



业绩稳居行业龙头，大财富管理成效显著 ——招商银行（600036.SH）2021年报点评

核心观点

3月18日，招商银行发布2021年报。2021年实现营收3312.53亿元，同比增长14.04%；归母净利润1199.22亿元，同比增长23.20%。全年净息差2.48%；非利息净收入占比营收38.44%，同比上行2.14pct。

营收保持双位数增长，ROAE龙头地位仍然稳固。21Q4单季营收798.43亿元，同比增长15.63%，增速高于21Q3。连续四个季度的单季非息增速高于营收，“轻型银行”特征凸显。21Q4单季归母净利润263.07亿元，同比增长26.85%，增速高于21Q3。2021年ROAA、ROAE分别为1.36%和16.96%，同比分别上行0.13pct、1.23pct，业绩持续走强，ROAE为已披露业绩快报上市银行中第一，板块龙头的地位稳固。

单季息差环比上行，大财富管理战略实现价值产出。21Q4单季净息差为2.48%，维持了Q3环比上行1BP的趋势。Q4生息资产平均收益率、付息负债平均成本率环比Q3均持平；单季息差强势上行主要受益于生息资产“量增”的拉动。财富管理与资产管理手续费协同发展，飞轮效应显现。2021年非息收入为1,273.34亿元，同比增长20.75%，占营收的比重升至38.44%，中收占营收比重升至28.51%。分项来看，财富管理、资产管理手续费收入分别同比高增38.70%、57.52%，代销基金、保险和理财收入均实现35%以上高增。

零售AUM突破10万亿，理财子公司蒸蒸日上。截至2021年末，零售AUM、私行AUM分别为10.76万亿元、3.39万亿元，同比分别增长20.33%、22.32%，零售AUM增速较2020年走阔。零售AUM规模已升至表内资产规模的1.16倍，筑牢“零售标杆”地位。2021年，招银理财实现营收52.03亿元，同比增长37.94%；净利润32.02亿元，同比增长32.03%。集团口径的非保本理财余额2.78万亿元，同比增加13.57%，开业早+客户基础好，助力招银理财迈入快速发展正轨；符合资管新规的新产品余额占理财产品余额的93.53%，净值化转型顺利。

不良“额率双降”，对公房贷掣肘资产质量。截至2021年末，不良贷款余额为508.62亿元，同比减少5.13pct；不良贷款率0.91%，同比下行16BP，存量不良继续压降。年化不良生成率为0.95%，连续4个季度持平，同比下行31BP，增量风险亦有降低。关注率同比上行3BP，主要是信用卡贷款逾期认定时点调整、加强零售贷款风险认定所致。广义不良率1.75%，同比下行13BP。对公房地产不良率同比上行1.11pct至1.41%，主要受部分房企债务风险上升影响，高于对公贷款整体不良率；零售贷款资产质量则保持稳中改善。

主动压降房地产贷款占比，揽储能力持续优异。2021年末，受政策调控影响，对公房贷占贷款总额的比重降至7.21%，同比下降56BP。按揭贷款增速从2020年15.04%显著下滑至7.81%，但下半年收缩幅度相对较小。小微贷款和信用卡增速稳中有升，特别是信用卡贷款逐步走出疫情阴霾。2021年末存款余额为6.35万亿元，同比增长12.77%，是少数几家存贷增速剪刀差为正的上市银行之一，揽储能力十分突出。活期存款占比66.34%，较2020年末上行48BP。低成本的存款高增，叠加活期存款占比上行，有助于稳定息差表现，也为信贷投放提供源源不断的动力。

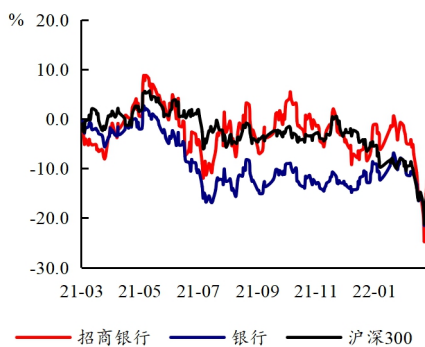
拨备覆盖率增厚前提下，开启拨备反哺利润阶段。2021年末拨备覆盖率为483.87%，同比上行46.19pct，风险抵御能力增强。2021年共计提信用减值损失659.62亿元，其中非贷款类计提的拨备比例为43.88%，

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn
联系人 张晓辉
电子邮箱 zhangxh@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	25219.85
流通A股/B股(百万股)	20628.94/0.00
资产负债率(%)	90.64
每股净资产(元)	26.60
市净率(倍)	1.74
净资产收益率(加权)	9.03
12个月内最高/最低价	58.50/39.45

相关研究

- 《单季息差逆势上行，财富管理质效齐升》2021.10.25
- 《经营业绩持续亮眼，资产质量再得改善》2021.08.13
- 《零售龙头优势凸显，科技赋能3.0护航前行》2021.06.30

較 2020 年大幅上行。截至 2021 年末，理財回表資產已基本實現撥備全額覆蓋。2021 年信用成本為 0.70%，較 2020 年下行 28BP。PPOP 同比增長 14.44%，低於稅前利潤增速（21.02%），由於 2020 年加大不良處置力度，疊加 2021 年撥備覆蓋率穩中有升，撥備開始反哺利潤。預計在不良生成率走低趨勢下，未來利潤釋放空間將持續打開。

成本收入比同比下行，資本充足指標均環比改善。2021 年業務及管理費 1,097.27 億元，同比增長 13.42%，其中員工費用增速有所加快。21Q4 單季度業務及管理費 364.30 億元，同比增長 19.71%，增幅明顯走闊，金融科技短期內仍在持續加大投入，對成本造成一定拖累；但全年成本收入比 33.12%，同比下行 18BP。高級法下核心一級資本充足率、一級資本充足率、資本充足率較三季度末分別上行 35BP、1.08pct、1.12pct，資本安全邊際充足。

投資建議

招商銀行獨有零售優勢，單季息差繼續逆勢上行，全年信貸“以量補價”，非息收入動能強勁，“輕型銀行”轉型和“大財富管理”價值鏈成效顯著。不良實現“雙降”，撥備覆蓋率持續走高。我們使用三階段 DDM 模型估值，絕對估值法下預測股價上調至 64.23 元，對應 2.12xPB；相對估值法下股價區間上調至 64.02-64.93 元，對應 2.11-2.14xPB，維持招商銀行“推薦”評級。

