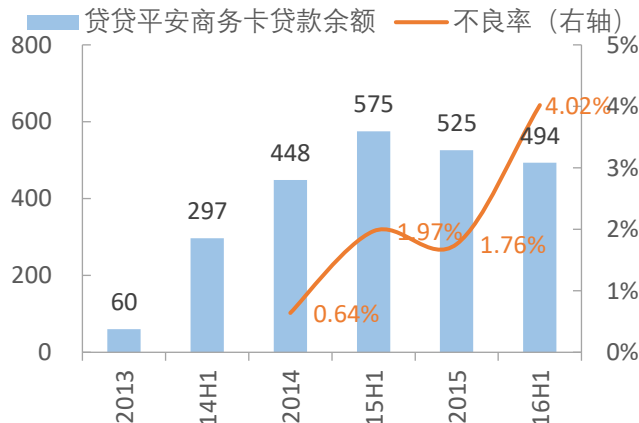
小微道路刚有起色，却遇上了宏观经济寻底过程，中小微企业贷款资产质量急转直下。2013年、2014年两年内，小企业金融发展均取得较好进展，小微金融拳头产品——“贷贷平安”卡的存、贷款规模均有较好增长。但随着风险偏好提升、客群逐渐下沉，以及宏观经济下行，小微业务资产质量危机逐渐显现。截至2016年6月末，小企业贷款及贷贷平安卡贷款的不良率分别达到了5.46%、4.02%。

图4：小微贷款余额（亿元）及不良率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图5：贷贷平安卡贷款余额（亿元）及不良率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

1.3 新任管理层到位，开启零售转型

新一届管理层：公司内部长期任职，零售转型战略执行定力强。2016年底，

谢永林、胡跃飞分别就任平安银行董事长、行长。**从工作经历来看**，谢永林长期此前在平安集团内长期任职，且曾于平安银行与深发展“两行整合”期间担任深发展副行长，可有力促进银行发展路径与集团战略进一步契合。胡跃飞则是“深发展系”老将，于1990年便已进入深发展银行。

业务能力方面，谢永林任职平安集团多年，从寿险代理人到董事长秘书再到平安证券董事长，基层调动到业务协同均擅长；行长胡跃飞则为深发展老员工，多年深耕银行业；分管大零售板块的行长特别助理蔡新发拥有13年硅谷工作经历，科技背景强。

表2：平安银行现任管理层简历

姓名	职务	出生年份	简历
谢永林	董事长	1968	于1994年加入中国平安，从基层业务员做起，先后任职于平安产险、寿险。2005-2006年任中国平安发展改革中心副主任，2006-2013年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2013-2016年先后担任平安证券董事长特别助理、总经理兼CEO、董事长。
胡跃飞	行长	1962	1990年加入深圳发展银行，曾任支行行长、分行行长、总行行长助理等职。2006年至2016年任平安银行副行长。
蔡新发	行长特别助理	1971	曾任eBay美国总部首席工程师、携程酒店事业部首席技术官、平安证券常务副总经理，2016年加入平安银行并分管零售业务。

资料来源：Wind，公司财报，民生证券研究院

2016年提出全面向零售银行转型。面对小微金融风险暴露、零售业务具备一定发展基础的局面，且加上配合当时平安集团发展大综合金融的战略定位，新一届管理层到位后，平安银行即在战略层面上提出，要全面向零售银行转型。到如今，零售转型已开展六年，期间应对业务发展需求，战略规划也在不断迭代细化。

表3：平安银行2016年至今零售业务战略更迭

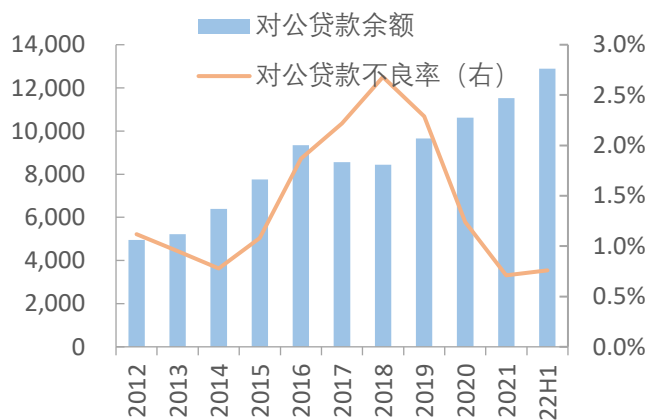
时间	战略表述
2016年	制定了全面向零售银行转型的战略目标。
2017年	零售突破： 以零售贷款（LUM）拉动AUM ，以信用卡带动借记卡，通过模式创新推动业务全面发展。
2018年	发力 基础零售、消费金融与私行财富“三大板块” ，提升成本控制与风险控制“两大能力”，全力打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”。
2019年	构建开放银行生态 ，全力打造“中国最卓越、全球领先的智能化零售银行”。
2020年	提出着力打造“数字银行、生态银行、平台银行”三张名片
2021年	升级提出以开放银行、AI银行、远程银行、线下银行、综合化银行相互衔接并有机融合的“五位一体”新模式，

资料来源：公司财报，民生证券研究院

对公主动退出风险资产，化解不良包袱。在零售转型开启的同时，对公端也开始处置资产质量问题，在主动退出风险资产政策下2016-2019年对公信贷规模有所下降。同时加大对不良资产的暴露与核销力度，2018年末平安银行对公贷款的不良率已经见顶，拨备覆盖率转向上行，资产质量开始逐渐回暖，风险抵补能力回升。到2019年末，平安银行对公不良率大幅下降，对公贷款规模同比增速也重回

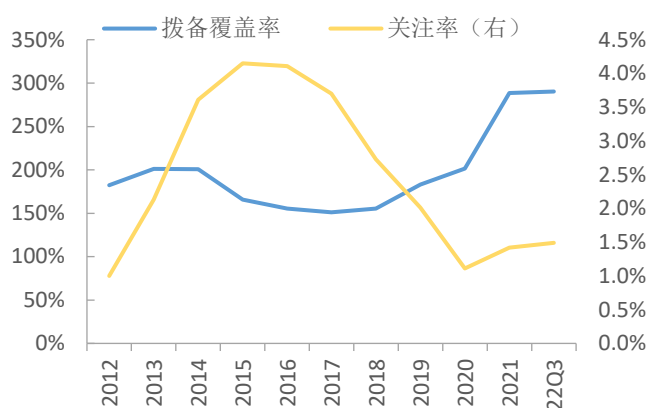
正增长，拖累进度的资产质量包袱已基本被卸下。

图6：平安银行对公贷款余额及不良率（亿元）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图7：平安银行拨备覆盖率及关注率



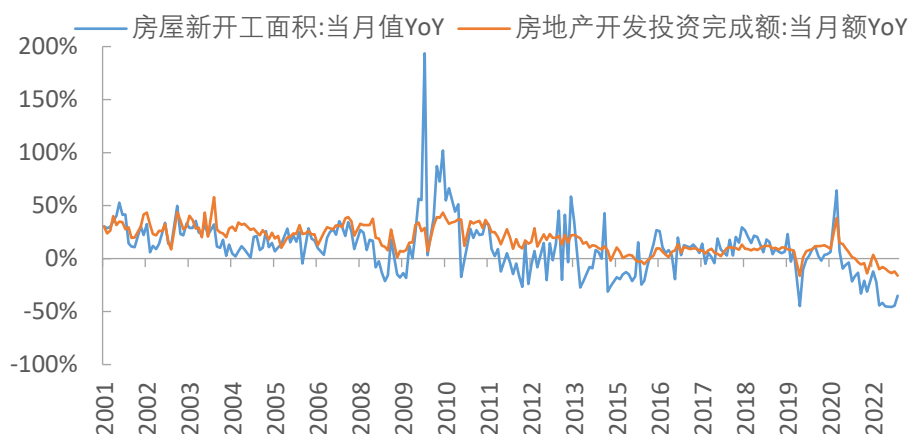
资料来源：公司财报，民生证券研究院

2 私行财富加复杂投融，大财富战略逐渐清晰

2.1 经济换锚：新动能引领新融资需求

以房地产为代表的经济增长“旧动能”趋弱。地产行业方面，2020年以来，“房住不炒”政策坚定落实，房价上升预期发生改变。同时，过往多轮房地产政策调控手段主要为限购、调整利率等需求端管理方法，目标以防止房价上涨过快为主。而本轮政策主要目标为防范房地产市场风险蔓延至金融领域，改变信贷资产向地产链条倾斜的现状。

图8：房地产开发投资与房屋新开工面积当月值同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

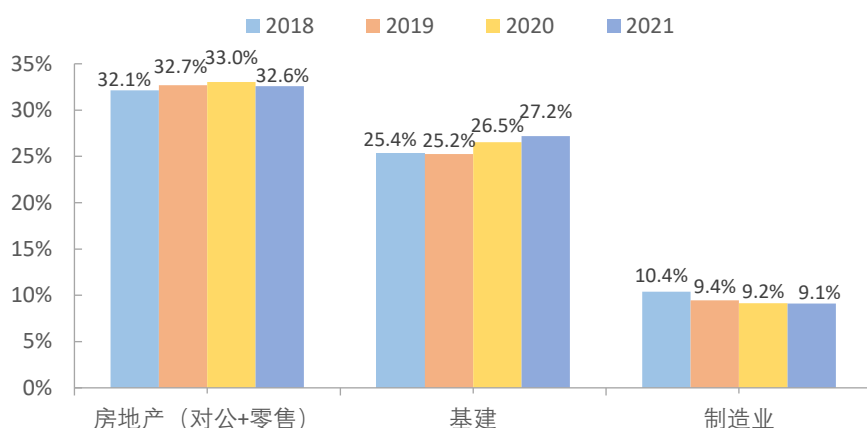
与此同时，新动能加速起势。新动能既包含随着新一轮产业革命而发展的高端制造、专精特新、科创等新兴产业，也包含当前政策大力支持中小微企业、绿色产业等主体。近两年来，政府工作报告、中央经济工作会议以及各地“稳经济大盘举措”中，均多次重点提及针对中小微企业、专精特新企业、高端制造业以及绿色

资产等领域的支持举措，新动能将有望接力引领发展。

而随着经济换锚，金融市场的融资需求也在发生改变。

旧动能下，银行信贷深度参与地产信用体系。从资产投向来看，房地产自身有重资产、对银行信用高度依赖的特点，银行业对公资产最终有很大比例以信贷和非标等形式，投向了地产领域。因而地产行业一经调控，银行业便会同时受到冲击。从业务模式来看，对公业务集中在信贷领域，银行间的竞争会很明显地体现在利率价格战上，再考虑到减值损失计提后的综合收益会更低。

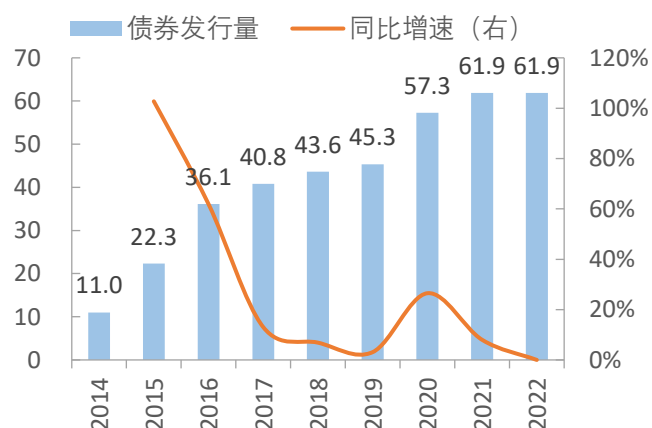
图9：上市银行地产、基建、制造业在总贷款中占比变化



资料来源：公司财报，民生证券研究院

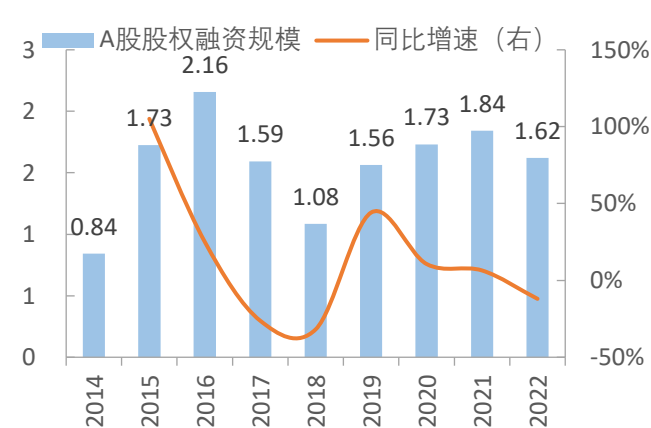
新动能下的实体经济主体融资需求更加多元化。新经济企业大多具有轻资产、周期长、波动大的特点，更加依赖资本性夹层融资、风险投资、股权投资等融资方式，与之相对应的则是直接融资和资本市场的共荣发展。

图10：全国债券发行总量（万亿元）及同比增速



资料来源：人民银行，民生证券研究院

图11：A股股权融资规模（万亿元）及同比增速



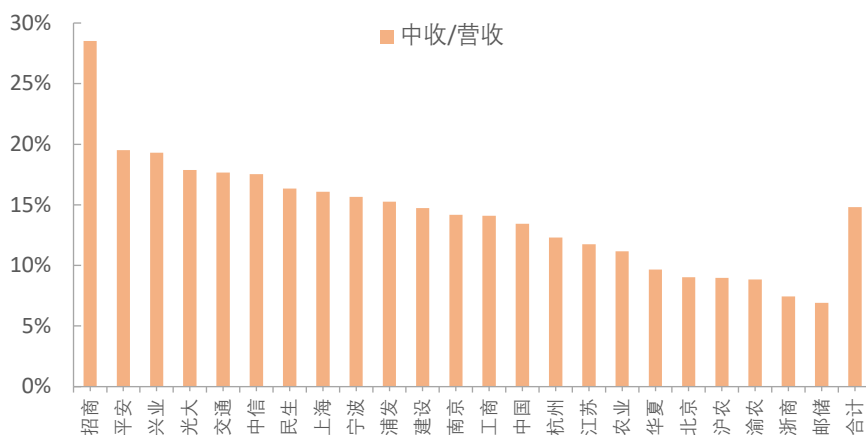
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 银行业务亟待转型：股份行直发展大财富生态链

新经济之下，银行要实现破局，业务转型迫在眉睫。首先，应对负债端的存款脱媒、资产端单一信贷无法满足经济需求问题，近年来，银行纷纷发力轻资本、轻

资产的“双轻”业务，如零售端推广财富管理，对公端发展投资银行业务，但从提振中收在营收中占比情况来看，效果尚不理想。

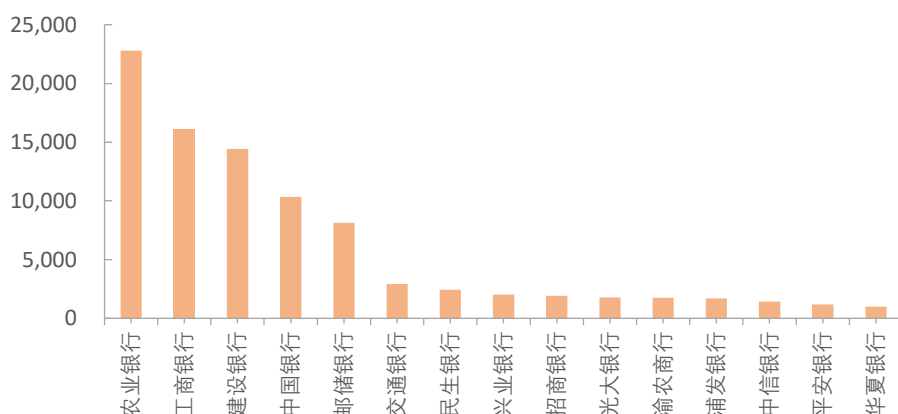
图12：上市银行中收在营收中占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

同时，银行业转型，也要因势利导，根据不同优势差异化寻找转型方向。国有大型银行全国展业且资产规模庞大，有能力服务各类型、各行业的企业及零售客户。城农商行区域展业，但下沉力度极强，因而更适合深耕区域优势产业。股份行则处于中间地位，网点不如国有行多、下沉力度不如城农商行大，要实现效率最大化，更应该瞄准细分业务赛道。如零售端财富管理或扩量发展大众客群，或精耕私人银行客群；对公端则应将精力与资源聚焦于部分产业或行业。

