

2021年03月21日

财富管理开启零售新时代

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:	57.6/29.8
最新收盘价:	51.76	总市值(亿)	13,053.79
自由流通股数(百万)	20,628.94	自由流通市值(亿)	10,677.54

事件概述

招商银行披露 2020 年年报: 2020 年实现营业收入 2904.82 亿元(+7.70%, YoY), 营业利润 1226.43 亿元(+4.78%, YoY), 归母净利润 973.42 亿元(+4.82%, YoY)。总资产 8.36 万亿元(+12.73%, YoY), 存款 5.63 万亿元(+16.18%, YoY), 贷款 5.03 万亿元(+11.99%, YoY)。净息差 2.49%(-10bp, YoY); 不良贷款率 1.07%(-6bp, QoQ), 拨备覆盖率 437.68%(+12.92pct, QoQ), 拨贷比 4.67%(-0.12pct, QoQ); 资本充足率 16.54%(+0.35pct, QoQ); 年化 ROE 15.73%(-1.11pct, YoY)。拟派现 1.253 元/股, 合计派现 316.01 亿元。

分析判断:

总体来看, 招行年报一方面营收端增速稳中有升, 资产质量无忧下减值计提边际放缓, 拉动全年利润增速转正, 单季增速高达 32.7%; 另一方面四季度贷款仍保持稳健扩增, 不良率和拨备一降一升, 资产质量延续改善, 处于行业优质水平。与业绩快报相比, 增量看点包括: 1) 全年贷款增量的 60% 投向零售, 年末贷款投放进一步向零售端倾斜, 且以信用卡等消费类贷款为主。2) 全年存款表现靓丽, 规模大增的同时活存率提升, 带动存款成本率压降, 贡献全年息差降幅放缓, 且 Q4 同比企稳回升 1BP, 招行负债优势突出。3) 代理和托管业务实现快增, 贡献中收高增幅, 零售 AUM 首超表内资产规模。4) 资产质量多项指标创新低, 信用卡等零售贷款不良率年内拐点向下。5) 确立打造“大财富管理价值循环链”的零售发展战略, 进一步向轻型银行转型, 并通过为招银理财引进战投摩根资管、增持招联并筹备上市, 进行公司治理优化和布局, 打造多零售业务增长极。6) 拟增持台州银行, 有望进一步做大小微。7) 核心资本充足率同环比提升, 实现资本的内生补充。

► 核心盈利上行、全年业绩增速转正, Q4 减值计提放缓贡献单季利润增速 32%

公司 2020 年全年实现营收 2905 亿元, 同比增速 7.7%, 较前三季度的 6.6% 进一步提升; Q4 单季营收增速 11.46% 重返双位数。全年利息和手续费净收入增速分别为 6.9%、11.2%, 较前三季度的 5.6%、10.7% 均稳中有增, 核心业务表现稳健。而手续费收入增速也高于 2019 年 3.7pct, 在银行卡收入持平上年的情况下, 主要来自代理和托管业务: 1) 公司代理非货基销售额 6107 亿元, 同比增 177.88%, 代理信托产品销售额 4691 亿元, 同比增长 38.19%, 代理基金、理财和信托收入分别同比大增 99.45%、57.89%、12.58%; 2) 年末托管资产余额 16.05 万亿元, 同比增长 21.32%, 托管规模排国内托管行业第二, 托管的公募基金、保险和他行理财均过万亿, 新发公募基金托管只数和托管规模行业第一。代销和托管共同贡献财富管理手续费收入增速达 35.68%。得益于资产质量的持续改善, 招行下半年放缓减值计提节奏(上半年同比多提 22.3%, 下半年同比少提 12.5%), 全年信用成本 0.98%, 较 2019 年降低 0.31pct。

减值计提边际放缓下, 招行全年归母净利润增速由前三季度的 -0.82% 转正为 4.82%, Q4 单季利润增速高达 32.7%, 较 Q3 的 0.71% 大幅提升, 再次印证我们对于公司年中业绩拐点确立的判断, 未来伴随监管让利的政策环境趋于缓和, 业绩有望加速释放。

招行 2020 年 ROE 收录 15.73%, 同比降 1.11pct, 仍处可比同业高位。实现内源资本补充下, 核心一级资本充足率较 2019 年提升 0.34pct 至 12.29%, 环比 Q3 提升 0.64pct。

► 四季度贷款投放小幅增长, 存款活期率提升压降付息成本

☆ 规模方面:

1) 资产端: 招行 2020 年总资产同比增长 12.73%, 环比三季度末扩增 2.5%, 其中贷款总额增幅 11.99%, 全

年新增 5385 亿基本持平 2019 年；投资资产规模增幅 15.8%，股权投资和国债投资规模保持较快增速。**贷款分部来看**，对公和零售贷款增速分别为 6.1%、13.5%，零售转型持续深化下全年贷款净增量的 60%投向零售，带动零售贷款占比再提 0.7pct 至 53.3%。**投向上**，小企业是支持主体，行标口径贷款增速高达 71%；行业层面，对公贷款中批零、采矿等行业投放规模压降，而交运仓储行业投放占比增至 20.4%，超过房地产业居首位；零售贷款增量的 52%投向按揭，疫情影响信用卡消费贷投放先抑后扬。单看四季度，伴随疫后居民消费的回暖，贷款规模环比小幅增长 0.46%，行标口径下 Q4 对公贷款小幅压降，增量主要来自零售和票据，分别环比增 666 和 363 亿元，其中零售贷款中按揭和信用卡增量分别占比 40%和 68%，年末高息零售贷款的投放有助于提振资产端收益率。

2) 负债端：存款表现靓丽，一方面，2020 年存款大增 7839 亿元，较 2019 年多增 77%，全年增幅 16.2%，超过贷款增速 3.5pct；且四季度规模环比进一步扩增 2.4%，占总负债的比例上行至 74.2%（2019 年 71.7%）。另一方面，结构上，增量存款全部来自活期，对公和零售活期存款增速分别高达 36.3%、19.6%，定期存款均较 2019 年有所压降，主要是结构性存款余额 2670 亿元，较 2019 年规模压降近半，占总存款的比例同比降 6.2pct 至 4.94%，存款结构优化下活存日均余额占比达 60%，同比提高 2.01pct。

总体来说，公司资产摆布灵活，消费类贷款需求修复下整体投放稳健。全年存款实现快增，我们认为其低成本资金的留存，一方面来自持续深耕优质零售客群、搭建生态体系引流下，客户覆盖面不断扩大，同时以优异的客户经营能力吸引资金沉淀。另一方面，专业服务主导的对公业务提质扩面，客户贡献度不断提升，表内有小企业客群在快增的同时，线上集中经营带来更高的活存占比（小企业活存占比 82.49%，高于公司客户存款 25pct）；表外在投行一体化战略下，地方专项债全流程服务省级发行人市场覆盖率由 77.78%提升至 97.22%，发债资金沉淀存款 6389 亿，同比增长 143%；中收方面，养老金受托规模突破千亿（2020 年受托 1004.59 亿元，同比增长 133.87%），除了贡献托管手续费收入，也带来大量资金沉淀。

☆ 价格方面：

2020 年公司净息差 2.49%，同比降 10BP，较前三季度 14BP 的降幅边际收敛，其中生息资产收益率 4.13%，同比降 25BP，但计息负债成本率 1.73%，同比降 17BP 形成对冲。值得注意的是，公司 Q4 息差虽然环比降 12BP，但抛开季节性因素来看同比止跌回升 1BP。公司负债成本压降得益于主动负债利率下行+存款付息率回落，公司存款成本率较 2019 年触顶回落 3BP 至 1.55%，其中零售存款付息率同比降 6BP，在行业存款成本普遍承压的时候，招行存款量增结构优，展现了优异的成本控制能力。

展望未来，公司 Q4 存款付息率环比 Q3 企稳于 1.49%，同业负债付息率环比有所上行，未来进一步压降负债成本的空间不大，但是流动性收紧带来的资产定价回升，叠加伴随高息零售资产的投放，息差还是有望进一步企稳，并且招行的负债优势在利率上行周期将更加突出。

▶ 不良、关注、逾期率均创新低，信用卡消费贷不良率年内拐点向下

招行全年信用成本率不升反降，主要来自稳健向好的资产质量。公司 2020 年末不良贷款率 1.07%，创 2014 年三季度以来新低，同环比分别降低 9BP 和 6BP，延续了三季度环比下降的趋势，整体资产质量延续改善。结构上，对公贷款不良率 1.58%，较 2019 年和 2020H1 分别压降 26BP、12BP；零售贷款不良率 0.81%，较 19 年小幅上行 8BP，主要是信用卡和其他贷款（含消费贷等）不良率分别提升了 31BP、20BP，但环比看零售贷款的资产质量已经趋稳，不良率较 Q1 高点已经回落 6BP，且信用卡和其他贷款不良率分别较 Q1 降低了 23BP、55BP，宏观经济环境向好有助于资产质量持续改善。

从先行指标来看：1) 2020 年招行关注类贷款同比和较年中均实现双降，关注类占比 0.81%创历史新低（2019 年 1.17%），各分部贷款关注类占比均大幅压降，而信用卡、消费贷关注类占比的下降也预示年内不良高点已过；2) 逾期贷款亦双降，占比 1.12%也创 2013 年以来新低。

