

600036.SH
买入

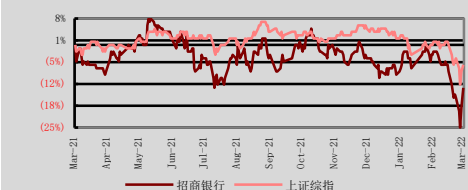
原评级: 买入

市场价格: 人民币 46.17

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 盈利能力提升, 财富管理优势强化

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.5)	(11.3)	(9.1)	(12.7)
相对上证指数	6.0	(4.5)	1.4	(6.6)

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	1,164,400
3个月日均交易额(人民币 百万)	3,153
资本充足率(%) (2021)	17.48
主要股东(%)	18
香港中央结算(代理人)有限公司	

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年3月18日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商银行: 领先优势进一步扩大》20211023
- 《招商银行: 财富收入高增, 活期占比继续提升》20210814

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 股份制银行

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

招商银行

盈利能力提升, 财富管理优势持续

年报摘要: 招商银行2021年净利润同比增长23.2%。利息净收入同比增长10.2%, 手续费净收入同比增长18.8%, 其他非息同比增长26.7%, 营业收入同比增长14.0%; 年末总资产同比增长10.6%, 贷款增长10.8%, 存款增长12.8%。年末不良率0.91%, 拨备覆盖率484%, 核心一级资本充足率12.66%。

招商银行年报业绩延续高增, 盈利能力进一步向好, 资本实力继续强化, 4季度净息差环比继续回升, 手续费高位快增, 资产质量保持优异。我们认为公司具备扎实的客户基础和客户经营能力, 领先的财富管理能力和优秀的资产负债摆布能力, 随着公司大财富、数字化战略推进, 竞争优势或进一步凸显。继续看好公司投资价值, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 利润增速居可比同业前列, ROE、ROA 均同比提升

招行4季度单季净利润同比增26.8%, 带动全年净利润实现23.2%的同比增长, 增速较前三季度提升1个百分点, 增速处于可比同业前列。拆分来看, 营收向好以及拨备计提力度减轻促使利润增速边际提升。公司全年营收同比增14.0%, 较前三季度提升0.5个百分点; 全年手续费净收入同比增18.8% (vs 前三季度, +19.7%), 保持较快增长速度。公司增量拨备计提同比增2%, 促使全年净利润增速从拨备前的14.4%提升23.2%。公司全年ROA、ROE分别同比提升0.13、1.23个百分点至1.36%、16.96%。

- 资产质量改善, 信贷拨备覆盖率提升

各项不良指标表现良好。不良生成速度全年同比改善, 下半年较上半年有所加快, 预计与表外转入有关。不良边际压力或仍来自房地产, 地产维稳政策下实际损失或有限。4季度贷款减值损失计提大幅增加, 表外减值下降, 贷款拨备覆盖率大幅提升, 部分或源于表外拨备转入。

估值

- 考虑到公司优异的资产管理能力和大财富战略带来手续费收入高增, 我们上调公司2022/2023年EPS至5.46/6.21元(原为5.24/5.96元), 目前股价对应2022/2023年PB为1.34/1.09倍, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、金融监管超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	290,482	331,253	369,937	413,321	458,229
变动(%)	7.70	14.04	11.68	11.73	10.87
净利润	97,342	119,922	137,756	156,644	172,607
变动(%)	4.82	23.20	14.87	13.71	10.19
净资产收益率(%)	16.00	17.49	17.20	16.50	15.48
每股收益(元)	3.86	4.76	5.46	6.21	6.84
原预测(元)			5.24	5.96	
变动(%)			4.2	4.2	
市盈率(倍)	11.96	9.71	8.15	7.17	6.50
市净率(倍)	1.82	1.59	1.34	1.09	0.93

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

年报摘要:

招商银行 2021 年净利润 1199 亿, 同比增长 23.2%。同比规模平稳, 拨备和中收贡献业绩高增。其中, 利息净收入同比增长 10.2%, 手续费净收入同比增长 18.8%, 其他非息同比增长 26.7%, 营业收入同比增长 14.0%; 年末总资产较年初增长 10.6%, 贷款较年初增长 10.8%, 存款增长 12.8%。年末不良率 0.91%, 拨备覆盖率 484%, 核心一级资本充足率 12.66%。