图13：22H1 上市国有大行、股份行网点数量（个）

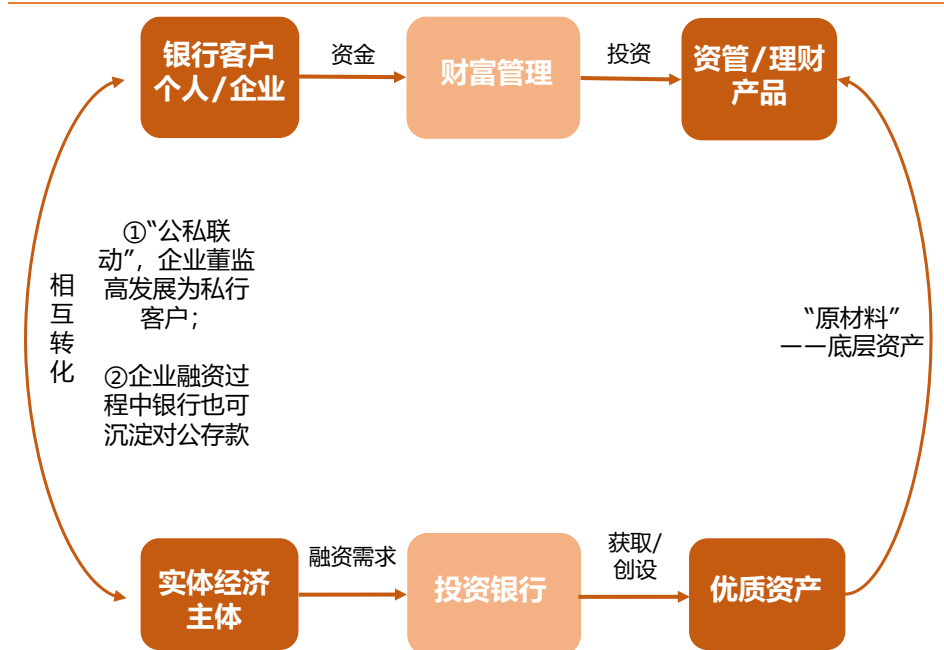


资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：仅统计境内分支机构

财富管理提升吸引力，最终依靠的是产品收益表现。财富管理业务端直接对接着居民/机构的盈余资金，若想提升对客户的吸引力，则需提升其服务水平和产品的业绩表现，而产品的业绩表现又有赖于对优质资产的挖掘与配置。投资银行业务则直接对接着实体经济的融资需求，银行开展投行业务，一方面对接直接融资市场发展浪潮；另一方面，投行业务开展过程本身就是挖掘和创设优质资产，能够直接促进“优质资产—资产管理—财富管理”链条的形成。

贯穿表内表外、零售对公，银行大财富生态链形成后，能助推实现社会融资需求与财富保值增值需求的良性循环。将投行业务所创设的资产，与资产管理提振业绩所要瞄准的优质底层资产实现融合之后，对财富管理端客户能形成高收益的吸引力，而对投行端的融资客户可以形成可靠的资金来源。使银行能够以一种区别于传统信贷的新形式，再次成为社会资金供需双方之间的桥梁。

图14：商业银行大财富生态链示意图

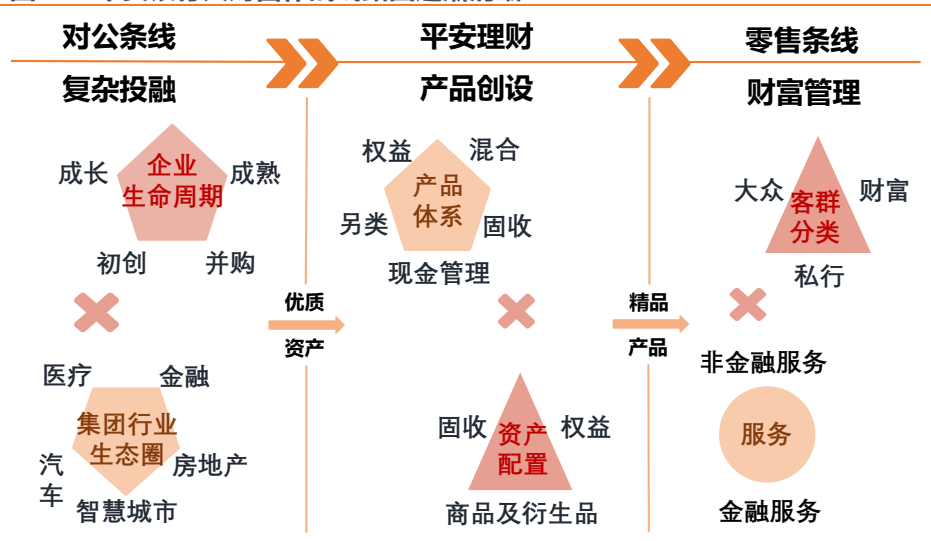


资料来源：Wind，民生证券研究院绘制

2.3 平安银行：战略路线清晰，集团赋能强劲

当前，市场尚未充分看清平安银行战略转型的及时性，以及资产转换能力的机动性。面对经济转型的时代大势，平安银行早已顺势而为，大财富路线图逐渐清晰。平安银行自 2016 年开始启动零售转型，经历两年多的结构调整，2018 年报中便开始将发展“私行财富”定位为零售业务发展重点。2020 年公司重启对公业务，并将“复杂投融”作为对公业务五张牌之一，同年 8 月，平安理财正式开业，发展大财富及大资管生态链的作战地图逐渐清晰。

图15：平安银行大财富作战线路图逐渐清晰



资料来源：Wind，民生证券研究院绘制

零售端财富管理：以私人银行业务为重要抓手。

发展私人银行，是平安银行获取财富管理市场份额的最优选项。在财富管理市场份额的抢滩之中，各类银行根据自身特点采取了不同的路径。

1) 国有大行路径：国有大行依托网点规模及品牌优势，叠加代发等传统业务优势，多年来沉淀了远超其他银行规模的零售客户。但此路径特征在于 AUM 结构中存款占比过高，而真正具有财富管理意义的资产占比均较小。

2) 股份制银行路径：股份制银行虽也可全国展业，但网点下沉力度仍逊于国有大行，也使得其全量零售客户规模显著低于国有大行。因而股份制银行进行零售业务转型时，主要抓住中国居民日益提升的财富管理需求，与当前银行业普遍缺少充分服务能力之间的矛盾，将更多的精力赋予提升服务能力上，朝着提升客均资产方向努力。

截至 2022 年 6 月末，平安银行私人银行 AUM 在零售 AUM 中贡献度已达到 44.8%，以结构向高客均资产倾斜的方式，带动平安银行财富管理业务规模的提升。

表4：高净值客户资产目前主要集中于招商银行和国有大行

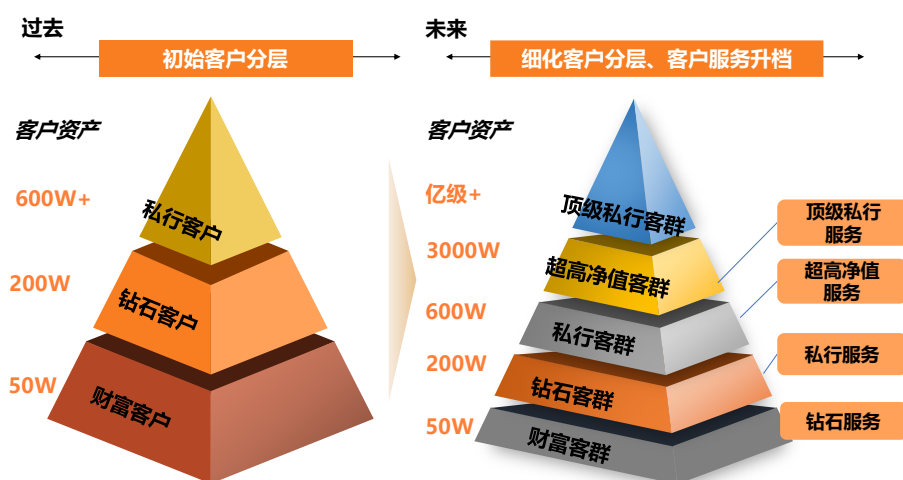
22/6/30	私行客户 AUM (万亿元)	私行客户 数量 (万人)	私行客户 客均资产 (万人)	零售客户 客户数量 (万人)	零售客户 AUM (万亿元)	私行 AUM/零售 AUM
招商银行	3.6	13.0	2,805	17,800	11.7	31.1%
工商银行	2.5	21.6	1,144	71,200	17.9	13.8%
中国银行	2.3	15.5	1,503	50,000	12.0	19.4%
建设银行	2.2	19.1	1,144	73,000	16.0	13.6%
农业银行	2.1	19.1	1,080	85,900	17.5	11.8%
平安银行	1.6	7.5	2,075	12,205	3.5	44.8%
交通银行	1.0	7.4	1,397	18,900	4.5	23.0%
兴业银行	0.8	6.0	1,276	8,482	3.1	24.9%
民生银行	0.6	4.1	1,354	11,224	2.2	25.3%
光大银行	0.5	5.3	1,008	14,700	2.3	23.3%
浦发银行	0.5	2.8	1,857	13,300	4.0	13.2%

华夏银行	0.2	1.4	1,638	3,227	1.0	22.6%
------	-----	-----	-------	-------	-----	-------

资料来源：公司财报，公司官网，民生证券研究院

服务体系方面，平安银行并不落后。目前在私行财富领域，平安银行已形成了完善的客群分层体系，也有丰富的产品货架。平安银行根据客户在行资产规模及职业、年龄等信息，将客户分为“财富、钻石、私行、超高净值、顶级私行”五大层级+八大群体，多维度定位客群特征。考虑到提升客户在行资产规模，还提出对客户进行升档服务，形成完善的客户升级通道。产品货架的设计也多元化地考虑到了客户资产规模和风险偏好等因素。

图16：平安银行零售客户分层



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

图17：多元化、多策略的产品体系+定制化专属产品，满足各类客群需求

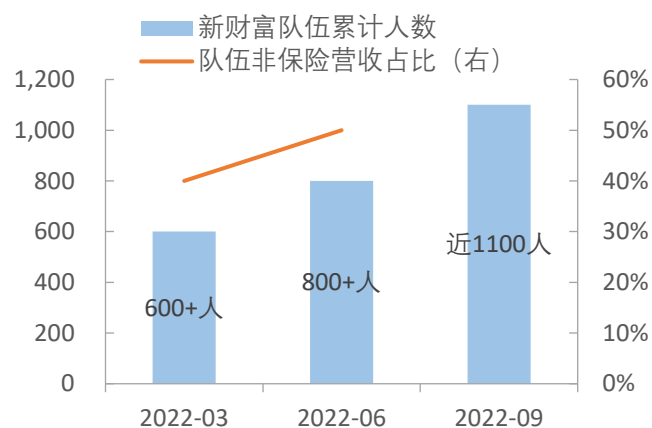


资料来源：公司官网，民生证券研究院

新银保队伍：银行进一步对接集团资源的桥梁。2021年平安银行启动了新银保业务改革，改革主要表现形式为单独打造一支“以寿险产品销售为主、兼顾复杂金融产品销售”的新财富队伍。过往银行在银保业务中主要扮演中介角色，将保险销售融入在理财产品销售之中，但财富客户经理对保险销售并不专长，因而销售表现并不佳。而且随着客户对市场的认知度、财富规划都更加完善，保险不再仅是一项理财产品，还是客户资产配置的重要组成部分，专业的银保队伍更能精准对接客户需求，助力银行更深入地挖掘集团在保险方面的资源。

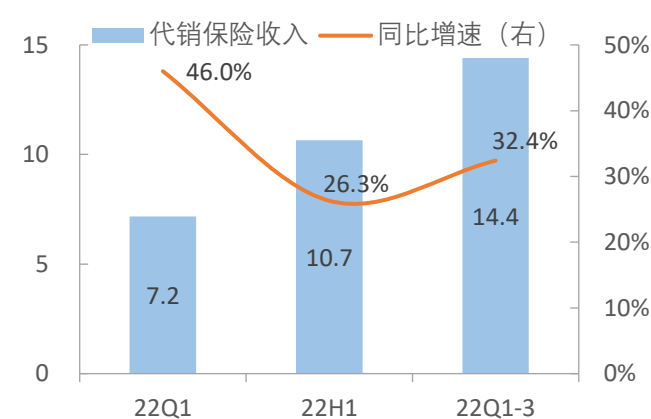
当前，新银保改革虽刚启动一年，但新财富队伍规模在2022年内高速壮大，助推代销保险收入高增长。而这支新队伍除了带来保险产能贡献外，22H1非保险营收已占新队伍整体营收近五成，也在逐渐成长为私行及财富管理业务成长的新动力。

图18：新财富队伍规模不断壮大



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图19：新财富队伍助推代理保险收入高增 (亿元)

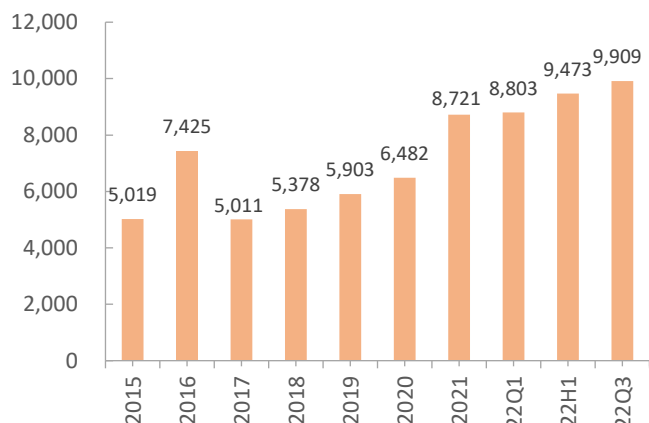


资料来源：公司财报，民生证券研究院

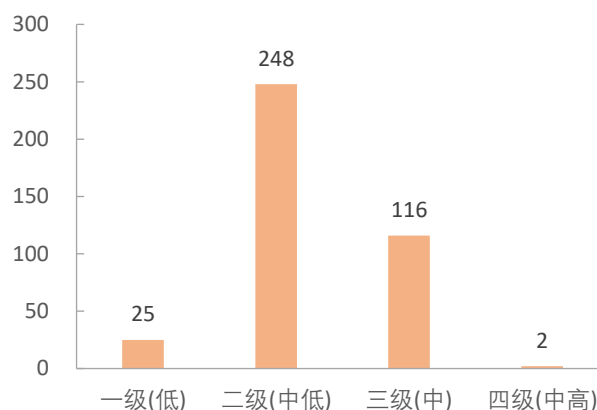
但平安银行顺利驱动客户在行资产规模的升级、吸引更多新客户，更要凭借的还是业绩表现硬实力。而支撑产品业绩表现的主要逻辑在于创设符合市场需求的产品，并能够投资合意优质的底层资产。

平安理财：财富管理产品创设的全新平台。

平安理财于2020年8月开业，成立两年多时间以来，在承接母行理财产品和自主发行产品方面均有较快发展。截至2023年1月末，平安理财共有在售或存续公募产品391只、私募产品329只。理财子公司与过往的银行理财最大的区别在于，当前在资管新规对理财净值化转型要求下，理财子公司几乎是“洁净起步”，净值化管理更加考验机构对产品的经营能力。目前，市场存在银行理财子公司投研能力较弱的质疑，转型后的理财产品与公募基金同场竞技，产品若想获得更强的市场竞争力，需要在收益方面表现更亮眼。

图20: 平安银行非保本理财规模 (亿元)


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图21: 平安理财公募产品风险等级分布 (只)


资料来源: 银行业理财登记托管中心, 民生证券研究院; 注: 数据截至 2023 年 1 月 31 日

复杂投融: 创设优质底层资产。

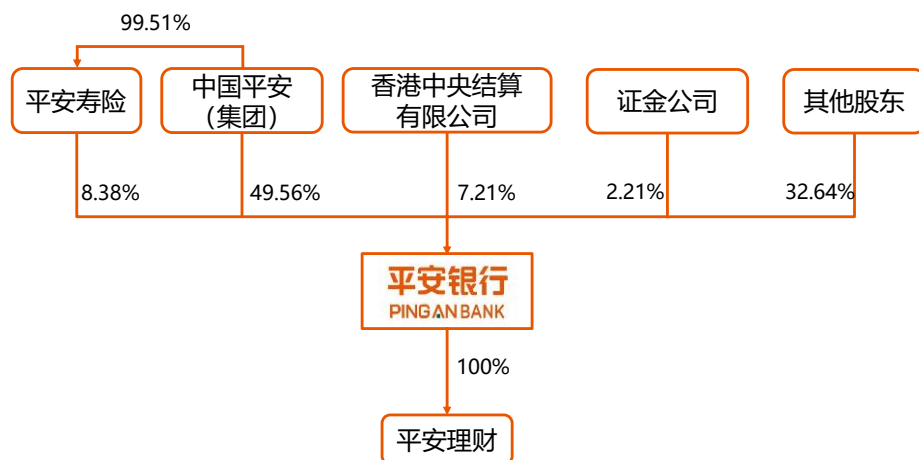
积极打造以投行驱动的复杂投融业务。在利率市场化和互联网金融发展的背景下, 银行净息差被挤压不断收窄, 中收则成为银行当下竞争的新热土。除了在零售端发力财富管理业务之外, 不少银行对公端也开始拓展投行业务, 平安银行也在此队列之中。

图22: 平安银行复杂投融三十六计 (2021 年)

1. 腾笼换鸟 基金模式助力 股权转让	5. 以点破面 股权投资破局 业务全面开花	9. 就势取利 集团赋能证券 定增	13. 积少成多 质保金ABS服务 建工企业
2. 销售为王 可转债助力企业 降杠杆	6. 双管齐下 行研+营销共同 服务投资平台	10. 四两拨千斤 险资永续+投行 助力降杠杆	14. 老树新花 特资业务助力 企业上市重组
3. 乘胜追击 银行不动产协同 获客增收	7. 投桃报李 托管互换开启 同业合作新领域	11. 步步为营 债权到股权 业务步步深入	15. 取长补短 险资创新助力 银行服务
4. 珠联璧合 强关系+强产品 撬动大收益	8. 对症下药 永续信托支持 项目资本金	12. 纲举目张 银证联动服务 行业龙头	16. 动中肯綮 险资夹层破局 国企全面合作