風險提示

業務轉型帶來的風險及不良貸款率異常升高；政策落地不及預期等。

盈利預測

項目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
營業收入(百萬元)	331,253	366,506	407,395	455,263
增長率(%)	14.04	10.64	11.16	11.75
歸母淨利潤(百萬元)	119,922	137,275	159,989	187,258
增長率(%)	23.20	14.47	16.55	17.04
EPS(元/股)	4.61	5.44	6.34	7.42
市淨率 P/B	1.59	1.52	1.33	1.16
ROAE(%)	16.96	17.31	18.58	19.84

資料來源：Wind，東亞前海證券研究所預測，股價日期為 2022 年 3 月 18 日收盤價 46.17 元。

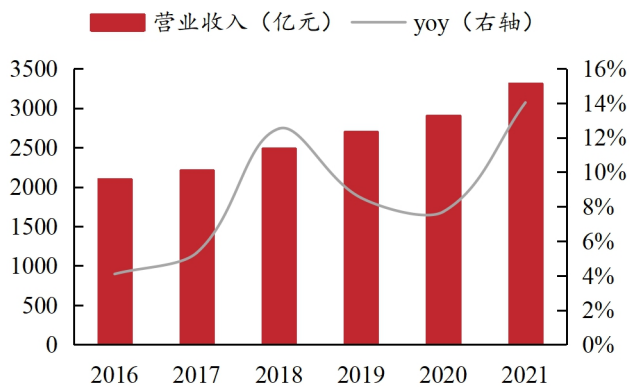
1. 业绩答卷优异，非息收入动能强劲

1.1. 营收和利润高增，ROAE 龙头地位稳固

营收保持双位数增长，非息收入贡献极大。招行 2021 年全年营收为 3312.53 亿元，同比高增 14.04%；21Q4 单季营收 798.43 亿元，同比增长 15.63%，增速高于 21Q3。营收结构上，2021 年全年、21Q4 单季度净利息收入分别为 2,039.19 亿元、532.81 亿元，同比分别增长 10.21%、14.59%；2021 年全年、21Q4 单季度非利息收入分别为 1,273.34 亿元、265.62 亿元，同比分别增长 20.75%、17.76%，四个季度的单季非息增速均高于营收，非息动能强劲，“轻型银行”特征愈加凸显，对营收的贡献极大。

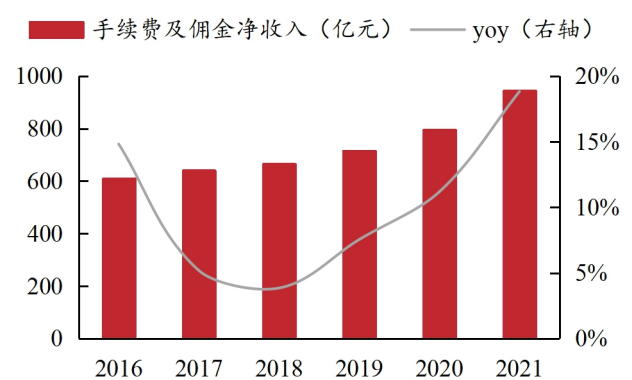
ROAE 为上市银行第一，龙头地位十分稳固。2021 年实现归母净利润 1,199.22 亿元，同比增长 23.20%；21Q4 单季归母净利润 263.07 亿元，同比增长 26.85%，增速亦高于 21Q3。2021 年 ROAA、ROAE 分别为 1.36% 和 16.96%，同比分别上行 0.13pct、1.23pct，业绩持续走强，ROAE 为已披露业绩快报上市银行中第一，板块龙头的地位稳固。

图表 1. 2021 年招商银行营收增速重回两位数



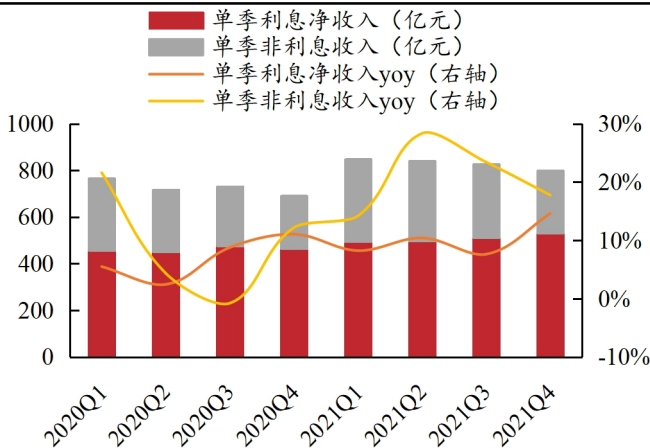
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 2. 2021 年招商银行中收持续高增



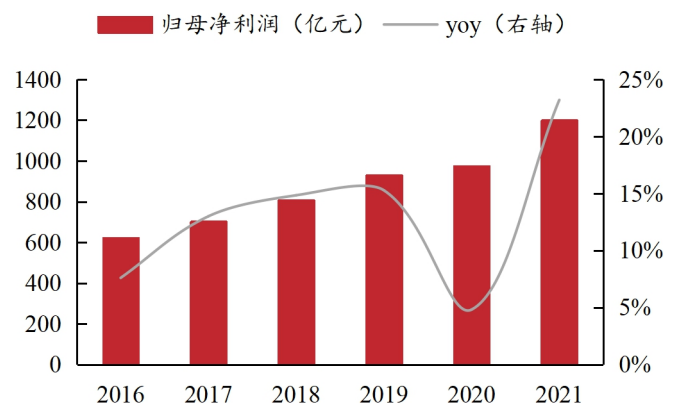
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 3. 2021 年四个季度非息收入增长强劲



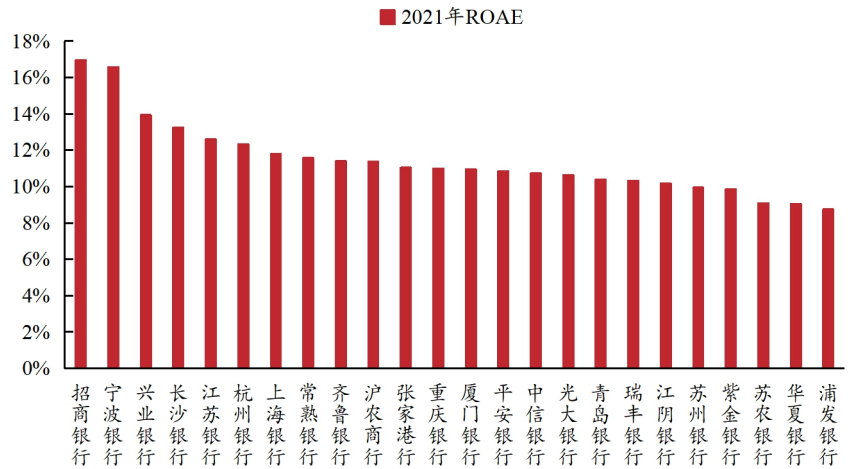
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 4. 2021 年归母净利润实现 20% 以上高增



