

Q1 财富管理发力+零售贷款增投，业绩高增不良续降

招商银行(600036)

评级:	买入	股票代码:	600036
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	57.6/32.41
目标价格:		总市值(亿)	13,442.18
最新收盘价:	53.3	自由流通市值(亿)	10,995.23
		自由流通股数(百万)	20,628.94

事件概述

招商银行披露 2021 年一季报：2021Q1 实现营业收入 847.51 亿元(+10.64%，YoY)，营业利润 400 亿元(+13.85%，YoY)，归母净利润 320.15 亿元(+15.18%，YoY)。一季度末总资产 8.66 万亿元(+3.63%，QoQ)，存款 5.83 万亿元(+3.53%，QoQ)，贷款 5.31 万亿元(+5.64%，QoQ)。公司净息差 2.52%(-4bp, YoY)；不良贷款率 1.02%(-5bp, QoQ)，拨备覆盖率 438.88%(+1.20pct, QoQ)，拨贷比 4.47%(-0.20pct, QoQ)；资本充足率 16.24%(-0.30pct, QoQ)；年化 ROE 19.54%(+0.78pct, YoY)。

分析判断：

► 一季度营收增速上行、业绩增速明显回升，财富管理拉升中收

公司一季度实现营收 847.51 亿元，同比增长 10.6%，增速略低于 2020 年同期 0.8pct，但较 2020 年全年增速上行 2.9pct，回归疫情前双位数的营收增速水平。并且在其他非息收入同比负增的情况下，核心盈利表现强劲超预期，利息净收入和手续费净收入分别同比增长 8.2%和 23.3%，高出 2020Q1 增速提升 2.7 和 8.1 个百分点，佣金占营收的比重同比提升 3.3pct 至 32.1%的高位。一季度母公司口径下的手续费净收入 245.4 亿元(+23.9%YoY)中，财富管理贡献了 47%，其中代理基金、保险、信托收入分别实现 61.3%、40%、31.3%的高增速。同时一季度公司的零售客群和 AUM 体量继续稳步扩增，且高净值客户集中度更加凸显。

一季度在 PPOP 增速 9.1%的基础上，减值损失计提规模基本持平上年同期，且信用成本率同比回落，贡献归母净利润实现 15.2%的同比增速，较 2020Q1 的 10.1%和 2020A 的 4.8%显著提升，已经回到 2019 年的疫情前增速水平。在各项资产质量指标向好的情况下，减值计提的边际放缓促进公司业绩释放，也进一步拉升公司 ROE 一季度收录 19.54%，同比提升 0.78pct，处于可比同业绝对高位。

► 零售贷款放量拉动息差企稳回升，高收益的信用卡、消费贷等获增配

资产端，一季度招行加快了贷款投放节奏，总资产较年初增幅 3.6%，不及上年同期的 4.7%，主要是同业资产规模压降 8.5%，但贷款一季度扩增 5.6%，超过 20Q1 的 0.2pct，净投放量超 2800 亿元，比 20Q1 多增了 17%。**投向上**，疫情期间受限的零售业务有了明显修复，母公司口径下一季度净增的 2436 亿元贷款中 45%投向零售(20Q1 为 5%)，净投放量超 20Q1 的十倍，同时对公和票据的净投放量有所压降。**具体看零售贷款的投放结构**：一季度按揭贷款净增 293 亿元，略低于 20Q1 的 313.8 亿元的水平；信用卡贷款规模增长 69.4 亿元，较 20Q1 下降超 450 亿元有明显改善；小微贷款和消费贷的投放量分别是 20Q1 净增量的 3.4 和 2 倍。

负债端来看，一季度存款规模较年初扩增 3.5%，增速弱于上年同期，招行也相应加大了债券发行力度(Q1 应付债券规模较年初增长 20%)。但母公司口径下一季度存款日均余额中活期存款占比 65.13%，较 2020 年提高 4.27pct，且季报强调存款成本率环比下降，低负债成本率优势进一步显现。

因此总体来看，一季度招行显著增配零售贷款、尤其是信用卡消费贷等高息贷款的投放、以及存款结构优势的发挥有力地拉动净息差企稳回升。公司披露的一季度净息差同比回落 4BP 至 2.52%，环比回升 11BP，幅度超出我们预期。

► 零售贷款质量进一步改善，资产质量持续优异

一季度不良率 1.02%，环比再降 5BP，拨备计提没有显著增加的情况下，拨贷比小幅下行，而拨备覆盖率仍自然

上行 1.2pct 至 438.88%。结构上，从母公司口径数据来看，对公贷款的不良率和关注类占比较年初分别降低 5BP、7BP 至 1.64%和 0.58%，逾期率 1.44%基本平稳；零售贷款质量改善更明显，不良、关注和逾期贷款均较年初实现规模和占比双降，三者占比分别较年初降 6BP、5BP、10BP 至 0.76%、0.92%、1.02%，小微、信用卡、消费贷等资产质量指标全面向好。