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

平安银行复杂投融优势显著, 可支撑业务规模扩张。一方面, 大股东强劲赋能, 助力打造差异化竞争体系。而平安银行能实现战略的迅速推动, 背后离不开平安集团的赋能支撑。截至 22Q3, 中国平安集团及其控股子公司平安寿险持有平安银行股份占比共计 57.94%。

图23：截至 22Q3 平安银行股权结构图


资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

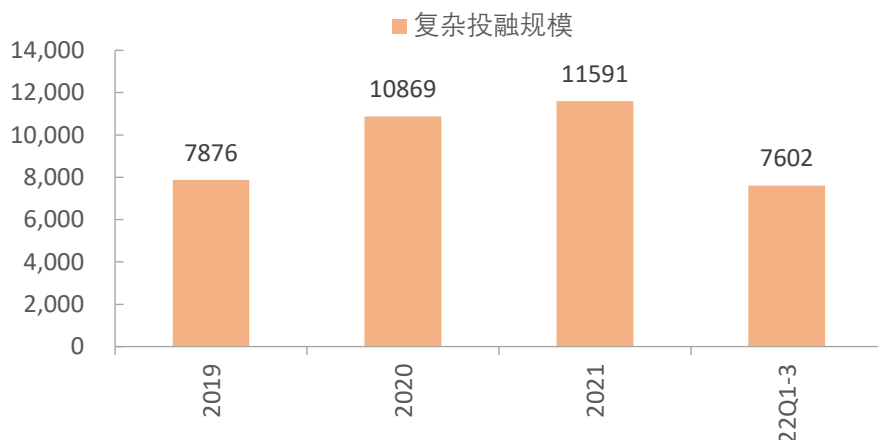
平安集团金融牌照齐全。除平安银行外，平安集团旗下还有保险公司、平安信托、平安证券、平安资管以及平安基金等金融子公司，因而平安银行能依托集团旗下券商、信托、保险等金融**全牌照优势**，通过团体综合金融和复杂投融资机制，打破不同牌照之间的边界，建设“投资+融资+建设+运营”的全链条行业解决方案，满足企业多元化融资需求。

表5：平安集团部分重要金融牌照

牌照	机构
保险	平安人寿、平安财险、平安养老、平安健康、平安保险（香港）
银行	平安银行
信托	平安信托
证券	平安证券
资管	平安资管、平安海外控股
租赁	平安融资租赁
期货	平安期货
基金	平安基金

资料来源：中国平安官网，民生证券研究院

另一方面，银行是集团内唯一账户资源。平安银行拥有强大的对公客户经理队伍和完整的账户体系，能够成为集团投融资资源的牵头执行者和最后资金的归集者，因而各子公司为了账户资源有动力与银行互相配合。

图24：平安银行复杂投融规模（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

形成收益有优势的优质产品，依靠的是资产端的禀赋。财富管理需要业绩优异的产品，理财子公司能创设出优质产品又有赖于寻找到优质的底层资产。过往银行在开展传统信贷业务过程中，锻炼的更多是固定收益类资产的投资能力。而平安银行2020年重启对公业务以来，大力发展复杂投融，恰恰能够挖掘或创设优质金融资产，未来有望支撑理财产品在资产配置能力上实现进步，从而组建成**投行业务—优质资产—资产管理—财富管理—客户满意的业绩**的良性传输通道。

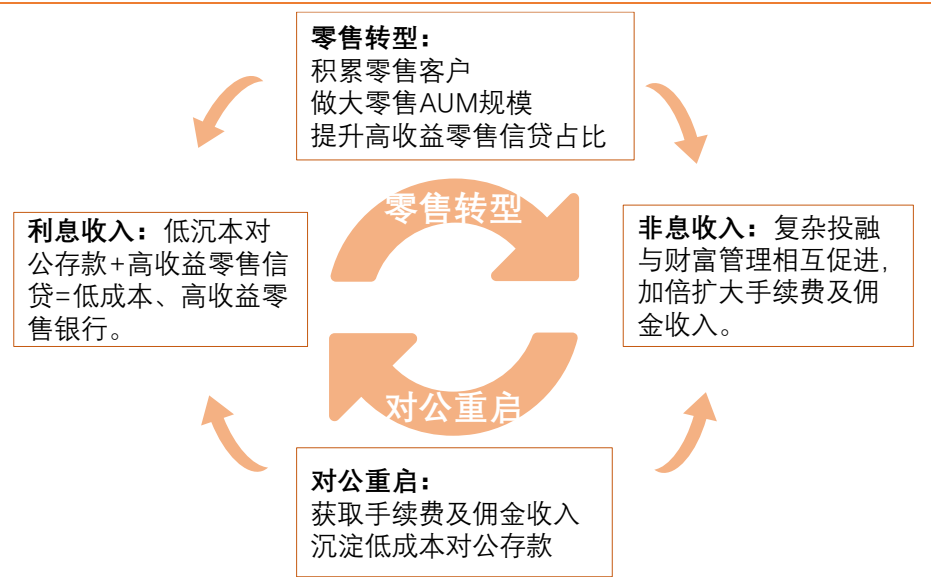
3 业绩增长主线：零售转型、对公重启、生态链循环

平安银行下一阶段的增长逻辑，则主要围绕着这一大财富生态链展开。首先，**大财富生态链上的每一单独业务条线均有其各自的增长逻辑。**零售转型沉淀了零售客户、做大零售AUM，为发展财富管理奠定了良好的客群基础；同时还提升了高收益的零售信贷占比，进而提升了资产端的综合收益率。对公重启之后，以行业银行的形式开展信贷业务，能在一定程度上降低信用成本；发力复杂投融，则在获取手续费及佣金收入的同时，还能够沉淀低成本的对公存款。

而各环节协同运转，则更具规模效应。利息收入方面，大财富生态链运转带来零售对公两端存款沉淀能力的提升，可有效降低负债成本，同时也有助于资产端风险偏好降低，信用成本有望下行。

非息收入方面，当串联起零售与对公两大条线，则构建了从优质底层资产到高收益私行产品的输送通道，开辟公私联动拓客途径，从而打开大财富中收的增长空间。一方面，收益表现优异的财富管理业务、资金来源充裕的投行业务能带来更大业务规模，中收则会随着大财富业务精进而提升，缓冲市场息差下行趋势对营收增速的影响；另一方面，营收结构上向手续费收入倾斜，还能够减轻对资本金规模的消耗。

图25：平安银行大财富生态链盈利增长点



资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

对平安银行而言，发展大财富管理，不仅仅是迎合经济大势的提前布局，也是当下缩小与招商银行差距的必经之路。将平安银行和招商银行的 ROE 杜邦拆解进行比较来看，相比于招商银行，平安银行 ROE 提升的关键改善点在于降低负债成本、提升资产质量和中收占比。因而，发展大财富生态链正契合平安银行当下需求，助推其形成长期稳定于高位的 ROE。

表6：2019-2021 年平安银行及招商银行杜邦拆解对比

(单位:pct)	2019		2020		2021		平安银行-招商银行		
	平安	招商	平安	招商	平安	招商	2019	2020	2021
营业收入	3.75	3.81	3.65	3.68	3.61	3.76	-0.06	-0.03	-0.15
利息净收入	2.45	2.44	2.37	2.35	2.56	2.32	0.00	0.03	0.25
利息收入	4.83	4.14	4.45	3.90	4.55	3.71	0.69	0.56	0.83
利息支出	2.38	1.69	2.08	1.55	1.99	1.40	0.69	0.53	0.59
手续费及佣金净收入	1.00	1.01	1.03	1.01	0.70	1.07	-0.01	0.03	-0.37
净其他非息收入	0.31	0.35	0.25	0.33	0.34	0.37	-0.05	-0.08	-0.03
税金及附加	0.04	0.03	0.04	0.03	0.04	0.03	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.11	1.22	1.06	1.23	1.02	1.25	-0.11	-0.16	-0.23
拨备前利润	2.57	2.52	2.53	2.37	2.52	2.43	0.06	0.16	0.09
减值损失	1.59	0.86	1.66	0.82	1.55	0.75	0.73	0.83	0.80
税前利润	0.99	1.65	0.87	1.55	0.98	1.68	-0.67	-0.68	-0.71
所得税	0.22	0.33	0.19	0.31	0.20	0.31	-0.12	-0.12	-0.11
ROAA	0.77	1.31	0.69	1.23	0.77	1.36	-0.54	-0.55	-0.59
权益乘数	13.30	12.30	12.42	11.82	12.36	11.13	1.00	0.60	1.23
ROAE	10.20	16.13	8.54	14.58	9.57	15.16	-5.93	-6.04	-5.59

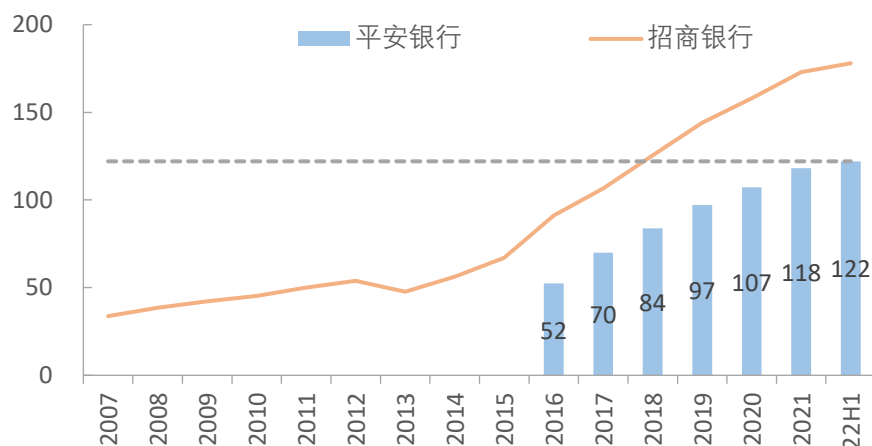
资料来源：公司财报，民生证券研究院

4 零售转型：积累客户，增厚息差

4.1 零售启航：资产拉动负债，提息差、拓客户

回顾零售转型初期，平安银行采取资产端拉动负债端（LUM 带动 AUM）策略。与招商银行早在 2004 便开始明确要大力发展零售业务相比，平安银行在 2016 年才启动零售转型，在以时间战形式沉淀优质零售客户方面并不占优势。但是平安银行有集团客源导流这一条近路可走，因而其在转型初期发挥资产业务优势，利用信贷投放来打造零售品牌，以吸纳零售客户的资金入行，也是一条符合其当时发展需求的突破性道路。

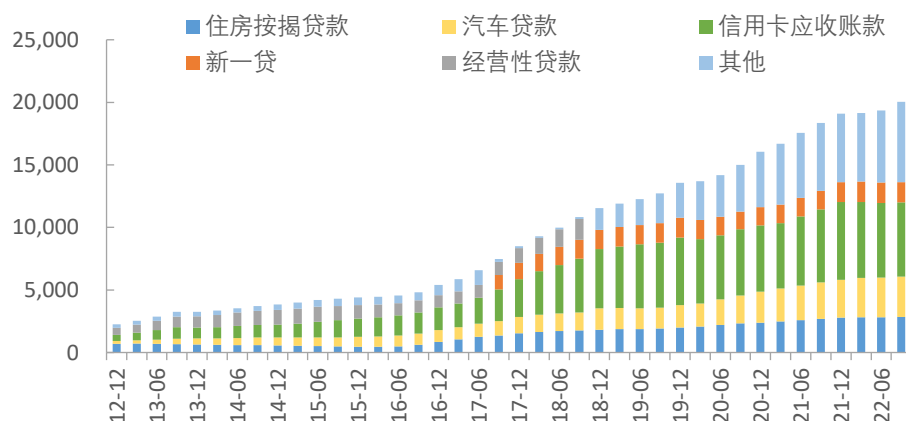
图26：平安银行与招商银行零售客户数量（百万户）对比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

零售贷款投放成效显著，消费金融三大尖兵领航信贷增长。从 2016 年末开始，平安银行零售贷款规模迅速攀升，到 2017 年末初步实现了零售贷款和对公贷款五五开的分布。结构上来看，消费金融三大尖兵——信用卡、新一贷和汽车金融贷款是引领客户入行的主要产品。

图27：2012 年末以来平安银行零售贷款结构（亿元）



资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：其他类统计口径不一，前后不可比

以资产带动负债的转型效果显著，为平安银行的业绩增长带来明显助益。

1) 净息差 2018 年起明显回升。

丰富的零售产品货架，带来坚挺的资产端收益率。平安银行自全面推进零售转型以来，信用卡规模高歌猛进，而消费贷、经营贷和汽车贷款等各类特色贷款品种，则针对不同客群完善产品货架，形成差异化的定价，有效提振了零售贷款收益率。

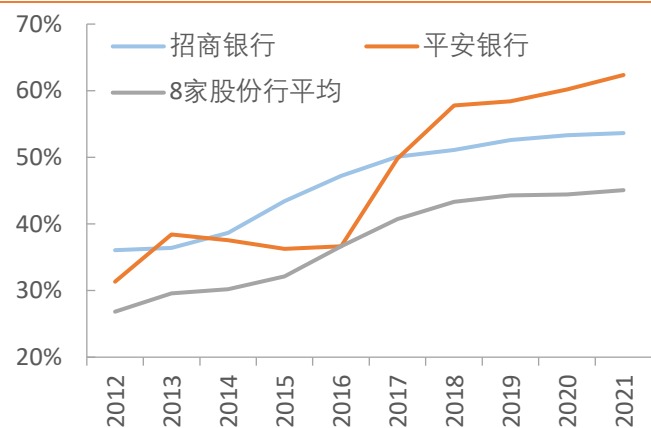
表7：平安银行零售贷款产品

产品种类	产品名称	特征	最高额度 (万元)	年利率 (单利)
消费贷款	新一贷	免担保	100	8%-18.36%
	平安白领贷	高额低息	100	3.852%-9.72%
	MAX 借	线上出额	20	7.2%-21.6%
	MAX 花	最长可 40 天先用后还	20	7.2%-16.2%
经营贷款	白领优贷	高薪专享	300	4.68%起
	新微贷	企业主/个体户专享	200	4.68%-18.36%
	理财质押	申请便捷	100	3.9%-12%
汽车贷款	车主贷	有车就能贷	100	8%-18.5%
	车主费用贷	在线提款	10	7%-15%

资料来源：平安口袋银行 APP，民生证券研究院；注：以上为截至 2023 年 1 月 18 日数据

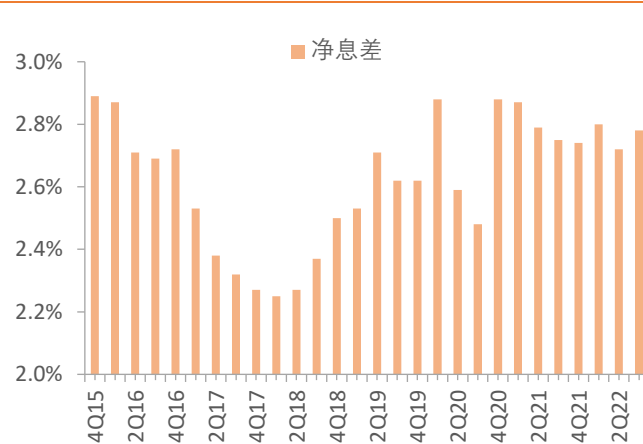
平安银行于 2016 年开始压降高收益率小微企业贷款，对净息差的负面影响在 2017 年仍有延续，但随着零售贷款投放的渐起发展，对净息差起到了较好的支撑作用，2018 年起，平安银行净息差又重新回到上升通道之中。

图28：平安银行零售贷款占比不断提升



资料来源：公司财报，民生证券研究院

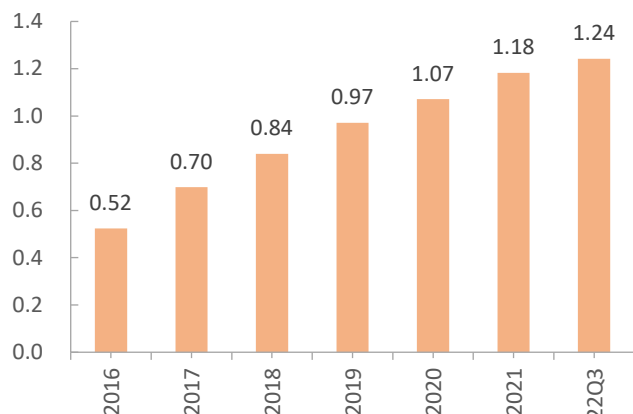
图29：平安银行净息差 (单季)



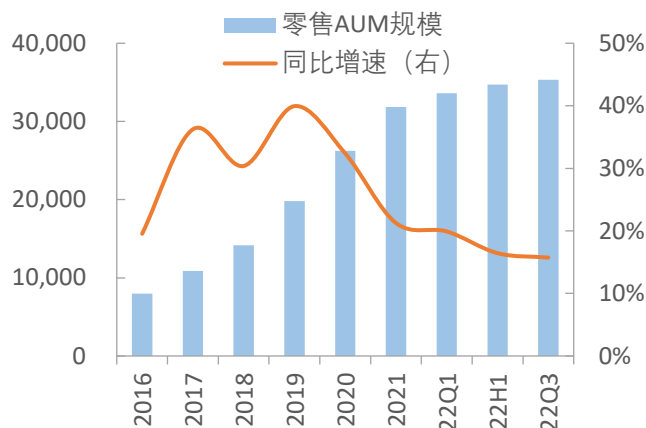
资料来源：公司财报，民生证券研究院

(2) AUM 高速增长，零售客户数量奋起直追。

零售贷款投放成功打响平安银行的零售业务招牌，截至 22Q3，零售客户数量已达到 1.24 亿户；2017-2020 年零售 AUM 规模快速提升，同比增速均保持在 30%以上，迅速积累下业务基础，截至 22Q3 已增长至 3.5 万亿元。

