

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2022年03月20日

## 零售 3.0 模式良好开局，大财富飞轮效应有望加速

### 业绩增速继续抬升，非息业务表现亮眼

公司披露 2021 年年报，全年营收略高于快报披露数据，归母净利润与快报披露一致。其中 21Q4 公司营收、拨备前利润和归母净利润分别同比增长 15.63%、11.93%、26.58%。公司营收同比增速在 21Q4 更进一步，主要系非息业务保持高增速的同时，息差业务收入增速抬升。其中四季度净息差无论是同比还是环比均呈现出上升态势；全年非息业务收入和手续费及佣金净收入占营收比达 38.44%、28.51%，均维持较高的稳定水平

### 净息差企稳回升，负债端优化明显

2021 年公司净息差 2.48%，同比下滑 1bp，其中 21Q4 净息差为 2.48%，环比 21Q3 提升 1bp，息差止住下行态势。贷款投向个人住房方向的倾斜使得零售贷款收益率一定程度上承压。小微贷款和信用卡贷款以短期为主，贷款收益率较高。但同时公司坚持选择身处稳定行业、拥有稳定收入的优质客户作为主要获客来源，信用卡方面加大中低风险客户的资产经营力度。虽然一定程度上降低了信贷收益率，但同时保证了资产质量稳定。

资产端收益率承压下，公司持续强化存款高质量增长。强大的揽储能力构筑了公司的核心竞争优势，公司占比 60% 以上的活期存款成本率仅 0.7%，使得负债端有充分的腾挪空间。对公和零售存款的双优化，显示出强劲的对公存款派生活化能力与零售财富管理低成本资金沉淀实力。在降低实体经济融资成本的大环境下，预计存款端优化仍然会扛起净息差稳住的大旗。

### 零售 AUM 续创新高，私行 AUM 增长亮眼

截至 2021 年末公司零售 AUM 达 10.76 万亿元，续创历史新高，同比增速达 20.33%，在高基数上仍然实现高增速。同时高价值客户 AUM 占比提升更为明显，零售客户中私行客户占 0.07%，但贡献 AUM 高达 31.54%。实际上近几年私行 AUM 同比增速持续高于零售 AUM，截至 21Q4 末私行 AUM 同比增长 22.32%，显示出公司打造的财富管理生态对高价值客户的吸引能力。

### 资产质量整体稳定，拨备覆盖率达历史新高

截至 21Q4 末不良率 0.91%，较 21Q3 末继续下滑 2bp；全年不良贷款生成率 0.95%，同比下滑 0.31pct。资产质量在保持稳中向好的同时，核销压力有所减轻。此外风险抵补能力持续增强，21Q4 末拨备覆盖率达 483.87%，较快报高出 42.53pct，较 21Q3 末提升 40.73pct，为历史最高水平。

### 投资建议：3.0 模式开启，大财富管理飞轮效应有望加速显现

2021 年公司开启零售 3.0 模式，在今年信用环境向好的环境下，公司有望率先享受信用修复的政策红利，发挥大财富管理价值循环链的飞轮效应。我们对公司未来业绩增长保持乐观，预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 17.62%、14.55% 和 13.42%。截至 3 月 18 日收盘公司 PB (LF) 为 1.59 倍，维持 2022 年目标 PB 1.95 倍，对应目标价 63.82 元，维持“买入”评级

**风险提示：**信贷需求不足，信用风险波动，AUM 增长不及预期。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2905	3313	3745	4225	4755
增长率(%)	7.70	14.04	13.05	12.82	12.55
归属母公司股东净利润(亿元)	973	1199	1410	1616	1833
增长率(%)	4.82	23.20	17.62	14.55	13.42
每股收益(元)	3.86	4.76	5.59	6.41	7.27
市盈率(P/E)	11.96	9.71	8.26	7.21	6.35
市净率(P/B)	1.82	1.59	1.41	1.24	1.09

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/股份制银行
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	46.17 元
目标价格	63.82 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	952,438.36
流通 A 股市值(百万元)	952,438.36
每股净资产(元)	29.01
资产负债率(%)	90.64
一年内最高/最低(元)	58.92/39.18

### 作者

**郭其伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001

**刘斐然** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120002  
liufeiran@tfzq.com

**范清林** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080004  
fanqinglin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

