

招商银行 (600036)

证券研究报告
2021年04月25日

净息差改善大，私行业务一骑绝尘

事件：4月23日晚，招商银行披露2021年一季度业绩：营收847.51亿元，同比+10.64%；归母净利润320.15亿元，同比+15.18%，年化加权平均ROE为19.54%，同比上升0.78个百分点。截至2021年一季度末，资产规模8.66万亿元，不良贷款率1.02%。

点评：
净利润增速大幅回升

营收增速回升。1Q21 营收同比增长 10.64%，较 2020 年末的 7.7% 提高 2.94pct。**盈利增速大幅回升。**1Q21 归母净利润同比增长 15.18%，利润增速较 2020 年末大幅上升 10.36pct，主要是规模增长、中收及拨备反哺贡献。拨备前利润同比增长 9.25%，增速较 2020 年末上升 3.48pct。

资产结构优秀，净息差平稳

贷款规模扩张提速。1Q21 存款增速为 12.84%，支撑资产较快扩张，3 月末资产规模达 8.66 万亿元，同比增速达 11.6%。1Q21 资产端贷款占总资产比例达 61.3%，保持较高水平；负债端存款占总负债比例达 73.7%，同比上升 1.2 个百分点，对同业存单依赖降低。

净息差环比升幅大。1Q21 净息差为 2.52%，较 20Q4 提高 11BP。受益于活期存款占比提升推动的存款成本率下降，以及高收益资产占比提升带来的生息资产收益率提升。但受 2020 年 LPR 多次下调的累计效应影响，1Q21 净息差同比下降 4BP。21 年货币政策虽回归中性，但考虑到央行整理互联网存款，减缓存款竞争压力，负债成本或平稳，预计 21 年净息差水平同比维持平稳。

资产质量保持优异，资本压力小

资产质量逐步摆脱疫情影响。集团 1Q21 不良率为 1.02%，环比降 5bp。拨备覆盖率环比上升 1.2pct 到 438.88%，处于高位。招行母公司 1Q21 贷款不良率/关注率/逾期率为 1.04%/0.73%/1.11%，较 2020 年末分别下降 5/6/5BP。

公司的 AUM 规模稳步增长。2021 年一季度末零售 AUM 规模高达 9.59 万亿元，覆盖零售客户 1.61 亿户，环比分别增长 7.3% 和 1.9%。私人银行客户 106,887 户，较上年末增长 6.91%；管理的私人银行客户总资产 2.98 万亿元，较上年末增长 7.55%；户均总资产 2792 万元，较上年末增加 16.47 万元。

投资建议：净息差改善大，私行业务一骑绝尘

招行作为零售银行标杆，Q1 业绩增速超预期，净息差环比改善大，资产质量维持优异且继续改善，资本水平维持较高水平，私行业务一骑绝尘，叠加拨备水平高反哺利润空间较大，我们维持招行目标估值为 2.3X 21 PB，对应目标价 65.15 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：监管趋严超预期；资产质量显著恶化等；AUM 增长停滞。

投资评级

行业	银行/银行
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	53.3 元
目标价格	65.15 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	1,099,522.74
流通 A 股市值(百万元)	1,099,522.74
每股净资产(元)	26.61
资产负债率(%)	91.21
一年内最高/最低(元)	57.60/32.72

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

朱于啟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090006
zhuyutian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

