

招商银行(600036)

点评报告

行业公司研究——银行行业一

证券研究报告

龙头地位凸显，财富崭露峥嵘

——招商银行 2021 年半年报点评

✎ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
✎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL：02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

招行龙头地位凸显，资产质量优中向好，财富管理崭露峥嵘。

投资要点

□ 数据概览

招商银行 21H1 累计归母净利润同比增长 22.8%，增速环比+7.6pc，累计营收同比+13.7%，增速环比+3.1pc；ROE 18.1%，同比回升 1.1pc，ROA 1.42%，同比回升 13bp；不良率 1.01%，环比-1bp，拨备覆盖率 439%，环比+1pc。

□ 盈利实现高增

招行 21H1 净利润同比+23%，增速环比+8pc，带动 ROE 同比+1.1pc 至 18.1%，超市场预期，龙头地位凸显。招行盈利高增背后，体现不良优中更优，且财富管理崭露峥嵘。展望未来，财富战略发力下，招行盈利增速有望继续提升。

□ 息差环比微降

招行 21H1 净息差 2.49%，环比-3bp，主要归因贷款利率下行。①资产端：21Q1 贷款利率环比-5bp，归因行业性信贷需求趋弱下，票据投放力度提升，21H1 公司口径票据贴现环比高增 27%，增速较整体贷款快 25pc。②负债端：负债成本稳定，成本率环比+1bp 至 1.58%。存款结构向好，21H1 活期存款环比+4%，增速较整体存款快 1pc。展望未来，Q3 零售贷款投放加速下，息差有望边际企稳。

□ 不良优中更优

①存量指标来看，公司口径不良率、关注率、逾期率环比分别持平、-4bp、-6bp。拨备覆盖率环比持平于 444%。②动态指标来看，公司口径 21H1 不良生成率 0.95%，同比-34bp，且对公、零售不良生成均同比回落，风险实质改善。同时信贷减值拖累消退，21H1 信用成本 0.59%，同比-1.07pc，支撑盈利。值得注意的是，21H1 招行非信贷减值达 274 亿，占资产减值 65%，非信贷资产和表外项目的风险抵补能力大幅提升，为后续盈利继续向好打好基础。

□ 财富崭露峥嵘

21H1 招行大财富业务继续发力，规模盈利实现双高增。①规模：21H1 公司口径 AUM 达近 10 万亿，同比+21%，托管规模同比+25%，理财规模同比+11%。②盈利：21H1 大财富管理收达 283 亿（财富+托管+资管），同比+34%，贡献整体中收 72% 的同比增量，已成盈利新增长极。展望未来，招行是国内财富管理的行业领跑者，大财富战略持续发力下，有望支撑盈利继续向好。

□ 盈利预测及估值

招商银行盈利超预期，不良优中更优，财富崭露峥嵘。预计 2021-2023 年招商银行归母净利润同比增长 20.00%/15.13%/15.05%，对应 BPS 28.82/32.58/36.91 元。继续维持目标价 62.50 元，对应 2021 年 2.17 倍 PB。现价对应 2021 年 PB 1.78 倍，现价空间 22%，买入评级。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	290,482	331,684	379,643	434,668
(+/-)	7.70%	14.18%	14.46%	14.49%
净利润	97,342	116,813	134,487	154,731
(+/-)	4.82%	20.00%	15.13%	15.05%
每股净资产(元)	25.36	28.82	32.58	36.91
P/B	2.02	1.78	1.57	1.39

评级

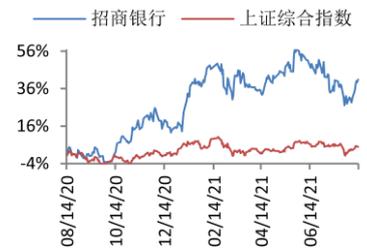
买入

上次评级	买入
当前价格	¥51.18

单季度业绩

元/股

2Q/2021	1.17
1Q/2021	1.28
4Q/2020	0.83
3Q/2020	1.07



公司简介

相关报告

- 1《盈利高增，财富标杆——招商银行 2021 年一季报点评》2021.04.25
- 2《大财富战略，估值新起点——招商银行 2020 年报点评》2021.03.21
- 3《标杆银行，王者风范——招商银行 2020 年业绩快报点评》2021.01.14
- 4《零售业务加速修复——招商银行 2020 年三季报点评》2020.11.01

