

招商银行(600036)

盈利高增，财富标杆  
——招商银行2021年一季度报点评

✍ 分析师：梁凤洁 S1230520100001  
✍ 分析师：邱冠华 S1230520010003  
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

盈利能力回升，财富管理实现高增，零售不良全面改善。

投资要点

□ 业绩概览

招商银行 21Q1 归母净利润同比+15.2%，增速环比 20A +10.4pc；营收同比+10.6%，增速环比 20A +2.9pc。21Q1 净息差（日均）2.52%，环比 20Q4 提升 11bp。ROE 19.54%，同比提升 0.8pc；ROA 1.52%，同比提升 4bp。21Q1 末不良率 1.02%，环比-5bp，拨备覆盖率 439%，环比+1pc。

□ 核心观点

1、**盈利能力回升**。招商银行 21Q1 归母净利润同比+15%，增速环比 20A +10pc，盈利增速修复带动 ROE 同比回升 0.8pc 至 19.5%，盈利能力自 2020 年初以来首次同比回升。主要归因减值损失和息差的拖累消退，同时中收的贡献提升。

具体来看：①**规模**，资产规模同比+11.6%，增速环比回落 1pc；②**息差**，21Q1 单季息差环比 20Q4 提升 11bp 至 2.52%；③**中收**，中收同比+23%，增速环比 20A +12pc，财富管理相关中收同比高增，代理基金、代理信托、代理保险中收同比分别+61%、31%、40%，财富管理战略成效显著；④**减值**，资产减值损失同比+0.9%，增速环比-5.4pc。展望未来，财富管理战略发力、信用成本压力回落，预计招行盈利增速有望继续回升。

2、**息差环比提升**。招商银行 21Q1 息差环比+11bp 至 2.52%，驱动因素来看，主要得益于负债成本率的改善。21Q1 招行单季资产收益率（期初期末口径）环比持平于 3.75%，单季负债成本率（期初期末口径）环比-9bp 至 1.58%，归因资产负债结构优化。①**资产端**，21Q1 贷款总额环比+5.6%，增速较总资产快 2pc，贷款占比提升；②**负债端**，低成本的活期存款占比提升。21Q1 公司口径的日均活期存款占比 65%，环比 2020 年全年提升 4pc。

3、**财富管理高增**。①**规模方面**，公司口径的零售 AUM、私行 AUM 分别同比+21.7%、27.3%，增速环比+2.4pc、2.9pc；私行户均 AUM 同比+2.7%，增速较 20A 提升 1pc，私行客户粘性增强；②**收入方面**，代理基金、代理信托、代理保险中收同比分别+61%、31%、40%。展望未来，财富管理战略的持续发力将支撑盈利高速增长，并有望成为招行估值的重要锚点。

4、**零售不良改善**。21Q1 招行不良率环比-5bp 至 1.02%。细项来看，零售贷款不良全面改善。21Q1 公司口径零售不良率、关注率、逾期率环比-6bp、-5bp、-10bp。动态指标方面，21Q1 除信用卡外零售不良生成额 10 亿，同比减少 4 亿，信用卡不良生成 72 亿，同比增长 5 亿，但生成额较 20Q4 单季减少 12 亿。展望未来，经济修复叠加信用卡业务结构优化下，预计资产质量将继续向好。

□ 盈利预测及估值

招商银行盈利能力回升，财富管理实现高增，零售不良全面改善。预计 2021-2023 年招商银行归母净利润同比增长 15.30%/15.31%/15.42%，对应 BPS 28.47/32.09/36.27 元。继续维持目标价 62.50 元，对应 2021 年 2.20 倍 PB。现价对应 2021 年 PB 1.87 倍，现价空间 17%，买入评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

评级

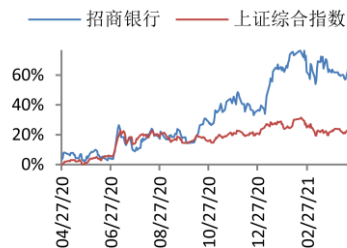
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 53.30

单季度业绩

元/股

1Q/2021	1.28
4Q/2020	0.83
3Q/2020	1.07
2Q/2020	0.88



公司简介

相关报告

- 1《大财富战略，估值新起点——招商银行 2020 年报点评》2021.03.21
- 2《标杆银行，王者风范——招商银行 2020 年业绩快报点评》2021.01.14
- 3《零售业务加速修复——招商银行 2020 年三季度报点评》2020.11.01
- 4《招商银行 20H1：盈利领跑同业，实际风险改善——继续印证我们对中报利润“股份行-10%，招行或是个案”的判断》2020.08.30

