

2021年08月15日

# 财富管理指标全面提升，营收和业绩释放提速

## 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:	58.92/35.8
目标价格:		总市值(亿)	12,907.52
最新收盘价:	51.18	自由流通市值(亿)	10,557.89
		自由流通股数(百万)	20,628.94

### 事件概述:

招商银行发布 2021 年中报：上半年实现营业收入 1687.49 亿元(+13.75%，YoY)，营业利润 762.42 亿元(+20.97%，YoY)，归母净利润 611.50 亿元(+22.82%，YoY)。中期末总资产 8.89 万亿元(+10.63%，YoY；+2.55%，QoQ)，存款 5.98 万亿元(+9.93%，YoY；+2.62%，QoQ)，贷款 5.38 万亿元(+10.95%，YoY；+1.33%，QoQ)。净息差 2.49%(-1bp，YoY)；不良贷款率 1.01%(-1bp，QoQ)，拨备覆盖率 439.46%(+0.58pct，QoQ)，拨贷比 4.45%(-0.02pct，QoQ)；资本充足率 16.01%(-0.23pct，QoQ)；年化 ROE18.06%(+1.12pct，YoY)。

### 分析判断:

#### ► 手续费收入延续高增、以及息差企稳贡献营收增速延续上行，低基数下利润释放提速

上半年招行业绩靓丽，实现营收和归母净利润增速分别为 13.75%、22.82%，在一季度的基础上分别提升 3.1 和 7.6 个百分点。营收增益的同时，上半年减值损失同比增 3.6%边际上有所放缓，其中 Q1、Q2 单季增速分别为 0.9%和 6.2%，叠加低基数下 Q2 单季净利润增速高达 32.5%，上半年和 Q2 单季利润增速均较银保监会披露的股份行整体增速水平高 10 个百分点。业绩释放提速贡献年化 ROE 同比提升 1.12pct 至 18.06%的高位，也远高于商业银行 10.39%的整体水平。

**营收结构来看：**一方面，上半年净利息收入增速 9.3%，较 Q1 的 8.2%微增，增速在上半年息差同比基本企稳下主要跟生息资产增速一致，同时单二季度净息差同比提升 1BP。**另一方面**，手续费收入延续高增，上半年同比增速 23.6% (Q1、Q2 分别为 23.3%、24%)，其中托管和代理业务分别占比 28.4%和 27.1%，除了银行卡手续费收入同比微降外，得益于“财富管理-资产管理-投资银行”的大财富管理价值循环链的运转，各类中收均表现亮眼，**业务角度看：**1) 财富管理类中收同比增 33.6%，其中代理基金/理财/保险/信托收入分别高增 39.75%/32.56%/32.51%/23.85%，结合协会季度披露的代销数据来看，年中招行权益类基金保有规模 7535 亿元居各类代销机构之首；2) 资管手续费收入同比增 37.6%，主要是子公司基金管理费和理财手续费收入，招银理财管理的理财余额已经达到 2.64 万亿元；3) 托管费收入同比增 29.8%，继续保持国内托管行业余额第二、增量第一的领先地位。**另外**，单看二季度，交易类收入恢复大幅正增 (Q1、Q2 分别为-8.7%、42.1%，主要是公允价值变动收入的贡献)。

#### ► 活存率提升+长端利率下行，低成本负债优势贡献息差企稳

**☆ 资产端：**中期贷款规模同比增速 11%，高于总资产增速 0.4 个百分点，带动在资产端的比例较年初提升 0.5pct 至 58%；但季度趋势上 Q2 投放节奏略有放缓，同比增速较 Q1 小幅下降 1.3pct，Q1、Q2 环比增幅分别为 5.6%和 1.3%。同时，投资资产中期同比增长 4.2%，较一季度的 12.2%有所放缓，总体来看，招行二季度配置策略由 Q1 的增贷款和投资、缩同业，转向增配同业资产。

**贷款投向上：**1) 上半年净增的 3539 亿贷款中仍有 51.9%投向零售，但较年初 53.3%的存量占比略有缩减，主要增配了票据 (对公、零售、票据三者中期规模较年初分别扩增 3.7%、6.9%、28.8%)。2) 单二季度来看，母公司口径零售贷款规模环比增 2.5% (Q1 为 4.2%)、票据环比大增 26.8% (Q1 为 1.1%)，同时对公贷款规模环比下降 3.9% (Q1 为增 7.4%)。3) 零售贷款投放以小微为主要配置方向，上半年按揭仅增 4.3%，小微增 13.7%增幅最高，但季度节奏上，小微和消费贷的配置集中在一季度，二季度招行加大了信用卡贷款投放力度。4) 对公贷款投放行业方面，中期占比有一定提升的包括租赁和商务服务业、建筑业、水利环境和公共设施管理业，投放

