

分析师：王鸿行  
 登记编码：S0730519050002  
 wanghx@ccnew.com 021-50586635

## 稳健增长持续，资产质量扰动因素可控

——招商银行(600036)年报点评

### 证券研究报告-年报点评

买入(维持)

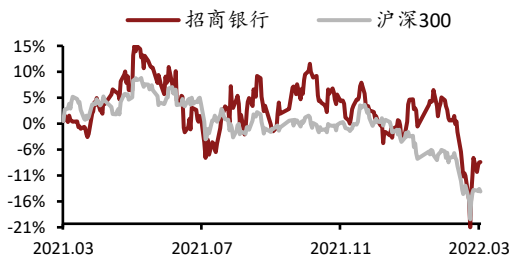
#### 市场数据(2022-03-24)

收盘价(元)	45.77
一年内最高/最低(元)	58.50/39.45
沪深 300 指数	4,251.31
市净率(倍)	1.58
总市值(亿元)	11,543.12
流通市值(亿元)	9,441.87

#### 基础数据(2021-12-31)

每股净资产(元)	29.01
总资产(亿元)	92,490.21
所有者权益(亿元)	8,587.45
净资产收益率(%)	16.96
总股本(亿股)	252.20
H股(亿股)	45.91

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

#### 相关报告

- 《招商银行(600036)年报点评：财富管理业务亮眼，表外计提力度加大》 2021-08-18
- 《招商银行(600036)年报点评：边际改善显著，龙头地位牢固》 2021-03-29
- 《招商银行(600036)年报点评：净息差环比略降，资产质量逆势明显改善》 2020-03-24

联系人：朱宇澍

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

发布日期：2022 年 03 月 25 日

#### 投资要点：

近期，招商银行公布了 2021 年度报告并召开业绩发布会。公司 2021 年度经营业绩一如既往保持优异，与同行相比，公司依然保持绝对领先优势。此前公司已公布业绩快报，主要业绩增长、规模增长、资产质量与净息差等主要指标早已被市场熟悉，此处不再赘述，有需要的读者可参考本报告文末图表，这些图表详细展示了公司 2017-2021 年主要业绩指标情况。

以下是关于我们重点关注事项的点评与展望。

**2021 年净息差底部企稳，预计 2022 年息差受降息影响有限。**2021 年公司净息差为 2.48%，为 2020 年以来的阶段性低点，从趋势上看，2021 年二季度以来公司净息差连续三季度稳定在 2.48%~2.49%，从资产负债两端看，2021 年下半年来，资产端收益率与负债端平均成本率分别稳定在 3.97% 与 1.60%。2020 年一季度降息已过去两年，因此，2021 年公司全年净息差水平已充分反应了 2020 年降息影响，在此期间，公司净息差累计下行约 10bp，明显小于 LPR 下降幅度（期间 1YLPR 下降 30bp，5YLPR 下降 15BP）。对于 2020 年 12 月以来的两次降息，我们预计净息差所受的负面影响有限，主要原因在于：1) 公司零售贷款占比超过 50%，资产端收益率下降幅度将明显小于 LPR 降幅，2) 一季度市场利率下降与 MLF 利率下降会有利于降低负债成本率，预计公司净息差将于上半年小幅下降 2bp，若无进一步降息政策，下半年公司净息差料将企稳。

**资产质量延续改善态势，零售资产质量波动主要由一次性技术因素引起。**

2021 年公司对公贷款与零售贷款不良率，以及不良贷款拨备覆盖率依然延续改善趋势，其中，公司整体不良率降低至 1% 以下的极低水平，拨备覆盖率上升至 484% 的极高水平。虽然公司公布的零售贷款不良率与上年末持平，但若还原 2021 年信用卡贷款逾期认定时点调整和零售贷款逾期 60 天以上下调不良影响，公司零售资产质量仍较 2020 年改善。此外，公司关注类贷款占比小幅上升（2021 年末关注类贷款占比较 2020 年末上升 3bp 至 0.84%）与逾期贷款规模上升也主要由信用卡逾期认定时点调整引起。

