

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2021年08月15日

## 业绩增速创近8年新高，拓客促活持续推进

### 业绩大幅增长，增速创近8年新高

上半年归母净利润同比增速较一季度提升 7.64pct 至 22.82%，处于近 8 年以来最高水平，在已披露业绩增速的上市银行中位列第一。公司业绩加速释放，主要得益于拨备反哺和非息收入增速提升，后者主要源于公允价值变动损益同比由降转升。其次成本管控和税收等方面也具有一定正面贡献。上半年代理服务手续费和代理证券交易收入分别同比增长 40.36% 和 66.39%，带动手续费及佣金净收入同比增速较上年提升 12.44pct 至 23.62%。

### 净息差环比收窄，资产负债结构优化

二季度资产端收益率下行带动净息差环比下降 6bp 至 2.46%，但仍高于去年四季度 2.41% 的低点，行业领先优势犹存。资产端主要是受到 LPR 重定价、个人贷款投放降低风险偏好使信用卡等传统高收益贷款利率下行的影响。公司着力优化资产负债结构。资产端加大信用卡乃至零售贷款占比。负债端加强成本管控，继续压降结构性存款和大量存单，加大拓客促活力度。定期存款量价齐跌、活期率提升，负债结构优化。未来公司有望把握存款利率自律上限调整的契机，强化存款成本优势。

### 资产质量领跑行业，消费贷款不良率骤降

公司资产质量进一步夯实。二季末不良率环比下降 1bp 至 1.01%；关注率等隐性不良贷款生成指标达到有历史记录以来的最低水平；拨备覆盖率环比提升 58bp 至 439.46%，风险抵御能力增强。其中，对公贷款规模下降导致二季末母公司口径对公贷款不良率环比上行 6bp，但对公贷款不良率+关注率环比下降 3bp，大口径来看风险降低；零售贷款不良率+关注率环比持平，消费贷和信用卡不良率+关注率分别环比下降 39bp 和 7bp，向好趋势延续。

### 规模扩张速度小幅放缓，资本充足率压力不大

二季末总资产同比增长 10.63%，增速较一季度小幅下降 94bp。在规模扩张消耗和二季度执行分红派息的共同影响下，核心一级资本充足率环比下降 30bp 至 11.89%。由于公司核心一级资本充足率处于行业领先水平，采取的高级法对资本损耗相对较小，业绩加速释放有利于内源性资本补充，而且未来公司将在轻资本业务上继续加码，所以公司短期资本压力不大。

### 投资建议：看好大财富管理战略，维持“买入”评级

公司基本面表现优秀，业绩增速领跑行业。已基本形成拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”的大财富管理业务模式，AUM 快速提升，客户结构向高净值人群倾斜。负债端持续加强成本管控，加大拓客促活力度，继续保持成本优势。资产质量夯实和隐性不良贷款生成压力减轻为后续资产投放和大财富管理发展打下了坚实的基础。厚实的拨备为未来业绩释放预留了充足的空间。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观，预测 2021-2023 年业绩增速由 15.2%/13.2% 调整为 20.2%/17.1%，对应 2021 年 BVPS 为 28.69 元，对应静态 PB 为 1.78 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复，经济下行超预期，政策出台超预期；资产质量波动

| 财务数据和估值        | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元)       | 2697  | 2905  | 3247  | 3671  | 4153  |
| 增长率(%)         | 8.5   | 7.7   | 11.8  | 13.1  | 13.1  |
| 归属母公司股东净利润(亿元) | 929   | 973   | 1170  | 1369  | 1579  |
| 增长率(%)         | 15.3  | 4.8   | 20.2  | 17.1  | 15.3  |
| 每股收益(元)        | 3.68  | 3.86  | 4.64  | 5.43  | 6.26  |
| 市盈率(P/E)       | 13.90 | 13.26 | 11.03 | 9.43  | 8.18  |
| 市净率(P/B)       | 2.24  | 2.02  | 1.78  | 1.57  | 1.38  |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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   | 51.18 元  |
| 目标价格   | 65.99 元  |

### 基本数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股)   | 25,219.85    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 20,628.94    |
| A 股总市值(百万元)   | 1,290,751.70 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,055,789.38 |
| 每股净资产(元)      | 26.60        |
| 资产负债率(%)      | 91.43        |
| 一年内最高/最低(元)   | 58.92/35.80  |

### 作者

郭其伟 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001

廖紫苑 联系人  
liaoziyuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《招商银行-季报点评:净息差改善大，私行业务一骑绝尘》 2021-04-25
- 《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

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 业绩增速创近 8 年新高，拓客促活持续推进    | 3  |
| 1.1. 业绩大幅增长，增速创近 8 年新高      | 3  |
| 1.2. 净息差有所收窄，资产负债结构优化       | 5  |
| 1.3. 资产质量领跑行业，消费贷款不良率骤降     | 7  |
| 1.4. 规模增速小幅放缓，资本充足率压力不大     | 9  |
| 1.5. 大财富管理业务持续推进，AUM 保持高速增长 | 10 |
| 2. 投资建议：看好大财富管理战略，维持“买入”评级  | 11 |
| 3. 风险提示                     | 11 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1：招商银行营收、PPOP 及业绩同比增速            | 3  |
| 图 2：招商银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平        | 3  |
| 图 3：累计年化加权 ROE 和 ROA               | 4  |
| 图 4：利息净收入&非息收入累计同比增速               | 4  |
| 图 5：招商银行累计净息差（披露值） VS. 行业平均        | 5  |
| 图 6：招商银行累计生息资产收益率&计息负债成本率          | 5  |
| 图 7：招商银行单季净息差                      | 5  |
| 图 8：招商银行不良贷款率 VS. 行业               | 7  |
| 图 9：招商银行拨备覆盖率 VS. 行业               | 7  |
| 图 10：招商银行关注率、不良贷款偏离度               | 8  |
| 图 11：招商银行信贷成本、不良贷款生成率（母公司口径）       | 8  |
| 图 12：招商银行存、贷款及资产同比增速               | 10 |
| 图 13：招商银行各级资本充足率                   | 10 |
| 表 1：招商银行归母净利润同比增长的归因分析             | 3  |
| 表 2：非息净收入拆分（集团口径）                  | 4  |
| 表 3：非息收入细分项目拆解                     | 4  |
| 表 4：招商银行生息资产&计息负债：单季平均余额和单季平均利率变化表 | 6  |
| 表 5：招商银行生息资产&计息负债：日均余额和累计平均利率变化表   | 6  |
| 表 6：母公司贷款口径下，各类贷款的占比及变化            | 7  |
| 表 7：招商银行各类贷款不良率、关注率和逾期率（母公司口径）     | 8  |
| 表 8：招商银行不良贷款分布情况（集团口径，按行业划分）       | 9  |
| 表 9：表 8：招商银行不良贷款分布情况（集团口径，按类型划分）   | 9  |
| 表 10：招商银行零售客户 AUM 变化情况表            | 10 |
| 表 11：招商银行零售客户数量变化情况表               | 10 |

