

四大突破动作，凸显引领气质

华泰研究

2021年3月21日 | 中国内地

年报点评

金融/银行

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

58.60

研究员

SAC No. S0570514040002
SFC No. BPN843

沈娟

shenjuan@htsc.com
+86-755-23952763

研究员

SAC No. S0570520050002

蒋昭鹏

jiangzhaopeng@htsc.com
+86-755-82492038

联系人

SAC No. S0570120080111

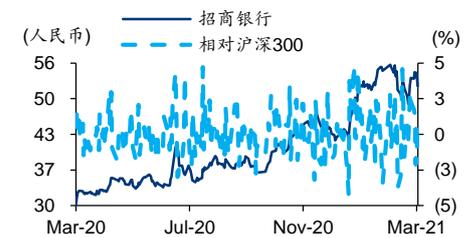
安娜

anna@htsc.com

基本数据

| | |
|------------------|-------------|
| 目标价(人民币) | 58.60 |
| 收盘价(人民币 截至3月19日) | 51.76 |
| 市值(人民币百万) | 1,305,379 |
| 6个月平均日成交额(人民币百万) | 3,412 |
| 52周价格范围(人民币) | 30.16-55.69 |
| BVPS(人民币) | 28.70 |

股价走势图



资料来源: Wind

核心观点

公司于3月19日发布2020年年报,归母净利润、PPOP同比增速为4.8%、5.3%,较前三季度+5.6pct、+0.5pct。四大突破动作值得关注,财富管理强劲发展,金融科技赋能获客,资产质量全面向好。我们预测2021-23年EPS 4.47/5.14/5.86元,目标价由45.40元上调至58.60元,维持“增持”评级。

四大突破性动作,凸显行业引领气质

我们认为四大突破性动作值得关注。一是增持盈利能力最强的小微标杆银行——台州银行,有望录得可观回报并在小微业务开展合作。二是招银理财携手全球最大资管机构——摩根资产管理,强强联合有望扩大理财业务优势。三是启动国内最大消费金融的上市工作——招联消费金融,利于进一步扩大市场影响力。四是保持33%的高分红比例,在重视股东回报方面引领行业。

大财富管理打造轻型银行,科技持续赋能获客

财富管理决定“能走多高”,是纵深推进“轻型银行”的高级形态,体现高度战略定位,公司有望向轻资本、低风险、弱周期不断进发。未来将打造大客群+大平台+大生态,兼顾中高端与大众市场,代销友行理财产品,发展思路更为开放。2020年中收同比+11.2%,中收/营收达27.4%,财富管理收入同比+35.7%。零售AUM全年增量超1.4万亿元,创历史新高;金葵花及以上、私行AUM同比+20.7%、+24.4%,占零售AUM比重提升,中高端客群优势巩固。科技能力决定“能走多快”,科技投入/营收达4.45%,APP理财客户数、理财产品销售额分别占全行理财的94.8%、79.2%。

资产质量全面向好, Q4单季息差环比下行

2020年末不良率、拨备覆盖率分别为1.07%、438%,较9月末-6bp、+13pct。Q4年化不良生成率环比-25bp至1.18%,同时不良处置规模同比+35.8%,带动不良显著下降。Q4年化信用成本0.99%,较上半年有明显降低,理财回表拨备计提占比同比显著提升。Q4单季净息差较Q3下降12bp至2.41%,主要源于房贷ABS叙做量增加、信用卡降风险偏好带动资产端收益率下行。

目标价58.60元,维持“增持”评级

鉴于公司财富管理增长强劲,资产质量充分做实,我们上调公司2021-23年预测EPS至4.47/5.14/5.86元(前次4.11/4.71/-元),21年BVPS预测值28.58元,对应PB1.81倍。近5年(截至3.19)公司PB(LF)均值为1.50倍,考虑公司突破动作引领行业,龙头优势进一步强化,我们给予21年目标PB2.05倍,目标价由45.40元上调至58.60元,维持“增持”评级。