投资建议

招行一季度业绩靓丽、增速重回疫情前水平，得益于三个层面的原因：一方面，一季度高息零售贷款投放放量，叠加负债端活存率提升，拉动息差环比上行；另一方面，财富管理厚积薄发，在客群稳步拓展的同时，受益于一季度资本市场很好，贡献招行一季度中收高增；此外，信用成本率降低为利润释放留出空间。我们认为未来在经济回升、公司大财富管理战略持续落地、低信用成本的贡献下，招行的核心营收将继续修复、盈利保持稳健。我们小幅调整公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1103.71 亿元、1236.72 亿元、1406.77 亿元，增速分别为 13.4%、12.1%、13.8%；对应 PB 分别为 1.88 倍、1.69 倍、1.51 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,703	290,482	320,323	359,988	406,163
(+/-)	8.5%	7.7%	10.3%	12.4%	12.8%
归母净利润	92,867	97,342	110,371	123,672	140,677
(+/-)	15.3%	4.8%	13.4%	12.1%	13.8%
每股收益 (元)	3.62	3.79	4.31	4.84	5.51
每股净资产 (元)	22.89	25.36	28.30	31.58	35.32
P/E	14.7	14.0	12.4	11.0	9.7
P/B	2.33	2.10	1.88	1.69	1.51

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元：元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	6,689,729	7,442,611	8,176,266	9,103,490	10,155,302	ROAA (%)	1.31	1.23	1.25	1.25	1.28
净息差	2.59	2.49	2.50	2.53	2.57	ROAE (%)	16.84	15.73	16.31	16.38	16.68
利息收入	292,994	307,425	346,908	394,422	450,404	每股净资产	22.89	25.36	28.30	31.58	35.32
利息支出	119,904	122,394	142,845	164,492	189,910	EPS	3.62	3.79	4.31	4.84	5.51
净利息收入	173,090	185,031	204,063	229,930	260,494	股利	30264	31600	36445	40837	46452
非息收入						DPS	1.20	1.25	1.42	1.60	1.82
手续费和佣金收入	71,493	79,486	89,024	101,488	115,696	股息支付率	33.2	33.0	33.0	33.0	33.0
汇兑收益	3,259	2,202	2,202	2,202	2,202	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
交易性收入	16,155	17,502	18,460	19,466	20,522						
其他收入	5,706	6,261	6,574	6,903	7,248						
非息总收入	96,613	105,451	116,260	130,059	145,668						
非息费用											
业务管理费	86,541	96,745	112,280	126,249	142,970	业绩数据					
其他费用	2,608	3,591	3,771	3,959	4,157	增长率 (%)					
营业税金及附加	2,348	2,478	2,775	3,164	3,607	净利息收入	7.9	6.9	10.3	12.7	13.3
非息总费用	91,497	102,814	118,826	133,372	150,734	非利息收入	9.6	9.1	10.3	11.9	12.0
税前利润	117,132	122,440	140,596	158,696	182,251	非利息费用	12.8	12.4	15.6	12.2	13.0
所得税	23,709	24,481	30,225	35,024	41,574	归母净利润	15.3	4.8	13.4	12.1	13.8
归母净利润	92,867	97,342	110,371	123,672	140,677	平均生息资产	7.1	11.3	9.9	11.3	11.6
						总付息负债	9.8	11.4	11.9	12.2	12.0
						风险加权资产	12.6	7.8	7.8	11.0	11.8
资产负债表数据						营业收入分解(%)					
总资产	7,417,240	8,361,448	9,312,777	10,403,155	11,606,571	净利息收入占比	64.2	63.7	63.7	63.9	64.1
贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,581,511	6,215,182	6,917,546	佣金手续费收入占比	26.5	27.4	27.8	28.2	28.5
客户存款	4,874,981	5,664,135	6,416,303	7,282,504	8,229,229						
其他付息负债	1,722,101	1,687,609	1,812,227	1,953,568	2,116,033	营业效率(%)					
股东权益	611,301	723,750	797,676	880,512	974,737	成本收入比	32.1	33.3	35.1	35.1	35.2
资产质量						流动性 (%)					
不良贷款	52,275	53,615	53,569	56,503	59,952	平均存贷比	90.6	90.3	87.8	86.1	84.7
不良率	1.16	1.07	0.96	0.91	0.87						
贷款损失拨备	223,097	234,664	248,025	271,216	299,760	资本(%)					
拨备覆盖率	427	438	463	480	500	核心一级资本充足率	11.9	12.3	12.8	12.9	12.9
拨贷比	4.96	4.66	4.44	4.36	4.33	一级资本充足率	12.7	14.0	14.3	14.3	14.2
信用成本 (%)	1.29	0.98	0.95	1.00	0.99	资本充足率	15.5	16.5	16.9	16.8	16.7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。