

Q4 存贷表现亮眼，轻型银行战略框架明晰

招商银行(600036)

评级:	买入	股票代码:	600036
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	58.92/39.18
目标价格:		总市值(亿)	11,644.00
最新收盘价:	46.17	自由流通市值(亿)	9,524.38
		自由流通股数(百万)	20,628.94

事件概述:

招商银行发布年报: 2021 年实现营业收入 3312.53 亿元(+14.04%, YoY), 营业利润 1480.19 亿元(+20.69%, YoY), 归母净利润 1199.22 亿元(+23.20%, YoY); 2021 年末总资产 9.25 万亿元(+10.62%, YoY; +3.72%, QoQ), 存款 6.35 万亿元(+12.77%, YoY; +5.57%, QoQ), 贷款 5.57 万亿元(+10.76%, YoY; +1.25%, QoQ)。零售 AUM 10.76 万亿元(+20.33%, YoY); 2021A 净息差 2.48%(-1bp, YoY), Q4 净息差 2.48%(+1bp, QoQ); 不良贷款率 0.91%(-2bp, QoQ), 拨备覆盖率 483.87%(+40.73pct, QoQ), 资本充足率 17.48%(+1.12pct, QoQ); 年化 ROE16.96%(+1.23pct, YoY)。拟派现 1.522 元/股, 分红率 33%。

分析判断:

► 四季度营收提速，全年财富管理贡献过半中收；Q4 减值少提赋能利润弹性空间

营收端, 2021 年营收累计同比+14%, 在前三季度增速基础上再提升 0.5pct, 四季度营收提速主要源于: 1) 利息业务年末量价齐升, 拉动利息净收入 Q4 单季同比增 14.6%, 环比 Q3 提升 7pct, 全年利息净收入实现 10.2% 的双位数增速。2) 非息收入延续稳健, 虽然因公允价值变动科目的低基数扰动消退, 投资类非佣金收入的季度高增速有所回落, 但全年招行手续费收入和其他非息收入分别同比+18.8%/+30.9%, 带动全年营收端非息收入占比较 2020A 提升 2pct 至 38.4%居上市银行前列。具体看中收结构, 此次年报科目微调, 将原有的“代理服务、托管及其他受托、其他”科目进一步细分为“财富管理、资产管理、托管业务、其他”四类, 以代理代销收入为主的财富管理收入、以子公司基金理财资管为主的资管收入、以及托管业务收入分别实现 29%/58%/28%的增速, 合计贡献总佣金收入的 51%, 其中结构上虽然受市场影响, 代销非货基、信托、保险等规模同比略有下降, 但代理基金、保险、代销理财收入分别贡献 36.2%/42.8%/53.7%的高增速; 整体银行卡交易同比微降 0.89%。

在营收提速的同时, 得益于稳定优异的资产质量, 招行全年减值计提力度边际趋缓。2021 年计提规模仅同比微增 2%, 其中贷款减值同比少计提 21%的情况下, 主要前瞻性增提了同业和表外的减值损失, 整体非信贷类减值同比多提 62%, 占全年总减值损失的 44%。而 Q4 单季减值损失仅 101 亿元(同比-19%), 结构上增提信贷类以增厚拨备, 同时非信贷类减值为负, 反映整体安全边际或较为充分。减值少提下, 招行全年归母净利润增速 23.2%创近六年新高, 较前三季度进一步提升 1pct, Q4 单季利润增速 26.8%, 也高于银保监会披露的股份行整体水平。公司 2021 年 ROE 提升 1.23pct 至 16.96%, 我们认为战略执行的一贯性下经营成效的落地, 是招行营收端保持稳健的基础, 客群精细化运作下, 优异的风控和质量保障业绩释放空间。