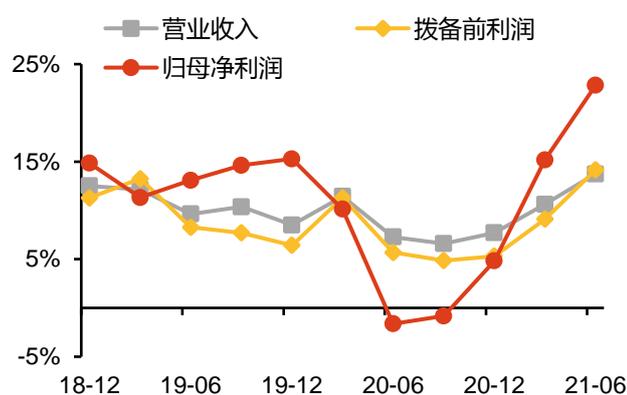
## 1. 业绩增速创近 8 年新高，拓客促活持续推进

8 月 13 日公司发布 2021 年半年报：上半年归母净利润同比增长 22.82%（Q1 同比增长 15.18%）；营收同比增长 13.75%（Q1 同比增长 10.64%）；累计年化加权 ROE 为 18.06%（Q1 年化加权 ROE 为 19.54%），同比提升 1.12pct。

### 1.1. 业绩大幅增长，增速创近 8 年新高

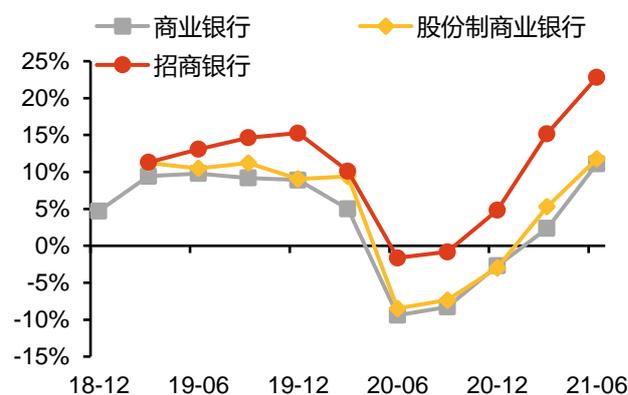
2021 上半年公司业绩大幅增长。上半年公司营收同比增长 13.75%，增速较一季度提升 3.11pct。归母净利润同比增长 22.82%，增速不仅创下近 8 年以来新高，而且远高于同期商业银行 11.12% 和股份制商业银行 11.79% 的净利润增速水平，在已披露业绩增速的上市银行中位列第一。公司上半年归母净利润同比增速较一季度提升 7.64pct，增幅大于同期股份制商业银行 6.49pct 的增幅。

图 1：招商银行营收、PPOP 及业绩同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：招商银行业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平



资料来源：WIND，天风证券研究所

业绩加速释放，主要得益于非息收入表现亮眼和拨备反哺。其次，成本管控和税收等方面也具有一定正面贡献。此外，自去年 9 月以来，净息差对营收增速的拖累效果正在逐季度减轻，而生息资产规模扩张的正面贡献在逐步增强。

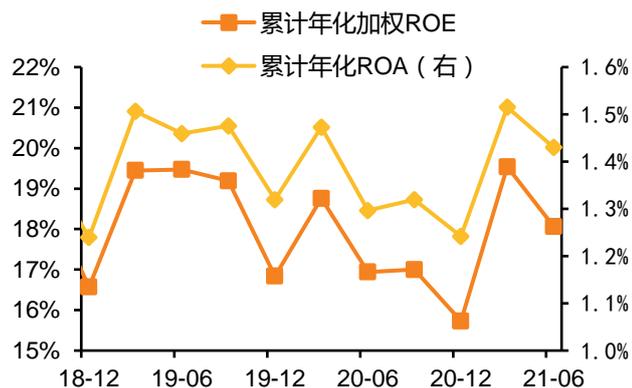
表 1：招商银行归母净利润同比增长的归因分析

| 增速归因   | 2020-06-30 | 2020-09-30 | 2020-12-31 | 2021-03-31 | 2021-06-30 | 2020H1 较 Q1 变化 pct |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------------|
| 生息资产规模 | 10.60%     | 10.76%     | 10.85%     | 11.19%     | 11.29%     | 0.11               |
| 净息差    | -6.64%     | -5.19%     | -3.96%     | -2.95%     | -1.97%     | 0.98               |
| 非息收入   | 3.30%      | 1.02%      | 0.81%      | 2.40%      | 4.43%      | 2.03               |
| 成本费用   | -1.58%     | -1.76%     | -2.43%     | -1.52%     | 0.43%      | 1.95               |
| 拨备     | -8.48%     | -5.46%     | -0.50%     | 4.74%      | 6.79%      | 2.06               |
| 营业外净收入 | -0.35%     | -0.16%     | -0.25%     | 1.02%      | 0.49%      | -0.53              |
| 税收     | 1.60%      | -0.11%     | 0.32%      | 0.49%      | 1.64%      | 1.15               |
| 少数股东损益 | -0.09%     | 0.07%      | -0.04%     | -0.18%     | -0.28%     | -0.10              |
| 净利润增长  | -1.63%     | -0.82%     | 4.82%      | 15.18%     | 22.82%     | 7.64               |

资料来源：WIND，天风证券研究所

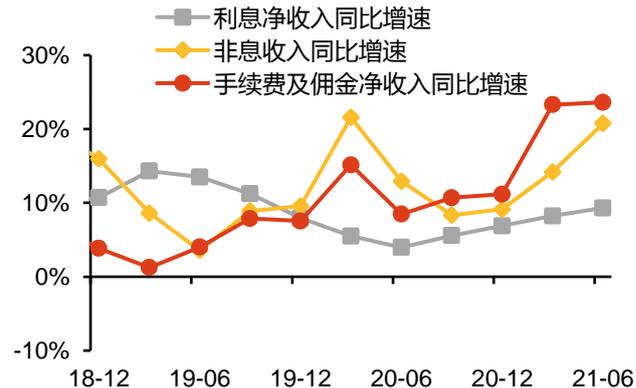
非息收入表现亮眼，中收增速保持高位。公司上半年非息收入同比增长 20.75%，增速较一季度提升 6.55pct，增速提升主要得益于公允价值变动损益同比由降转升。公司的非息收入主要由手续费及佣金净收入构成。上半年手续费及佣金净收入同比增长 23.62%，增速较 2020 年提升 12.44pct，主要得益于代理服务手续费和其他项加速增长。上半年财富管理手续费及佣金净收入同比增长 33.60%。其中，代理基金收入（同比增长 39.75%）和代理证券交易收入（同比增长 66.39%）是主要拉动项。前者是由于基金发行市场增长较好，权益类基金代销优势扩大；后者得益于香港资本市场活跃，股票交易量上升，招银国际和招商永隆银行证券经纪收入增加。

图 3：累计年化加权 ROE 和 ROA



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 4：利息净收入&非息收入累计同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

