

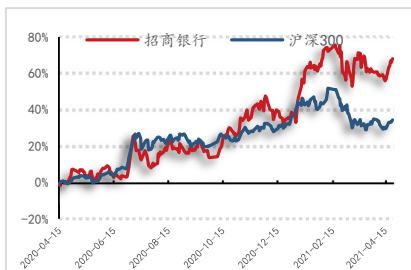
零售客户高增长，为全年业绩护航

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-26

收盘价（元）	53.30
近12个月最高/最低（元）	57.60/32.57
总股本（百万股）	25,200
流通股本（百万股）	20,600
流通股比例（%）	81.75
总市值（亿元）	13,442
流通市值（亿元）	10,995

公司价格与沪深300走势比较


分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

相关报告

- 《招商银行 (600036.SH) 首次覆盖：优势巩固，质量向好》，2021-01-29。
- 《招商银行 (600036.SH) 点评报告：零售资产增速有望提升，资产质量不断向好》，2021-03-22。

主要观点：

● 整体：Q1 归母净利润同比增长 15.18%

2021 年 Q1，招行实现营收/归母净利润分别为 847.51 亿/320.15 亿，同比分别增长 10.64%/15.18%。营收中，净利息收入/非利息收入分别为 495.24 亿/352.27 亿，同比分别增长 8.23%/14.20%。年化 ROE 为 19.54%，同比上升 0.78 个百分点。

● 营运：零售各层客户和资产增速均好于去年同期

截至报告期末，招行零售客户数和对应资产分别达 1.61 亿户和 95946 亿元，环比增速分别为 1.9% 和 7.3%（去年同期分别为 1.39% 和 5.21%）。金葵花及以上客户和对应资产分别为 331 万户和 78802 亿元，环比增速分别为 6.71% 和 7.28%（去年同期分别为 5.37% 和 5.28%）。私人银行客户及对应资产分别为 106887 户和 29840 亿，环比增速分别为 6.91% 和 7.55%（去年同期分别为 5.53% 和 5.06%）。零售客户环比增长均好于去年同期，不仅支撑了 Q1 的零售资产增速，也为全年零售资产的高速增长夯实了基础。这一数据也支持我们在此前报告中一直看好 2021 年零售经营恢复的判断（图表 1）。

● 资产：公司贷款增速低于去年同期，零售贷款高速增长

公司贷款和零售贷款期末余额分别为 18889.73 亿元和 27540.63 亿元，环比分别增长 7.39% 和 8.26%，前者略低于去年同期 9.05%，但后者远高于去年同期 0.43%。零售贷款中，虽然房贷增速略低于去年同期，但小微贷款、信用卡和消费贷款增速明显优于去年同期（图表 2）。由于公司贷款投放节奏集中于一季度，而零售贷款逐季度加速，我们判断全年公司贷款增速略低于去年，但持续看好零售贷款增速。零售贷款占比提升提高了资产收益率，但上年同期 LPR 下调累计影响显现，报告期内净利差/净息差分别为 2.50%/2.58%，同比下降 2 个/3 个基点。我们预计零售资产调整对息差的推动将逐步主导，判断全年净息差仍然上行。

● 负债：日均活期存款占比提高

报告期末，公司存款余额 55893.41 亿元，环比增长 3.35%，其中活期占比 65.86%，定期占比 34.14%。报告期内，日均余额中活期存款占比 65.13%，较去年全年提高 4.27 个百分点。

● 手续费及佣金：净手续费及佣金收入高速增长

报告期内，手续费及佣金收入 245.41 亿元，同比增长 23.9%，其中财富管理手续费 114.25 亿元。

● 质量：不良率下降

报告期末，整体不良率 1.04%，环比下降 0.05 个百分点。其中，公司贷款和零售贷款不良率分别为 1.64% 和 0.76%，环比分别下降 0.05 和 0.06 个百分点。整体而言，除了其他类消费贷款外，其余各项贷款不良率均下降。需特别指出的是，个别高杠杆企业疫情冲击之下风险加剧，导致公司不良生成率上升 0.1 个百分点至 0.95%。但公司拨备覆盖率上升 0.31 个百分点至 443.82%。资产质量保持优异。