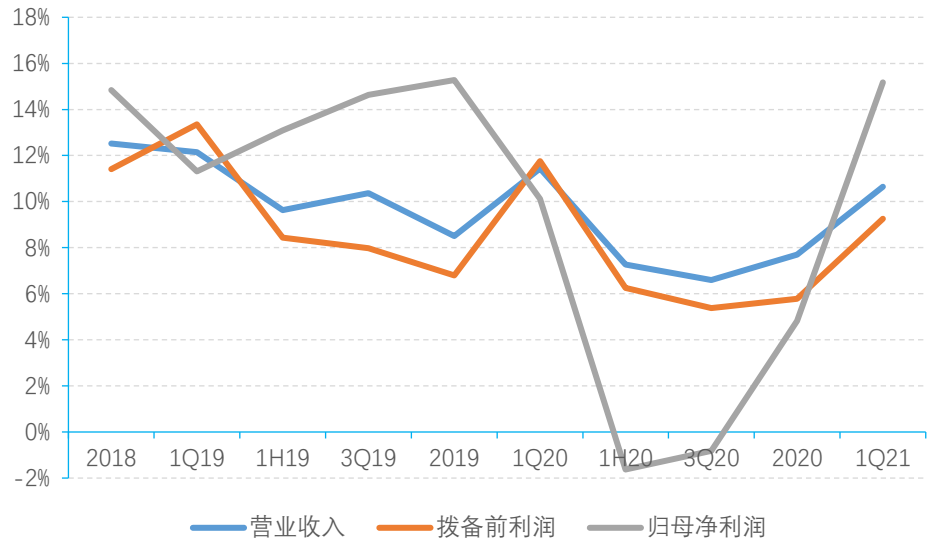
- 《招商银行-年报点评报告:零售银行真龙头，上调评级至“买入”》 2021-03-22
- 《招商银行-季报点评:3Q20:疫情影响逐步消退，业绩稳健》 2020-11-02
- 《招商银行-半年报点评:1H20:疫情对个贷质量影响渐消，经营稳健的龙头》 2020-08-31

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2697	2905	3290	3612	3941
增长率(%)	8.5	7.7	13.3	9.8	9.1
归属母公司股东净利润(亿元)	929	973	1122	1270	1418
增长率(%)	15.3	4.8	15.2	13.2	11.7
每股收益(元)	3.68	3.86	4.45	5.03	5.62
市盈率(P/E)	14.47	13.81	11.99	10.59	9.48
市净率(P/B)	2.33	2.10	1.88	1.68	1.50

资料来源：wind，天风证券研究所

净利增速大幅回升。4月23日晚公司发布2021年一季度报。一季度归母净利润同比增速为15.18%，利润增速较2020年末大幅上升10.36pct，主要是规模增长、中收及拨备反哺贡献，净息差对业绩有所拖累。拨备前的业绩增速较2020年末的低点回升较多。2021年一季度年营业收入和拨备前利润分别同比增长10.64%和9.25%，增速分别较2020年末上升2.94pct和3.48pct。

图1：招行2021年一季度净利增速大幅回升（%）



资料来源：定期财报，天风证券研究所

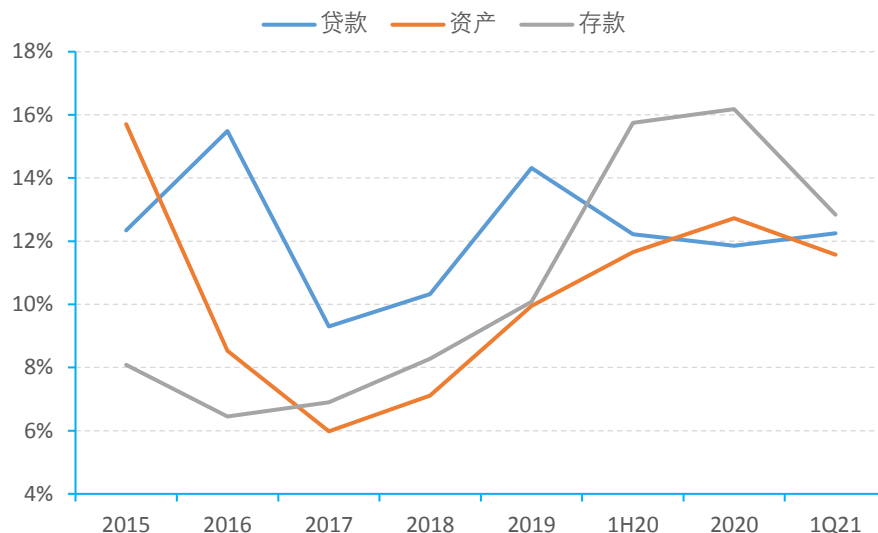
表1：招商银行累计同比业绩增长拆分

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	变化(%)
规模增长	11.75%	13.61%	13.04%	13.65%	12.27%	-1.39%
净息差扩大	(6.25%)	(9.65%)	(7.47%)	(6.75%)	(4.03%)	2.72%
非息收入	5.58%	2.91%	0.67%	0.51%	2.33%	1.82%
成本	(0.31%)	(1.42%)	(1.50%)	(2.27%)	(0.81%)	1.46%
拨备	(5.24%)	(8.59%)	(5.53%)	(0.70%)	5.14%	5.84%
税收	4.08%	1.60%	(0.11%)	0.30%	0.50%	0.20%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