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	290,482	324,286	363,900	410,972
(+/-)	7.70%	11.64%	12.22%	12.94%
净利润	97,342	112,234	129,421	149,382
(+/-)	4.82%	15.30%	15.31%	15.42%
每股净资产(元)	25.36	28.47	32.09	36.27
P/B	2.10	1.87	1.66	1.47

**表 1：招商银行 2021 年一季度业绩概览**

维度	单位: 百万元	20Q1	20A	21Q1	环比变化	同比变化	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	18.8%	15.7%	19.5%	3.8pc	0.8pc	17.7%	13.8%	16.1%	10.7%	17.3%	6.6pc
	ROA (年化)	1.47%	1.23%	1.52%	29bp	4bp	1.46%	1.11%	1.33%	1.00%	1.50%	50bp
	拨备前利润	55,257	187,465	60,638		9.7%	55,257	48,024	47,145	37,039	60,638	63.7%
	同比增速	10.8%	5.1%	9.7%	4.6pc	-1.0pc	10.8%	-0.1%	3.2%	6.8%	9.7%	2.9pc
	归母净利润	27,795	97,342	32,015		15.2%	27,795	21,993	26,815	20,739	32,015	54.4%
	同比增速	10.1%	4.8%	15.2%	10.4pc	5.1pc	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	15.2%	-17.5pc
	EPS (未年化)	1.10	3.79	1.27		15.2%	1.10	0.87	1.06	0.82	1.27	54.4%
	BVPS (未年化)	24.11	25.36	26.61	4.9%	10.4%	24.11	23.73	24.55	25.36	26.61	4.9%
收入拆分	营业收入	76,603	290,482	84,751		10.6%	76,603	71,750	73,077	69,052	84,751	22.7%
	同比增速	11.4%	7.7%	10.6%	2.9pc	-0.8pc	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%	10.6%	-0.8pc
	利息净收入	45,756	185,031	49,524		8.2%	45,756	45,117	47,662	46,496	49,524	6.5%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,556,043	7,903,840	8,416,483	6.5%	11.4%	7,556,043	7,848,515	8,034,813	8,175,988	8,416,483	2.9%
	净息差 (日均余额口径)	2.56%	2.49%	2.52%	3bp	-4bp	2.56%	2.45%	2.53%	2.41%	2.52%	11bp
	净息差 (期初期末口径)	2.42%	2.34%	2.35%	1bp	-7bp	2.42%	2.30%	2.37%	2.27%	2.35%	8bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	4.10%	3.89%	3.75%	-14bp	-35bp	4.10%	3.88%	3.84%	3.75%	3.75%	0bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.89%	1.75%	1.58%	-16bp	-31bp	1.89%	1.78%	1.65%	1.67%	1.58%	-9bp
	非利息净收入	30,847	105,451	35,227		14.2%	30,847	26,633	25,415	22,556	35,227	56.2%
	手续费净收入	22,061	79,486	27,202		23.3%	22,061	20,208	21,008	16,209	27,202	67.8%
	其他非息收入	8,786	25,965	8,025		-8.7%	8,786	6,425	4,407	6,347	8,025	26.4%
	业务及管理费	19,584	96,745	22,494		14.9%	19,584	22,276	24,452	30,433	22,494	-26.1%
	成本收入比	25.57%	33.30%	26.54%	-6.8pc	1.0pc	25.57%	31.05%	33.46%	44.07%	26.54%	-17.5pc
	资产减值损失	20,354	65,025	20,545		0.9%	20,354	20,089	12,078	12,504	20,545	64.3%
	贷款减值损失	18,043	46,882	14,813		-17.9%	18,043	18,168	4,755	5,916	14,813	150.4%
	信用成本	1.56%	0.98%	1.15%	16bp	-42bp	1.56%	1.52%	0.39%	0.47%	1.15%	67bp
	所得税费用	6,949	24,481	7,844		12.9%	6,949	5,811	8,075	3,646	7,844	115.1%
有效税率	19.91%	19.99%	19.56%	-0.4pc	-0.3pc	19.91%	20.80%	23.03%	14.86%	19.56%	4.7pc	
规模增长	总资产	7,766,114	8,361,448	8,664,641	3.6%	11.6%	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448	8,664,641	3.6%
	生息资产余额	7,726,595	8,252,785	8,580,180	4.0%	11.0%	7,726,595	7,970,435	8,099,191	8,252,785	8,580,180	4.0%
	贷款总额	4,732,658	5,029,128	5,312,529	5.6%	12.3%	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128	5,312,529	5.6%
	对公贷款	2,213,464	2,347,968	2,370,982	1.0%	7.1%	2,213,464	2,367,563	2,236,771	2,347,968	2,370,982	1.0%
