

招商银行(600036)

财富管理龙头, 盈利不良优异

——招商银行 2021 年三季度报点评

点评报告

行业公司研究——银行行业一

证券研究报告

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

报告导读

营收利润继续保持高增, 财富管理彰显龙头地位。

投资要点

□ 数据概览

21Q1-3 招行归母净利润同比+22.2%, 增速环比-0.6pc; 营收同比+13.5%, 增速环比-0.2pc; ROE 18.1%, ROA 1.44%。不良率 0.93%, 环比-8bp, 拨备覆盖率 443%, 环比+4pc。

□ 主要观点

1、盈利保持高增态势。21Q1-3 招行利润和营收增速较中报基本持平。具体来看: 主要支撑因素为其他非息, 拖累因素为减值和中收。①其他非息同比+28%, 增速环比+15pc, 归因低基数效应。②减值同比+7%, 增速环比+4pc, 归因主动加大非信贷减值计提力度。21Q1-3 非信贷减值占信用减值高达 80%, Q3 单季度计提非信贷减值 176 亿, 信贷减值回拨 32 亿, 在此情况下, 拨备覆盖率仍然上升, 显示资产质量非常好。③中收同比+20%, 增速环比-3pc, 归因低基数效应消退和财富中收增速下行。展望未来, 资产质量优异, 叠加表内外拨备充足下, 盈利有望保持较快增长。

2、息差韧性超出预期。21Q3 招行息差 2.47%, 环比+1bp。具体来看负债成本率+2bp, 幅度略大于资产收益率 1bp。但由于生息资产环比增速(2%)快于付息负债(1%), 对息差起到支撑作用。具体来看: ①资产收益率环比+1bp 至 3.97%, 归因资产结构改善。表现为 21Q3 招行整体贷款占比提升, 且消费复苏下信用卡和消费贷恢复性增长。②负债成本率环比+2bp 至 1.60%, 归因定期存款占比提升, 存款成本上行。21Q3 招行定期存款环比+7%, 增速较存款快 6pc, 显示负债端有压力。展望未来, 资产结构向好下, 息差对盈利的拖累有望企稳。

3、资产质量保持优异。21Q3 不良额环比-6%, 不良率环比-8bp 至 0.93%, 回落至 2014 年以来最优水平。细项来看: ①对公不良全面向好。母行口径对公不良率、关注率、逾期率环比分别-21bp、-8bp、-30bp; ②零售不良基本平稳。母行口径零售不良率环比微升 2bp 至 0.78%, 整体仍保持优异水平。注意到, 零售贷款的关注率、逾期率出现波动, 环比分别+29bp、+24bp。判断是监管要求下, 信用卡逾期和关注的认定口径加严, 属一次性扰动, 零售信贷的实际风险仍向好。展望未来, 预计招行资产质量将继续保持优异。

4、财富资管中收快增。21Q1-3 招行大财富实现中收 417 亿(财富管理、资管、托管), 同比高增 29%。财富中收增速环比-5pc, 主要归因代理信托拖累, 代理信托收入同比+6%, 增速环比-16pc, 推测与地产信托监管趋严有关。如排除信托干扰, 大财富中收增速基本稳定, 仅环比-1pc。值得注意的是, 招行资管中收贡献持续加强。21Q1-3 资管中收 79 亿元, 同比+45%, 增速较 21H1 +8pc。

□ 盈利预测及估值

盈利保持高增, 息差环比回升, 不良实现双降。预计 2021-2023 年归母净利润同比增长 22.72%/15.22%/15.32%, 对应 BPS 29.00/32.85/37.30 元股。现价对应 PB 估值 1.87/1.65/1.46 倍。维持目标价 62.50 元, 对应 21 年 PB 2.2x, 现价对应 21 年 PB 1.87x, 现价空间 15%。