贷款规模扩张提速。1Q21存款增速为12.84%，支撑资产较快扩张，3月末资产规模达8.66万亿元，同比增速达11.6%。1Q21资产端贷款占总资产比例达61.3%，保持较高水平；负债端存款占总负债比例达73.7%，同比上升1.2个百分点，对同业存单依赖降低。

图2：招商银行存、贷款以及资产同比增速



资料来源：定期财报，天风证券研究所

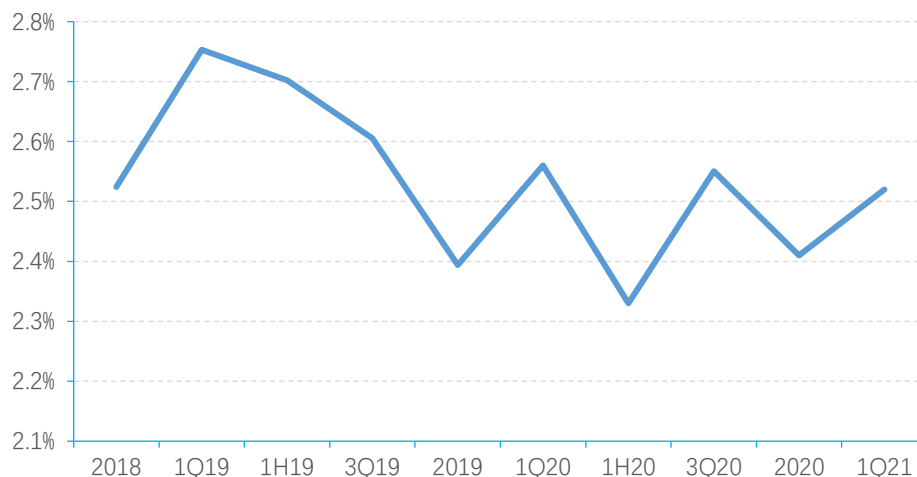
表 2：招商银行资产负债情况（亿元）

	2016	2017	2018	1H19	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20	2020	1Q21	1Q21 增量
贷款	32,617	35,650	39,330	43,235	44,623	44,961	47,327	48,517	50,062	50,291	53,125	2,834
资产	59,423	62,976	67,458	71,938	73,059	74,171	77,661	80,318	81,567	83,614	86,646	3,032
存款	38,020	40,643	44,007	46,997	47,932	48,444	51,641	54,401	55,291	56,283	58,272	1,989
负债	55,389	58,142	62,022	66,189	67,031	67,993	71,176	73,928	74,470	76,311	79,028	2,717
贷款占比	54.9%	56.6%	58.3%	60.1%	61.1%	60.6%	60.9%	60.4%	61.4%	60.1%	61.3%	1.2%
存款占比	68.6%	69.9%	71.0%	71.0%	71.5%	71.2%	72.6%	73.6%	74.2%	73.8%	73.7%	0.0%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

净息差环比升幅大。1Q21 净息差为 2.52%。受益于活期存款占比提升推动的存款成本率下降，以及高收益资产占比提升带来的生息资产收益率提升，一季度净息差较 20Q4 环比上升 11BP。但受 2020 年 LPR 多次下调的累计效应影响，一季度净息差同比下降 4BP。21 年货币政策虽回归中性，但考虑到央行整理互联网存款，减缓存款竞争压力，负债成本或平稳，预计 21 年净息差水平维持平稳。

