

➤ **事件** 3 月 29 日, 公司发布 2021 年年报, 总资产 26.72 万亿元, YoY+9.5%; 营收 6055.59 亿元, YoY+7.1%; 归母净利润 2165.59 亿元, YoY+12.3%; 不良贷款率 1.33%, 较年初下降 13BP; 拨备覆盖率 187.05%, 较年初提高 9pct。

➤ **营收、利润增速环比双升。营收增速拆分看**, 净利息收入小幅回升, 净手续费收入增速触底回升, 环比+0.4pct, 其他非息收入同比+33.6%, 主要为利率环境友好下公允价值变动损益的贡献。**利润增速拆分看**, 除规模扩张和其他非息收入的正向贡献外, 2021 年拨备反哺利润效应显著, 贡献度达 65.9%。

➤ **“八大金融”孕育新成长。**公司将科技、财富等八大领域作为着力点, 优化金融供给, 成效不断释放。截至 2021 年底, 公司科技型企业授信客户超 3.3 万户, 培育增长新动能。**财富业务是公司 2021 年发展一大亮点**, 个人 AUM 突破 11 万亿元, 其中私行 AUM 同比增长 16.8%至 2.16 万亿元, 带动财富金融业务收入同比增长 33%。

➤ **净息差趋于平稳。**2021 年公司净息差较 21H1 环比仅下降 1BP, 释放筑底信号。**公司资产投放向贷款回归, 且加大中长期贷款投放力度**, 2021 年贷款同比+9.3%, 领先生息资产 0.8pct, 中长期贷款占比总贷款(内地)提升 1.3pct, 带动 2021 年生息资产收益率较 21H1 环比仅下行 1BP。**负债端**, 成本率整体保持稳定, 较 21H1 环比+1BP, 定期存款占比提升或是主要原因。

➤ **资产质量有改善空间。不良率环比小幅抬升, 但同比改善明显。**从贷款内部看, **零售贷款资产质量持续改善**, 截至 2021 年底不良率 0.46%, 较年初下降 12BP。不良先行指标表明公司资产质量趋于向好, 关注类资产占比同比大幅下行 52BP, 逾期类资产(1-90 天)占比同比-10BP, 均反映资产质量实质性夯实。

➤ **投资建议：业绩景气，息差趋稳，质量改善**

业绩增速处于上行区间, “八大金融”孕育新成长空间, 净息差或已“筑底”, 资产质量有进一步改善空间。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.81 元、0.89 元和 0.99 元, 2022 年 3 月 31 日收盘价对应 0.5 倍 22 年 PB, 低于可比同业均值和中值, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济增速下滑；转型进度不及预期；资本补充面临压力。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	605,559	660,113	720,077	786,623
增长率(%)	7.1	9.0	9.1	9.2
归属母公司股东净利润(百万元)	216,559	238,002	262,682	290,951
增长率(%)	12.3	9.9	10.4	10.8
每股收益(元)	0.74	0.81	0.89	0.99
PE	4	4	4	3
PB	0.5	0.5	0.4	0.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 03 月 31 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

