

➤ **事件:** 3 月 19 日, 招商银行发布 2021 年年度报告。营收 3312.5 亿元, YoY+14.0%; 归母净利润 1199.2 亿元, YoY+23.2%; 不良率 0.91%(-2BP), 拨备覆盖率 483.9%(+40.7 pct)。

➤ **业绩高增, ROE 领先。** 2021 年归母净利润增速环比提升 1.0 pct 到 23.2%, 创了自 2012 年以来的新高, 营收增速环比提升 0.5 pct, 达到 14.0%。ROE 为 16.96%, 继续保持领先地位。

➤ **息差环比微升, 规模扩张平稳。** 21Q4 单季净息差为 2.48%, 较 21Q3 上行 1BP, 生息资产平均余额 YoY+10.4%, 较 2020 年提升 0.1 pct, 这构成了净利息收入增速回升的基本盘。

➤ **3.0 模式下, 财富管理大放异彩。** 2021 年零售 AUM 达到 10.8 万亿, YoY+20.3%, 私人银行 AUM 增速显著高于整体, 结构持续优化。财富管理业务中收达 358.4 亿, YoY+25.7%, 同比提升 6.7 pct; 在营业收入中占比 10.8%, 同比提升 1.0 pct。对公 FPA 增速高于总资产增速, 非传统融资占比持续提升。综合金融打法, 使存款护城河得到巩固, 活期存款占比同比提升 4.5 pct 到 64.5%。

➤ **资产质量向好, 涉房影响较小。** 2021 年不良率环比下降 2BP 到 0.91%, 拨备覆盖率环比上升 40.7 pct 到 483.9%, 再创新高。房地产业不良率较 21H1 提升 34BP, 达到 1.41%, 但整体对公不良率仍大幅下行。新发生逾期几乎全部进关注, 老逾期加快处置, 未来一段时间资产质量稳定。

➤ **投资建议: 大财富先行者, 估值低位待升**

优异的客户结构保住净利息收入基本盘, 3.0 模式驱动财富管理中收大放异彩, 房企信用风险不改资产质量稳定向好大势, ROE 保持领先, 大财富管理稀缺标的。预计 22/23/24 年 EPS 分别为 5.56 元、6.69 元和 8.39 元, 3 月 19 日收盘价对应 1.4 倍 22 年 PB, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济形势下行; 信用风险暴露; 转型进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	331,253	380,011	438,619	508,427
增长率 (%)	14.0	14.7	15.4	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	119,922	140,303	168,647	211,489
增长率 (%)	23.2	17.0	20.2	25.4
每股收益 (元)	4.8	5.6	6.7	8.4
PE	10	8	7	6
PB	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 3 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

46.17 元



分析师: 余金鑫

执业证号: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

相关研究

1. 招商银行: 业绩拾级而上, ROE 恢复上行——2021 年业绩快报详解
2. 招商银行(600036): 完美收官, 全年利润增速提高将近 5%
3. 招商银行(600036): 零售贷款重新扩张, 不良贷款生成率下降
4. 招商银行(600036): 力压可比同业, 资产质量拐点出现
5. 招商银行(600036): 藏不住的优秀, 营收增速更上层楼

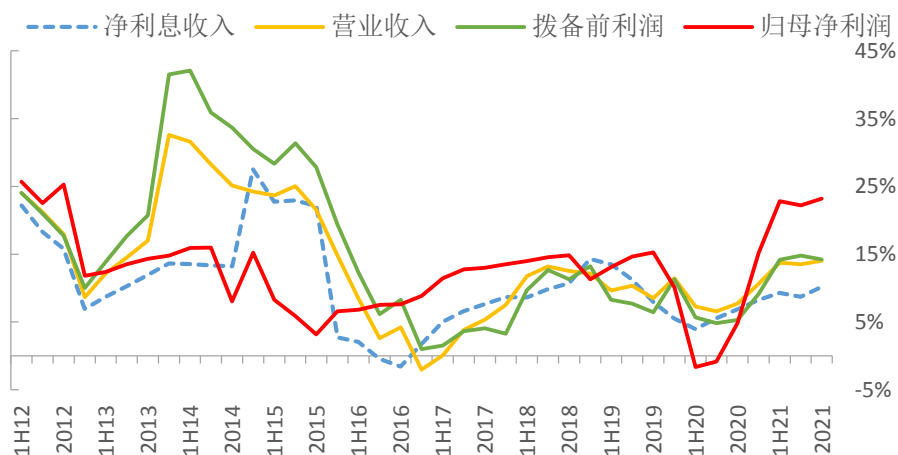
目录

1 业绩高增，ROE 领先	3
2 息差环比微升，规模扩张平稳	4
3 3.0 模式下，财富管理大放异彩	5
4 资产质量向好，涉房影响较小	7
5 投资建议：大财富先行者，估值低位待升	9
6 风险提示	9