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 5. 已披露业绩快报银行中，2021 年招商银行 ROAE 位居第一

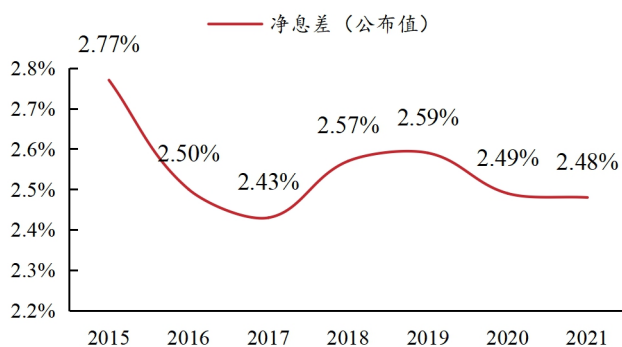


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2. 单季息差环比上行，全年以量补价

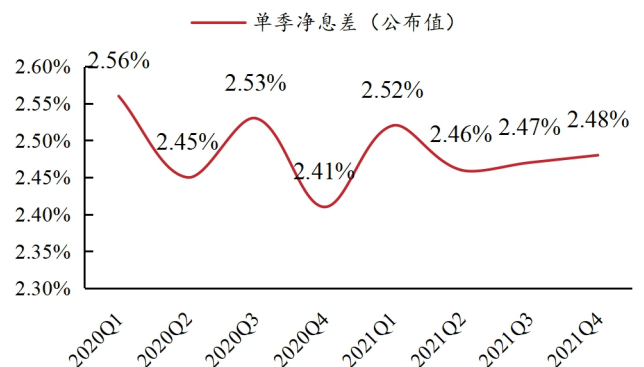
21Q4 单季息差环比上行 1BP，资产端持续“以量补价”。21Q4 单季净息差为 2.48%，维持了 Q3 环比上行 1BP 的趋势。Q4 生息资产平均收益率、付息负债平均成本率分别为 3.97%、1.60%，环比 Q3 均持平；单季息差强势上行主要受益于生息资产“量”的拉动，Q4 生息资产平均余额环比增长 3.14%，增速高于计息负债平均余额，在严控成本率的前提下，“以量补价”成果显著。2021 年全年净息差为 2.48%，与前三季度持平，较 2019 年全年则下降 1BP，净息差长期下行的行业趋势下，强劲的资产获取能力直接反映在营收高增上。

图表 6. 2021 年净息差同比下行 1BP



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 7. 2021Q4 单季净息差环比上行

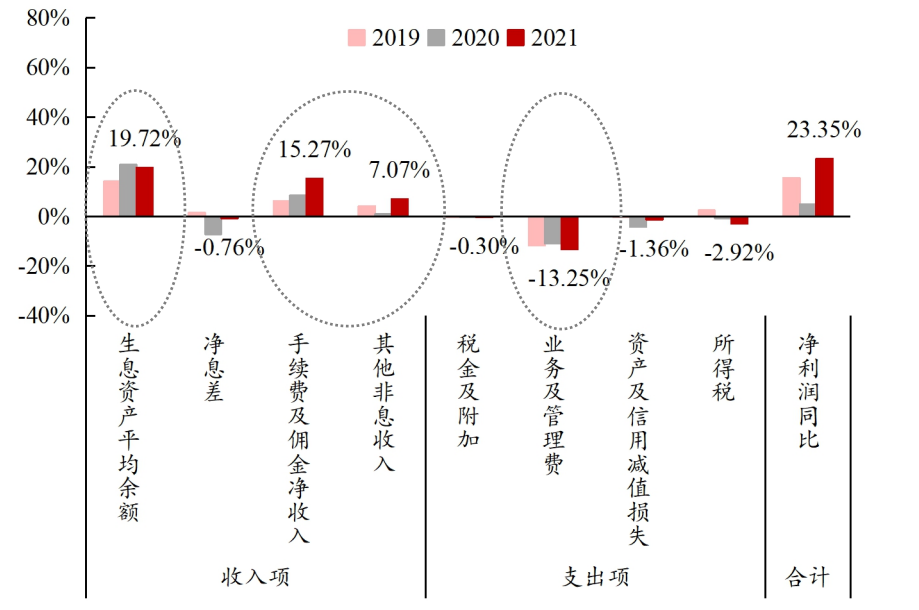


资料来源：Wind，公司 2020-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

从净利润增速拆解来看，资产端“量增”显著，中收贡献逐年加大。收入项上，呈现“多点开花”：生息资产的贡献最大，其次是手续费及佣金净收入和其他非息收入，净息差的拖累幅度同比减小。支出项上，业务及管理费的拖累最大，且同比有所增加，成本管控上尚有进一步优化空间。资产及信用减值损失的拖累明显减小，在资产质量稳定的前提下，招商银

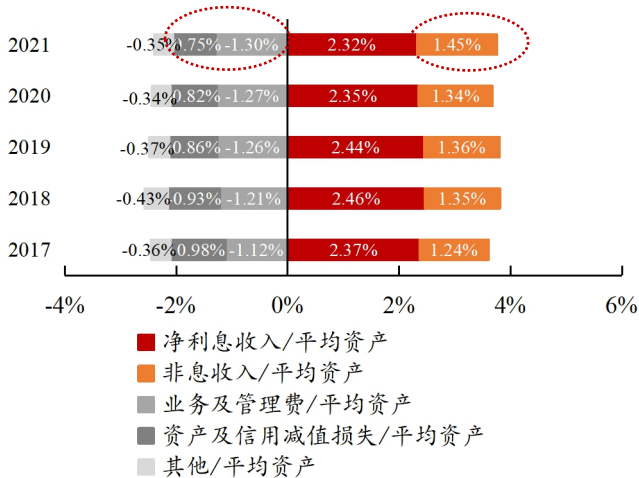
行进入拨备反哺利润的阶段。ROAE 分解对比平安银行，招商银行的非息收入贡献显然更大，且拨备反哺利润力度更强，但费用拖累相对较大。