3.27 元



分析师：余金鑫

执业证号：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

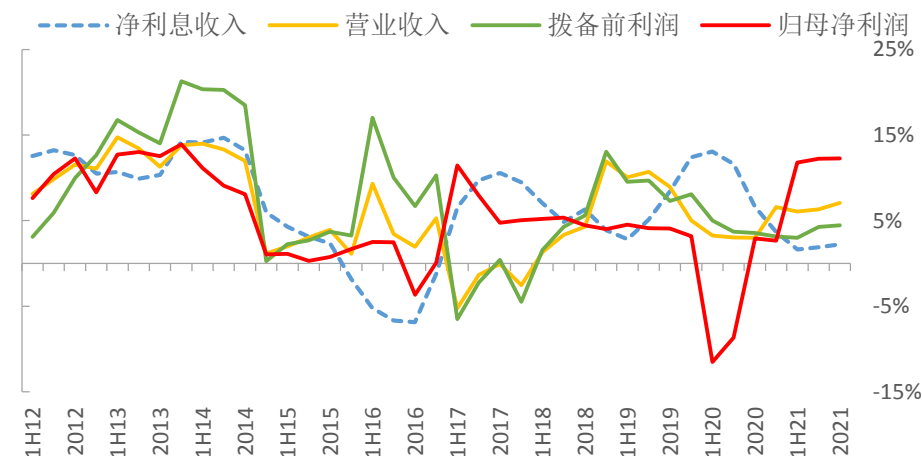
目录

1 业绩实现稳健增长	3
2 “八大金融” 孕育新成长	4
3 净息差趋于平稳	5
4 资产质量有改善空间	6
5 盈利预测与投资建议	7
5.1 盈利预测假设与业务拆分	7
5.2 估值分析与投资建议	7
6 风险提示	8
插图目录	10
表格目录	10

1 业绩实现稳健增长

营收、利润增速环比双升。2021年，公司营收同比增速7.1%，较3Q21环比+0.8pct；归母净利润（以下简称“利润”）同比增速12.3%，环比+0.1pct，呈现逐季提升趋势，业绩处于景气区间。

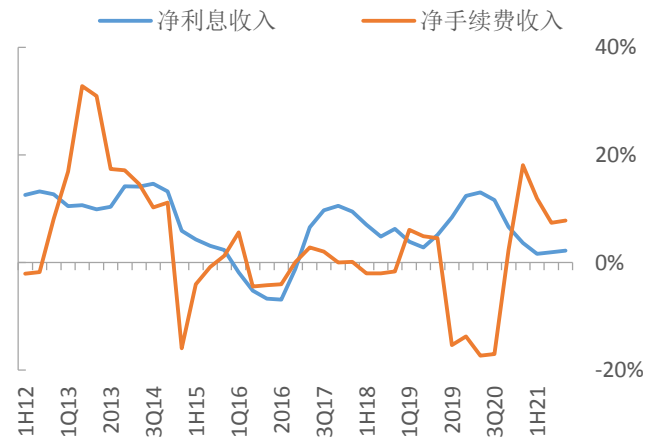
图1：中国银行业绩数据同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

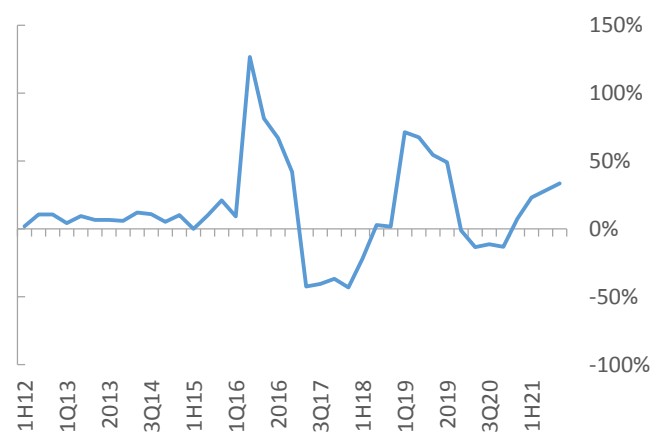
营收增速拆分看，净利息收入小幅回升，净手续费收入触底回升，其他非息收入保持稳定高增。尽管2021年公司规模扩张增速环比提升1pct，但净息差降幅再度走阔，弱化了规模扩张对净利息收入增速的拉动作用；净手续费收入同比增速7.8%，环比+0.4pct，主要为代理业务收入拉动；其他非息业务收入同比增速33.6%，主要为利率环境友好下公允价值变动损益的贡献。