1 业绩高增，ROE 领先

归母净利润增速 23.2%，创了自 2012 年以来的新高。招商银行 2021 年归母净利润增速维持了 21H1 以来的较高水平，环比 21Q3 提升 1.0 pct 到 23.2%。

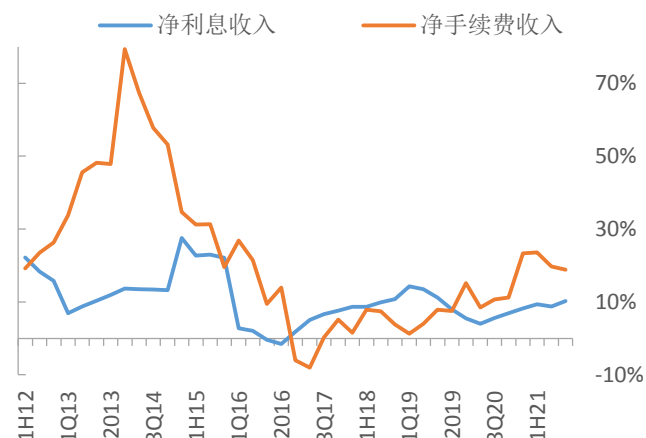
图 1：截至 2021 年，招商银行业绩增速一览表



资料来源：wind，民生证券研究院

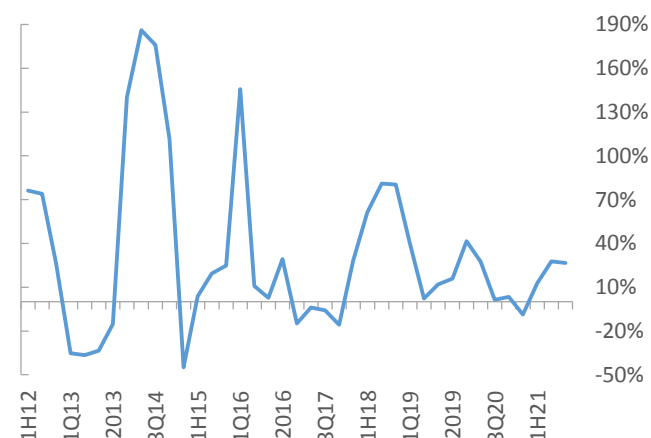
2021 年营收增速环比提升 0.5 pct，达到 14.0%。这主要归功于净利息收入增速环比提升 1.5 pct 至 10.2%，此外，财富管理业务发力，使中收增速企稳于 18.8%，其他非息收入增速高达 26.7%，保持在 21Q3 的较高水平，业绩景气度上行。

图 2：招商银行净利息收入和净手续费收入同比增速



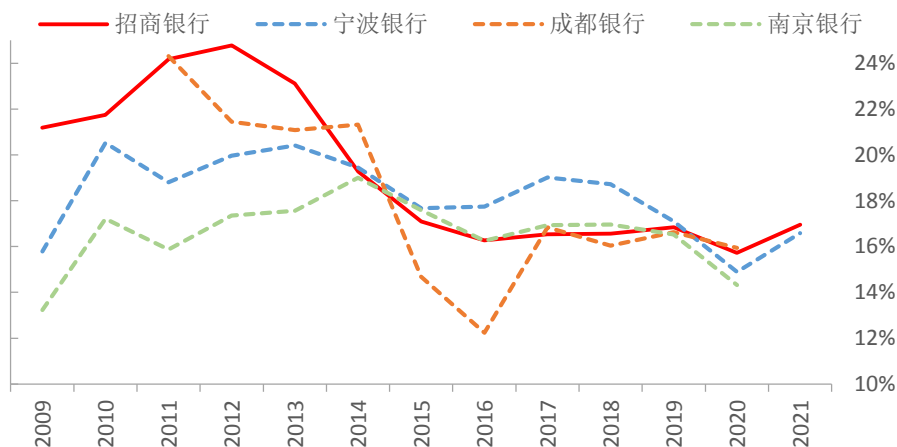
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：截至 2021 年，招商银行其他非息收入同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

