

600036.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 50.68

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 财富收入高增，活期占比继续提升

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.4	3.1	(3.2)	37.5
相对上证指数	19.8	3.8	(5.0)	31.3

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	1,278,142
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,930
资本充足率(%) (2021H)	16.01
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年8月12日收市价为标准

相关研究报告

《招商银行: ROE 同比提升, 优异基本面支持估值溢价》20210426

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行
证券分析师: 林媛媛

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

证券分析师: 林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

招商银行

财富收入高增，活期占比继续提升

摘要: 招商银行2021年中期归母净利润611.5亿, 同比增长22.8%。规模同比平稳, 拨备和中收贡献业绩高增, 息差微幅下行。净利息收入同比增长9.3%, 净手续费收入同比增长23.6%, 营业收入同比增长13.8%, 总资产较年初增长6.6%, 贷款较年初增长7%, 存款增长6.3%。不良率1.01%, 拨备覆盖率439%, 核心一级资本充足率11.89%。

- 招商银行半年报业绩高增, 报表质量亦积极。盈利能力持续回升, 财富管理战略持续快速推进, 提升中收和活期存款贡献盈利, 持续看好。第一, ROE持续修复至18.06%, ROA1.42%, 持续行业领先。第二, 财富管理手续费及佣金收入206.12亿, 同比增长33.6%, 基金、保险、信托和理财同比均实现高增长。第三, 上半年活期存款占比65.45%, 较年初在增加4.59个百分点。第四, 资产质量持续改善。
- 上半年规模增长平稳, 2季度环比趋缓。上半年生息资产同比增长10.4%, 其中贷款增长11.5%, 票据和个人贷款分别增加22%和16%, 对公贷款占比下降, 重点或转向科技和基建。
- 上半年净息差2.49%同比微幅下降1bp, 同比压力趋缓, 仍行业领先。2季度净息差环比降6bp。资产端下行是主因, 存贷利差3.32%同比下降12bp, 贷款下行更多, 活期占比提升, 存款成本控制到1.39%低位。
- 资产质量持续改善, 贷款减值损失下降, 表外拨备增加。中报各项不良指标表现良好, 存量拨备高位持续, 拨备覆盖率439%。上半年贷款减值损失145亿, 同比下降218亿, 表外预期信用损失137亿, 同比增加117亿, 公司提到对对公表外、同业和金融投资类资产计提损失准备。
- 资本持续恢复。核心一级、一级和资本充足率分别11.89%、13.47%、16.01%, 同比提升0.58、1.48和1.11个百分点。

估值

- 我们维持公司2021/2022年EPS为4.42/5.00元的预测, 目前股价对应市盈率11.6X/10.2X, 市净率为1.81x/1.62x, 看好, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济大幅下行, 资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	267,095	286,891	322,473	359,778	401,203
变动(%)	8.27	7.41	12.40	11.57	11.51
净利润	92,867	97,342	111,446	126,035	140,876
变动(%)	15.3	4.8	14.5	13.1	11.8
净资产收益率(%)	17.15	16.00	16.45	16.65	16.63
每股收益(元)	3.68	3.86	4.42	5.00	5.59
市盈率(倍)	13.90	13.26	11.58	10.24	9.16
市净率(倍)	2.24	2.02	1.81	1.62	1.44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

摘要：招商银行 2021 年中期归母净利润 611.5 亿，同比增长 22.8%。同比规模平稳，拨备和中收贡献业绩高增，息差微幅下行。净利息收入同比增长 9.3%，净手续费收入同比增长 23.6%，营业收入同比增长 13.8%，总资产较年初增长 6.6%，贷款较年初增长 7%，存款增长 6.3%。不良率 1.01%，拨备覆盖率 439%，核心一级资本充足率 11.89%。

