

## 招商银行(600036.SH)

## 大财富管理优势稳固，看好龙头溢价持续

## 强烈推荐（维持）

股价：46.17元

## 主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.05%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通A股(百万股)	20,629
流通B/H股(百万股)	4,591
总市值(亿元)	11,811
流通A股市值(亿元)	9,524
每股净资产(元)	29.01
资本充足率(高级法,%)	17.48

## 行情走势图



## 相关研究报告

《招商银行\*600036\*业绩保持高增长，资产质量稳中向好》 2022-01-16

《招商银行\*600036\*盈利维持高增，零售优势巩固》 2021-10-25

《招商银行\*600036\*中收保持强劲增长，财富管理优势稳固》 2021-08-15

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060517060001  
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

## 研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号  
S1060121070072  
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

## 事项：

招商银行发布 2021 年报，2021 年全年实现营业收入 3313 亿元，同比增长 14.04%，实现归母净利润 1199 亿元，同比增长 23.20%，ROE 16.96%，较去年提升 1.23pct。年末总资产 9.25 万亿元，较上年末增长 10.62%。2021 年公司利润分配预案为：拟每股现金分红 1.522 元（含税），分红率 33.00%。

## 平安观点：

■ **盈利稳中有升，财富、资管优势持续巩固。**公司 2021 年全年实现净利润同比增长 23.2%（vs+22.2%，21Q3），实现营收同比增长 14.0%（vs+13.5%，21Q3），从结构上来看，净利息收入、中间收入均对全年营收增速提升有正向贡献。净利息收入同比增长 10.2%（vs+8.7%，21Q3），增速稳中有升。净手续费及佣金收入同比增长 18.8%（vs+19.7%，21Q3），增速维持在较高水平，其中大财富管理收入为主要推动：1）代理类手续费收入为最大贡献因素，同比增长 29.0%，占中收比重提升 3.0pct 至 35.0%，代理基金、保险、理财收入同比增速均超过 35%，反映公司在财富管理的业务优势持续稳固。2）资管业务发展态势良好，资产管理手续费收入同比增长 57.5%，占中收比重提升 2.7pct 至 10.6%，主要依托于子公司招商基金、招银理财等资管板块收入的强劲增长。

■ **息差环比改善优于同业，存贷结构不断优化。**公司 2021 年净息差 2.48%，同比下降 1BP，Q4 单季净息差 2.48%，环比 Q3 提升 1BP，预计表现优于同业，我们认为可以归结为资产端贷款收益率企稳和负债端存款成本下降的共同效应。从资产端来看，2021 年贷款收益率 4.67%，同比下行 22BP，受 LPR 多次下调影响，与行业整体趋势一致，但我们注意到 Q4 单季贷款年化收益率 4.64%，环比 Q3 持平，呈现企稳态势，我们认为得益于公司贷款结构的不断优化，2021 年新增贷款中收益率更高的零售贷款占比达到 56.7%；负债端成本整体下降，2021 年计息负债成本率同比下降 14BP，其中存款成本率 1.41%，同比下降 14BP，Q4 单季计息负债成本、存款成本环比 Q3 均保持平稳，体现了公司夯实的揽储能力。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,891	326,873	359,547	394,943	434,011
YOY(%)	7.4	14.0	10.0	9.8	9.9
净利润(百万元)	97,342	119,922	141,657	167,321	192,744
YOY(%)	4.8	23.2	18.1	18.1	15.2
ROE(%)	16.0	17.5	18.2	19.1	19.4
EPS(摊薄/元)	3.86	4.76	5.62	6.63	7.64
P/E(倍)	12.0	9.7	8.2	7.0	6.0
P/B(倍)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

**资产端来看**，公司 2021 年末总资产同比增长 10.6% (vs+9.3%，21Q3)，Q4 单季规模增速较 Q3 提升 3.4pct。贷款方面，公司 2021 年末贷款总额同比增长 10.8% (vs+9.9%，21Q3)，保持平稳扩张，贷款结构来看，2021 年末零售贷款占比较上年末提升 0.3pct 至 53.6%，其中高收益的零售贷款业务保持高增，小微贷、信用卡贷款分别同比增长 18.1%、12.5%，占新增零售贷款比重分别为 28.1%、30.6%。**负债端来看**，公司 2021 年末存款同比增长 12.8% (vs+9.4%，21Q3)，其中零售、对公存款均保持稳健增长，分别同比增长 12.6%、12.9%，存款结构不断优化，活期存款日均余额占比为 64.5%，同比提高 4.5pct。

