

招商银行 (600036): 大财富管理稳步推进, 业绩强劲增长

2021年8月18日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

事件: 8月13日, 招商银行公布2021年中报。

业绩高速增长, 盈利能力持续回升。1H21 招商银行营收、PPOP、归母净利润同比分别增 13.7%、14.2%、22.8%, 增速较 1Q21 分别提高 3.1pct、5pct、7.6pct。盈利归因来看, 主要贡献为规模增长、非息收入增长、拨备计提减少, 净息差小幅拖累。ROA、ROE 分别为 1.42%、18.06%, 同比分别上升 0.13、1.12pct, 盈利能力持续回升。

负债优势进一步巩固, 下半年息差仍有压力。2Q21 净息差环比 1Q21 下降 6BP 至 2.46%。(1) 资产端: 生息资产收益率环比下降 5BP 至 3.96%。一方面, 由于 1 季度信贷投放较快, 拉高了资产收益率水平; 另一方面, 2 季度以来有效信贷需求不足, 银行贷款增速放缓, 加大了票据和同业资产配置, 贷款收益率环比下降 5BP; 同时, 市场利率保持低位, 债券投资收益率环比下降 4BP。(2) 负债端: 上半年存款付息率为 1.39%, 较 2020 年下降 16BP。这得益于招行活期存款占比的提升, 上半年活期存款日均余额占比 64.74%, 较 2020 年提高 4.74pct; 体现了在大财富管理价值循环链下, 招行客户粘性的提升和存款留存能力的加强。在未来银行业存款竞争日趋激烈、存款成本相对刚性的背景下, 招行负债端优势有望进一步夯实。

展望下半年, 经济仍存在下行压力, 在稳增长目标下, 货币政策可能有进一步宽松趋势。资产端, 商业银行面临资产荒挑战, 优质资产投放竞争加剧, 贷款利率有下行压力; 市场利率或保持低位。负债端, 行业存款竞争持续加剧, 存款增长面临压力、成本偏刚性。总体来看, 下半年行业息差有下行压力; 在负债优势持续巩固基础上, 招行仍有望保持领先同业息差水平。

大财富管理价值循环链下, 上半年中收实现高速增长。在大财富管理价值循环链下, 招行财富管理业务实现快速发展, 1H21 财富管理手续费收入 (主要包含代销基金、保险、理财、信托等) 同比增 33.6%, 占手续费收入比重达 37%; 资产管理手续费收入同比增 37.6%; 托管费收入同比增 29.8%。财富管理板块多点开花, 共同拉动 1H21 手续费及佣金净收入同比增 23.6%, 增速较 1Q21 提高 0.3pct。

不良认定更严, 资产质量更优。6月末招行不良率、关注率、逾期率分别为 1.01%、0.70%、1.02%, 较 2020 年末分别下降 6BP、11BP、10BP; 资产质量优异, 潜在不良压力降低。上半年不良贷款生成率 (年化) 0.95%, 同比下降 0.34pct, 新增不良维持较低水平。逾期 90 天以上贷款/不良贷款较去年末下降 0.48pct 至 75.97%, 不良认定继续从严。

加大非贷款类拨备计提力度, 风险抵补能力提高。上半年招行计提信用减值损失 418.95 亿, 其中贷款拨备 144.57 亿, 同比下降 (主要是去年同期计提力度较大, 随着今年资产质量趋稳, 计提金额相应减少); 非贷款类拨备 274.38 亿, 同比多提 232.06 亿, 加大了对金融投资、同业资产、表外资产的拨备计提力度, 体现了招行拨备政策的前瞻性和审慎性。6月末, 拨备覆盖率为 439.5%, 较上年末上升 1.78pct, 拨备充足, 风险抵补能力增强。

核心逻辑:

战略具有领先优势, 坚持零售、轻型银行转型。招行较早开启零售转型, 并坚持战略定位。在转型过程中紧跟客户需求, 推出一系列拳头产品, 包括一卡通、信用卡、金葵花理财、私人银行等, 积累了优质客户资源, 在零售银行领域形成比较优势。截至 6 月末, 招行零售客户数达 1.65 亿户, 较上年末增 4.43%; 零售 AUM 达 9.99 万亿, 较上年末增 11.67%。私行客户数达 11.2 万户, 较上年末增 11.97%; 私行客户 AUM 达 3.13 万亿, 较上年末增 12.78%。