利润增速居可比同业前列, 手续费收入保持快增, ROE、ROA 均同比提升

招行 4 季度单季净利润同比增 26.8%, 带动全年净利润实现 23.2% 的同比增长, 增速较前三季度提升 1 个百分点, 增速处于可比同业前列。拆分来看, 营收向好以及拨备计提力度减轻促使利润增速边际提升。公司全年营收同比增 14.0%, 较前三季度提升 0.5 个百分点, 利息净收入同比增速较前三季度提升 1.47 个百分点至 10.2%, 增速的提升源自净息差改善以及规模扩张加快。全年手续费净收入同比增 18.8% (vs 前三季度, +19.7%), 保持较快增长速度。公司增量拨备计提同比增 2%, 增速较前三季度下降 5 个百分点, 促使全年净利润增速从拨备前的 14.4% 提升 23.2%。公司全年 ROA、ROE 分别同比提升 0.13、1.23 个百分点至 1.36%、16.96%。

规模扩张速度稳中有升, 存款增长是亮点

资产端增长主要贷款推动。按平均余额看, 生息资产同比增长 10.4%, 较前三季度同比提升 0.1 个百分点, 资产同比增速提升主要来自贷款。期末时点看, 公司资产规模同比增 10.6%, 快于 3 季度 1.3 个百分点, 信贷、同业同比增速提升是主要贡献。

4 季度环比资产增长提速。平均余额看, 生息资产环比增 3.1%, 环比增速提升, 资产端各子项增速均有提升。其中, 贷款环比增长 2.76%, 债券投资增长 4.41%, 存放央行增长 5.13%, 同业增长 1.33%。

贷款结构来看, 参考中期和全年平均余额数据来看, 全年票据占比较中期增长 13%, 对公贷款下降, 零售贷款增长 2.7%, 票据和零售占比有所提升。期末时点数据, 4 季度零售和对公贷款环比 3 季度分别增 1.4%/2.7%, 票据环比 3 季度下降 6.1%, 期末公司或有转出票据获利。下半年零售贷款增量结构中, 非按揭类贷款增量接近 64%, 较上半年下降 6 个百分点, 使得零售贷款收益率下行。对公看, 制造业、电力和交通投放增加最多, 金融、房地产有所下降。

负债端存款增长是亮点。按平均余额, 存款环比增长 4.44%, 债券发行增长 2.57%, 同业下降。按期末时点, 4 季度存款/债券发行环比 3 季度增 5.5%/7.1%, 同业负债环比下降 7.5%, 存款表现优异, 带动存款在付息负债中的比重进一步提升。存款结构中, 参考中期和全年平均余额数据来看, 全年对公定期和零售定期相比中期均增长更多, 定期增长更快, 占比亦有上升, 但同比仍好于去年。期末时点看, 活期存款占比 66.3%, 较 3 季末 (64.3%) 进一步提升约 2 个百分点, 参考年度和中期时点比较数据, 对公活期提升较多。

4 季度息差持续小幅上行, 反映优秀的资产负债摆布能力和扎实的客户基础

(1) 全年看, 公司 2021 年净息差同比微降 1BP 至 2.48%。

市场利率下行中保持了息差稳定反映良好的资产负债摆布能力和扎实的客户基础。拆分看, 存贷利差 3.26%, 同比下降 8BP, 好于同业。按公告平均余额占比, 年末贷款占比同比提升 0.5 个百分点, 存款占比提升 1 个百分点。

(2) 4 季度单季来看, 净息差环比微升 1BP

单季度净息差连续第二个季度微幅改善, 环比 3 季度提升 1BP 至 2.48%, 其中资产端收益率和负债端成本率环比 3 季度均持平, 分别为 3.97%、1.60%。贷款收益率环比 3 季度持平为 4.64%; 存款成本率为 1.44%, 单季存款成本率环比 3 季度提升 1BP。公司存款成本率绝对水平保持行业最优。4 季度平均余额计息负债/生息资产 93%, 较 3 季度下降 1bp, 部分或源于永续债发行权益增加。

公司优化贷款结构，参考前文，参考中期和去年平均余额数据，预计零售贷款占比提升。从负债端来看，按公告的单季度平均余额数据，单季度存款占比提升 1.9 个百分点。

财富和投资业务支持非息快增，今年市场压力或压制非息增速

手续费收入中，财富管理/资管/结算/托管业务收入分别同比增 29%/58%/10%/28%，财富管理业务依然是手续费收入的最核心部分，基金、保险和理财相关收入快速增长，支撑了手续费高增长；银行卡业务收入同比下降 0.9%，主要是受到信用卡线下交易量减少的影响。2022 年以来资本市场调整大，基金、理财收益表现不及 2021 年，同时疫情形势趋严，对信用卡交易带来影响，公司手续费收入增速表现或边际放缓。

