

2022年01月14日

招商银行 (600036.SH)

优质银行的典范—招商银行 2021 年业绩快报点评

■ 事件：招商银行披露 2021 年业绩快报，2021 年营收增速为 14.03%，归母净利润增速为 23.20%，业绩表现优异，我们点评如下：

1. **21Q4 净息差环比继续回升。**经测算，招商银行 2021Q4 单季净息差为 2.53%，环比提升 6bp，连续两个季度改善。一方面，四季度往往是零售信贷投放较多的阶段，特别是 2021 年四季度银行在按揭贷款领域投放速度加快，预计招商银行通过信贷结构优化驱动生息资产收益率稳中有升；另一方面，2021 年 12 月人民银行下调准备金率，带动同业负债成本下行，预计招商银行负债成本稳中有降。

在规模扩张方面，21Q4 末招行总资产增速为 10.9%，较去年三季度末增速提升约 1.57pc，预计主要受益于以下因素：①地方政府专项债券发行加快，招行投资类资产增长提速；②按揭等零售信贷投放增加，带动信贷类资产增速上行。

在 21Q4 净息差环比提升，同比走阔 12bp 的背景下，叠加生息资产扩张，共同驱动招行 21Q4 利息净收入增速达到 14.59%，较 21Q3 增速提升 6.97pc，好于市场预期。

2. **非息收入增长预计主要靠债券等投资收益驱动。**21Q4 招行非息收入增速为 17.68%，较 21Q3 增速下降 5.73pc，从非息收入内部结构来看：①预计 21Q4 手续费及佣金净收入增速较 21Q3 增速有所下滑，主要是受到基数效应、基金等金融产品代销收入增速下滑的拖累；②预计其他非息净收入增速维持较快增长，主要是债券相关收益增长所贡献，一方面，去年四季度央行降准，市场利率趋于下行，带动债券相关的投资收益、公允价值变动损益同比多增；另一方面，2020 年四季度市场利率上行，债券相关收益较少，基数较低。

3. **资产质量稳中向好，保持优异状态。**2021 年四季度末，招行不良率为 0.91%，环比下降 2bp；拨备覆盖率为 441.34%，环比基本保持平稳，招商银行“高拨备、低不良”的组合，为未来长期稳健经营提供了扎实的安全垫。

对于市场非常关心的地产风险暴露，基于招商银行审慎经营风格，我们预计招行也会提前计提相应的拨备，应对未来潜在风险。截至 2021 年三季度末，招商承担信用风险的房地产业务客户结构保持良好，其中，高信用评级客户余额占比 86.74%，总分行房地产战略客户余额占比 64.78%。预计对公房地产贷款资产质量对招商

公司快报

证券研究报告

股份制银行

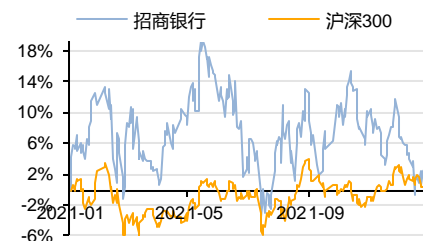
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**65.52 元**
股价 (2022-01-13) **49.34 元**

交易数据

总市值 (百万元)	1,244,347.18
流通市值 (百万元)	1,017,832.12
总股本 (百万股)	25,219.85
流通股本 (百万股)	20,628.94
12 个月价格区间	46.17/58.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.46	-6.78	3.62
绝对收益	-5.88	-6.96	2.42

李双

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520070001
lishuang1@essence.com.cn

相关报告

招商银行：业绩增长平稳，资产质量优异——招商银行 2021 年三季报点评/李双	2021-10-24
招商银行：财富管理加持，业绩持续优异——招商银行 2021 年中报点评/李双	2021-08-14
招商银行：招商银行公司分析/李双	2021-04-24
招商银行：经营质量持续优秀——招商银行 2020 年三季报点评/李双	2021-03-20
招商银行：——招商银行 2020 年三季报点评/张宇	2020-11-01

银行的影响在可控范围内。

在信用风险压力较轻的背景下，我们预计 21Q4 招行信用成本同比有所下行，驱动净利润增速达到 26.85%，较 21Q3 增速提升 5.78pc，业绩表现优于同业。