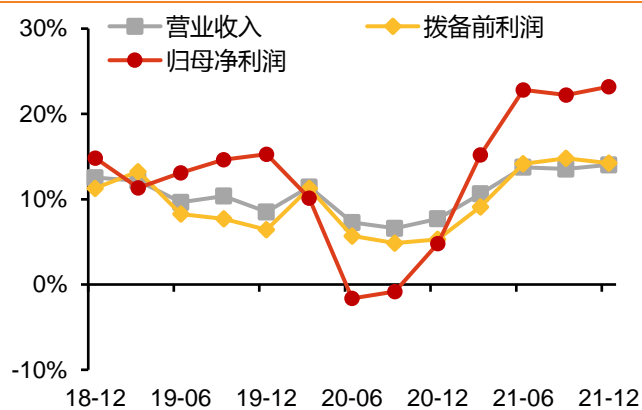
- 《招商银行-公司点评:营收和业绩再创新高，Q4 净息差环比提升》  
2022-01-16
- 《招商银行-季报点评:单季净息差环比上行，对公资产质量显著改善》  
2021-10-23
- 《招商银行-半年报点评:业绩增速创近 8 年新高，拓客促活持续推进》  
2021-08-15

## 1. 业绩增速继续抬升，非息业务表现亮眼

**全年业绩同比增长 23.20%。**公司披露 2021 年年报，全年营收略高于快报披露数据，归母净利润与快报披露一致。公司 2021 年实现营收 3312.53 亿元、同比增长 14.04%，实现拨备前利润 2143.74 亿元、同比增长 14.23%，实现归母净利润 1199.22 亿元、同比增长 23.20%，其中 21Q4 公司营收、拨备前利润和归母净利润分别同比增长 15.63%、11.93%、26.58%。公司全年业绩增速位居已披露数据股份行第三位，进一步看 2019-2021 年营收和归母净利润复合增速为 10.82%、13.64%，均位居已披露数据上市股份行首位。2021 年公司 ROE 同比提升 1.23pct 至 16.96%，高盈利水平进一步提升。

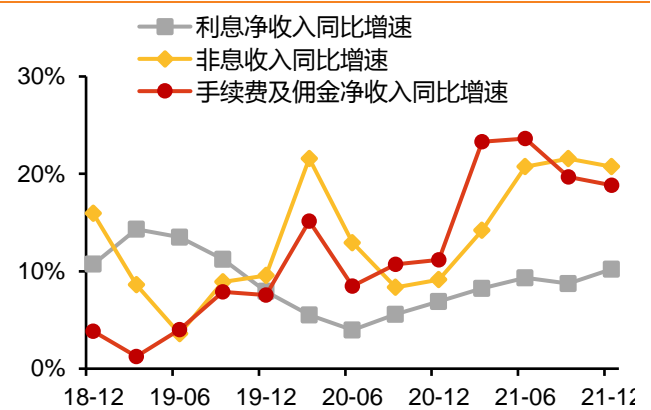
**四季度息差业务收入增长喜人。**公司营收同比增速在 21Q4 更进一步，主要系非息业务保持高增速的同时，息差业务收入增速抬升。其中四季度净息差无论是同比还是环比均呈现出上升态势；全年非息业务收入和手续费及佣金净收入占营收比达 38.44%、28.51%，均维持较高的稳定水平。

图 1：招商银行营收、拨备前利润和归母净利润同比增速



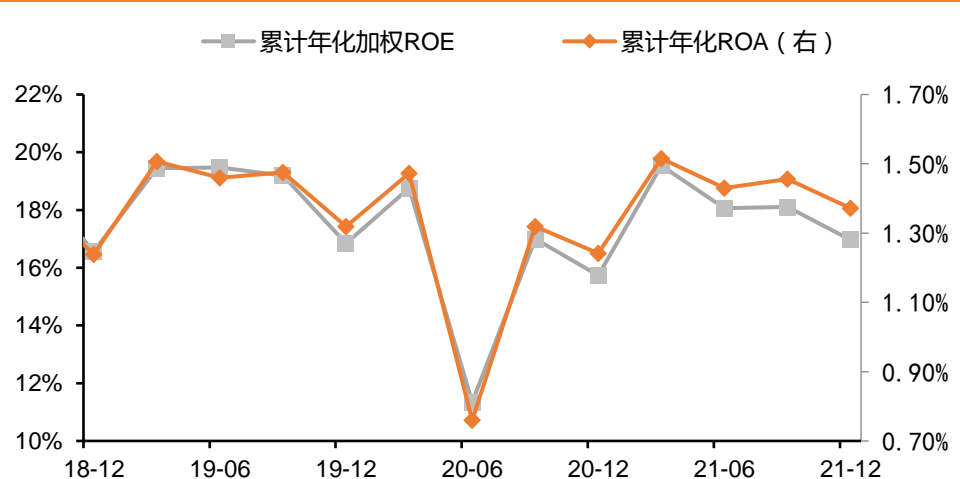
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：招商银行营收细分项同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：招商银行 ROA 和 ROE 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