其他非息净收入同比增 26.7% (vs 前三季度，+27.6%)，主因非货币基金分红、投资公允价值变动收益、外部汇兑收益以及招银租赁业务收入增加。

费用平稳，占比下降。

公司 2021 年成本收入比为 33.1%，同比下降 0.18 个百分点，自 2016 年以来首现“拐点”，费用同比增长 13.4%，员工费用同比增长 16%，其他费用同比增长 10%。公司保持有竞争力的薪酬激励同时，持续通过数字化转型和成本控制促进了经营效率提升。2021 年公司金融科技投入占营收比重为 4.37%，占比较 2020 年下降 0.8 个百分点，随着公司科技投入成果的不断显现，公司成本收入比或继续优化。

资产质量持续改善，边际压力或仍来自房地产。

各项不良指标表现良好。不良率 0.91%，较上季度下降 2bp，不良贷款余额同比下降 1%。年报公告口径，新生成不良贷款 473 亿元，同比减少 88 亿元；不良贷款生成率（年化）0.95%，同比下降 0.31 个百分点，我们测算口径同比亦下降；边际来看，下半年不良生成速度快于上半年，预计与表外转入有关。年化核销率 65%，低于去年但仍处高位。全年核销贷款回收率 23%，较去年略有下降，仍处于较高水平。

不良边际压力或仍来自房地产。根据公司公告，不良生成区位特征集中在中部、长三角及环渤海地区，规模特征集中在大企业，行业特征集中在房地产业、制造业及批发和零售业。并指出，在房地产业，采矿业，文化、体育和娱乐业，住宿和餐饮，教育行业领域不良贷款生成额、不良贷款生成率同比均上升。

全年增量贷款减值损失同比大幅下降，存量贷款拨备覆盖率大幅提升。

全年来看，贷款减值损失 370 亿，同比减少 99 亿，非贷减值损失 289 亿，同比增加 110 亿，表外预期信用损失 56 亿，同比增加 35 亿，公司提到对同业往来资产、对公表外或有等业务增提损失准备，以提升风险抵补能力。

相比前三季度，4 季度贷款减值损失计提大幅增加，表外减值下降，或与表外回表有关。4 季度贷款减值损失 258 亿，而前三季度 112 亿，单季度增量超过前三季度，全年非贷款信用减值损失 289 亿，前三季度为 450 亿，4 季度单季减少，转为利润表增加项目。

存量贷款拨备高位大幅上升。贷款拨备覆盖率 484%，较 3 季度大幅上升 41 个百分点。部分或源于前期表外拨备转入，具体情况仍需进一步跟踪。

盈利能力持续恢复，资本优势继续强化

核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率 12.66%、14.94%、17.48%，同比提升 0.37、0.96 和 0.94 个百分点。公布 ROE16.96%，同比增加 1.23 个百分点，总资产收益率 1.35%，同比增加 0.13 百分点。

图表 1. 招商银行对公业务表现

对公数据	2018	2019	2020H	2020	2021H	2021
FPA (亿元)		36,889	41,963	42,071	46,006	48,987
传统融资 (亿元)		20,344	22,718	22,458	24,303	25,577
非传统融资 (亿元)		16,545	19,245	19,614	21,703	23,411
非传统融资占比		45%	46%	47%	47%	48%
公司客户总数 (万户)	186	210	218	223	228	232
总行级战略客户数 (户)	251	282	278	288	326	326
一般性贷款余额 (亿元)	4,863	5,865	5,838	6,213	7,580	8,325
分行级战略客户 (户)	8,043	5,614	6,142	6,142	6,785	6,874
一般性贷款余额 (亿元)	2,854	2,400	2,890	2,426	2,784	2,746
机构客户数 (万户)	3.1	3.5	3.9	4.2	4.0	4.3
小企业客户数 (万户)	175	199	207	212	217	2021 年未披露