**房地产扰动因素下，公司有望继续保持优异的资产质量与业绩增长。**注意到，2021 年末公司房地产业对公贷款不良率较 6 月末上升 34bp 至 1.41%，全年累计上升 1.11 个百分点，升幅较为明显。规模方面，集团层面承担信用风险的涉房业务余额约 9200 亿元，其中承担信用风险的涉房业务余额 5114.89 亿元，比 2020 年末增长 172 亿元，不承担信用风险的涉房业务余额 4120.78 亿元，比 2020 年末下降 1069 亿元。回顾 2021 年四季度以来陆续出台的政策，认为目前房地产行业政策底已经出现，但市场底尚未确认，我们与招行管理层观点一致，认为当下房地产行业仍处于风险出清阶段，银行业在房地产领域资产质量仍面临一定的恶化压力。同时考虑到

经济下行因素，预计公司 2022 年整体不良生成率或小幅上升，但这并不意味着公司资产质量指标必然走弱，相反我们对公司整体资产质量指标保持优异抱有信心，主要原因在于：1) 公司对房地产客户的选择较为谨慎，房地产客户资质整体比较优质；2) 公司雄厚的拨备（其中房地产行业贷款拨备比例维持在全行贷款拨备比例的 2 倍以上）将赋予公司较大的核销空间。我们测算，在不良生成提升 20bp 的情况下，预计公司拨备覆盖率与不良率仍能小幅改善，同时业绩能保持 15% 以上增长率。

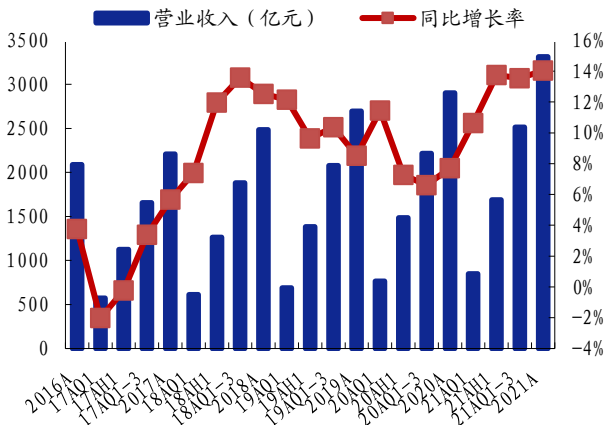
**预计稳增长延续，维持公司“买入”投资评级。** 预计 2022 年公司规模增速较 2021 年略有下降，2022 年公司总资产同比增长约 9%，其中，贷款余额增长约 10%，全年净息差预计保持稳定。受基数因素与资本市场因素影响，预计财富管理业务手续费将拖动手续费及佣金收入增速有所下行，预计全年手续费及佣金净收入同比增长 13% 左右。得益于优质的客户基础与雄厚的拨备，预计资产质量有能力保持稳定。预计全年归属于母公司股东净利润增长维持 15% 以上。预计公司 2022-2024 年将保持稳健的业绩增长，BVPS 分别为 32.05 元、35.70 元与 39.97 元，当前股价对应的 PB 为 1.43 倍、1.28 倍与 1.15 倍。维持公司“买入”投资评级。

**风险提示：** 资产质量大幅恶化，营业收入增长明显低于预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	290,482	331,253	362,253	398,996	446,203
增长比率 (%)	7.70%	14.04%	9.36%	10.14%	11.83%
归母净利润(百万元)	97,342	119,922	139,741	161,215	188,838
增长比率 (%)	4.82%	23.20%	16.53%	15.37%	17.13%
EPS(元)	3.86	4.76	5.54	6.39	7.49
P/E	11.86	9.63	8.26	7.16	6.11
BVPS(元)	23.56	29.01	32.05	35.70	39.97
P/B	1.94	1.58	1.43	1.28	1.15