图2：中国银行净利息、净手续费收入增速



资料来源：wind，民生证券研究院

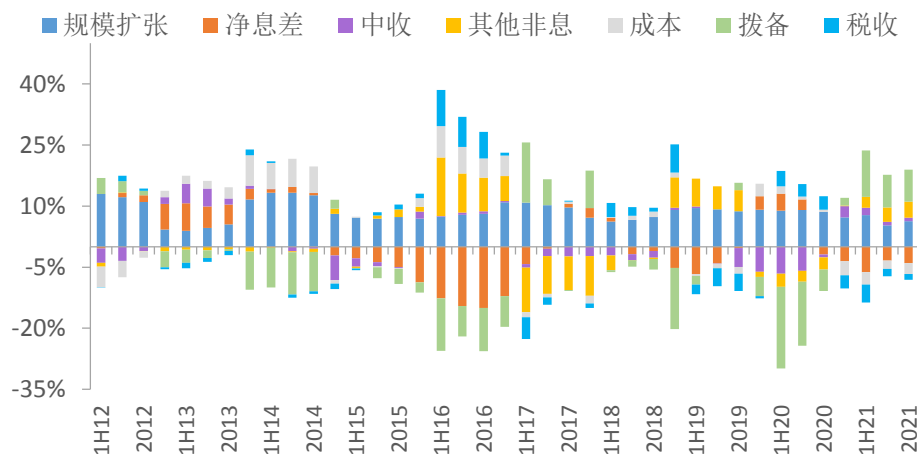
图3：中国银行其他非息收入同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

利润增速拆分看,除规模扩张和其他非息收入的正向贡献外,拨备反哺利润效应显著。截至 2021 年底,拨备对利润增速的贡献度达 65.9%,但贡献度逐季有所减弱。

图 4：中国银行净利润增速拆解

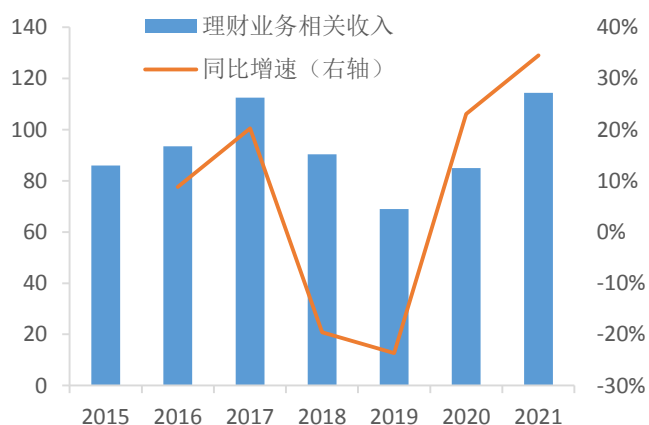


资料来源：wind，民生证券研究院

2 “八大金融” 孕育新成长

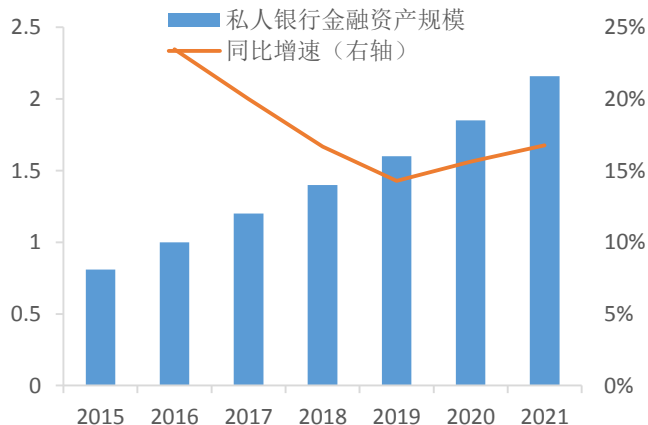
深耕“八大金融”重点领域,培育新动能新优势。公司将科技、绿色、普惠、跨境、消费、财富、供应链和县域等八大领域作为着力点,优化金融供给,成效不断释放。截至 2021 年底,公司科技型企业授信客户超 3.3 万户,“专精特新”服务模式授信客户超 1.5 万户,培育增长新动能。财富业务是公司 2021 年发展一大亮点,个人 AUM 突破 11 万亿元,其中私行 AUM 同比增长 16.8%至 2.16 万亿元,带动财富金融业务收入同比增长 33%。