大财富管理价值循环链, 有望优化公司盈利模式。财富管理业务具备轻资本、弱周期属性, 是商业银行应对监管资本约束、息差收窄压力的重要战略选择, 也是链接社会资产、资金的连接器。招行提出构建以“大财富管理的业务模式+数字化的运营模式+开放融合的组织模式”为核心的 3.0 模式, 充分整合公司内外资源, 有望实现财富、资管、托管、投行深度合作, 为客户提供更优综合化服务。领先的服务模式有望拉动 AUM、FPA 及财富管理收入快速增长, 进一步优化公司盈利模式。

金融科技投入加码, 赋能数字化转型。招行持续推进数字化转型, 加大金融科技投入; 上半年金融科技投入 50.55 亿, 同比增 28.89%, 占营收比重同比提高 0.4pct 至 3.26%。金融科技优势将在优化客户体验、提高客户粘性、深化风险控制等方面发挥作用, 赋能公司数字化转型。同时, 招行也加强了成本精细化管理, 提升费用运用效率, 上半年成本收入比 27.95%, 同比下降 0.27pct。

投资建议: 招商银行中报业绩超预期, 大财富管理战略稳步推进, 带动 AUM 及相关中收持续高增; 资产质量稳中向好、拨备充足, 未来盈利释放空间可期。我们预计 2021/2022 年归属普通股股东净利润同比增长 20.0%/18.1%, 对应 BVPS 分别为 29.95/35.37 元/股。考虑公司大财富管理价值循环链持续发力、金融科技投入加码, 业务模式、运营模式、组织模式领先, 给予 2.1 倍 2021 年 PB, 对应

公司简介:

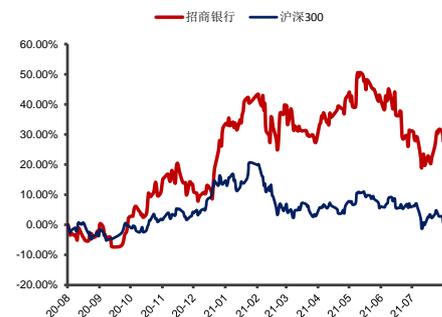
招商银行是我国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行, 也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。紧密围绕打造“轻型银行”的转型目标, 实现“质量、效益、规模”动态均衡发展, 经营结构持续优化, 数字化招行初具规模, 国际化、综合化深入推进。

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	58.50-42.18
总市值 (亿元)	12,676.41
流通市值 (亿元)	6,160.23
总股本/流通 A 股 (万股)	2,521,985/2,062,894
流通 B 股/H 股 (万股)	/459,090
52 周日均换手率	0.33

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519070002

分析师: 田馨宇

010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521070003

目标价 62.9 元/股，维持“强烈推荐”评级。

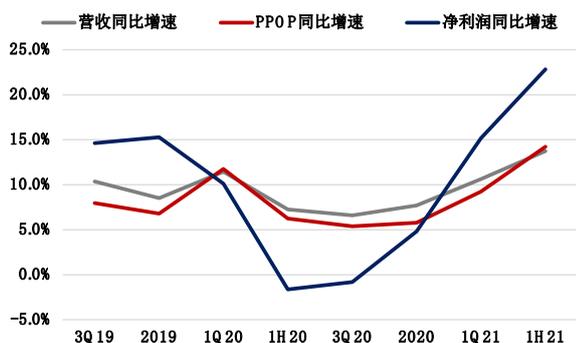
风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2697	2905	3412	3850	4359
增长率(%)	7.7	17.5	17.5	12.9	13.2
净利润(亿元)	929	973	1168	1379	1633
增长率(%)	4.8	20.0	20.0	18.1	18.4
净资产收益率(%)	17.15%	16.00%	16.75%	16.74%	16.78%
每股收益(元)	3.62	3.79	4.63	5.47	6.47
PE	14.68	14.02	11.47	9.72	8.21
PB	2.32	2.10	1.77	1.50	1.27