向基建类倾斜。

★ **负债端**：在存款保持平稳增长下，负债结构保持稳健。一方面，上半年存款规模较年初增 6.3%，与总负债 6.5%的增幅相当，负债端存款占比整体保持在 74%的水平；季度节奏上，Q1、Q2 单季环比增幅分别为 3.5%和 2.6%较为平稳。同时，上半年应付债券规模较年初增 24%，且主要集中在一季度。另一方面，中期活存率较年初再提升 0.5pct 至 66.4%，集团日均余额口径下，活存占客户存款日均余额的比例为 64.74%，较上年提高 4.74pct。

★ **净息差**：招行上半年净息差 2.49%，同比降 1BP，持平 2020 全年。息差企稳的原因我们认为，在上半年贷款利率同比降 34BP 至 4.71%的同时，主要是存款成本率同比下行 22BP 至 1.39%形成对冲，其余同业资产负债和债权投资发行利率均同比下行。贷款中，上半年零售贷款收益率 5.6%，同比大降 50BP，或受零售贷款配置结构变化影响。存款中，除了活存率持续提升外，对公和零售定存利率也分别同比下降 19BP 和 35BP。量价配合奠定了招行低负债成本率的竞争优势，上半年负债成本率仅 1.58%。

单季度边际来看，Q2 净息差 2.46%，同比提升 1BP，但环比 Q1 降低 6BP，在两个季度存款成本率均稳定在 1.39%、负债成本也基本稳定的情况下，主要是贷款收益率环比降低 5BP。

### ► 资产质量优异信用成本降至低位，着力增厚表外非标安全垫

招行上半年资产质量继续夯实，中期不良率 1.01%，环比 Q1 和较年初分别降低 1BP 和 6BP，结构上主要是零售业务质量改善拉动：中期信用卡不良率环比下行（集团口径 1.58%，较年初降 8BP；母公司口径环比 Q1 降 4BP），带动零售贷款不良率同步改善（集团口径 0.76%，较年初降 5BP；母公司口径环比持平 Q1 于 0.76%）；公司贷款中期不良率 1.57%，较年初略降低 1BP（母公司口径环比 Q1 上行 6BP），从投放行业来看，相对高风险行业质量持续改善，边际上略有波动的在房地产和采矿业，中期不良率分别为 1.07%和 2.97%，较年初上行 77BP 和 105BP。

先行指标来看：1) 关注类贷款继续保持双降，中期规模较年初压降 7.5%，占比仅 0.7%，较年初再降 0.11pct；2) 母公司口径下，对公零售贷款各分项的关注类和逾期贷款占比环比 Q1 均下行。

不良认定和生成情况：1) 中期不良偏离度 76%，较年初延续降低 0.4pct。2) 虽然上半年信用减值同比小幅多增，但其中贷款减值计提仅占 35%，较上年同期缩量 60%，招行集中增提了包括表外、投资和同业等非信贷领域的资产减值，较 2020 上半年增幅均高达 6 倍左右，所以贷款方面保持了相对较低的拨备计提和核销力度，这也主要得益于公司上半年不良生成率仅 0.63%，同比压降近半，上半年公司信用成本率降至仅 0.55%低位。

受益于资产质量的全面向好，招行中期末拨备覆盖率环比 Q1 提升 0.58pct 至 439.46%，继续保持行业前列。

### ► 财富管理战略稳健落地，开启第二增长曲线

“打造大财富价值循环链”的战略愿景在中报各层面数据中渐次落地，除了基础客群的持续扩容外，围绕 AUM+FPA 的业务均实现提质增效。1) **规模**：截至中期末，零售 AUM 时点规模突破 10 万亿元，上半年增量超万亿，零售 AUM/总资产已升至 112.4%。2) **结构**：AUM 上半年的增量拆分来看，一方面从客群层面，8751 亿元来自金葵花以上客户，拉动零售客户户均 AUM 由年初的 5.6 万元提升至 6.05 万元，私行客户 AUM 净增 3546 亿元，户均 AUM 为 2795 万元，较上年末增加 20 万元；另一方面从产品层面，中期末零售理财余额 2.59 万亿元，较上年末增长 16.61%，贡献增量 3682 亿元；代理非货基销售额 3413 亿元，同比增长 32.96%；实现代理信托类产品销售额 2270 亿元，同比增长 7.63%。

### 投资建议

总体来看，招商银行上半年在利息收入稳中有升的基础上，依托大财富管理业务为主的中收拉动营收增速上行，同时在减值计提边际趋缓+低基数情况下，利润增速走阔。**亮点关注**：1) 半年归母净利润增速上 20%，单季增速上 30%，ROE 超 18%，盈利能力奠定行业标杆地位；2) 二季度息差环比回落但同比提升 1BP，主要得益于活存率提升+长端存款利率下行，客群基础和服务经营能力奠定低成本负债优势；3) 不良生成率和信用成本率等指标均降至极低水平，公司资产质量优异，安全边际高。

