

## 招商银行 (600036)

## 中收保持强劲增长，财富管理优势稳固

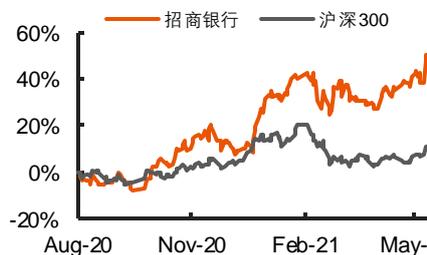
## 强烈推荐 (维持)

现价: 51.18 元

## 主要数据

行业	银行与金融科技
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.05%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,591
总市值 (亿元)	12,907.52
流通 A 股市值(亿元)	10,557.89
每股净资产(元)	26.60
资产负债率(%)	91.4

## 行情走势图



《招商银行\*600036\*盈利表现亮眼，财富管理优势强化》 2021-04-24

《招商银行\*600036\*负债端优势稳固，盈利能力保持优异》 2021-03-21

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
yuanzheqi052@pingan.com.cn

## 研究助理

武凯祥 一般从业资格编号  
S1060120090065  
wukaixiang261@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项:

2021年8月13日，招商银行发布半年度报告，2021年上半年公司累计实现归母净利润611.5亿，同比增长22.82%，实现营业收入1,687亿，同比增长13.75%，ROE 18.06%，较去年同期提升1.12个百分点。上半年末公司总资产8.89万亿，较年初增长6.27%，其中贷款总额5.38万亿，较年初增长7.04%，存款总额5.98万亿，较年初增长6.25%。

## 平安观点:

- **利润增长强劲，财富管理业务表现靓丽。**招商银行 2021 年上半年实现净利润同比增长 22.8% (vs15.2%，2021Q1)，我们认为利润增速的进一步提升主要归因于营收增长的提速和信用成本保持低位。1) 公司上半年实现营业收入同比增长 13.75% (vs10.64%，2021Q1)，从结构上来看，净利息收入、中收收入均对上半年营收增速的提升做出正面贡献，净利息收入同比增长 9.3% (vs8.2%，2021Q1)，增速稳中有升，手续费及佣金收入同比增长 23.6% (vs23.3%，2021Q1)，增速继续保持在较高水平，其中财富管理依然是最大贡献，上半年实现相关业务收入同比增长+33.6%，代理基金、保险、理财收入同比增速均超过 30%，反映公司在财富管理业务方面的优势依然稳固。2) 公司上半年拨备计提度相应相对平稳，信用成本维持低位，年化信用成本仅 0.59%，同比下降 1.07 个百分点。
- **资产端拖累息差收窄，资产负债结构持续优化。**公司上半年净息差 2.49% (YoY-1BP)，其中 2 季度单季净息差 2.46%，环比下降 6BP，但降幅与 Q1 相比进一步收窄 (vs-11BP，2021Q1)。其中 2 季度资产端贷款年化收益率 4.68%，环比下降 5BP，仍未走出下行通道，与行业整体趋势相符。负债端成本整体保持平稳，2 季度计息负债成本率环比小幅下降 1BP，其中存款成本率环比持平在 1.39%。展望下半年，考虑到监管降低实体融资成本的要求，我们认为资产端仍存下行的压力，而负债端监管引导行业有序竞争背景下，考虑到公司负债端扎实的客户基础，预计公司负债成本率整体平稳。综合来看，我们预计公司下半年息差表现保持平稳。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	267,002	286,891	330,812	377,510	431,483
YoY (%)	8.2	7.4	15.3	14.1	14.3
归母净利润(百万元)	92,867	97,342	120,842	142,766	168,641
YoY (%)	15.3	4.8	24.1	18.1	18.1
ROE (%)	17.1	16.0	17.9	18.7	19.4
EPS(摊薄/元)	3.68	3.86	4.79	5.66	6.69
P/E(倍)	13.90	13.26	10.68	9.04	7.65
P/B(倍)	2.24	2.02	1.81	1.58	1.40