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

表 1：招商银行 2021 年半年报业绩概览

维度	单位: 百万元	20Q2	21Q1	21Q2	环比变化	同比变化	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	QoQ
利润指标	ROE (年化)	16.9%	19.5%	18.1%	-1.5pc	1.1pc	13.8%	16.1%	10.7%	17.3%	14.4%	-2.9pc
	ROA (年化)	1.29%	1.52%	1.42%	-10bp	13bp	1.11%	1.33%	1.00%	1.50%	1.33%	-18bp
	拨备前利润	103,281	60,638	118,203		14.4%	48,024	47,145	37,039	60,638	57,565	-5.1%
	同比增速	5.5%	9.7%	14.4%	4.7pc	9.0pc	-0.1%	3.2%	6.8%	9.7%	19.9%	10.1pc
	归母净利润	49,788	32,015	61,150		22.8%	21,993	26,815	20,739	32,015	29,135	-9.0%
	同比增速	-1.6%	15.2%	22.8%	7.6pc	24.4pc	-13.3%	0.7%	32.7%	15.2%	32.5%	17.3pc
	EPS (未年化)	1.97	1.27	2.35		18.9%	0.87	1.06	0.82	1.27	1.16	-9.0%
	BVPS (未年化)	23.73	26.61	26.60	0.0%	12.1%	23.73	24.55	25.36	26.61	26.60	0.0%
收入拆分	营业收入	148,353	84,751	168,749		13.7%	71,750	73,077	69,052	84,751	83,998	-0.9%
	同比增速	7.3%	10.6%	13.7%	3.1pc	6.5pc	3.1%	5.3%	11.4%	10.6%	17.1%	6.4pc
	利息净收入	90,873	49,524	99,341		9.3%	45,117	47,662	46,496	49,524	49,817	0.6%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	7,702,279	8,416,483	8,552,212	1.6%	11.0%	7,848,515	8,034,813	8,175,988	8,416,483	8,687,941	3.2%
	净息差 (日均余额口径)	2.50%	2.52%	2.49%	-3bp	-1bp	2.45%	2.53%	2.41%	2.52%	2.46%	-6bp
	净息差 (期初期末口径)	2.36%	2.35%	2.32%	-3bp	-4bp	2.30%	2.37%	2.27%	2.35%	2.29%	-6bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.99%	3.75%	3.72%	-3bp	-27bp	3.88%	3.84%	3.75%	3.75%	3.70%	-6bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.83%	1.58%	1.58%	0bp	-25bp	1.78%	1.65%	1.67%	1.58%	1.59%	0bp
	非利息净收入	57,480	35,227	69,408		20.8%	26,633	25,415	22,556	35,227	34,181	-3.0%
	手续费净收入	42,269	27,202	52,254		23.6%	20,208	21,008	16,209	27,202	25,052	-7.9%
	其他非息收入	15,211	8,025	17,154		12.8%	6,425	4,407	6,347	8,025	9,129	13.8%
	业务及管理费	41,860	22,494	47,168		12.7%	22,276	24,452	30,433	22,494	24,674	9.7%
	成本收入比	28.22%	26.54%	27.95%	1.4pc	-0.3pc	31.05%	33.46%	44.07%	26.54%	29.37%	2.8pc
	资产减值损失	40,443	20,545	41,880		3.6%	20,089	12,078	12,504	20,545	21,335	3.8%
	贷款减值损失	36,211	14,813	14,457		-60.1%	18,168	4,755	5,916	14,813	14,457	-2.4%
	信用成本	1.55%	1.15%	0.56%	-59bp	-100bp	1.52%	0.39%	0.47%	1.15%	1.08%	-6bp
	所得税费用	12,760	7,844	14,675		15.0%	5,811	8,075	3,646	7,844	6,831	-12.9%
	有效税率	20.31%	19.56%	19.23%	-0.3pc	-1.1pc	20.80%	23.03%	14.86%	19.56%	18.85%	-0.7pc
规模增长	总资产	8,031,826	8,664,641	8,885,886	2.6%	10.6%	8,031,826	8,156,700	8,361,448	8,664,641	8,885,886	2.6%
	生息资产余额	7,970,435	8,580,180	8,795,701	2.5%	10.4%	7,970,435	8,099,191	8,252,785	8,580,180	8,795,701	2.5%
	贷款总额	4,851,715	5,312,529	5,382,998	1.3%	11.0%	4,851,715	5,006,202	5,029,128	5,312,529	5,382,998	1.3%
