

2021 年 03 月 21 日

业绩穿越周期, 引入摩根资产、增持台州银行

买入 (维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件: 招商银行 2020 年全年营业收入 2904.82 亿元, 同比增长 7.7%, 归属于本行股东的净利润 973.42 亿元, 同比增长 4.8%, 对应 EPS 为 3.79 元/股; 期末总资产 8.36 万亿, 较年初增长 12.7%, 归属于本行普通股股东净资产 6396.96 亿元, 较年初增长 10.8%, 对应 BVPS 为 25.36 元/股。前期发布的业绩快报已披露核心经营指标, 盈利增速符合我们的预期。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 招商银行 2020 年以卓越的经营业绩经受住疫情考验, 核心亮点是表内外资产质量得到全方位夯实, 同时零售业务继续保持高成长。招银理财拟引入摩根大通旗下摩根资产作为战略投资者, 进一步升级财富管理战略。同时, 增持台州银行深化普惠金融战略。我们预计招商银行 2021、2022 年归属于本行股东的净利润增速分别为+17.2%、+16.5%, 目前 A 股/H 股估值 1.80/1.76x2021PB。当前的招商银行, 已经实现了业绩穿越周期, 而大财富管理将是未来长期的价值源泉, 我们将其视为最佳金融股坚定推荐, 维持“买入”评级。

■ **年报亮点: 第四季度利润高增 32.7%源于信用减值收窄, 且收入增速也有回升。**

招商银行全年归属于本行股东的净利润增速回升至 4.82%, 较前三季度的-0.82%大幅转正, 即第四季度单季增速高达 32.7%。2020 年大部分优质上市银行第四季度的信用减值都明显收窄, 推动单季利润高增长, 并拉动全年增速转正, 因此招商银行的经营表现与行业一致, 但业绩回升的幅度优于同业。不过, 此前公司已经披露过业绩快报, 核心经营表现已在市场预期之中。具体来看:

①收入端增速四季度小幅回升, 其中利息净收入全年累计增速回升至 6.9%, 第四季度增长 11.1%, 但主要因为 2019Q4 基数较低, 实际上 2020Q4 净息差环比回落。全年累计净息差较前三季度下行 2BP 至 2.49%, 同比降低 10BP, 而第四季度的单季净息差环比回落 12BP 至 2.41%。净息差在四季度回落是正常情形, 主要源于公司将部分房贷通过资产证券化出表, 同时信用卡聚焦优质客户导致定价水平走低, 具体表现为第四季度的贷款收益率环比第三季度回落 11BP 至 4.69%。负债端的成本率下半年比较稳定, 第四季度存款成本率保持 1.49%低水平, 与第三季度持平, 预计受益于压降结构性存款及活期存款占比提高, 2020 年末活期存款占比 65.86%, 较 2019 年 59.10%大幅提升。尽管 2021 年货币政策常态化环境下, 商业银行的存款竞争会更加激烈, 但预计公司依然能够保持负债端的低成本优势。

②非利息收入增速回升幅度更明显, 第四季度增速达到 12.2%, 一方面手续费及佣金净收入继续保持高增速, 财富管理业务仍然是主要驱动力; 另一方面第四季度的单季公允价值变动损益由负转正, 预计受四季度债市收益率走势影响。

③支出端全年的成本收入比上升 1.21pct 至 33.30%, 明显高于可比同业, 主要源于进一步加大了金融科技、数字化获客及运营等领域的资源投入。此外, 第四季度单季信用减值计提同比大幅降低 23.4%, 是驱动单季利润高增长的核心, 2020 年四个季度的信用减值计提分别为 203.5/200.9/120.5/123.8 亿元, 下半年减值计提力度明显降低, 这与其他优质银行的趋势一致。值得关注的是, 2020 年针对贷款计提的信用减值仅占全部信用减值的 72%, 说明对表外理财也计提了高额减值。

■ **净息差展望: 理性乐观预计 2021 年贷款利率回升, 净息差企稳后小幅上行。**

尽管招商银行在年报中审慎提示“2021 年考虑贷款重定价影响, 预计净息差仍将承压”, 但我们预计净息差将企稳后小幅回升, 走势优于市场预期。判断依据: i) 贷款利率一季度以来已经开始有所上行, 预计受到信贷额度趋紧、资源供不应求影响,

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.76
一年最低/最高价	28.90/57.60
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	1067754.16