□ 风险提示: 宏观经济失速, 不良大幅爆发。

评级

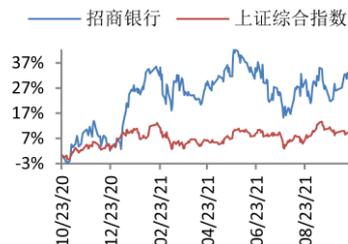
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 54.29

单季度业绩

元/股

3Q/2021 1.30  
2Q/2021 1.17  
1Q/2021 1.28  
4Q/2020 0.83



公司简介

相关报告

- 1《龙头地位凸显, 财富崭露峥嵘——招商银行 2021 年半年报点评》2021.08.15
- 2《盈利高增, 财富标杆——招商银行 2021 年一季报点评》2021.04.25
- 3《大财富战略, 估值新起点——招商银行 2020 年报点评》2021.03.21
- 4《标杆银行, 王者风范——招商银行 2020 年业绩快报点评》2021.01.14
- 5《零售业务加速修复——招商银行 2020 年三季度报点评》2020.11.01

报告撰写人: 梁凤洁/邱冠华  
联系人: 陈建宇

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	290,482	329,830	377,219	432,299
(+/-)	7.70%	13.55%	14.37%	14.60%
归母净利润	97,342	119,460	137,638	158,722
(+/-)	4.82%	22.72%	15.22%	15.32%
每股净资产(元)	25.36	29.00	32.85	37.30
P/B	2.14	1.87	1.65	1.46