- **资产质量整体稳定，拨备水平进一步夯实。**公司 2021 年末不良率 0.91%，同比下降 16BP，环比下降 2BP，资产质量表现稳步提升。分类别来看，零售贷款不良率 0.81%，较 2020 年末持平，其中信用卡贷款不良率较 2020 年末下行 1BP 至 1.65%，但较 21Q2 上升 7BP，我们认为主要是受到逾期 60 天以上贷款下调至不良政策的影响；对公贷款在下半年显著改善，年末不良率 1.24%，较 2020 年末下降 34BP，较 21Q2 下降 33BP。我们测算公司 Q4 单季年化不良生成率 0.92%，环比下降 1BP，资产质量的压力边际改善。前瞻性指标方面，2021 年末公司关注率 0.84%，较上年末上升 3BP，同样受信用卡贷款逾期认定时点调整的影响，综合来看，公司资产质量表现平稳向好。公司 2021 年末拨备覆盖率 484%，环比大幅提升 41 个百分点，拨贷比 4.42%，环比上升 29BP，公司进一步增强拨备覆盖水平，风险抵补能力位于同业领先。
- **大财富管理成效凸显，开放+数字化多措并举。**2021 年，公司提出构建以“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”为核心的 3.0 模式，全力打造大财富管理价值循环链。目前来看，大财富管理的业务模式优势成效初现，体现在：1) 客群基础夯实，高净值客群优势稳固。2021 年零售客户数同比增长 9.5% 至 1.73 亿户，对应零售 AUM 达到 10.76 万亿元，同比增长 20.3%，维持高速扩张，其中金葵花及以上、私行 AUM 分别实现同比增长 20.3%、22.3%，分别达到 8.84 万亿元、3.39 万亿元，其中私行 AUM 占零售 AUM 比重同比提升 0.5pct 达到 31.5%，反映公司在高净值客群的优势依然稳固。2) 积极推进平台化，进一步开放融合。为了服务客户的多元化需求，公司与合作伙伴搭建“大平台”，包括启动“招阳计划”，搭建潜力基金经理成长平台，升级“招财号”财富开放平台，2021 年共引入 87 家资管机构入驻。3) 数字化经营日趋完善，获得数字人民币运营机构资质。公司不断促进月活跃用户(MAU)与 AUM 的有机融合，2021 年招商银行 App 和掌上生活 App 的 MAU 达 1.11 亿户。同时，公司已取得数字人民币运营机构资质，目前数字人民币指定运营机构仅有 9 家，公司作为唯一一家获取该资质的股份制银行，有望在数字人民币的新型支付体系下抢占先机，进一步发挥零售特长优势。
- **投资建议：盈利能力优异，看好龙头溢价持续。**我们认为招行在零售业务上的竞争优势依然稳固，过去几年的轻型银行战略效果显著，盈利能力始终领先同业，而前瞻性的战略布局也是公司多年来估值溢价的主要原因。公司提出的 3.0 业务经营模式将过去三年招行主要探索的金融科技、开放融合、轻文化与今年提出的打造大财富管理价值循环链的业务模式融合起来，未来公司财富管理业务优势有望不断强化。考虑到经济下行压力的边际抬升以及疫情扰动，我们小幅下调公司 22 及 23 年盈利预测，并新增 24 年盈利预测，预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 5.62/6.63/7.64 元 (原 2022/2023 预测值分别为 5.66/6.69 元)，对应盈利增速分别为 18.1%/18.1%/15.2%。目前招行股价对应 2022/2023/2024 年 PB 分别为 1.4x/1.3x/1.1x。站在长期维度，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们继续看好招行在财富管理领域的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 利率下行导致行业息差收窄超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