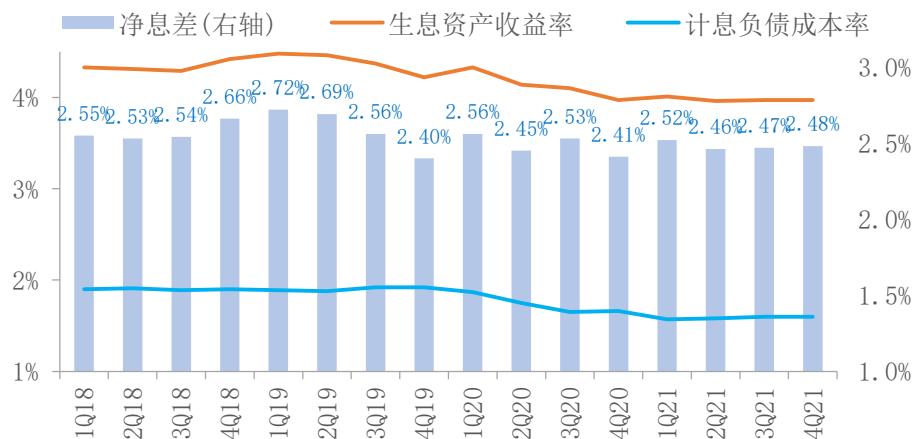
ROE 继续保持领先。招商银行、宁波银行的 ROE 常常领先，在 2014 年以前，招行的 ROE 曾大幅高于宁波，2014-2019 年间，宁波又持续高于招行，而 2020-2021 年间，招行又再次领先宁波，2021 年达到 16.96%，领先幅度为 38BP。

图 4：截至 2021 年，招商银行 ROE 保持领先


资料来源：wind，民生证券研究院

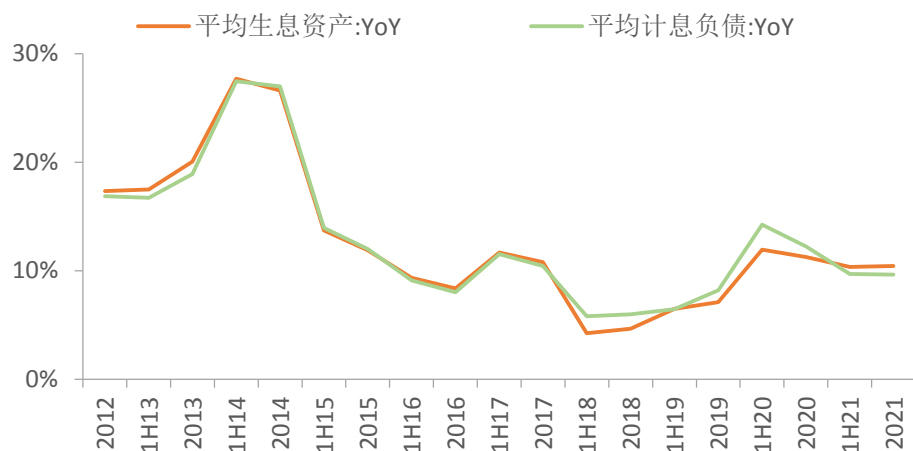
2 息差环比微升，规模扩张平稳

单季净息差微升，全年净息差稳定。21Q4 单季净息差为 2.48%，较 21Q3 上行 1BP，生息资产收益率和计息负债成本率均保持了稳定。因此，全年净息差也稳定在了 2.48%，同比仅下行 1BP，这是净利息收入增速上行的基础。