从不良认定和处置来看：1) 公司 2020 年不良偏离度 76.4%，较 2019 年和 2020 年中期分别降低 8.7pct 和 3.6pct，认定更趋审慎。2) 银行口径的不良生成率 1.26%，较 2019 年提升 13BP，但全年核销不良资产 437 亿，同比多增 36%，存量不良加速出清。

总体而言，招行不良认定更趋审慎，伴随着先行指标向好，以及经过一年的大力核销，资产质量持续夯实。拨备覆盖率来看，年末环比提升 12.92pct 至 437.68%，同比提升 10.9pct，经历前三个季度的小幅调整后拨覆盖率再度回升，整体明显高于行业平均水平，安全边际较高。并且近年来招行贷款减值损失计提的规模已逐年减少（2020 年计提 469 亿，同比下降 13.52%），同时对非信贷资产增提减值准备约 180 亿，是 2019 年计提规模的 2.6 倍，据年报披露，主要是对投资资产计提减值 153.67 亿，同比增长 137.11%，用于承接理财回表。

► 投商行一体化稳步推进，增持台州银行做大小微业务

2020 年招行对公业务进一步做大做深，通过场景生态+线上化批量服务，投商行一体化战略有所成效。除了对公客群、尤其是战略客户和机构客户数量的扩增贡献较快的传统存贷业务增量外，包括贸易融资、聚合收款支付结算等交易银行业务、以及投行业务规模也实现快增，如主承销债券规模和并购融资业务规模分别达到 7912 亿元和 1584 亿元，分别同比增长 21.11%和 55.43%。

在小微业务快速发展的基础上，招行新披露了增持台州银行的计划。拟购买原平安信托和平安人寿合计持有的台州银行 14.8559%股权，交易完成后持股比例将提升至 24.8559%，成为台州银行第一大股东和实控人。从台州银行概况来看：1) 2002 年成立于浙江省台州市，共有 10 家分行及 294 家支行，省外通过 7 家村镇银行和 106 家支行将业务拓展至北京、深圳、江西、重庆等地；2) 2020 年实现营收 100.96 亿元，净利润 38.44 亿元；3) 截至 2020 年 3 月末不良贷款率 0.73%，拨备覆盖率 345.83%；4) 以小微业务为特色标签，服务深度下沉，科技应用经验充分，增持其股权有助于增强业务协同，提升招行对小微企业的金融服务能力。

► 零售 AUM 超表内资产，外引战投+内促上市，描绘零售业务新版图

作为零售业务领军者，招行 2020 年零售业务规模再上台阶，零售客户 AUM 达 8.94 万亿，首次超过表内资产规模，年增量超 1.4 万亿。AUM 增量拆分来看，一方面从客群层面，1.26 万亿来自金葵花以上客户，拉动户均 AUM 由 5.2 万元提升至 5.6 万元；另一方面从产品层面，增量主要来自代销，2020 年代销非货币公募基金和信托销售额分别增长 3909 亿元和 1296 亿元，同时年末零售存款规模和零售理财余额分别为 2.03 万亿、2.22 万亿元，分别较年初增长 2263 亿元和 3338 亿元。

年报中招行确立未来零售业务发展战略，即打造“大财富管理价值循环链”，将财富管理作为差异化竞争的支点，同时在公司治理结构上做进一步调整，包括招银理财引战投+招联上市：

1) 拟引入外部战投摩根资管增资招银理财，出资 26.67 亿元持股 10%。此前汇华理财（中银理财和东方汇理合资）、贝莱德建信理财（建信理财、贝莱德、富登管理合资）、施罗德交银理财（交银理财和施罗德合资）三家合资理财子公司获批，合资理财公司的筹建不断扩容。而摩根资管作为摩根大通集团资产管理板块在亚洲的投资部门和主要运营实体，2019 年就与招银理财建立战略合作，此次增资将加深协同关系，在产品设立、投教等多方面为理财业务赋能。

2) 拟启动招联消金上市，并收购永隆银行所持招联 25.85%股权。收购完成后，招商银行持有招联 50%股权，集团持股比例不变，中国联通持股另外 50%。根据招行年报，截至 2020 年末，招联消费金融总资产 1088.81 亿元，贷款规模居持牌消金公司第一，2020 年实现营收和净利润分别为 128.16 亿元、16.63 亿元，同比增速 19.3%和 13.8%，贷款规模在持牌消费金融同业中排名第一，资产质量优于同业均值。目前我国已有 30 家持牌消金公司获批，27 家开业，伴随互联网金融监管的加强，以及消金公司监管政策的规范，未来头部消金公司更具发展潜力，而招联的上市也将拓宽融资渠道，成为招行消费金融业务新的增长极。