我们认为招商银行一方面拥有较强的盈利能力、优异的风控能力，基本面行业领先；另一方面战略布局前瞻、落地成效逐步显现，轻资本的大财富管理价值循环链提质增效，提供更高成长性和想象空间。鉴于公司中报业绩表现，我们小幅上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 3203.23 亿元、3626.48 亿元、4098.37 亿元，对应增速分别为 10.3%、13.2%、13.0%（原为 10.3%、12.4%、12.8%）；预计归母净利润分别为 1123.77 亿元、1276.71 亿元、1476.92 亿元，增速分别为 15.4%、13.6%、15.7%（原为 13.4%、12.1%、

13.7%)，对应 PB 分别为 1.81 倍、1.61 倍、1.44 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	362,648	409,837
(+/-)	8.5%	7.7%	10.3%	13.2%	13.0%
归母净利润	92,867	97,342	112,377	127,671	147,692
(+/-)	15.3%	4.8%	15.4%	13.6%	15.7%
每股收益 (元)	3.62	3.79	4.39	5.00	5.79
每股净资产 (元)	22.89	25.36	28.35	31.74	35.66
P/E	14.2	13.5	11.7	10.2	8.8
P/B	2.24	2.02	1.81	1.61	1.44

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	1.27	1.29	1.34
净息差	2.59	2.49	2.50	2.53	2.57	ROAE (%)	16.84	15.73	16.59	16.85	17.38
利息收入	292,994	307,425	346,908	394,422	450,404	每股净资产	22.89	25.36	28.35	31.74	35.66
利息支出	119,904	122,394	142,845	164,492	189,910	EPS	3.62	3.79	4.39	5.00	5.79
净利息收入	173,090	185,031	204,063	229,930	260,494	股利	30264	31600	37107	42157	48768
非息收入						DPS	1.20	1.25	1.45	1.65	1.91
手续费和佣金收入	71,493	79,486	89,024	101,488	116,711	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	22,126	23,182						
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	132,719	149,343						
非息费用											
业务管理费	86,541	96,745	109,692	122,625	138,097						
其他费用	2,608	3,591	3,771	3,959	4,157						
营业税金及附加	2,348	2,478	2,775	3,164	3,638						
非息总费用	91,497	102,814	116,238	129,748	145,893						
税前利润	117,132	122,440	143,271	164,027	191,604						
所得税	23,709	24,481	30,893	36,357	43,912						
归母净利润	92,867	97,342	112,377	127,671	147,692						
<b>资产负债表数据</b>						<b>业绩数据</b>					
总资产	7,417,240	8,361,448	9,314,121	10,407,177	11,615,291	增长率 (%)					
贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,581,511	6,215,182	6,917,546	净利息收入	7.9	6.9	10.3	12.7	13.3
客户存款	4,874,981	5,664,135	6,416,303	7,282,504	8,229,229	非利息收入	9.6	9.1	10.3	14.2	12.5
其他付息负债	1,722,101	1,687,609	1,812,227	1,953,568	2,116,033	非利息费用	12.8	12.4	13.1	11.6	12.4
股东权益	611,301	723,750	799,020	884,534	983,457	归母净利润	15.3	4.8	15.4	13.6	15.7
<b>资产质量</b>						平均生息资产	7.1	11.3	9.9	11.3	11.6
不良贷款	52,275	53,615	54,639	59,131	64,041	总付息负债	9.8	11.4	11.9	12.2	12.0
不良率	1.16	1.07	0.98	0.95	0.93	风险加权资产	12.6	7.8	7.8	11.1	11.9
贷款损失拨备	223,097	234,664	247,515	273,778	304,196						
拨备覆盖率	427	438	453	463	475						
拨贷比	4.96	4.66	4.43	4.40	4.40						
信用成本 (%)	1.29	0.98	0.95	1.01	0.98						
						<b>营业收入分解 (%)</b>					
						净利息收入占比	64.2	63.7	63.7	63.4	63.6
						佣金手续费收入占比	26.5	27.4	27.8	28.0	28.5
						<b>营业效率 (%)</b>					
						成本收入比	32.1	33.3	34.2	33.8	33.7
						<b>流动性 (%)</b>					
						平均存贷比	90.6	90.3	87.8	86.1	84.7
						<b>资本 (%)</b>					
						核心一级资本充足率	11.9	12.3	12.8	12.9	13.0
						一级资本充足率	12.7	14.0	14.4	14.3	14.3
						资本充足率	15.5	16.5	16.9	16.9	16.8

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。