基础数据

每股净资产(元)	25.36
资产负债率(%)	91.27
总股本(百万股)	25219.85
流通 A 股(百万股)	20628.94

相关研究

- 1、《招商银行 (600036): 2020 年三季报点评: 净息差与不良生成率迎来双拐点》2020-10-31
- 2、《招商银行 (600036): 2020 年中报点评: 中报隐藏亮点: 真实资产质量优异!》2020-08-30
- 3、《招商银行 (600036): 2020 年一季报点评: 龙头风采! 不良率如何逆境下行?》2020-04-29

尤其考虑公司的涉房类贷款额度受监管影响比较紧张；ii) 公司大部分房贷业务的重定价预计在去年下半年已经完成，对今年一季度的影响有限；iii) 今年一季度商业银行大量投放中长期贷款，利率定价本身高于短期贷款；iv) 此前持续强调，互联网金融及中小银行高息揽储受到严监管，对大中型银行沉淀低成本负债有利，这一点从公司活期存款占比提升也能得到印证。

■ **资产质量最佳表现：表内信贷质量已全方位夯实，表外理财回表 126 亿元并充分减值。**

招商银行 2020 年不但成功抵御住疫情冲击，更全面净化了表内外的资产质量指标，核心亮点包括不良率、关注类比例、逾期率等指标全面降至多年以来新低，同时表内传统贷款的信贷成本大幅降低意味着贷款资产质量已经非常扎实，并开始对表外理财的问题资产进行回表和减值。

①传统信贷业务方面，2020 年（公司口径）新生成不良金额 561.43 亿元，反映疫情冲击，对应新生成不良率 1.26%，比 2019 年上升 13BP，但相比前三季度 1.31% 已回落，动态角度资产质量在好转。同时，公司充分暴露、高额处置及核销不良资产，可以看到关注类贷款和逾期贷款全面“双降”，逾期贷款比例降至 2013 年以来新低水平 1.12%，较 2019 年下降 29BP。总体上，2020 年末的不良率下行至 2014 年下半年以来的新低 1.07%，环比三季度进一步下行 6BP，拨备覆盖率仍保持 437.68% 高位。

②传统信贷业务分类型来看，公司贷款资产质量趋势向好，零售贷款平稳。i) 公司贷款不良率 1.58%，较 2019 年同期明显下行 26BP，测算（母行口径）全年不良生成率 0.89%，较前三季度下行 13BP；ii) 零售贷款不良率 0.81%，较 2019 年同期上行 8BP，测算（母行口径）不良新生成率持平于第三季度的 1.65%，其中信用卡不良新生成率较三季度下行 10BP 至 4.58%，但依然是整体新生成不良的主要源头。考虑公司已进一步降低了信用卡风险偏好，我们判断下一阶段信用卡不良生成将逐步好转。

③更重要的是，公司下半年信用减值计提主要围绕表外理财，而非表内传统信贷，表内外的资产质量得到全面提升。分拆信用减值金额来看，上半年计提表内信贷的信用减值 362.11 亿元，但全年计提金额仅为 468.82 亿元，所以测算表内信贷全年的信用成本仅为 1.03%，是 2014 年以来最低水准。同时，公司对金融投资资产也高额计提了 153.67 亿元信用减值，基本集中于下半年，主要源于公司 2020 年完成理财资产回表本金 126.29 亿元，并对此计提资产损失准备 121.26 亿元。

■ **财富管理是长期价值源泉：招银理财战略引入摩根资产升级财富管理。**

①2020 年权益市场火热，推动零售客户 AUM 增长 19% 至 8.94 万亿，而零售客户数量较期初增长 9.7% 至 1.58 亿人，意味着户均资产规模升至 5.66 万元。分层来看，金葵花及以上客户的 AUM 增长 21% 至 7.35 万亿，增速高于总体零售客户，客户结构进一步优化。落实到收入层面，财富管理手续费及佣金收入同口径较上年增长 35.68% 至 285.24 亿元，其中主要的基金代销收入同比翻倍。