风险提示:经济下行持续时间超预期,资产质量恶化超预期。

经营预测指标与估值

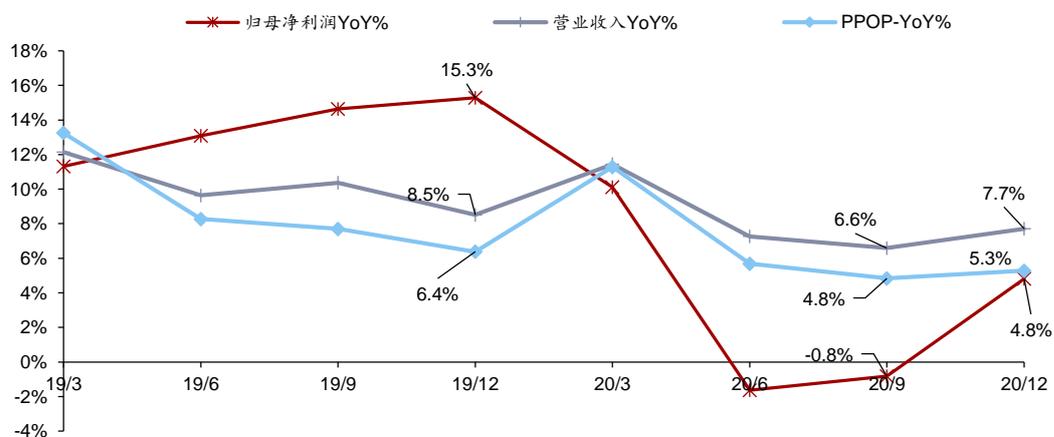
| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 拨备前利润(人民币百万) | 178,206 | 187,668 | 207,401 | 235,098 | 264,068 |
| +/-% | 6.43 | 5.31 | 10.52 | 13.35 | 12.32 |
| 净利润(人民币百万) | 92,867 | 97,342 | 112,799 | 129,621 | 147,861 |
| +/-% | 15.28 | 4.82 | 15.88 | 14.91 | 14.07 |
| 不良贷款率(%) | 1.16 | 1.07 | 1.03 | 1.00 | 0.98 |
| 核心一级资本充足率(%) | 11.95 | 12.29 | 13.34 | 13.72 | 14.00 |
| ROE(%) | 16.13 | 14.58 | 14.76 | 15.22 | 15.55 |
| EPS(人民币) | 3.68 | 3.86 | 4.47 | 5.14 | 5.86 |
| PE(倍) | 14.06 | 13.41 | 11.57 | 10.07 | 8.83 |
| PB(倍) | 2.26 | 2.04 | 1.81 | 1.60 | 1.42 |
| 股息率(%) | 2.32 | 2.42 | 2.81 | 3.22 | 3.68 |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

四大突破动作，凸显引领气质

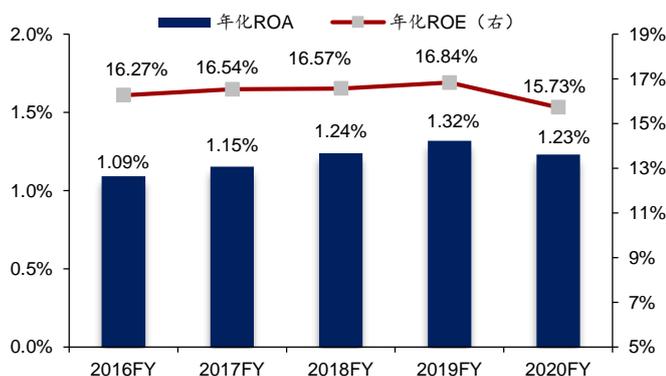
招商银行于3月19日发布2020年年报，全年利润增速近5%，突破性动作凸显引领气质。2020年营业收入、归母净利润、PPOP同比增速分别为7.7%、4.8%、5.3%，较前三季度分别+1.1pct、+5.6pct、+0.5pct。2020年ROE同比下降1.11pct至15.73%。我们认为公司采取的四大突破性动作值得关注，凸显行业引领者气质：一是增持盈利能力最强的小微标杆银行——台州银行（未上市）；二是招银理财携手全球最大资管机构——摩根资产管理（未上市）；三是启动国内最大消金公司的上市工作——招联消费金融（未上市）；四是保持33%的高分红比例，在重视股东回报方面引领行业。业务经营层面，财富管理业务强劲发展，金融科技持续赋能获客能力；零售贷款占比提升，存款全年增量创历史新高且结构优化；不良率显著下降，资产质量全面向好。我们预测公司2021-23年EPS分别为4.47/5.14/5.86元，目标价58.60元，维持“增持”评级。