图30: 平安银行零售客户数量 (亿户)


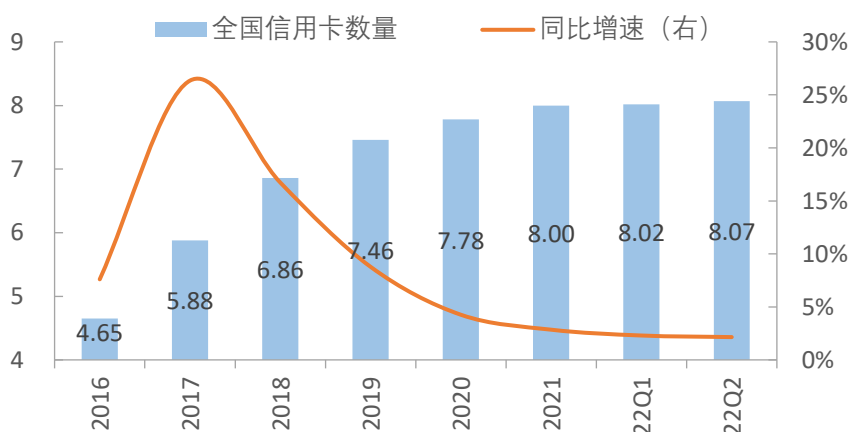
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图31: 平安银行零售客户 AUM 规模快速提升 (亿元)


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

4.2 信用卡: 占比高于同业, 交易量增速不凡

信用卡业务是触达零售客户最直接的渠道。2019年以来, 中国信用卡开立数量增速开始明显放缓, 信用卡市场逐渐开始走向存量竞争时代。尽管如此, 信用卡仍是触达零售客户最直接的渠道, 因而对于零售转型的银行来说, 信用卡业务仍是重点发力方向之一。

图32: 全国信用卡开立数量 (亿张) 及同比增速


资料来源: 公司财报, 人民银行, 民生证券研究院

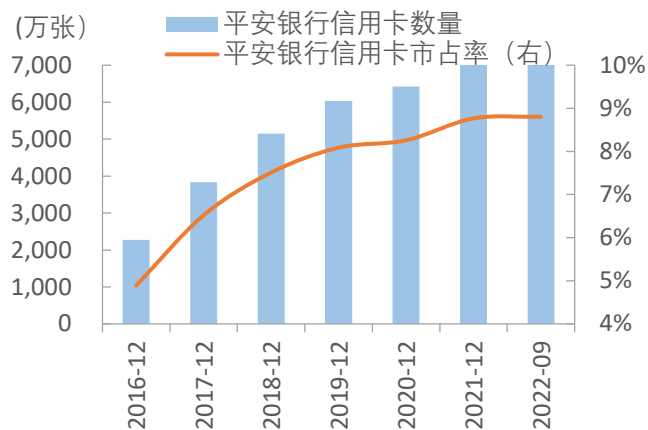
零售转型下, 信用卡业务得以快速发展。平安银行在零售转型启动之初, 便制定“以信用卡带动借记卡”战略, 将信用卡业务作为重点发力方向。历经了6年的转型积累, 平安银行信用卡流通量增长到了22H1的7080万张, 在全国信用卡发卡量中占比达到8.8%。随着卡量的提升, 信用卡应收账款的规模也不断提升, 拉动平安银行信用卡贷款在零售贷款中占比长期高于股份行同业。

疫后信用卡资产质量、市场需求或迎来修复机遇。2020年以来, 受疫情等因素影响, 信用卡不良率略有提升, 而当前随着疫情管控政策逐渐优化, 社会生产消费场景逐步修复, 信用卡资产质量有望稳中向好, 同时消费回暖也将为信用卡业务

量增长提供良好环境。

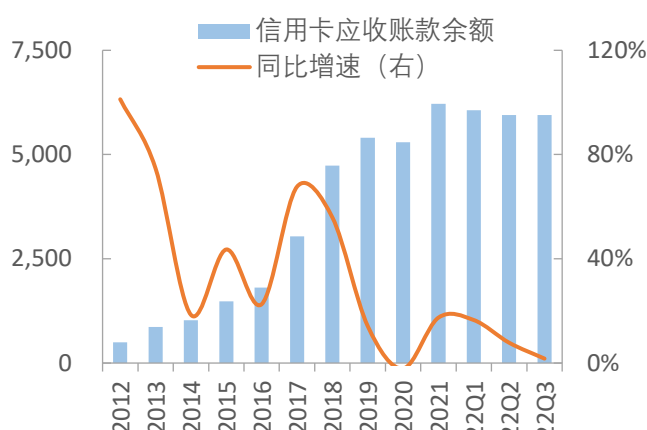
按揭需求不稳背景下，信用卡韧性尤为可贵。近年来，在地产行业调控政策影响下，按揭贷款需求表现较不稳定，因而平安银行发力信用卡为主的消金类信贷业务，为零售信贷规模增长带来韧性。

图33：平安银行信用卡流通卡量及在全国市场中占比



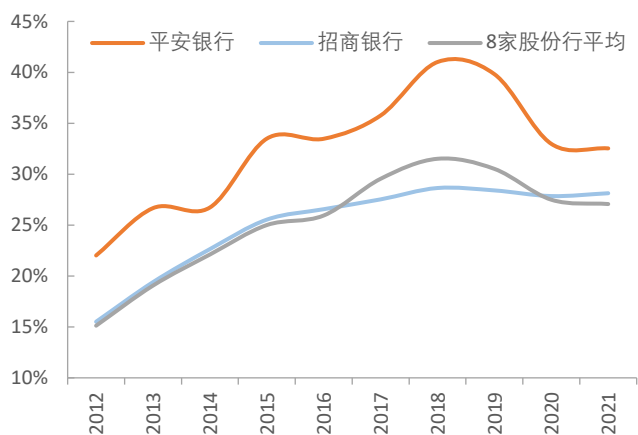
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图34：平安银行信用卡应收账款规模（亿元）



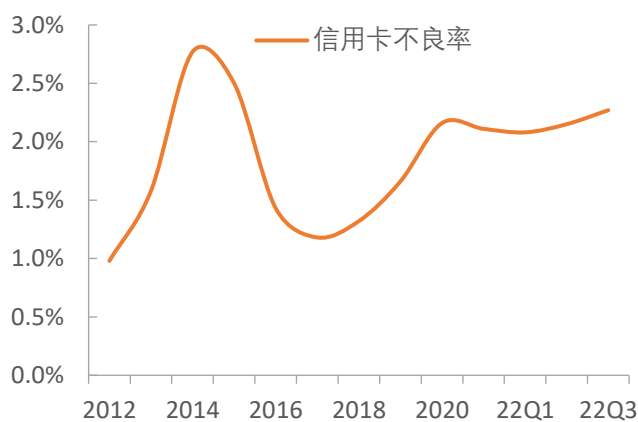
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图35：平安银行信用卡在零售信贷中占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图36：平安银行信用卡不良率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

以产品与服务，提升存量客户的增量需求。在全市场信用卡量增速放缓的大背景下，信用卡市场的竞争已经从获客走向精细化经营比拼。对于接下来如何拉动存量客户需求、挖掘存量客户的潜在价值，平安银行“将存量市场当作增量市场经营”，强化客群的精细化经营。即在信用卡量较招行落后的情况上，平安银行通过将产品、服务做大做强，并依靠集团在生态背景、科技赋能等方面的支撑，吸引各细分方向客户，做大交易额。

表8：平安银行信用卡重点产品

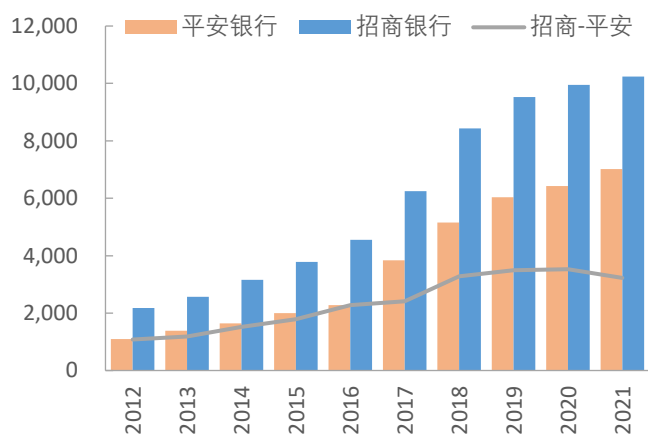
卡片名称	面向客群	用户权益	发卡量
车主白金卡	车主客群	加油 88 折、专属洗车、酒后代驾服务、道路救援、全车人员意外保障等。	截至 22Q3，核心车主类信用卡流通卡量超 2600 万张
悦享白金信	年轻客群	百变好礼月月享：凭借资格券可兑	-

用卡	换 B 站大会员、星巴克等礼品。	
京喜白金联名卡	京喜/京东购物月享 2 笔 10 元立减，每月完成支付任务可领腾讯视频月卡等。	2022 年上半年发卡超 50 万张

资料来源：公司财报，民生证券研究院

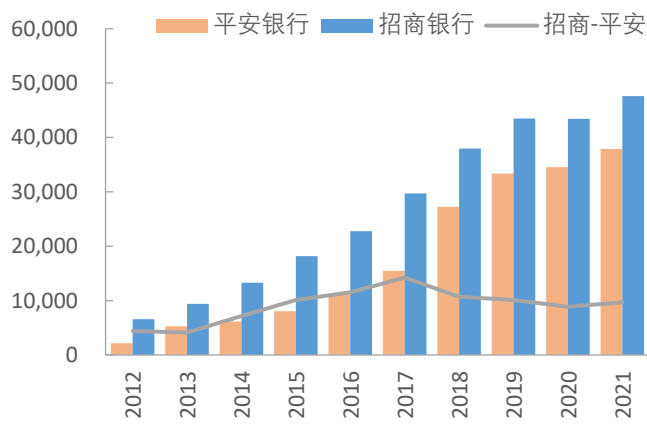
平安银行信用卡交易量与招商银行差距不断缩小。平安银行深度经营信用卡成果可以从与招行对比中明显反映出来，2017 年是平安银行开展零售转型的第一个完整年度，也是两行信用卡数据对比的转折点。2017 年以来，招行相对平安银行在信用卡流通卡量的优势逐渐扩大，但信用卡交易额上的差值却呈现下降趋势。在此趋势之下，平安银行有望在信用卡业务上快速缩小与招行的差距。

图37：平安银行与招商银行信用卡流通卡量（万张）



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图38：平安银行与招商银行信用卡交易额（亿元）

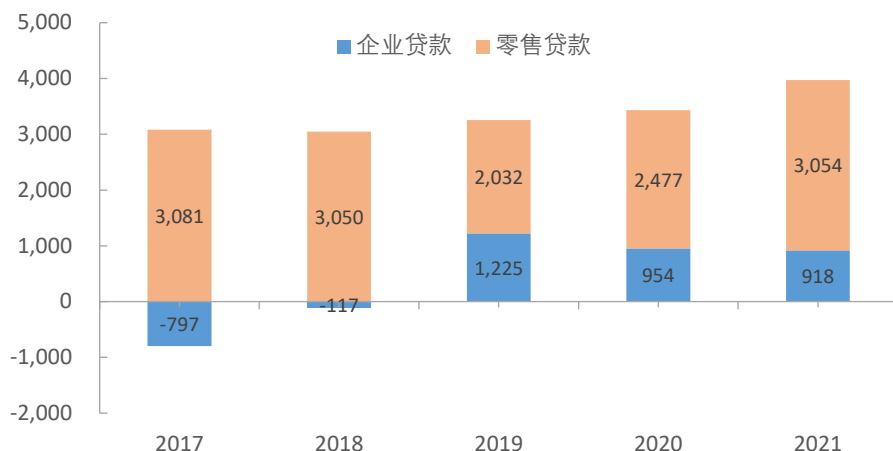


资料来源：公司财报，民生证券研究院

5 对公重启：拥抱新经济，助力大财富

5.1 行业银行：以行研模式引领新信贷业务

重启对公后，新的信贷投向领域对银行提出新要求。在化解历史资产质量包袱之后，平安银行从 2020 年开始重启对公业务。在零售转型的战略背景之下，平安银行年度新增贷款基本以零售贷款为主，对公信贷投放规模相对小，因而就更需要对投放对象进行优中选优。同时对公信贷投向也逐渐从房地产等传统领域向高端制造、专精特新、绿色金融等领域发展，对银行的信贷审核能力又提出新要求。

图39：平安银行年度贷款增量分布情况（亿元）


资料来源：公司官网，民生证券研究院

以行研方式聚焦重点行业。当前对公端大力发展“行业银行、交易银行和综合金融”三大支柱，其中行业银行强调打造行研专业队伍，聚焦重点行业，用行业研究的方式去开展信贷业务。比如在支持制造业融资方面，制造业内涵广泛，下辖子行业众多，平安银行就能够充分发挥行业银行优势，对其中国家战略引领、符合产业方向的细分领域进行大力支持。

同时，在行业研究的引领之下，也能够更好地控制信贷资产质量。对公端占比比较高的批发和零售业、社会服务、以及不断向高端转型的制造业贷款，不良率均呈现明显的下降趋势。

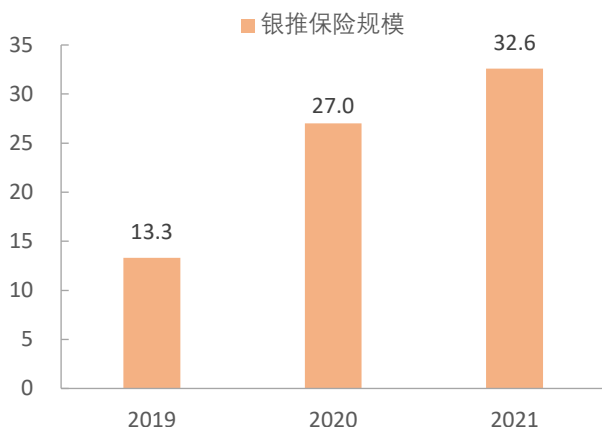
表9：平安银行对公贷款按行业划分不良率

行业	2019	2020	2021	22H1
农牧业、渔业	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%
采矿业	12.40%	15.93%	0.95%	0.69%
制造业	3.32%	3.37%	0.78%	0.57%
能源业	0.87%	0.00%	3.83%	3.50%
交通运输、邮电业	2.98%	0.07%	7.78%	7.12%
批发和零售业	6.63%	2.43%	0.59%	0.43%
房地产业	1.18%	0.21%	0.22%	0.77%
社会服务、科技、文化、卫生业	1.16%	0.88%	0.29%	0.36%
建筑业	2.19%	1.13%	0.08%	0.71%

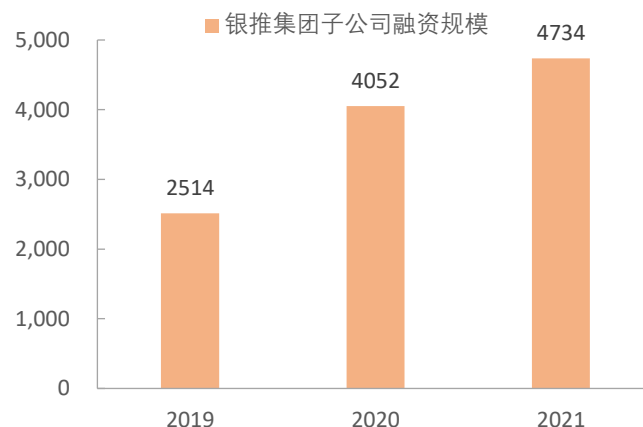
资料来源：公司财报，民生证券研究院

5.2 复杂投融：用集团的表，做大银行的业务

用集团的表，做大银行复杂投融的量。平安集团拥有大量保险资金需要进行资产配置，而银行能够直接触达大量对公客户，且具备一定优质资产识别能力，因而银行可以居中联络集团保险资金通过平安证券、信托等子公司进行投放。对于银行而言，能够通过集团资源的使用，以低资本占用方式，提供对客户最大化的服务能力。

图40：平安银行推保险规模（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图41：平安银行推送集团其他子公司融资规模（亿元）