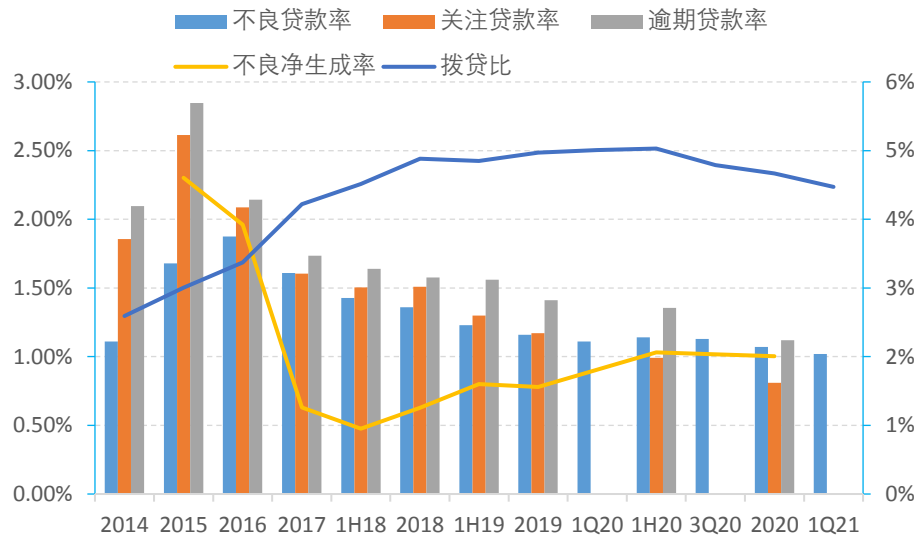
图 3：招行 21 年一季度净息差同比下降，环比上升



资料来源：定期财报，天风证券研究所

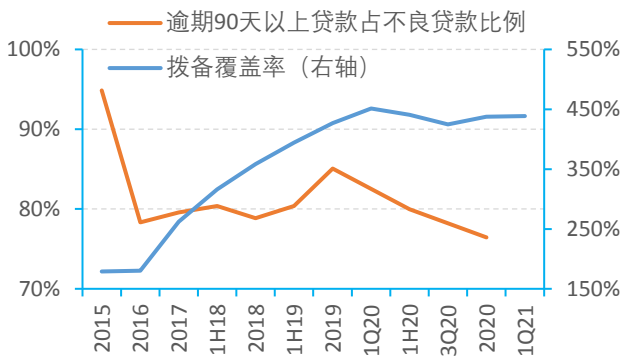
资产质量保持优异。1Q21 集团不良率为 1.02%，环比下降 5bp。在已经通过“挤水分”加大不良贷款的确认力度后，不良率依然下降，说明实际信用风险水平有所下降。一季度拨备覆盖率环比上升 1.2pct 到 438.88%，处于高位，风险抵御能力强。

图 4：招行 21 年一季度整体资产质量保持优异



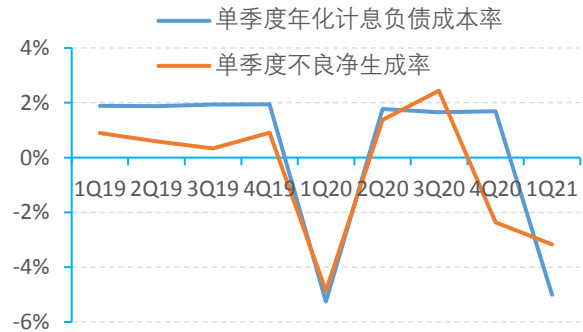
资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 5：招商银行拨备覆盖率、逾期 90 天以上贷款占不良贷款比例



资料来源：定期财报，天风证券研究所

图 6：招商银行负债成本、不良贷款生成率



资料来源：定期财报，天风证券研究所

分产品看，资产质量摆脱疫情影响，持续改善。母公司口径的对公一般性贷款、零售贷款的不良率分别环比下降 5bp 和 6bp。其中受疫情冲击最大的信用卡贷款和小微贷款不良率都环比回落，两者分别变动 -4bp 和 -9bp。在加大不良确认力度后，对公不良率仍然下降，说明实际风险水平下行。零售一般性贷款的**关注率、逾期率**环比分别下降 5bp 和 10bp。