**表 1: 招商银行 2021 年三季度业绩概览**

维度	单位: 百万元	20Q1-3	21H1	21Q1-3	环比变化	同比变化	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	QoQ
<b>利润指标</b>	<b>ROE (年化)</b>	17.0%	18.1%	18.1%	0.1pc	1.1pc	15.9%	10.9%	17.3%	14.4%	16.7%	2.3pc
	<b>ROA (年化)</b>	1.32%	1.42%	1.44%	2bp	12bp	1.33%	1.00%	1.50%	1.33%	1.46%	13bp
	<b>拨备前净利润</b>	150,426	118,203	172,922	15.0%	15.0%	47,145	37,039	60,638	57,565	54,719	-4.9%
	同比增速	4.7%	14.4%	15.0%	0.5pc	10.2pc	3.2%	6.8%	9.7%	19.9%	16.1%	-3.8pc
	<b>归母净利润</b>	76,603	61,150	93,615	22.2%	22.2%	26,815	20,739	32,015	29,135	32,465	11.4%
	同比增速	-0.8%	22.8%	22.2%	-0.6pc	23.0pc	0.7%	32.7%	15.2%	32.5%	21.1%	-11.4pc
	<b>EPS (未年化)</b>	3.02	2.35	3.62	19.7%	19.7%	1.06	0.82	1.27	1.16	1.29	11.4%
	<b>BVPS (未年化)</b>	24.55	26.60	27.95	5.1%	13.8%	24.55	25.36	26.61	26.60	27.95	5.1%
<b>收入拆分</b>	<b>营业收入</b>	221,430	168,749	251,410	13.5%	13.5%	73,077	69,052	84,751	83,998	82,661	-1.6%
	同比增速	6.6%	13.7%	13.5%	-0.2pc	6.9pc	5.3%	11.4%	10.6%	17.1%	13.1%	-4.0pc
	<b>利息净收入</b>	138,535	99,341	150,638	8.7%	8.7%	47,662	46,496	49,524	49,817	51,297	3.0%
	<b>生息资产 (期初期末平均, 注1)</b>	7,813,124	8,552,212	8,640,116	1.0%	10.6%	8,034,813	8,175,988	8,416,483	8,687,941	8,815,926	1.5%
	净息差 (日均余额口径)	2.51%	2.49%	2.48%	-1bp	-3bp	2.53%	2.41%	2.52%	2.46%	2.47%	1bp
	净息差 (期初期末口径)	2.36%	2.32%	2.32%	0bp	-4bp	2.37%	2.27%	2.35%	2.29%	2.33%	3bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.94%	3.72%	3.73%	1bp	-20bp	3.84%	3.75%	3.75%	3.70%	3.75%	6bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.77%	1.58%	1.59%	1bp	-18bp	1.65%	1.67%	1.58%	1.59%	1.61%	3bp
	<b>非利息净收入</b>	82,895	69,408	100,772	21.6%	21.6%	25,415	22,556	35,227	34,181	31,364	-8.2%
	手续费净收入	63,277	52,254	75,734	19.7%	19.7%	21,008	16,209	27,202	25,052	23,480	-6.3%
	其他非利息收入	19,618	17,154	25,038	27.6%	27.6%	4,407	6,347	8,025	9,129	7,884	-13.6%
	<b>业务及管理费</b>	66,312	47,168	73,297	10.5%	10.5%	24,452	30,433	22,494	24,674	26,129	5.9%
	成本收入比	29.95%	27.95%	29.15%	1.2pc	-0.8pc	33.46%	44.07%	26.54%	29.37%	31.61%	2.2pc
	<b>资产减值损失</b>	52,521	41,880	56,266	7.1%	7.1%	12,078	12,504	20,545	21,335	14,386	-32.6%
	贷款减值损失	41,086	14,457	11,241	-72.6%	4,875	5,796	14,813	14,457	11,241	11,241	-22.2%
	信用成本	1.15%	0.56%	0.28%	-27bp	-87bp	0.40%	0.46%	1.15%	1.08%	0.83%	-26bp
	<b>所得税费用</b>	20,835	14,675	22,300	7.0%	7.0%	8,075	3,646	7,844	6,831	7,625	11.6%
	有效税率	21.28%	19.23%	19.12%	-0.1pc	-2.2pc	23.03%	14.86%	19.56%	18.85%	18.91%	0.1pc
<b>规模增长</b>	<b>总资产</b>	8,156,700	8,885,886	8,917,440	0.4%	9.3%	8,156,700	8,361,448	8,664,641	8,885,886	8,917,440	0.4%
	<b>生息资产余额</b>	8,099,191	8,795,701	8,836,151	0.5%	9.1%	8,099,191	8,252,785	8,580,180	8,795,701	8,836,151	0.5%
	贷款总额	5,006,202	5,382,998	5,501,177	2.2%	9.9%	5,006,202	5,029,128	5,312,529	5,382,998	5,501,177	2.2%
	对公贷款	2,236,771	2,518,008	2,553,211	1.4%	14.1%	2,236,771	2,347,968	2,370,982	2,518,008	2,553,211	1.4%