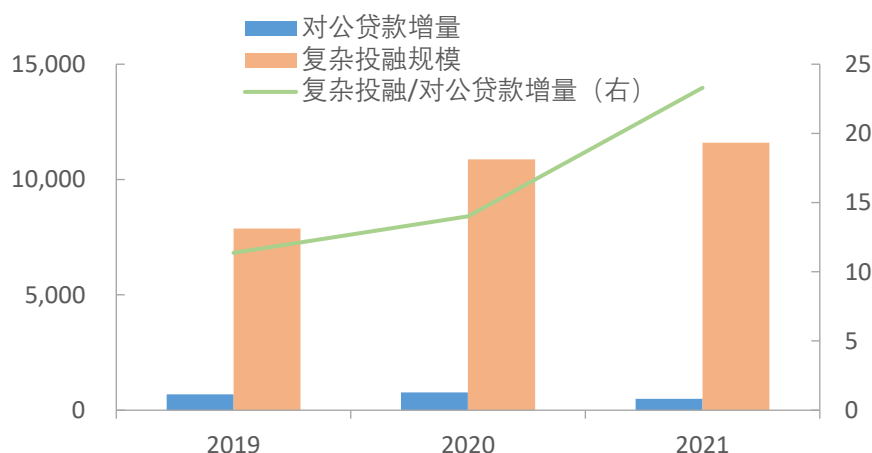
资料来源：公司财报，民生证券研究院

银行从复杂投融业务中可获得哪些收益？

从战略服务的视角来看，平安银行深化推进复杂投融业务，一方面，**可对接新经济直接融资需求**。在房地产动能式微之后，以高端制造等为代表的新经济更偏好直接融资模式，银行发展投融业务则是把握传统信贷以外的新市场、新机遇。

另一方面，投融业务还能**提升财富管理的资产配置能力**。银行理财规模不断壮大，净值化转型以及私人财富的发展，都对理财产品的资产配置提出了更高要求。而投融业务所创设的优质资产，未来不仅仅可以服务于集团保险资金的资产配置需求，还能够对接上财富管理的广阔市场，为大财富生态链的良性循环提供动力。

而从业绩贡献的视角来看，首先，**银行能够最大化双轻效果，并获取中收**。通过对集团资源的使用，平安银行能以少量的表内对公信贷投放，翘起巨量客户服务能力，以复杂投融半年度业务量与对应半年度对公贷款增量相比来看，倍数效应愈加显著，少投放表内信贷就意味着对资本较少的占用。而从收益效果来看，投行业务还能为银行带来中收的增长。

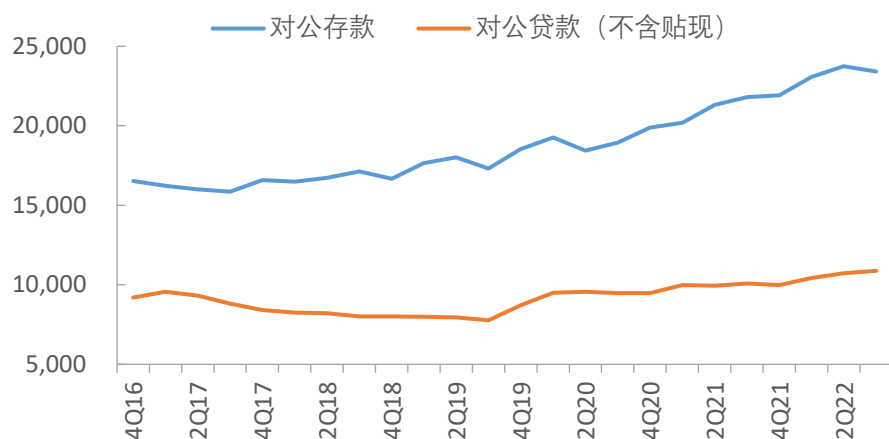
图42：平安银行年度复杂投融、对公贷款增量（亿元）及二者比值（倍）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

同时，银行可回流对公存款。平安银行是集团内部唯一拥有完整账户体系的金融牌照，因而所有投融项目的融资款都会先转化成主账户内的存款，并最终会沉淀

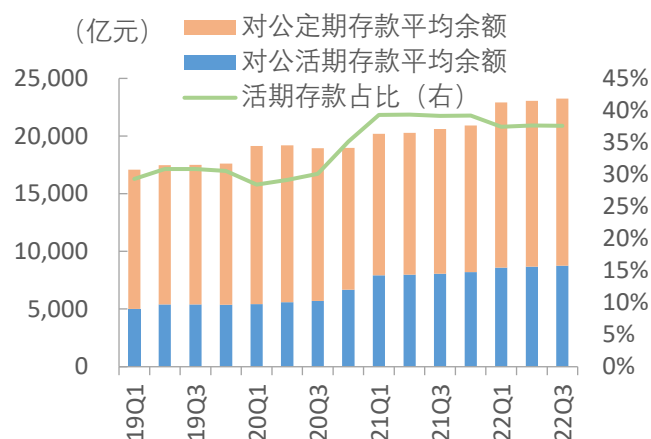
一部分成为银行稳定、低成本的存款来源。自 2020 年以来，平安银行对公存款增长要显著快于对公贷款投放，对公存款和贷款规模“喇叭口”不断扩大。

图43：平安银行对公存款与对公贷款（亿元）“喇叭口”扩大



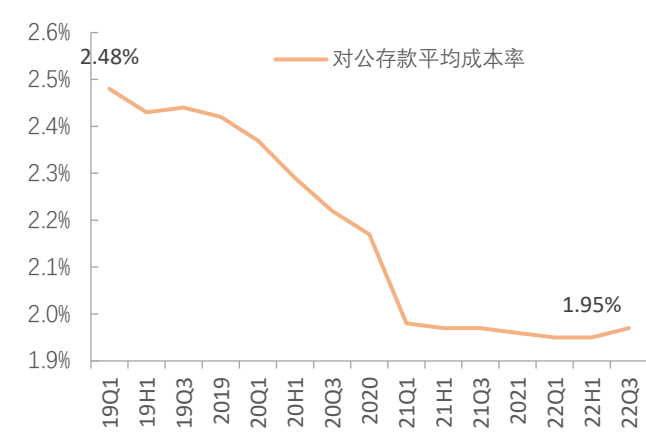
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图44：平安银行对公存款平均余额结构及活期占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图45：平安银行对公存款平均成本率下降

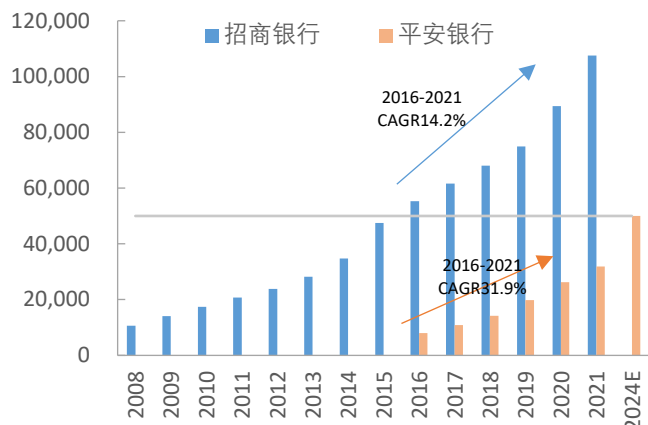


资料来源：公司财报，民生证券研究院

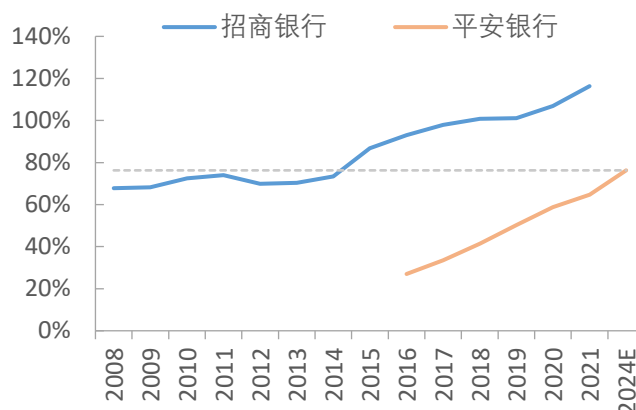
6 大财富：从表内至表外，全面贡献营收

6.1 财富管理：市场广阔，背靠集团大有可为

平安银行零售 AUM 正处于高速扩张期。平安银行 2021 年提出要在三年时间内使其零售 AUM 达到 5 万亿元，若以此零售 AUM 绝对体量或零售 AUM/总资产进行比较，平安银行与招商银行仍有较大差距，2024 年的平安银行仅相当于 2015 年时的招商银行。不过平安银行发展势头迅猛，2016-2021 年，平安银行零售 AUM 复合增速高达 31.9%，远高于招商银行同期的 14.2%。

图46：平安银行与招商银行零售 AUM（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图47：平安银行与招商银行零售 AUM/总资产


资料来源：公司财报，民生证券研究院

平安银行 AUM 有望维持较高增速。一方面，考虑到居民资产配置结构变化下，财富管理市场规模整体在扩张，市场空间足够发挥。另一方面，平安集团能够在客户传导、金融科技支撑两方面，为平安银行零售 AUM 维持较高增速提供助力。

配置结构变动，催生财富市场新空间。

财富管理市场需求的新一轮发展，将由居民资产配置结构变动催化。我们认为，对金融风险资产的配置，才是对财富管理机构的需求，对服务能力的严考验。过往居民财富很小比例投向金融风险资产，但是财富总量的不断扩大，驱动这一小比例也体现为较大的绝对规模。而当下以及未来一段时间内，居民资产配置结构可能逐步向金融风险资产倾斜，将驱动财富管理行业迎来新一轮的需求提升。

居民资产配置结构或将逐渐向金融风险资产迁移。过往居民大部分资产投向以房地产为主的实物资产之中，金融资产投资占比较小，且金融资产中还以无风险的现金、存款和保本理财为主，金融风险资产占比低。而当前房价上升预期发生改变、资管新规全面叫停刚兑理财，利率市场化改革持续推进的背景下，无风险收益率逐渐降低。对居民而言，“较低风险、较高收益”的资产稀缺，居民端对金融风险资产配置权重将有望提升，进而催生对专业机构财富管理需求。

图48：居民资产配置结构有望向金融风险资产倾斜，促进财富管理行业壮大



资料来源：《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，民生证券研究院绘制

银行开展财富管理具有账户、渠道等多方面优势。在开展公募基金代销业务过程中，银行便能凭借自身优势，占据更大的市场份额。因而对于银行而言，把握住现有优势，在接下来居民财富配置结构变动的机遇之中，抢先提升能力，相比其他财富管理机构更容易获取市场机会。

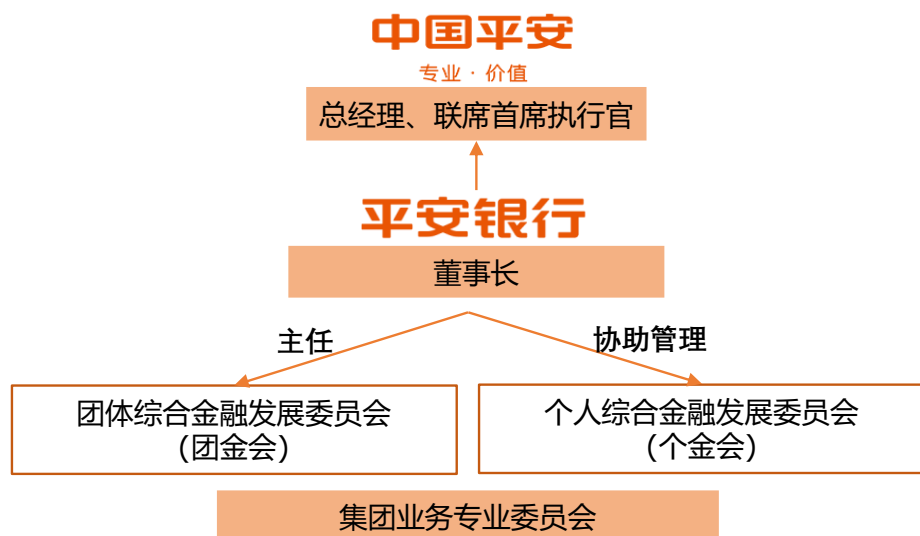
挖潜集团，寻找下一步增长基础。

凭借着体系庞大的平安集团，是平安银行最强大的差异化竞争优势。当前平安银行与招商银行相比，虽然仍有短处，但集团尚有充裕的资源，在等待向银行进行输出。

第一，集团向银行导流客户，有意愿、有空间也有途径。

首先，银行高管在集团内资源调配能力强，提升集团向银行导流意愿。平安银行董事长谢永林先生在中国平安（集团）内兼任总经理与联席首席执行官，同时集团内两大业务专业委员会——“团金会”与“个金会”，均由谢永林先生统筹负责或协助管理。

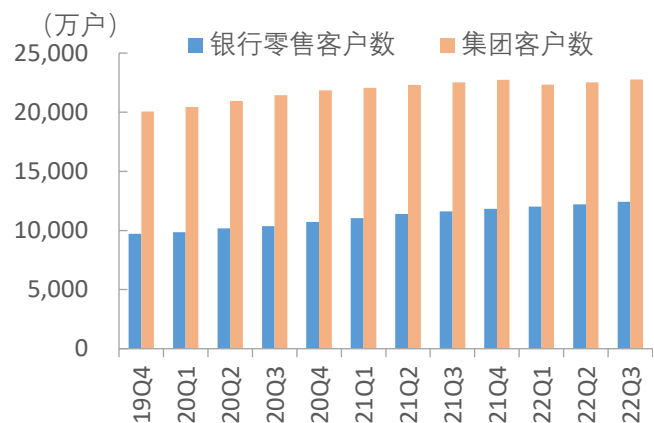
图49：平安银行高管对集团资源调配能力强



资料来源：公司官网，民生证券研究院绘制

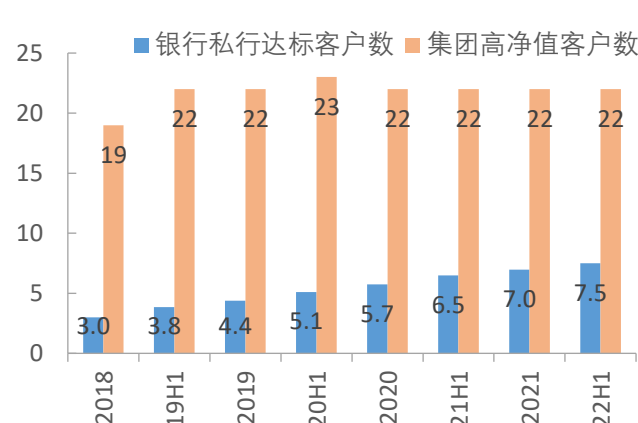
其次，集团与银行间客户规模存在数量差，传导有空间。截至 2022 年中期，集团全量客户数已接近 2.3 亿户，而其中与平安银行重叠客户仅有 7000 万左右，仍有大量客户未进行转化，传导空间充足。并且集团拥有高净值客户 22 万户，潜在私行级别客户规模更大，对比之下，平安银行私行客户仅有 7.5 万户，私行客户挖掘潜力更强劲。

图50：平安银行零售客户数 vs.集团零售客户数 (万户)



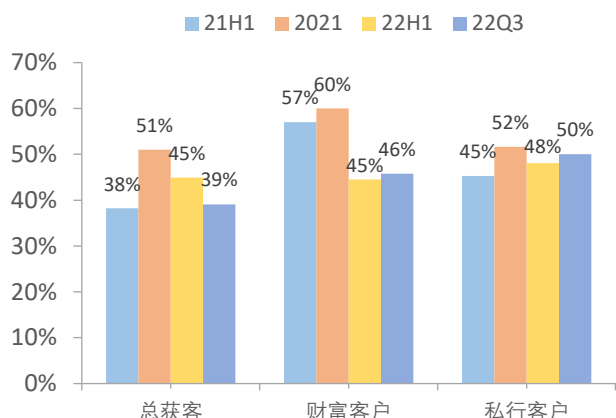
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图51：平安银行私行客户 vs. 集团高净值客户(万户)

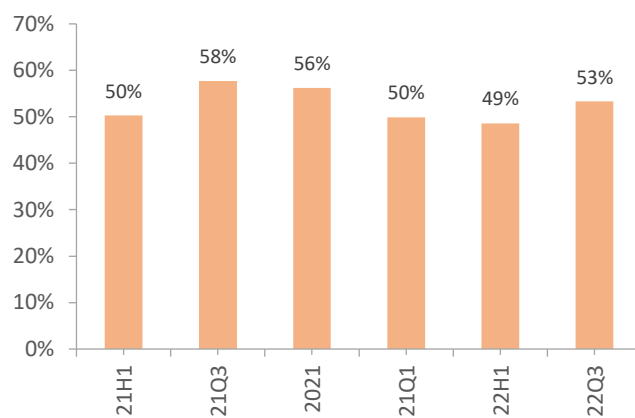


资料来源：公司财报，民生证券研究院

此外，传导有路径。在输送方式上，如果将平安集团综合金融比为一座矿藏丰富的金矿，那么集团的寿险代理人队伍就是推动交叉销售、助力银行挖潜金矿的引擎。现在平安银行着重深化的 MGM 模式综合金融对银行零售业务贡献度较高，22Q1-Q3 在私行客户数量、零售 AUM 规模增长中，综合金融贡献度均达到半数。而关于集团寿险代理人脱落危机，一方面脱落的主要是业绩不达标准的低产能部分，另一方面银行零售业务当前也更注重对存量客户的挖掘与经营，因而对银行影响有限。