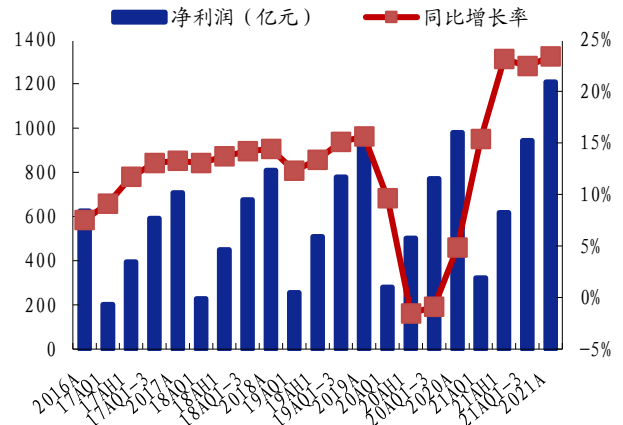
资料来源：中原证券预测

图 1: 公司营业收入及同比增长率



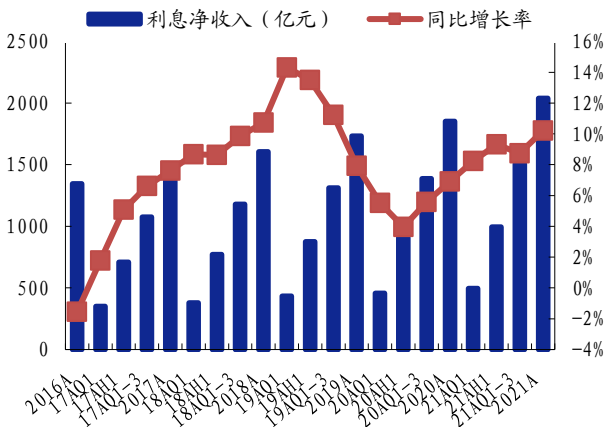
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司净利润及同比增长率



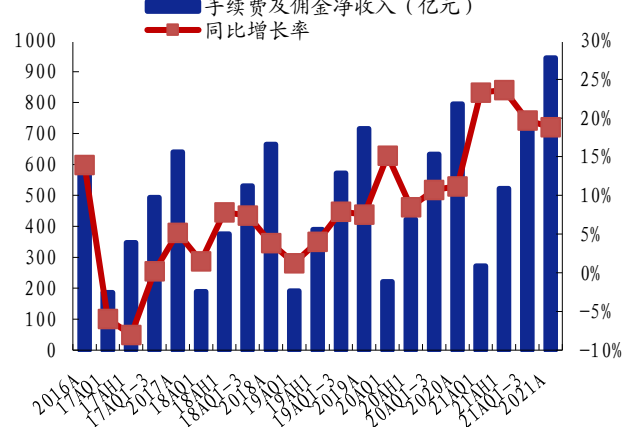
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司利息净收入及同比增长率



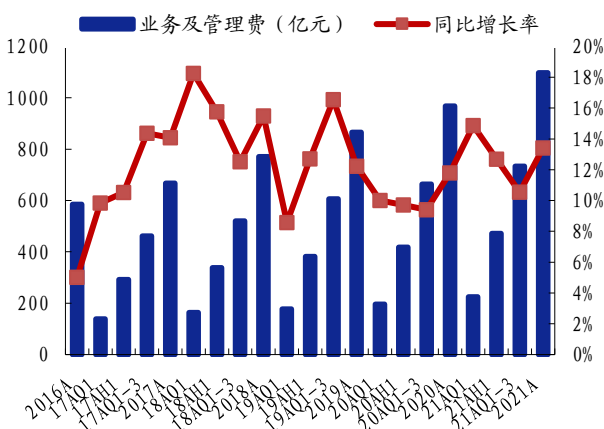
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司手续费及佣金净收入及同比增长率