图表 8. 招商银行净利润增速拆解，量增和非息收入贡献较大



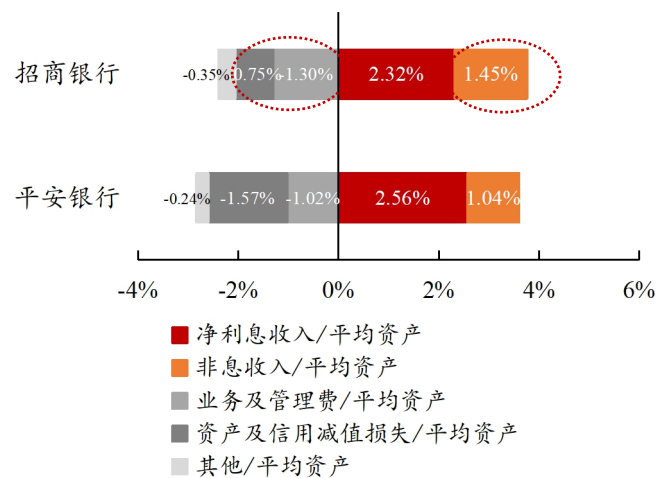
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 9. 2021 年招行非息收入动能强、拨备拖累小



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 10. 2021 年非息收入和拨备贡献领先平安银行



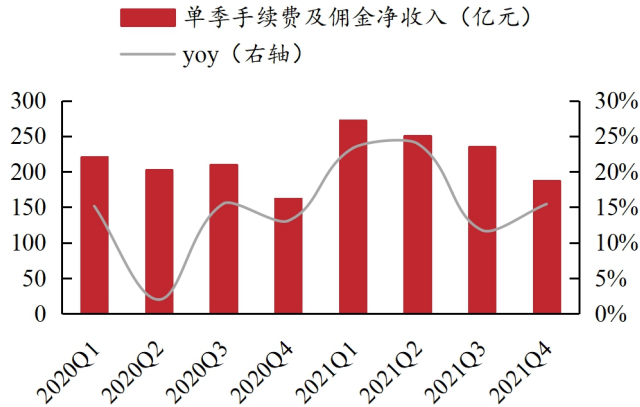
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 非息收入尤为亮眼，轻型化转型顺利

财富管理与资产管理手续费协同发展，飞轮效应显现。2021 年非息收入为 1,273.34 亿元，同比增长 20.75%，占营收的比重升至 38.44%，其中手续费及佣金净收入 944.47 亿元，占营收比重升至 28.51%，实现大财富管理战略价值产出，各项业务协同发展。分项来看，财富管理手续费收入 358.41 亿元，同比增长 38.70%，资产管理手续费收入 108.56 亿元，同比高增 57.52%。大财富管理价值循环链带动下，飞轮效应愈显，代销基金、保险和理财收

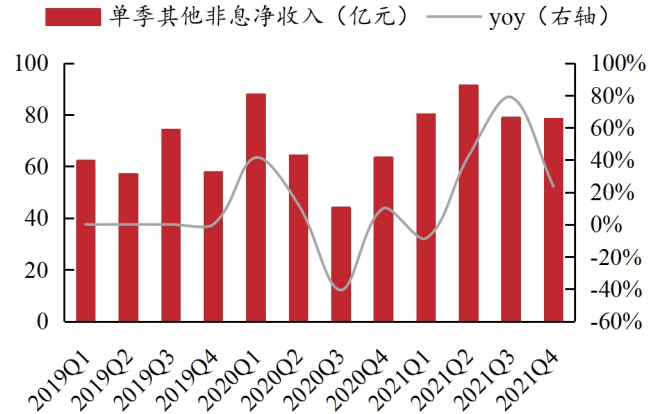
入同比分别高增 36.20%、42.80%和 53.69%，受监管影响，代理信托收入同比微降。2021 年单季度中收均双位数增长，21Q3 单季其他非息收入高增 78.90%，非息结构中两大收入来源双双业绩喜人。

图表 11. 2021 年单季度中收均双位数增长



资料来源: Wind, 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

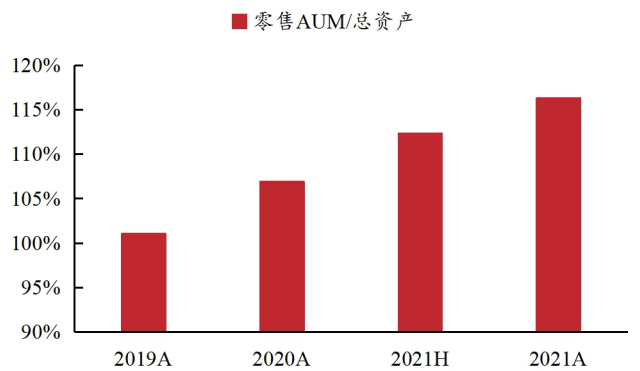
图表 12. 2021 年三季度其他非息收入高增



资料来源: Wind, 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

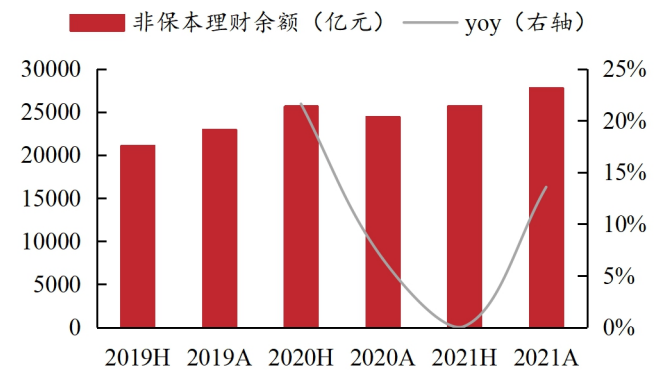
零售、私行 AUM 高速增长，理财子公司蒸蒸日上。截至 2021 年末，招商银行零售 AUM、私行 AUM 分别为 10.76 万亿元、3.39 万亿元，同比分别增长 20.33%、22.32%，零售 AUM 增速较 2020 年走阔。零售 AUM 与总资产的比例高达 116.33%，意味着零售客户总资产规模已升至表内资产规模的 1.16 倍，零售规模加速扩张，筑牢“零售标杆”地位。2021 年，旗下理财子公司——招银理财实现营收 52.03 亿元，同比增长 37.94%；净利润 32.02 亿元，同比增长 32.03%。集团口径的非保本理财余额 2.78 万亿元，同比增加 13.57%，增速较 2020 年显著上行，开业早+客户基础好，助力招银理财迈入快速发展正轨。截至 2021 年末，招银理财符合资管新规的新产品余额 2.60 万亿元，占理财产品余额的 93.53%，净值化转型顺利。