招商银行半年报业绩高增，报表质量亦积极。盈利能力持续回升，财富管理战略持续快速推进，提升中收和活期存款，持续看好。第一，ROE 持续修复至 18.06%，ROA 1.42%，持续行业领先。第二，财富管理手续费及佣金收入 206.12 亿元，同比增长 33.60%，基金、保险、信托和理财同比均实现较高增长。第三，上半年活期存款占比 65.45%，较年初在增加 4.59 个百分点。第四，资产质量持续改善。

上半年规模增长平稳，2 季度环比趋缓。

按公布平均余额口径，上半年生息资产同比增长 10.4%，其中贷款增长 11.5%，债券投资增长 16.4%，贷款中，票据和个人贷款分别增加 22% 和 16%。上半年计息负债同比 9.7%，主要存款和同业增加较多，分别增长 11.9% 和 21.5%，发行债券下降。中期相对年初增长情况亦类似。

从信贷投向上看，零售贷款、票据贷款（平均余额）占比分别 53%、7% 同比分别提升 2 个百分点和 1 个百分点。对公贷款整体占比下降，信息技术相关和水利占比小幅提升，重点转向新兴产业和基建类。

公司活期存款占比持续提升，上半年平均余额活期占比 65%，同比增加 7%，较年初增长 5%。

上半年净息差同比微幅下降 1bp，同比压力趋缓，2 季度净息差环比降 6bp，资产端收益下行，存款成本控制好。

上半年公布净息差 2.49%，同比下降 1bp，仍行业领先。资产端的下行仍超过负债端的下行，存贷利差 3.32% 同比下降 12bp，贷款下行更多，零售贷款收益率 5.6%，同比下降 50bp。上半年，存款端活期占比大幅上升，带动存款成本同比下行 22bp 至 1.39%。

2 季度净息差 2.46%，环比 1 季度下降 6bp，负债成本持平，主要资产方贷款和投资收益继续下降。存款成本 1、2 季度持平均在 1.39%。

中收持续积极，财富业务迅速拓展。

净手续费收入同比 24%。代理业务同比增长 40%，托管同比 17%，银行卡同比持平。

具体来看公司半年报指出，财富管理手续费及佣金收入 206.12 亿元，同比增长 33.60%，其中，代销基金收入 67.19 亿元，同比增长 39.75%，主要是基金市场增长较好，权益类基金继续发力，权益类基金代销优势进一步扩大；代理保险收入 55.59 亿元，同比增长 32.51%，主要保障险业务；代理信托计划收入 45.28 亿元，同比增长 23.85%，主要是高净值客群经营的进一步深化，叠加较好市场行情带动浮动收益类产品业绩的快速增长；代销理财收入 228.74 亿元，同比增长 32.56%。同时中报显示客户数据和业务数据持续保持平稳增长。

费用平稳，占比下降。

业务及管理费 471.68 亿元，同比增长 12.68%，其中，员工费用同比增长 13.57%，其他费用同比增长 15.19%；本集团成本收入比 27.95%，同比下降 0.27 个百分点，可能与公司业务线上化和精细化管理有关。

资产质量持续改善。

中报各项不良指标表现良好。不良率 1.01%，较上季度下降 1bp，不良贷款余额同比增长 1%。年报表述公司口径，新生成不良贷款 232.42 亿元，同比减少 46.90 亿元；不良贷款生成率（年化）0.95%，同比下降 0.34 个百分点。我们测算口径同比亦下降。年化核销率 55%，低于去年仍处高位。上半年核销贷款回收率 25%，较去年略有下降，仍处于较高水平。

贷款减值损失大幅下降，表外减值大幅上升。

上半年贷款减值损失 144.57 亿，同比下降 217.54 亿，表外预期信用损失 136.62 亿，同比增加 117.39 亿，公司提到是对对公表外、同业资产和金融投资类资产审慎计提损失准备，以提升风险抵补和损失吸收能力。

存量拨备高位，拨备仍处极高水平。信用成本 0.56%，同比有所下降，拨备覆盖率 439%，高位持续上升。

资本和盈利能力持续恢复。

核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率 11.89%、13.47%、16.01%，同比提升 0.58、1.48 和 1.11 个百分点。