图 5：截至 2021 年，招商银行单季净息差及资产负债两端分解


资料来源：wind，民生证券研究院

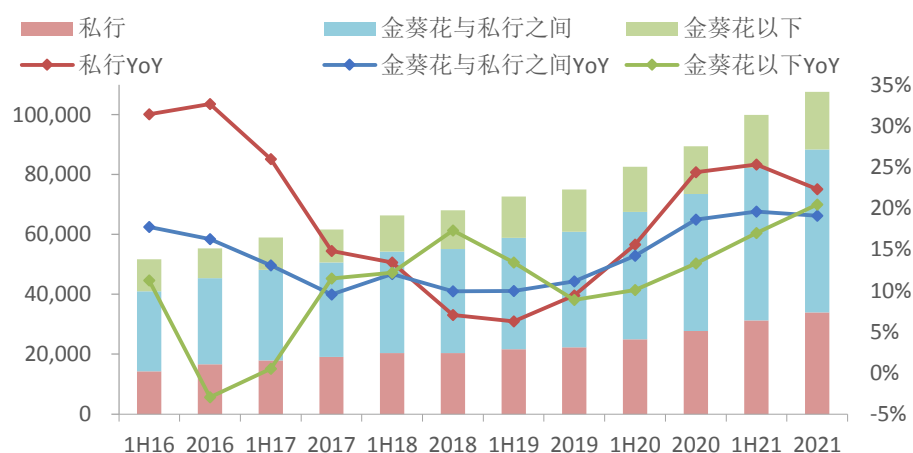
受益于对公客户结构优势，资产规模增速稳定。2021 年招商银行生息资产平均余额 YoY+10.4%，较 2020 年提升 0.1 pct，这构成了净利息收入增速回升的基本盘。2021 年地产和城投政策收紧，对股份行的扩张有所拖累，而招商银行的对公客群早已开始呈现“大行化”的特征，故受到的冲击较小。

图 6：截至 2021 年，招商银行平均生息资产和负债同比增速


资料来源：wind，民生证券研究院

3.3.0 模式下，财富管理大放异彩

零售 AUM 首破 10 万亿，私行 AUM 占比提升。2021 年零售 AUM 达到 10.8 万亿，YoY+20.3%，私人银行 AUM 达到 3.4 万亿，YoY+22.3%。私行 AUM 增速显著高于整体 AUM 增速，表明私行 AUM 占比仍在持续提升，整体 AUM 结构优化。此外，金葵花以下 AUM 增速达到 20.5%，经历了 2020-2021 年间持续的增速提升，已再次高于整体 AUM 增速，这表明用科技经营长尾客户的战略有效。

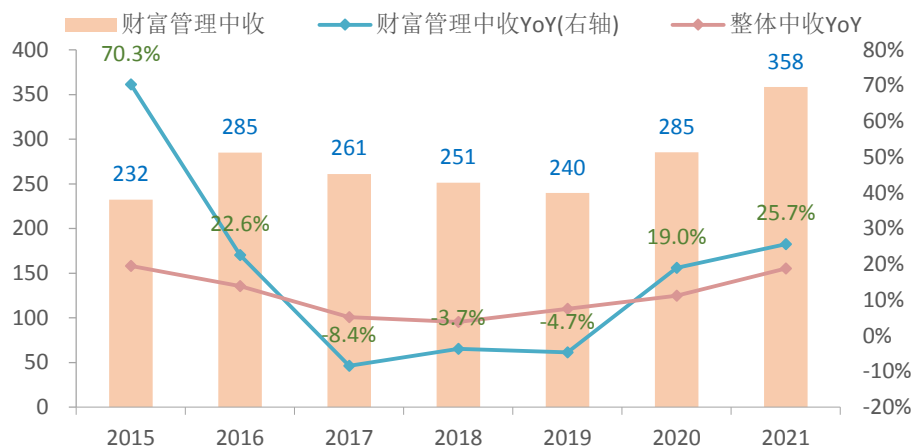
图 7：截至 2021 年，招商银行零售 AUM 结构及同比增速（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

财富管理业务中收大放异彩，其增速大幅高于整体中收。2021 年财富管理业务中收达到 358.4 亿，YoY+25.7%，较 2020 年大幅提升 6.7 pct。在经历了 2017-2019 年的蛰伏之后，财富管理业务终于在业绩上大放异彩，其 2020、2021 年中