资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

图表 2. 招商银行金融科技和客户月活表现

科技相关数据	2018	2019	2020 1H	2020	2021 1H	2021
信息科技投入 (亿元)	65.0	93.6	39.2	119.1	50.6	132.9
招商银行 APP 累计用户数 (万户)	7,827	11,400	12,900	14,500	15,800	17,000
招商银行 APP 月活跃用户数 (万户)	4,151	5,514	5,607	6,126	6,141	6,542
掌上生活 APP 累计用户数 (万户)	7,003	9,126	9,842	11,000	11,700	12,700
掌上生活 APP 月活跃用户数 (万户)	3,954	4,664	4,284	4,603	4,347	4,593
量大 APP 月活跃用户 (MAU; 万人)	8,105	10,200	9,892	10,700	10,500	11,100

资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

图表 3. 招商银行零售客户和 AUM 表现

零售指标 (亿元)	2018	2019	2020 1H	2021Q3	2020	2021Q1	2021 1H	2021Q3	2021
零售 AUM	68,021	74,940	82,632	86,307	89,418	95,946	99,850	103,741	107,592
私人银行 AUM	20,393	22,311	24,974	26,584	27,746	29,840	31,292	32,655	33,939
金葵花 AUM	34,689	38,542	42,576	44,247	45,710	48,962	50,914	52,634	54,425
大众客户 AUM	12,939	14,087	15,082	15,477	15,962	17,144	17,644	18,452	19,228
零售客户数量 (万户)	12,541	14,400	15,100	15,500	15,800	16,100	16,500	16,900	17,300
私人银行客户数 (万户)	7.3	8.2	9.1	9.6	10.0	10.7	11.2	11.7	12.2
金葵花客户数 (万户)	229	257	283	292	300	321	332	343	355
大众客户客户数 (万户)	12,305	14,135	14,808	15,199	15,490	15,769	16,156	16,545	16,932

资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

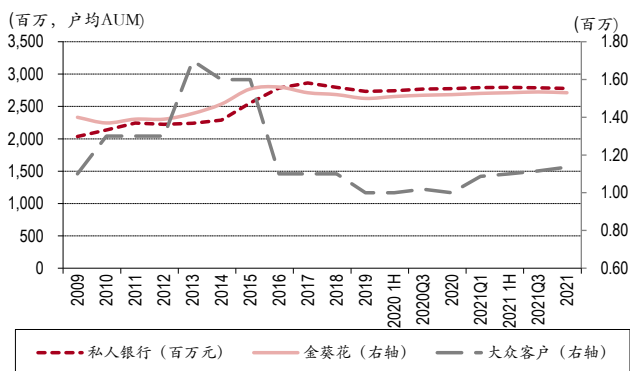
图表 4. 招商银行手续费收入表现

	2021	2021Q3	2021H1	2021Q1	2020	2020Q3
财富管理手续费收入	35,841	29,674	20,612	11,425	28,524	23,598
同比增长	29.00%	25.75%	33.60%		35.68%	44.98%
其中：代理基金	12,315	10,367	6,719	4,164	9,434	8,299
同比增长	36.20%	24.92%	39.75%		99.45%	
代理保险	8,215	7,296	5,559	3,385	5,541	5,098
同比增长	42.80%	37.95%	32.51%		-4.30%	
代理信托	7,542	6,163	4,528	2,385	7,626	5,826
同比增长	-1.10%	5.78%	23.85%		12.58%	
代销理财	6,292	4,594	2,874	1,361		
同比增长	53.69%	42.41%	32.56%			
代理证券交易	1,281	1,059	757			
同比增长	22.73%	41.77%	66.39%			
代理贵金属	196	195	175	130	224	211
同比增长	未公布	-7.58%	19.86%		86.67%	
受托理财					3,464	7,826
资产管理 手续费及佣金收入	10,856	7,853	4,860			
同比增长	57.52%	45.32%	37.60%			
托管业务佣金收入	5,433	4,159	2,857		4,215	
同比增长	27.75%	28.76%	29.80%		16.92%	
银行卡手续费收入	19,377	14,946	94		19,474	14,081
同比增长	-0.89%	5.71%	-0.23%		0.14%	-2.70%
结算与清算手续费收入	13,902	10,563	7,277		12,601	9,574
同比增长	9.89%	9.92%	14.38%		9.95%	3.05%