► 四季度增配公贷款，存款量增质优贡献息差同环比企稳回升

☆ 资产端: 四季度扩表速度明显提升, 资产规模环比+3.7%, 其中贷款规模稳步增长 1.3%, 投资资产规模略有压降的同时主要增配了同业资产。全年总资产和贷款增速分别为 10.5%和 10.8%, 投资资产仅+4.4%, 主要是非标投资规模压降过半。**贷款投向上:** 1) 全年来看, 对公和零售贷款年增幅分别为 6.6%、11.4%, 年末整体资产端贷款占比、贷款中零售贷款占比分别为 57.7%、53.6%, 均较年初有小幅提升。零售贷款中, 按揭增速趋缓仅 7.8%, 主要是信用卡和小微贷款分别增长 12.5%、18.1%。2) 单季度来看, 四季度对公贷款投放情况改善, Q4 新增 689 亿元贷款中, 票据规模压降明显的同时, 对公和零售分别新增 572 和 398 亿元。零售贷款增量主要投放按揭, 母行口径下, Q4 零售增量中 82%投向按揭, 包含联合贷款的其他个贷规模继续压降。3) 对公贷款投放

行业来看，2021 年批零、采矿和金融业贷款规模较年初压降，主要增配制造业和基建类，1337 亿元的对公贷款增量中，制造业和交运仓储的增量占比达到 62%，房地产业贷款压降集中在下半年，占比较年初降 0.7pct 至 18.7%。总体而言，全年贷款投放在保持零售过半结构的同时，对公贷款由中期票据拉动转向年末一般对公贷款多增，反映招行较强的资产获取能力。高级法下公司 2021 年核心资本充足率 12.66%，环比 Q3 提升 35BP。

★ **负债端**：四季度存款表现亮眼，是支撑资产端扩表的主要因素。主动负债经过第三季度的压降后 Q4 再度扩增，同时存款规模环比+5.5%，较三季度有明显抬升。全年存款同比增速 12.7%，高于总资产和贷款 10%左右的增速，负债端存款占比进一步提升至 76%的阶段新高，负债结构持续优化。存款结构来看，**四季度存款增量九成以上为活期存款**，主要由对公活期存款贡献，年末活期存款占比 65.9%，较 2020 年提升 0.5pct；活期存款日均余额占总存款日均余额的比例达 64.5%，同比提高 4.5pct。核心存款表现靓丽的同时，结构性存款余额较年初压降，占定期存款的比例降 2pct 至 12%。

★ **净息差**：公司披露 2021A 净息差 2.48%，同比降 1bp，其中 Q4 单季净息差 2.48%，环比 Q3 延续回升 1BP，年内已企稳回升，同比 20Q4 提升 7BP。一方面四季度贷款收益率和资产端整体收益率环比均已经企稳，另一方面虽然存款成本率环比还有 1BP 的上浮，但得益于负债结构优化以及宽流动性下的主动负债成本下行，付息成本率环比也持平 Q3。全年来看，息差企稳是定价和结构多方面共同作用，其中存款在活化程度提升的同时，定期存款利率较 2020 年降幅 18BP，对冲了资产端收益率的下行。

► **四季度不良延续双降但结构上有所暴露，风险抵御水平继续提升**

资产质量来看：1) **四季度不良延续双降**，规模环比降 1%的同时不良率降 2BP 至 0.91%。2) **先行指标方面**，关注类贷款占比环比 Q3 微增 2BP 至 0.84%，但处于行业低位；相应的逾期贷款占比 1.03%，较前两个季度微增 1BP。公司披露指标的的提升主要源于信用卡逾期认定试点前置、以及关注类认定标准的趋严，结合公司逾期 90+/不良环比再降 1.4pct 至 69%，整体认定较为审慎。3) **结构来看**，加大处置力度下，年末对公贷款不良率 1.24%，较年初大降 34BP；母行口径的 Q4 对公贷款不良率环比再降 16BP，关注类和逾期贷款占比分别为 0.56% 和 1%也处于低位。零售贷款不良率持平年初于 0.81%，但较中期走高 5BP；母行口径下的各类零售贷款不良率均较年初压降，但下半年以来有浮动，Q4 按揭、信用卡、小微贷款不良率分别环比上浮 4BP/11BP/3BP，其他类零售贷款不良率走高，主要是消费贷中的线上联合贷转入其他类统计，规模压降下拖累整体零售贷款表现。4) **行业层面**，对公贷款各行业不良率均有压降，波动主要来自房地产领域，受宏观环境和行业监管影响，不良率环比 Q3 走高 12BP 至 1.41%，但相关风险可控，主要来自地产领域敞口和结构都有所控压，年末承担信用风险的地产相关业务余额 5115 亿元，环比 Q3 压降约 90 亿元，年增幅仅 3.48%；其中对公房地产贷款 3560 亿元，占总贷款的 6.78%，环比 Q3 再降 0.15pct，而不担风险的委贷、代销信托等类型产品规模也较上年降超 20%。5) 招行 2021 全年不良生成率 0.95%，同比降 31BP，较低的不良生成下，减值计提和核销力度均放缓，信用成本率仅 0.7%，同时拨备覆盖率收录 483.87%，年增幅超 46pct。

