

业绩拾级而上，ROE 恢复上行

2022 年 01 月 15 日

➤ **事件**：1 月 14 日，招商银行发布 2021 年业绩快报，营收 3312 亿，YoY+14.0%(+0.5 pct)；归母净利润 1199 亿，YoY+23.2% (+1.0 pct)；ROE 为 16.94%(+121BP)；不良率 0.91%(-2BP)。

➤ 2021 年营收增速环比+0.5 pct，归母净利润增速环比+1.0 pct，21Q4 单季增速也有显著提升。贷款增速触底回升，环比+0.9 pct 到 10.8%，净息差或亦有改善，共同支撑净利息收入环比+1.5 pct 到 10.2%。

➤ 跳过 2020 年不看，2021 年 ROE 较 2019 年提升 10BP，延续了自“轻型银行”转型以来 ROE 的长期上行态势，走出独立于银行业的趋势，估值相对优势或继续保持。

➤ 不良率环比下行 2BP，拨备覆盖率保持相对稳定，虽然拨备计提力度减小，但因不良率持续改善，拨备覆盖率依然稳定较高，后续进一步反哺利润的潜力也较大。

➤ **投资建议**：转型红利驱动 ROE 延续回升之势，领先的客户基础带来宽信用政策下的扩张优势，拨备反哺利润的潜力较大。预计 22/23 年 EPS 分别为 5.51 元和 6.40 元，2022 年 1 月 14 日收盘价对应 1.7 倍 21 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：宽信用效果不达预期；房企信用风险暴露；经济托底效果不佳。

推荐

首次评级

当前价格：

48.02 元

**分析师：余金鑫**

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

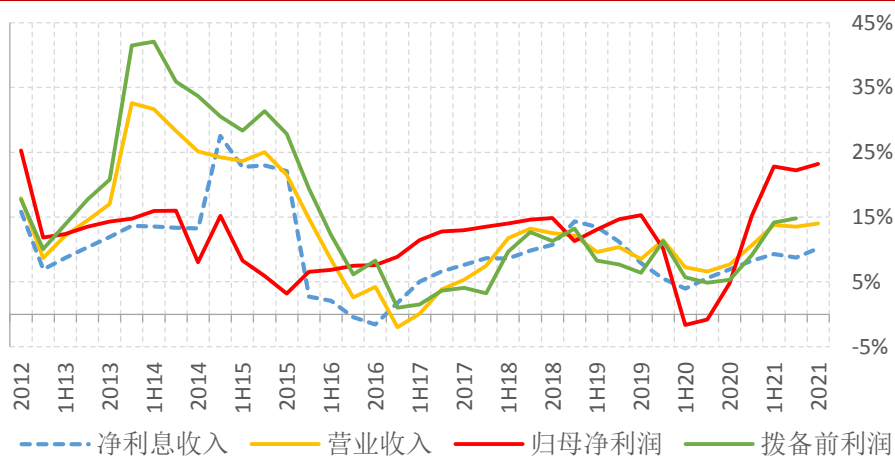
项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	290,482	331,233	372,764	415,774
增长率 (%)	7.70	14.03	12.54	11.54
归属母公司股东净利润 (百万元)	97,342	119,922	138,903	161,393
增长率 (%)	4.82	23.20	15.83	16.19
每股收益 (元)	3.86	4.76	5.51	6.40
PE	12	10	9	8
PB	1.9	1.7	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2021 年 1 月 14 日收盘价)

1 业绩拾级而上

营收增速、利润增速双双环比提升。业绩快报显示,招商银行 2021 年营业收入增速环比+0.5 pct 到 14.0%,归母净利润增速环比+1.0 pct 到 23.2%,在 2020 年同期基数抬高的情况下,保持住了业绩上行态势。