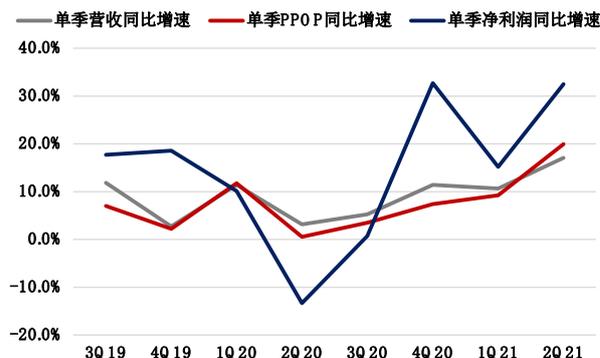
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1：招商银行 1H21 净利润同比增 22.8%



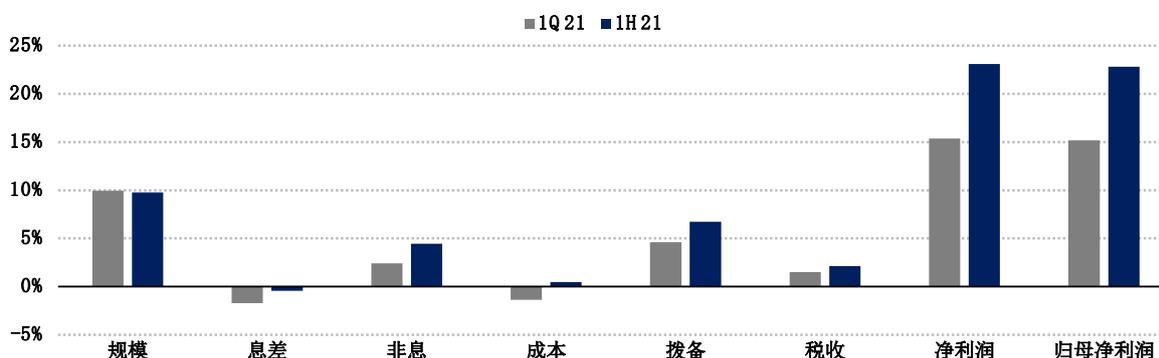
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：招商银行 2Q21 单季净利润同比增 32.5%



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：招商银行 1Q21、1H21 业绩拆分



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 1：招商银行业绩拆分（累积同比）

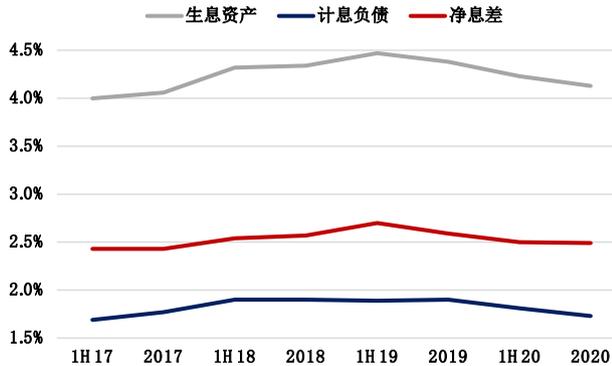
	1H20	3Q20	2020	1Q21	1H21	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
规模	12.3%	11.5%	11.2%	10.0%	9.8%	12.5%	9.9%	10.7%	10.0%	9.6%
息差	-8.3%	-5.9%	-4.3%	-1.7%	-0.4%	-10.0%	-1.1%	0.4%	-1.7%	0.8%
非息	3.3%	1.0%	0.8%	2.4%	4.4%	0.7%	-3.5%	0.4%	2.4%	6.7%
成本	-1.0%	-1.2%	-1.9%	-1.4%	0.5%	-2.6%	-1.7%	-4.0%	-1.4%	2.9%
拨备	-9.0%	-6.0%	-1.0%	4.6%	6.7%	-12.8%	0.0%	26.4%	4.6%	10.0%
税收	1.3%	-0.3%	0.1%	1.5%	2.1%	-0.5%	-3.2%	-0.4%	1.5%	3.0%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