**业绩增长主要归因于资产扩张及拨备反哺。**业绩归因分析来看：收入端增长主要系生息资产规模扩张导致，息差企稳回升下对收入的拖累减弱，非息业务收入继续保持对营收增长的正面拉动效应。得益于金融科技的持续投入，数字化经营模式和能力的提升使得成本收入比继续下滑。值得注意的是，拨备对利润的反哺在 21Q4 有所提升。同时公司四季度拨备覆盖率大幅提升，彰显出资产质量夯实下业绩释放的底气。

图 4：近两年招商银行业绩增速归因分析

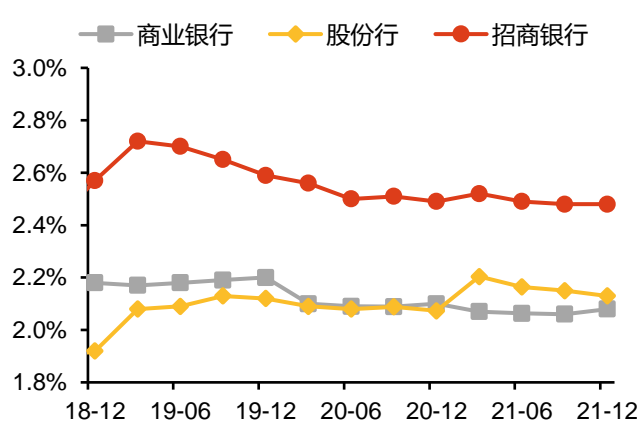
归因项目	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31
生息资产规模	12.17%	11.93%	11.91%	11.91%	11.65%	11.33%	10.86%	10.81%
净息差	-6.7%	-8.0%	-6.3%	-5.0%	-3.4%	-2.0%	-2.1%	-0.6%
手续费及佣金净收入	3.0%	1.4%	1.6%	1.3%	4.9%	4.5%	3.4%	2.6%
其他非息收入	3.0%	1.9%	-0.5%	-0.4%	-2.5%	-0.1%	1.4%	1.2%
成本费用	-0.2%	-1.6%	-1.7%	-2.4%	-1.5%	0.4%	1.3%	0.2%
营业外净收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
拨备计提	-5.2%	-8.6%	-5.5%	-0.6%	5.1%	7.0%	4.2%	6.6%
所得税	4.1%	1.6%	-0.1%	0.3%	0.5%	1.6%	3.3%	2.3%
少数股东损益	0.49%	-0.09%	0.07%	-0.04%	-0.18%	-0.28%	-0.22%	-0.16%
归母净利润	10.12%	-1.63%	-0.82%	4.82%	15.18%	22.82%	22.21%	23.20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 净息差企稳回升，负债端优化明显

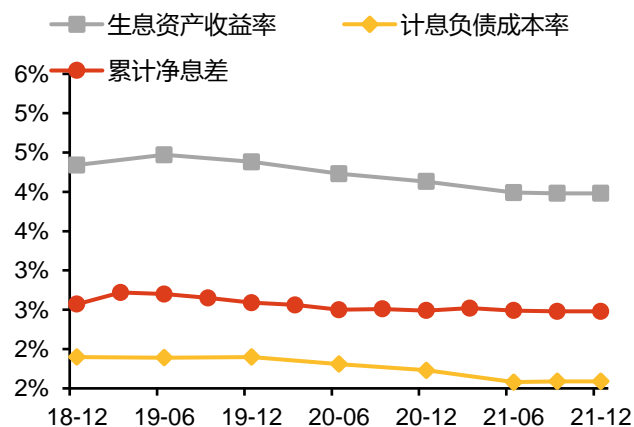
**四季度净息差企稳回升。**2021 年公司净息差 2.48%，同比下滑 1bp，其中 21Q4 净息差为 2.48%，环比 21Q3 提升 1bp，息差止住下行态势。2021 年公司净息差下滑主要系资产端贷款收益率下行影响，全年来看对公和零售贷款收益率分别下滑 14bp 和 34bp，拖累整体贷款收益率同比下滑 22bp。

图 5：招商银行净息差明显高于行业水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：负债端成本率优化有效支撑起净息差



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：招商银行净息差拆解

	日均余额 (亿元)			平均收益/ 成本率		
	2021	2020	同比增速	2021	2020	同比变化 (bp)
发放贷款和垫款	53,642	48,234	11.21%	4.67%	4.89%	(22)
对公贷款	20,957	20,249	3.50%	3.84%	3.98%	(14)
零售贷款	28,694	25,068	14.46%	5.55%	5.89%	(34)
票据贴现	3,992	2,917	36.86%	2.75%	2.68%	7
债券投资	16,726	15,138	10.49%	3.35%	3.42%	(7)
存放央行款项	5,339	4,901	8.93%	1.46%	1.53%	(7)
存放同业及其他金融机构款项	6,490	6,153	5.48%	1.93%	1.95%	(2)
生息资产总计	82,197	74,426	10.44%	3.98%	4.13%	(15)
吸收存款	59,735	53,766	11.10%	1.41%	1.55%	(14)
同业业务及其他	10,766	9,412	14.39%	1.68%	1.64%	4
应付债券	4,107	4,539	-9.51%	3.05%	3.23%	(18)
向中央银行借款	2,768	2,830	-2.19%	2.76%	2.97%	(21)