图52：综合金融在各类获客净增量中贡献度


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图53：综合金融对银行 AUM 净增额贡献度


资料来源：公司财报，民生证券研究院

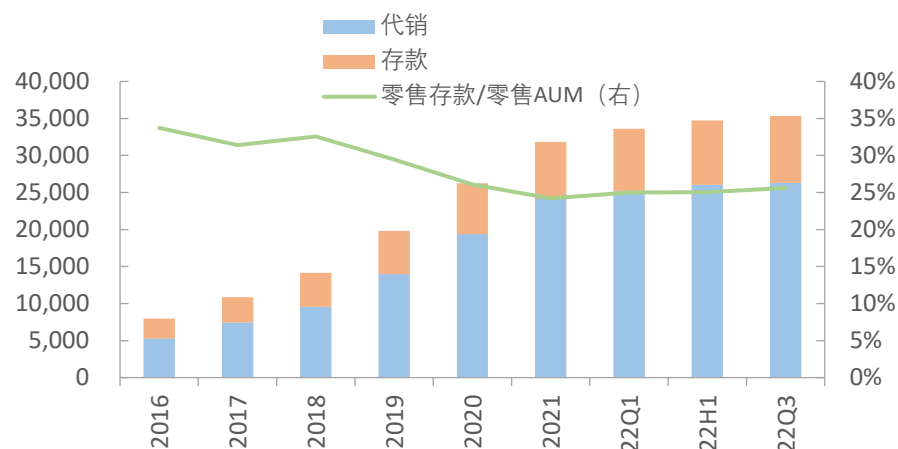
第二，依托集团金融科技力量，更具规模效应。

首先，集团投入力量远超单体商业银行。金融科技有显著规模效应，平安集团计划 2020-2025 年金融科技累计投入 1000 亿元，更高的投入意味着更强的技术搭建，长期来看可降低财富管理业务对人力的消耗、提升服务效率，并有效降低成本收入比。

6.2 AUM 结构优化，财富中收贡献稳定

而财富管理转型这些年，平安银行获得了什么？

首先是业务规模的蒸蒸日上。自零售转型以来，平安银行零售 AUM、零售客户规模均不断提升。而且零售 AUM 结构也在不断优化，需要成本支出的零售存款在 AUM 中占比较转型初期大幅下降，而能够带来中收的代销类资产占比则不断提升。

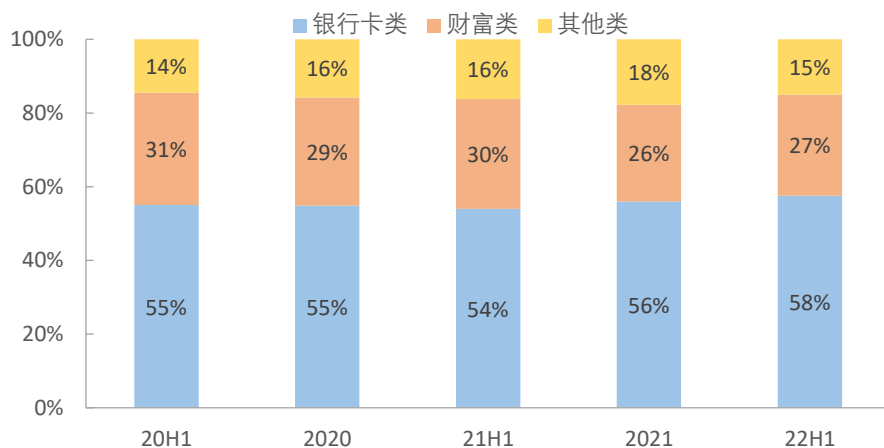
图54：平安银行 AUM 构成（亿元）及存款占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

随之提升的则是利润上的贡献。一方面，发展财富管理业务为平安银行带来了可观的中收，在其手续费及佣金收入结构中，财富类业务贡献度处于较高水平。另

一方面，在理财、代销等业务流程中也能够沉淀出个人存款，从而降低平安银行的揽储压力，为其负债成本松绑。

图55：平安银行手续费及佣金收入结构



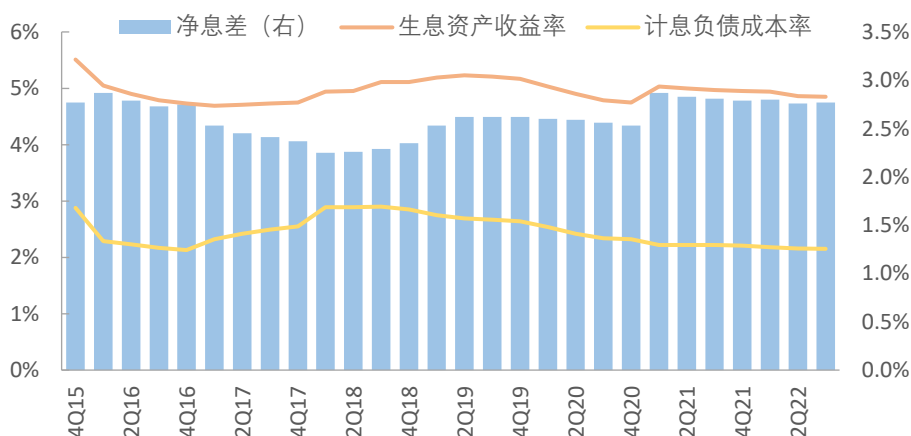
资料来源：公司财报，民生证券研究院；注：银行卡类包括银行卡+结算业务；财富类包括代理及委托+资产托管业务

6.3 对公零售协同，助推打造高水平零售银行

复杂投融与财富管理相互成就。而接下来，伴随着大财富生态链的良性循环逐渐形成并加速运转，对公、零售两大条线协同运作，真正实现了从优质底层资产到高收益私行产品的通路，自然能够在正在壮大的财富管理市场中获取更大的市场份额。而更大规模的理财资金，也能反过来支撑复杂投融向企业提供更大体量的服务。

两端中收获取以及存款沉淀的能力都将会被进一步扩大。在负债端成本压力缓解之下，一方面，资产端也更有降低风险偏好的底气，则有力支持信用成本的降低；另一方面，对信贷业务而言，用更低成本的对公存款支持更高收益的零售信贷，更有助于打造“高息差、低风险”的信贷模式。

图56：平安银行净息差两端分解（累计）

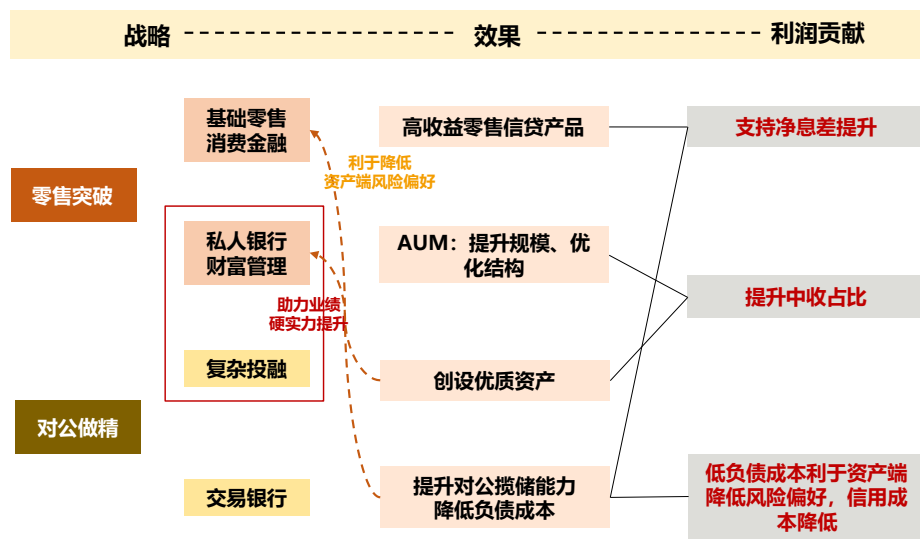


资料来源：公司财报，民生证券研究院

通过打通表内表外、对公零售，从中收到利息收入再到信用成本，共同助推平

安银行形成稳定于高位的 ROE，即逐步发展成为高水平零售银行。

图57：平安银行高水平零售银行示意图



资料来源：公司财报，民生证券研究院绘制

7 地产风险有望缓解，疫后零售资产质量修复

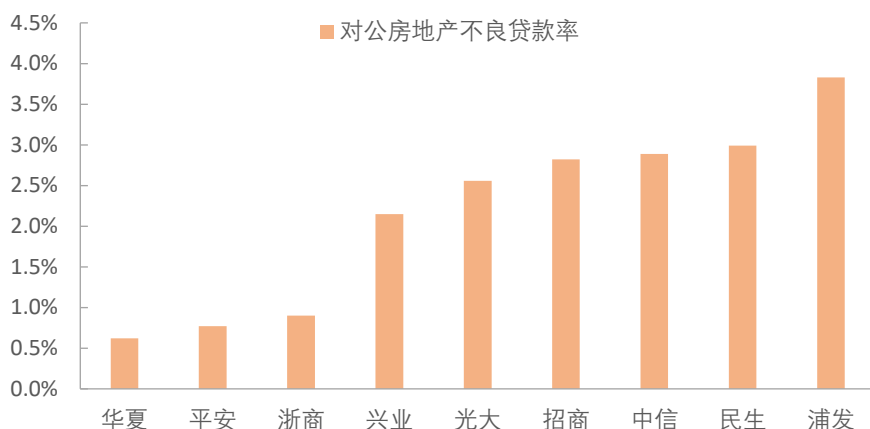
7.1 对公：地产风险有望缓解

存量风险化解之后，增量风险预计可控。2020年，在历史资产质量包袱卸下之后，平安银行提出要重新启动公司业务。汲取过往发展的经验教训，在新一阶段的对公业务发展中，平安银行提出要将资产质量稳健作为业务“生命线”。对公当前讲求业务做精，即将资源聚焦于优质行业、客群，并且通过优质客户带动其上下游供应链、产业链或生态圈客户，同时依托行业研究力量，完善贷款风险政策，增量业务风险预计可控。

当前对公端资产质量最大担忧仍来自于房地产领域，但其存量业务质量较优，政策端发力也为其带来了风险缓释机会。

平安银行房地产领域贷款资产质量较优。截至2022年9月末，平安银行对公房地产贷款不良率0.72%、住房按揭贷款不良率0.23%，均低于总贷款不良水平。与同业相比，截至22H1，平安银行对公房地产不良贷款率在上市股份行中也属较低水平。

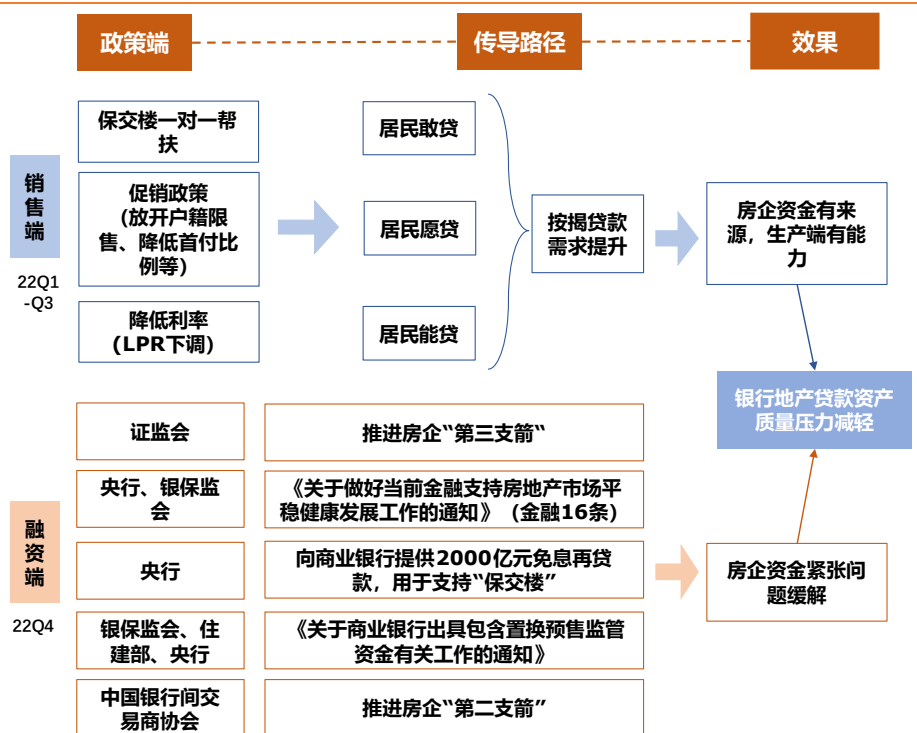
图58: 截至 22H1 上市股份行对公房地产不良贷款率



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

政策暖风频吹, 地产压力有望消退。对股份行估值形成主要压制的, 是整体地产行业的风险。但 2022 年前三季度, 地产销售端政策暖风频吹, 致力于打通房企从销售到生产环节资金链条; 四季度以来地产融资端政策指导发力, 多家银行在政策支持之下已与房企签订意向性融资合约, 显著提振市场信心, 地产行业对银行板块压制有望消退。

图59: 地产行业风险压制有望消退



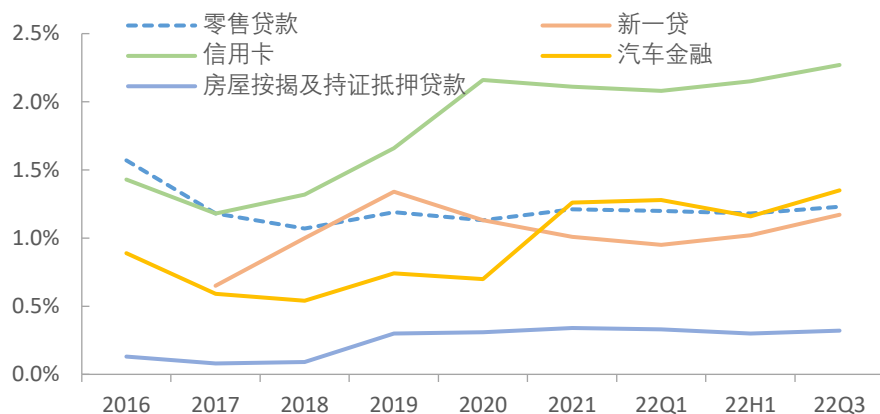
资料来源: Wind, 民生证券研究院绘制

7.2 零售: 疫后复苏带来修复机会

疫情扰动下零售端资产质量略有波动。平安银行零售信贷资产质量多年来一

直保持在较优水平，截至 22Q3，平安银行零售贷款不良率为 1.23%。2020 年以来，在新冠疫情的扰动之下，零售信贷资产质量有一定波动。但其中信用卡不良率提升也部分受到 21Q4 以来逾期时点调整影响，即不良率提升一定程度上包含认定更严格的影响。

图60：平安银行零售贷款不良率



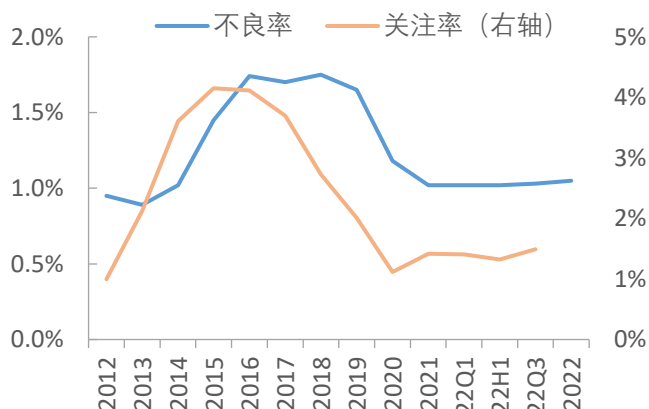
资料来源：公司官网，民生证券研究院

疫后复苏带来修复机会。2022 年 12 月起，全国多地接连发布疫情管控优化方案，接下来随着疫情管控措施的优化，有望逐步实现消费复苏，预计零售贷款规模增长、还款能力均可有所恢复，进而零售资产质量将稳中向好。

7.3 不良认定严格，拨备安全垫厚

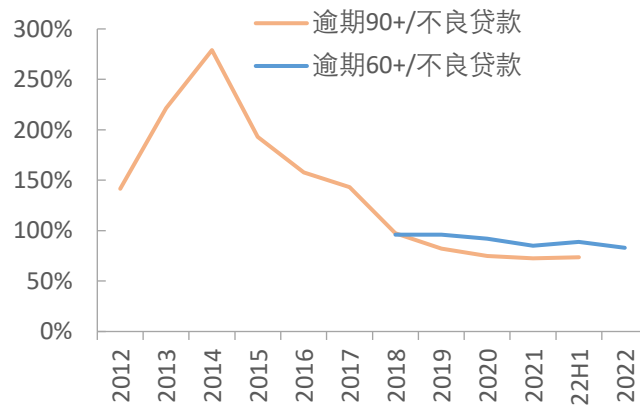
不良认定逐渐严格。零售端不良率虽有小幅提升，但整体贷款不良率依旧保持平稳，且从逾期 90+/不良贷款、逾期 60+/不良贷款两个比值来看，平安银行不良贷款认定标准趋严，资产质量更加夯实。

