

# 招商银行 (600036.SH)

## 高盈利延续，短期压制不改长期向好趋势

增持

### 核心观点

**盈利能力处在高位。**公司上半年实现营收1791亿元(+6.1%)，归母净利润694亿元(+13.5%)。年化后ROAA为1.5%，ROAE为18.1%。非信贷减值损失同比下降31.9%反哺利润，而信贷减值损失同比提升57.7%。但受不良贷款有所暴露拖累，期末拨备覆盖率较3月末下降8.6个百分点至454%。

**存贷款维持较好扩张，但净息差面临压力。**6月末存款贷款余额分别是7.04万亿元和5.93万亿元，较年初分别增长6.5%和10.9%。上半年净息差2.49%，同比下降5bps。二季度单季净息差2.37%，较一季度下降14bps，疫情冲击下资产负债端都面临压力。资产端，上半年贷款收益率4.62%，较2021年下降5bps，除了LPR下调影响外，疫情冲击和房地产市场下行后居民消费意愿疲弱，收益率相对较高的信用卡贷款和按揭贷款增长放缓也是重要拖累因素。负债端，上半年存款利率1.49%，较2021年提升8bps，主要是企业资金活化不足，企业结算等对公活期存款增长受限，同时居民投资转向定期储蓄转化，使得公司活期存款日均余额占比较年初下降了2.21个百分点至62.24%。

**财富管理收入下降，但资产管理收入实现高增。**上半年手续费净收入同比增长2.20%，增速放缓，主要是财富管理手续费收入189亿元，同比减少8.1%。其中，代理基金收入34.7亿元，代理信托收入22.9亿元，同比分别减少47.0%和49.5%；但代理保险收入89.8亿元，代理理财收入34.9亿元，同比分别增长61.6%和22.6%，财富管理收入变化主要是客户避险情绪上升。不过子公司资管规模增长较好，带动资产管理手续费同比增长32.8%至69.4亿元。

**不良虽有所暴露，但整体资产质量仍比较优异。**期末不良率0.95%，较3月末提升1bp，测算的实际年化不良生成率1.18%，较2021年提升26bps。关注率和逾期率较年初分别提升17bps和13bps至1.01%和1.16%，但仍都处在较好水平。主要是受房地产客户风险暴露影响，期末开发贷不良率2.82%，较年初提升141bps，其他对公领域和个人贷款不良率均基本维持稳定。

### 投资建议：维持“增持”评级

受疫情和房地产景气度下行冲击，上半年业绩面临一定压力，不过压制因素在改善。公司核心优势是其管理机制、组织文化和人才队伍建设等软实力。小幅下调2022-2024年净利润1355/1523/1718亿元（原预测为1394/1599/1841亿元），对应13.0%/12.4%/12.8%的增速，对应摊薄EPS为5.23/5.89/6.67元，动态PB为1.04x/0.92x/0.82x，维持“增持”评级。

**风险提示：疫情反复，稳增长政策不及预期带来经济复苏不及预期；**

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	290,482	331,253	354,674	393,607	438,507
(+/-%)	7.7%	14.0%	7.1%	11.0%	11.4%
净利润(百万元)	97,342	119,922	135,477	152,267	171,815
(+/-%)	4.8%	23.2%	13.0%	12.4%	12.8%
摊薄每股收益(元)	3.79	4.61	5.23	5.89	6.67
总资产收益率	1.23%	1.37%	1.41%	1.43%	1.47%
净资产收益率	16.1%	17.7%	17.5%	17.5%	17.5%
市盈率(PE)	9.0	7.4	6.5	5.8	5.1
股息率	3.7%	4.5%	5.0%	5.7%	6.4%
市净率(PB)	1.34	1.17	1.04	0.92	0.82

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

### 公司研究·财报点评

#### 银行·股份制银行 II

证券分析师：田维韦 021-60875161 tianweiwei@guosen.com.cn  
 证券分析师：王剑 021-60875165 cnwangjian@guosen.com.cn  
 S0980520030002 S0980518070002

证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn  
 S0980519010001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	33.85元
总市值/流通市值	853697/864698百万元
52周最高价/最低价	56.23/32.95元
近3个月日均成交额	2521.65百万元

#### 市场走势

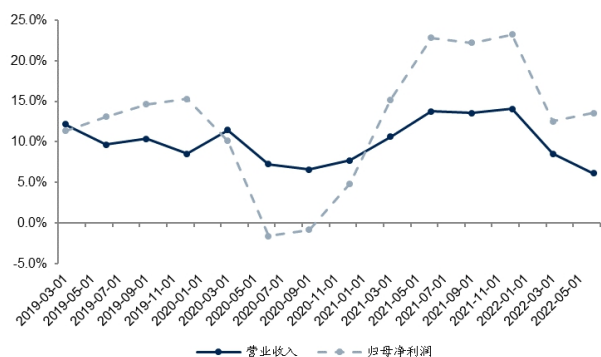


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

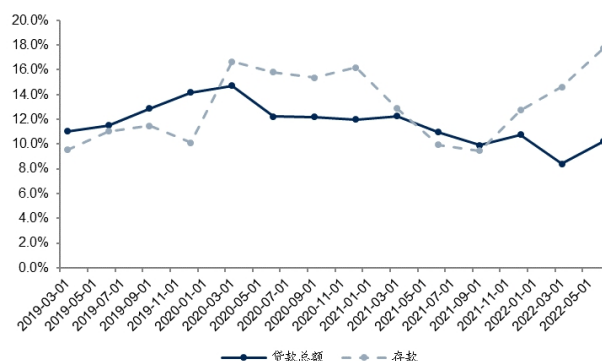
#### 相关研究报告

- 《招商银行(600036.SH)-财富管理波动，但不改长期向好态势》——2022-04-23
- 《招商银行(600036.SH)-业绩增速环比提升，财富管理增长迅猛》——2022-03-19
- 《招商银行-600036-2021年业绩快报点评：经营稳健，存款高增》——2022-01-16
- 《招商银行-600036-2021年三季报点评：业绩稳定高增，大财富优势突出》——2021-10-24
- 《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