租赁负债	140	146	-4.15%	3.97%	4.09%	(12)
计息负债总计	422	378	11.66%	1.57%	1.73%	(16)
净利差				2.39%	2.40%	(1)
净息差				2.48%	2.49%	(1)

资料来源: Wind, 天风证券研究所

**零售贷款收益率下行主要受投放策略影响。**贷款收益率的下行主要系零售端资产定价下行, 对公方面影响较小。零售贷款收益率的下滑主要受到投放策略的影响。具体来说, 公司零售贷款以涉房类为主, 受 2020 年 5 年期 LPR 两次下调影响, 重定价效应显现。不过在涉房贷款集中度监管要求下, 公司主动收缩了个人住房贷款投放, 2021 年末个人住房贷款余额同比增长 7.81%, 明显弱于零售贷款余额 11.44% 的同比增速。更多的零售信贷资源倾向小微贷款和信用卡贷款, 两者期末贷款余额分别同比增长 18.11% 和 12.55%, 占全年新增零售信贷投放的 28.09% 和 30.55%。

贷款投放向个人住房方向的倾斜使得零售贷款收益率一定程度上承压。小微贷款和信用卡贷款以短期为主, 贷款收益率较高。但同时公司坚持选择身处稳定行业、拥有稳定收入的优质客户作为主要获客来源, 信用卡方面加大中低风险客户的资产经营力度。虽然一定程度上降低了信贷收益率, 但同时保证了资产质量稳定。

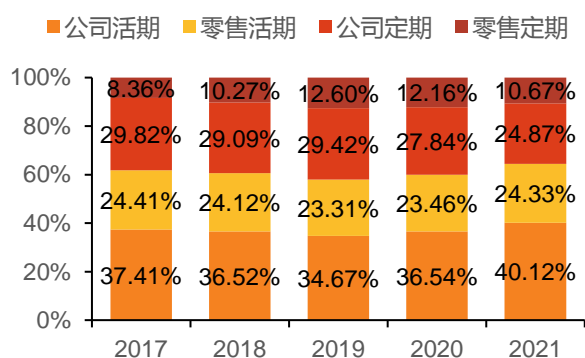
表 2: 零售贷款加大涉房贷款

	贷款同比增速	占零售贷款余额比例	占零售新增贷款比例
零售贷款	11.44%	—	—
小微贷款	18.11%	18.81%	28.09%
个人住房贷款	7.81%	46.00%	32.48%
信用卡贷款	12.55%	28.13%	30.55%
其他	14.80%	7.07%	8.87%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

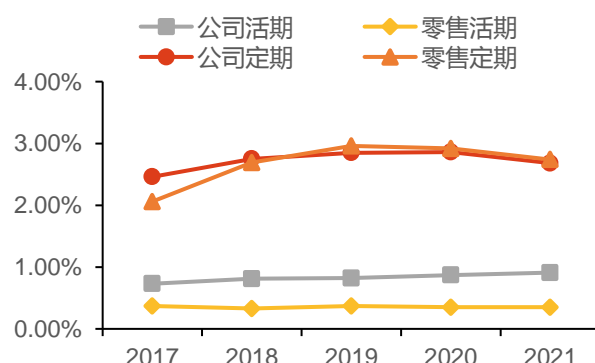
**强化低成本核心存款增长, 负债端成本率显著优化。**资产端收益率承压背景下, 公司持续强化存款高质量增长。在存贷款日均余额同比增速保持相匹配的同时, 公司持续优化存款结构并有效管控存款定价, 存款成本率明显下降, 这其中定期存款成本下降尤为明显。此外活期存款占比继续抬升, 尤其是对公活期存款由 2020 年的 36.54% 大幅提升至 2021 年的 40.12%, 提升幅度达 3.58pct, 零售活期存款占比也提升了 0.87pct, 活期存款占比合计提升 4.45pct 至 64.45%。强大的揽储能力构筑了公司的核心竞争优势, 公司占比 60% 以上的活期存款成本率仅 0.7%, 使得负债端有充分的腾挪空间。对公和零售存款的双优化, 显示出强劲的对公存款派生活化能力与零售财富管理低成本资金沉淀实力。在降低实体经济融资成本的大环境下, 预计存款端优化仍然会扛起净息差稳住的大旗。