图表1：2019Q1-2020年归母净利润、营收、PPOP年度累计值同比增速变化趋势



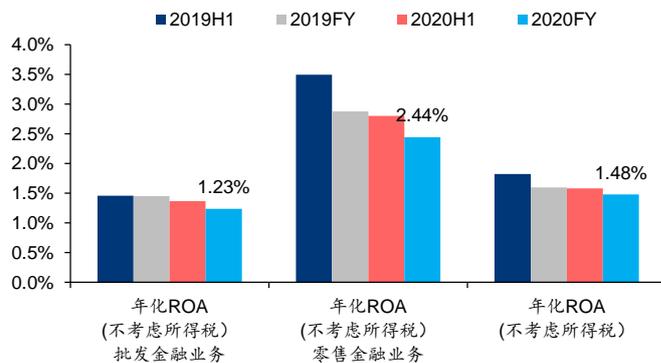
资料来源：公司财报，华泰研究

图表2：2016-2020年年化ROA、ROE



资料来源：公司财报，华泰研究

图表3：2019H1-2020年分部年化ROA变化

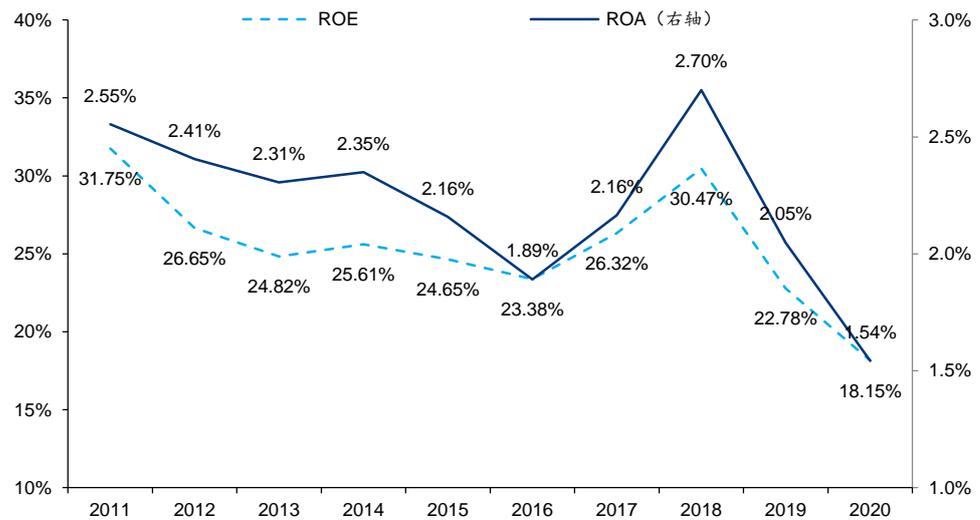


资料来源：公司财报，华泰研究

四大突破性动作，凸显行业引领气质

在2020年年报及同日董事会决议公告中，我们认为招商银行的四大突破性动作值得关注。一是增持盈利能力最强的小微标杆银行——台州银行。3月19日公司发布公告称，董事会审议通过《关于购买台州银行股权的议案》，公司拟购买平安信托（未上市）和平安人寿（未上市）合计持有的台州银行14.86%的股权。目前公司已持有其10%股权，若交易完成后则持股比例升至24.86%。台州银行是得到银保监会认可的小微企业服务标杆银行（2019年3月15日银保监会《努力缓解小微企业融资难融资贵问题》通讯稿）；盈利能力长期处于行业领先水平，2020年ROE达18.15%，且是在利润同比增速放缓至-9%的情况下，高出同期招行ROE 2.42pct。我们预计公司增持台州银行有望录得可观回报，也有利于两者在小微业务层面的共赢合作。