图61：平安银行不良率与关注率



资料来源：公司财报，民生证券研究院

图62：平安银行不良贷款偏离度

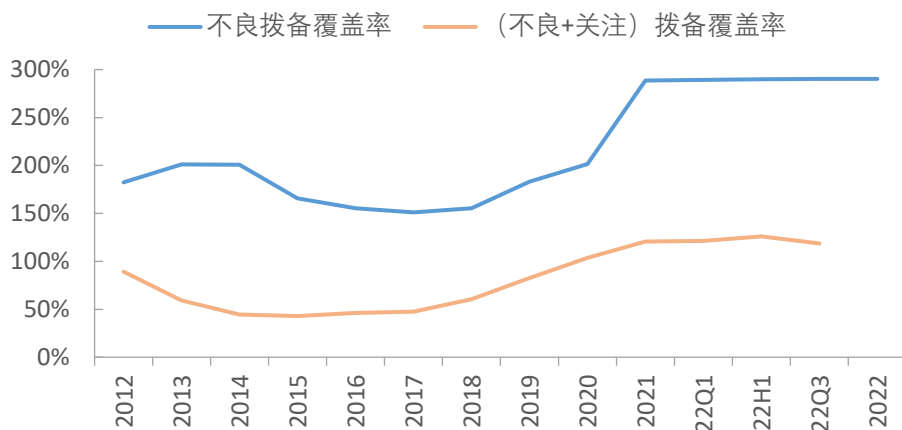


资料来源：公司财报，民生证券研究院

拨备覆盖率已达历史高位。平安银行 2020 年以来不良率一直位置在较低水

平,关注率虽有一定提升,但公司计提了足额拨备,不良贷款拨备覆盖率已达 290% 的高水平,且覆盖面更广的(不良+关注)贷款拨备覆盖率也整体呈现上升趋势,风险抵补能力足够扎实。

图63: 平安银行拨备覆盖率



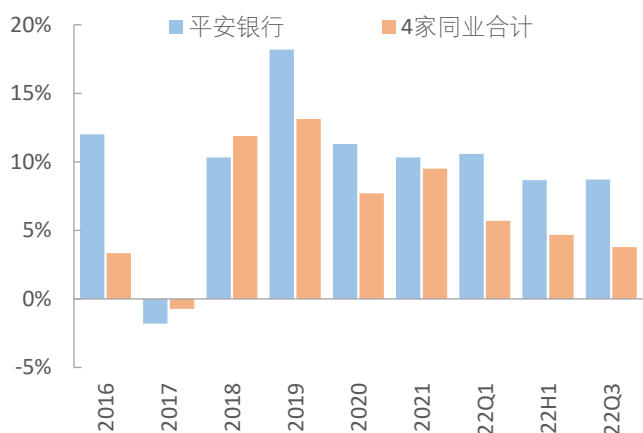
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

8 业绩表现优于可比同业

8.1 盈利能力领先可比同业平均水平

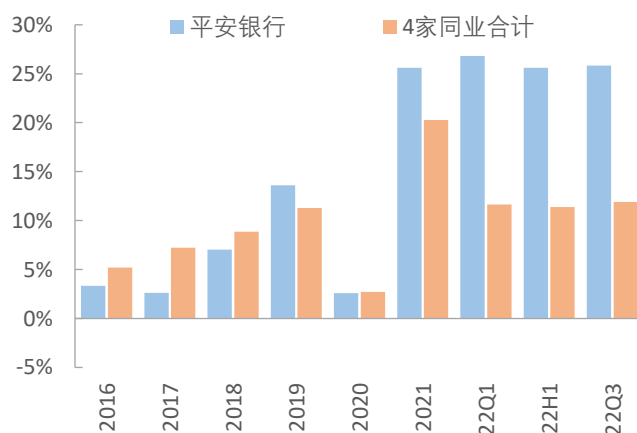
2018 年以来, 与 4 家可比股份行同业相比, 平安银行营收同比增速一直保持高于可比同业均值, 且优势差距不断扩大。而在营收的良好表现驱动之下, 叠加公司资产质量稳健, 归母净利润同比增速亦实现大幅优于可比同业水平。

图64: 营收 YoY: 平安银行 vs.4 家上市股份行



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院; 注: 4 家上市股份行为招商、兴业、中信、光大, 下同

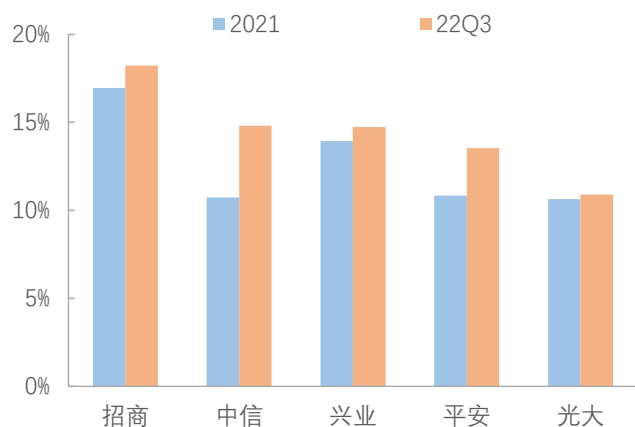
图65: 归母净利润 YoY: 平安银行 vs.4 家上市股份行



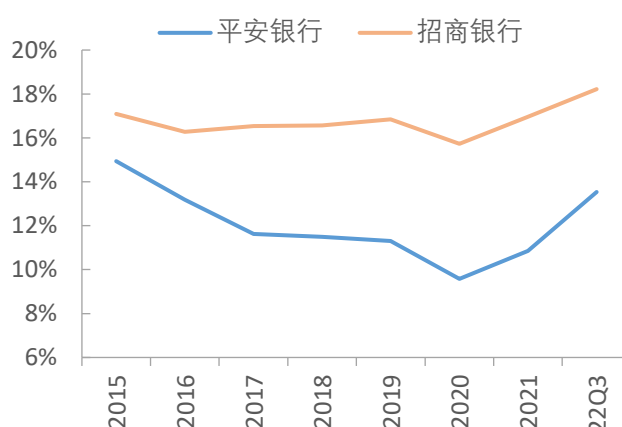
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

ROE 有望继续向上。2020 年受到疫情冲击, 平安银行 ROE 有所下探, 但 2021 年迅速回升。目前平安银行 ROE 水平与招商银行仍有一定差距, 但基于平

安银行大财富生态链的逐渐深化打造，轻资本属性的中收对利润贡献度预期可进一步提升，叠加把握平安集团赋能的强大差异化优势，平安银行 ROE 水平有望继续向上，并逐渐缩小与招商银行差距。

图66: ROE: 平安银行 vs.4 家上市股份行


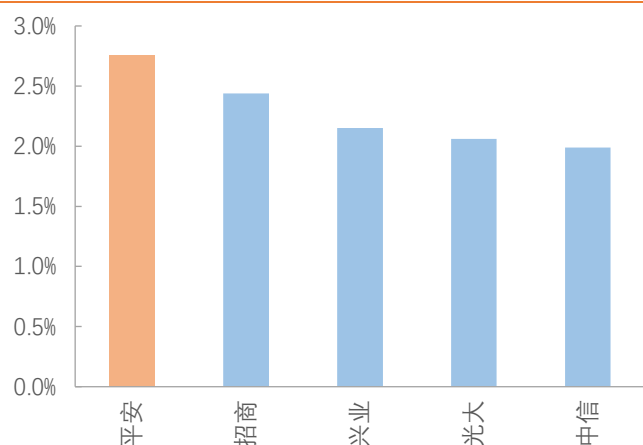
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图67: ROE: 平安银行 vs.招商银行


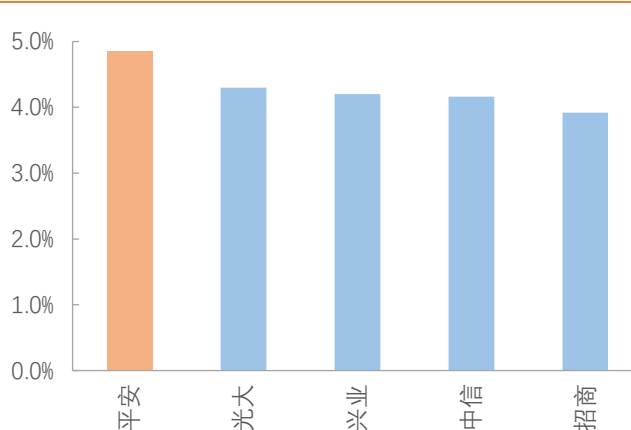
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

8.2 对公低成本，零售高收益，利好息差领先

资产端收益优势带来高水平净息差。截至 22H1，平安银行净息差为 2.76%，在可比上市股份行中位列第一，其中，4.86%的生息资产收益率为净息差占据榜首提供了主要支撑力。

图68: 22H1 上市股份行净息差 (累计)


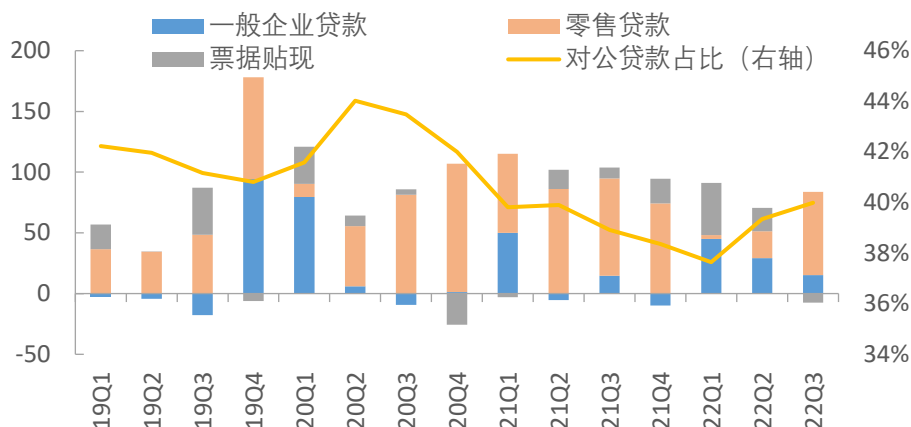
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图69: 22H1 上市股份行生息资产收益率


资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

对公重启，在零售低迷时期撑起贷款规模。平安银行自 2020 年开始重启对公业务，结构上，大力向制造业、专精特新等重点领域进行投放。2022 年面对零售贷款增长乏力情况，对公贷款增量上亦有较高贡献。

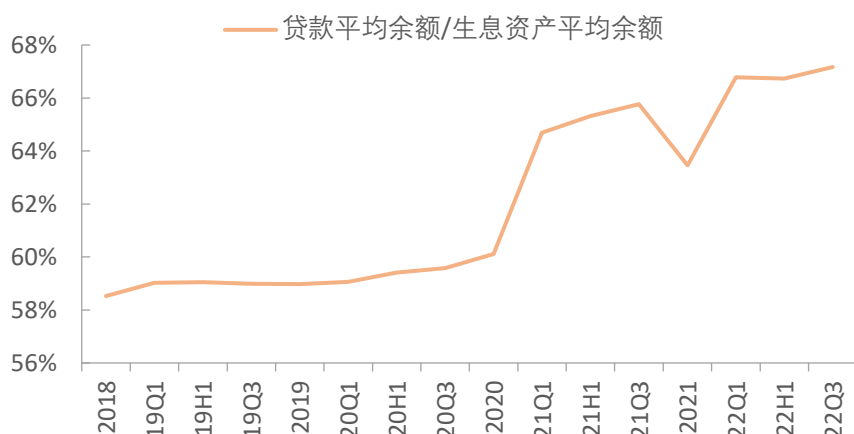
图70：平安银行单季贷款增量（亿元）及对公贷款占比



资料来源：公司财报，民生证券研究院

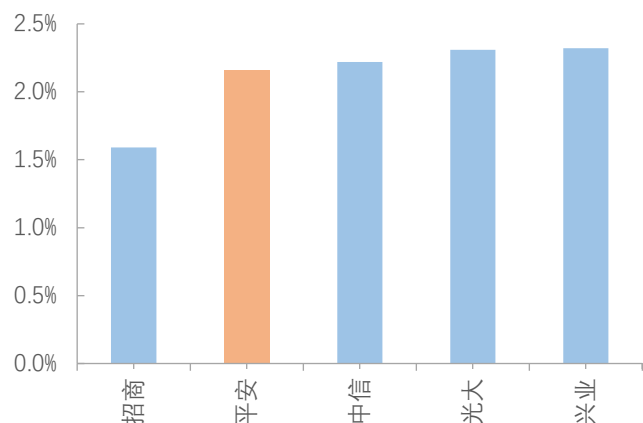
对公贷款收益率虽相比零售贷款略低，但与其他生息资产相比仍更有优势，对公贷款高投放，支撑住总贷款在生息资产中的较高占比，从而稳住生息资产收益率。

图71：平安银行贷款平均余额在生息资产平均余额中占比情况

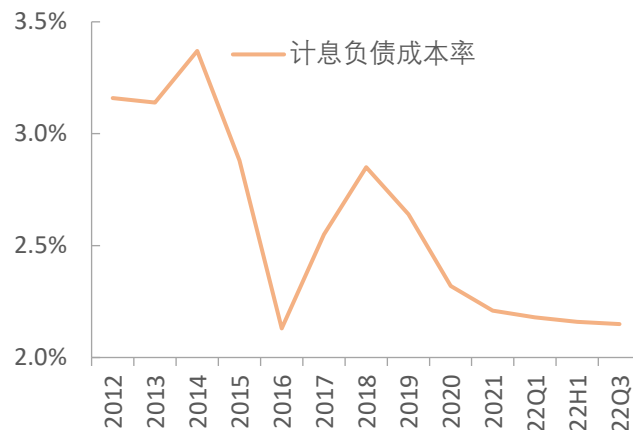


资料来源：公司财报，民生证券研究院

负债端成本下行，亦对息差维稳有正向贡献。虽然 22H1 平安银行计息负债成本率仍显著高于招商银行，但从总体趋势上来看，平安银行计息负债成本率自 2019 年以来不断下行，为其净息差“减负”。

图72：22H1 上市股份行计息负债成本率


资料来源：公司财报，民生证券研究院

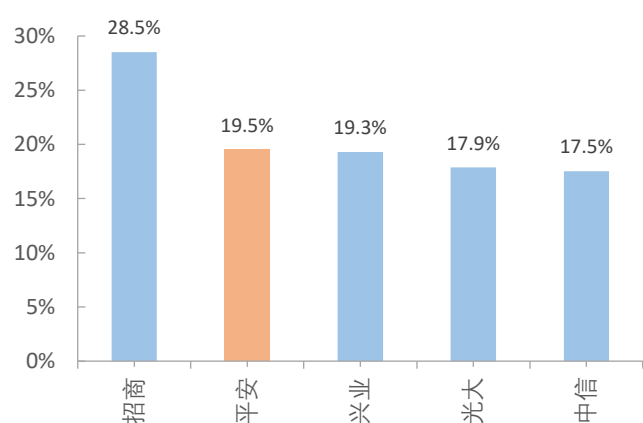
图73：平安银行计息负债成本率


资料来源：公司财报，民生证券研究院

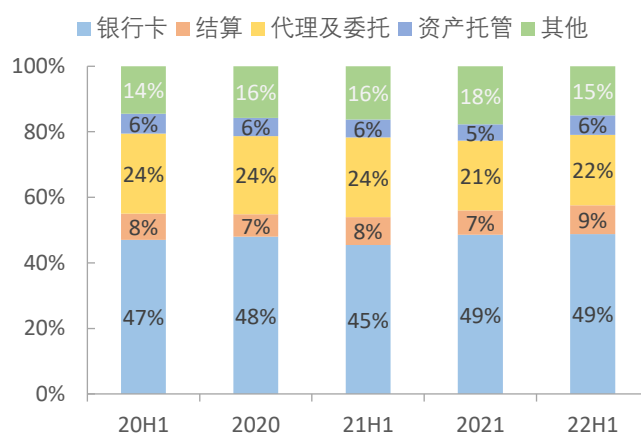
8.3 大财富生态加持，中收增长潜力更大

而除了传统信贷业务，平安银行在搭建大财富生态链的过程中，也充分获得了来自财富管理业务的中收支撑，同时近年来对公端发力交易银行、复杂投融，也为中收进一步增长带来新空间。

平安银行中收在营收中占比在可比同业中排名靠前，体现出大财富生态链建设的成果，而随着这一生态链条继续强化运转、零售对公协同效应更加强化，中收增长潜力也将进一步具象化。

图74：2021 年上市股份行中收在营收中占比


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图75：平安银行手续费及佣金收入结构（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

9 盈利预测与投资建议

9.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：平安银行作为全国展业的综合性股份制银行，且零售转型战略坚定、对公有重启之势，信贷及资产扩张能力均较为强劲。我们预测 22-24 年贷款同比增速为 8.7%、13.0%和 13.0%，总资产同比增速为 8.1%、10.9%和 11.1%。

2、净息差：资产、负债结构的主动调整助力净息差降幅收窄、企稳。我们预测 22-24 年净息差为 2.65%、2.64%和 2.65%。

3、非息收入：零售端，平安银行大力发展财富管理业务，对公端复杂投融资业务也不断发力，预计可对非息收入形成支撑。我们预测 22-24 年非息收入同比增速为-2.7%、20.0%和 20.0%，净手续费收入同比增速为 0.0%、20.0%和 20.0%。

4、资产质量：平安银行资管质量管控机制完善，预计资产质量指标持续向好。我们预测 22-24 年不良贷款率为 1.05%、1.04%和 1.02%，拨备覆盖率 290%、291%和 289%。