图 7: 招商银行存款日均余额结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

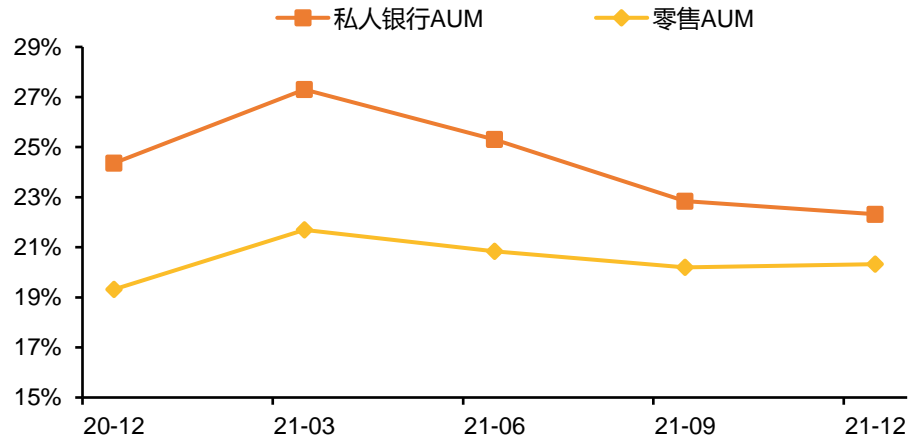
图 8: 招商银行各类型存款成本率走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在推动大财富管理价值循环链，拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”中，核心指标莫过于 AUM。截至 2021 年末公司零售 AUM 达 10.76 万亿元，续创历史新高，同比增速达 20.33%，在高基数上仍然实现高增速。同时高价值客户 AUM 占比提升更为明显，1.73 亿户零售客户中私行客户仅 12.21 万户，占比 0.07%，但贡献 AUM 高达 31.54%。实际上近几年私行 AUM 同比增速持续高于零售 AUM，截至 21Q4 末私行 AUM 同比增长 22.32%，显示出公司打造的财富管理生态对高价值客户的吸引能力。AUM 的稳定增长是提升公司中收水平的基础，更是提升公司长期盈利能力的关键所在。2021 年手续费及佣金收入中，财富管理手续费及佣金收入 358.41 亿元，同比增长 29.00%；资产管理手续费及佣金收入 108.56 亿元，同比增长 57.52%。

图 9：私行 AUM 同比增速高于非私行 AUM



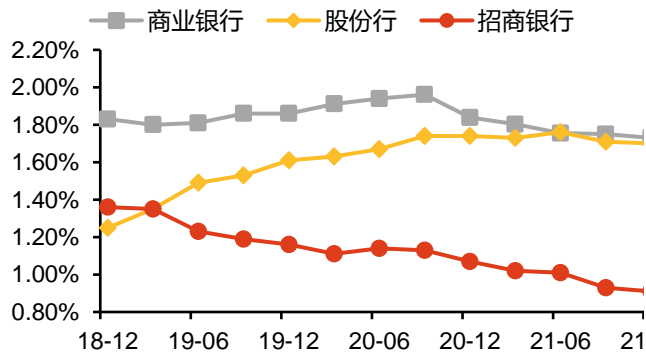
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 资产质量整体稳定，涉房风险敞口持续压缩

**资产质量继续向好，核销压力减弱。**截至 21Q4 末公司不良率为 0.91%，较 21Q3 末继续下滑 2bp；全年不良贷款生成率 0.95%，同比下滑 0.31pct。资产质量在保持稳中向好的同时，核销压力有所减轻。2021 年全年核销不良贷款为 235.80 亿元，同比减少 22.53%。

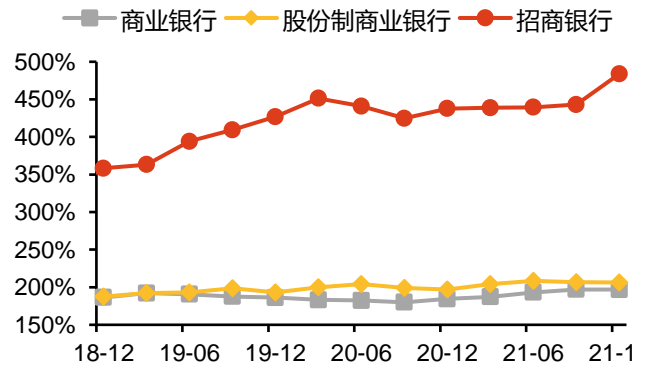
值得注意的是，在 21Q3 末公司关注类贷款占比出现较大幅度提升后（较 21Q2 末提升 12bp），21Q4 末继续抬升 2bp 至 0.84%。此外 21Q4 逾期率达 1.02%，较 21Q3 末持平。由于公司在调整信用卡贷款逾期认定时点，导致关注率出现波动，但逾期率并未明显上升，资产质量总体仍然保持较为稳定的水平。与此同时公司风险抵补能力持续增强，21Q4 末拨备覆盖率达 483.87%，较快报披露的高出 42.53pct，较 21Q3 末提升 40.73pct，为历史最高水平。