招行上半年末总资产同比增长 10.6%，增速较 Q1 小幅放缓 0.9pct。贷款方面，公司上半年末贷款总额同比增长 11.0%，依然保持平稳扩张（vs 12.3%，2021Q1），贷款投放结构来看，Q2 零售投放大于对公，新增贷款中零售占比达到 81%，主要归因于疫情缓和下信用卡贷款的恢复和小微投放力度的加大。负债端来看，公司上半年实现存款同比增长 9.9%（vs 12.8%，2021Q1），存款增长有所放缓，但公司的存款结构不断优化，核心存款的增长依然稳健，上半年活期存款日均余额占比 65.5%，较上年全年提高 4.59 个百分点。展望下半年，相对收敛的流动性环境、存款竞争不断加剧的背景下，公司负债端的优势有望进一步凸显，存款优势不断强化。

- **资产质量稳步提升，拨备覆盖水平继续保持同业领先。**招行上半年末不良率 1.01%，环比下降 1BP，分类别来看，零售贷款中的信用卡、消费贷改善最为显著，母公司口径不良率分别较 3 月末环比下降 4BP/26BP 至 1.58%/1.16%。我们测算公司 Q2 单季年化不良生成率 0.93%，环比下降 2BP，资产质量的压力边际改善。前瞻性指标方面，上半年末公司关注率 0.70%，较上年末下降 11BP，综合来看，公司资产质量的表现平稳向好。公司 2 季度末拨备覆盖率 439%，环比提升 0.6 个百分点，拨贷比 4.45%，环比下降 2BP，公司拨备覆盖水平继续保持充裕，风险抵补能力领先同业。
- **大财富管理业务模式初显轮廓，零售与中高净值客群 AUM 稳步提升。**招行今年提出全力打造大财富管理价值循环链来强化公司在财富管理方面的服务能力和优势，具体来看，主要包括“大财富管理的业务模式”、“数字化的运营模式”和“开放融合的组织模式”。目前来看，大财富管理生态建设成效初显，体现在：**1）客群基础进一步夯实，在中高净值客群的优势依然稳固。**上半年同比增长 9.3%至 1.65 亿户，对应 AUM 达到 9.99 万亿，同比增长 20.8%，继续保持高速扩张（vs 19.3%，2020），其中金葵花及以上、私行 AUM 分别实现同比增长 21.7%/25.3%，分别达到 8.2 万亿、3.1 万亿，在整个零售客户资产中占比环比 1 季度末均提升 0.2pct，分别达到 82.3%/31.3%，反映公司在中高净值客群的优势依然稳固。**2）更开放的财富管理生态，与合作伙伴搭建“大平台”，**包括启动“招阳计划”，搭建潜力基金经理成长平台，目前已有 55 家合作机构入驻。**3）数字化转型加速，**继续以“MAU”为北极星指标开展数字化经营体系建设，上半年两大 APP 的 MAU 达到 1.05 亿户，19 个场景的 MAU 超过千万，同时公司不断促进月活跃用户(MAU)与 AUM 的有机融合，上半年招商银行 APP 理财投资客户数同比增长 29.17%到 1,564 万户，占全行理财投资客户数的 97.62%，招商银行 APP 理财投资销售金额同比增长 26.85%到 6.12 万亿，占全行理财投资销售金额的 84.19%。
- **投资建议：盈利能力优异，看好龙头溢价持续。**我们认为招行在零售业务上的竞争优势依然稳固，过去几年的轻型银行战略效果显著，盈利能力始终领先同业，而前瞻性的战略布局也是公司多年来估值溢价的主要原因。公司提出的 3.0 业务经营模式将过去三年招行主要探索的金融科技、开放融合、轻文化与今年提出的打造大财富管理价值循环链的业务模式融合起来，未来公司财富管理业务优势有望不断强化。根据公司中报数据和我们对下半年公司基本面的展望，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司 2021 年、2022 年 EPS 分别为 4.79/5.66 元/股（原预测值分别为 4.48/5.11 元/股），对应盈利增速分别为 24.1%/18.1%（原预测值分别为 16.1%/14.1%）。目前招行股价对应 21/22 年 PB 分别为 1.81x/1.58X，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们尤其看好招行在财富管理领域的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：1）宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2）利率下行导致行业息差收窄超预期；3）中美摩擦升级导致外部风险抬升。**