图表 13. 零售 AUM/总资产高于 1



资料来源: 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

图表 14. 非保本理财规模进入增速上行正轨



资料来源: 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

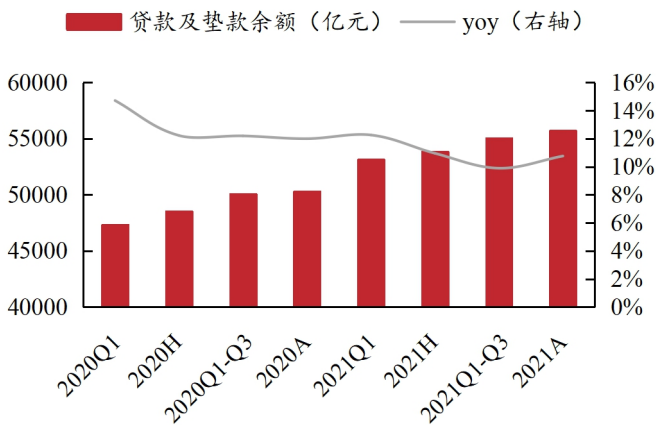
2. 贷款稳步提升，房贷风险改善空间大

2.1. 信贷需求边际改善，主动压降房贷比例

票据贴现增速同比下降，信贷需求边际改善。截至2021年末，招商银行总资产9.25万亿元，同比增加10.62%；其中贷款余额为5.57万亿元，同比增加10.76%，其中对公贷款、票据贴现和零售贷款余额同比增速分别为6.63%、30.41%和11.44%，对公贷款增速同比有所上行，票据贴现增速同比下行，票据“冲量”情况好转，信贷需求边际改善。

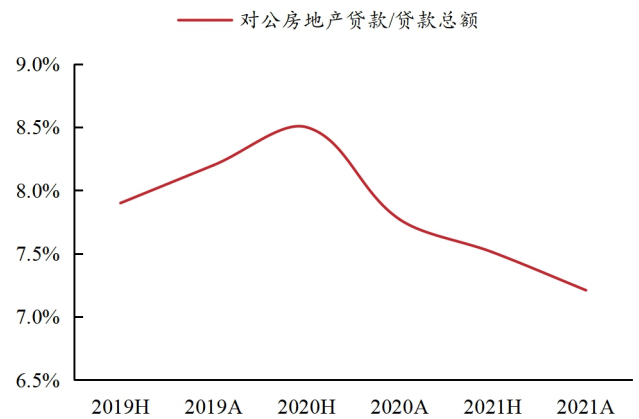
对公主动压降房贷占比，零售信用卡增速走阔。对公房贷占贷款总额的比重降至7.21%，同比下降56BP。零售贷款结构上，小微贷款、个人住房贷款和信用卡贷款余额分别为0.56万亿元、1.37万亿元和0.84万亿元，同比分别增加18.11%、7.81%和12.55%。个人住房贷款增速较2020年的15.04%显著下滑至7.81%，且上半年下滑幅度更大，主要由于在2021年监管层面维持“房住不炒”政策基调，各大商业银行主动收紧按揭贷款，但随着下半年政策纠偏，居民合理的按揭贷款需求得到满足，因此下半年按揭贷款收缩幅度较小。信用卡增速同比走阔，逐渐走出疫情阴霾。

图表 15. 2021 年贷款增速保持稳定



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

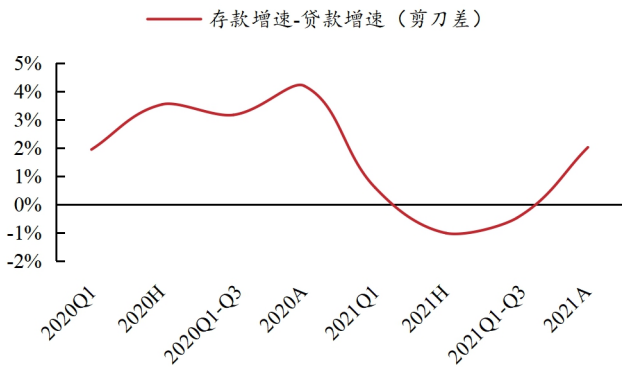
图表 16. 2021 年持续压降对公房地产贷款比例



资料来源：Wind，公司 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

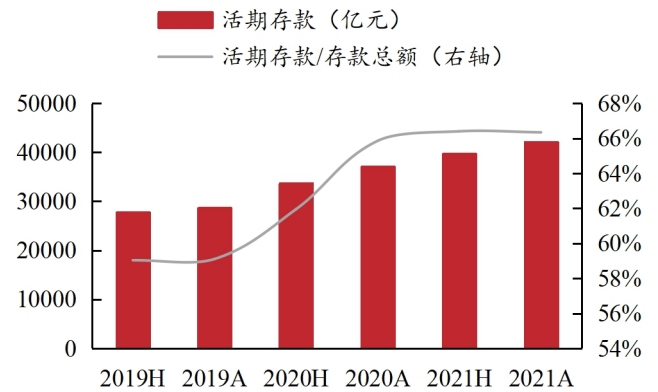
揽储能力十分优异，活期存款占比逐年提升。2021 年末，招商银行存款余额为 6.35 万亿元，同比增长 12.77%，增速虽较 2020 年有所下滑，但全年存款增速仍高于贷款增速（10.76%），是少数几家存贷增速剪刀差为正的上市银行之一，揽储能力十分突出。其中零售存款增速为 12.57%，亦高于零售贷款增速（11.44%），零售客群基础优异。存款余额中，活期存款占比 66.34%，较 2020 年末上行 48BP。银行业揽储竞争激烈的大背景下，招商银行低成本的存款高增，叠加活期存款占比上行，有助于保持较低的负债成本率，从而稳定息差表现，也为信贷投放提供源源不断的动力。

图表 17. 2021 年存款增速大于贷款增速



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 18. 活期存款占比逐年提升



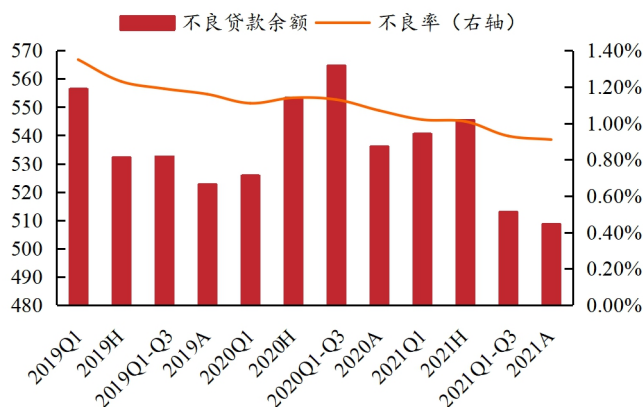
资料来源: Wind, 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