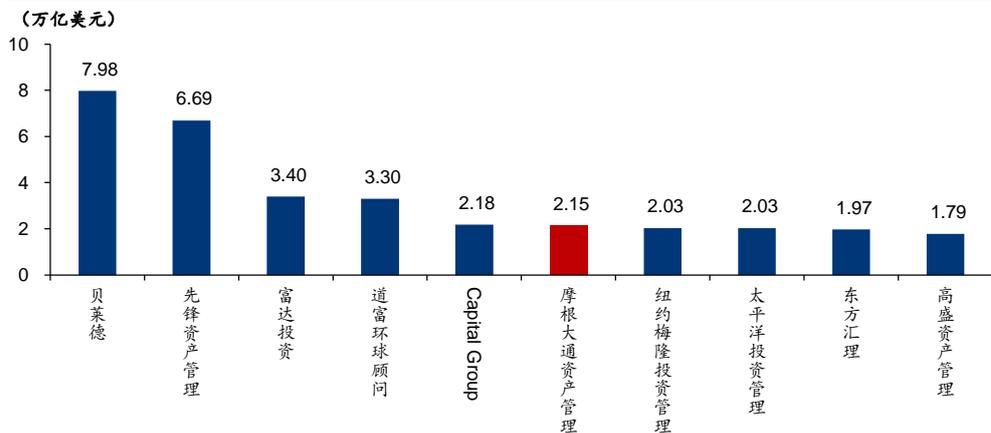
图4: 2011-2020年台州银行ROE、ROA走势



资料来源: 公司财报, 华泰研究

二是招银理财携手全球最大资管机构——摩根资产管理, 强强联合有望扩大理财业务优势。招银理财拟引入外部战略投资者摩根资产管理, 出资额约为 26.67 亿元; 增资后招商银行持股比例将变为 90%, 摩根资产管理持股 10%。2019 年国务院金融委 11 条改革措施中明确鼓励外资参与理财子公司的设立和投资入股, 若此次增资成功, 招银理财有望成为国内首家引进境外战投的理财子公司。摩根资产管理为全球前十强资管机构(按 AUM 计, 商业银行系排名第一), 国际竞争实力领先, 公司与其在 2019 年 12 月即已达成战略合作伙伴关系, 此次入股合作有望进一步实现强强联合。2020 年招银理财净利润 24.53 亿元, 2019 年 11 月开业以来实现利润快速放量, 我们认为引入境外战投有望进一步扩大其理财业务优势。

图5: 2020 全球资产管理公司前 10 强 (按 AUM 计)