	对公贷款	2,367,563	2,370,982	2,518,008	6.2%	6.4%	2,367,563	2,236,771	2,347,968	2,370,982	2,518,008	6.2%
	个人贷款	2,484,152	2,941,547	2,864,990	-2.6%	15.3%	2,484,152	2,769,431	2,681,160	2,941,547	2,864,990	-2.6%
	同业资产	578,490	564,369	710,732	25.9%	22.9%	578,490	526,356	616,516	564,369	710,732	25.9%
	金融投资	2,045,391	2,126,456	2,131,686	0.2%	4.2%	2,045,391	2,067,208	2,068,695	2,126,456	2,131,686	0.2%
	存放央行	494,839	576,826	570,285	-1.1%	15.2%	494,839	499,425	538,446	576,826	570,285	-1.1%
	总负债	7,392,805	7,902,787	8,124,318	2.8%	9.9%	7,392,805	7,446,973	7,631,094	7,902,787	8,124,318	2.8%
	付息负债余额	7,109,863	7,590,166	7,771,258	2.4%	9.3%	7,109,863	7,136,094	7,315,945	7,590,166	7,771,258	2.4%
	吸收存款	5,440,050	5,827,214	5,980,165	2.6%	9.9%	5,440,050	5,495,129	5,628,336	5,827,214	5,980,165	2.6%
	企业活期	2,053,534	2,379,438	2,453,136	3.1%	19.5%	2,053,534	2,095,230	2,306,134	2,379,438	2,453,136	3.1%
	个人活期	1,316,773	1,458,365	1,517,728	4.1%	15.3%	1,316,773	1,274,933	1,400,520	1,458,365	1,517,728	4.1%
	企业定期	1,408,019	1,388,808	1,382,437	-0.5%	-1.8%	1,408,019	1,515,739	1,289,556	1,388,808	1,382,437	-0.5%
	个人定期	661,724	600,603	626,864	4.4%	-5.3%	661,724	609,228	632,126	600,603	626,864	4.4%
	同业负债	951,017	1,039,502	1,058,259	1.8%	11.3%	951,017	947,935	1,009,846	1,039,502	1,058,259	1.8%
	发行债券	412,399	416,310	428,718	3.0%	4.0%	412,399	386,748	346,141	416,310	428,718	3.0%
	向央行借款	306,397	307,140	304,116	-1.0%	-0.7%	306,397	306,282	331,622	307,140	304,116	-1.0%
所有者权益	632,530	755,107	754,975	0.0%	19.4%	632,530	703,306	723,750	755,107	754,975	0.0%	
总股本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	55,328	54,057	54,542	0.9%	-1.4%	55,328	56,466	53,615	54,057	54,542	0.9%
	不良率	1.14%	1.02%	1.01%	0bp	-13bp	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%	0bp
	关注贷款	48,088	n.a	37,655	n.a	-21.7%	48,088	n.a	40,716	n.a	37,655	n.a
	关注率	0.99%	n.a	0.70%	n.a	-29bp	0.99%	n.a	0.81%	n.a	0.70%	n.a
	逾期贷款	65,693	n.a	54,842	n.a	-16.5%	65,693	n.a	56,568	n.a	54,842	n.a
	逾期率	1.35%	n.a	1.02%	n.a	-34bp	1.35%	n.a	1.12%	n.a	1.02%	n.a
	不良生成额	23,543	14,778	15,716	6.3%	-33.2%	17,112	12,476	9,055	14,778	15,716	6.3%
	不良生成率	1.05%	1.18%	0.62%	-55bp	-42bp	1.45%	1.03%	0.72%	1.18%	1.18%	1bp
	核销转出额	20,490	14,336	14,789	3.2%	-27.8%	14,366	11,338	11,906	14,336	14,789	3.2%
	核销转出率	78.39%	106.96%	55.17%	-51.8pc	-23.2pc	109.29%	81.97%	84.34%	106.96%	109.43%	2.5pc
逾期90+偏离度	80.0%	n.a	76.0%	n.a	-4.0pc	80.0%	n.a	76.4%	n.a	76.0%	n.a	
拨备覆盖率	441%	439%	439%	0.6pc	-1.3pc	440.8%	424.8%	437.7%	438.9%	439.5%	0.6pc	
拨贷比	5.03%	4.47%	4.45%	-1bp	-57bp	5.03%	4.79%	4.67%	4.47%	4.45%	-1bp	