图 1：招商银行截至 2021 年业绩同比增速（累计）

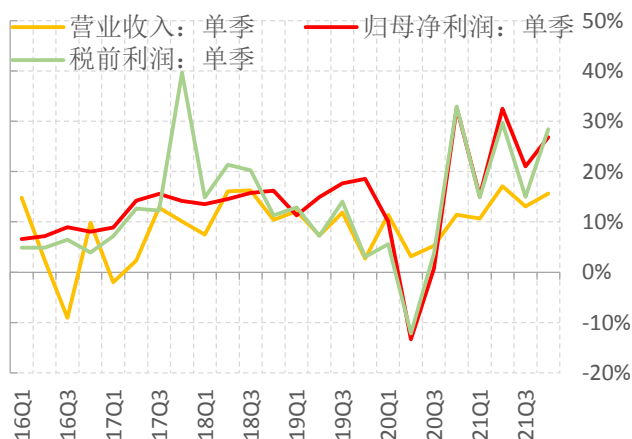


资料来源：wind，民生证券研究院 注：21 年数据为快报值（下同）

单季度来看更为显著，基数抬高下实现环比增长。20Q4 单季归母净利润增速高达 32.7%，单季营收增速为 11.4%，均较 20Q3 有大幅跳升。在该基数条件下，21Q4 单季归母净利润增速高达 26.8%，单季营收增速为 15.6%，环比 21Q3 大幅上行。顶住了这一波基数上行的压力，22Q1 继续环比增长，会更容易实现。

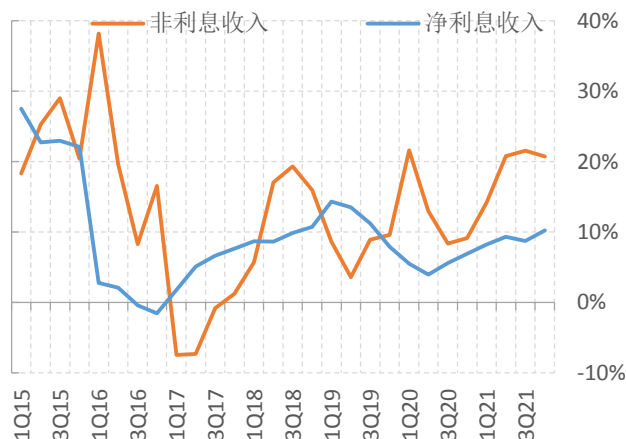
净利息收入增速提升，支撑了业绩的较好表现。21Q4 累计净利息收入增速 YoY+10.2%，环比 +1.5 pct，支撑住营收的基本盘，预计 22Q1 该态势仍可能延续。

图 2：招商银行截至 2021 年业绩同比增速（单季）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：招商银行截至 2021 年净利息收入及中收 YoY

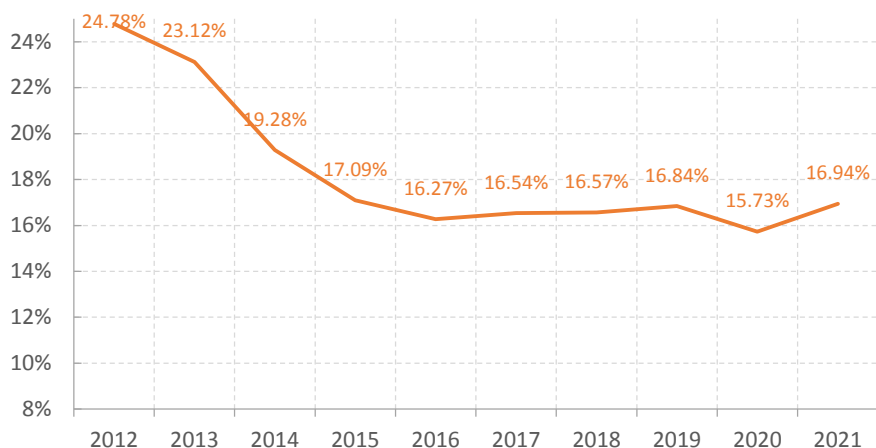


资料来源：wind，民生证券研究院

2 ROE 恢复上行

转型红利缓缓释放，ROE 不改上行态势。跳过 2020 年这个特殊年份，我们看到，2021 年招商银行 ROE 为 16.94%，较 2019 年提升 10BP，延续了自“轻型银行”转型以来 ROE 的长期上行态势，从 2016 年的 16.27% 一路向上，每年都有一些提升，已经走出了独立于整体银行业的趋势，估值相对优势很合理。