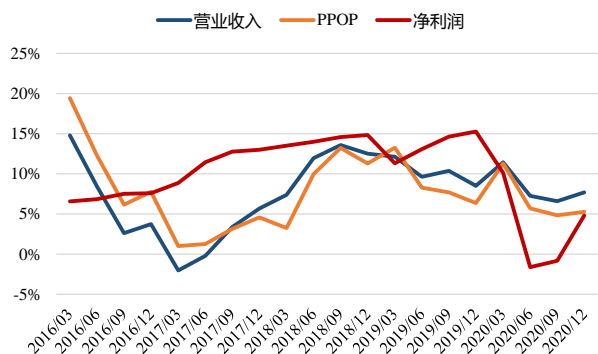
②更重要的是，招银理财拟引入重磅战略投资者摩根资产，这是摩根大通集团（JPMorgan）资产管理板块在亚洲的投资部门和主要运营实体。本次交易中，摩根资产将出资 26.67 亿元人民币，其中 5.56 亿元计入招银理财注册资本，即持股招银理财 10%，而招商银行依然对招银理财持股 90%。本次战略性引入全球顶级资管机构，将助力招商银行在金融科技、投资研究、风险管理等方面借鉴经验，沿着大财富管理方向，向零售银行 3.0 经营模式演变。

■ **计划增持“小微金融标杆”台州银行股权至 25%，支撑普惠金融战略。**

招商银行公告计划购买平安信托和平安人寿合计持有的台州银行 14.8559% 股权，由于公司已经持有台州银行 10% 的股权，若本次交易完成后，公司将持有台州银行 24.8559% 股权，不过公告暂未披露本次收购的价格。台州银行是小微金融领域的标杆，2020 年末总资产规模 2757.12 亿元，净利润 38.44 亿元，ROE 超过 18%，在浙江省内拥有 10 家分行、274 家支行。考虑到台州银行的规模体量，本次收购对招商银行总体的经营业绩影响有限，且公告也说明对资本充足率的影响不超过 0.05%，但预计收购有助于提升对小微金融企业的服务能力，深化普惠金融战略。

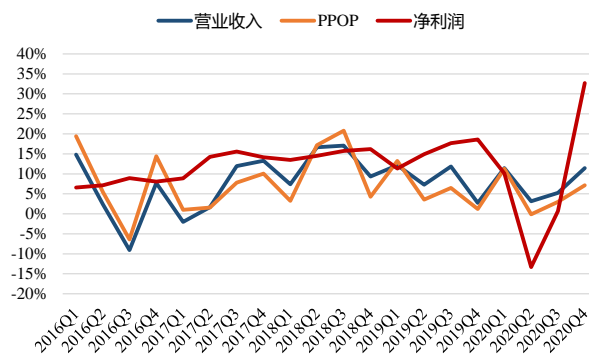
■ **风险提示：**1) 资产质量超预期恶化；2) 银行利差持续收窄；3) 信贷融资需求低迷。

图 1：2016/03~2020/12 招商银行累计盈利增速



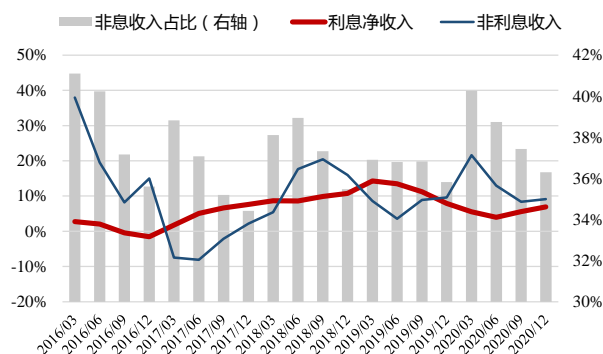
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2020Q4 招商银行单季度盈利增速



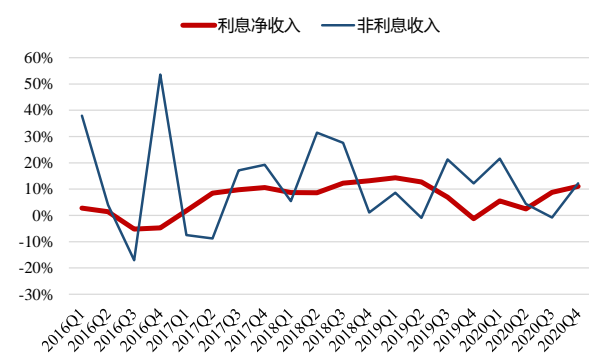
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/12 招商银行利息收入增速及结构