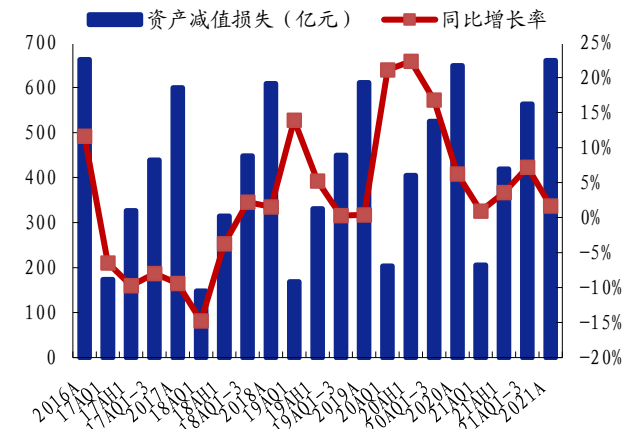
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 公司业务及管理费用及同比增长率



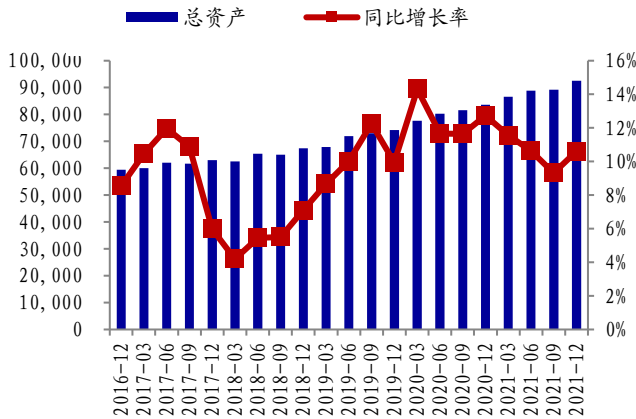
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 公司资产减值损失及同比增长率



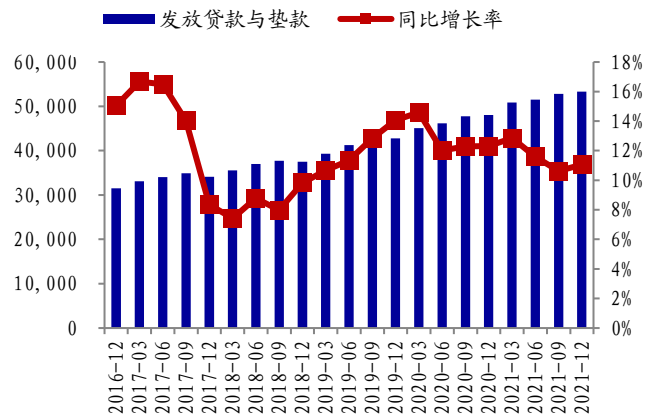
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 公司总资产 (亿元) 及同比增长率



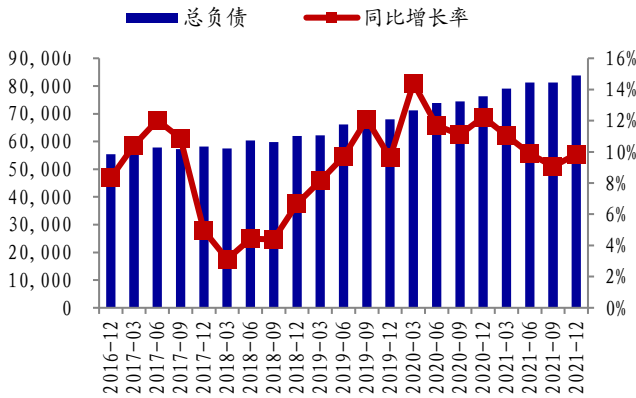
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 公司发放贷款及垫款 (亿元) 及同比增长率