资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

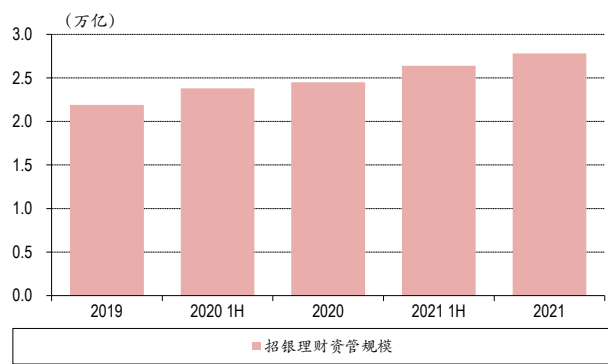
注：受托理财自 2020 年年末报告起单独反应在招银理财收入，不再纳入财富管理手续费及佣金收入

图表 5. 招商银行零售户均 AUM 表现



资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

图表 6. 招银理财资管规模表现



资料来源：万得，招商银行财报，中银证券

投资建议：

招商银行年报业绩延续高增，盈利能力进一步向好，资本实力继续强化，4 季度净息差环比继续回升，手续费高位快增，资产质量保持优异。我们认为公司具备扎实的客户基础和客户经营能力，领先的财富管理能力和优秀的资产负债摆布能力，随着公司大财富、数字化战略推进，竞争优势或进一步凸显。考虑到公司优异的资产管理能力和大财富战略带来手续费收入高增，我们上调公司 2022/2023 年 EPS 至 5.46/6.21 元（原为 5.24/5.96 元），目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 1.34/1.09 倍。继续看好公司投资价值，维持买入评级。

风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

金融监管超预期。2021年以来监管对政府隐性债务、房地产监管力度加大，同时继续引导银行让利实体经济，但若金融监管或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