表 2：非息净收入拆分（集团口径）

| （人民币百万元）         | 2021H1        | 2020H1        | 同比            | 2020A          | 2019A         | 同比            |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>手续费及佣金收入</b>  | <b>56,005</b> | <b>45,611</b> | <b>22.79%</b> | <b>86,684</b>  | <b>79,047</b> | <b>9.66%</b>  |
| 银行卡手续费           | 9,396         | 9,418         | -0.23%        | 19,551         | 19,551        | 0.00%         |
| 结算与清算手续费         | 7,277         | 6,362         | 14.38%        | 12,651         | 11,492        | 10.09%        |
| 代理服务手续费          | 15,173        | 10,810        | 40.36%        | 18,507         | 13,681        | 35.28%        |
| 信贷承诺及贷款业务佣金      | 3,852         | 3,654         | 5.42%         | 6,191          | 6,310         | -1.89%        |
| 托管及其他受托业务佣金      | 15,882        | 13,558        | 17.14%        | 26,742         | 23,560        | 13.51%        |
| 其他               | 4,425         | 1,809         | 144.61%       | 3,042          | 4,453         | -31.69%       |
| <b>手续费及佣金支出</b>  | <b>3,751</b>  | <b>3,342</b>  | <b>12.24%</b> | <b>7,198</b>   | <b>7,554</b>  | <b>-4.71%</b> |
| <b>净手续费及佣金收入</b> | <b>52,254</b> | <b>42,269</b> | <b>23.62%</b> | <b>79,486</b>  | <b>71,493</b> | <b>11.18%</b> |
| <b>其他净收入</b>     | <b>17,154</b> | <b>15,211</b> | <b>12.77%</b> | <b>25,965</b>  | <b>25,120</b> | <b>3.36%</b>  |
| 公允价值变动净收益 / （损失） | 696           | -1,168        | 不适用           | -1,660         | 384           | -532.29%      |
| 投资收益             | 11,107        | 11,530        | -3.67%        | 19,162         | 15,771        | 21.50%        |
| 汇兑净收益            | 1,925         | 1,789         | 7.60%         | 2,202          | 3,259         | -32.43%       |
| 其他业务收入           | 3,426         | 3,060         | 11.96%        | 6,261          | 5,706         | 9.73%         |
| <b>非利息净收入总额</b>  | <b>69,408</b> | <b>57,480</b> | <b>20.75%</b> | <b>105,451</b> | <b>96,613</b> | <b>9.15%</b>  |

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 3：非息收入细分项目拆解

|              | 2021H1：集团口径（亿元） |         |        | 2020A：母公司口径（亿元） |         |        |
|--------------|-----------------|---------|--------|-----------------|---------|--------|
|              | 规模              | 占比      | 同比     | 规模              | 占比      | 同比     |
| 非利息净收入       | 694.08          | 100.00% | 20.75% | 882.90          | 100.00% | 4.74%  |
| 净手续费及佣金收入    | 522.54          | 75.29%  | 23.62% | 706.99          | 80.08%  | 7.47%  |
| 手续费及佣金收入     | 560.05          | 80.69%  | 22.79% | 806.87          | 91.39%  | 10.73% |
| 财富管理手续费及佣金收入 | 206.12          | 29.70%  | 33.60% | 285.24          | 32.31%  | 35.68% |
| 代理基金收入       | 67.19           | 9.68%   | 39.75% | 94.34           | 10.69%  | 99.45% |
| 代理理财收入       | 28.74           | 4.14%   | 32.56% | 56.99           | 6.45%   | 57.89% |
| 代理信托计划收入     | 45.28           | 6.52%   | 23.85% | 76.26           | 8.64%   | 12.58% |
| 代理保险收入       | 55.59           | 8.01%   | 32.51% | 55.41           | 6.28%   | -4.30% |
| 代理贵金属收入      | 1.75            | 0.25%   | 19.86% | 2.24            | 0.25%   | 86.67% |
| 代理证券交易收入     | 7.57            | 1.09%   | 66.39% | \               | \       | \      |

|               |        |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 非财富管理手续费及佣金收入 | 353.93 | 50.99% | 17.26% | 521.63 | 59.08% | 0.62%  |
| 银行卡手续费收入      | 93.96  | 13.54% | -0.23% | 194.74 | 22.06% | 0.14%  |
| 结算与清算手续费收入    | 72.77  | 10.48% | 14.38% | 126.01 | 14.27% | 9.95%  |
| 托管费收入         | 28.57  | 4.12%  | 29.80% | 42.15  | 4.77%  | 16.92% |
| 其他            | 158.63 | 22.85% | 30.00% | 158.73 | 17.98% | -8.41% |

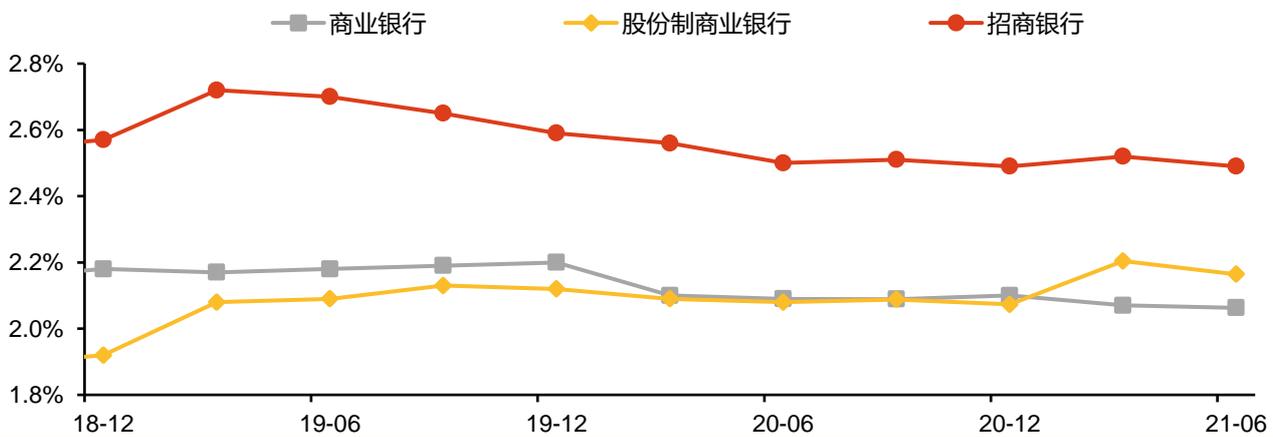
资料来源：WIND，天风证券研究所

注：2021 年中报披露口径变化，由此前的母公司口径变为集团口径。集团口径的财富管理手续费收入较母公司口径增加了子公司的代理证券收入。

## 1.2. 净息差有所收窄，资产负债结构优化

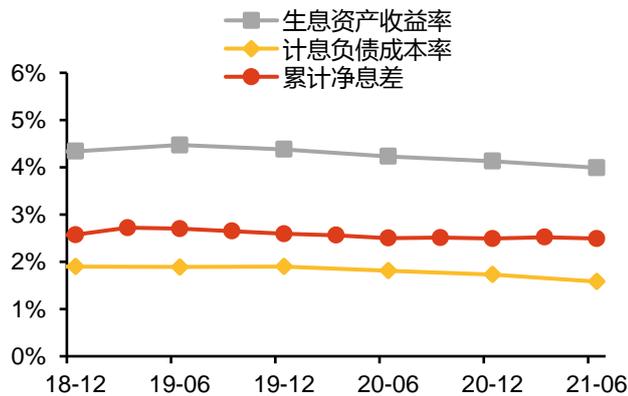
**净息差环比下降，领先优势犹存。**2021 年上半年公司的累计年化净息差为 2.49%，较一季度环比下降 3bp，但仍高于商业银行 2.06%和股份制商业银行 2.16%的平均水平，在行业内的领先优势仍然比较突出。二季度单季年化净息差环比下降 6bp 至 2.46%，但仍高于去年四季度 2.41%的低点。