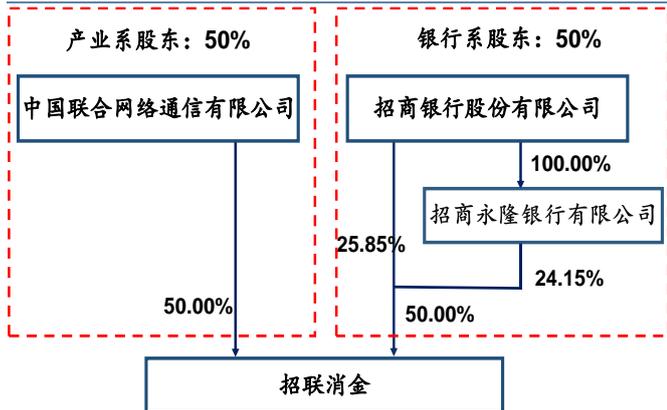


资料来源: IPE《Top 500 Asset Managers 2020》, 华泰研究

注: 贝莱德 (BLK US, 未评级); Capital group (CGHC US, 未评级); 其余公司均未上市

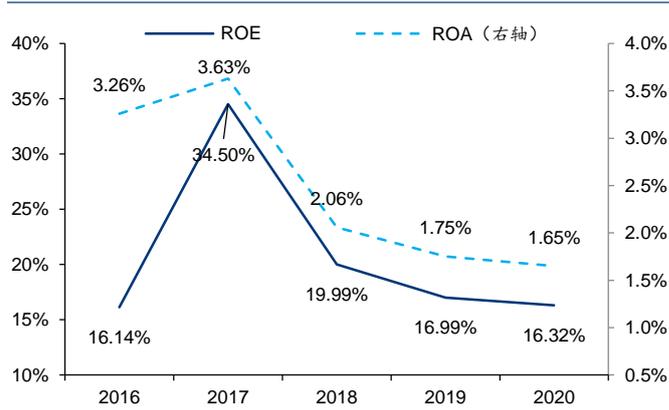
三是启动国内最大消金公司的上市工作——招联消费金融。董事会审议决定收购招商永隆银行(未上市)所持招联消费金融公司 25.85% 的股权, 收购完成后招行持股比例变为 50%, 中国联通(未上市)持股 50%, 通过股权内部整合为上市做准备。同时启动招联消费金融的上市研究工作, 具体上市方案成熟后再行提交董事会审议。我们认为此项行动标志着消金行业 IPO 脚步逐渐加快, 此前马上消费金融(未上市)IPO 已获得地方银保监局批准。目前招联消费金融为业内最大消金公司, 2020 年末总资产 1088.8 亿元, 全年利润达 16.63 亿元, ROE 超过 15%, 自 2015 年成立以来盈利能力均稳定于较高水平。我们认为上市有助于进一步扩大招联消费金融的市场影响力和竞争力。

图表6：2020年末招联消费金融股权结构图



资料来源：公司财报，华泰研究

图表7：2016-2020年招联消费金融ROE、ROA走势



资料来源：公司财报，华泰研究

四是保持 33% 的高分红比例，在重视股东回报方面引领行业。招商银行 2020 年拟每股派息 1.253 元，年度现金分红比例为 33% (2019 年: 33%)，最新收盘价对应股息率为 2.42%。招商银行走轻资本路线，资本内生补充能力较强，自 2019 年提升分红比例至 33% 之后，2020 年即使是在行业利润同比增速普遍放缓的特殊时期，仍将其保持在 33% 的相对较高水平，体现了对于股东回报的重视程度。

图表8：2015-2020年现金分红比率



资料来源：公司公告，华泰研究

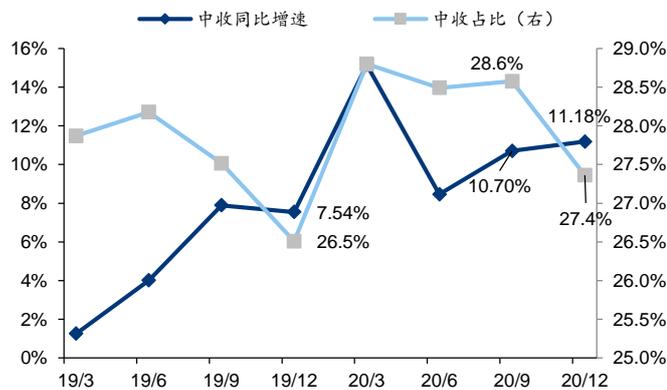
大财富管理打造轻型银行，中高端客户优势巩固

大财富管理纵深推进“轻型银行”，大客群+大平台+大生态展现开放态度。我们认为 2020 年董事长与行长致辞体现了财富管理的高度战略定位和更为开放的发展方向：财富管理能力决定“能走多高”，体现出较高的优先级，管理层将大财富管理定位于“轻型银行”纵深推进的高级形态，公司有望向轻资本、低风险、跨周期方向持续进发。未来大财富管理要面向“大”客群（兼顾中高端和大众客群并满足全生命周期需求），搭建“大”平台（采取更为开放的态度，发展代销友行理财产品、投顾、委托等），促进“大”生态（打造多元金融生态体系）。我们认为公司财富管理业务正处于强劲增长时期，2021 年 3 月招行将原零售金融总部中的大部分团队、原财富管理部合并新设财富平台部的架构调整，也体现出公司对财富管理愈发重要的战略定位。