公布 ROE18.06%，同比增加 1.12 个百分点，总资产收益率 1.42%，同比增加 0.13 个百分点。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	3.68	3.86	4.42	5.00	5.59
BVPS (摊薄/元)	22.89	25.36	28.35	31.68	35.50
每股股利	1.20	1.25	1.43	1.62	1.81
分红率(%)	32.59	32.46	32.46	32.46	32.46
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	4,500	5,039	5,593	6,209	6,892
证券投资	1,829	2,116	2,370	2,607	2,868
应收金融机构的款项	523	617	678	746	821
生息资产总额	7,196	8,075	9,012	10,007	11,113
资产合计	7,417	8,361	9,331	10,362	11,506
客户存款	4,875	5,664	6,514	7,491	8,614
计息负债总额	6,597	7,352	8,235	9,212	10,336
负债合计	6,800	7,631	8,525	9,471	10,518
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	611	724	799	883	979
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	173	185	209	232	258
净手续费及佣金收入	71	79	91	105	121
营业收入	267	287	322	360	401
营业税金及附加	(2)	(2)	(3)	(4)	(4)
拨备前利润	178	187	210	235	262
计提拨备	(61)	(65)	(70)	(76)	(84)
税前利润	117	122	140	159	177
净利润	93	97	111	126	141
资产质量					
NPL ratio(%)	1.16	1.07	1.05	1.05	1.05
NPLs	52	54	59	65	72
拨备覆盖率(%)	427	438	424	409	395
拨贷比(%)	4.95	4.68	4.45	4.29	4.15
一般准备/风险加权资(%)	4.31	4.11	3.90	3.76	3.64
不良贷款生成率(%)	0.68	1.15	1.15	1.10	1.10
不良贷款核销率(%)	(0.71)	(1.12)	(1.05)	(0.99)	(0.99)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营管理 (%)					
贷款增长率	14.17	11.97	11.00	11.00	11.00
生息资产增长率	9.67	12.21	11.60	11.04	11.05
总资产增长率	9.95	12.73	11.60	11.04	11.05
存款增长率	10.11	16.19	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	9.76	11.44	12.02	11.86	12.20
净利息收入增长率	7.92	6.90	12.79	11.31	11.05
手续费及佣金净收入增长率	7.54	11.18	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	8.27	7.41	12.40	11.57	11.51
拨备前利润增长率	6.55	5.15	12.18	11.58	11.52
税前利润增长率	9.99	4.53	14.49	13.09	11.78
净利润增长率	15.28	4.82	14.49	13.09	11.78
非息收入占比	26.77	27.71	28.35	29.22	30.13
成本收入比	32.40	33.72	33.72	33.72	33.72
信贷成本	1.45	1.36	1.32	1.29	1.29
所得税率	20.24	19.99	19.99	19.99	19.99
盈利能力 (%)					
NIM	2.59	2.49	2.51	2.51	2.51
拨备前 ROAA	2.52	2.38	2.38	2.38	2.39
拨备前 ROAE	30.97	28.08	27.62	27.90	28.10
ROAA	1.31	1.23	1.26	1.28	1.29
ROAE	17.15	16.00	16.45	16.65	16.63
流动性 (%)					
分红率	32.59	32.46	32.46	32.46	32.46
贷存比	92.32	88.96	85.87	82.88	80.00
贷款/总资产	60.67	60.26	59.94	59.92	59.89
债券投资/总资产	24.65	25.31	25.40	25.16	24.92
银行同业/总资产	7.04	7.37	7.27	7.20	7.13
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	11.95	12.29	10.75	10.89	11.02
资本充足率	13.02	13.79	13.54	13.39	13.27
加权风险资产-一般法	5,171	5,711	6,373	7,077	7,858
% RWA/总资产(%)	69.71	68.30	68.30	68.30	68.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371