2.2. 不良额率双降, 不良率降至历史低位

不良贷款“额率双降”, 不良率、不良生成率均降至 1% 以下。截至 2021 年末, 不良贷款余额为 508.62 亿元, 同比减少 5.13pct; 不良贷款率 0.91%, 同比下行 16BP, 较三季度末再下行 2BP, 存量不良继续压降。年化不良生成率为 0.95%, 连续 4 个季度持平, 同比下行 31BP。同时, 关注率同比上行 3BP, 主要是信用卡贷款逾期认定时点调整, 以及对出现逾期或其他风险信号的零售贷款加强认定所致。广义不良率 (不良率+关注率) 为 1.75%, 同比下行 13BP, 资产质量进一步坐实。

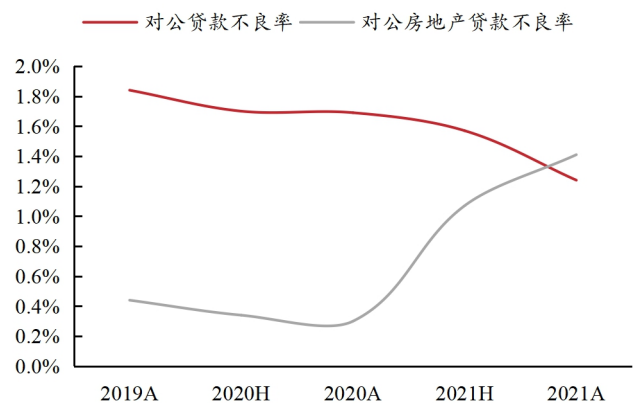
对公房贷掣肘资产质量, 零售资产质量保持稳定。不良结构上, 对公贷款不良率、零售贷款不良率分别为 1.24% 和 0.81%, 同比分别下行 45BP、1BP, 但对公房地产不良率同比上行 1.11pct 至 1.41%, 主要是行业政策调控、房地产行业景气程度下降、部分“高负债、高杠杆、高周转”房地产企业债务风险上升所致, 对于对公贷款拖累明显, 随着对房地产贷款的主动压降, 预计资产质量将逐步改善。小微、个人住房和信用卡贷款不良率分别为 0.62%、0.28% 和 1.65%, 同比分别下行 1BP、2BP 和 1BP, 零售贷款资产质量保持稳中改善。

图表 19. 不良贷款“额率双降”



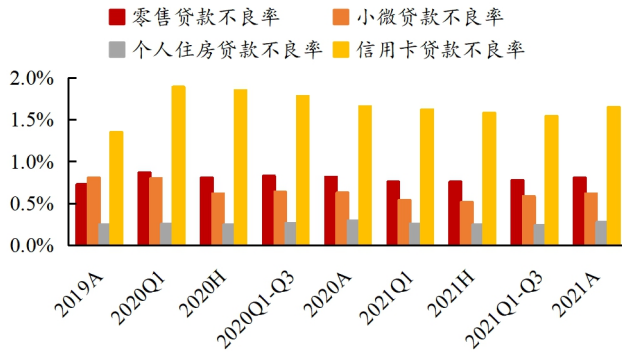
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 20. 对公房地产不良率构成拖累



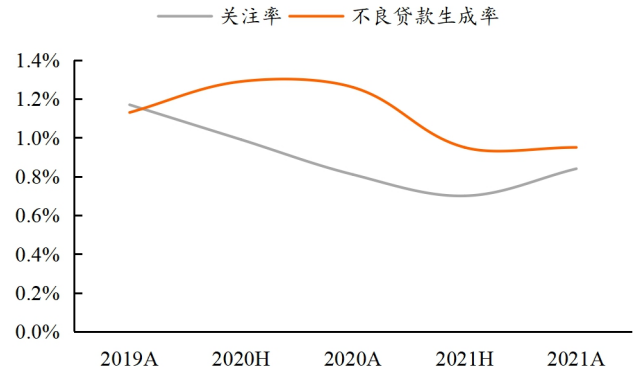
资料来源: 公司 2019-2021 年报/中报, 东亚前海证券研究所

图表 21. 零售贷款不良率较为稳定



资料来源：公司 2019-2021 年报/中报/季报，东亚前海证券研究所

图表 22. 关注率同比微升，不良生成率同比下行



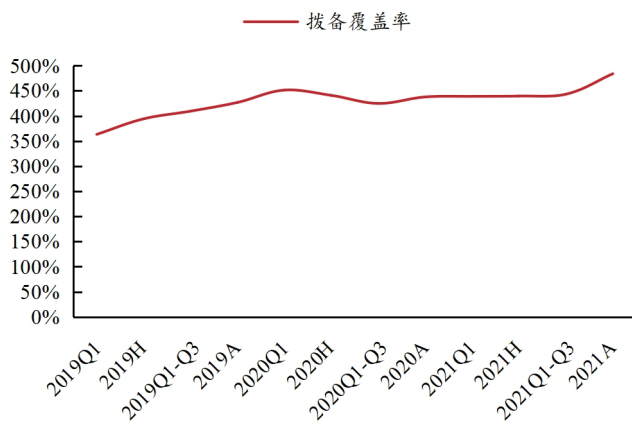
资料来源：Wind，公司 2019-2021 年报/中报，东亚前海证券研究所

2.3. 拨备覆盖率走高，利润释放空间充足

拨备覆盖率增厚，非贷款信用减值损失占比上行。截至 2021 年末，招商银行拨备覆盖率为 483.87%，同比上行 46.19pct，风险抵御能力增强。2021 年共计提信用减值损失 659.62 亿元，其中贷款减值损失为 370.20 亿元，占比 56.12%，非贷款类计提的拨备比例为 43.88%，较 2020 年大幅上行。2021 年，共完成理财资产回表本金金额 110.04 亿元，并足额计提资产损失准备 110.04 亿元；截至 2021 年末，对于理财回表资产已基本实现拨备全额覆盖。2021 年信用成本为 0.70%，较 2020 年下行 28BP。

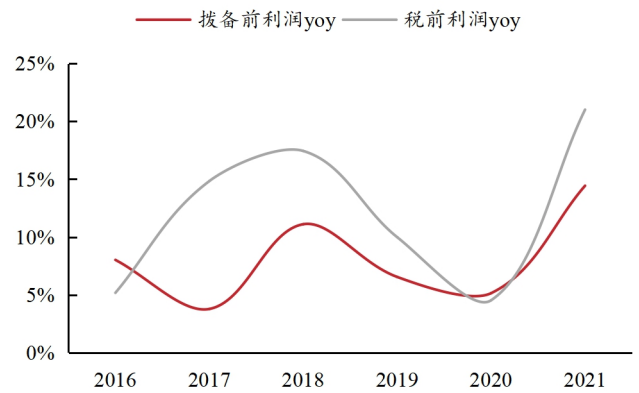
由于前一年加大拨备计提力度，2021 年开启反哺利润阶段。2021 年 PPOP 为 2145.28 亿元，同比增长 14.44%；税前利润 1481.73 亿元，同比增长 21.02%，高于 PPOP 增速，由于 2020 年加大不良处置力度，叠加 2021 年拨备覆盖率稳中有升，拨备开始反哺利润。预计未来不良生成率持续走低的趋势下，利润释放空间依然充足。