财富管理收入保持高增速，代理基金及理财增幅显著。对于财富管理的重视和前瞻规划在财务指标和客户经营上均凸显成效。2020 年中间业务收入为 794.9 亿元，占营收比重达 27.4%，轻型化特征明显。招行率先将信用卡分期收入计入利息收入，因此中间收入口径更小，而财政部于 2021 年 2 月发布《关于严格执行企业会计准则切实加强企业 2020 年年报工作的通知》要求信用卡分期还款业务记入利息收入，招行此前行动已领先同业。

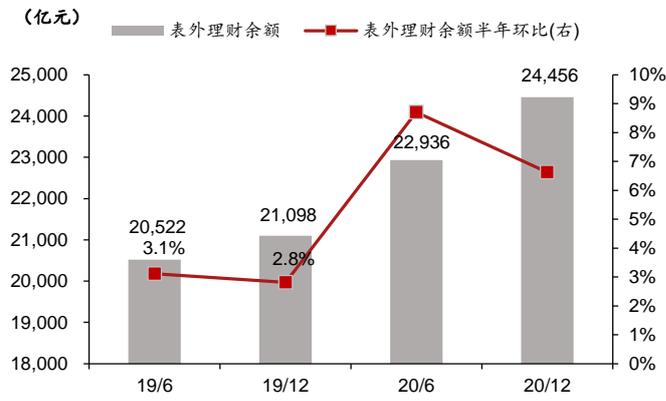
中收同比+11.2%，增速较前三季度+0.5pct。其中托管、代理、结算与清算等业务手续费增长较快，而银行卡收入受疫情影响同比持平。中间业务最大看点为财富管理，财富管理收入同比+35.7%（前三季度为45%），虽Q4同比增速有所放缓但全年仍维持较高水平，其中代理基金、代理理财收入分别同比+99.5%、57.9%，受益于资本市场活跃叠加业务转型成效显著。非保本理财余额2.45万亿元，同比+6.6%，规模位列全行业第二；符合资管新规导向的产品余额占比较20H1末提升22.0pct至67.8%，净值化转型领先。

图表9：2019Q1-2020年中间业务收入同比增速及占营业收入比重



资料来源：公司财报，华泰研究

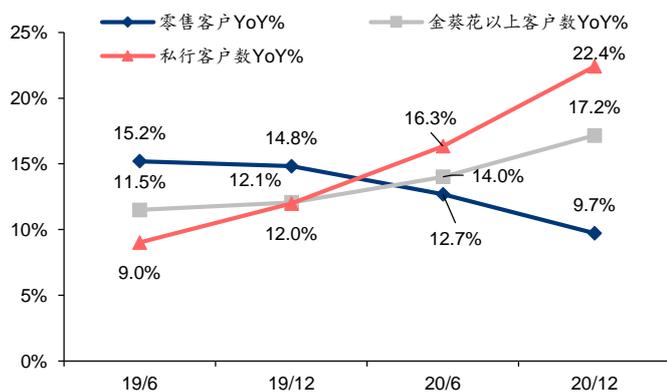
图表10：2019H1-2020年人民币表外理财规模及半年环比增速



资料来源：公司财报，华泰研究

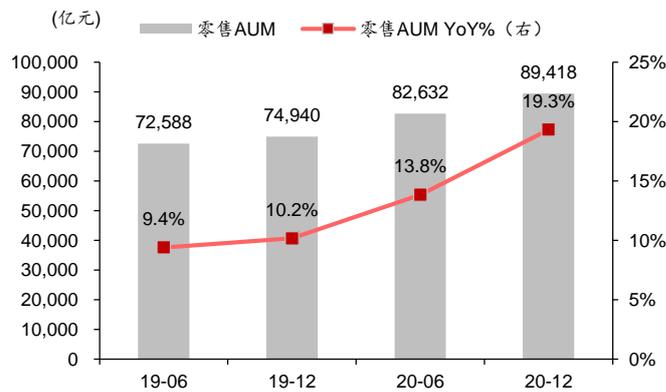
中高端客群优势巩固，AUM贡献度继续提升。2020年末零售AUM达8.94万亿元，全年增量超1.4万亿元，增量创历史新高；零售AUM同比+19.3%，增速也为2018年以来新高。其中，金葵花及以上客户、私行客户数分别同比+17.2%、+22.4%；金葵花及以上客户、私行客户AUM分别达7.35万亿元、2.77万亿元，分别同比+20.7%、+24.4%，两类客户AUM占零售AUM的比重继续提升，分别同比+0.95pct、+1.26pct至82.1%、31.0%。私行客户人均AUM进一步提升至达2775.3万元，同比增加43.6亿元。中高端客群优势持续巩固。