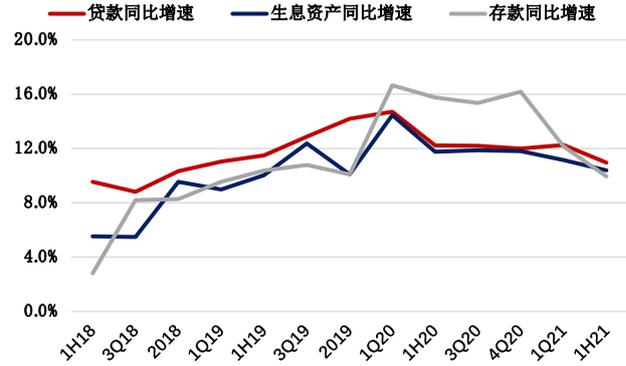
表 2：招商银行业绩拆分（单季环比）

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
规模	12.5%	9.9%	10.7%	10.0%	9.6%
息差	-10.0%	-1.1%	0.4%	-1.7%	0.8%
非息	0.7%	-3.5%	0.4%	2.4%	6.7%
成本	-2.6%	-1.7%	-4.0%	-1.4%	2.9%
拨备	-12.8%	0.0%	26.4%	4.6%	10.0%
税收	-0.5%	-3.2%	-0.4%	1.5%	3.0%

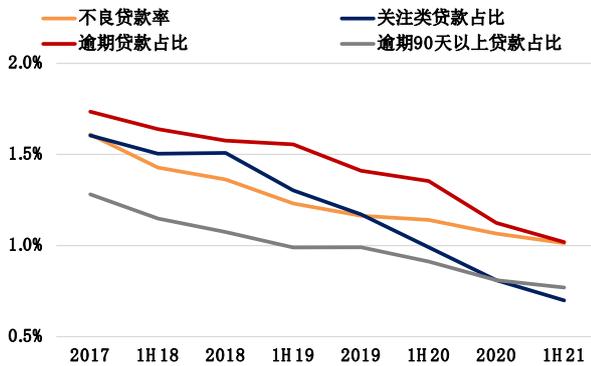
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4: 招商银行 1H21 净息差为 2.49%, 同比下降 1BP


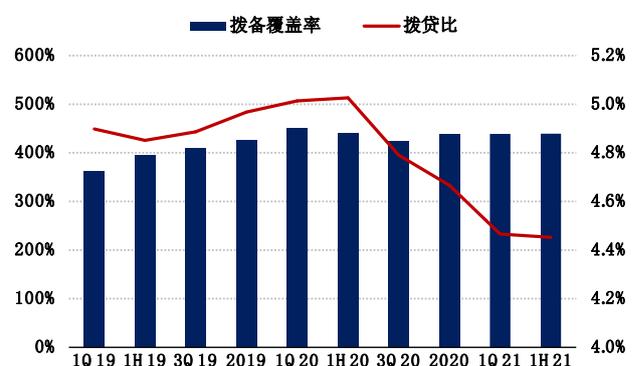
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 6 月末, 招行生息资产同比增 10.4%, 存款同比增 9.9%


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 招商银行各项资产质量指标持续改善


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 6 月末招行拨备覆盖率 439.5%, 较上年末提高 1.78pct


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表3: 招商银行零售客户、金葵花及以上客户、私人银行客户数及 AUM