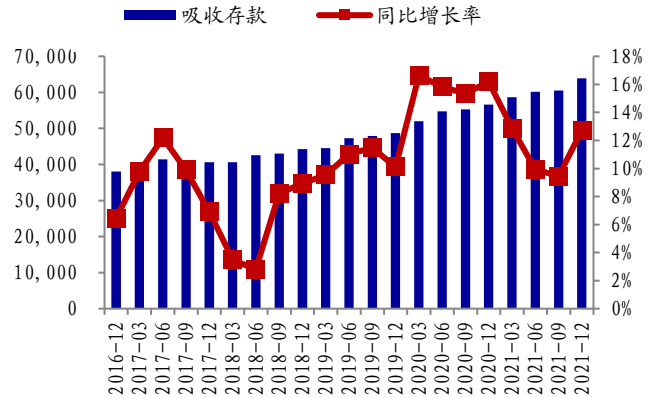
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 公司总负债 (亿元) 及同比增长率



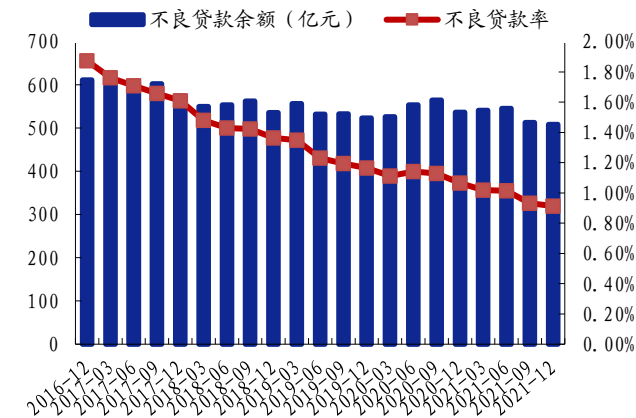
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 公司吸收存款 (亿元) 及同比增长率



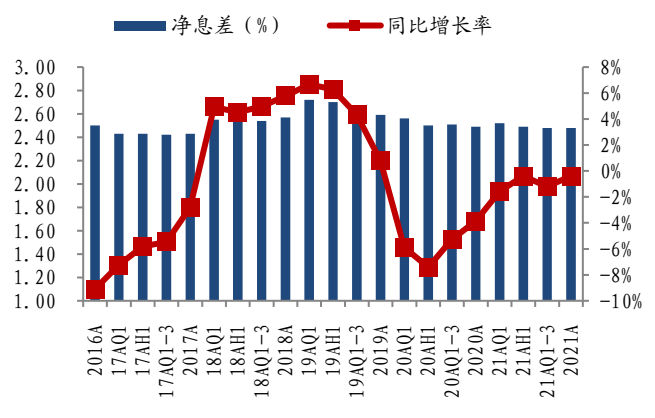
资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 公司不良贷款余额及不良贷款率



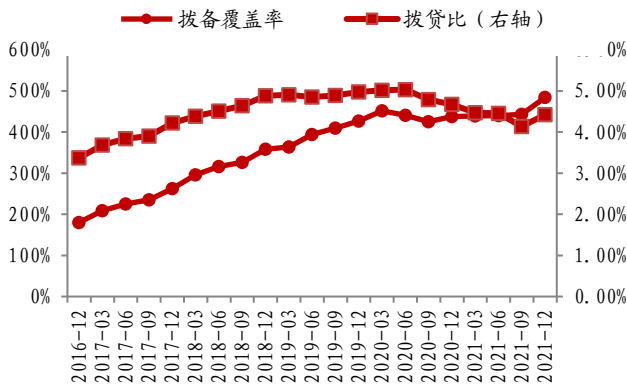
资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 公司净息差及同比增长率



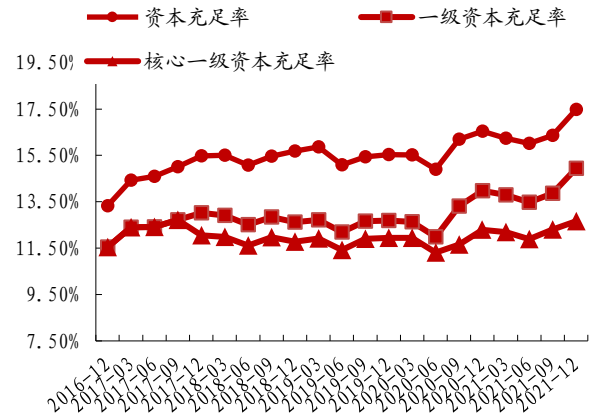
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 公司拨备覆盖率与拨贷比