图表11：2019H1-2020年零售各层次客户数量增速



资料来源：公司财报，华泰研究

图表12：2019H1-2020年零售AUM规模及增速

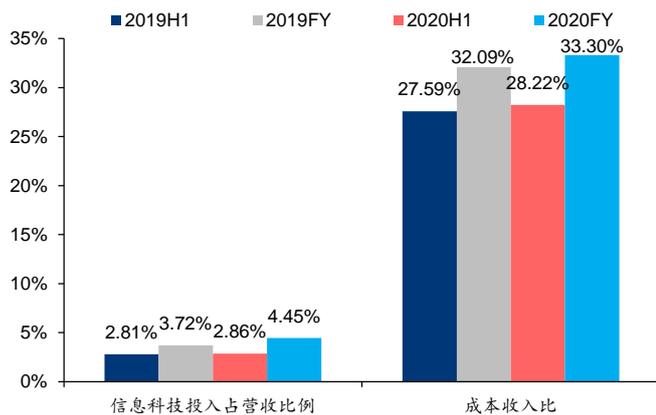


资料来源：公司财报，华泰研究

金融科技加大投入，持续赋能获客实力

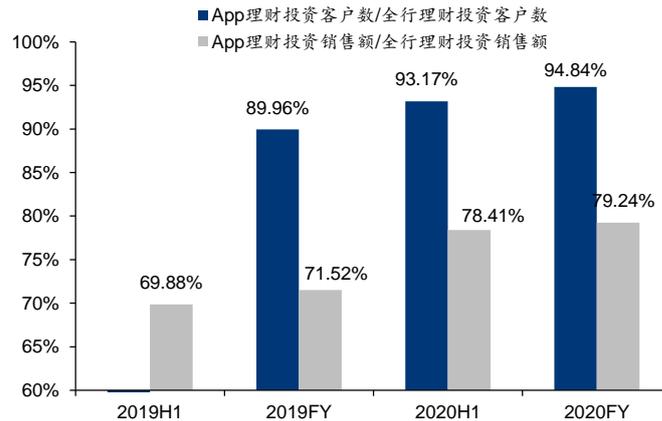
科技投入占比升至4.45%，数字化经营赋能获客实力。招行自2017年提出打造“金融科技银行”以来，科技投入力度不断加强，2020年行长致辞提出金融科技能力决定“能走多快”，预计未来领先同业的科技实力仍将持续赋能获客和盈利能力。2020年信息科技投入119亿元，同比+27.3%，占营业收入比重同比+0.7pct至4.45%。自公司以MAU为“北极星”指标以来，数字化经营驱动获客能力持续提升。2020年两大APP的MAU同比+4.9%至1.07亿户，较上半年（9891.5万户）明显恢复并重回1亿户以上关口。信用卡、理财等业务数字化获客占比继续提升，其中招行APP理财投资客户同比+35.6%，占全行理财投资客户数的94.8%（2020H1为93.2%）；招行APP理财投资销售额同比+28.25%，占全行理财投资销售额的79.2%（2020H1为78.4%），线上化经营渠道成为新的获客增长点。