图 5：招商银行累计净息差（披露值） vs. 行业平均



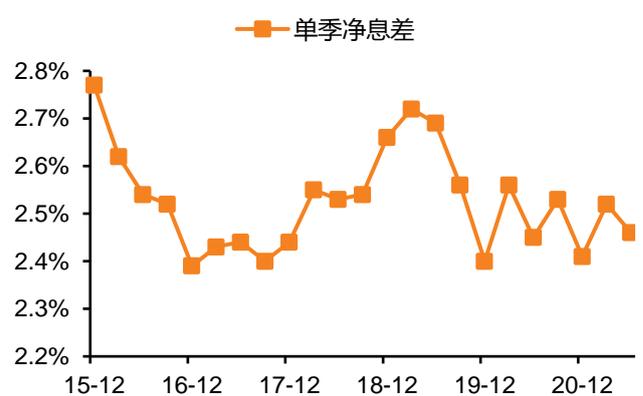
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：招商银行累计生息资产收益率&计息负债成本率



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：招商银行单季净息差



资料来源：WIND，天风证券研究所

**从结构上看，负债端亮点颇多。**二季度计息负债成本率 1.58%，较一季度环比微升 1bp，保持在 2017 年以来第二低的水平。既是得益于应付债券和向央行借款利率下行，也有存款结构优化、成本率保持稳定的原因。公司坚持对负债成本的严格管控，继续压缩成本率相对较高的结构性存款和大额存单，上半年定期存款量价齐跌。同时，公司加大拓客促活力度，二季末成本率相对较低的活期存款占集团存款总额的比例较一季末环比提升 93bp 至 63.70%。其中，企业活期存款占比 39.73%、零售活期存款占比 23.96%，分别较一季末提

升 82bp 和 11bp。二季度人行优化存款利率监管，调整存款利率自律上限确定方式，有助于银行负债成本降低。

表 4：招商银行生息资产&计息负债：单季平均余额和单季平均利率变化表

| 生息资产                | 单季平均余额（百万元）    |                |               | 单季平均收益/（成本）率 |              |           |
|---------------------|----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|-----------|
|                     | 2021Q2         | 2020Q1         | 变动幅度          | 2021Q2       | 2020Q1       | 变动幅度 bp   |
| 贷款和垫款               | 5289582        | 5213564        | 76018         | 4.68%        | 4.73%        | -5        |
| 投资                  | 1615199        | 1592140        | 23059         | 3.35%        | 3.39%        | -4        |
| 存放中央银行款项            | 533765         | 537166         | -3401         | 1.47%        | 1.47%        | 0         |
| 存拆放同业和其他金融<br>融机构款项 | 688090         | 637653         | 50437         | 1.82%        | 1.83%        | -1        |
| <b>总生息资产</b>        | <b>8126636</b> | <b>7980523</b> | <b>146113</b> | <b>3.96%</b> | <b>4.01%</b> | <b>-5</b> |
| 计息负债                | 2021Q2         | 2021Q1         | 变动幅度          | 2021Q2       | 2021Q1       | 变动幅度 bp   |
| 客户存款                | 5874312        | 5861988        | 12324         | 1.39%        | 1.39%        | -         |
| 同业和其他金融机构<br>存拆放款项  | 1089310        | 1071427        | 17883         | 1.68%        | 1.68%        | -         |
| 应付债券                | 431561         | 346065         | 85496         | 3.12%        | 3.15%        | -3        |
| 向中央银行借款             | 299922         | 308182         | -8260         | 2.77%        | 2.79%        | -2        |
| 租赁负债                | 13769          | 14978          | -1209         | 4.22%        | 3.95%        | 27        |
| <b>总计息负债</b>        | <b>7708874</b> | <b>7602640</b> | <b>106234</b> | <b>1.58%</b> | <b>1.57%</b> | <b>1</b>  |
| <b>净息差</b>          |                |                |               | <b>2.46%</b> | <b>2.52%</b> | <b>-6</b> |

资料来源：WIND，天风证券研究所

**资产端结构优化，缓解定价下行压力。**公司资产端定价下行主要是受到贷款收益率下降的影响。对公贷款方面，由于上年 LPR 多次下调，招行涉房贷款占比较高，LPR 重定价效应逐步显现，个人贷款方面，公司从去年底开始调整信贷投放策略，降低风险偏好，采取分期、打折等措施来竞争优质客户，信用卡等传统高收益贷款利率有所下行。面对资产定价下行压力，公司着力优化资产结构，在风险可控的前提下，主动顺应消费复苏态势，加大收益率相对较高的信用卡贷款的投放力度。二季末信用卡贷款占母公司贷款总额的比例较一季末环比上升 60bp 至 15.75%，带动零售贷款占母公司贷款总额的比例环比提升 43bp 至 55.80%。

表 5：招商银行生息资产&计息负债：日均余额和累计平均利率变化表

| 生息资产               | 日均余额（百万元）        |                  |                | 累计平均收益/（成本）率 |              |            |
|--------------------|------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|------------|
|                    | 2021H1           | 2020A            | 变动幅度           | 2021H1       | 2020A        | 变动幅度 bp    |
| 贷款和垫款              | 5,251,783        | 4,823,379        | 428,404        | 4.71%        | 4.89%        | -18        |
| 公司贷款               | 2,106,133        | 2,024,891        | 81,242         | 3.82%        | 3.98%        | -16        |
| 零售贷款               | 2,792,903        | 2,506,828        | 286,075        | 5.60%        | 5.89%        | -29        |
| 票据贴现               | 352,747          | 291,660          | 61,087         | 2.90%        | 2.68%        | 22         |
| 投资                 | 1,603,733        | 1,513,824        | 89,909         | 3.37%        | 3.42%        | -5         |
| 存放中央银行款项           | 535,456          | 490,092          | 45,364         | 1.47%        | 1.53%        | -6         |
| 存拆放同业和其他金<br>融机构款项 | 663,011          | 615,316          | 47,695         | 1.83%        | 1.95%        | -12        |
| <b>总生息资产</b>       | <b>8,053,983</b> | <b>7,442,611</b> | <b>611,372</b> | <b>3.99%</b> | <b>4.13%</b> | <b>-14</b> |
| 计息负债               | 2021H1           | 2020A            | 变动幅度           | 2021H1       | 2020A        | 变动幅度 bp    |
| 客户存款               | 5,868,184        | 5,376,582        | 491,602        | 1.39%        | 1.55%        | -16        |
| 公司客户存款             | 3,808,350        | 3,461,281        | 347,069        | 1.57%        | 1.73%        | -16        |
| 活期                 | 2,360,015        | 1,964,687        | 395,328        | 0.90%        | 0.87%        | 3          |
| 定期                 | 1,448,335        | 1,496,594        | -48,259        | 2.64%        | 2.86%        | -22        |