► **轻型银行战略框架明晰，零售 AUM 稳步扩容**

公司年报对于 3.0 模式做了更进一步的解读，将公司“轻型银行”的运营模式具体落在“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+开放融合的组织模式”，整体实现良好开局：

1) 财富管理厚积薄发，年末零售客户数达到 1.73 亿户，年增速和 Q4 单季增幅分别为 9.5%、2.4%，金葵花以上客户和私行客户分别增 18.4%和 22.1%。规模上，年末零售 AUM 稳步扩容至 10.76 万亿元，单季环比增幅 3.7%，全年增速超 20%，零售 AUM/总资产达到 116%，较年初提升 9.4pct，环比持平 Q3。结构上，零售 AUM 全年增量中 82%来自金葵花以上客户，整体户均 AUM 环比 Q3 再增 800 元至 6.22 万元，其中私行 AUM 单季增幅 3.9%，户均 AUM 为 2780 万元。此外，招商银行+掌上生活两大 App 累计用户数 2.97 亿户，年增速在 16.5%，MAU 达 1.11 亿户。

2) 对公客户运营扩容资产端的同时，也贡献了良好的存款沉淀，零售优势又进一步赋能对公业务，包括带动托管业务规模年增 21%达 19.46 万亿元，2021 年新发公募基金托管只数和规模均列市场第一；包括招银理财、招商基金的四家子公司资管总规模达 4.31 万亿元，年增幅 15%。其中招银理财在管理财余额 2.78 万亿元，年增速 13.47%，实现净利润 32 亿元，年化 ROE 达 35%。

3) 开放融合的组织模式包括零售条线的“宽岗机制”试点（打通市场拓展、财富管理、零售信贷、信用卡等岗位权限），以及批发条线的“项目制经营”试点（围绕核心客户及其投资链、产业链企业建立“虚拟部门”，来自客户、产品、风险部门、不同分行的成员共同承担职责分工）。以客户为中心的发展模式，有望在运营增量以外，进一步挖掘存量客户价值。

投资建议

总体来看招商银行年报业绩靓丽，亮点方面值得关注：1) 四季度量升价稳以及中收快增，贡献营收端增长提速；2) 资负两端贷款和存款占比延续提升，且四季度一方面对公贷款投放良好，另一方面存款表现亮眼，进一步贡献息差同环比回升；3) 资产质量表现数据持续向好，以及表外减值计提较为充分下，信用成本整体已降至低位，拨覆盖率自然大幅上行；4) 轻型银行战略纵深推进，客群覆盖和业务量持续兑现，赋能资产获取和存款沉淀。

我们持续看好招行“财富管理—资产管理—投资银行”的大财富管理价值循环链对业绩的驱动，未来关注科技驱动和组织模式变革对整体战略落地效率的贡献。鉴于年报业绩表现，我们小幅调整公司 22-24 年营收 3628/4102/-亿元的预测至 3659/4124/4695 亿元，22-24 年归母净利润 1367/1600/-亿元的预测至 1379/1609/1888 亿元，对应增速为 15.0%/16.6%/17.3%；22-24 年 EPS5.35/6.28/-元的预测至 5.40/6.32/7.42 元，对应 2022 年 3 月 18 日 46.17 元/股收盘价，PB 分别为 1.41/1.25/1.10 倍。目前市场资金面扰动公司 PB 回调，估值回升空间打开，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	290,482	331,253	365,906	412,382	469,455
(+/-)	7.7%	14.0%	10.5%	12.7%	13.8%
归母净利润	97,342	119,922	137,935	160,899	188,766
(+/-)	4.8%	23.2%	15.0%	16.6%	17.3%
每股收益 (元)	3.79	4.69	5.40	6.32	7.42
每股净资产 (元)	25.36	29.01	32.71	37.02	42.07
P/E	12.2	9.8	8.5	7.3	6.2
P/B	1.82	1.59	1.41	1.25	1.10

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。