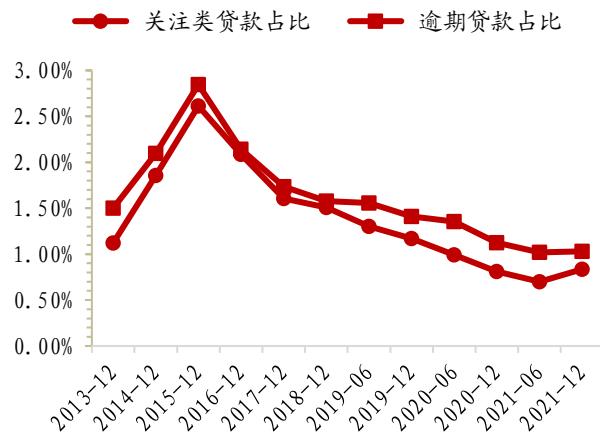
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 公司各级资本充足率



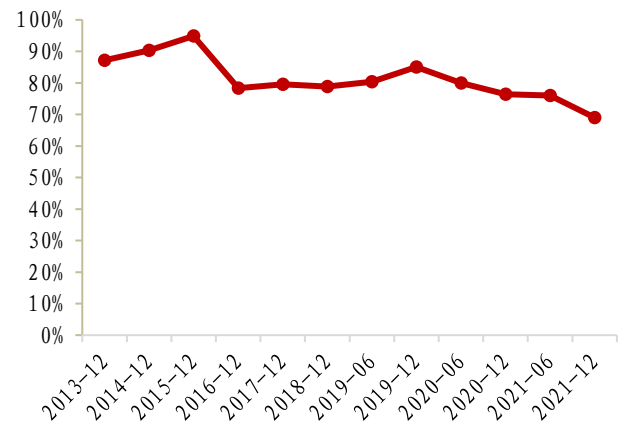
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 公司关注类贷款占比与逾期贷款占比



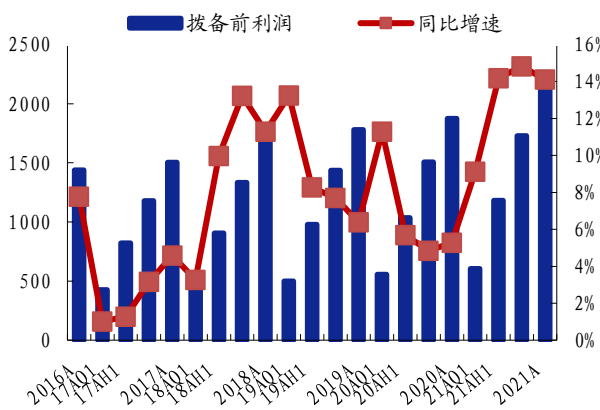
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 公司逾期 90 天以上贷款占不良贷款的比重



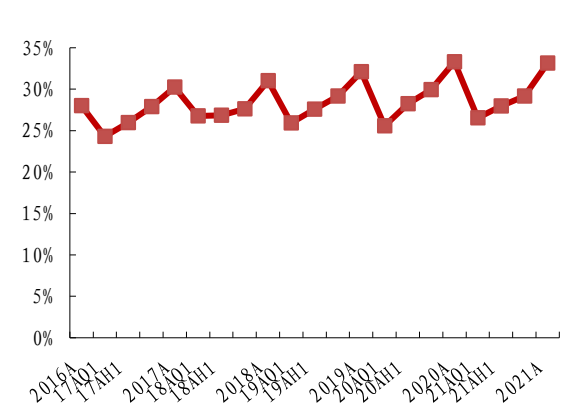
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 公司拨备前利润 (亿元) 及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 公司成本收入比