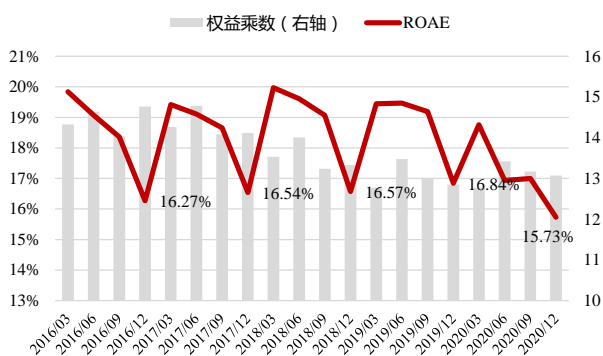
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q4 招商银行单季度利息收入增速



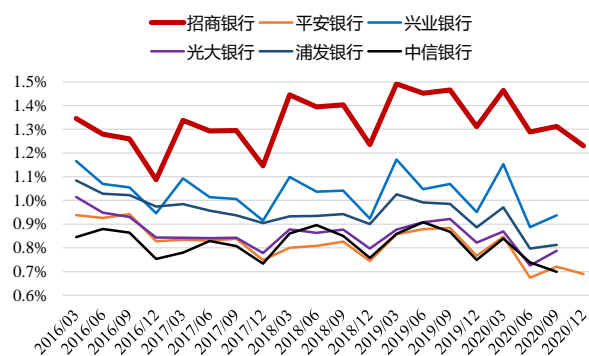
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/12 招商银行 ROAE 及权益乘数



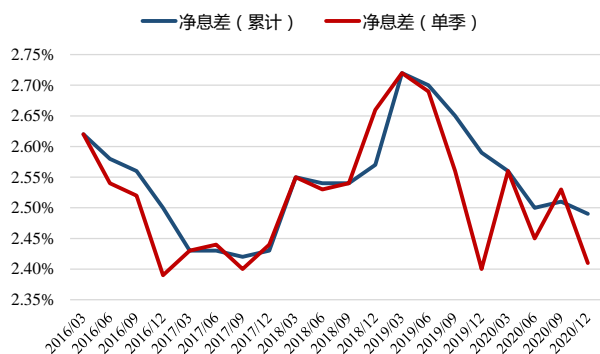
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2020/12 招商银行及可比银行 ROAA



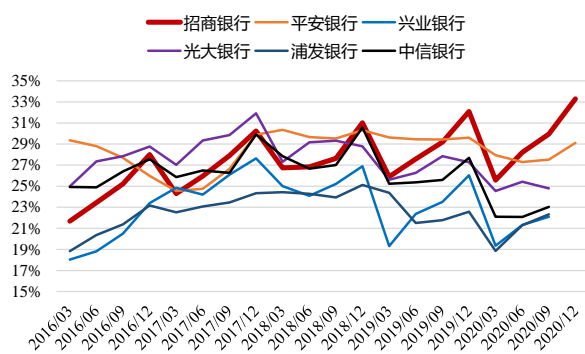
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7: 2016/03~2020/12 招商银行净息差走势



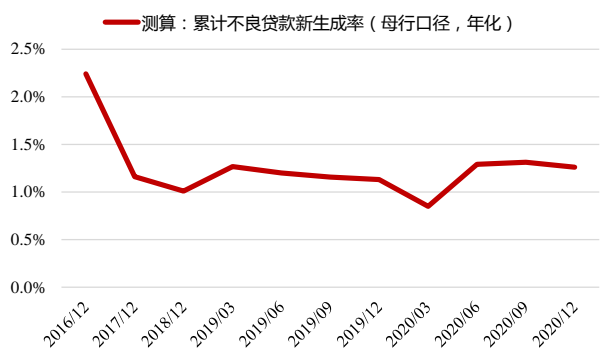
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 2016/03~2020/12 招商银行及可比银行成本收入比



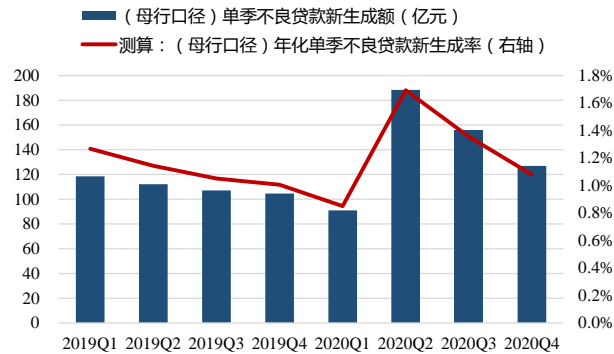
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 9: 2016/12~2020/12 招商银行累计不良贷款新生成率 (年化)



