

# 大财富战略稳健收效，息差环比企稳回升

## 招商银行(600036)

评级:	买入	股票代码:	600036
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	58.92/39.18
目标价格:		总市值(亿)	13,691.85
最新收盘价:	54.29	自由流通市值(亿)	11,199.45
		自由流通股数(百万)	20,628.94

### 事件概述:

招商银行发布2021年三季报:前三季度累计实现营业收入2514.10亿元(+13.54%, YoY), 营业利润1165.81亿元(+18.90%, YoY), 归母净利润936.15亿元(+22.21%, YoY)。三季度末总资产8.92万亿元(+9.33%, YoY; +0.36%, QoQ), 存款6.01万亿元(+9.41%, YoY; +0.53%, QoQ), 贷款5.50万亿元(+9.89%, YoY; +2.20%, QoQ)。净息差2.48%(-3bp, YoY); 不良贷款率0.93%(-8bp, QoQ), 拨备覆盖率443.14%(+3.68pct, QoQ), 拨贷比4.13%(-0.32pct, QoQ); 资本充足率16.36%(+0.35pct, QoQ); 年化ROE18.11%(+1.11pct, YoY)。

### 分析判断:

#### ► 大财富管理战略推进贡献中收快增，减值多提下单三季度利润增速仍超20%

招行三季报业绩表现优异，符合市场预期。**营收端**，Q1-3营收累计同比+13.5%保持稳健(21H1增速13.7%)，其中利息净收入同比增8.7%，略低于上半年，主要是三季度投放量略有放缓；非息同比+21.6%，较上半年进一步提速，主要是非货币基金公允价值变动带动非佣金交易类收入三季度实现快增，同时手续费收入表现依然靓丽，Q1-3手续费净收入累计同比+19.7%，其中收入的29%来自财富管理类中收(实现25.75%的增速)，包括代销理财、代理证券交易、资产管理费均实现超过40%的高增幅，相应的托管费也实现同比增28.76%，反映招行在资管和托管等方面的优势，财富管理生态搭建下，客群和规模优势逐步落地到业绩表现上。

**值得注意的是**，招行三季度边际加大了减值计提的力度，Q3单季减值损失144亿元左右，同比+19.1%(Q1、Q2分别为0.9%、6.2%)，但其中非信贷类减值计提176亿元，意味着信贷减值“不提反补”，信贷资产风险无忧的同时着力增厚其他资产安全边际。营收拉动、叠加税收负增冲抵，Q3单季仍实现了21%的归母净利润增速(Q1-3累计+22.2%，基本持平上半年的22.8%)。展望后续，基数效应消退后，Q2超30%的利润增速确立阶段性高点，但招行营收稳健、高拨备仍保障全年业绩释放空间。

#### ► Q3继续增配高收益零售贷款，结构调整促息差季度环比回升1BP

**☆ 资产端**：三季度招行扩表速度略放缓，资产规模环比微增0.4%，其中同业资产规模压降21%的情况下，主要增配贷款和投资类资产(分别环比增2.2%、3.7%)。贷款投向上，Q3新增1182亿元贷款中70%增配零售，整体资产端贷款占比、贷款中零售贷款占比分别较中期提升1.3和0.4个百分点，对公贷款相对较弱，公司表示是“对公客户有效信贷需求有所下降”。母行口径下，三季度零售贷款增量超50%由信用卡贡献，按揭、小微、消费贷分别环比增1.2%、3.1%和9.2%，按揭占总贷款的比例环比降0.3pct至25.8%；对公贷款投放行业来看，建筑和水利环卫行业投放比例较年初提升，房地产业贷款占比较年初降0.31pct至6.93%。

高级法下公司三季度核心资本充足率为12.31%，环比提升42BP，超过G-SIB和D-SIB要求，资本内生补充也反映公司轻资本运营的核心竞争力。

**☆ 负债端**：三季度存款规模环比微增0.5%，主动负债规模压降，负债端的表现更多源于三季度资产端投放不强以及管理息差的考量；存款同比增速9.5%，与总资产和贷款9.3%、9.9%的同比增速相当，负债端存款占比也环比小幅提升，负债结构整体优化。存款结构来看，三季度个人和企业活期存款均环比略有下降，整体存款定期率有所提升。