图 4：招商银行截至 2021 年 ROE

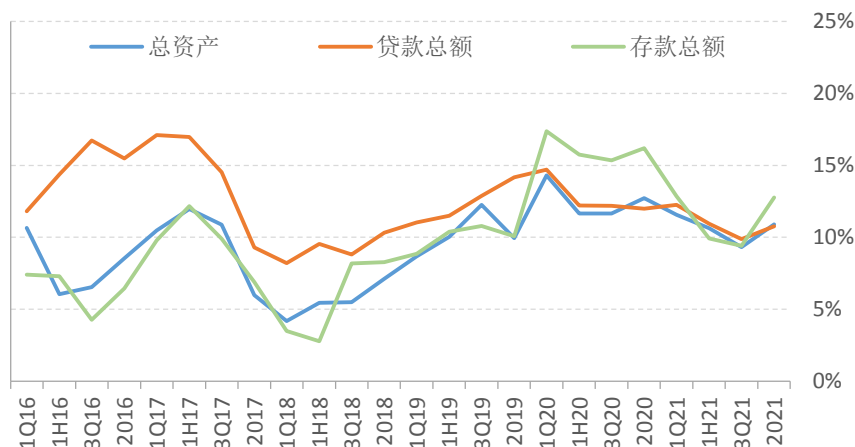


资料来源：wind，民生证券研究院

3 扩张支撑营收

为什么净利息收入表现较好？规模扩张出现逆转。在 2021 年前三季度，疫情以来的宽信用政策逐渐退坡，促使贷款增速在 21Q3 触底。而招商银行凭借着较好的客户基础（尤其是大中型企业客户），容易在宽信用前期起量，具备先发优势。因此看到，当 21Q4 全社会人民币贷款增速仍在下行，招商银行贷款增速已经逆势回升。

图 5：招商银行截至 2021 年资产负债同比增速

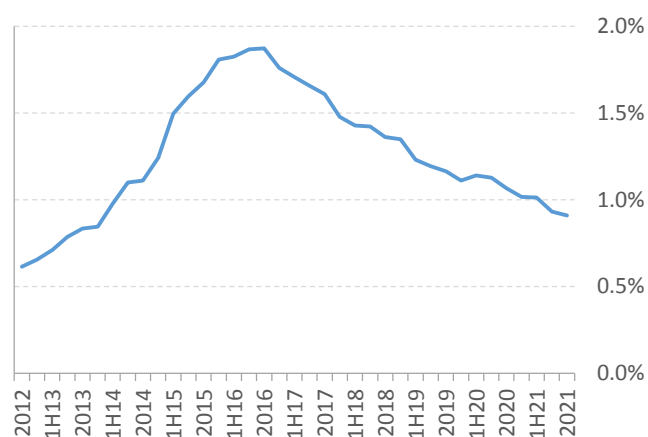


资料来源：wind，民生证券研究院

4 资产质量向好

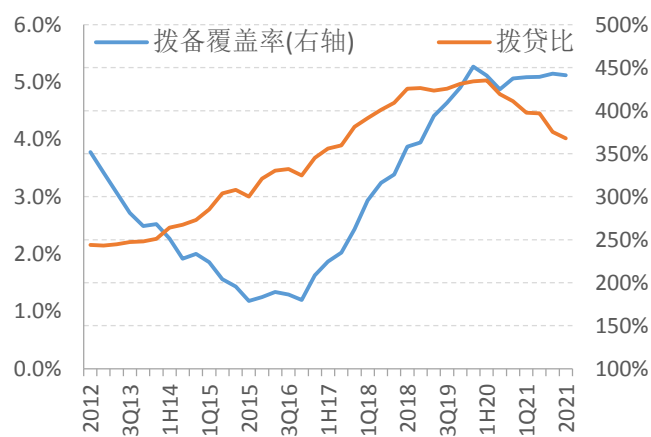
不良率下行，拨备覆盖率稳定。2021 年底不良率为 0.91%，环比下行 2BP，较年初下行 16BP，资产质量优中更优；拨备覆盖率为 441.3%，环比下行 1.8 pct，较年初上行 3.7 pct。虽然拨备计提力度减小，进入到拨备适当反哺利润的阶段，但因为不良率持续改善，拨备覆盖率依然能稳定在 440%左右的较高水平。2021 年底拨贷比仍高达 4.02%，后续进一步反哺利润的潜力也较大。

图 6：招商银行截至 2021 年不良率



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：招商银行截至 2021 年拨备水平



资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议

转型红利驱动 ROE 延续回升之势，领先的客户基础带来宽信用政策下的扩张优势，拨备反哺利润的潜力较大。预计 22/23 年 EPS 分别为 5.51 元和 6.40 元，2022 年 1 月 14 日收盘价对应 1.7 倍 21 年 PB，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