资料来源: Wind, 中原证券

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及存放央行	538,446	567,208	611,648	659,570	709,866	EPS (摊薄)	3.86	4.76	5.54	6.39	7.49
同业资产	616,516	799,372	595,091	641,716	690,651	BVPS	23.56	29.01	32.05	35.70	39.97
金融投资	2,068,695	2,176,997	2,439,894	2,619,023	2,794,861	P/E	11.86	9.63	8.26	7.16	6.11
贷款总额	5,029,128	5,570,034	6,159,035	6,703,154	7,200,923	P/B	1.94	1.58	1.43	1.28	1.15
贷款损失准备	234,664	246,104	270,217	291,230	314,490						
贷款净额	4,804,361	5,335,391	5,888,818	6,411,924	6,886,433	<b>盈利能力</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
生息资产总额	8,252,785	9,113,611	9,805,668	10,623,463	11,396,300	ROAA	1.24%	1.37%	1.46%	1.56%	1.69%
总资产	8,361,448	9,249,021	10,054,613	10,834,690	11,618,702	ROAE	14.54%	15.16%	15.46%	16.08%	16.81%
同业负债	1,009,846	1,081,328	1,161,418	1,247,440	1,339,834	净利差 (SPREAD)	2.15%	2.16%	2.16%	2.15%	2.11%
存款	5,664,135	6,385,154	6,885,422	7,424,885	7,991,076	净息差 (NIM)	2.33%	2.34%	2.34%	2.33%	2.33%
应付债券	346,141	446,645	490,081	527,308	564,647	信贷成本	1.34%	1.23%	1.07%	0.94%	0.84%
付息负债	7,351,744	8,073,114	8,728,254	9,328,332	9,900,021	成本收入比	33.30%	33.12%	33.64%	33.91%	33.67%
总负债	7,631,094	8,383,340	9,098,171	9,769,425	10,425,986	所得税有效税率	19.99%	18.45%	18.44%	18.46%	18.48%
少数股东权益	6,604	6,936	7,639	8,447	9,376						
母公司所有者权益	723,750	858,745	948,804	1,056,818	1,183,339	<b>资产质量</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>利润表 (百万)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	不良贷款率	1.07%	0.91%	0.89%	0.87%	0.87%
利息收入	307,425	327,056	357,055	387,502	418,764	不良贷款净生成率	0.03%	-0.05%	0.07%	0.06%	0.06%
利息支出	122,394	123,137	134,436	147,720	160,822	拨备覆盖率	437.68%	483.87%	493.04%	498.03%	502.08%
利息净收入	185,031	203,919	222,618	239,783	257,942	拨备/贷款总额	4.67%	4.42%	4.39%	4.34%	4.37%
手续费净收入	79,486	94,447	107,130	123,629	149,302						
其他非息收入	25,965	28,507	32,505	35,584	38,959	<b>资本</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
营业收入	290,482	331,253	362,253	398,996	446,203	资本充足率	16.54%	17.48%	17.67%	18.14%	18.79%
营业费用与税金	99,223	112,499	124,979	138,757	154,113	核心一级资本充足率	12.29%	12.66%	15.23%	15.80%	16.54%
资产减值损失	64,871	65,962	63,458	61,050	58,733	杠杆倍数	11.45	10.68	10.51	10.17	9.74
营业利润	122,643	148,019	172,611	199,189	233,357						
营业外收支净额	-203	154	0	0	0	<b>业绩增长率</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
利润总额	122,440	148,173	172,611	199,189	233,357	利息净收入	6.90%	10.21%	9.17%	7.71%	7.57%
所得税	24,481	27,339	31,821	36,767	43,133	营业收入	7.70%	14.04%	9.36%	10.14%	11.83%
净利润	97,959	120,834	140,790	162,421	190,225	拨备前利润	5.28%	14.11%	10.32%	10.24%	12.24%
母公司所有者利润	97,342	119,922	139,741	161,215	188,838	净利润	4.86%	23.35%	16.51%	15.36%	17.12%

资料来源: Wind, 中原证券测算。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。