

**证券研究报告—动态报告**

金融

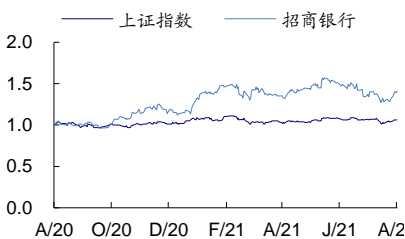
银行

**招商银行(600036)**
**增持**

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 15 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	25,220/25,220
总市值/流通(百万元)	1,290,752/1,055,789
上证综指/深圳成指	3,516/14,799
12 个月最高/最低(元)	58.92/35.80

**相关研究报告:**

《招商银行-600036-2021 年一季报点评: 业绩高增, 财富管理迈向新台阶》——2021-04-25  
 《招商银行-600036-2020 年年报点评: 资产质量优异, 业绩大幅改善》——2021-03-21  
 《招商银行-600036-2020 年三季报点评: 净息差上行, 资产质量指标向好》——2020-10-31  
 《招商银行-600036-2020 年半年报点评: AUM 高增, 加大不良确认和处置》——2020-08-30  
 《招商银行-600036-2020 年一季报点评: 业绩靓丽, 零售 AUM 增长较好》——2020-04-30

**证券分析师: 田维韦**

电话: 021-60875161  
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

**证券分析师: 陈俊良**

电话: 021-60933163  
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**大财富亮眼, 清理表外风险资产**
**● 招商银行披露 2021 年半年报**

2021 年上半年营收同比增长 13.7%, 归母净利润同比增长 22.8%, 创近五年以来新高, 业绩表现亮眼。

**● 财富管理领先优势加强, AUM 突破 10 万亿**

6 月末公司管理零售 AUM 达到 99850 亿元(月日均口径, 时点规模突破 10 万亿元), 较年初增长 11.67%, 其中私人银行 AUM 达到 2.8 万亿元, 较年初增长 12.78%, 占 AUM 总额的 31.3%。

公司上半年手续费及佣金净收入同比增长 23.6%, 占营收的 31%, 非息收入合计占营收的 41%, 轻型化转型效果明显。其中, (财富管理费用+资产管理费用+托管费) 合计为 283 亿元, 同比增长 34%。未来公司大财富循环价值链将进一步强化其竞争优势, 除了巩固零售业务的领先地位, 对公业务竞争力也有望增强。

**● 加大表外风险资产清理, 净息差环比收窄**

6 月末不良率 1.01%, 较 3 月末下行 1bp, 关注率 0.70%, 逾期率 1.02%, 均较年初下降 11bps, “不良/逾期 90+” 比值处在 132% 的高位, 贷款资产质量优异。上半年计提贷款减值损失 145 亿元, 同比下降 60%, 主要是去年严监管下表内不良贷款大幅出清。但公司计提非信贷减值损失规模达 274 亿元, 去年同期为 42 亿元, 公司资产质量进一步优化。上半年净息差 2.49%, 同比收窄 1bp。其中, 二季度单季度净息差 2.46%, 较一季度收窄 6bps, 主要受贷款利率收窄 5bps 拖累。

**● 投资建议**

公司业绩符合预期, 我们看好公司未来大财富管理发展, 维持公司 2021~2023 年净利润 1133/1296/1486 亿元的预测, 对应增长 15.7%/14.4%/14.6%。当前股价对应的动态 PE 为 11.6x/10.1x/8.8x, 对应动态 PB 为 1.8x/1.6x/1.4x, 维持公司“增持”评级。

**● 风险提示**

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

**盈利预测和财务指标**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	269,703	290,482	321,450	348,497	376,197
(+/-%)	8.5%	7.7%	10.7%	8.4%	7.9%
净利润(百万元)	93,423	97,959	113,291	129,634	148,568
(+/-%)	15.6%	4.9%	15.7%	14.4%	14.6%
摊薄每股收益(元)	3.62	3.80	4.40	5.05	5.80
总资产收益率(ROA)	1.32%	1.23%	1.30%	1.39%	1.49%
净资产收益率(ROE)	16.7%	14.6%	14.8%	15.2%	15.6%
市盈率(PE)	14.2	13.5	11.6	10.1	8.8
P/PPoP	7.2	6.9	6.0	5.5	5.1
市净率(PB)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司重要驱动因素的相关指标变化情况如下:

表 1: 公司重要驱动因素

	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30
生息资产同比增速	14.5%	11.5%	11.6%	11.9%	11.4%	10.7%
净息差(单季, 期初期末值)	2.49%	2.37%	2.44%	2.34%	2.42%	2.36%
不良贷款率	1.11%	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%
拨备覆盖率	451%	441%	425%	438%	439%	439%

资料来源:WIND, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E	13.5	11.6	10.1	8.8	净利息收入	185,031	208,318	228,026	247,770
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	利息收入	307,425	341,634	370,195	398,521
P/PPoP	6.9	6.0	5.5	5.1	利息支出	122,394	133,316	142,168	150,751
市值/总资产(A股)	15.4%	14.3%	13.4%	12.6%	资产准备支出	65,025	72,668	70,478	65,555
股息收益率(税后)	2.4%	2.8%	3.2%	3.7%	拨备后净利息收入	120,006	135,650	157,549	182,215
					手续费净收入	79,486	87,166	94,506	102,462
<b>每股指标 (元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	其他经营净收益	25,965	25,965	25,965	25,965
EPS	3.80	4.40	5.05	5.80	营业净收入	290,482	321,450	348,497	376,197
BVPS	25.36	28.51	32.12	36.26	营业费用	102,814	106,974	115,785	124,743
PPoPPS	7.44	8.50	9.23	9.97	营业外净收入	-203	-203	-203	-203
DPS	1.25	1.45	1.66	1.90	拨备前利润	187,668	214,475	232,712	251,455
<b>盈利驱动</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2012E</b>	<b>2023E</b>	总利润	122,440	141,604	162,031	185,697
存款增长	16.2%	10.0%	8.0%	8.0%	所得税	24,481	28,313	32,397	37,129
贷款增长	12.0%	10.0%	7.0%	7.0%	少数股东利润	617	617	617	617
存贷比	89%	89%	88%	87%	净利润	97,959	113,291	129,634	148,568
盈利资产增长	11.9%	7.9%	6.7%	6.8%					
贷款收益率	4.90%	4.94%	5.00%	5.06%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2012E</b>	<b>2023E</b>
债券收益率	2.63%	2.80%	2.80%	2.80%	现金及存放同业	554,864	551,141	727,671	749,691
资产生息率	4.01%	4.09%	4.13%	4.17%	央行准备金	538,446	685,360	740,189	799,404
存款成本率	1.56%	1.55%	1.55%	1.55%	拆放金融企业	61,652	61,238	80,852	83,299
负债付息率	3.24%	3.42%	3.42%	3.42%	贷款	4,804,361	5,284,869	5,662,466	6,066,953
净息差(NIM)	2.42%	2.50%	2.55%	2.59%	贷款拨备	-224,767	-247,172	-256,817	-266,681
净利差(SPREAD)	2.27%	2.35%	2.39%	2.43%	债券投资	2,068,695	2,078,718	2,033,922	2,171,611
非利息收入比重	36%	35%	35%	34%	固定资产	68,153	73,605	76,549	78,080
费用收入比(含税金及附加)	35.4%	33.3%	33.2%	33.2%	递延税款净额	65,151	65,151	65,151	65,151
拨备支出/平均贷款	1.43%	1.44%	1.29%	1.12%	其他资产	200,126	220,977	242,279	266,742
有效所得税率	20%	20%	20%	20%	盈利资产	8,028,018	8,661,327	9,245,102	9,870,958
					总资产	8,361,448	9,021,060	9,629,081	10,280,931
					金融企业存放	1,341,468	1,299,366	1,268,736	1,224,889
					存款	5,664,135	6,230,549	6,728,992	7,267,312
					应付款项	279,350	300,588	319,521	339,560
					发行债券	346,141	380,755	411,216	444,113
					付息负债	7,351,744	7,910,670	8,408,944	8,936,313
					总负债	7,631,094	8,211,258	8,728,465	9,275,873
					实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220
					公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
					一般准备	98,082	107,262	117,774	129,828
					未分配利润	370,265	430,269	498,819	577,730
					少数股东权益	6,604	6,604	6,604	6,604
					所有者权益	730,354	809,802	900,616	1,005,058
					<b>贷款结构</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2012E</b>	<b>2023E</b>
					企业贷款	40%			
					票据贴现	7%			
					个人贷款	53%			
					<b>存款结构</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2012E</b>	<b>2023E</b>
					企业活期	41%			
					企业定期	23%			
					储蓄活期	25%			
					储蓄定期	11%			
					其他存款	1%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032