|                    |           |           |         |       |       |     |
|--------------------|-----------|-----------|---------|-------|-------|-----|
| 零售客户存款             | 2,059,834 | 1,915,301 | 144,533 | 1.06% | 1.22% | -16 |
| 活期                 | 1,438,987 | 1,261,244 | 177,743 | 0.35% | 0.35% | 0   |
| 定期                 | 620,847   | 654,057   | -33,210 | 2.71% | 2.92% | -21 |
| 同业和其他金融机构<br>存拆放款项 | 1,080,418 | 941,182   | 139,236 | 1.68% | 1.64% | 4   |
| 应付债券               | 389,409   | 453,885   | -64,476 | 3.13% | 3.23% | -10 |
| 向中央银行借款            | 304,029   | 282,976   | 21,053  | 2.78% | 2.97% | -19 |
| 租赁负债               | 14,370    | 14,582    | -212    | 4.08% | 4.09% | -1  |
| 总计息负债              | 7,656,050 | 7,069,207 | 586,843 | 1.58% | 1.73% | -15 |
| 净息差                |           |           |         | 2.49% | 2.49% | 0   |

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 6：母公司贷款口径下，各类贷款的占比及变化

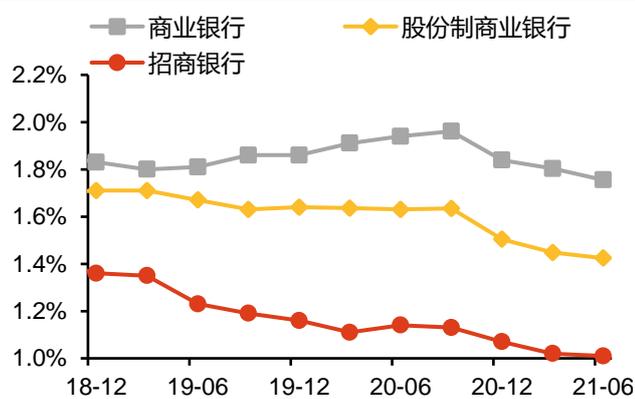
|         | 2021Q1 末占比 | 2021Q2 末占比 | Q2 较 Q1 变化 bp |
|---------|------------|------------|---------------|
| 企业贷款    | 37.98%     | 35.90%     | -207          |
| 票据贴现    | 6.65%      | 8.30%      | 164           |
| 零售贷款小计  | 55.37%     | 55.80%     | 43            |
| 小微贷款    | 10.76%     | 10.66%     | -9            |
| 个人住房贷款  | 26.01%     | 26.09%     | 8             |
| 信用卡贷款   | 15.15%     | 15.75%     | 60            |
| 消费贷款    | 3.03%      | 2.75%      | -28           |
| 其他      | 0.42%      | 0.54%      | 12            |
| 母公司贷款总额 | 100.00%    | 100.00%    | -             |

资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.3. 资产质量领跑行业，消费贷款不良率骤降

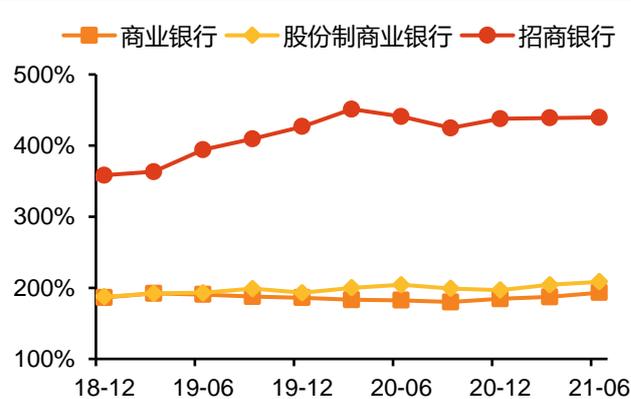
公司资产质量领先优势进一步巩固。二季末公司不良率环比下降 1bp 至 1.01%，继续保持行业领先水平；关注类贷款占比 0.70%，不良贷款偏离度（逾期 90 天以上贷款/不良贷款）为 71.98%，分别较上年末下降 11bp 和 4.46pct，均达到有历史记录以来的最低水平，资产质量进一步夯实，隐性不良贷款生成压力减轻。二季末拨备覆盖率环比提升 58bp 至 439.46%，仍处于上市银行前列，风险抵御能力加强，利润反哺空间增厚。

图 8：招商银行不良贷款率 vs. 行业



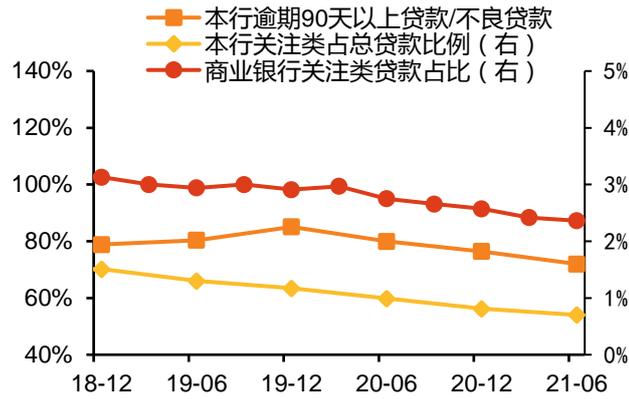
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 9：招商银行拨备覆盖率 vs. 行业



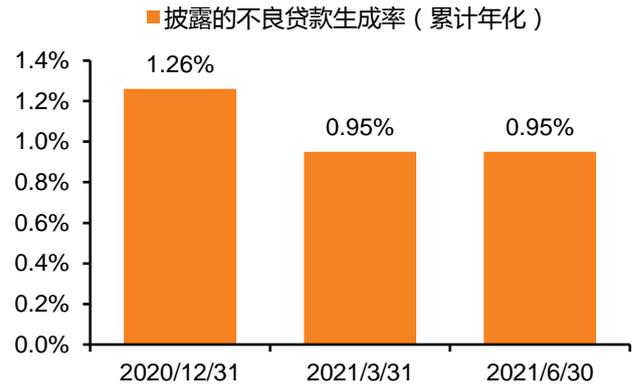
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：招商银行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：招商银行信贷成本、不良贷款生成率（母公司口径）