● 投资建议

2021 年一季度，零售业务加速改善，零售客户和对应管理资产增速可观，资产质量保持优异。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 1067.80/1211.61/1392.64 亿元，同比增长 9.70%/13.47%/14.94%，对应 EPS 分别为 4.16/4.72/5.43 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情对居民消费行为的抑制强于预期；宏观经济增速逊于预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	290482	312953	347335	338070
收入同比 (%)	7.70	7.74	10.99	11.73
归母净利润	97342	106780	121161	139264
归母净利润同比 (%)	4.82	9.70	13.47	14.94
ROA (%)	1.24	1.24	1.30	1.39
ROE (%)	15.73	15.82	16.27	16.90
每股收益 (元)	3.79	4.16	4.72	5.43
P/B	1.73	2.10	1.91	1.74

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 1 2021 年 Q1, 零售、金葵花和私人银行业务表现均好于去年同期

日期	零售整体				金葵花				私人银行					
	客户 (万)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	户均资产 (万)	客户 (万)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	户均资产 (万)	客户 (万)	QoQ (%)	资产规模 (亿)	户均资产 (万)		
2019Q4	14,400		74,940	5.20	265		60,852		81,674		22,311	2,731		
2020Q1	14,600	1.39	78,842	5.21	279	5.37	64,065	5.28	230	86,188	5.53	23,440	5.06	2,720
2020Q2	15,100	3.42	82,632	4.81	292	4.58	67,550	5.44	232	91,034	5.62	24,974	6.54	2,743
2020Q3	15,500	2.65	86,307	4.45	301	3.16	70,380	4.19	234	95,943	5.39	26,584	6.45	2,771
2020Q4	15,800	1.94	89,418	3.60	310	3.05	73,456	4.37	237	99,977	4.20	27,746	4.37	2,775
2021Q1	16,100	1.90	95,946	7.30	331	6.71	78,802	7.28	238	106,887	6.91	29,840	7.55	2,792

资料来源: 招商银行, 华安证券研究所

图表 2 2021 年 Q1, 公司贷款环比增速低于去年同期, 但零售贷款增速表现优异

	季末余额 (百万)						环比 (%)				
	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1	19Q4	21Q1	20Q4	20Q3	20Q2	20Q1
公司贷款	1,888,973	1,758,951	1,790,647	1,781,343	1,771,393	1,624,314	7.39	(1.77)	0.52	0.56	9.05
票据贴现	330,988	327,479	291,143	280,704	282,631	224,884	1.07	12.48	3.72	(0.68)	25.68
零售贷款	2,754,063	2,543,953	2,577,274	2,444,715	2,337,849	2,327,955	8.26	(1.29)	5.42	4.57	0.43
小微贷款	535,097	474,528	475,717	445,109	422,773	405,149	12.76	(0.25)	6.88	5.28	4.35
个人住房贷款	1,293,720	1,264,388	1,238,043	1,189,699	1,129,922	1,098,547	2.32	2.13	4.06	5.29	2.86
信用卡贷款	753,500	764,559	701,546	652,179	625,538	670,921	(1.45)	8.98	7.57	4.26	(6.76)
消费贷款	150,628	135,606	137,488	131,005	131,332	123,691	11.08	(1.37)	4.95	(0.25)	6.18
其它	21,118	22,872	24,480	26,705	28,284	29,647	(7.67)	(6.57)	(8.33)	(5.58)	(4.60)
贷款和垫款总和	4,974,024	4,730,383	4,659,064	4,506,802	4,391,837	4,177,153	5.15	1.53	3.38	2.62	5.14

资料来源: 招商银行, 华安证券研究所

图表 3 2021Q1, 公司贷款和零售贷款不良率均出现好转

%	2021/3/31	2020/12/31	2020/9/30	2020/6/30	2020/3/31	2019/12/31
公司贷款	1.64	1.69	1.85	1.70	1.72	2.05
零售贷款	0.76	0.82	0.83	0.81	0.87	0.73
小微贷款	0.54	0.63	0.64	0.62	0.80	0.81
个人住房贷款	0.26	0.30	0.27	0.25	0.26	0.25
信用卡贷款	1.62	1.66	1.78	1.85	1.89	1.35
消费贷款	1.42	1.47	1.52	1.44	1.35	1.18
其它	2.36	2.28	2.19	1.30	1.94	1.79
整体不良率	1.04	1.09	1.13	1.14	1.11	1.16

