

招商银行 (600036)

盈利表现亮眼，财富管理优势强化

强烈推荐 (维持)

现价: 53.3 元

主要数据

行业	银行与金融科技
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 /18.04%
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)	13,428.63
流通 A 股市值(亿元)	10,995.23
每股净资产(元)	26.61
资产负债率(%)	91.2

行情走势图



相关研究报告

- 《招商银行“600036”负债端优势稳固，盈利能力保持优异》 2021-03-21
- 《招商银行“600036”盈利稳健增长，资产质量保持优异》 2021-01-15
- 《招商银行“600036”中收增长靓丽，不良确认力度加大夯实资产质量》 2020-11-03

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
yuanzheqi052@pingan.com.cn

研究助理

武凯祥 一般从业资格编号
S1060120090065
wukaixiang261@pingan.com.cn



投资要点

事项:

招商银行发布1季度报告，2021年1季度实现归母净利润320亿，同比增长15.2%，实现营收848亿，同比增长10.6%，ROE 19.54%，较去年同期提升0.78pct。期末总资产8.66万亿，较上年末增长3.6%，其中贷款较年初增长5.6%，存款增长3.5%。

平安观点:

■ 利润增长强劲，中收增长优于同业

招商银行 2021 年 1 季度净利润同比增长 15.2% (vs4.8%，2020)，利润增速的大幅提升主要归因于营收增长的提速和拨备计提力度的边际减弱。1) 公司 1 季度营收增长 10.6% (vs7.7%，2020)，从结构上看，净利息收入、中收收入均对 Q1 营收增速的提升做出正面贡献，净利息收入同比增长 8.2% (vs6.9%，2020)，手续费及佣金收入同比增长 23.3%，较 2020 年提升 12.1pct，其中财富管理类收入同比增长 14.6%，代理基金收入同比增长 61.2%，反映公司在财富管理业务方面的优势依然稳固。2) 公司 Q1 拨备计提力度边际减弱，Q1 资产减值损失计提同比增长 0.9% (vs6.3%，2020)。

■ 资产负债结构优化，息差企稳回升

招行 Q1 净息差为 2.52% (vs2.49%，2020)，我们认为公司净息差的企稳回升主要归因于公司资产、负债的结构持续优化。1) 资产端，公司 1 季度加快贷款投放节奏，贷款同比增长 12.3%，在总资产中占比较上年末提升 1.2pct，我们预计贷款占比的提升对公司资产端收益率形成支撑。贷款投放结构来看，Q1 对公投放大于零售，母公司口径对公新增投放 1,300 亿，零售新增 1,101 亿。2) 负债端来看，公司坚持以核心存款增长为主的策略，存款结构不断优化，大力推动活期存款占比提升，季末日均活期存款占比较 2020 年提升 4.3pct 至 65.1%，因此预计公司存款成本率环比改善。展望 21 年全年，我们认为应积极关注经济逐步修复对银行资产端定价弹性的提升，预计息差有望保持在较高水平。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	267,002	286,891	323,553	356,233	392,281
YoY(%)	8.2	7.4	12.8	10.1	10.1
归母净利润(百万元)	92,867	97,342	113,028	128,965	147,044
YoY(%)	15.3	4.8	16.1	14.1	14.0
ROE(%)	17.1	16.0	16.8	17.1	17.3
EPS(摊薄/元)	3.68	3.86	4.48	5.11	5.83
P/E(倍)	14.47	13.81	11.89	10.42	9.14
P/B(倍)	2.33	2.10	1.90	1.68	1.50

■ 资产质量持续向好，拨备覆盖水平保持同业领先

公司季末不良率 1.02%，环比下降 5BP，分品类来看，母公司零售、对公的不良率分别环比下行 5BP/6BP；公司披露 Q1 年化不良贷款生成率 0.95%（vs 1.26%，2020），资产质量的压力边际改善。1 季度末母公司口径仍处于延期还本付息状态的贷款 235 亿元，仅占贷款总额的 0.5%。整体来看，我们认为公司资产质量依然保持稳健。公司季末拨备覆盖率环比提升 1.2pct 至 439%，拨贷比环比下降 20BP 至 4.47%，拨备覆盖水平仍保持充裕，风险抵补能力领先同业。

■ 财富管理业务保持高增长，零售和私行 AUM 稳步提升

公司季末零售 AUM 同比增长 21.7% 至 9.59 万亿，增速较 2020 年提升 1.4pct，其中，金葵花及以上、私行 AUM 分别同比增长 20.7%/24.4%，反应公司在中高端客群的优势依然稳固。展望全年，公司在财富管理、私行业务上已经建立了牢固的品牌优势，随着国内财富管理市场的快速发展以及公司不断优化线上线下的获客能力，公司财富管理业务的表现有望持续优于同业。