图表1 招商银行2021年报财务报表核心指标

百万元		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4
利润表 (累计)	营业收入	76,603	148,353	221,430	290,482	84,751	168,749	251,410	331,253
	YoY	11.4%	7.3%	6.6%	7.7%	10.6%	13.7%	13.5%	14.0%
	利息净收入	45,756	90,873	138,535	185,031	49,524	99,341	150,638	203,919
	YoY	5.5%	4.0%	5.6%	6.9%	8.2%	9.3%	8.7%	10.2%
	中收收入	22,061	42,269	63,277	79,486	27,202	52,254	75,734	94,447
	YoY	15.2%	8.5%	10.7%	11.2%	23.3%	23.6%	19.7%	18.8%
	信用减值损失	20,354	40,443	52,521	65,025	20,545	41,880	56,266	66,355
	YoY	21.1%	22.3%	16.9%	6.3%	0.9%	3.6%	7.1%	2.0%
	拨备前利润	55,257	103,281	150,426	187,465	60,638	118,203	172,922	215,528
	YoY	10.8%	5.5%	4.7%	5.1%	9.7%	14.4%	15.0%	15.0%
归母净利润	27,795	49,788	76,603	97,342	32,015	61,150	93,615	119,922	
YoY	10.1%	-1.6%	-0.8%	4.8%	15.2%	22.8%	22.2%	23.2%	
利润表 (单季)	营业收入	76,603	71,750	73,077	69,052	84,751	83,998	82,661	79,843
	YoY	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%	10.6%	17.1%	13.1%	15.6%
	归母净利润	27,795	21,993	26,815	20,739	32,015	29,135	32,465	26,307
YoY	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	15.2%	32.5%	21.1%	26.8%	
资产负债表	总资产	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448	8,664,641	8,885,886	8,917,440	9,249,021
	YoY	14.3%	11.7%	11.6%	12.7%	11.6%	10.6%	9.3%	10.6%
	贷款总额	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034
	YoY	14.7%	12.0%	12.2%	12.0%	12.3%	11.0%	9.9%	10.8%
	存款总额	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	5,827,214	5,980,165	6,011,965	6,347,078
	YoY	16.6%	15.8%	15.4%	16.2%	12.8%	9.9%	9.4%	12.8%
贷款收益率		5.05		4.89		4.71		4.68	4.67
存款成本率		1.61		1.55		1.39		1.40	1.41
财务比率	净息差	2.56	2.50	2.51	2.49	2.52	2.49	2.48	2.48
	成本收入比	25.57	28.22	29.95	33.30	26.54	27.95	29.15	33.12
	ROE(年化)	18.76	16.94	17.00	15.73	19.52	18.06	18.11	16.96
资产质量指标 (%)	不良率	1.11	1.14	1.13	1.07	1.02	1.01	0.93	0.91
	关注率		0.99		0.81		0.70		0.84
	拨备覆盖率	451.27	440.81	424.76	437.68	438.88	439.46	443.14	483.87
拨贷比	5.01	5.03	4.79	4.67	4.47	4.45	4.13	4.42	
资本充足指标 (高级法, %)	核心一级资本充足率	11.94	11.31	11.65	12.29	12.19	11.89	12.31	12.66
	一级资本充足率	12.64	11.99	13.31	13.98	13.79	13.47	13.86	14.94
	资本充足率	15.52	14.90	16.19	16.54	16.24	16.01	16.36	17.48
业务指标 (亿元)	MAU(月活)		9,892		10,700		10,500		11,100
	YoY		16.2%		4.9%		6.2%		3.7%
	零售客户数(万户)	14,600	15,100	15,500	15,800	16,100	16,500	16,900	17,300
	YoY		12.7%		9.7%		10.3%		9.5%
	财富管理客户数(万户)	279	292	301	310	331	344	355	367
	YoY		14.0%		17.2%		18.8%		17.7%
	私人银行客户数(户)	86,188	91,034	95,943	99,977	106,887	111,947	117,109	122,064
	YoY		16.3%		22.4%		24.0%		23.0%
	零售AUM	78,842	82,632	86,307	89,400	95,946	99,850	103,741	107,592
	YoY		13.9%		19.3%		21.7%		20.8%
	财富管理AUM	64,066	67,550	70,830	73,456	78,802	82,207	85,289	88,364
	YoY		14.7%		20.7%		23.0%		21.7%
	私人银行AUM	23,441	24,974	26,584	27,746	29,840	31,292	32,655	33,939
YoY		15.6%		24.4%		27.3%		25.3%	
理财产品余额		23,800		24,500		26,400		27,800	
YoY		17.5%		11.9%		10.9%		13.5%	
非货币基金销售额		2,567		6,107		3,413		6,080	
YoY		207.0%		177.9%		33.0%		-0.4%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 2021年三季度末公司对信用卡贷款逾期认定时点作出调整, 信用卡关注贷款和逾期贷款口径发生变化