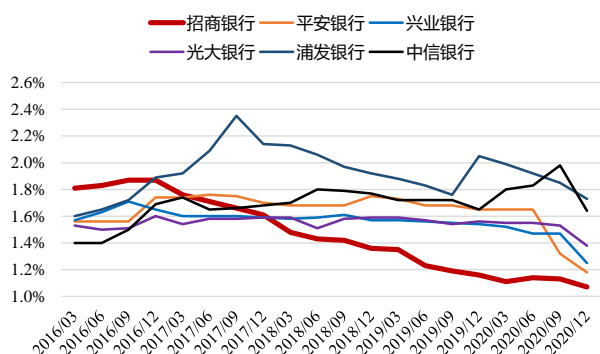
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 10: 2019Q1~2020Q4 招商银行单季度不良贷款新生成额及新生成率 (年化)



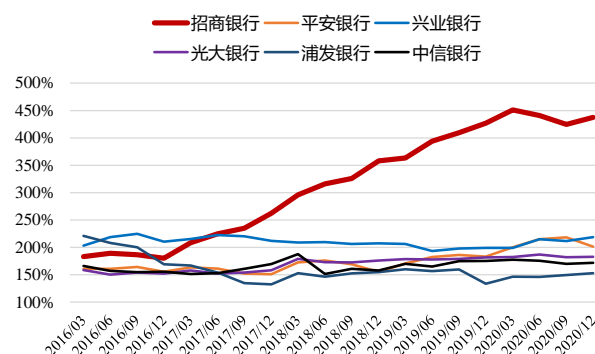
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 11: 2016/03~2020/12 招商银行及可比银行不良率



数据来源: 公司财报, 业绩快报, 东吴证券研究所

图 12: 2016/03~2020/12 招商银行拨备覆盖率



数据来源: 公司财报, 业绩快报, 东吴证券研究所

表 1: 招商银行各类型贷款的资产质量明细指标 (母行口径)

公司贷款						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	333.77	2.05%	330.36	2.03%	-	-
2020/03	304.19	1.72%	308.90	1.74%	10.43	0.25%
2020/06	332.41	1.87%	301.83	1.69%	79.49	0.93%
2020/09	332.07	1.85%	276.46	1.54%	130.25	1.02%
2020/12	297.67	1.69%	250.96	1.43%	150.81	0.89%
零售贷款						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	170.54	0.73%	278.90	1.20%	-	-
2020/03	204.09	0.87%	421.40	1.80%	80.58	1.38%
2020/06	201.72	0.83%	335.82	1.37%	199.83	1.67%
2020/09	214.77	0.83%	328.29	1.27%	304.31	1.65%
2020/12	216.90	0.82%	295.62	1.12%	410.62	1.65%
零售贷款: 信用卡						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	90.32	1.35%	183.42	2.73%	-	-
2020/03	118.21	1.89%	258.06	4.13%	66.29	4.09%
2020/06	120.61	1.85%	228.42	3.50%	158.98	4.81%
2020/09	124.95	1.78%	224.50	3.20%	240.75	4.68%
2020/12	124.21	1.66%	200.59	2.69%	324.41	4.58%