图 10：招商银行不良率近几年下滑明显



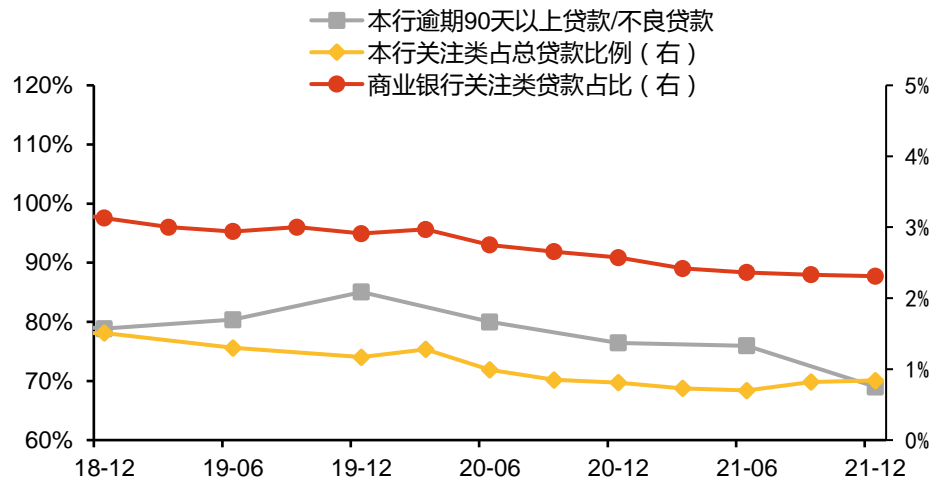
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：招商银行拨备覆盖率近年来大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：招商银行关注类贷款占比略有提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

**对公贷款质量全面优化。**公司围绕新动能、优质制造业、区域优势产业、产业自主可控等行业领域投放信贷资源，进一步加快客户和资产结构调整。对公信贷结构的持续优化，以及对个别行业个别客户的信用风险的及时处置，使得对公贷款不良率处置持续且明显的改善当中，截至 21Q4 末对公不良率已降至 1.24% 的较低水平，一些传统行业如采掘业等不良率也呈现出明显回落态势。值得注意的是，对公房地产行业不良率略有提升，截至 21Q4 末达 1.41%，环比 21Q3 末提升 12bp，预计受个别高负债房地产企业风险暴露影响。

**零售贷款不良率保持稳定。**零售贷款在持续增长的同时，信用风险暴露保持稳定。截至 21Q4 末零售贷款不良率 0.81%，较 21Q3 末提升 3bp。其中小微贷款、个人住房贷款和信用卡不良率分别较 21Q3 末提升了 3bp、4bp 和 11bp。整体上看零售贷款仍是风险较低的资产，当前零售贷款不良率较历史低水平也并没有明显抬升，资产质量整体保持稳健。

图 13：招商银行分行业不良率

行业	2019-06-30	2019-12-31	2020-06-30	2020-12-31	2021-06-30	2021-12-31
交通运输、仓储和邮政业	0.80%	0.73%	0.86%	0.85%	0.76%	0.66%
房地产业	0.48%	0.44%	0.34%	0.30%	1.07%	1.41%
制造业	6.57%	6.09%	4.68%	3.55%	3.08%	2.06%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.79%	0.35%	0.39%	0.49%	0.49%	0.34%
租赁和商务服务业	2.85%	2.08%	3.55%	4.02%	3.56%	2.32%
批发和零售业	2.72%	3.19%	3.59%	4.25%	3.96%	2.53%
金融业	0.08%	0.18%	0.30%	0.21%	0.08%	0.09%
建筑业	1.33%	1.30%	0.99%	0.86%	0.58%	0.47%
信息传输、软件和信息技术服务业	1.09%	1.85%	2.01%	1.28%	0.99%	0.36%
水利、环境和公共设施管理业	0.49%	0.46%	0.16%	0.26%	0.36%	0.27%
采矿业	5.60%	5.32%	3.08%	1.92%	2.97%	2.28%
其他	0.78%	1.12%	1.03%	1.04%	1.12%	1.35%
公司贷款合计	2.00%	1.84%	1.70%	1.58%	1.70%	1.24%
小微贷款	0.90%	0.81%	0.62%	0.64%	0.52%	0.62%
个人住房贷款	0.25%	0.25%	0.25%	0.29%	0.25%	0.28%
信用卡贷款	1.30%	1.35%	1.85%	1.66%	1.58%	1.65%
其他贷款	1.25%	1.19%	1.30%	1.39%	1.49%	1.40%
个人贷款小计	0.74%	0.73%	0.81%	0.81%	0.81%	0.81%
总贷款	1.23%	1.16%	1.14%	1.07%	1.14%	0.91%