表 3：资产质量摆脱疫情影响（招行本体情况，非集团情况，亿元，%）

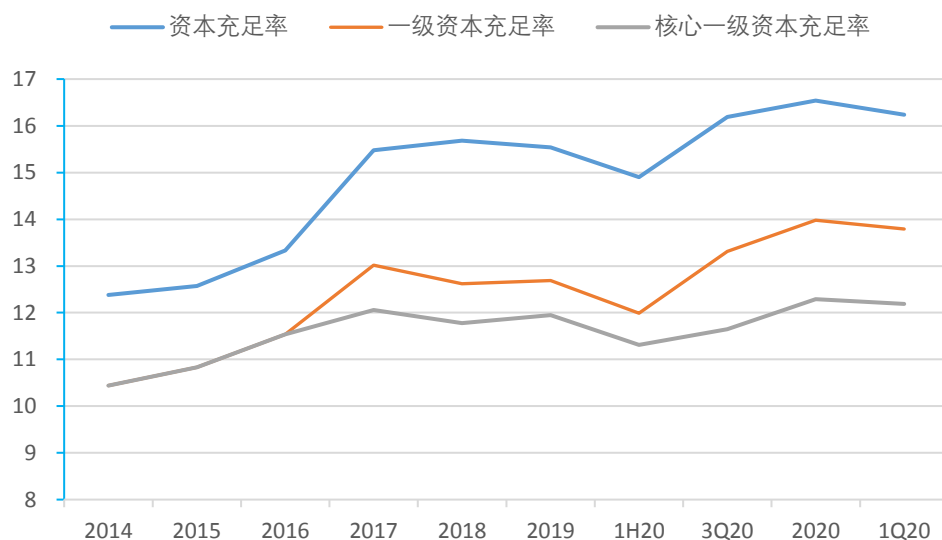
	贷款	不良贷款率				关注贷款率				逾期贷款率			
		1H20	3Q20	20 年 末	1Q21	1H20	3Q20	20 年 末	1Q21	1H20	3Q20	20 年 末	1Q21
公司贷款	18,890	1.70%	1.85%	1.69%	1.64%	0.97%	0.70%	0.65%	0.58%	1.69%	1.54%	1.43%	1.44%
零售贷款	27,541	0.81%	0.83%	0.82%	0.76%	1.14%	1.04%	0.97%	0.92%	1.37%	1.27%	1.12%	1.02%
小微贷款	5,351	0.62%	0.64%	0.63%	0.54%	0.45%	0.32%	0.21%	0.18%	0.81%	0.71%	0.60%	0.53%
个人住房贷款	12,937	0.25%	0.27%	0.30%	0.26%	0.19%	0.15%	0.12%	0.12%	0.35%	0.32%	0.30%	0.27%
信用卡贷款	7,535	1.85%	1.78%	1.66%	1.62%	3.47%	3.24%	3.02%	2.94%	3.50%	3.20%	2.69%	2.50%

资料来源：定期财报，天风证券研究所

注：公司贷款不包含票据贴现

资本充足率保持较高水平，压力较小。1Q21 公司的核心一级资本充足率/一级资本充足率/资本充足率分别为 12.19%/13.79%/16.24%，分别环比下降 10bp/19bp/30bp，主要是因为风险加权资产增长较快。因为公司是业内少数使用资本计量高级法的银行，资本损耗比其他银行更小，而且目前充足率水平高，所以短期的资本充足率波动对公司影响不大。未来在轻资本业务上有望继续加码。

图 7：招行资本充足率保持较高水平（%）



资料来源：定期财报，天风证券研究所

公司的 AUM 规模稳步增长。在流动性宽松，全行业资管规模普遍扩张的大环境里，招行这种高净值客户较多的零售结构尤其受益。2021 年一季度末零售 AUM 规模高达 9.59 万亿元，覆盖零售客户 1.61 亿户，环比分别增长 7.3%和 1.9%。私人银行客户 106,887 户，较上年末增长 6.91%；管理的私人银行客户总资产 2.98 万亿元，较上年末增长 7.55%；户均总资产 2792 万元，较上年末增加 16.47 万元。

投资建议：净息差改善大，私行业务一骑绝尘

招行作为零售银行标杆，Q1 业绩增速超预期，净息差环比改善大，资产质量维持优异且继续改善，资本水平维持较高水平，私行业务一骑绝尘，叠加拨备水平高反哺利润空间较大，我们维持招行目标估值为 2.3X 21 PB，对应目标价 65.15 元/股，维持“买入”评级。