图表1 招商银行 2021 年半年报财务报表核心指标

	百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
利润表 (累计)	营业收入	76,603	148,353	221,430	290,482	84,751	168,749
	YoY	11.4%	7.3%	6.6%	7.7%	10.6%	13.7%
	利息净收入	45,756	90,873	138,535	185,031	49,524	99,341
	YoY	5.5%	4.0%	5.6%	6.9%	8.2%	9.3%
	中收收入	22,061	42,269	63,277	79,486	27,202	52,254
	YoY	15.2%	8.5%	10.7%	11.2%	23.3%	23.6%
	信用减值损失	20,354	40,443	52,491	64,871	20,545	41,895
	YoY	21.1%	22.3%	16.8%	6.2%	0.9%	3.6%
利润表 (单季)	拨备前利润	55,257	103,281	150,396	187,311	60,638	118,203
	YoY	10.8%	5.5%	4.7%	5.1%	9.7%	14.4%
	归母净利润	27,795	49,788	76,603	97,342	32,015	61,150
	YoY	10.1%	-1.6%	-0.8%	4.8%	15.2%	22.8%
资产负债表	营业收入	76,603	71,750	73,077	69,052	84,751	83,998
	YoY	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%	10.6%	17.1%
	归母净利润	27,795	21,993	26,815	20,739	32,015	29,135
	YoY	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	15.2%	32.5%
	总资产	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448	8,664,641	8,885,886
	YoY	14.3%	11.7%	11.6%	12.7%	11.6%	10.6%
	贷款总额	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128	5,312,529	5,382,998
YoY	14.7%	12.2%	12.2%	12.0%	12.3%	11.0%	
财务比率	存款总额	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	5,827,214	5,980,165
	YoY	16.6%	15.8%	15.4%	16.2%	12.8%	9.9%
	贷款收益率		5.05%		4.89%		4.71%
	存款成本率		1.61%		1.55%		1.39%
资产质量指标	净息差	2.56%	2.50%	2.51%	2.49%	2.52%	2.49%
	成本收入比	25.57%	28.22%	29.95%	33.30%	26.54%	27.95%
	ROE (年化)	18.76%	16.94%	17.00%	15.73%	19.54%	18.06%
资本充足指标	不良率	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%
	关注率		0.99%		0.81%		0.70%
	拨备覆盖率	451%	441%	425%	438%	439%	439%
	拨贷比	5.01%	5.03%	4.79%	4.67%	4.47%	4.45%
业务指标 (亿元)	核心一级资本充足率	11.94%	11.31%	11.65%	12.29%	12.19%	11.89%
	一级资本充足率	12.64%	11.99%	13.31%	13.98%	13.79%	13.47%
	资本充足率	15.52%	14.90%	16.19%	16.54%	16.24%	16.01%
业务指标 (亿元)	MAU (月活)		9,892		10,700		10,500
	YoY		16.2%		4.9%		6.2%
	零售客户数 (万户)	14,600	15,100	15,500	15,800	16,100	16,500
	YoY		12.7%		9.7%		10.3%
	财富管理客户数 (金葵花, 万户)	279	292	301	310	331	344
	YoY		14.0%		17.2%		17.8%
	私人银行客户数 (户)	86,188	91,034	95,943	99,977	106,887	111,947
	YoY		16.3%		22.4%		23.0%
	零售AUM	78,842	82,632	86,307	89,400	95,946	99,850
	YoY		13.9%		19.3%		20.8%
	财富管理AUM (金葵花)	64,066	67,550	70,830	73,456	78,802	82,207
	YoY		14.7%		20.7%		21.7%
	私人银行AUM	23,441	24,974	26,584	27,746	29,840	31,292
	YoY		15.6%		24.4%		25.3%
理财子产品规模		23,800		24,500		26,400	
YoY		17.5%		11.9%		10.9%	
非货币基金销售额		2,567		6,107		3,413	
YoY		207.0%		177.9%		33.0%	