图 5：中国银行理财业务相关收入及增速（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：中国银行私人银行金融资产规模及增速（万亿元）

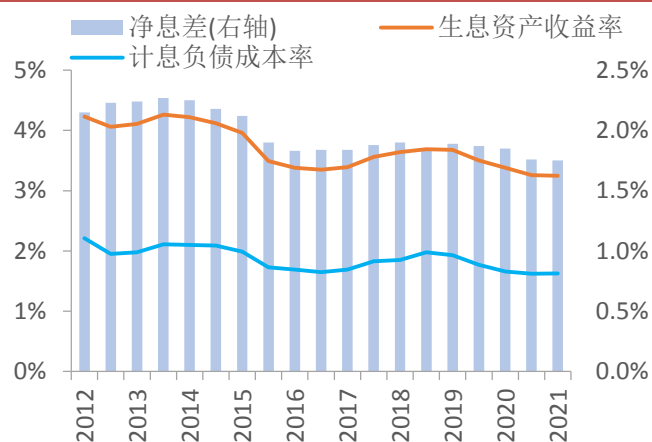


资料来源：wind，民生证券研究院

3 净息差趋于平稳

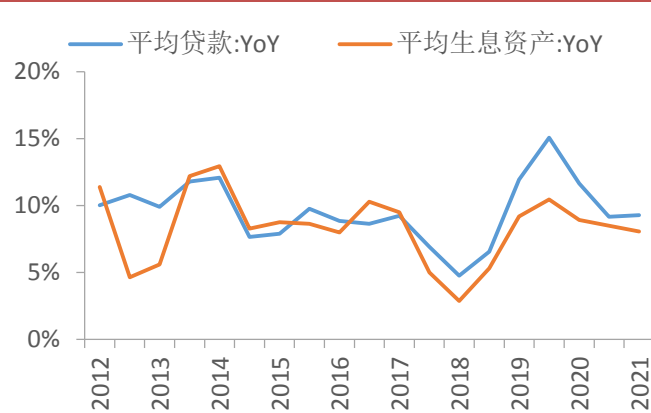
资负两端共同作用下,2021年下半年净息差基本维持稳定。截至2021年底,公司净息差1.75%,较年初下降10BP,但较21H1环比仅下降1BP,释放筑底信号。在行业整体生息资产收益率下行的背景下,公司资产投放向贷款回归,且加大中长期贷款投放力度,2021年贷款同比增速9.3%,领先生息资产0.8pct,中长期贷款占比总贷款(内地)提升1.3pct,带动2021年生息资产收益率较21H1环比仅下行1BP。