投资建议

综合来看，招行作为 3 月第一家披露年报的银行，各条线业务提质扩面，整体表现优异，零售新战略推向纵深和增持台州银行等规划赋予更多业务想象空间。根据年报，我们小幅调整公司盈利预测，预计 2021-2023 年营业收入分别为 3203.24 亿元、3600.06 亿元、4061.83 亿元，对应增速分别为 10.3%、12.4%、12.8%（原假设 2021、2022 年增速 10.2%、12.7%）；预计归母净利润分别为 1103.71 亿元、1236.86 亿元、1406.93 亿元，增速分别为 13.4%、12.1%、13.7%（原假设 2021、2022 年增速 10.9%、13.7%）；对应 PB 分别为 1.83 倍、1.64 倍、1.47 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	320,324	360,006	406,183
(+/-)	8.5%	7.7%	10.3%	12.4%	12.8%
归母净利润	92,867	97,342	110,371	123,686	140,693
(+/-)	15.3%	4.8%	13.4%	12.1%	13.7%
每股收益(元)	3.62	3.79	4.31	4.84	5.51
每股净资产(元)	22.89	25.36	28.30	31.58	35.32
P/E	14.3	13.6	12.0	10.7	9.4
P/B	2.26	2.04	1.83	1.64	1.47

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

财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	百万元：元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
平均生息资产	6,689,729	7,442,611	8,176,305	9,104,679	10,156,647	ROAA (%)	1.31	1.23	1.25	1.25	1.28
净息差	2.59	2.49	2.50	2.53	2.56	ROAE (%)	16.84	15.73	16.31	16.38	16.68
利息收入	292,994	307,425	346,908	394,440	450,424	每股净资产	22.89	25.36	28.30	31.58	35.32
利息支出	119,904	122,394	142,845	164,492	189,910	EPS	3.62	3.79	4.31	4.84	5.51
净利息收入	173,090	185,031	204,063	229,948	260,515	股利	30264	31600	36445	40841	46457
非息收入						DPS	1.20	1.25	1.42	1.60	1.82
手续费和佣金收入	71,493	79,486	89,024	101,488	115,696	股息支付率	33.2	33.0	33.0	33.0	33.0
汇兑收益	3,259	2,202	2,202	2,202	2,202	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
交易性收入	16,155	17,502	18,460	19,466	20,522						
其他收入	5,706	6,261	6,574	6,903	7,248						
非息总收入	96,613	105,451	116,260	130,059	145,668						
非息费用											
业务管理费	86,541	96,745	112,280	126,249	142,970	业绩数据					
其他费用	2,608	3,591	3,771	3,959	4,157	增长率 (%)					
营业税金及附加	2,348	2,478	2,775	3,164	3,607	净利息收入	7.9	6.9	10.3	12.7	13.3
非息总费用	91,497	102,814	118,826	133,372	150,734	非利息收入	9.6	9.1	10.3	11.9	12.0
税前利润	117,132	122,440	140,596	158,715	182,272	非利息费用	12.8	12.4	15.6	12.2	13.0
所得税	23,709	24,481	30,225	35,028	41,579	净利润	15.3	4.8	13.4	12.1	13.7
归母净利润	92,867	97,342	110,371	123,686	140,693	平均生息资产	7.1	11.3	9.9	11.4	11.6
						总付息负债	9.8	11.4	11.9	12.2	12.0
						风险加权资产	12.6	7.8	7.8	11.0	11.8
资产负债表数据						营业收入分解 (%)					
总资产	7,417,240	8,361,448	9,312,777	10,403,164	11,606,591	净利息收入占比	64.2	63.7	63.7	63.9	64.1
贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,581,511	6,215,182	6,917,546	佣金手续费收入占比	26.5	27.4	27.8	28.2	28.5
客户存款	4,874,981	5,664,135	6,416,303	7,282,504	8,229,229						
其他付息负债	1,722,101	1,687,609	1,812,227	1,953,568	2,116,033	营业效率 (%)					
股东权益	611,301	723,750	797,676	880,521	974,757	成本收入比	32.1	33.3	35.1	35.1	35.2
资产质量						流动性 (%)					
不良贷款	52,275	53,615	53,569	56,503	59,952	平均存贷比	90.6	90.3	87.8	86.1	84.7
不良率	1.16	1.07	0.96	0.91	0.87						
贷款损失拨备	223,097	234,664	248,025	271,216	299,760	资本 (%)					
拨备覆盖率	427	438	463	480	500	核心一级资本充足率	11.9	12.3	12.8	12.9	12.9
拨贷比	4.96	4.66	4.44	4.36	4.33	一级资本充足率	12.7	14.0	14.3	14.3	14.2
信用成本 (%)	1.29	0.98	0.95	1.00	0.99	资本充足率	15.5	16.5	16.9	16.8	16.7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

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。