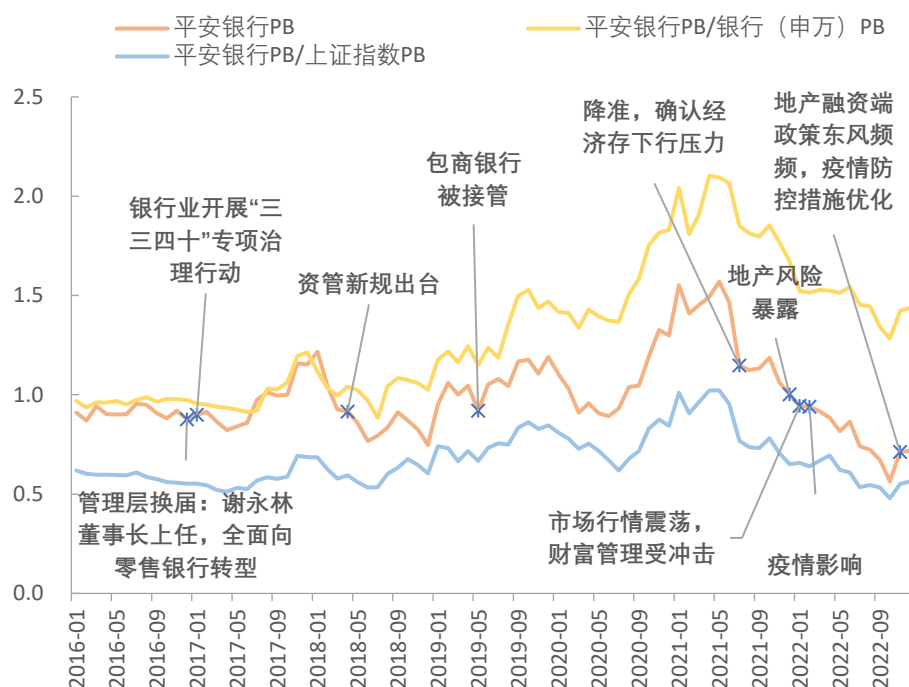
根据以上假设，我们预计 2022-2024 年公司营收为 1799 亿元、1998 亿元和 2261 亿元，增速分别为 6.2%、11.1%和 13.2%。

9.2 估值分析与投资建议

此前多重冲击下估值下探。平安银行自 2016 年底启动零售转型以来，尤其是 2020 年以来零售转型迈入第二阶段，重点发展财富管理业务后，估值水平整体有较为明显提升。但 2021 年 7 月以来，人民银行下调存款准备金率、地产风险暴露、资本市场行情不佳导致财富管理业务低迷、疫情冲击零售信贷需求与资产质量，多轮冲击之下，平安银行估值不断下跌，最低时到 2022 年 10 月已跌至 0.6 倍 PB 以下。

当前布局性价比高。现在地产政策从销售端走向融资端，疫情防控政策逐渐优化，对平安银行估值两大压制因素正在弱化，叠加平安银行零售转型战略持续推进、对公重启方向明确，估值修复有动能。当前平安银行估值正处于低位，修复空间充裕，正是加配良机。

图76: 平安银行估值复盘

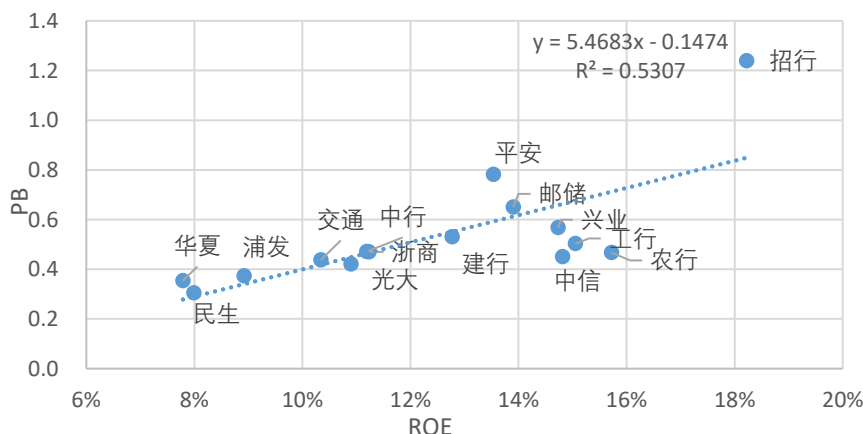


资料来源: Wind, 民生证券研究院

由于表内传统信贷业务的扩张有赖于资本规模,且资本也是银行抵御风险的方向,可采用PB估值法。而财富管理业务、复杂投融资等表外业务,获取的是手续费及佣金收入,且具有轻资本消耗、基本无信用风险的特点,使用PB估值会低估其业务贡献度,采用PE估值更为合适。综上所述,本文对平安银行采用分部估值。

对于表内业务,以上市国有大行、股份行PB-ROE来测算,预测平安银行2023年ROE为14.21%,则对应PB估值0.63倍,得到其表内市值1952亿元。

图77: 上市国有大行、股份行PB-ROE



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院; 注: PB对应时间为2023年2月1日

对于表外业务,计算除去银行卡以及结算业务后的手续费及佣金收入,将其作为财富管理及复杂投融资业务(即大财富管理业务)收入,并以28.3%的成本收入

比（参考平安银行 2021 年成本收入比）、25%的所得税率计算净利润。考虑到财富管理市场扩容，且需求主要集中于头部机构，而平安银行较早发力大财富，且有集团资源作为后备支撑，有望占据较大财富管理市场份额；同时，也考虑到财富管理业务具有一定周期性。综上，预期平安银行大财富管理业务潜在净利润增速可达 15%，并给与与利润增速相匹配的 15 倍 PE 估值，大财富业务市值为 1426 亿元。

综上，汇总两部分市值，平安银行对应 2023 年底目标市值为 3378 亿元。

表10：平安银行分部估值表（亿元，倍，%）

平安银行分部估值	
表内业务	
2021 归母净资产	3255
广义不良贷款余额（不良+关注）	747
贷款减值准备	902
多计减值准备	155
调整后归母净资产	3,100
PB 倍数	0.63 倍
表内市值	1952
大财富业务	
2021 财富管理及复杂投融手续费及佣金收入	177
2021 财富管理及复杂投融净利润	95
预测增速	15.0%
PE 倍数	15
大财富市值	1426
汇总市值	3378

资料来源：公司财报，民生证券研究院预测

短期来看，平安银行拨备厚实，且随着地产风险逐渐消解、疫情管控政策优化，资产质量有望好转，市场表现或将回升。中长期来看，平安银行成长主线明确，零售端以私行为主建设财富管理，对公端复杂投融渐起发力，同时融合两端打造大财富生态链，有望长期支撑负债成本不断降低、中收贡献持续提升。考虑到大财富业务的轻资本属性，分部使用 PE 估值法，随着大财富战略成果不断落地，估值空间将被进一步打开。预计 22-24 年 EPS 分别为 2.35 元、2.85 元和 3.59 元，2023 年 2 月 7 日收盘价对应 0.7 倍 22 年 PB，目前估值仍低于零售转型龙头招商银行，具备投资性价比，维持“推荐”评级。

表11：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600036.SH	招商银行	38.49	4.69	5.39	6.26	1.4	1.2	1.1
601166.SH	兴业银行	17.11	3.98	4.40	5.16	0.6	0.5	0.5
601818.SH	光大银行	3.00	0.80	0.87	0.90	0.4	0.4	0.4
601998.SH	中信银行	4.92	1.08	1.40	1.63	0.4	0.4	0.4
	平均值					0.7	0.6	0.6
	中位数					0.5	0.5	0.4
000001.SZ	平安银行	14.04	1.87	2.35	2.85	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；注：股价时间为 2023 年 2 月 8 日，中信银行为 wind 一致预期

10 风险提示

1) 宏观经济波动超预期：受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。

2) 转型进度不及预期：受经济发展变化、客户需求改变等影响，平安银行零售转型进度可能面临波折。

3) 资本补充面临压力：系统性重要银行分类对资本充足率提出更高要求，市场对银行资本补充工具投资认可度的变化或带来资本补充压力的增加。

4) 地产行业改善不及预期：若行业政策落地等支持因素对房地产行业改善程度不及预期，可能影响银行资产质量。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	1,203	1,322	1,425	1,574
手续费及佣金	331	331	397	476
其他收入	160	147	176	211
营业收入	1,694	1,799	1,998	2,261
营业税及附加	-16	-11	-12	-14
业务管理费	-479	-527	-580	-638
拨备前利润	1,198	1,261	1,406	1,610
计提拨备	-738	-724	-755	-789
税前利润	459	535	650	819
所得税	-95	-80	-98	-123
归母净利润	363	455	553	696

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	30,634	33,292	37,620	42,510
同业资产	1,791	1,809	1,863	1,919
证券投资	12,803	13,187	13,846	14,539
生息资产	48,312	51,432	56,537	62,240
非生息资产	1,804	2,797	3,613	4,547
总资产	49,214	53,215	59,015	65,538
客户存款	29,905	33,448	37,294	41,583
其他计息负债	12,492	12,781	13,857	15,030
非计息负债	2,863	2,639	3,035	3,490
总负债	45,259	48,868	54,186	60,104
股东权益	3,954	4,347	4,828	5,435

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	1.87	2.35	2.85	3.59
每股拨备前利润(元)	6.17	6.50	7.25	8.29
每股净资产(元)	16.77	18.80	21.28	24.40
每股总资产(元)	253.60	274.22	304.11	337.72
P/E	7	6	5	4
P/PPOP	2	2	2	2
P/B	0.8	0.7	0.7	0.6
P/A	0.06	0.05	0.05	0.04

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.79%	2.65%	2.64%	2.65%
净利差(Spread)	2.74%	2.60%	2.59%	2.60%
贷款利率	6.23%	6.33%	6.33%	6.33%
存款利率	2.04%	2.02%	2.00%	1.98%
生息资产收益率	4.95%	5.13%	5.14%	5.15%
计息负债成本率	2.21%	2.18%	2.15%	2.12%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.77%	0.89%	0.98%	1.12%
ROAE	11.73%	13.19%	14.21%	15.70%

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	25.6%	25.3%	21.4%	25.9%
拨备前利润增速	11.6%	5.2%	11.5%	14.5%
税前利润增速	24.8%	16.7%	21.4%	25.9%
营业收入增速	10.3%	6.2%	11.1%	13.2%
净利息收入增速	6.1%	9.8%	7.8%	10.4%
手续费及佣金增速	11.5%	0.0%	20.0%	20.0%
营业费用增速	7.3%	10.0%	10.0%	10.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	10.7%	6.5%	9.9%	10.1%
贷款增速	14.9%	8.7%	13.0%	13.0%
同业资产增速	-34.3%	1.0%	3.0%	3.0%
证券投资增速	11.8%	3.0%	5.0%	5.0%
其他资产增速	7.7%	55.1%	29.2%	25.9%
计息负债增速	10.0%	9.0%	10.6%	10.7%
存款增速	10.9%	11.8%	11.5%	11.5%
同业负债增速	-22.1%	-4.8%	5.0%	5.0%
股东权益增速	8.6%	9.9%	11.1%	12.6%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	37.4%	37.4%	37.4%	37.4%
定期	61.6%	61.6%	61.6%	61.6%
其他	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	32.6%	32.6%	32.6%	32.6%
个人贷款	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%
票据贴现	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.02%	1.05%	1.04%	1.02%
正常	97.56%	97.49%	97.53%	97.56%
关注	1.42%	1.46%	1.44%	1.43%
次级	0.59%	0.58%	0.57%	0.56%
可疑	0.24%	0.23%	0.22%	0.21%
损失	0.19%	0.24%	0.25%	0.25%
拨备覆盖率	288%	290%	291%	289%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	13.34%	12.77%	12.33%	12.06%
核心资本充足率	8.60%	8.58%	8.63%	8.79%
资产负债率	91.96%	91.83%	91.82%	91.71%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	194.1	194.1	194.1	194.1

插图目录

图 1: 平安银行发展历程.....	3
图 2: 平安银行三步走战略规划.....	4
图 3: 2013-16 年贷款投放倾向轻工制造与商业流通业.....	4
图 4: 小微贷款余额 (亿元) 及不良率.....	4
图 5: 贷贷平安卡贷款余额 (亿元) 及不良率.....	4
图 6: 平安银行对公贷款余额及不良率 (亿元)	6
图 7: 平安银行拨备覆盖率及关注率.....	6
图 8: 房地产开发投资与房屋新开工面积当月值同比增速.....	6
图 9: 上市银行地产、基建、制造业在总贷款中占比变化.....	7
图 10: 全国债券发行总量 (万亿元) 及同比增速.....	7
图 11: A 股股权融资规模 (万亿元) 及同比增速.....	7
图 12: 上市银行中收在营收中占比.....	8
图 13: 22H1 上市国有大行、股份行网点数量 (个)	8
图 14: 商业银行大财富生态链示意图.....	9
图 15: 平安银行大财富作战线路图逐渐清晰.....	10
图 16: 平安银行零售客户分层.....	11
图 17: 多元化、多策略的产品体系+定制化专属产品, 满足各类客群需求.....	11
图 18: 新财富队伍规模不断壮大.....	12
图 19: 新财富队伍助推代理保险收入高增 (亿元)	12
图 20: 平安银行非保本理财规模 (亿元)	13
图 21: 平安理财公募产品风险等级分布 (只)	13
图 22: 平安银行复杂投融三十六计 (2021 年)	13
图 23: 截至 22Q3 平安银行股权结构图.....	14
图 24: 平安银行复杂投融规模 (亿元)	15
图 25: 平安银行大财富生态链盈利增长点.....	16
图 26: 平安银行与招商银行零售客户数量 (百万户) 对比.....	17
图 27: 2012 年末以来平安银行零售贷款结构 (亿元)	17
图 28: 平安银行零售贷款占比不断提升.....	18
图 29: 平安银行净息差 (单季)	18
图 30: 平安银行零售客户数量 (亿户)	19
图 31: 平安银行零售客户 AUM 规模快速提升 (亿元)	19
图 32: 全国信用卡开立数量 (亿张) 及同比增速.....	19
图 33: 平安银行信用卡流通卡量及在全国市场中占比.....	20
图 34: 平安银行信用卡应收账款规模 (亿元)	20
图 35: 平安银行信用卡在零售信贷中占比.....	20
图 36: 平安银行信用卡不良率.....	20
图 37: 平安银行与招商银行信用卡流通卡量 (万张)	21
图 38: 平安银行与招商银行信用卡交易额 (亿元)	21
图 39: 平安银行年度贷款增量分布情况 (亿元)	22
图 40: 平安银行推保险规模 (亿元)	23
图 41: 平安银行推送集团其他子公司融资规模 (亿元)	23
图 42: 平安银行年度复杂投融、对公贷款增量 (亿元) 及二者比值 (倍)	23
图 43: 平安银行对公存款与对公贷款 (亿元) “喇叭口”扩大.....	24
图 44: 平安银行对公存款平均余额结构及活期占比.....	24
图 45: 平安银行对公存款平均成本率下降.....	24
图 46: 平安银行与招商银行零售 AUM (亿元)	25
图 47: 平安银行与招商银行零售 AUM/总资产.....	25
图 48: 居民资产配置结构有望向金融风险资产倾斜, 促进财富管理行业壮大.....	26
图 49: 平安银行高管对集团资源调配能力强.....	27
图 50: 平安银行零售客户数 vs. 集团零售客户数 (万户)	27
图 51: 平安银行私行客户 vs. 集团高净值客户 (万户).....	27
图 52: 综合金融在各类获客净增量中贡献度.....	28
图 53: 综合金融对银行 AUM 净增额贡献度.....	28
图 54: 平安银行 AUM 构成 (亿元) 及存款占比.....	28

图 55: 平安银行手续费及佣金收入结构	29
图 56: 平安银行净息差两端分解 (累计)	29
图 57: 平安银行高水平零售银行示意图	30
图 58: 截至 22H1 上市股份行对公房地产不良贷款率	31
图 59: 地产行业风险压制有望消退	31
图 60: 平安银行零售贷款不良率	32
图 61: 平安银行不良率与关注率	32
图 62: 平安银行不良贷款偏离度	32
图 63: 平安银行拨备覆盖率	33
图 64: 营收 YoY: 平安银行 vs.4 家上市股份行	33
图 65: 归母净利润 YoY: 平安银行 vs.4 家上市股份行	33
图 66: ROE: 平安银行 vs.4 家上市股份行	34
图 67: ROE: 平安银行 vs.招商银行	34
图 68: 22H1 上市股份行净息差 (累计)	34
图 69: 22H1 上市股份行生息资产收益率	34
图 70: 平安银行单季贷款增量 (亿元) 及对公贷款占比	35
图 71: 平安银行贷款平均余额在生息资产平均余额中占比情况	35
图 72: 22H1 上市股份行计息负债成本率	36
图 73: 平安银行计息负债成本率	36
图 74: 2021 年上市股份行中收在营收中占比	36
图 75: 平安银行手续费及佣金收入结构 (亿元)	36
图 76: 平安银行估值复盘	38
图 77: 上市国有大行、股份行 PB-ROE	38

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 平安银行过往管理层简历	3
表 2: 平安银行现任管理层简历	5
表 3: 平安银行 2016 年至今零售业务战略更迭	5
表 4: 高净值客户资产目前主要集中于招商银行和国有大行	10
表 5: 平安集团部分重要金融牌照	14
表 6: 2019-2021 年平安银行及招商银行杜邦拆解对比	16
表 7: 平安银行零售贷款产品	18
表 8: 平安银行信用卡重点产品	20
表 9: 平安银行对公贷款按行业划分不良率	22
表 10: 平安银行分部估值表 (亿元, 倍, %)	39
表 11: 可比公司 PB 数据对比	40
公司财务报表数据预测汇总	41

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026