**☆ 净息差**：公司披露前三季度净息差2.48%，同比降3BP，相比去年同期，负债端付息率降幅不及资产端；但Q3单季净息差2.47%环比Q2触底回升1BP，归因：一方面贷款收益率环比仍降4BP，但资产端日均余额占比较

Q2 小幅提升 0.3pct 至 65.4%，高收益贷款投放提振资产端收益，且同业投资收益率也有回升；另一方面虽然存款定期化趋势下存款成本有压力（Q3 环比走高 4BP），但存款日均余额占比较 Q2 也小幅提升 0.3pct 至 76.5%，且今年整体流动性平稳充裕下，三季度债券和租赁负债的付息率环比还有回落。因此总体来说，息差季度回弹的结构性调整的因素居多，年内息差有望继续受益于资产摆布的调整有所企稳。

### ► 不良双降、不良率创新低，零售和地产贷款质量略有扰动

招行三季度资产质量继续保持优异：1) 不良实现双降，规模环比降 6%的同时不良率较中期降 8BP 至 0.93%，创 2014 年中期以来新低。2) 先行指标方面，关注类贷款规模和占比虽然较中期有所提升（增 12BP 至 0.82%），但据公司披露主要受信用卡贷款逾期认定时点调整影响（由下一个账单日提前到本次账单的还款截止日），且绝对水平处于行业低位；相应的逾期贷款规模有增加，但占比持平中期于 1.02%，且增量主要来自 90 天以内逾期，逾期 90+/不良仅 70.4%，低于中报的 76%。3) 结构来看，母行口径下，三季度对公贷款不良率和关注类占比分别环比降 23BP、9BP 至 1.47%、0.4%，零售贷款表现略有扰动，小微、消费贷和其他零售贷款拖累整体零售贷款不良率环比微升 2BP，各分项关注类占比也有抬升。4) 行业层面，受中小企业、高负债房企风险暴露影响，房地产业、采矿业等不良率有所上升；但结合新增披露的房地产领域风险管控情况来看，三季度末承担信用风险的业务余额约 5204 亿元，其中对公房地产贷款 3589 亿元，占总贷款的 6.93%，一方面不良率 1.29% 低于整体对公不良率 18BP，另一方面高信用评级客户余额占 86.74%，整体风险可控。5) 不良压降下，虽然三季度信贷类减值“不提反补”，拨备覆盖率依然环比提升 3.68pct 至 443.14%。

### ► 三季度零售 AUM 突破 10 万亿节点

三季度招行财富管理战略循序渐进，围绕客群和 AUM 的各项指标均有增益。1) 三季度零售客户数达到 1.69 亿户，季度增幅 2.4%，金葵花以上客户和私行客户分别增 3.2%和 4.6%。2) 继中期时点规模突破 10 万亿元后，三季度末零售 AUM 如期达 10.3 万亿元（环比中期增 3890 亿元，较年初增长超 1.4 万亿元，增幅高达 16.02%）；相应的零售 AUM/总资产较中期再增 4pct 至 116%。3) 结构上，三季度 AUM 增量拆分，79%来自金葵花以上客户，零售户均 AUM 较中期再增 870 元至 6.14 万元，其中私行 AUM 单季增幅 4.4%，户均 AUM 为 2788 万元。

### 投资建议

总体来看，招商银行三季报整体业绩质量较优，一方面资产端积极调结构下息差企稳回升，财富管理类中收快增下，整体核心营收保持稳定较快增长，业绩继续保持 20%以上增速；另一方面大财富战略稳定推进下，财富管理指标延续提升，AUM 突破 10 万亿关口；另外，资产质量虽存在扰动，但不良双降、拨备率高企，地产类贷款也整体无忧，信用成本收录负值。

我们持续看好招行行业领先的基本面和财富管理战略的落地成效，鉴于公司三季报业绩表现，我们上调公司 21-23 年营收 3203/3626/4098 亿元的预测至 3203/3628/4102 亿元，上调 21-23 年归母净利润 1124/1277/1477 亿元的预测至 1167/1367/1600 亿元，对应增速由 15.4%/13.6%/15.7%上调至 19.9%/17.1%/17%；上调 21-23 年 EPS 4.39/5.00/5.79 元的预测至 4.56/5.35/6.28 元，对应 2021 年 10 月 22 日 54.29 元/股收盘价，PB 分别为 1.91/1.69/1.49 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

### 盈利预测与估值

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	269,703	290,482	320,323	362,750	410,218
(+/-)	8.5%	7.7%	10.3%	13.2%	13.1%
归母净利润	92,867	97,342	116,732	136,661	159,952
(+/-)	15.3%	4.8%	19.9%	17.1%	17.0%
每股收益(元)	3.62	3.79	4.56	5.35	6.28
每股净资产(元)	22.89	25.36	28.46	32.09	36.34
P/E	15.0	14.3	11.9	10.1	8.6
P/B	2.37	2.14	1.91	1.69	1.49

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**分析师：刘志平**

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

**分析师：李晴阳**

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001



### 分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。