资料来源：Wind，天风证券研究所

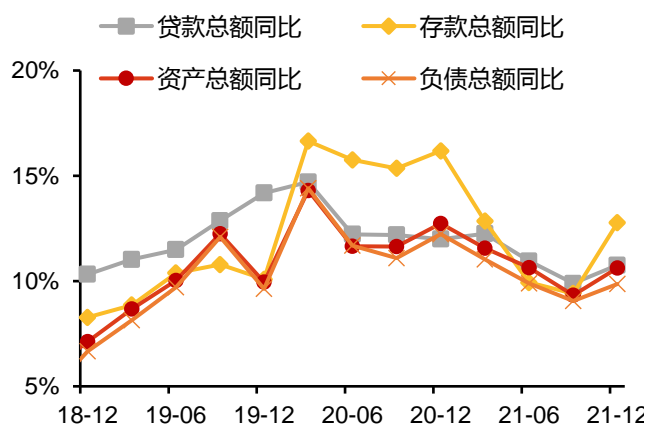
**房地产相关业务风险敞口继续降低。**公司高度重视房地产领域风险防范，截至 21Q4 末公司实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 5114.89 亿元，其中对公开发贷 3559.77 亿元（占总贷款比例 6.78%）。理财资金出资、委托贷款、合作机构管理代销信托及基金、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计 4120.78 亿元。两者合计 9235.67 亿元，较三季度末减少 756.42 亿元，风险敞口持续收缩。

## 4. 强劲的资本内生补充能力

**充足的资本打开资产扩张空间。**公司核心一级资本充足率在同业中处于较高水平，截至21Q4末为12.66%，预计仍保持股份行首位，比肩国有行，远高于商业银行10.78%的同期水平。核心一级资本率是银行信贷扩张的核心制约因素。充足的资本弹药为公司资产扩张打下坚实的基础，21Q4末公司资产总额与贷款总额同比增速较21Q3末提升1.29pct、0.87pct至10.62%、10.76%。

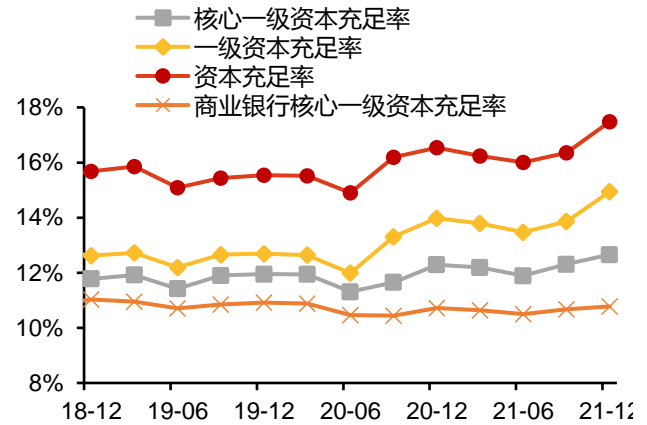
**向“轻”转型下资本消耗减轻降低资本依赖性。**公司坚持做强重资本的信贷业务，做大轻资本的财富管理业务，中收业务的稳定贡献使得盈利水平的提升减少对资本的依赖。与此同时，公司业绩持续保持较高增速，高水平的利润释放有效补充了核心一级资本，资本内生性增长能力强化，公司三、四季度核心一级资本充足率逐季提升。公司核心一级资本外源性补充已多年未开展，上一次还是2013年的配股，彰显出强大的自我造血能力。

图 14：招商银行保持较快的信贷扩张速度



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：招商银行资本充足率水平稳步向上



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 投资建议：3.0 模式开启，大财富管理飞轮效应有望加速显现

宽信用环境下有利于银行财富管理业务的发展，长期来看财富管理业务对于银行打造新的业绩增长极、提升盈利能力的稳定性亦有重要意义。2021 年是公司提出打造“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”的 3.0 模式元年。在今年信用环境向好的环境下，公司有望率先享受信用修复的政策红利，发挥大财富管理价值循环链的飞轮效应。我们对公司未来业绩增长保持乐观，预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 17.62%、14.55%和 13.42%。截至 3 月 18 日收盘公司 PB (LF) 为 1.59 倍，维持 2022 年目标 PB 1.95 倍，对应目标价 63.82 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 宏观经济恢复较弱，信贷需求不足；
- 2) 信用风险波动，资产质量出现恶化；
- 3) AUM 增长不及预期，影响中收业务成长性。