图7：中国银行净息差两端拆解



资料来源：wind，民生证券研究院

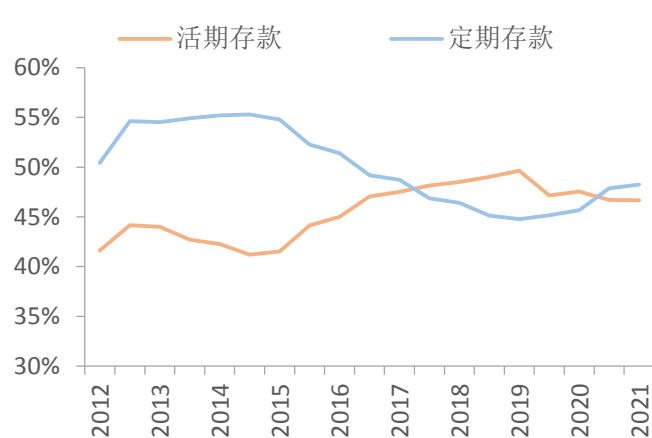
图8：中国银行贷款、生息资产平均余额 YoY



资料来源：wind，民生证券研究院

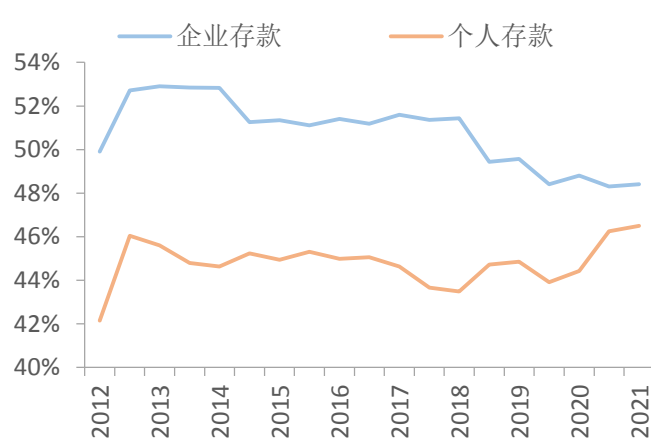
负债端,成本率整体保持稳定。截至2021年末,公司计息负债成本率1.63%,同比-3BP,较21H1环比+1BP。从结构看,2021年个人存款占比延续提升2.1pct至46.5%,企业存款半年环比亦小幅回升;定期存款占比较年初提升2.5pct,或是负债端成本率环比小幅抬升的主要原因。

图9：中国银行存款平均余额结构：活期 VS 定期



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：中国银行存款平均余额结构：企业 VS 个人

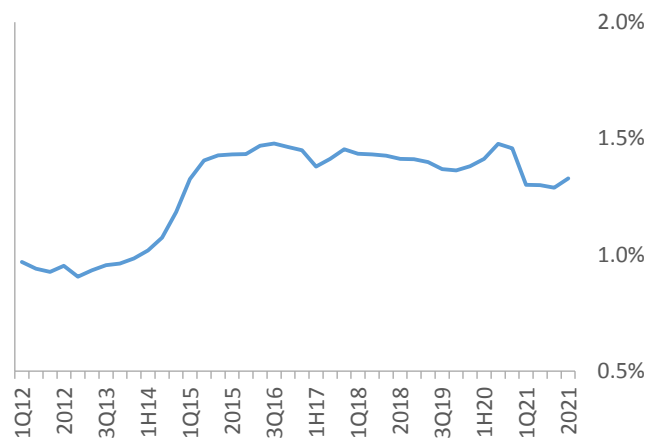


资料来源：wind，民生证券研究院

4 资产质量有改善空间

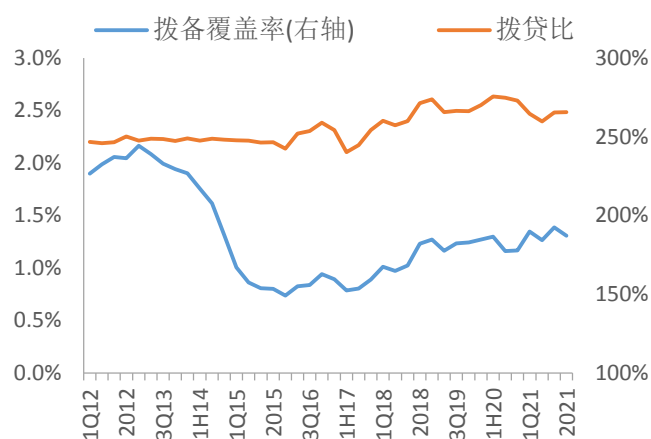
不良率小幅抬升，但同比改善明显。2021年，公司不良贷款率 1.33%，较年初下降 13BP 环比+4BP 拨备覆盖率 187.05% 较年初提升 9.2pct 环比-5.5pct。从贷款内部看，零售贷款资产质量实现持续改善，截至 2021 年底不良率 0.46%，较年初下降 12BP，较 21H1 环比-5BP，其中信用卡业务改善明显，不良率同比下行 50BP。