收增速比整体中收增速高出 7.8 pct、6.8 pct。

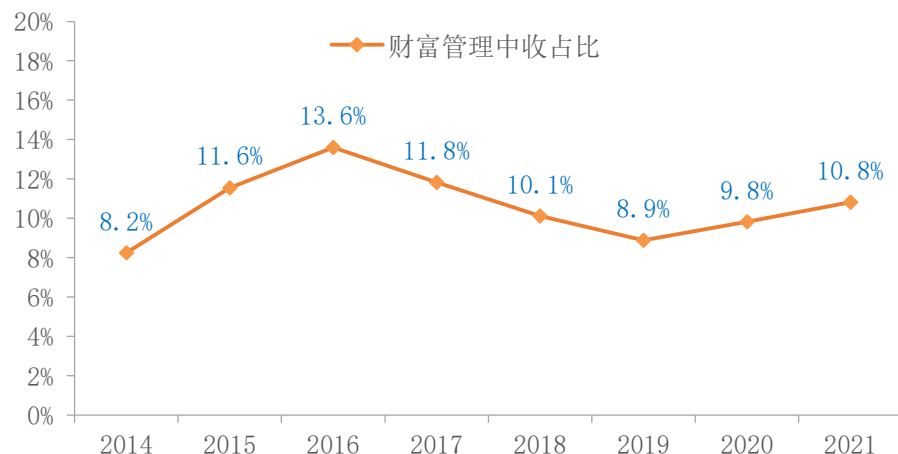
图 8：截至 2021 年，招商银行财富管理中收增速 vs 整体中收增速（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

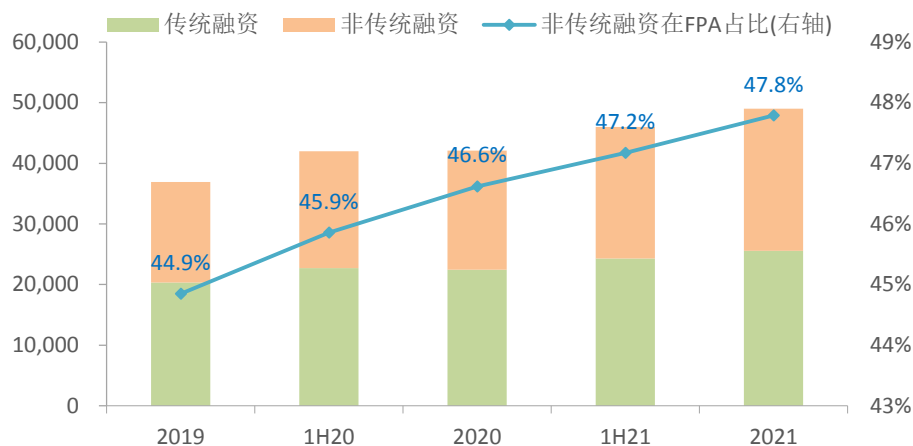
财富管理业务对中收的贡献度坚定提升。2019 年财富管理业务中收在营业收入中占比下滑至 8.9% 的阶段低点，此后便走入上行通道，2020、2021 年分别达到 9.8%、10.8%，每年约 1 个百分点的占比提升，招行的营收规模纵然大，财富管理业务仍实现有力的支撑。

图 9：截至 2021 年，招商银行财富管理业务中收在营收中占比



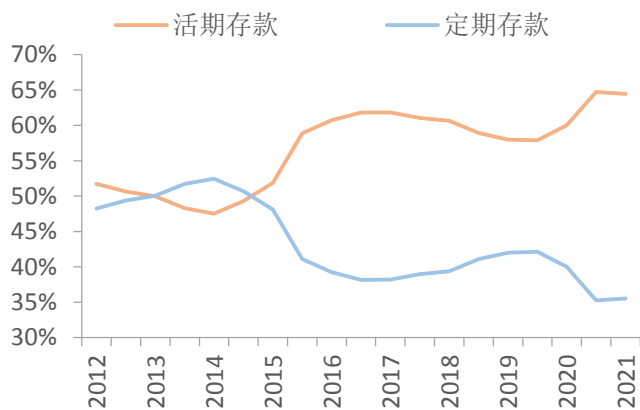
资料来源：wind，民生证券研究院

对公 FPA 增速高于总资产增速，且非传统融资占比持续提升。3.0 时代，是财富管理、资产管理、投资银行组团作战的时代，招商银行编制了 FPA（对公综合融资余额）指标，截至 2021 年底已达 4.9 万亿，YoY+16.4%。其中，更能代表综合金融实力的非传统融资占比持续提升，从 2019 年的 44.9% 已稳步提升至 2021 年的 47.8%。