数据来源: 招商银行财务报告, 东吴证券研究所汇总

招商银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产合计	7,417,240	8,361,448	9,180,870	10,098,957	11,149,248	营业收入	269,703	290,482	319,530	357,874	397,956
现金及存放中央银行款项	567,896	538,446	569,214	626,135	691,253	利息净收入	173,090	185,031	205,344	230,072	257,243
贷款及垫款	4,277,300	4,804,361	5,279,000	5,857,395	6,466,564	手续费及佣金净收入	71,493	79,486	87,435	97,052	108,213
金融投资	1,804,437	2,068,695	2,258,494	2,484,343	2,765,014	投资收益等其他业务收入	25,120	25,965	26,752	30,749	32,499
FVTPL 金融投资	398,276	495,723	523,310	565,542	624,358	营业支出	152,656	167,839	175,470	190,095	202,606
以摊余成本计量的金融投资	921,228	1,049,280	1,165,970	1,292,666	1,449,402	业务及管理费	86,541	96,745	106,404	119,888	131,325
FVTOCI 金融投资	478,856	516,553	569,214	626,135	691,253	信用减值损失	61,066	64,871	62,925	63,554	64,190
存放同业及其他金融机构款项	106,113	103,335	128,532	151,484	144,940	营业利润	117,047	122,643	144,060	167,779	195,349
拆出资金	307,433	226,919	266,245	302,969	312,179	税前利润	117,132	122,440	143,484	167,108	194,568
买入返售金融资产	108,961	286,262	330,511	373,661	390,224	净利润	93,423	97,959	114,787	133,686	155,654
贵金属	4,094	7,970	9,181	10,099	11,149	归属于母公司股东净利润	92,867	97,342	114,064	132,844	154,674
其他资产合计	241,006	325,460	339,692	292,870	367,925	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
负债合计	6,799,533	7,631,094	8,362,308	9,184,044	10,124,127	资产总计增速	10.0%	12.7%	9.8%	10.0%	10.4%
向中央银行借款	359,175	331,622	376,304	413,282	455,586	客户贷款及垫款增速	14.1%	12.3%	9.9%	11.0%	10.4%
同业及其他金融机构存放款项	555,581	723,402	668,985	743,908	809,930	负债总计增速	9.6%	12.2%	9.6%	9.8%	10.2%
拆入资金	165,921	143,517	142,159	165,313	182,234	客户存款增速	10.1%	16.2%	12.0%	12.3%	12.5%
交易性金融负债	43,434	60,351	54,355	59,696	65,807	营业收入增速	8.5%	7.7%	10.0%	12.0%	11.2%
衍生金融负债	23,200	50,061	29,268	32,144	35,434	利息净收入增速	7.9%	6.9%	11.0%	12.0%	11.8%
卖出回购款项	63,233	142,927	83,623	73,472	80,993	手续费及佣金净收入增速	7.5%	11.2%	10.0%	11.0%	11.5%
应交税费	19,069	18,648	20,906	21,123	23,285	成本收入比	32.1%	33.3%	33.3%	33.5%	33.0%
客户存款	4,874,981	5,664,135	6,343,831	7,124,122	8,014,638	所得税率	20%	20%	20%	20%	20%
应付债券	578,191	346,141	501,738	505,122	404,965	归属于母公司股东净利润增速	15.6%	4.9%	17.2%	16.5%	16.4%
其他负债合计	116,748	150,290	141,138	45,860	51,254	EPS	3.62	3.79	4.46	5.20	6.07
股东权益	617,707	730,354	818,562	914,913	1,025,122	BVPS	22.89	25.36	28.83	32.62	36.95
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	ROAE	16.84%	15.73%	16.45%	16.93%	17.44%
其他权益工具	34,065	84,054	84,054	84,054	84,054	ROAA	1.32%	1.24%	1.31%	1.39%	1.47%
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523	净利息收益率	2.59%	2.49%	2.50%	2.52%	2.56%
其他综合收益	10,441	7,448	14,100	15,500	15,000	不良贷款率	1.16%	1.07%	1.05%	1.03%	1.03%
盈余公积	62,291	71,158	81,538	93,627	107,702	拨备覆盖率	426.78%	437.68%	430.00%	435.00%	430.00%
一般准备	90,151	98,082	109,488	122,773	138,240	分红比例	33.2%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
未分配利润	321,610	370,265	429,272	497,983	578,157	估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
归属于母公司股东的权益	611,301	723,750	811,195	906,679	1,015,896	P/E (A 股)	14.3	13.7	11.6	10.0	8.5
少数股东权益	6,406	6,604	7,367	8,234	9,226	P/E (H 股)	14.0	13.4	11.4	9.8	8.4
资产负债指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E	P/B (A 股)	2.26	2.04	1.80	1.59	1.40
生息资产平均余额	6,689,729	7,442,611	8,213,757	9,129,861	10,048,572	P/B (H 股)	2.22	2.00	1.76	1.56	1.38
计息负债平均余额	6,298,768	7,069,207	7,773,850	8,638,414	9,527,009	股息率 (A 股)	2.32%	2.42%	2.84%	3.32%	3.87%
归属于母公司普通股股东权益	577,236	639,696	727,141	822,625	931,842	股息率 (H 股)	2.36%	2.46%	2.89%	3.38%	3.94%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>