	个人贷款	2,519,194	2,681,160	2,941,547	9.7%	16.8%	2,519,194	2,484,152	2,769,431	2,681,160	2,941,547	9.7%
	同业资产	637,581	616,516	564,369	-8.5%	-11.5%	637,581	578,490	526,356	616,516	564,369	-8.5%
	金融投资	1,882,889	2,068,695	2,126,456	2.8%	12.9%	1,882,889	2,045,391	2,067,208	2,068,695	2,126,456	2.8%
	存放央行	473,467	538,446	576,826	7.1%	21.8%	473,467	494,839	499,425	538,446	576,826	7.1%
	总负债	7,117,641	7,631,094	7,902,787	3.6%	11.0%	7,117,641	7,392,805	7,446,973	7,631,094	7,902,787	3.6%
	付息负债余额	6,859,453	7,315,945	7,590,166	3.7%	10.7%	6,859,453	7,109,863	7,136,094	7,315,945	7,590,166	3.7%
	吸收存款	5,164,118	5,628,336	5,827,214	3.5%	12.8%	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	5,827,214	3.5%
	企业活期	1,816,303	2,306,134	2,379,438	3.2%	31.0%	1,816,303	2,053,534	2,095,230	2,306,134	2,379,438	3.2%
	个人活期	1,169,073	1,400,520	1,458,365	4.1%	24.7%	1,169,073	1,316,773	1,274,933	1,400,520	1,458,365	4.1%
	企业定期	1,521,633	1,289,556	1,388,808	7.7%	-8.7%	1,521,633	1,408,019	1,515,739	1,289,556	1,388,808	7.7%
	个人定期	657,108	632,126	600,603	-5.0%	-8.6%	657,108	661,724	609,228	632,126	600,603	-5.0%
	同业负债	844,002	1,009,846	1,039,502	2.9%	23.2%	844,002	951,017	947,935	1,009,846	1,039,502	2.9%
	发行债券	536,542	346,141	416,310	20.3%	-22.4%	536,542	412,399	386,748	346,141	416,310	20.3%
向央行借款	314,791	331,622	307,140	-7.4%	-2.4%	314,791	306,397	306,282	331,622	307,140	-7.4%	
所有者权益	642,031	723,750	755,107	4.3%	17.6%	642,031	632,530	703,306	723,750	755,107	4.3%	
总股本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	52,582	53,615	54,057	0.8%	2.8%	52,582	55,328	56,466	53,615	54,057	0.8%
	不良率	1.11%	1.07%	1.02%	-5bp	-9bp	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	-5bp
	关注贷款	n.a	40,716	n.a	n.a	n.a	n.a	48,088	n.a	40,716	n.a	n.a
	关注率	n.a	0.81%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.99%	n.a	0.81%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	56,568	n.a	n.a	n.a	n.a	65,693	n.a	56,568	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.12%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.35%	n.a	1.12%	n.a	n.a
	不良生成额	6,431	45,074	14,778	-67.2%	129.8%	6,431	17,112	12,476	9,055	14,778	63.2%
	不良生成率	0.57%	1.00%	1.18%	17bp	60bp	0.57%	1.45%	1.03%	0.72%	1.18%	45bp
	核销转出额	6,124	43,734	14,336	-67.2%	134.1%	6,124	14,366	11,338	11,906	14,336	20.4%
	核销转出率	46.86%	83.66%	106.96%	23.3pc	60.1pc	46.86%	109.29%	81.97%	84.34%	106.96%	22.6pc
	逾期90+偏离度	n.a	76.4%	n.a	n.a	n.a	n.a	80.0%	n.a	76.4%	n.a	n.a
拨备覆盖率	451.3%	438%	439%	1.2pc	-12.4pc	451.3%	440.8%	424.8%	437.7%	438.9%	1.2pc	
拨贷比	5.01%	4.67%	4.47%	-20bp	-55bp	5.01%	5.03%	4.79%	4.67%	4.47%	-20bp	
资本情况	核心一级资本充足率	11.94%	12.29%	12.19%	-10bp	25bp	11.94%	11.31%	11.65%	12.29%	12.19%	-10bp
	一级资本充足率	12.64%	13.98%	13.79%	-19bp	115bp	12.64%	11.99%	13.31%	13.98%	13.79%	-19bp
	资本充足率	15.52%	16.54%	16.24%	-30bp	72bp	15.52%	14.90%	16.19%	16.54%	16.24%	-30bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