4. **存款基础扎实。**目前已经披露业绩快报的部分银行存款增速处于下行趋势中，在压降高成本存款的过程中，面临负债增长乏力的迹象，而招行2021年末存款增长12.8%，较21Q3增速提升3.4pc，存款基础更优，这也为其资产端扩张奠定了较好的竞争优势。
 5. **ROE 回升。**在利润释放速度加快的大环境下，招商银行 2021 年 ROE 上升至 16.94%，接近 2019 年的水平，较 2020 年提升 1.21pc。预计 2022 年仍将保持 ROE 稳中有升的态势。
- **投资建议：**我们预计公司 2022 年营收增速为 13.78%、净利润增速为 18.03%，6 个月目标价为 65.52 元，相当于 2021 年 2.27PB。
 - **风险提示：**财富管理业务发展不及预期，资产质量超预期恶化

财务摘要 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,703	290,482	331,250	376,896	434,345
营收增速	8.51%	7.70%	14.03%	13.78%	15.24%
拨备前利润	178,291	187,465	215,531	244,869	281,959
拨备前利润增速	6.55%	5.15%	14.97%	13.61%	15.15%
归母净利润	92,867	97,342	119,919	141,541	167,136
归母净利润增速	15.28%	4.82%	23.19%	18.03%	18.08%
每股净收益 (元)	3.68	3.86	4.75	5.61	6.63
每股净资产 (元)	23.14	25.63	28.79	32.53	36.95

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净资产收益率	15.99%	14.44%	15.57%	16.51%	17.41%
总资产收益率	1.31%	1.23%	1.35%	1.42%	1.48%
风险加权资产收益率	2.13%	2.03%	2.25%	2.34%	2.45%
市盈率	13.04	12.44	10.10	8.56	7.25
市净率	2.08	1.87	1.67	1.48	1.30

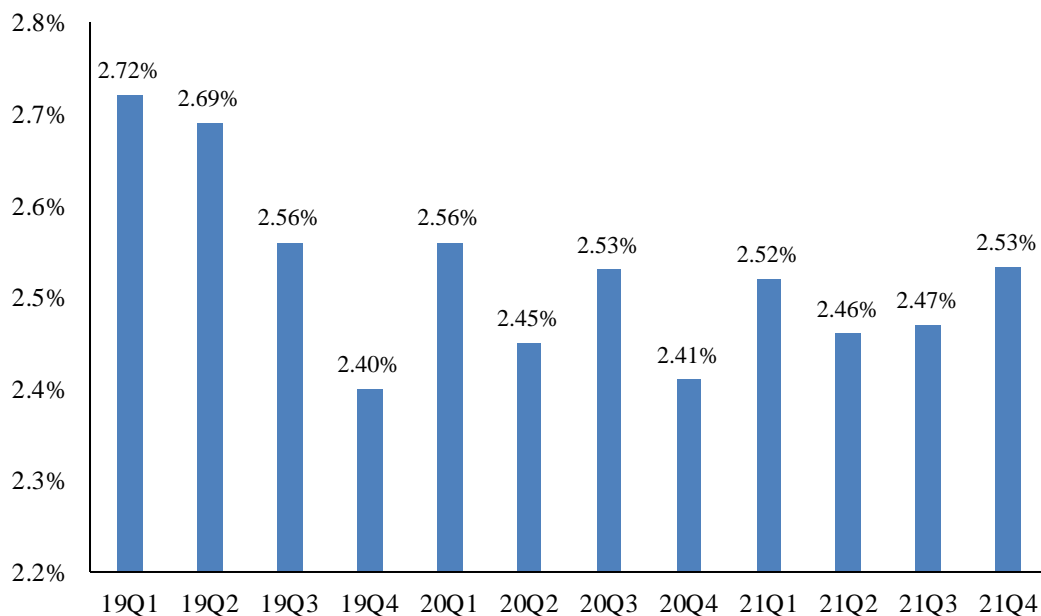
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

图 1：招商银行 2021 年业绩快报简表

业绩增速	2021Q3	2021Q4	2021Q1-Q3	2021A
营业收入增速	13.11%	15.60%	13.54%	14.03%
—利息收入	7.63%	14.59%	8.74%	10.21%
—非利息收入	23.41%	17.68%	21.57%	20.73%
归母净利润增速	21.07%	26.85%	22.21%	23.20%
	2021Q3 末	2021Q4 末		
贷款总额/资产总额	61.69%	60.07%		
存款总额/负债总额	74.02%	75.52%		
总资产同比增速	9.33%	10.90%		
贷款总额同比增速	9.89%	10.76%		
存款总额同比增速	9.41%	12.77%		
	2021Q3 末	2021Q4 末		
不良率	0.93%	0.91%		
拨备覆盖率	443.14%	441.34%		
贷款拨备率	4.13%	4.03%		
	2020 年	2021 年		
ROE	15.73%	16.94%		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 2：招商银行单季度净息差（21Q4 为测算值）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