图表 23. 拨备覆盖率稳中上行



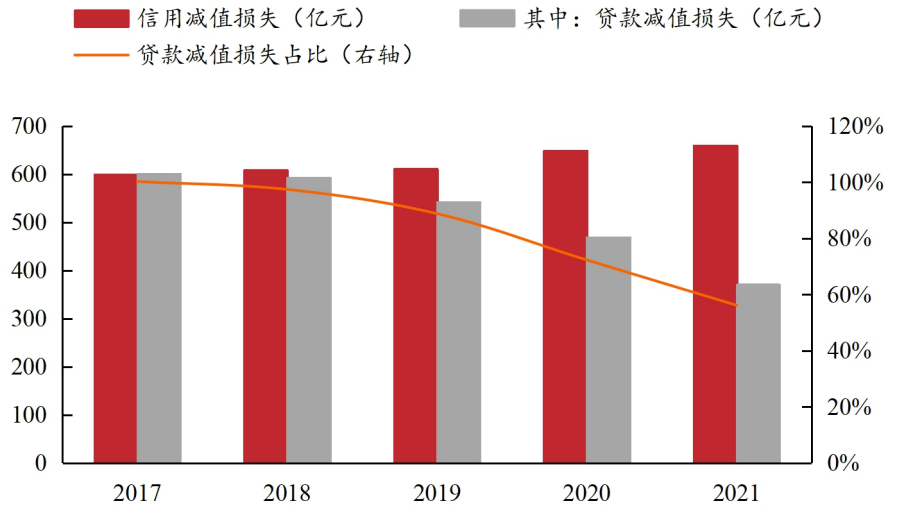
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 24. 2021 年开启拨备反哺利润阶段



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 25. 贷款减值损失占比逐年下降



资料来源: 公司 2017-2021 年报, 东亚前海证券研究所

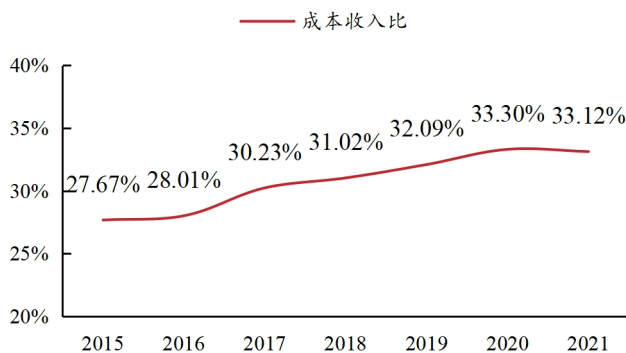
3. 成本收入比同比下行, 资本指标边际改善

3.1. 员工费用增速加快, 资本补充压力小

成本收入比同比下行, 单季度费用增长较快。成本管控上, 2021 年业务及管理费 1,097.27 亿元, 同比增长 13.42%, 其中员工费用 660.28 亿元, 同比增长 15.76%, 员工费用增速有所加快。21Q4 单季度业务及管理费 364.30 亿元, 同比增长 19.71%, 增幅亦明显走阔, 金融科技短期内仍在持续加大投入, 对成本造成一定拖累; 成本收入比 33.12%, 同比改善 18BP。

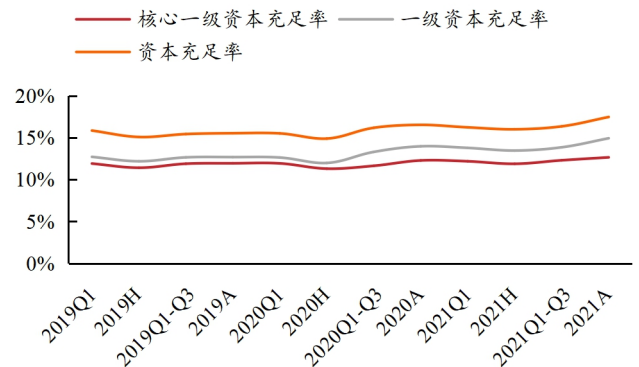
资本的安全边际仍然较大, 风险抵御能力强。资本管理上, 高级法下核心一级资本充足率 12.66%, 较三季度末上升 35BP, 一级资本充足率、资本充足率分别上行 1.08pct、1.12pct, 风险抵御能力进一步增强。2021 年 10 月, 招商银行入选我国系统重要性银行第三组, 核心一级资本充足率监管下限上行 75BP, 目前来看资本安全边际充足。

图表 26. 2021 年成本收入比同比下降



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 27. 招行资本安全边际高



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 投資建議

招商銀行獨有零售優勢，單季息差繼續逆勢上行，全年信貸“以量補價”，非息收入動能強勁，“輕型銀行”轉型和“大財富管理”價值鏈成效顯著。不良實現“雙降”，撥備覆蓋率持續走高。我們使用三階段 DDM 模型估值：

絕對估值法下，根據十年期國債收益率測算出無風險利率為 2.86%，市場收益率選取 5 年滬深 300 指數平均收益，為 8.25%； β 值取 1.19，得出權益資本成本為 9.27%；利潤增長率 g 在詳細預測期(2022-2024)年為 17.24%；過渡增長期(2025-2034)為 12.43%；永續增長率為 6.35%。根據主要假設條件，我們將股價預測值上調至 64.23 元，對應 2.12 倍 PB；

相對估值法下，我們認為招商銀行業績持續高增，龍頭地位穩固，存貸業務動能強勁、業務融合帶來的“飛輪效應”在業績上逐步显现，再加上資產質量邊際改善，基本面優異的邏輯通順，估值仍將位於銀行板塊前列。因此我們給予 2.11-2.14 倍 PB，對應的股價區間上調至 64.02-64.93 元。

綜上所述，我們維持招商銀行“推薦”評級。

5. 風險提示

經營風險：業務轉型帶來的風險以及房地產貸款等風險上行等。

政策風險：金融供給側結構性改革，對銀行業監管政策趨嚴；政策落地不及預期。

市場風險：中國經濟受疫情影響、經濟增速下行風險、銀行業信用風險、利率風險和流動性風險等。

其他風險：不可抗力帶來的風險，例如新冠病毒爆發使機構暫停營業。

利潤表 (百萬元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
淨利息收入	203,919	223,605	244,660	267,249
淨手續費收入	94,447	106,725	121,133	138,092
其他非息收入	32,887	36,176	41,602	49,922
營業收入	331,253	366,506	407,395	455,263
稅金及附加	(2,772)	(3,814)	(4,117)	(4,455)
業務及管理費	(109,727)	(121,314)	(134,033)	(148,871)
營業外淨收入	154	10	10	10
撥備前利潤	214,528	236,257	263,959	296,029
資產減值損失	(66,355)	(77,835)	(79,392)	(80,186)
稅前利潤	148,173	158,422	184,567	215,843
稅後利潤	120,834	138,382	161,312	188,863
歸屬母行淨利潤	119,922	137,275	159,989	187,258