## 表附录：报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	538,446	557,205	612,926	674,218	净利息收入	185,031	202,159	226,129	255,342
同业资产	616,516	678,168	745,984	820,583	净手续费收入	79,486	95,383	109,691	126,144
贷款总额	5,029,128	5,567,606	6,163,340	6,822,817	其他非息收入	25,965	26,744	28,081	29,485
贷款减值准备	-234,522	-251,766	-293,138	-343,400	<b>营业收入</b>	290,482	324,286	363,900	410,972
贷款净额	4,804,361	5,315,840	5,870,202	6,479,417	税金及附加	-2,478	-2,825	-3,177	-3,596
证券投资	2,068,695	2,325,459	2,540,111	2,782,407	业务及管理费	-96,745	-108,004	-121,197	-136,874
其他资产	333,430	340,449	374,681	412,551	营业外净收入	-203	-2	-2	-2
<b>资产合计</b>	8,361,448	9,217,121	10,143,904	11,169,177	<b>拨备前利润</b>	187,465	209,700	235,311	265,741
同业负债	1,341,468	1,459,034	1,587,527	1,727,999	资产减值损失	-65,025	-69,354	-73,473	-78,942
存款余额	5,628,336	6,191,170	6,810,287	7,491,315	<b>税前利润</b>	122,440	140,346	161,838	186,798
应付债券	346,141	454,913	512,009	576,270	所得税	-24,481	-27,458	-31,663	-36,546
其他负债	315,149	302,681	332,732	365,810	<b>税后利润</b>	97,959	112,888	130,175	150,252
<b>负债合计</b>	7,631,094	8,407,797	9,242,554	10,161,395	<b>归属母公司净利润</b>	97,342	112,234	129,421	149,382
<b>股东权益合计</b>	730,354	809,324	901,350	1,007,782	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	95,691	110,575	127,762	147,723
<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>业绩增长</b>					<b>资产质量</b>				
利息净收入增速	6.90%	9.26%	11.86%	12.92%	不良贷款余额	53,615	56,854	61,832	67,916
手续费净增速	11.18%	20.00%	15.00%	15.00%	不良贷款净生成率	1.00%	0.80%	0.60%	0.50%
非息净收入增速	9.15%	15.81%	12.81%	12.96%	不良贷款率	1.07%	1.02%	1.00%	1.00%
拨备前利润增速	5.15%	11.86%	12.21%	12.93%	拨备覆盖率	438%	443%	474%	506%
归属母公司净利润增速	4.82%	15.30%	15.31%	15.42%	拨贷比	4.67%	4.52%	4.76%	5.03%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	15.73%	16.29%	16.73%	17.14%	贷存比	89.35%	89.93%	90.50%	91.08%
ROAA	1.23%	1.28%	1.34%	1.40%	贷款/总资产	60.15%	60.41%	60.76%	61.09%
RORWA	2.39%	2.27%	2.20%	2.31%	平均生息资产/平均总资产	99.11%	98.88%	99.12%	99.29%
生息率	3.89%	3.80%	3.84%	3.90%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	1.75%	1.68%	1.68%	1.68%	EPS	3.79	4.38	5.07	5.86
净利差	2.14%	2.13%	2.17%	2.22%	BVPS	25.36	28.47	32.09	36.27
净息差	2.34%	2.33%	2.36%	2.41%	每股股利	1.25	1.45	1.67	1.93
成本收入比	33.30%	33.30%	33.30%	33.30%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	14.05	12.16	10.52	9.10
资本充足率	16.54%	16.19%	16.32%	16.51%	P/B	2.10	1.87	1.66	1.47
核心资本充足率	13.98%	13.81%	14.04%	14.32%	P/POP	7.17	6.41	5.71	5.06
风险加权系数	51.41%	60.70%	60.70%	60.70%	股息收益率	2.35%	2.71%	3.14%	3.63%
股息支付率	33.02%	33.00%	33.00%	33.00%					

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>