■ 投资建议：盈利能力保持优异，看好龙头溢价持续

招行在零售业务上的竞争优势依旧稳固，近几年轻型化战略稳步推进，公司的盈利能力始终保持行业前列，这也是支撑招行过去几年长期获得估值溢价的主要原因。考虑到 21 年资金面偏紧、流动性环境边际收敛，银行核心负债能力的重要性提升，公司负债端受益于零售战略带来的揽储能力优势有望进一步凸显。根据 21 年 1 季报数据，结合我们对 21 年宏观经济修复的延续、流动性相对收敛的判断，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 4.48/5.11 元/股（原预测值为 4.25/4.69 元/股），对应盈利增速分别为 16.1%、14.1%（原预测值为 10.0%/10.4%）。目前招行对应 21/22 年 PB 分别为 1.90x/1.68x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，看好招行长期零售战略的投资价值，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1季报财务报表核心指标

百万元		2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1
利润表 (累计)	营业收入	138,301	207,730	269,703	76,603	148,353	221,430	290,482	84,751
	YoY	9.6%	10.4%	8.5%	11.4%	7.3%	6.6%	7.7%	10.6%
	利息净收入	87,407	131,224	173,090	45,756	90,873	138,535	185,031	49,524
	YoY	13.5%	11.2%	7.9%	5.5%	4.0%	5.6%	6.9%	8.2%
	中收收入	38,971	57,159	71,493	22,061	42,269	63,277	79,486	27,202
	YoY	4.0%	7.9%	7.5%	15.2%	8.5%	10.7%	11.2%	23.3%
	财富管理手续费收入	12,545	18,802	23,972	9,973	18,320	27,260	31,988	11,425
	YoY	-20.4%	-14.2%	-4.7%	68.5%	46.0%	45.0%	35.7%	35.7%
	代理基金收入	2,345	3,693	4,730	2,582	4,808	8,299	9,434	4,164
	YoY	-47.9%	-35.9%	-29.1%	132.4%	105.0%	124.7%	99.5%	61.3%
	计提减值准备	33,064	44,936	61,159	20,354	40,443	52,521	65,025	20,545
YoY	5.2%	0.3%	0.5%	21.1%	22.3%	16.9%	6.3%	0.9%	
拨备前利润	97,937	143,611	178,291	55,257	103,281	150,426	187,465	60,638	
YoY	8.4%	7.7%	6.5%	10.8%	5.5%	4.7%	5.1%	9.7%	
归母净利润	50,612	77,239	92,867	27,795	49,788	76,603	97,342	32,015	
YoY	13.1%	14.6%	15.3%	10.1%	-1.6%	-0.8%	4.8%	15.2%	
利润表 (单季)	营业收入	69,562	69,429	61,973	76,603	71,750	73,077	69,052	84,751
	YoY	7.3%	11.8%	2.7%	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%	10.6%
	归母净利润	25,372	26,627	15,628	27,795	21,993	26,815	20,739	32,015
YoY	14.9%	17.7%	18.6%	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	15.2%	
资产负债表	总资产	7,193,181	7,305,925	7,417,240	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448	8,664,641
	YoY	10.0%	12.2%	10.0%	14.3%	11.7%	11.6%	12.7%	11.6%
	贷款总额	4,323,530	4,462,259	4,490,650	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128	5,312,529
	YoY	11.5%	12.9%	14.2%	14.7%	12.2%	12.2%	12.0%	12.3%
存款总额	4,699,738	4,763,788	4,844,422	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	5,827,214	
YoY	10.4%	10.8%	10.1%	16.6%	15.8%	15.4%	16.2%	12.8%	
财务比率	净息差(累计值)	2.70	2.65	2.59	2.56	2.50	2.51	2.49	2.52
	净利差	2.58	2.54	2.48	2.46	2.42	2.43	2.40	2.44
	成本收入比	27.59	29.18	32.09	25.57	28.22	29.95	33.30	26.54
	ROE(年化)	19.47	19.19	16.84	18.76	16.94	17.00	15.73	19.54
资产质量指标 (%)	不良率	1.23	1.19	1.16	1.11	1.14	1.13	1.07	1.02
	拨备覆盖率	394.12	409.41	426.78	451.27	440.81	424.76	437.68	438.88
	拨贷比	4.85	4.89	4.97	5.01	5.03	4.79	4.67	4.47
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	11.42	11.90	11.95	11.94	11.31	11.65	12.29	12.19
	一级资本充足率	12.19	12.66	12.69	12.64	11.99	13.31	13.98	13.79
	资本充足率	15.09	15.44	15.54	15.52	14.90	16.19	16.54	16.24
业务指标 (亿元)	零售客户数(万户)	13,400		14,400	14,600	15,100	15,500	15,800	16,100
	YoY	15.2%		14.8%		12.7%		9.7%	10.3%
	财富管理客户数(万户)	256		265	279	292	301	310	331
	YoY	11.5%		12.1%		14.0%		17.2%	18.8%
	私人银行客户数(户)	78,245		81,674	86,188	91,034	95,943	99,977	106,887
	YoY	9.0%		12.0%		16.3%		22.4%	24.0%
	零售AUM	72,558		74,940	78,842	82,632	86,307	89,400	95,946
	YoY	9.4%		10.2%		13.9%		19.3%	21.7%
	财富管理AUM	58,884		60,852	64,066	67,550	70,830	73,456	78,802
YoY	8.6%		10.5%		14.7%		20.7%	23.0%	
私人银行AUM	21,610		22,311	23,441	24,974	26,584	27,746	29,840	
YoY	6.2%		9.4%		15.6%		24.4%	27.3%	