资料来源：WIND，天风证券研究所

**对公端**，二季末母公司口径的对公贷款不良率较一季末环比上行 6bp，可能是由于市场利率回落后客户提前还款或用更便宜的票据、债券置换贷款，对公贷款规模较一季末下降所致。但对公贷款的关注类和逾期率分别环比下降 9bp 和 4bp，隐形不良贷款生成压力减轻。在贷款投向，上半年公司继续压降高风险的制造业、批发和零售业等行业的贷款占比，加大低风险的水利、环境和公共设施管理业的贷款投放。

**零售端**，二季末母公司口径的零售贷款不良率+关注率环比持平，逾期率环比下降 4bp。其中，公司将互联网联合消费贷款纳入其他零售贷款统计，消费贷款、信用卡的不良率+关注率分别环比下降 39bp 和 7bp。消费信贷类业务先行指标逐步回落，入催规模及入催率已基本恢复至疫情前水平，综合回收率也较疫情高峰期明显回升。其他零售贷款占比很小，不良率上升主要是受互联网联合消费贷款规模压降以及公司从严认定风险的影响。在贷款投向，二季末信用卡贷款和个人住房贷款占母公司贷款的比例分别环比提升 60bp 和 8bp，消费贷款+其他、小微贷款占比分别下降 16bp 和 9bp。

表 7：招商银行各类贷款不良率、关注率和逾期率（母公司口径）

| 项目      | 不良率    |        |       | 关注率    |        |       | 逾期率    |        |       |
|---------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|         | 21Q2 末 | 21Q1 末 | 变化 bp | 21Q2 末 | 21Q1 末 | 变化 bp | 21Q2 末 | 21Q1 末 | 变化 bp |
| 公司贷款    | 1.70%  | 1.64%  | 6     | 0.49%  | 0.58%  | -9    | 1.40%  | 1.44%  | -4    |
| 票据贴现    | -      | -      | -     | -      | 0.01%  | -     | -      | -      | -     |
| 零售贷款    | 0.76%  | 0.76%  | -     | 0.92%  | 0.92%  | -     | 0.98%  | 1.02%  | -4    |
| 小微贷款    | 0.51%  | 0.54%  | -3    | 0.16%  | 0.18%  | -2    | 0.51%  | 0.53%  | -2    |
| 个人住房贷款  | 0.25%  | 0.26%  | -1    | 0.11%  | 0.12%  | -1    | 0.26%  | 0.27%  | -1    |
| 信用卡贷款   | 1.58%  | 1.62%  | -4    | 2.91%  | 2.94%  | -3    | 2.30%  | 2.50%  | -20   |
| 消费贷款    | 1.16%  | 1.42%  | -26   | 0.23%  | 0.36%  | -13   | 1.30%  | 1.62%  | -32   |
| 其他      | 4.76%  | 2.36%  | 240   | 0.57%  | 0.40%  | 17    | 4.88%  | 2.44%  | 244   |
| 母公司贷款总额 | 1.04%  | 1.04%  | -     | 0.69%  | 0.73%  | -4    | 1.05%  | 1.11%  | -6    |

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：报告期内，公司将互联网联合消费贷款纳入其他零售贷款统计，并同口径调整年初数据。其他零售贷款主要包括商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款、教育贷款、互联网联合消费贷款及以货币资产质押的其他个人贷款

表 8：招商银行不良贷款分布情况（集团口径，按行业划分）

| 项目               | 贷款余额占比   |         |       | 不良贷款率    |         |       |
|------------------|----------|---------|-------|----------|---------|-------|
|                  | 2021H1 末 | 2020 年末 | 变化 bp | 2021H1 末 | 2020 年末 | 变化 bp |
| 公司贷款             | 38.86%   | 40.11%  | -125  | 1.57%    | 1.58%   | -1    |
| 交通运输、仓储和邮政业      | 7.94%    | 8.20%   | -26   | 0.76%    | 0.85%   | -9    |
| 房地产业             | 7.51%    | 7.77%   | -26   | 1.07%    | 0.30%   | 77    |
| 制造业              | 5.47%    | 5.63%   | -16   | 3.08%    | 3.55%   | -47   |
| 电力、热力、燃气及水生产和供应业 | 3.31%    | 3.39%   | -8    | 0.49%    | 0.49%   | 0     |
| 租赁和商务服务业         | 3.14%    | 3.08%   | 6     | 3.56%    | 4.02%   | -46   |
| 批发和零售业           | 2.69%    | 2.98%   | -29   | 3.96%    | 4.25%   | -29   |
| 金融业              | 2.02%    | 2.27%   | -25   | 0.08%    | 0.21%   | -13   |
| 建筑业              | 2.18%    | 2.06%   | 12    | 0.58%    | 0.86%   | -28   |
| 信息传输、软件和信息技术服务业  | 1.34%    | 1.28%   | 6     | 0.99%    | 1.28%   | -29   |
| 水利、环境和公共设施管理业    | 1.25%    | 1.10%   | 15    | 0.36%    | 0.26%   | 10    |
| 采矿业              | 0.66%    | 0.81%   | -15   | 2.97%    | 1.92%   | 105   |
| 其他               | 1.35%    | 1.54%   | -19   | 1.12%    | 1.04%   | 8     |
| 票据贴现             | 7.92%    | 6.58%   | 134   | -        | -       |       |
| 零售贷款             | 53.22%   | 53.31%  | -9    | 0.76%    | 0.81%   | -5    |
| 贷款和垫款总额          | 100.00%  | 100.00% | 0     | 1.01%    | 1.07%   | -6    |

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 9：表 8：招商银行不良贷款分布情况（集团口径，按类型划分）

| 项目      | 贷款余额占比   |         |       | 不良贷款率    |         |       |
|---------|----------|---------|-------|----------|---------|-------|
|         | 2021H1 末 | 2020 年末 | 变化 bp | 2021H1 末 | 2020 年末 | 变化 bp |
| 公司贷款    | 38.86%   | 40.11%  | -125  | 1.57%    | 1.58%   | -1    |
| 流动资金贷款  | 13.94%   | 14.80%  | -86   | 2.71%    | 3.00%   | -29   |
| 固定资产贷款  | 14.64%   | 13.98%  | 66    | 1.08%    | 0.77%   | 31    |
| 贸易融资    | 3.99%    | 4.23%   | -24   | 0.34%    | 0.47%   | -13   |
| 其他      | 6.29%    | 7.10%   | -81   | 0.98%    | 0.87%   | 11    |
| 票据贴现    | 7.92%    | 6.58%   | 134   | -        | -       |       |
| 零售贷款    | 53.22%   | 53.31%  | -9    | 0.76%    | 0.81%   | -5    |
| 小微贷款    | 10.05%   | 9.46%   | 59    | 0.52%    | 0.64%   | -12   |
| 个人住房贷款  | 24.71%   | 25.35%  | -64   | 0.25%    | 0.29%   | -4    |
| 信用卡贷款   | 14.81%   | 14.85%  | -4    | 1.58%    | 1.66%   | -8    |
| 其他      | 3.65%    | 3.65%   | 0     | 1.49%    | 1.39%   | 10    |
| 贷款和垫款总额 | 100.00%  | 100.00% | 0     | 1.01%    | 1.07%   | -6    |