宽信用效果不达预期；房企信用风险暴露；经济托底效果不佳。

公司财务报表数据预测汇总

利润表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	1,850	2,039	2,276	2,518
手续费及佣金	795	835	876	920
其他收入	260	439	575	720
营业收入	2,905	3,312	3,728	4,158
营业税及附加	(25)	(33)	(37)	(42)
业务管理费	(967)	(1,064)	(1,139)	(1,184)
拨备前利润	1,877	2,215	2,552	2,932
计提拨备	(650)	(731)	(802)	(898)
税前利润	1,224	1,482	1,747	2,031
所得税	(245)	(275)	(349)	(406)
归母净利润	973	1,199	1,389	1,614

资产负债表(亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	50,291	55,700	60,713	66,784
同业资产	6,165	6,782	7,460	8,206
证券投资	20,687	22,313	24,098	26,026
生息资产	82,397	90,048	97,682	106,590
非生息资产	3,564	4,915	5,454	6,347
总资产	83,614	92,727	100,748	110,330
客户存款	56,283	63,471	69,183	76,101
其他计息负债	13,560	13,464	14,137	14,944
非计息负债	6,468	7,114	7,826	8,609
总负债	76,311	84,049	91,146	99,654
股东权益	7,304	8,678	9,602	10,676

每股指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股净利润(元)	3.86	4.76	5.51	6.40
每股拨备前利润(元)	7.44	8.78	10.12	11.63
每股净资产(元)	25.36	29.10	34.44	38.66
每股总资产(元)	331.54	367.67	399.48	437.47
P/E	12.44	10.10	8.72	7.50
P/PPOP	6.45	5.47	4.75	4.13
P/B	1.89	1.65	1.39	1.24
P/A	0.14	0.13	0.12	0.11

利率指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净息差(NIM)	2.49%	2.37%	2.43%	2.47%
净利差(Spread)	2.40%	2.42%	2.44%	2.46%
贷款利率	4.89%	4.94%	4.99%	5.04%
存款利率	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%
生息资产收益率	4.13%	4.15%	4.17%	4.19%
计息负债成本率	1.73%	1.75%	1.77%	1.79%

盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E
ROAA	1.24%	1.37%	1.45%	1.54%
ROAE	16.00%	17.46%	17.34%	17.51%

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润增速	4.8%	23.2%	15.8%	16.2%
拨备前利润增速	5.3%	18.0%	15.2%	14.9%
税前利润增速	4.5%	21.0%	17.9%	16.2%
营业收入增速	7.7%	14.0%	12.5%	11.5%
净利息收入增速	6.9%	10.2%	11.6%	10.6%
手续费及佣金增速	11.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	11.8%	10.0%	7.0%	4.0%

规模增长	2020A	2021E	2022E	2023E
生息资产增速	11.8%	9.3%	8.5%	9.1%
贷款增速	12.0%	10.8%	9.0%	10.0%
同业资产增速	18.0%	10.0%	10.0%	10.0%
证券投资增速	14.6%	7.9%	8.0%	8.0%
其他资产增速	31.9%	37.9%	11.0%	16.4%
计息负债增速	12.5%	10.2%	8.3%	9.3%
存款增速	16.2%	12.8%	9.0%	10.0%
同业负债增速	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益增速	18.2%	18.8%	10.7%	11.2%

存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
活期	65.9%	65.9%	65.9%	65.9%
定期	34.1%	34.1%	34.1%	34.1%
其他	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
企业贷款(不含贴现)	-7.7%	-7.67%	-7.67%	-7.67%
个人贷款	-0.5%	-0.51%	-0.51%	-0.51%

资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E
不良贷款率	1.07%	0.91%	0.86%	0.85%
正常	98.1%	98.48%	98.58%	98.68%
关注	0.8%	0.76%	0.71%	0.66%
次级	0.3%	0.02%	0.00%	-0.02%
可疑	0.4%	0.42%	0.40%	0.38%
损失	0.3%	0.33%	0.32%	0.31%
拨备覆盖率	437.7%	441.3%	457.8%	458.0%

资本状况	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	16.54%	17.07%	17.77%	18.59%
核心资本充足率	12.29%	13.06%	13.99%	15.02%
资产负债率	91.27%	90.64%	90.47%	90.32%

其他数据	2020A	2021E	2022E	2023E
总股本(亿元)	252.2	252.2	252.2	252.2

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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001