图表 7. 招商银行财报分析

	2020			1-4Q22			2021			2022			季度环比		季度同比	
	2020	1-4Q22	YoY(%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	QoQ(%)	YoY(%)	QoQ(%)	YoY(%)	QoQ(%)	YoY(%)		
利润表 (百万元)																
利息收入	307,425	327,056	6.4	76,674	78,987	80,256	82,663	85,150	3.0	11.1						
利息支出	(122,394)	(123,137)	0.6	(30,178)	(29,463)	(30,439)	(31,866)	(31,869)	1.6	5.6						
净利息收入	185,031	203,919	10.2	46,496	49,524	49,817	51,297	53,281	3.9	14.6						
净手续费收入	79,486	94,447	18.8	16,209	27,202	25,052	23,460	18,713	(20.3)	15.4						
净其他非息收入	25,965	32,887	26.7	6,347	8,025	9,129	7,884	7,849	(0.4)	23.7						
净非利息收入	105,451	127,334	20.8	22,556	35,227	34,181	31,364	26,562	(15.3)	17.8						
营业收入	290,482	331,253	14.0	69,052	84,751	83,998	82,661	79,843	(3.4)	15.6						
税金及附加	(2,476)	(2,722)	11.9	(668)	(733)	(693)	(656)	(690)	5.2	21.5						
业务及管理费	(96,745)	(109,727)	13.4	(30,433)	(22,494)	(24,674)	(26,129)	(26,430)	39.4	19.7						
营业费用及营业税	(99,223)	(112,499)	13.4	(31,001)	(23,227)	(25,367)	(26,785)	(27,120)	38.6	19.7						
营业外净收入	(3,794)	(4,226)	11.4	(1,012)	(886)	(1,066)	(1,157)	(1,117)	(3.5)	10.4						
拨备前利润	187,465	214,528	14.4	37,039	60,638	57,565	54,719	41,606	(24.0)	12.3						
资产减值损失	(65,025)	(66,355)	2.0	(12,504)	(20,545)	(21,335)	(14,386)	(10,089)	(29.9)	(19.3)						
税前利润	122,440	148,173	21.0	24,535	40,093	36,230	40,333	31,517	(21.9)	28.5						
所得税	(24,481)	(27,339)	11.7	(3,846)	(7,844)	(6,831)	(7,625)	(5,039)	(33.9)	38.2						
税后利润	97,959	120,834	23.4	20,689	32,249	29,399	32,708	26,478	(13.0)	26.8						
归母净利润	97,342	119,922	23.2													
资产负债 (百万元)																
生息资产	8,232,558	9,093,306	10.5	8,232,558	8,560,703	8,776,818	8,817,409	9,093,306	3.1	10.5%	数年初					
贷款总额	5,029,128	5,570,034	10.8	5,029,128	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034	1.3	10.8%						
计息负债	7,351,744	8,073,114	9.8	7,351,744	7,627,928	7,810,038	7,810,337	8,073,114	3.4	9.8%						
存款	5,664,135	6,385,154	12.7	5,664,135	5,884,976	6,018,945	6,051,682	6,385,154	5.5	12.7%						
加权风险资产	4,964,542	5,563,724	12.1	4,964,542	5,259,959	5,350,441	5,449,139	5,563,724	2.1							
业绩增长拆分																
规模增长	10.93%	11.04%		1.71%	2.90%	3.24%	1.48%	1.80%								
净息差扩大	(4.83%)	(0.83%)		(4.16%)	3.61%	(2.65%)	1.49%	2.07%								
非息收入	0.80%	3.83%		(3.06%)	16.23%	(1.48%)	(4.56%)	(7.28%)								
成本	(2.55%)	0.40%		(15.93%)	40.97%	(4.18%)	(3.35%)	(20.55%)								
拨备	(0.62%)	6.58%		(8.59%)	(0.30%)	(4.57%)	16.26%	2.10%								
税收	0.33%	2.33%		7.42%	(9.03%)	0.80%	(0.06%)	2.81%								
净息差																
单季度指标 (年化)																
净息差-公告	2.41	2.48		2.41	2.52	2.46	2.47	2.48	0.01	0.07						
生息资产收益率-公告	3.97	3.97		3.97	4.01	3.96	3.97	3.97	0.00	0.00						
贷款收益率-公告	4.69	4.64		4.69	4.73	4.68	4.64	4.64	0.00	(0.05)						
投资收益率-公告	3.28	4.64		3.28	3.39	3.35	3.35	4.64	1.29	1.36						
同业收益率-公告	1.92	2.05		1.92	1.83	1.82	2.00	2.08	0.08	0.16						
计息负债成本率-公告	1.66	1.60		1.66	1.57	1.58	1.60	1.60	0.00	(0.06)						
存款成本率-公告	1.49	1.44		1.49	1.39	1.39	1.43	1.44	0.01	(0.05)						
同业成本率-公告	1.66	1.60		1.66	1.68	1.68	1.69	1.67	(0.02)	0.01						
净息差-测算	2.28	2.35		2.28	2.36	2.30	2.33	2.38	0.05	0.10						
生息资产收益率-测算	3.76	3.87		3.76	3.76	3.70	3.76	3.80	0.04	0.04						
计息负债成本率-测算	1.66	1.61		1.66	1.57	1.58	1.61	1.61	0.00	(0.05)						
净息差-测算2	2.49	2.48		2.49	2.52	2.49	2.48	2.48	0.00	0.00						
生息资产收益率-测算2	3.90	3.97		3.90	3.97	3.93	3.93	3.99	0.01	0.00						
计息负债成本率-测算2	1.74	1.59		1.74	1.57	1.58	1.59	1.59	0.00	(0.05)						
净息差-测算3	2.49	2.48		2.49	2.52	2.49	2.48	2.48	0.00	0.00						
生息资产收益率-测算3	3.90	3.97		3.90	3.97	3.93	3.93	3.99	0.01	0.00						
计息负债成本率-测算3	1.74	1.59		1.74	1.57	1.58	1.59	1.59	0.00	(0.05)						
资产指标 (年化)																
净息差-公告	2.49	2.48	(0.01)	2.49	2.52	2.49	2.48	2.48								
净利率-公告	2.40	2.39	(0.01)	2.40	2.44	2.41	2.39	2.39								
存贷利差-公告	3.34	3.26	(0.08)	3.34	0.00	3.32	3.28	3.26								
生息资产收益率-公告	4.13	3.98	(0.15)	4.13	4.13	4.13	3.98	3.98								
计息负债成本率-公告	1.73	1.59	(0.14)	1.73	0.00	1.58	1.59	1.59								
贷款收益率-公告	4.89	4.67	(0.22)	4.89	0.00	4.71	4.68	4.67								
存款成本率-公告	1.55	1.41	(0.14)	1.55	0.00	1.39	1.40	1.41								
净息差-测算	2.35	2.34	(0.01)	2.35	2.36	2.33	2.33	2.34								
生息资产收益率-测算	3.90	3.97	(0.14)	3.90	3.76	3.73	3.74	3.76								
计息负债成本率-测算	1.74	1.59	(0.15)	1.74	1.57	1.58	1.59	1.59								
净息差-测算2	2.49	2.48	(0.01)	2.49	2.51	2.48	2.47	2.48								
生息资产收益率-测算2	4.14	3.98	(0.16)	4.14	4.01	3.97	3.97	3.98								
计息负债成本率-测算2	1.74	1.59	(0.15)	1.74	1.57	1.58	1.59	1.59								
规模																
单季度公告平均余额																
生息资产-公告平均余额	7442611	8219698	10.4%	7684181	7990523	8126636	8253247	8512176	3.1%	10.62%						
贷款-公告平均余额	4823439	5364199	11.2%	4962582	5029128	5125229	5490330	5549213	2.8%	(1.78)						
计息负债-公告平均余额	7069207	7751552	9.7%	7238876	7602640	7708874	7768771	7922823	2.0%	4.4%						
存款-公告平均余额	5376582	5973473	11.1%	5577767	5861988	5874312	5945087	6209004	4.4%							
资产存(含贴现)																
总资产	8361448	9249021	10.6%	8361448	8664641	8885886	8917440	9249021	3.72%	10.62%						
生息资产-期末时点	7736835	8745183	13.0%	7736835	8017516	8302044	8333798	8745183	4.94%	13.03%						
贷款总额-期末时点	5029128	5570034	10.8%	5029128	5312529	5382998	5501177	5570034	1.25%	10.76%						
投资类(含息)-期末时点	1565395	1821879	16.4%	1565395	1575965	1648879	1729229	1821879	5.36%	16.35%						
交易类-期末时点	550965	376152	-31.7%	550965	585214	510068	511220	376152	(26.42%)	(31.73%)						
计息负债-期末时点	7351744	8073114	9.8%	7351744	7627928	7810038	7810737	8073114	3.36%	9.81%						
存款-期末时点	5664135	6385154	12.7%	5664135	5864976	6018945	6051682	6385154	5.51%	12.73%						
规模同比																
总资产	12.73	10.62		12.73	11.57	10.63	9.33	10.62								
生息资产	10.96	13.03		10.96	10.78	11.01	9.30	13.03								
贷款总额	11.99	10.76		11.99	11.25	10.95	9.59	10.76								
债券投资	11.36	11.36		11.36	11.94	5.32	7.74	16.35								
交易类	29.16	(31.73)		29.16	11.91	(3.12)	0.79	16.35								
计息负债	11.44	9.81		11.44	12.68	9.32	8.93	9.81								
存款	16.19	12.73		16.19	12.86	9.95	9.45	12.73								
结构占比																
生息资产/总资产	92.53	94.55	2.02	92.53	92.53	93.43	93.46	94.55	1.17	2.18						
贷款总额/生息资产	65.00	63.69	(1.31)	60.15	61.31	60.58	61.69	60.22	(2.38)	(1.78)						
债券投资/生息资产	20.24	20.83	0.59	18.73	18.19	18.57	19.39	19.70	1.60	8.30						
交易类/总资产	6.59	4.07	(2.52)	6.59	6.75	5.74	5.73	4.07	(28.97)	(39.70)						
计息负债/总资产	95.02	92.31	(2.71)	95.02	95.14	94.07	93.72	92.31	(1.50)	(2.97)						
存款/计息负债	77.04	79.09	2.05	77.04	76.89	77.07	77.48	79.09	2.08	2.86						
资产存	88.79	87.23	(1.56)	88.79	90.58	89.43	90.90	87.23	(4.04)	(3.70)						
手续费																
手续费 </																