	个人贷款	2,769,431	2,864,990	2,947,966	2.9%	6.4%	2,769,431	2,681,160	2,941,547	2,864,990	2,947,966	2.9%
	同业资产	526,356	710,732	561,522	-21.0%	6.7%	526,356	616,516	564,369	710,732	561,522	-21.0%
	金融投资	2,067,208	2,131,686	2,219,820	4.1%	7.4%	2,067,208	2,068,695	2,126,456	2,131,686	2,219,820	4.1%
	存放央行	499,425	570,285	553,632	-2.9%	10.9%	499,425	538,446	576,826	570,285	553,632	-2.9%
	<b>总负债</b>	7,446,973	8,124,318	8,121,625	0.0%	9.1%	7,446,973	7,631,094	7,902,787	8,124,318	8,121,625	0.0%
	<b>付息负债余额</b>	7,136,094	7,771,258	7,771,020	0.0%	8.9%	7,136,094	7,315,945	7,590,166	7,771,258	7,771,020	0.0%
	吸收存款	5,495,129	5,980,165	6,011,965	0.5%	9.4%	5,495,129	5,628,336	5,827,214	5,980,165	6,011,965	0.5%
	企业活期	2,095,230	2,453,136	2,379,267	-3.0%	13.6%	2,095,230	2,306,134	2,379,438	2,453,136	2,379,267	-3.0%
	个人活期	1,274,933	1,517,728	1,488,831	-1.9%	16.8%	1,274,933	1,400,520	1,458,365	1,517,728	1,488,831	-1.9%
	企业定期	1,515,739	1,382,437	1,481,841	7.2%	-2.2%	1,515,739	1,289,556	1,388,808	1,382,437	1,481,841	7.2%
	个人定期	609,228	626,864	662,026	5.6%	8.7%	609,228	632,126	600,603	626,864	662,026	5.6%
	同业负债	947,935	1,058,259	1,013,008	-4.3%	6.9%	947,935	1,009,846	1,039,502	1,058,259	1,013,008	-4.3%
	发行债券	386,748	428,718	416,877	-2.8%	7.8%	386,748	346,141	416,310	428,718	416,877	-2.8%
	向央行借款	306,282	304,116	329,170	8.2%	7.5%	306,282	331,622	307,140	304,116	329,170	8.2%
	<b>所有者权益</b>	703,306	754,975	788,967	4.5%	12.2%	703,306	723,750	755,107	754,975	788,967	4.5%
	<b>总股本</b>	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%
<b>资产质量</b>	<b>不良贷款</b>	56,466	54,542	51,302	-5.9%	-9.1%	56,466	53,615	54,057	54,542	51,302	-5.9%
	不良率	1.13%	1.01%	0.93%	-8bp	-20bp	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%	0.93%	-8bp
	<b>关注贷款</b>	n.a	37,655	n.a	n.a	n.a	n.a	40,716	n.a	37,655	n.a	n.a
	关注率	n.a	0.70%	n.a	n.a	n.a	n.a	0.81%	n.a	0.70%	n.a	n.a
	<b>逾期贷款</b>	n.a	54,842	n.a	n.a	n.a	n.a	56,568	n.a	54,842	n.a	n.a
	逾期率	n.a	1.02%	n.a	n.a	n.a	n.a	1.12%	n.a	1.02%	n.a	n.a
	<b>不良生成额</b>	36,138	15,716	24,292	54.6%	-32.8%	12,595	8,936	14,778	15,716	24,292	54.6%
	不良生成率	1.07%	0.62%	0.64%	2bp	-43bp	1.04%	0.71%	1.18%	1.18%	1.81%	62bp
	<b>核销转出额</b>	31,947	14,789	26,605	79.9%	-16.7%	11,457	11,787	14,336	14,789	26,605	79.9%
	核销转出率	81.48%	55.17%	66.16%	11.0pc	-15.3pc	82.83%	83.50%	106.96%	109.43%	195.12%	85.7pc
	<b>逾期90+偏离度</b>	n.a	76.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	76.4%	n.a	76.0%	n.a	n.a
	<b>拨备覆盖率</b>	425%	439%	443%	3.7pc	18.4pc	424.8%	437.7%	438.9%	439.5%	443.1%	3.7pc
	<b>拨贷比</b>	4.79%	4.45%	4.13%	-32bp	-66bp	4.79%	4.67%	4.47%	4.45%	4.13%	-32bp
<b>资本情况</b>	<b>核心一级资本充足率</b>	11.65%	11.89%	12.31%	42bp	66bp	11.65%	12.29%	12.19%	11.89%	12.31%	42bp
	<b>一级资本充足率</b>	13.31%	13.47%	13.86%	39bp	55bp	13.31%	13.98%	13.79%	13.47%	13.86%	39bp
	<b>资本充足率</b>	16.19%	16.01%	16.36%	35bp	17bp	16.19%	16.54%	16.24%	16.01%	16.36%	35bp