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5,039,023	5,643,706	6,320,951	7,079,465
证券投资	2,068,695	2,172,130	2,280,736	2,394,773
应收金融机构的款项	616,516	616,516	616,516	616,516
生息资产总额	8,028,018	8,777,630	9,612,393	10,543,821
<b>资产合计</b>	<b>8,361,448</b>	<b>9,142,194</b>	<b>10,011,627</b>	<b>10,981,741</b>
客户存款	5,664,135	6,343,831	7,105,091	7,957,702
计息负债总额	7,351,744	8,249,967	9,260,803	10,398,608
<b>负债合计</b>	<b>7,631,094</b>	<b>8,336,999</b>	<b>9,102,655</b>	<b>9,964,314</b>
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
<b>归母股东权益</b>	<b>723,750</b>	<b>797,914</b>	<b>900,753</b>	<b>1,008,226</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>730,354</b>	<b>805,195</b>	<b>908,972</b>	<b>1,017,426</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,361,448</b>	<b>9,142,194</b>	<b>10,011,627</b>	<b>10,981,741</b>

## 资产质量

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
NPL ratio	1.07%	1.00%	0.98%	0.98%
NPLs	53,615	56,437	61,945	69,379
拨备覆盖率	438%	457%	454%	437%
拨贷比	4.68%	4.57%	4.45%	4.29%
一般准备/风险加权资	4.11%	4.13%	4.11%	4.05%
不良贷款生成率	1.15%	0.80%	0.80%	0.80%
不良贷款核销率	-1.12%	-0.75%	-0.71%	-0.69%

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	185,031	204,249	225,292	247,934
净手续费及佣金收入	79,486	98,563	122,218	151,550
营业收入	286,891	330,812	377,510	431,483
营业税金及附加	-2,478	-3,308	-3,775	-4,315
拨备前利润	187,465	215,028	245,382	280,464
计提拨备	-64,871	-63,028	-65,806	-68,342
税前利润	122,440	152,000	179,576	212,122
<b>净利润</b>	<b>97,959</b>	<b>121,608</b>	<b>143,671</b>	<b>169,710</b>
<b>归母净利润</b>	<b>97,342</b>	<b>120,842</b>	<b>142,766</b>	<b>168,641</b>

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
生息资产增长率	11.6%	9.3%	9.5%	9.7%
总资产增长率	12.7%	9.3%	9.5%	9.7%
存款增长率	16.2%	12.0%	12.0%	12.0%
付息负债增长率	11.4%	12.2%	12.3%	12.3%
净利息收入增长率	6.9%	10.4%	10.3%	10.0%
手续费及佣金净收入增长	11.2%	24.0%	24.0%	24.0%
营业收入增长率	7.4%	15.3%	14.1%	14.3%
拨备前利润增长率	5.2%	14.7%	14.1%	14.3%
税前利润增长率	4.5%	24.1%	18.1%	18.1%
净利润增长率	4.8%	24.1%	18.1%	18.1%
非息收入占比	27.7%	29.8%	32.4%	35.1%
成本收入比	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
信贷成本	1.36%	1.18%	1.10%	1.02%
所得税率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>盈利能力</b>				
NIM	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%
拨备前 ROAA	2.38%	2.46%	2.56%	2.67%
拨备前 ROAE	28.1%	28.3%	28.9%	29.4%
ROAA	1.23%	1.38%	1.49%	1.61%
ROAE	16.0%	17.9%	18.7%	19.4%
<b>流动性</b>				
分红率	32.46%	32.46%	32.46%	32.46%
贷存比	88.96%	88.96%	88.96%	88.96%
贷款/总资产	60.26%	61.73%	63.14%	64.47%
债券投资/总资产	24.74%	23.76%	22.78%	21.81%
银行同业/总资产	7.37%	6.74%	6.16%	5.61%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	12.29%	11.08%	11.53%	12.03%
资本充足率	13.79%	13.92%	14.12%	14.39%
加权风险资产(¥,mn)	5,710,544	6,243,763	6,837,552	7,500,102
RWA/总资产	68.3%	68.3%	68.3%	68.3%

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033