资料来源：WIND，天风证券研究所

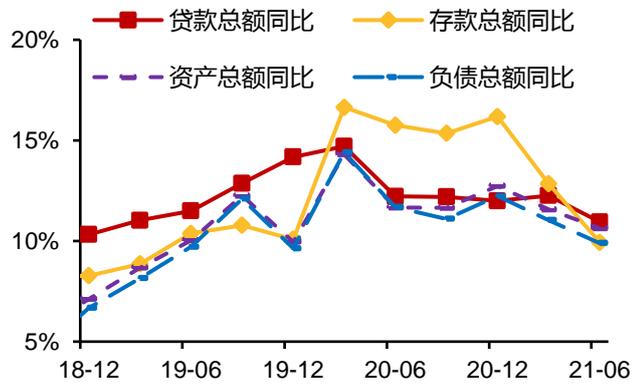
#### 1.4. 规模增速小幅放缓，资本充足率压力不大

规模扩张速度略有下降。二季末资产总额、负债总额、贷款总额和存款总额的同比增速分别较一季度环比下降 94bp、1.14pct、1.30pct 和 2.91pct 至 10.63%、9.89%、10.95%和 9.93%。其中，贷款同比增速放缓，与房贷政策收紧及大宗商品价格上涨使得对公客户有效信贷需

求下降有关。而存款同比增速放缓，与 M2 增速回落，企业资金活化不足有关。

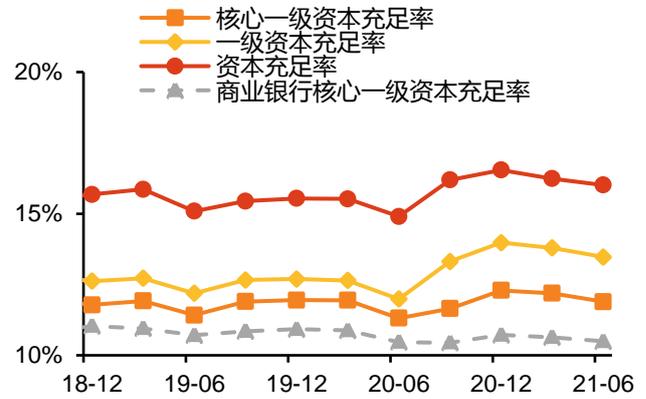
**资本充足率小幅下滑，但压力不大。** 二季末公司核心一级资本充足率 11.89%，环比下降 30bp。一方面是因为规模扩张有所消耗，另一方面是由于二季度执行分红派息，是资本充足率的季节性低点。由于公司核心一级资本充足率处于行业领先水平；公司是业内少数使用资本计量高级法的银行，资本损耗相对较小；随着今年业绩加速释放，内源性资本补充有望加速；未来公司将在轻资本业务上继续加码，所以公司短期资本压力不大。

图 12：招商银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 13：招商银行各级资本充足率



资料来源：WIND，天风证券研究所

### 1.5. 大财富管理业务持续推进，AUM 保持高速增长

**公司 AUM 保持高速增长，时点规模突破 10 万亿元。** 二季末公司零售 AUM 同比增长 20.84%，增速较一季末小幅下降 86bp。AUM 快速增长主要得益于公司大财富管理业务模式持续推进，拓展“大客群”、搭建“大平台”、构建“大生态”的效果逐渐显现。招银理财产品规模跃居市场第一，为零售 AUM 增长打下了基础。在代发业务拓展和私人银行客群拓展上，批发和零售条线的合作更加紧密，重点企业高管开立私人银行卡数量和私人银行引流对公有效户均明显增长。**分结构来看**，私行客户、金葵花（门槛为月日均总资产 50 万元）以上非私行客户、其他客户的 AUM 分别同比增长 25.30%、19.58%和 16.99%，增速分别较一季末环比下降 2pct、94bp 和提升 97bp。由此可见，高净值的私行客户是零售 AUM 增长的主要拉动力，客户结构继续向高净值客户倾斜。

表 10：招商银行零售客户 AUM 变化情况表

|                 | 同比增速     |          |       | 占比       |          |       |
|-----------------|----------|----------|-------|----------|----------|-------|
|                 | 2021Q2 末 | 2021Q1 末 | 变化 bp | 2021Q2 末 | 2021Q1 末 | 变化 bp |
| 私人银行 AUM        | 25.30%   | 27.30%   | -200  | 31.34%   | 31.10%   | 24    |
| 金葵花及以上非私行客户 AUM | 19.58%   | 20.52%   | -94   | 50.99%   | 51.03%   | -4    |
| 其他客户 AUM        | 16.99%   | 16.02%   | 97    | 17.67%   | 17.87%   | -20   |
| 零售客户 AUM        | 20.84%   | 21.69%   | -86   | 100.00%  | 100.00%  | -     |

资料来源：WIND，天风证券研究所

表 11：招商银行零售客户数量变化情况表

|              | 同比增速     |          |       | 占比       |          |       |
|--------------|----------|----------|-------|----------|----------|-------|
|              | 2021Q2 末 | 2021Q1 末 | 变化 bp | 2021Q2 末 | 2021Q1 末 | 变化 bp |
| 私人银行客户数      | 22.97%   | 24.02%   | -104  | 0.07%    | 0.07%    | 0     |
| 金葵花及以上非私行客户数 | 17.61%   | 18.66%   | -105  | 2.01%    | 1.99%    | 2     |
| 其他客户数        | 9.10%    | 10.11%   | -100  | 97.92%   | 97.94%   | -2    |
| 零售客户数        | 9.27%    | 10.27%   | -100  | 100.00%  | 100.00%  | -     |

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 投资建议：看好大财富管理战略，维持“买入”评级

公司基本面表现优秀，业绩增速领跑行业。公司负债端持续加强成本管控，加大拓客促活力度，继续保持成本优势。资产质量夯实和隐性不良贷款生成压力减轻为后续资产投放和大财富管理发展打下了坚实的基础。厚实的拨备为未来业绩释放预留了充足的空间。我们对公司未来的业绩成长性保持乐观，预测 2021-2023 年业绩增速由 15.2%/13.2%调整为 20.2%/17.1%，对应 2021 年 BVPS 为 28.69 元，对应静态 PB 为 1.78 倍。维持“买入”评级。