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。因 21Q1 口径变换, 息差、生息资产收益率、中收不可比。

## 表附录：报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
存放央行	538,446	587,598	675,738	777,099	净利息收入	185,031	203,029	228,200	256,932
同业资产	616,516	678,168	745,984	820,583	净手续费收入	79,486	95,383	114,460	137,352
贷款总额	5,029,128	5,632,623	6,252,212	6,939,955	其他非息收入	25,965	31,418	34,559	38,015
贷款减值准备	-234,522	-220,651	-266,649	-318,979	<b>营业收入</b>	290,482	329,830	377,219	432,299
贷款净额	4,804,361	5,411,973	5,985,563	6,620,976	税金及附加	-2,478	-2,807	-3,168	-3,601
证券投资	2,068,695	2,523,724	3,049,054	3,672,685	业务及管理费	-96,745	-109,850	-125,633	-143,977
其他资产	333,430	352,906	401,034	456,071	营业外净收入	-203	-2	-2	-2
<b>资产合计</b>	8,361,448	9,554,369	10,857,374	12,347,415	<b>拨备前利润</b>	187,465	213,352	244,047	279,713
同业负债	1,341,468	1,459,034	1,587,527	1,727,999	资产减值损失	-65,025	-63,971	-71,935	-81,236
存款余额	5,628,336	6,528,870	7,508,200	8,634,430	<b>税前利润</b>	122,440	149,381	172,113	198,477
应付债券	346,141	429,383	483,275	543,930	所得税	-24,481	-29,226	-33,673	-38,831
其他负债	315,149	314,339	357,722	407,291	<b>税后利润</b>	97,959	120,156	138,440	159,646
<b>负债合计</b>	7,631,094	8,731,625	9,936,724	11,313,651	<b>归属母公司净利润</b>	97,342	119,460	137,638	158,722
<b>股东权益合计</b>	730,354	822,744	920,650	1,033,764	<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	95,691	117,801	135,979	157,063
<b>主要财务比率</b>					<b>主要财务比率</b>				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>业绩增长</b>					<b>资产质量</b>				
利息净收入增速	6.90%	9.73%	12.40%	12.59%	不良贷款余额	53,615	51,953	57,776	64,194
手续费净增速	11.18%	20.00%	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%	20.25%	17.52%	17.68%	不良贷款率	1.07%	0.92%	0.92%	0.92%
拨备前利润增速	5.15%	13.81%	14.39%	14.61%	拨备覆盖率	438%	425%	462%	497%
归属母公司净利润增速	4.82%	22.72%	15.22%	15.32%	拨贷比	4.67%	3.92%	4.26%	4.60%
<b>盈利能力</b>					<b>流动性</b>				
ROAE	15.73%	17.18%	17.43%	17.76%	贷存比	89.35%	86.27%	83.27%	80.38%
ROAA	1.23%	1.33%	1.35%	1.37%	贷款/总资产	60.15%	58.95%	57.58%	56.21%
RORWA	2.39%	2.37%	2.22%	2.25%	平均生息资产/平均总资产	99.11%	98.66%	98.69%	98.83%
生息率	3.89%	3.72%	3.67%	3.64%	<b>每股指标(元)</b>				
付息率	1.75%	1.59%	1.57%	1.56%	EPS	3.79	4.67	5.39	6.23
净利差	2.14%	2.13%	2.10%	2.07%	BVPS	25.36	29.00	32.85	37.30
净息差	2.34%	2.30%	2.27%	2.24%	每股股利	1.25	1.54	1.78	2.06
成本收入比	33.30%	33.30%	33.30%	33.30%	<b>估值指标</b>				
<b>资本状况</b>					P/E	14.31	11.62	10.07	8.72
资本充足率	16.54%	15.91%	15.63%	15.41%	P/B	2.14	1.87	1.65	1.46
核心资本充足率	13.98%	13.48%	13.35%	13.25%	P/PPOP	7.30	6.42	5.61	4.89
风险加权系数	51.41%	60.70%	60.70%	60.70%	股息收益率	2.31%	2.84%	3.28%	3.79%
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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>