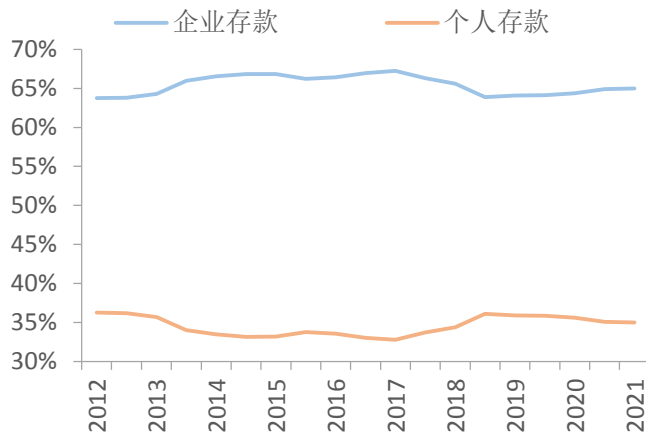
图 10：截至 2021 年，招商银行对公 FPA 结构、非传统融资占比（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

综合金融的打法，使存款护城河进一步巩固。有赖于对公综合金融和零售财富管理通力合作，2021 年招商银行活期存款平均余额占比达到 64.5%，同比提升 4.5 pct。存款活期化有望使负债成本进一步下行，存款护城河得到巩固。另一个证据是企业存款平均余额占比稳步提升，自 2019 年以来，企业存款平均余额占比上升了 0.9 pct 到 65.0%。

图 11：招商银行存款平均余额占比结构：活期 vs 定期


资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：招商银行存款平均余额占比结构：企业 vs 个人


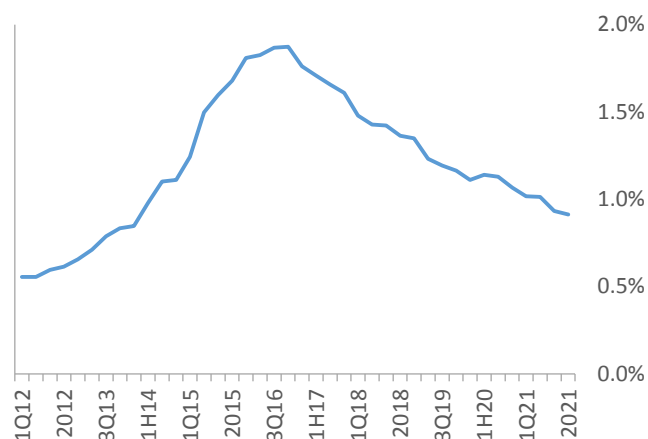
资料来源：wind，民生证券研究院

4 资产质量向好，涉房影响较小

不良率继续下降，拨备覆盖率创新高。招商银行不良率环比下降 2BP 到 0.91%，拨备覆盖率环比上升 40.7 pct 到 483.9%，突破了 20H1 的历史高点，再创新高。拨备覆盖率的上升不全是被动的，因为拨贷比环比提升了 29BP 到 4.42%，结束了 20Q4 以来的持续下行态势。这表明，伴随着营收增速回升，不再需要刻意反