资本情况	核心一级资本充足率	11.31%	12.19%	11.89%	-30bp	58bp	11.31%	11.65%	12.29%	12.19%	11.89%	-30bp
	一级资本充足率	11.99%	13.79%	13.47%	-32bp	148bp	11.99%	13.31%	13.99%	13.79%	13.47%	-32bp
	资本充足率	14.90%	16.24%	16.01%	-23bp	111bp	14.90%	16.19%	16.54%	16.24%	16.01%	-23bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	538,446	577,467	658,313	750,476	净利息收入	185,031	203,765	228,996	257,033
同业资产	616,516	678,168	745,984	820,583	净手续费收入	79,486	99,358	119,229	143,075
贷款总额	5,029,128	5,582,332	6,196,389	6,877,991	其他非息收入	25,965	28,562	31,418	34,559
贷款减值准备	-234,522	-248,750	-298,354	-356,048	营业收入	290,482	331,684	379,643	434,668
贷款净额	4,804,361	5,333,582	5,898,034	6,521,944	税金及附加	-2,478	-2,830	-3,205	-3,645
证券投资	2,068,695	2,520,869	2,982,640	3,525,611	业务及管理费	-96,745	-110,467	-126,440	-144,766
其他资产	333,430	349,401	394,462	445,611	营业外净收入	-203	0	0	0
资产合计	8,361,448	9,459,487	10,679,434	12,064,225	拨备前利润	187,465	214,546	245,602	281,223
同业负债	1,341,468	1,459,034	1,587,527	1,727,999	资产减值损失	-65,025	-68,474	-77,430	-87,736
存款余额	5,628,336	6,416,303	7,314,585	8,338,627	税前利润	122,440	146,072	168,172	193,487
应付债券	346,141	454,827	511,912	576,161	所得税	-24,481	-28,578	-32,902	-37,855
其他负债	315,149	311,085	351,561	397,448	税后利润	97,959	117,494	135,270	155,632
负债合计	7,631,094	8,641,249	9,765,585	11,040,236	归属母公司净利润	97,342	116,813	134,487	154,731
股东权益合计	730,354	818,239	913,849	1,023,989	归属母公司普通股股东净利润	95,691	115,154	132,828	153,072
主要财务比率					主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	6.90%	10.13%	12.38%	12.24%	不良贷款余额	53,615	55,706	59,664	64,991
手续费净增速	11.18%	25.00%	20.00%	20.00%	不良贷款净生成率	1.00%	0.50%	0.50%	0.50%
非息净收入增速	9.15%	21.31%	17.77%	17.91%	不良贷款率	1.07%	1.00%	0.96%	0.94%
拨备前利润增速	5.15%	14.45%	14.48%	14.50%	拨备覆盖率	438%	447%	500%	548%
归属母公司净利润增速	4.82%	20.00%	15.13%	15.05%	拨贷比	4.67%	4.46%	4.81%	5.18%
盈利能力					流动性				
ROAE	15.73%	16.85%	17.15%	17.47%	贷存比	89.35%	87.00%	84.71%	82.48%
ROAA	1.23%	1.31%	1.34%	1.36%	贷款/总资产	60.15%	59.01%	58.02%	57.01%
RORWA	2.39%	2.33%	2.20%	2.24%	平均生息资产/平均总资产	99.11%	98.83%	99.02%	99.18%
生息率	3.89%	3.70%	3.69%	3.67%	每股指标(元)				
付息率	1.75%	1.57%	1.57%	1.56%	EPS	3.79	4.57	5.27	6.07
净利差	2.14%	2.13%	2.12%	2.11%	BVPS	25.36	28.82	32.58	36.91
净息差	2.34%	2.31%	2.30%	2.28%	每股股利	1.25	1.51	1.74	2.00
成本收入比	33.30%	33.30%	33.30%	33.30%	估值指标				
资本状况					P/E	13.49	11.21	9.72	8.43
资本充足率	16.54%	16.16%	15.93%	15.75%	P/B	2.02	1.78	1.57	1.39
核心资本充足率	13.98%	13.53%	13.46%	13.42%	P/POP	6.89	6.02	5.26	4.59
风险加权系数	51.41%	60.70%	60.70%	60.70%	股息收益率	2.45%	2.94%	3.40%	3.91%
股息支付率	33.02%	33.00%	33.00%	33.00%					

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>