## 3. 风险提示

- 1) 疫情反复；
- 2) 经济下行超预期；
- 3) 政策出台超预期；
- 4) 资产质量波动

## 财务预测摘要

| 人民币亿元        | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |             | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2022E   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>利润表</b>   |        |        |        |        |        | <b>收入增长</b> |         |         |         |         |         |
| 净利息收入        | 1731   | 1850   | 2025   | 2201   | 2412   | 净利润增速       | 15.3%   | 4.8%    | 20.2%   | 17.1%   | 15.3%   |
| 手续费及佣金       | 715    | 795    | 954    | 1192   | 1455   | 拨备前利润增速     | 6.5%    | 5.1%    | 11.8%   | 15.6%   | 13.1%   |
| 其他收入         | 251    | 260    | 268    | 277    | 287    | 税前利润增速      | 10.0%   | 4.5%    | 20.2%   | 17.1%   | 15.3%   |
| 营业收入         | 2697   | 2905   | 3247   | 3671   | 4153   | 营业收入增速      | 8.5%    | 7.7%    | 11.8%   | 13.1%   | 13.1%   |
| 营业税及附加       | 23     | 25     | 26     | 27     | 29     | 净利息收入增速     | 7.9%    | 6.9%    | 9.4%    | 8.7%    | 9.6%    |
| 业务管理费        | 892    | 1005   | 1125   | 1221   | 1383   | 手续费及佣金增速    | 7.5%    | 11.2%   | 20.0%   | 25.0%   | 22.0%   |
| 拨备前利润        | 1782   | 1873   | 2094   | 2421   | 2739   | 营业费用增速      | 12.9%   | 12.4%   | 11.8%   | 8.4%    | 13.1%   |
| 计提拨备         | 611    | 649    | 623    | 698    | 753    | <b>规模增长</b> |         |         |         |         |         |
| 税前利润         | 1171   | 1224   | 1471   | 1723   | 1985   | 生息资产增速      | 9.3%    | 11.2%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 所得税          | 237    | 245    | 294    | 344    | 397    | 贷款增速        | 14.1%   | 12.3%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 净利润          | 929    | 973    | 1170   | 1369   | 1579   | 同业资产增速      | -14.8%  | 18.0%   | 20.0%   | 0.9%    | 10.0%   |
| <b>资产负债表</b> |        |        |        |        |        | 证券投资增速      | 4.9%    | 11.9%   | 5.6%    | 14.6%   | 10.0%   |
| 贷款总额         | 44907  | 50291  | 55320  | 60852  | 66938  | 其他资产增速      | 17.3%   | 28.9%   | 15.0%   | 15.0%   | 15.0%   |
| 同业资产         | 5225   | 6165   | 7396   | 7460   | 8206   | 计息负债增速      | 9.8%    | 11.4%   | 10.6%   | 10.6%   | 10.6%   |
| 证券投资         | 14062  | 15730  | 16604  | 19033  | 20936  | 存款增速        | 10.1%   | 16.2%   | 6.2%    | 10.6%   | 10.6%   |
| 生息资产         | 67739  | 75323  | 82855  | 91141  | 100255 | 同业负债增速      | -1.2%   | 17.3%   | 10.6%   | 10.6%   | 10.6%   |
| 非生息资产        | 6434   | 8292   | 9535   | 10966  | 12610  | 股东权益增速      | 13.6%   | 18.2%   | 11.5%   | 12.0%   | 12.2%   |
| 总资产          | 74172  | 83614  | 92391  | 102106 | 112865 | <b>存款结构</b> |         |         |         |         |         |
| 客户存款         | 48750  | 56641  | 60171  | 66531  | 73553  | 活期          | 57.1%   | 63.57%  | 63.57%  | 63.57%  | 63.57%  |
| 其他计息负债       | 17221  | 16876  | 21141  | 23376  | 25843  | 定期          | 37.9%   | 31.91%  | 31.91%  | 31.91%  | 31.91%  |
| 非计息负债        | 2025   | 2794   | 2933   | 3080   | 3234   | 其他          | 5.0%    | 4.52%   | 4.52%   | 4.52%   | 4.52%   |
| 总负债          | 67995  | 76311  | 84246  | 92987  | 102630 | <b>贷款结构</b> |         |         |         |         |         |
| 股东权益         | 6177   | 7304   | 8145   | 9119   | 10235  | 企业贷款(不含贴现)  | 36.2%   | 34.98%  | 34.98%  | 34.98%  | 34.98%  |
| <b>每股指标</b>  |        |        |        |        |        | 个人贷款        | 51.8%   | 52.57%  | 52.57%  | 52.57%  | 52.57%  |
| 每股净利润(元)     | 3.68   | 3.86   | 4.64   | 5.43   | 6.26   | <b>资产质量</b> |         |         |         |         |         |
| 每股拨备前利润(元)   | 7.07   | 7.43   | 8.30   | 9.60   | 10.86  | 不良贷款率       | 1.16%   | 1.07%   | 1.00%   | 0.99%   | 0.98%   |
| 每股净资产(元)     | 22.89  | 25.36  | 28.69  | 32.55  | 36.96  | 正常          | 97.66%  | 98.12%  | 99.20%  | 99.21%  | 99.22%  |
| 每股总资产(元)     | 294.10 | 331.54 | 366.34 | 404.86 | 447.53 | 关注          | 1.17%   | 0.81%   | 0.80%   | 0.79%   | 0.78%   |
| P/E          | 13.9   | 13.3   | 11.0   | 9.4    | 8.2    | 次级          | 0.35%   | 0.29%   |         |         |         |
| P/PPOP       | 7.2    | 6.9    | 6.2    | 5.3    | 4.7    | 可疑          | 0.39%   | 0.44%   |         |         |         |
| P/B          | 2.2    | 2.0    | 1.8    | 1.6    | 1.4    | 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% | 437.68% | 472.52% | 483.03% | 490.52% |
| <b>利率指标</b>  |        |        |        |        |        | <b>资本状况</b> |         |         |         |         |         |
| 净息差(NIM)     | 2.59%  | 2.49%  | 2.48%  | 2.46%  | 2.44%  | 资本充足率       | 15.54%  | 16.54%  | 17.28%  | 17.49%  | 17.73%  |
| 净利差(Spread)  | 2.48%  | 2.40%  | 2.52%  | 2.50%  | 2.50%  | 核心资本充足率     | 11.95%  | 12.29%  | 13.19%  | 13.54%  | 13.91%  |
| 贷款利率         | 5.17%  | 4.89%  | 4.87%  | 4.86%  | 4.85%  | 资产负债率       | 91.67%  | 91.27%  | 91.18%  | 91.07%  | 90.93%  |
| 存款利率         | 1.58%  | 1.55%  | 1.54%  | 1.54%  | 1.55%  | <b>其他数据</b> |         |         |         |         |         |
| 生息资产收益率      | 4.38%  | 4.13%  | 4.25%  | 4.23%  | 4.20%  | 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%  | 1.73%  | 1.73%  | 1.70%  |             |         |         |         |         |         |
| <b>盈利能力</b>  |        |        |        |        |        |             |         |         |         |         |         |
| ROAA         | 1.31%  | 1.23%  | 1.33%  | 1.41%  | 1.47%  |             |         |         |         |         |         |
| ROAE         | 17.15% | 16.00% | 17.16% | 17.73% | 18.01% |             |         |         |         |         |         |
| 拨备前利润率       | 2.52%  | 2.37%  | 2.38%  | 2.49%  | 2.55%  |             |         |         |         |         |         |

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        |