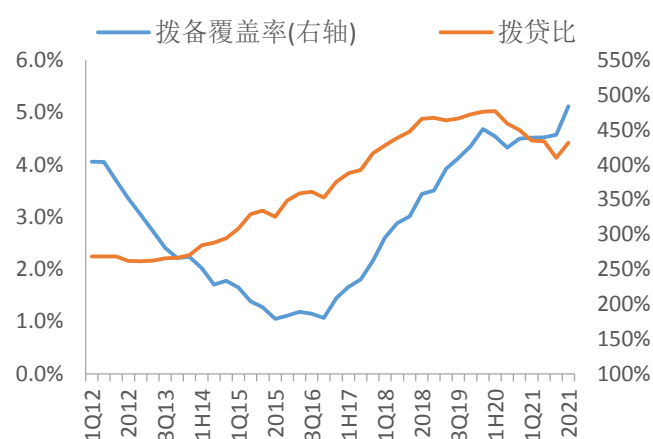
哺利润，也能实现较高利润增速。

图 13：截至 2021 年，招商银行不良率



资料来源：wind，民生证券研究院

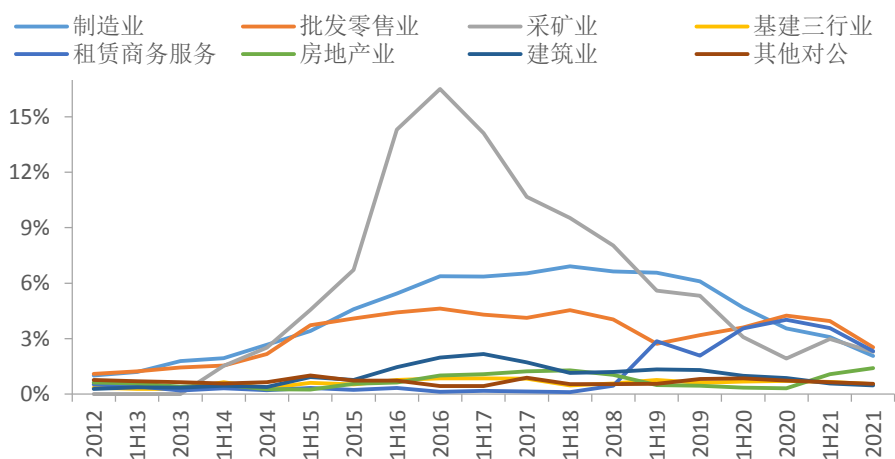
图 14：截至 2021 年，招商银行拨备水平



资料来源：wind，民生证券研究院

房地产贷款不良率提升，不改对公不良率下行大势。2021 年底房地产贷款不良率较 21H1 提升 34BP，达到 1.41%。而同期其他各个对公行业的不良率几乎都显著下行，尤其是批发零售业、制造业、租赁及商务服务业分别下行 143BP、125BP、102BP，其正面作用远远超过了房地产业的负面作用，整体对公贷款不良率仍大幅下行。

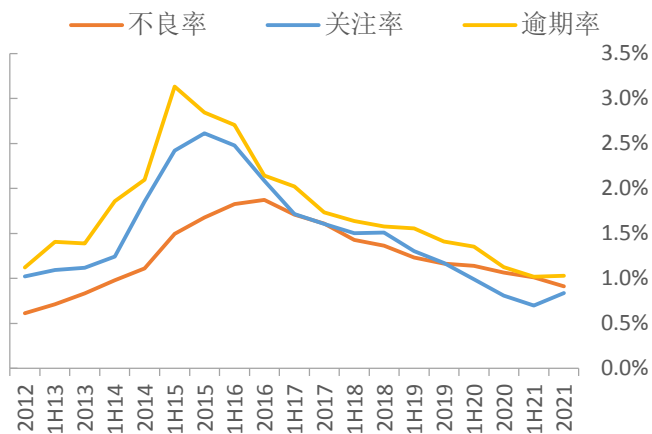
图 15：截至 2021 年，招商银行对公分行业不良率



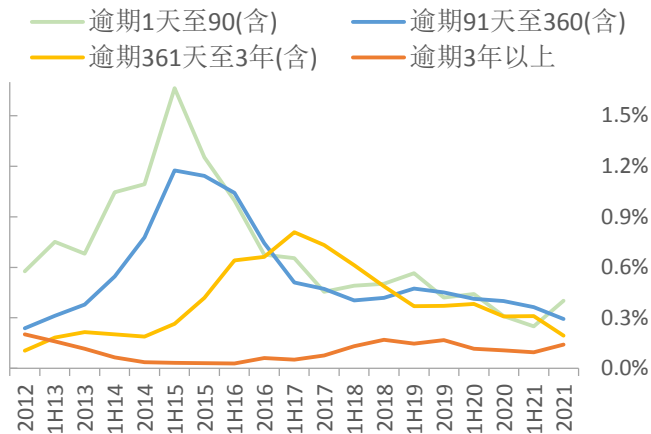
资料来源：wind，民生证券研究院

新发生逾期几乎全部进关注，老逾期加快处置，未来一段时间资产质量稳定。

2021 年底比半年末，逾期 1-90 天贷款占比提升了 15BP，同期，关注率提升了 14BP，新发生逾期均及时进关注，资产质量真实状况得到反应。逾期 90 天以上贷款比例下降了 14BP，表明核销力度得当，使逾期率保持相对稳定。