图 11：中国银行不良贷款率



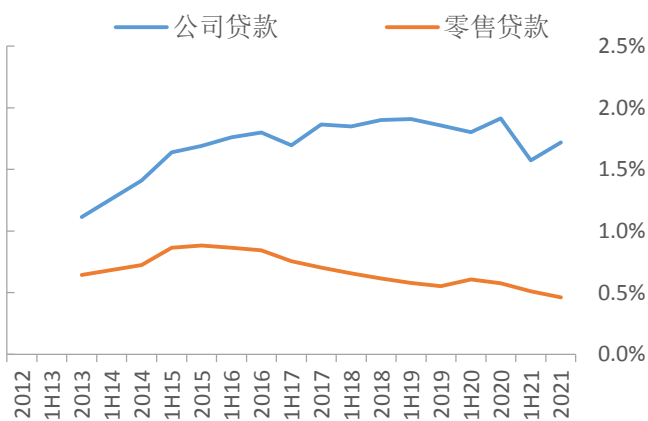
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：中国银行拨备水平



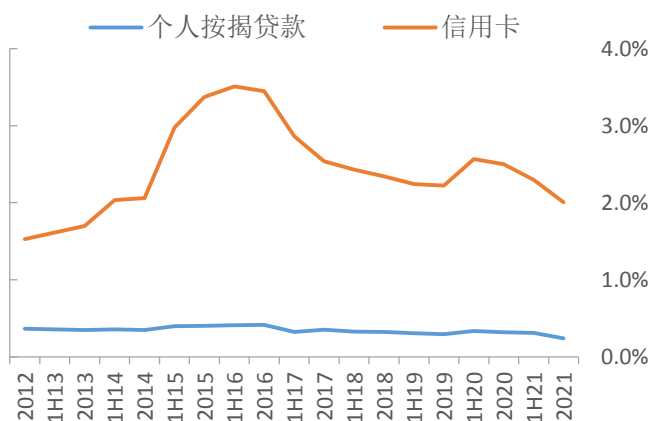
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：中国银行贷款不良率：公司 VS 零售



资料来源：wind，民生证券研究院

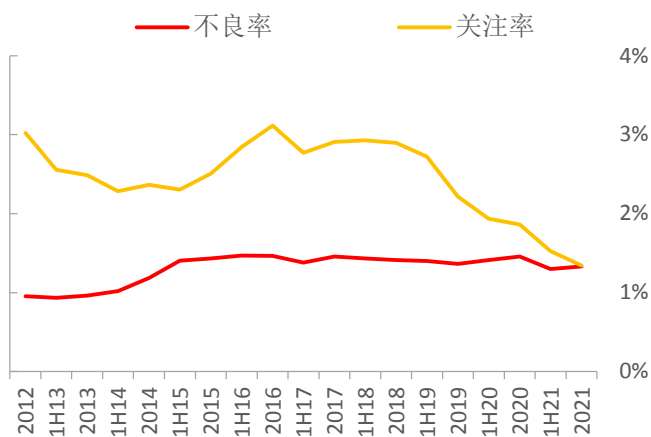
图 14：中国银行个贷不良率细分情况



资料来源：wind，民生证券研究院

不良先行指标均表明公司资产质量趋于进一步改善。2021 年关注类资产占比 同比大幅下行 52BP，较 21H1 环比-18BP，逾期类资产（逾期 1-90 天）占比 同比下降 10BP，环比显著下降 23BP，均反映资产质量实质性夯实。

图 15：中国银行关注类贷款占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：中国银行逾期 90 天内贷款占比