财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	1850	2039	2219	2410	2617	净利润增速	4.8%	23.2%	17.62%	14.55%	13.42%
手续费及佣金	795	944	1181	1452	1757	拨备前利润增速	5.1%	14.4%	15.3%	12.8%	12.5%
其他收入	260	329	345	363	381	税前利润增速	4.5%	21.0%	19.7%	14.5%	13.4%
营业收入	2905	3313	3745	4225	4755	营业收入增速	7.7%	14.0%	13.0%	12.8%	12.6%
营业税及附加	25	26	27	29	30	净利息收入增速	6.9%	10.2%	8.8%	8.6%	8.6%
业务管理费	1003	1143	1246	1408	1587	手续费及佣金增速	11.2%	18.8%	25.0%	23.0%	21.0%
拨备前利润	1875	2145	2473	2790	3140	营业费用增速	12.4%	13.7%	8.9%	12.8%	12.6%
计提拨备	650	664	699	758	835	<b>规模增长</b>					
税前利润	1224	1482	1774	2032	2305	生息资产增速	11.9%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	245	273	355	406	461	贷款增速	12.3%	11.1%	10.9%	10.2%	10.0%
净利润	973	1199	1410	1616	1833	同业资产增速	18.0%	29.7%	-10.3%	10.9%	10.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	14.6%	5.2%	14.7%	9.7%	10.0%
贷款总额	50291	54726	61936	68299	75185	其他资产增速	36.0%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
同业资产	6165	7994	7169	7950	8745	计息负债增速	11.4%	9.8%	10.3%	10.2%	10.2%
证券投资	20687	21770	24964	27396	30136	存款增速	16.2%	12.7%	3.2%	10.2%	10.2%
生息资产	80280	88790	97669	107436	118179	同业负债增速	17.3%	-7.5%	10.3%	10.2%	10.2%
非生息资产	3334	3701	4256	4894	5628	股东权益增速	18.2%	18.5%	10.9%	11.7%	11.9%
总资产	83614	92490	101924	112329	123807	<b>存款结构</b>					
客户存款	56641	63852	65911	72657	80084	活期	63.6%	63.6%	63.57%	63.57%	63.57%
其他计息负债	16876	16880	23158	25528	28138	定期	31.9%	31.9%	31.91%	31.91%	31.91%
非计息负债	2794	3102	3257	3420	3591	其他	4.5%	4.5%	4.52%	4.52%	4.52%
总负债	76311	83833	92326	101606	111813	<b>贷款结构</b>					
股东权益	7304	8657	9598	10723	11994	企业贷款(不含贴现)	35.0%	35.0%	34.98%	34.98%	34.98%
<b>每股指标</b>						个人贷款	52.6%	52.6%	52.57%	52.57%	52.57%
每股净利润(元)	3.86	4.76	5.59	6.41	7.27	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	7.43	8.51	9.81	11.06	12.45	不良贷款率	1.07%	0.91%	0.90%	0.89%	0.89%
每股净资产(元)	25.36	29.01	32.73	37.18	42.20	正常	98.12%				
每股总资产(元)	331.54	366.74	404.14	445.40	490.91	关注	0.81%				
P/E	11.96	9.71	8.26	7.21	6.35	次级	0.29%				
P/PPOP	6.21	5.43	4.71	4.17	3.71	可疑	0.44%				
P/B	1.82	1.59	1.41	1.24	1.09	损失	0.34%				
P/A	0.14	0.13	0.11	0.10	0.09	拨备覆盖率	437.68%	483.87%	516.10%	531.70%	540.41%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.59%	2.49%	2.47%	2.44%	2.41%	资本充足率	16.54%	17.48%	17.37%	17.58%	17.81%
净利差(Spread)	2.48%	2.40%	2.38%	2.35%	2.31%	核心资本充足率	12.29%	12.66%	12.86%	13.25%	13.65%
贷款利率	5.17%	4.89%	4.87%	4.86%	4.85%	资产负债率	91.27%	90.64%	90.58%	90.45%	90.31%
存款利率	1.58%	1.55%	1.56%	1.57%	1.58%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	4.38%	4.13%	3.95%	3.88%	3.83%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.90%	1.73%	1.57%	1.53%	1.53%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.31%	1.23%	1.36%	1.45%	1.51%						
ROAE	17.15%	16.00%	17.49%	18.12%	18.33%						
拨备前利润率	2.52%	2.38%	2.44%	2.54%	2.60%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com