图 16：招商银行 2021 年关注率有所上行


资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：截至 2021 年，招商银行逾期率结构


资料来源：wind，民生证券研究院

5 投资建议：大财富先行者，估值低位待升

优异的客户结构保住净利息收入基本盘，3.0 模式驱动财富管理收大放异彩，房企信用风险不改资产质量稳定向好大势，ROE 保持领先，大财富管理稀缺标的。预计 22/23/24 年 EPS 分别为 5.56 元、6.69 元和 8.39 元，3 月 19 日收盘价对应 1.4 倍 22 年 PB，维持“推荐”评级。

6 风险提示

宏观经济形势下行；信用风险暴露；转型进度不及预期。

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	2,039	2,259	2,514	2,800
手续费及佣金	944	992	1,041	1,093
其他收入	329	549	831	1,190
营业收入	3,313	3,800	4,386	5,084
营业税及附加	(28)	(38)	(44)	(51)
业务管理费	(1,097)	(1,207)	(1,291)	(1,343)
拨备前利润	2,144	2,555	3,051	3,690
计提拨备	(664)	(789)	(928)	(1,029)
税前利润	1,482	1,767	2,124	2,663
所得税	(273)	(353)	(425)	(533)
归母净利润	1,199	1,403	1,686	2,115

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	55,700	60,992	67,091	74,136
同业资产	7,994	8,393	8,813	9,254
证券投资	21,770	22,641	23,773	25,199
生息资产	91,001	97,673	105,494	114,580
非生息资产	3,951	5,082	6,386	8,405
总资产	92,490	100,534	109,505	120,335
客户存款	63,471	69,183	75,410	82,951
其他计息负债	15,280	16,173	17,245	18,531
非计息负债	5,083	5,591	6,150	6,765
总负债	83,833	90,947	98,805	108,247
股东权益	8,657	9,587	10,700	12,088

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	4.76	5.56	6.69	8.39
每股拨备前利润(元)	8.50	10.13	12.10	14.63
每股净资产(元)	29.01	32.69	37.09	42.57
每股总资产(元)	366.73	398.63	434.20	477.14
P/E	10	8	7	6
P/PPOP	5.43	4.56	3.82	3.16
P/B	1.6	1.4	1.2	1.1
P/A	0.13	0.12	0.11	0.10

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.48%	2.40%	2.48%	2.55%
净利差(Spread)	2.39%	2.41%	2.43%	2.45%
贷款利率	4.67%	4.72%	4.77%	4.82%
存款利率	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
生息资产收益率	3.98%	4.00%	4.02%	4.04%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.63%	1.65%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	1.37%	1.47%	1.62%	1.85%
ROAE	17.49%	18.03%	19.17%	21.05%

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	23.2%	17.0%	20.2%	25.4%
拨备前利润增速	14.2%	19.2%	19.4%	21.0%
税前利润增速	21.0%	19.3%	20.2%	25.4%
营业收入增速	14.0%	14.7%	15.4%	15.9%
净利息收入增速	10.2%	10.8%	11.3%	11.4%
手续费及佣金增速	18.8%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	13.4%	10.0%	7.0%	4.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	10.4%	7.3%	8.0%	8.6%
贷款增速	10.8%	9.5%	10.0%	10.5%
同业资产增速	29.7%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	5.2%	4.0%	5.0%	6.0%
其他资产增速	10.8%	28.6%	25.7%	31.6%
计息负债增速	12.8%	8.4%	8.6%	9.5%
存款增速	12.8%	9.0%	9.0%	10.0%
同业负债增速	7.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益增速	18.5%	10.7%	11.6%	13.0%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	66.3%	66.3%	66.3%	66.3%
定期	33.7%	33.7%	33.7%	33.7%
其他				

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	38.6%	38.62%	38.62%	38.62%
个人贷款	53.6%	53.64%	53.64%	53.64%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.91%	1.04%	0.92%	0.88%
正常	98.3%	98.43%	98.53%	98.63%
关注	0.8%	0.79%	0.74%	0.69%
次级	0.3%	0.22%	0.20%	0.18%
可疑	0.4%	0.35%	0.33%	0.31%
损失	0.2%	0.22%	0.21%	0.20%
拨备覆盖率	483.9%	351.5%	385.5%	404.9%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	17.48%	18.08%	18.87%	19.94%
核心资本充足率	12.66%	13.54%	14.58%	15.89%
资产负债率	90.64%	90.46%	90.23%	89.95%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
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