资料来源: 招商银行, 华安证券研究所

风险提示:

疫情对居民消费行为的抑制强于预期;宏观经济增速逊于预期。

财务报表与盈利预测
图表 4 财务报表与盈利预测

财务报表 (重构, 百万人民币)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长指标 (YoY, %)				
净利息收入	185,031	199,421	220,357	245,539	贷款总额 (含贴现)	11.99	7.79	10.06	11.09
利息收入	307,425	333,893	366,174	403,696	存款总额	16.19	7.39	6.96	9.23
利息支出	(122,394)	(134,472)	(145,816)	(158,157)	营业收入	7.70	7.74	10.99	11.73
手续费及佣金净收入	79,486	87,005	95,498	105,144	净利息收入	6.90	7.78	10.50	11.43
其他收入	22,374	26,528	31,480	37,387	手续费及佣金净收入	11.18	9.46	9.76	10.10
营业收入	290,482	312,953	347,335	388,070	拨备前利润	5.31	7.68	10.57	11.72
税金及附加	(2,478)	(2,726)	(2,998)	(3,298)	归母净利润	4.82	9.70	13.47	14.94
管理费用	(96,745)	(108,152)	(120,904)	(135,160)	结构指标 (%)				
拨备前利润	187,668	202,075	223,432	249,612	手续费及佣金净收入/营业收入	27.36	27.80	27.49	27.09
资产质量拨备	(65,025)	(67,626)	(71,007)	(74,558)	个人贷款/贷款总额	53.31	53.23	53.01	52.60
利润总额	122,440	134,246	152,222	174,851	个人存款/存款总额	35.62	36.28	36.66	36.74
所得税	(24,481)	(26,849)	(30,444)	(34,970)	质量指标 (%)				
净利润	97,959	107,397	121,778	139,881	不良率	1.07	0.99	0.94	0.92
少数股东损益	(617)	(617)	(617)	(617)	拨备覆盖率	437.68	425.00	425.00	425.00
归母净利润	97,342	106,780	121,161	139,264	拨贷比	4.67	4.20	4.00	3.89
资产负债表					盈利能力指标 (%)				
生息资产	7,519,207	8,111,674	8,688,253	9,442,380	净息差	2.49	1.67	1.69	1.70
贷款及垫款 (净额)	4,804,361	5,187,418	5,721,790	6,371,786	净利差	2.40	0.05	0.14	0.23
同业资产	616,516	554,864	582,608	611,738	存贷差	3.35	3.43	3.44	3.54
存放中央银行款项	525,358	564,184	603,472	659,190	ROA	1.24	1.24	1.30	1.39
债券投资	1,572,972	1,805,208	1,780,383	1,799,666	ROE	15.73	15.82	16.27	16.90
非生息资产	842,241	908,604	973,188	1,057,659	成本收入比	33.72	34.60	34.91	35.01
资产合计	8,361,448	9,020,278	9,661,441	10,500,040	监管指标 (%)				
计息负债	7,365,986	7,983,422	8,531,355	9,258,464	核心一级资本充足率	12.29	11.95	12.29	12.55
客户存款	5,664,135	6,082,734	6,506,325	7,107,042	一级资本充足率	13.98	12.69	13.98	14.12
非计息负债	265,108	287,330	307,051	333,220	资本充足率	16.54	15.54	16.63	16.58
负债合计	7,631,094	8,270,752	8,838,406	9,591,683	每股指标 (元)				
股东权益合计	677,514	742,922	816,431	901,752	EPS	3.79	4.16	4.72	5.43
负债及股东权益合计	8,361,448	9,020,278	9,661,441	10,500,040	DPS	1.25	1.35	1.54	1.77
					BPS	25.36	27.96	30.87	34.26

注释: 报表为重构之后的结果, 省去了不重要的项目。

资料来源: 华安证券研究所预测

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。