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (RMB)					
PE	11.96	9.71	8.15	7.17	6.50
PB	1.82	1.59	1.34	1.09	0.93
PB 扣除商誉	1.64	1.38	1.36	1.07	0.92
EPS	3.86	4.76	5.46	6.21	6.84
BVPS	25.36	29.01	34.52	40.77	47.67
每股拨备前利润	7.43	8.51	9.47	10.54	11.63
驱动性因素 (%)					
生息资产增长	11.69	10.46	10.05	10.06	10.07
贷款增长	11.99	10.76	10.76	10.76	10.76
存款增长	16.19	12.73	11.00	11.00	11.00
贷款收益率	4.96	4.73	4.71	4.71	4.71
生息资产收益率	3.94	3.78	3.77	3.78	3.78
存款付息率	1.58	1.40	1.41	1.41	1.41
计息负债付息率	1.75	1.60	1.60	1.61	1.62
净息差	2.37	2.35	2.35	2.34	2.33
风险成本	1.37	1.25	1.17	1.11	1.11
净手续费增速	6.90	10.21	9.93	9.74	9.41
成本收入比	33.30	33.12	33.12	33.12	33.12
所得税税率	19.99	18.45	18.50	18.50	18.50
盈利及杜邦分析 (%)					
ROAA	1.24	1.37	1.45	1.50	1.48
ROAE	16.00	17.49	17.20	16.50	15.48
净利息收入	2.35	2.32	2.33	2.33	2.29
非净利息收入	1.34	1.45	1.52	1.59	1.61
营业收入	3.68	3.76	3.85	3.92	3.90
营业支出	1.26	1.28	1.31	1.33	1.32
拨备前利润	2.38	2.44	2.49	2.52	2.49
拨备	0.82	0.75	0.71	0.68	0.68
税前利润	1.55	1.68	1.77	1.84	1.81
税收	0.31	0.31	0.33	0.34	0.34
业绩年增长率 (%)					
净利息收入	6.90	10.21	9.93	9.74	9.41
营业收入	7.70	14.04	11.68	11.73	10.87
拨备前利润	5.15	14.44	11.32	11.31	10.34
归属母公司利润	4.82	23.20	14.87	13.71	10.19
资产质量 (%)					
不良率	1.06	0.91	0.98	0.99	0.90
拨备覆盖率	420.75	463.47	435.87	424.12	468.74
拨贷比	4.47	4.21	4.26	4.19	4.22
不良净生成率 (测算)	1.00	0.64	0.90	0.90	0.70

