

证券研究报告—动态报告

金融

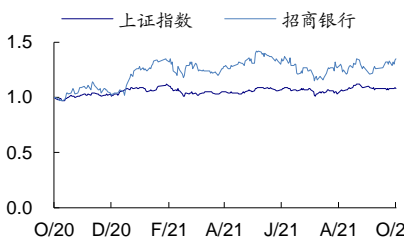
银行

招商银行(600036)
增持

2021年三季度点评

(维持评级)

2021年10月24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)	1,369,185/1,119,945
上证综指/深圳成指	3,583/14,493
12个月最高/最低(元)	58.92/39.18

相关研究报告:

《招商银行-600036-2021年半年报点评:大财富亮眼,清理表外风险资产》——2021-08-15
 《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年三季度点评: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

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:田维伟

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: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
业绩稳定高增,大财富优势突出
● 营收和净利润增速稳定,维持高增

招商银行公布2021年三季度报,前三季度营收和归母净利润同比分别增长13.5%和22.2%,上半年分别增长13.7%和22.8%,业绩稳定高增。

● 净息差环比小幅上行1bp,财富管理继续高增

第三季度净息差2.47%,环比二季度上行1bp,主要是高收益的信用卡贷款增长较快,同时进一步加强对负债成本的管控。

期末零售AUM达10.4万亿元,较年初增长16%,其中私行AUM约3.3万亿元,占零售AUM总额的34.5%,较年初提升0.44%。前三季度大财富管理业务(包括财富管理、资产管理和托管业务)实现手续费收入417亿元,贡献营收的17.7%,各项业务均实现高增。

● 表内外资产质量进一步夯实;房地产信贷敞口较低风险可控

期末不良率0.93%,较6月末下降8bps,不良余额较6月末下降5.9%。关注率0.82%,较6月末提升12bps,主要是信用卡贷款认定时点做了调整,资产质量优异。公司降低拨备计提力度,受益不良余额下降,拨备覆盖率较6月末提升3.7pct至443%。同时,公司加大了表外和投资类资产信用减值损失计提,前三季度合计计提562.7亿元,其中贷款仅计提112.4亿元,同比下降73%,其他资产计提了450.3亿元。公司承担信用风险的房地产敞口为5204亿元,不承担信用风险的敞口为4788亿元,合计约1万亿元,与总资产比值为11.2%。其中对公房地产贷款为3589亿元,占贷款总额的6.9%。期末,对公房地产不良1.29%,仍处在低位,公司客户优质,风险可控。

● 投资建议

业绩符合预期,维持2021~2023年净利润1133/1296/1486亿元的预测,对应增长15.7%/14.4%/14.6%,EPS为4.40/5.05/5.80元。当前股价对应的动态PE为12.3x/10.7x/9.4x,动态PB为1.9x/1.7x/1.5x,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%	14.7%	15.2%	15.6%
市盈率(PE)	15.0	14.3	12.3	10.7	9.4
P/PPoP	7.7	7.3	6.4	5.9	5.4
市净率(PB)	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

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

公司资产增速、净息差、资产质量三大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

	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30
生息资产同比增速	11.5%	11.6%	11.9%	11.4%	10.7%	9.5%
不良贷款率	1.14%	1.13%	1.07%	1.02%	1.01%	0.93%
拨备覆盖率	441%	425%	438%	439%	439%	443%

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	14.3	12.3	10.7	9.4	净利息收入	185,031	208,318	228,026	247,770
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	利息收入	307,425	341,634	370,195	398,521
P/PPoP	7.3	6.4	5.9	5.4	利息支出	122,394	133,316	142,168	150,751
市值/总资产(A股)	16.4%	15.2%	14.2%	13.3%	资产准备支出	65,025	72,668	70,478	65,555
股息收益率(税后)	2.3%	2.7%	3.1%	3.5%	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
每股指标 (元)	2020A	2021E	2022E	2023E	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
盈利驱动	2020A	2021E	2022E	2023E	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%	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款收益率	4.90%	4.94%	5.00%	5.06%	现金及存放同业	554,864	551,141	727,671	749,691
债券收益率	2.63%	2.80%	2.80%	2.80%	央行准备金	538,446	685,360	740,189	799,404
资产生息率	4.01%	4.09%	4.13%	4.17%	拆放金融企业	61,652	61,238	80,852	83,299
存款成本率	1.56%	1.55%	1.55%	1.55%	贷款	4,804,361	5,284,869	5,662,466	6,066,953
负债付息率	3.24%	3.42%	3.42%	3.42%	贷款拨备	-224,767	-247,172	-256,817	-266,681
净息差(NIM)	2.42%	2.50%	2.55%	2.59%	债券投资	2,068,695	2,078,718	2,033,922	2,171,611
净利差(SPREAD)	2.27%	2.35%	2.39%	2.43%	固定资产	68,153	73,605	76,549	78,080
非利息收入比重	36%	35%	35%	34%	递延税款净额	65,151	65,151	65,151	65,151
费用收入比(含税金及附加)	35.4%	33.3%	33.2%	33.2%	其他资产	200,126	220,977	242,279	266,742
拨备支出/平均贷款	1.43%	1.44%	1.29%	1.12%	盈利资产	8,028,018	8,661,327	9,245,102	9,870,958
有效所得税率	20%	20%	20%	20%	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
收入盈利增长	2020A	2021E	2022E	2023E	存款	5,664,135	6,230,549	6,728,992	7,267,312
净利息收入增长	6.9%	12.6%	9.5%	8.7%	应付款项	279,350	300,588	319,521	339,560
手续费收入增长	11.2%	9.7%	8.4%	8.4%	发行债券	346,141	380,755	411,216	444,113
营业净收入增长	7.7%	10.7%	8.4%	7.9%	付息负债	7,351,744	7,910,670	8,408,944	8,936,313
拨备前利润增长	5.3%	14.3%	8.5%	8.1%	总负债	7,631,094	8,211,258	8,728,465	9,275,873
净利润增长	4.9%	15.7%	14.4%	14.6%	实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220
资产盈利能力	2020A	2021E	2022E	2023E	公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
RoAE	14.6%	14.7%	15.2%	15.6%	一般准备	98,082	107,262	117,774	129,828
RoAA	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	未分配利润	370,265	430,269	498,819	577,730
RoAA(拨备前)	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	少数股东权益	6,604	6,604	6,604	6,604
RoRWA	2.1%	2.1%	2.3%	2.4%	所有者权益	730,354	809,802	900,616	1,005,058
资产质量	2020A	2021E	2022E	2023E	贷款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
不良资产率	1.07%	1.00%	0.96%	0.95%	企业贷款	40%			
拨备覆盖率	438%	447%	452%	443%	票据贴现	7%			
拨备余额/全部贷款	4.5%	4.5%	4.3%	4.2%	个人贷款	53%			
资本	2020A	2021E	2022E	2023E	存款结构	2020A	2021E	2022E	2023E
资本充足率	17%	16%	17%	17%	企业活期	41%			
一级资本充足率	14%	14%	15%	16%	企业定期	23%			
财务杠杆(倍)	11.4	11.1	10.7	10.2	储蓄活期	25%			
风险加权资产比重	59%	61%	61%	61%	储蓄定期	11%			
核心一级资本充足率	12.3%	12.8%	13.5%	14.3%	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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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