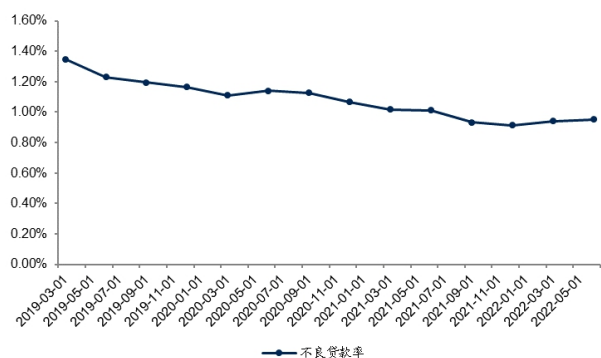
上半年实现营收 1791 亿元 (+6.1%)，归母净利润 694 亿元 (+13.5%)。年化后 ROAA 为 1.5%，ROAE 为 18.1%。

**图1：招商银行累计营收和利润增速**


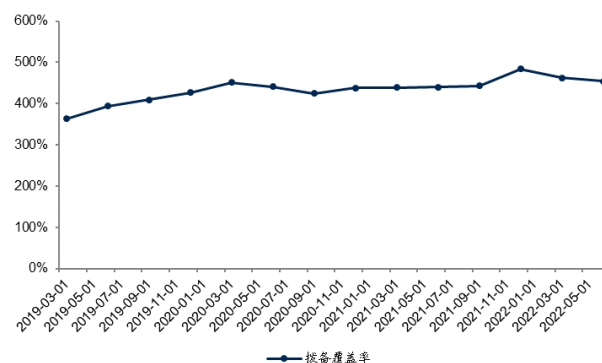
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图2：招商银行存贷款同比增速**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3：招商银行不良率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4：招商银行拨备覆盖率**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

每股指标 (元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (十亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	3.79	4.61	5.23	5.89	6.67	营业收入	290	331	355	394	439
BVPS	25.36	29.01	32.72	36.89	41.63	其中：利息净收入	185	204	220	241	265
DPS	1.25	1.52	1.72	1.93	2.18	手续费净收入	79	94	96	111	127
						其他非息收入	26	33	39	42	47
						营业支出	168	183	187	205	226
<b>资产负债表 (十亿元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其中：业务及管理费	97	110	113	119	132
总资产	8,361	9,249	10,220	11,242	12,366	资产减值损失	65	66	67	79	87
其中：贷款	4,804	5,335	5,949	6,574	7,264	其他支出	6	8	7	7	8
非信贷资产	3,557	3,914	4,271	4,669	5,103	营业利润	123	148	167	188	212
总负债	7,631	8,383	9,260	10,176	11,678	其中：拨备前利润	188	214	234	267	299
其中：存款	5,664	6,385	7,343	8,371	9,501	营业外净收入	(0)	0	0	0	0
非存款负债	1,967	1,998	1,917	1,805	1,678	利润总额	122	148	167	188	212
所有者权益	730	866	960	1,067	1,187	减：所得税	24	27	31	35	39
其中：总股本	25	25	25	25	25	净利润	98	121	137	153	173
普通股净资产	640	732	825	930	1,050	归母净利润	97	120	135	152	172
						其中：普通股东净利润	96	116	132	149	168
总资产同比	12.7%	10.6%	10.5%	10.0%	10.0%	分红总额	32	38	43	49	55
贷款同比	12.3%	11.1%	11.5%	10.5%	10.5%						
存款同比	16.2%	12.7%	15.0%	14.0%	13.5%	营业收入同比	7.7%	14.0%	7.1%	11.0%	11.4%
贷存比	85%	84%	81%	79%	76%	其中：利息净收入同比	0.0%	10.2%	7.8%	9.4%	10.0%
非存款负债/负债	26%	24%	21%	18%	15%	手续费净收入同比	0.0%	18.8%	2.0%	15.0%	15.0%
权益乘数	11.4	10.7	10.6	10.5	10.4	归母净利润同比	4.8%	23.2%	13.0%	12.4%	12.8%
<b>资产质量指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>业绩增长归因</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
不良贷款率	1.07%	0.91%	0.92%	0.88%	0.86%	生息资产规模	10.5%	10.6%	7.0%	11.2%	10.0%
信用成本率	1.52%	1.37%	1.25%	1.33%	1.32%	净息差 (广义)	-2.7%	-0.3%	0.8%	-1.8%	0.0%
拨备覆盖率	438%	484%	433%	432%	433%	手续费净收入	1.0%	2.5%	-1.7%	1.6%	1.5%
						其他非息收入	-1.0%	1.3%	1.0%	-0.1%	-0.1%
<b>资本与盈利指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	业务及管理费	-1.9%	0.3%	1.8%	2.8%	0.5%
ROA	1.23%	1.37%	1.41%	1.43%	1.47%	资产减值损失	-0.2%	6.4%	3.3%	-1.9%	0.9%
ROE	16.1%	17.7%	17.5%	17.5%	17.5%	其他因素	-0.7%	2.5%	0.8%	0.5%	0.1%
核心一级资本充足率	12.29%	12.66%	12.92%	13.24%	13.59%	归母净利润同比	4.8%	23.2%	13.0%	12.4%	12.8%
一级资本充足率	13.98%	14.94%	15.20%	15.52%	15.87%						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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