资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1、规模增速：深耕“八大金融”，培育新增长空间。我们预测 22-24 年贷款同比增速为 9.0%、9.0%和 9.0%，总资产同比增速为 10.2%、10.0%和 10.2%。

2、净息差：资负两端共同作用，利好净息差改善。我们预测 22-24 年净息差为 1.72%、1.73%和 1.74%。

3、非息收入：财富业务纵深发展，利好中收增长。我们预测 22-24 年非息收入同比增速为 7.5%、8.0%和 8.5%，净手续费收入同比增速为 1.0%、1.0%和 1.0%。

4、资产质量：不良先行指标表明资产质量有望进一步改善。我们预测 22-24 年不良贷款率为 1.07%、0.88%和 0.72%，拨备覆盖率 172.3%、180.7%和 197.0%。

根据以上假设，我们预计 2022-2024 年公司营收同比增速分别为 9.0%、9.1%和 9.2%，归母净利润增速分别为 9.9%、10.4%和 10.8%。

5.2 估值分析与投资建议

业绩处于上行区间，“八大金融”孕育新成长空间，净息差或已“筑底”，资产质量有进一步改善空间。预计 22-24 年 EPS 分别为 0.81 元、0.89 元和 0.99 元，2022 年 3 月 31 日收盘价对应 0.5 倍 22 年 PB，低于可比同业均值和中值，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 1：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PB (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601939.SH	建设银行	6.29	1.36	1.52	1.72	0.6	0.6	0.5
601398.SH	工商银行	4.77	0.95	1.01	1.07	0.6	0.5	0.5
601288.SH	农业银行	3.08	0.65	0.71	0.76	0.5	0.5	0.4
601328.SH	交通银行	5.11	1.10	1.23	1.31	0.5	0.4	0.4
601658.SH	邮储银行	5.39	0.82	1.00	1.18	0.8	0.7	0.6
600036.SH	招商银行	46.80	4.76	5.56	6.69	1.6	1.4	1.3
平均值						0.8	0.7	0.6
中位数						0.6	0.6	0.5
601988.SH	中国银行	3.27	0.74	0.81	0.89	0.5	0.5	0.4

资料来源：wind，民生证券研究院预测；注：股价为 2022 年 03 月 31 日收盘价，除招行、建行和邮储银行，其他均采用一致预期数据

6 风险提示

- 1) 宏观经济增速下滑**：受外部环境及内需影响，经济增速面临一定下行压力，居民、企业信贷需求走弱，行业扩张放缓。
- 2) 转型进度不及预期**：受经济发展变化、客户需求改变等影响，战略转型进度可能面临波折。
- 3) 资本补充面临压力**：系统性重要银行分类对资本充足率提出更高要求，市场对银行资本补充工具投资认可度的变化或带来资本补充压力的增加。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	4,251	4,662	5,106	5,594
手续费及佣金	814	822	831	839
其他收入	990	1,117	1,264	1,434
营业收入	6,056	6,601	7,201	7,866
营业税及附加	-57	-62	-68	-74
业务管理费	-1,706	-1,877	-2,064	-2,265
拨备前利润	3,804	4,149	4,524	4,945
计提拨备	-1,042	-1,130	-1,195	-1,262
税前利润	2,766	3,024	3,334	3,689
所得税	-493	-528	-582	-644
归母净利润	2,166	2,380	2,627	2,910

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	157,126	171,267	186,681	203,482
同业资产	18,427	20,086	21,893	23,864
证券投资	61,647	67,811	74,593	82,052
生息资产	259,487	282,566	307,739	335,198
非生息资产	11,643	15,197	19,420	24,957
总资产	267,224.1	294,611	324,206	357,258
客户存款	181,429	196,850	212,598	229,606
其他计息负债	44,717	51,424	59,138	68,008
非计息负债	17,573	21,088	25,305	30,366
总负债	243,718.6	269,362	297,041	327,981
股东权益	23,505.5	25,249	27,165	29,278