	1H18	2018	1H19	2019	1H20	2020	1H21	1H21 同比
零售客户数 (万户)	11633	12541	13400	14400	15100	15800	16500	9.27%
零售 AUM (万亿)	6.6	6.8	7.3	7.5	8.3	8.9	10.0	20.84%
金葵花及以上客户数 (万户)	230	236	256	265	292	310	344	17.78%
金葵花客户 AUM (万亿)	5.4	5.5	5.9	6.1	6.8	7.3	8.2	21.70%
金葵花及以上户数占零售户数比重	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%	0.15%
金葵花及以上 AUM 占零售客户总资产比重	81.8%	81.0%	81.1%	81.2%	81.7%	82.1%	82.3%	0.58%
私行户数 (万户)	7.2	7.3	7.8	8.2	9.1	10.0	11.2	22.97%
私行 AUM (万亿)	2.0	2.0	2.2	2.2	2.5	2.8	3.1	25.30%
私行户均 AUM (千万)	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.8	2.8	1.89%
私行户数占零售户数比重	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%	0.01%
私行 AUM 占零售客户总资产比重	30.7%	30.0%	29.8%	29.8%	30.2%	31.0%	31.3%	1.12%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	1731	1850	2094	2269	2461	收入增长					
手续费及佣金	715	795	986	1173	1396	净利润增速	15.3%	4.8%	20.0%	18.1%	18.4%
其他收入	251	260	333	409	502	拨备前利润增速	6.8%	5.8%	21.0%	14.2%	14.6%
营业收入	2697	2905	3412	3850	4359	税前利润增速	10.0%	4.5%	26.4%	18.1%	18.4%
营业税及附加	(23)	(25)	(34)	(39)	(44)	营业收入增速	8.5%	7.7%	17.5%	12.9%	13.2%
业务管理费	(865)	(967)	(1064)	(1171)	(1288)	净利息收入增速	7.9%	6.9%	13.2%	8.4%	8.5%
拨备前利润	1808	1913	2314	2641	3028	手续费及佣金增速	7.5%	11.2%	24.0%	19.0%	19.0%
计提拨备	(612)	(650)	(721)	(760)	(798)	营业费用增速	12.2%	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
税前利润	1171	1224	1547	1827	2164						
所得税	(237)	(245)	(371)	(439)	(519)	规模增长					
归母净利润	929	973	1168	1379	1633	生息资产增速	10.1%	11.8%	8.3%	8.4%	8.5%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	44907	50291	55823	61964	68780	贷款增速	14.2%	12.0%	11.0%	11.0%	11.0%
同业资产	5225	6165	6165	6165	6165	同业资产增速	-14.8%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资	18044	20687	21721	22807	23948	证券投资增速	8.0%	14.6%	5.0%	5.0%	5.0%
生息资产	73702	82397	89226	96728	104974	其他资产增速	11.3%	31.9%	47.9%	41.8%	37.8%
非生息资产	2702	3564	5272	7477	10300	计息负债增速	9.7%	11.4%	9.6%	9.9%	10.2%
总资产	74172	83614	92088	101711	112682	存款增速	10.1%	16.2%	10.0%	10.0%	10.0%
客户存款	48444	56283	61912	68103	74913	同业负债增速	4.2%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他计息负债	17221	16876	18246	19961	22117	股东权益增速	13.6%	18.2%	15.9%	16.2%	16.5%
非计息负债	2330	3151	3467	3813	4195						
总负债	67995	76311	83624	91877	101225	存款结构					
股东权益	6177	7304	8463	9834	11457	活期	59.1%	63.9%	63.89%	63.89%	63.89%
每股指标											
每股净利润(元)	3.62	3.79	4.63	5.47	6.47	贷款结构					
每股拨备前利润(元)	7.17	7.58	9.17	10.47	12.00	企业贷款(不含贴)	42.4%	40.1%	40.11%	40.11%	40.11%
每股净资产(元)	22.89	25.36	29.95	35.37	41.79	个人贷款	52.6%	53.3%	53.31%	53.31%	53.31%
每股总资产(元)	294.10	331.54	365.14	403.30	446.79	贷款质量					
P/E	14.7	14.0	11.5	9.7	8.2	不良贷款率	1.16%	1.07%	0.98%	0.91%	0.85%
P/PPOP	7.4	7.0	5.8	5.1	4.4	正常	97.66%	98.12%	99.44%	99.69%	99.94%
P/B	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3	关注	1.17%	0.81%	0.56%	0.31%	0.06%
P/A	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	次级	0.35%	0.29%			
利率指标											
净息差(NIM)	2.59%	2.49%	2.44%	2.44%	2.44%	可疑	0.39%	0.44%			
净利差(Spread)	2.48%	2.40%	2.42%	2.44%	2.46%	损失	0.43%	0.34%			
贷款利率	5.17%	4.89%	4.94%	4.99%	5.04%	拨备覆盖率	426.78%	437.68	440.35	443.44%	441.43%
存款利率	1.58%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%						
生息资产收益率	4.38%	4.13%	4.15%	4.17%	4.19%	资本状况					
计息负债成本率	1.90%	1.73%	1.75%	1.77%	1.79%	资本充足率	15.54%	16.54%	17.10%	17.80%	18.66%
盈利能力											
ROAA	1.32%	1.24%	1.34%	1.43%	1.53%	核心一级资本充足	11.95%	12.29%	13.09%	14.02%	15.09%
ROAE	17.15%	16.00%	16.75%	16.74%	16.78%	资产负债率	91.67%	91.27%	90.81%	90.33%	89.83%
其他数据											
拨备前利润率	2.55%	2.42%	2.63%	2.73%	2.82%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526