财务预测摘要

人民币亿元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表						收入增长					
净利息收入	1731	1850	2172	2405	2649	净利润增速	15.3%	4.8%	15.2%	13.2%	11.7%
手续费及佣金	715	795	843	885	929	拨备前利润增速	6.8%	5.8%	16.7%	12.0%	10.9%
其他收入	251	260	275	323	363	税前利润增速	10.1%	4.4%	15.1%	13.1%	11.7%
营业收入	2697	2905	3290	3612	3941	营业收入增速	8.5%	7.7%	13.3%	9.8%	9.1%
营业税及附加	(23)	(25)	(33)	(36)	(39)	净利息收入增速	7.9%	6.9%	17.4%	10.7%	10.1%
业务管理费	(865)	(967)	(1025)	(1077)	(1131)	手续费及佣金增速	7.5%	11.2%	6.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	1808	1913	2232	2499	2771	营业费用增速	12.2%	11.8%	6.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(611)	(650)	(777)	(851)	(926)	规模增长					
税前利润	1172	1224	1410	1595	1781	生息资产增速	10.1%	11.8%	10.9%	9.7%	9.7%
所得税	(237)	(245)	(282)	(319)	(356)	贷款增速	14.2%	12.0%	12.0%	10.0%	10.0%
净利润	929	973	1122	1270	1418	同业资产增速	-14.8%	18.0%	10.0%	10.0%	10.0%
资产负债表						证券投资增速	8.0%	14.6%	10.0%	10.0%	10.0%
贷款总额	44907	50291	56326	61959	68155	其他资产增速	11.3%	31.9%	43.0%	19.9%	19.3%
同业资产	5225	6165	6782	7460	8206	计息负债增速	9.7%	10.7%	12.7%	10.3%	10.3%
证券投资	18044	20687	22756	25031	27534	存款增速	10.1%	16.2%	12.0%	10.0%	10.0%
生息资产	73702	82399	91382	100245	109980	同业负债增速	4.2%	20.8%	15.0%	10.0%	10.0%
非生息资产	2702	3562	5093	6105	7282	股东权益增速	13.6%	18.2%	10.3%	10.6%	10.7%
总资产	74172	83614	93982	103657	114350	存款结构					
客户存款	48444	56283	63037	69341	76275	活期	59.1%	65.9%	65.86%	65.86%	65.86%
其他计息负债	17221	16410	18911	21035	23405	定期	40.9%	34.1%	34.14%	34.14%	34.14%
非计息负债	2330	3618	3980	4378	4815	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	67995	76311	85928	94753	104495	贷款结构					
股东权益	6177	7304	8054	8904	9855	企业贷款(不含贴现)	42.4%	40.1%	40.11%	40.11%	40.11%
每股指标						个人贷款	52.6%	53.3%	53.31%	53.31%	53.31%
每股净利润(元)	3.68	3.86	4.45	5.03	5.62	资产质量					
每股拨备前利润(元)	7.17	7.58	8.85	9.91	10.99	不良贷款率	1.16%	1.05%	0.96%	0.96%	0.96%
每股净资产(元)	22.89	25.36	28.33	31.68	35.44	正常	97.66%	98.12%	99.24%	99.29%	99.34%
每股总资产(元)	294.10	331.54	372.65	411.01	453.41	关注	1.17%	0.81%	0.76%	0.71%	0.66%
P/E	14.5	13.8	12.0	10.6	9.5	次级	0.35%	0.29%			
P/PPOP	7.4	7.0	6.0	5.4	4.9	可疑	0.39%	0.44%			
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	损失	0.43%	0.34%			
P/A	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	拨备覆盖率	426.78%	446.28%	462.95%	452.69%	444.55%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.59%	2.49%	2.50%	2.51%	2.52%	资本充足率	15.54%	16.54%	17.04%	17.62%	18.24%
净利差(Spread)	2.48%	2.40%	2.42%	2.44%	2.46%	核心资本充足率	11.95%	12.29%	13.03%	13.83%	14.67%
贷款利率	5.17%	4.89%	4.94%	4.99%	5.04%	资产负债率	91.67%	91.27%	91.43%	91.41%	91.38%
存款利率	1.58%	1.55%	1.58%	1.61%	1.64%	其他数据					
生息资产收益率	4.38%	4.13%	4.15%	4.17%	4.19%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.90%	1.73%	1.75%	1.77%	1.79%						
盈利能力											
ROAA	1.32%	1.24%	1.27%	1.29%	1.31%						
ROAE	17.15%	16.00%	16.57%	16.78%	16.76%						
拨备前利润率	2.55%	2.42%	2.51%	2.53%	2.54%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com