财务数据预测及估值数据汇总

财务预测	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务预测	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						业绩增长					
净利息收入	173,090	185,031	209,764	235,905	270,149	净利息收入增速	7.92%	6.90%	13.37%	12.46%	14.52%
净手续费收入	71,493	79,486	92,522	111,026	133,231	净手续费增速	7.54%	11.18%	16.40%	20.00%	20.00%
其他非息收入	25,120	25,965	28,965	29,965	30,965	净非息收入增速	9.57%	9.15%	15.21%	16.05%	16.46%
营业收入	269,703	290,482	331,250	376,896	434,345	拨备前利润增速	6.55%	5.15%	14.97%	13.61%	15.15%
税金及附加	2,348	2,478	2,828	3,261	3,755	归属母公司净利润增速	15.28%	4.82%	23.19%	18.03%	18.08%
业务及管理费	86,541	96,745	109,313	124,376	143,334	盈利能力					
其他业务成本	2,608	3,591	3,262	4,005	4,754	ROAE	15.99%	14.44%	15.57%	16.51%	17.41%
营业外净收入	85	-203	-317	-386	-543	ROAA	1.31%	1.23%	1.35%	1.42%	1.48%
拨备前利润	178,291	187,465	215,531	244,869	281,959	RORWA	2.13%	2.03%	2.25%	2.34%	2.45%
资产减值损失	61,066	64,871	64,467	66,545	71,378	生息率	4.14%	3.91%	3.89%	3.92%	3.93%
税前利润	117,132	122,440	150,849	178,047	210,244	付息率	1.90%	1.75%	1.70%	1.72%	1.69%
所得税	23,709	24,481	30,170	35,609	42,049	净利差	2.24%	2.16%	2.19%	2.20%	2.24%
税后利润	93,423	97,959	120,679	142,438	168,196	净息差	2.44%	2.35%	2.37%	2.37%	2.39%
归属母公司净利润	92,867	97,342	119,919	141,541	167,136	成本收入比	32.09%	33.30%	33.00%	33.00%	33.00%
资产负债表						资本状况					
存放央行	567,896	538,446	619,213	712,095	821,729	资本充足率	15.54%	16.54%	15.86%	15.51%	15.31%
同业资产	522,507	616,516	677,869	707,666	783,950	核心资本充足率	12.69%	13.98%	13.62%	13.53%	13.55%
贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,783,497	6,577,164	7,469,773	风险加权系数	62.11%	59.37%	60.72%	60.73%	60.28%
贷款减值准备	223,097	234,664	237,977	244,678	252,986	股利支付率	37.57%	34.03%	34.03%	34.03%	34.03%
贷款净额	4,277,300	4,804,361	5,545,520	6,332,486	7,216,787	资产质量					
证券投资	1,828,656	2,115,967	2,231,163	2,485,209	2,786,738	不良贷款余额	52,275	53,615	52,487	53,269	54,854
其他资产	220,881	286,158	284,662	332,679	384,249	不良贷款净生成率	0.73%	0.95%	0.76%	0.77%	0.77%
资产合计	7,417,240	8,361,448	9,358,426	10,570,134	11,993,452	不良贷款率	1.16%	1.07%	0.91%	0.81%	0.73%
央行借款	359,175	331,622	308,021	281,150	259,115	拨备覆盖率	426.78%	437.68%	453.40%	459.33%	461.20%
同业负债	784,735	1,009,846	1,086,647	1,233,408	1,438,143	拨贷比	4.97%	4.67%	4.11%	3.72%	3.39%
存款余额	4,874,981	5,664,135	6,513,755	7,490,819	8,644,101	流动性					
应付债券	578,191	346,141	362,696	341,952	263,206	贷存比	92.12%	88.79%	88.79%	87.80%	86.41%
其他负债	202,451	279,350	277,080	318,305	373,065	贷款/总资产	60.54%	60.15%	61.80%	62.22%	62.28%
负债合计	6,799,533	7,631,094	8,548,199	9,665,634	10,977,630	生息资产/总资产	99.94%	99.56%	99.39%	99.32%	99.03%
股东权益合计	617,707	730,354	810,227	904,501	1,015,823	估值指标					
每股指标						P/E	13.04	12.44	10.10	8.56	7.25
EPS	3.68	3.86	4.75	5.61	6.63	P/B	2.08	1.87	1.67	1.48	1.30
BVPS	23.14	25.63	28.79	32.53	36.95	P/PPOP	6.79	6.46	5.62	4.95	4.30
每股股利	1.20	1.25	1.62	1.91	2.26	股息收益率	2.50%	2.61%	3.37%	3.98%	4.70%

资料来源: Wind、安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034