盈利及杜邦分析

	2021A	2022E	2023E	2024E
淨利息收入	2.32%	2.33%	2.35%	2.34%
淨非利息收入	1.45%	1.49%	1.56%	1.65%
營業收入	3.76%	3.82%	3.91%	3.99%
營業支出	1.28%	1.30%	1.33%	1.34%
撥備前利潤	2.44%	2.46%	2.53%	2.59%
資產減值損失	0.75%	0.81%	0.76%	0.70%
稅前利潤	1.68%	1.65%	1.77%	1.89%
稅收	0.31%	0.21%	0.22%	0.24%
ROAA	1.36%	1.44%	1.55%	1.65%
ROAE	16.96%	17.31%	18.58%	19.84%

資本狀況

	2021A	2022E	2023E	2024E
核心一級資本充足率	12.66%	13.33%	15.33%	17.01%
一級資本充足率	14.94%	16.50%	17.29%	17.46%
資本充足率	17.48%	17.73%	17.87%	18.90%
風險加權系數	54.47%	51.00%	51.30%	51.20%

資產負債表 (百萬元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
貸款總額	5,570,034	6,177,168	6,856,656	7,631,458
貸款減值準備	246,104	316,218	376,359	428,117
債券投資	3,362,838	3,598,237	3,850,113	4,119,621
存放央行	567,208	500,596	558,165	621,237
同業資產	799,372	762,174	730,154	702,575
資產總額	9,249,021	9,940,605	10,892,765	11,951,624
吸收存款	6,385,154	7,151,372	7,973,780	8,874,817
同業負債	1,241,315	1,230,256	1,228,903	1,235,871
發行債券	446,645	460,044	469,245	478,630
負債總額	8,383,340	9,167,410	10,007,438	10,934,894
股東權益	865,681	773,194	885,327	1,016,731

驅動性因素

	2021A	2022E	2023E	2024E
生息資產增長	10.36%	7.17%	8.67%	9.00%
貸款增長	10.76%	10.90%	11.00%	11.30%
存款增長	12.73%	12.00%	11.50%	11.30%
淨手續費收入/營業收入	28.51%	29.12%	29.73%	30.33%
成本收入比	33.12%	33.10%	32.90%	32.70%
實際所得稅稅率	18.45%	12.65%	12.60%	12.50%

業績年增長率

	2021A	2022E	2023E	2024E
淨利息收入	10.21%	9.65%	9.42%	9.23%
淨手續費收入	18.82%	13.00%	13.50%	14.00%
營業收入	14.04%	10.64%	11.16%	11.75%
撥備前利潤	14.44%	10.13%	11.73%	12.15%
歸屬母行淨利潤	23.20%	14.47%	16.55%	17.04%

基本指標

	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	9.71	8.48	7.28	6.22
PB	1.59	1.52	1.33	1.16
EPS	4.61	5.44	6.34	7.42
BVPS	29.01	30.34	34.73	39.88
每股撥備前利潤	8.51	9.37	10.47	11.74

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免責聲明

東亞前海證券有限責任公司經中國證券監督委員會批復，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告由東亞前海證券有限責任公司（以下簡稱東亞前海證券）向其機構或個人客戶（以下簡稱客戶）提供，無意針對或意圖違反任何地區、國家、城市或其它法律管轄區域內的法律法規。

東亞前海證券無需因接收人收到本報告而視其為客戶。本報告是發送給東亞前海證券客戶的，屬於機密材料，只有東亞前海證券客戶才能參考或使用，如接收人並非東亞前海證券客戶，請及時退回並刪除。

本報告所載的全部內容只供客戶做參考之用，並不構成對客戶的投資建議，並非作為買賣、認購證券或其它金融工具的邀請或保證。東亞前海證券根據公開資料或信息客觀、公正地撰寫本報告，但不保證該公開資料或信息內容的準確性或完整性。客戶請勿將本報告視為投資決策的唯一依據而取代個人的獨立判斷。

東亞前海證券不需要採取任何行動以確保本報告涉及的內容適合於客戶。東亞前海證券建議客戶如有任何疑問應當諮詢證券投資顧問並獨自進行投資判斷。本報告並不構成投資、法律、會計或稅務建議或擔保任何內容適合客戶，本報告不構成給予客戶個人諮詢建議。

本報告所載內容反映的是東亞前海證券在發表本報告當日的判斷，東亞前海證券可能發出其它與本報告所載內容不一致或有不同結論的報告，但東亞前海證券沒有義務和責任去及時更新本報告涉及的內容並通知客戶。東亞前海證券不對因客戶使用本報告而導致的損失負任何責任。

本報告可能附帶其它網站的地址或超級鏈接，對於可能涉及的東亞前海證券網站以外的地址或超級鏈接，東亞前海證券不对其內容負責。本報告提供這些地址或超級鏈接的目的純粹是為了客戶使用方便，鏈接網站的內容不構成本報告的任何部分，客戶需自行承擔瀏覽這些網站的費用或風險。

東亞前海證券在法律允許的情況下可參與、投資或持有本報告涉及的證券或進行證券交易，或向本報告涉及的公司提供或爭取提供包括投資銀行業務在內的服務或業務支持。東亞前海證券可能與本報告涉及的公司之間存在業務關係，並無需事先或在獲得業務關係後通知客戶。

除非另有說明，所有本報告的版權屬於東亞前海證券。未經東亞前海證券事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式更改、複製、傳播本報告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。所有在本報告中使用的商標、服務標識及標記，除非另有說明，均為東亞前海證券的商標、服務標識及標記。

東亞前海證券版權所有並保留一切權利。

機構銷售通訊錄

地區	聯繫人	聯繫電話	郵箱
北京地區	林澤娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地區	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
廣深地區	劉海華	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

聯繫我們

東亞前海證券有限責任公司 研究所

北京地區：北京市東城區朝陽門北大街8號富華大廈A座二層

郵編：100086

上海地區：上海市浦東新區世紀大道1788號陸家嘴金控廣場1號27樓

郵編：200120

廣深地區：深圳市福田區中心四路1號嘉里建設廣場第一座第23層

郵編：518046

公司網址：<http://www.easec.com.cn/>