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	5,581,497	6,251,277	6,938,917	7,702,198
证券投资	2,176,997	2,285,847	2,400,139	2,520,146
应收金融机构的款项	799,372	959,246	1,151,096	1,381,315
生息资产总额	8,878,968	9,872,927	10,945,040	12,156,511
<b>资产合计</b>	<b>9,249,021</b>	<b>10,284,406</b>	<b>11,401,202</b>	<b>12,663,164</b>
客户存款	6,385,154	7,151,372	8,009,537	8,970,682
计息负债总额	8,073,114	8,968,395	9,943,093	11,029,165
<b>负债合计</b>	<b>8,383,340</b>	<b>9,328,207</b>	<b>10,336,791</b>	<b>11,466,646</b>
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
<b>归母股东权益</b>	<b>858,745</b>	<b>948,538</b>	<b>1,055,882</b>	<b>1,186,932</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>865,681</b>	<b>956,199</b>	<b>1,064,410</b>	<b>1,196,519</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>9,249,021</b>	<b>10,284,406</b>	<b>11,401,202</b>	<b>12,663,164</b>

## 资产质量

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
NPL ratio	0.91%	0.88%	0.85%	0.84%
NPLs	50,862	55,011	58,981	64,698
拨备覆盖率	484%	470%	435%	377%
拨贷比	4.40%	4.14%	3.70%	3.17%
一般准备/风险加权资产	3.90%	3.69%	3.30%	2.83%
不良贷款生成率	0.97%	0.90%	0.90%	0.90%
不良贷款核销率	-1.03%	-0.83%	-0.84%	-0.82%

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	203,919	225,259	250,078	277,510
净手续费及佣金收入	94,447	105,781	116,359	127,995
营业收入	326,873	359,547	394,943	434,011
营业税金及附加	-2,772	-3,595	-3,949	-4,340
拨备前利润	214,528	236,736	260,027	285,733
计提拨备	-65,962	-61,708	-53,288	-47,584
税前利润	148,173	175,028	206,738	238,150
<b>净利润</b>	<b>120,834</b>	<b>142,734</b>	<b>168,594</b>	<b>194,209</b>
<b>归母净利润</b>	<b>119,922</b>	<b>141,657</b>	<b>167,321</b>	<b>192,744</b>

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	10.8%	12.0%	11.0%	11.0%
生息资产增长率	10.6%	11.2%	10.9%	11.1%
总资产增长率	10.6%	11.2%	10.9%	11.1%
存款增长率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
付息负债增长率	9.8%	11.1%	10.9%	10.9%
净利息收入增长率	10.2%	10.5%	11.0%	11.0%
手续费及佣金净收入增长	18.8%	12.0%	10.0%	10.0%
营业收入增长率	14.0%	10.0%	9.8%	9.9%
拨备前利润增长率	14.4%	10.4%	9.8%	9.9%
税前利润增长率	21.0%	18.1%	18.1%	15.2%
净利润增长率	23.2%	18.1%	18.1%	15.2%
非息收入占比	28.9%	29.4%	29.5%	29.5%
成本收入比	33.6%	33.2%	33.2%	33.2%
信贷成本	1.24%	1.04%	0.81%	0.65%
所得税率	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
<b>盈利能力</b>				
NIM	2.48%	2.47%	2.47%	2.47%
拨备前 ROAA	2.44%	2.42%	2.40%	2.37%
拨备前 ROAE	27.1%	26.2%	25.9%	25.5%
ROAA	1.36%	1.45%	1.54%	1.60%
ROAE	17.5%	18.2%	19.1%	19.4%
<b>流动性</b>				
贷存比	87.41%	87.41%	86.63%	85.86%
贷款/总资产	60.35%	60.78%	60.86%	60.82%
债券投资/总资产	23.54%	22.23%	21.05%	19.90%
银行同业/总资产	8.64%	9.33%	10.10%	10.91%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	12.66%	11.42%	11.77%	12.11%
资本充足率(权重法)	14.71%	14.60%	14.64%	14.70%
加权风险资产(¥,mn)	6,303,544	7,009,196	7,770,333	8,630,407
RWA/总资产	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
中心 B 座 25 层  
邮编：518033

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼  
邮编：200120

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 16 层  
邮编：100033