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	0.74	0.81	0.89	0.99
每股拨备前利润(元)	1.29	1.41	1.54	1.68
每股净资产(元)	6.47	7.04	7.67	8.37
每股总资产(元)	90.77	100.08	110.13	121.36
P/E	4	4	4	3
P/PPOP	3	2	2	2
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4
P/A	0.04	0.03	0.03	0.03

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	1.75%	1.72%	1.73%	1.74%
净利差(Spread)	1.62%	1.63%	1.65%	1.66%
贷款利率	3.83%	3.81%	3.81%	3.83%
存款利率	1.52%	1.50%	1.49%	1.49%
生息资产收益率	3.25%	3.22%	3.22%	3.22%
计息负债成本率	1.63%	1.59%	1.57%	1.56%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
ROAE	11.81%	11.96%	12.13%	12.32%

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	12.3%	9.9%	10.4%	10.8%
拨备前利润增速	4.5%	9.1%	9.1%	9.3%
税前利润增速	12.3%	9.3%	10.3%	10.6%
营业收入增速	7.1%	9.0%	9.1%	9.2%
净利息收入增速	2.2%	9.6%	9.5%	9.5%
手续费及佣金增速	7.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用增速	12.9%	10.0%	10.0%	9.7%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	10.2%	8.9%	8.9%	8.9%
贷款增速	10.5%	9.0%	9.0%	9.0%
同业资产增速	10.8%	9.0%	9.0%	9.0%
证券投资增速	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%
其他资产增速	-4.8%	30.5%	27.8%	28.5%
计息负债增速	10.6%	9.8%	9.4%	9.5%
存款增速	7.5%	8.5%	8.0%	8.0%
同业负债增速	32.4%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益增速	8.7%	7.4%	7.6%	7.8%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	48.3%	48.8%	49.3%	49.8%
定期	45.6%	45.1%	44.6%	44.1%
其他	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	61.0%	58.99%	58.99%	58.99%
个人贷款	38.8%	38.78%	38.78%	38.78%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	1.33%	1.07%	0.88%	0.72%
正常	97.1%	97.61%	97.82%	97.99%
关注	1.3%	1.32%	1.30%	1.29%
次级	0.4%	0.38%	0.37%	0.36%
可疑	0.4%	0.38%	0.37%	0.36%
损失	0.5%	0.31%	0.14%	0.00%
拨备覆盖率	187.1%	172.3%	180.7%	197.0%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	16.53%	16.26%	16.02%	15.83%
核心资本充足率	11.30%	11.41%	11.54%	11.68%
资产负债率	91.20%	91.43%	91.62%	91.80%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	2943.9	2943.9	2943.9	2943.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测；（注：因取整误差，21A 个别科目保留一位小数）

插图目录

图 1：中国银行业绩数据同比增速.....	3
图 2：中国银行净利息、净手续费收入增速.....	3
图 3：中国银行其他非息收入同比增速.....	3
图 4：中国银行净利润增速拆解.....	4
图 5：中国银行理财业务相关收入及增速（亿元）.....	4
图 6：中国银行私人银行金融资产规模及增速（万亿元）.....	4
图 7：中国银行净息差两端拆解.....	5
图 8：中国银行贷款、生息资产平均余额 YoY.....	5
图 9：中国银行存款平均余额结构：活期 VS 定期.....	5
图 10：中国银行存款平均余额结构：企业 VS 个人.....	5
图 11：中国银行不良贷款率.....	6
图 12：中国银行拨备水平.....	6
图 13：中国银行贷款不良率：公司 VS 零售.....	6
图 14：中国银行个贷不良率细分情况.....	6
图 15：中国银行关注类贷款占比.....	7
图 16：中国银行逾期 90 天内贷款占比.....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：可比公司 PB 数据对比.....	8

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001