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

损益表 (人民币百万元)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润表:					
利息收入	307,425	327,056	360,034	397,010	437,821
利息支出	(122,394)	(123,137)	(135,874)	(151,017)	(168,673)
净利息收入	185,031	203,919	224,160	245,993	269,148
手续费净收入	79,486	94,447	108,614	122,734	138,689
营业收入	290,482	331,253	369,937	413,321	458,229
业务及管理费	(96,745)	(109,727)	(122,541)	(136,912)	(151,788)
拨备前利润	187,465	214,528	238,809	265,822	293,319
拨备	(65,025)	(66,355)	(68,498)	(72,160)	(79,921)
税前利润	122,440	148,173	170,311	193,662	213,398
税后利润	97,959	120,834	138,803	157,835	173,920
归属母公司净利	97,342	119,922	137,756	156,644	172,607
资产负债					
贷款总额	5,029,128	5,570,034	6,169,117	6,832,634	7,567,515
贷款减值准备	(224,767)	(234,643)	(262,639)	(286,594)	(319,214)
贷款净额	4,804,361	5,335,391	5,906,478	6,546,040	7,248,302
债券投资	2,061,556	2,170,002	2,343,602	2,531,090	2,733,578
存放央行	525,358	553,898	614,827	682,458	757,528
同业资产	616,516	799,372	879,309	967,240	1,063,964
其他资产	353,657	390,358	231,591	407,173	607,933
生息资产	8,232,558	9,093,306	10,006,855	11,013,422	12,122,585
资产总额	8,361,448	9,249,021	9,964,346	11,122,540	12,399,843
存款	5,664,135	6,385,154	7,087,521	7,867,148	8,732,535
同业负债	1,341,468	1,241,315	1,241,315	1,241,315	1,241,315
发行债券	346,141	446,645	576,331	743,672	959,601
计息负债	7,351,744	8,073,114	8,905,167	9,852,135	10,933,451
负债总额	7,631,094	8,383,340	9,086,905	10,053,199	11,156,582
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523
盈余公积	71,158	82,137	96,017	111,801	129,193
一般风险准备	98,082	115,288	129,203	144,798	162,275
未分配利润	370,265	428,592	539,600	666,056	805,107
股东权益	730,354	865,681	877,441	1,069,341	1,243,261
资本状况 (%)					
资本充足率	16.54	17.48	17.82	20.47	22.11
核心一级资本充足	12.29	12.66	11.49	12.99	13.82
杠杆率	11.45	10.68	11.36	10.40	9.97
RORWA	2.05	2.30	2.35	2.39	2.35
风险加权系数	59.38	60.16	62.58	62.83	63.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371