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5,039,023	5,744,486	6,491,270	7,335,135
证券投资	2,068,695	2,172,130	2,280,736	2,394,773
应收金融机构的款项	616,516	616,516	616,516	616,516
生息资产总额	8,028,018	8,886,753	9,795,334	10,821,722
资产合计	8,361,448	9,255,849	10,202,167	11,271,184
客户存款	5,664,135	6,513,755	7,360,543	8,317,414
计息负债总额	7,351,744	8,450,348	9,586,998	10,881,560
负债合计	7,631,094	8,455,980	9,307,926	10,283,208
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	723,750	792,637	886,155	979,042
股东权益合计	730,354	799,869	894,241	987,976
负债和股东权益合计	8,361,448	9,255,849	10,202,167	11,271,184

资产质量

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
NPL ratio	1.07%	1.04%	1.03%	1.02%
NPLs	53,615	59,743	66,860	74,818
拨备覆盖率	438%	445%	438%	422%
拨贷比	4.68%	4.62%	4.51%	4.30%
一般准备/风险加权资产	4.11%	4.20%	4.20%	4.10%
不良贷款生成率	1.15%	0.80%	0.80%	0.80%
不良贷款核销率	-1.12%	-0.69%	-0.68%	-0.68%

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	185,031	210,529	232,526	256,609
净手续费及佣金收入	79,486	89,024	99,707	111,672
营业收入	286,891	323,553	356,233	392,281
营业税金及附加	-2,478	-3,236	-3,562	-3,923
拨备前利润	187,465	210,107	231,348	254,780
计提拨备	-64,871	-67,936	-69,132	-69,823
税前利润	122,440	142,171	162,216	184,957
净利润	97,959	113,745	129,782	147,976
归母净利润	97,342	113,028	128,965	147,044

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营管理				
贷款增长率	12.0%	14.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	11.6%	10.7%	10.2%	10.5%
总资产增长率	12.7%	10.7%	10.2%	10.5%
存款增长率	16.2%	15.0%	13.0%	13.0%
付息负债增长率	11.4%	14.9%	13.5%	13.5%
净利息收入增长率	6.9%	13.8%	10.4%	10.4%
手续费及佣金净收入增长	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
营业收入增长率	7.4%	12.8%	10.1%	10.1%
拨备前利润增长率	5.2%	12.1%	10.1%	10.1%
税前利润增长率	4.5%	16.1%	14.1%	14.0%
净利润增长率	4.8%	16.1%	14.1%	14.0%
非息收入占比	27.7%	27.5%	28.0%	28.5%
成本收入比	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
信贷成本	1.36%	1.26%	1.13%	1.01%
所得税率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
盈利能力				
NIM	2.49%	2.55%	2.55%	2.55%
拨备前 ROAA	2.38%	2.39%	2.38%	2.37%
拨备前 ROAE	28.1%	27.7%	27.6%	27.3%
ROAA	1.23%	1.28%	1.33%	1.37%
ROAE	16.0%	16.8%	17.1%	17.3%
流动性				
分红率	32.46%	32.46%	32.46%	32.46%
贷存比	88.96%	88.19%	88.19%	88.19%
贷款/总资产	60.26%	62.06%	63.63%	65.08%
债券投资/总资产	24.74%	23.47%	22.36%	21.25%
银行同业/总资产	7.37%	6.66%	6.04%	5.47%
资本状况				
核心一级资本充足率	12.29%	10.86%	11.10%	11.34%
资本充足率	13.79%	13.66%	13.65%	13.64%
加权风险资产(¥,mn)	5,710,544	6,321,385	6,967,683	7,697,781
RWA/总资产	68.3%	68.3%	68.3%	68.3%

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

免责声明：

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 2021 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

深圳市福田区福田街道益田路 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
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033