图13: 2019H1-2020年信息科技投入占比及成本收入比



资料来源: 公司财报, 华泰研究

图14: 招商银行APP理财投资客户及理财投资销售额占比

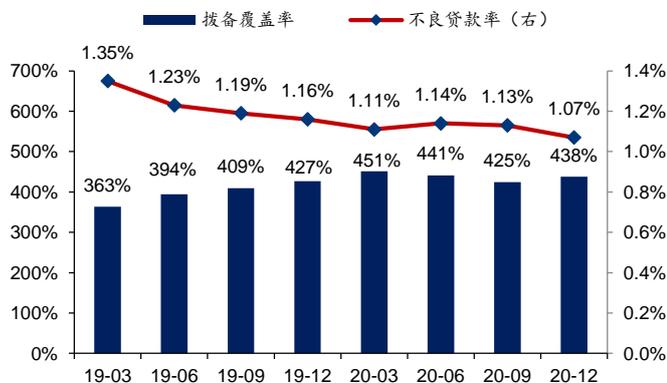


资料来源: 公司财报, 华泰研究

不良率显著下降, 资产质量全面向好

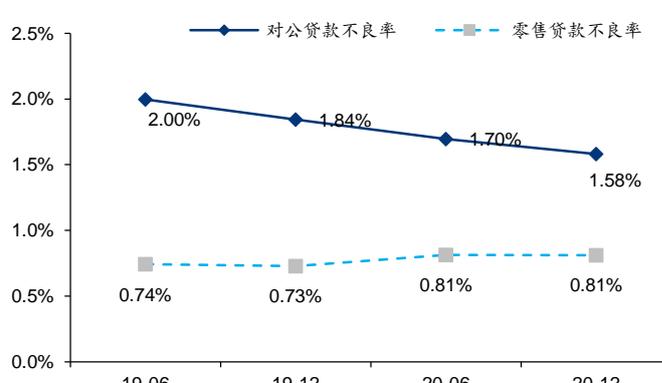
不良率显著下降, 不良生成放缓的同时保持较大处置力度。公司提出风险管理能力决定“能走多远”, 保持审慎经营策略, 优化资产结构, 并充分做实资产负债表。2020年末不良贷款率、拨备覆盖率分别为1.07%、438%, 较9月末-6bp、+13pct。母公司口径对公、零售不良贷款率率分别1.69%、0.82%, 较9月末-16bp、-1bp。Q4单季年化不良贷款生成率为1.18%, 较Q3明显下降25bp, 风险暴露压力释缓; 同时不良处置力度加大, 2020年不良核销/处置规模为437.3亿元, 同比+35.8%, 不良生成放缓+处置力度较大共同带动不良率显著下降。

图15: 2019Q1-2020年不良贷款率及拨备覆盖率



资料来源: 公司财报, 华泰研究

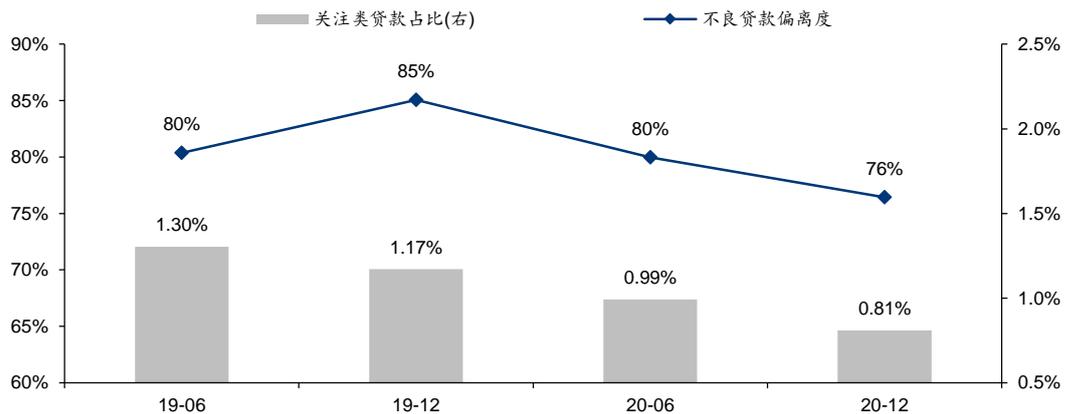
图16: 2019H1-2020年对公及个人贷款不良率



资料来源: 公司财报, 华泰研究

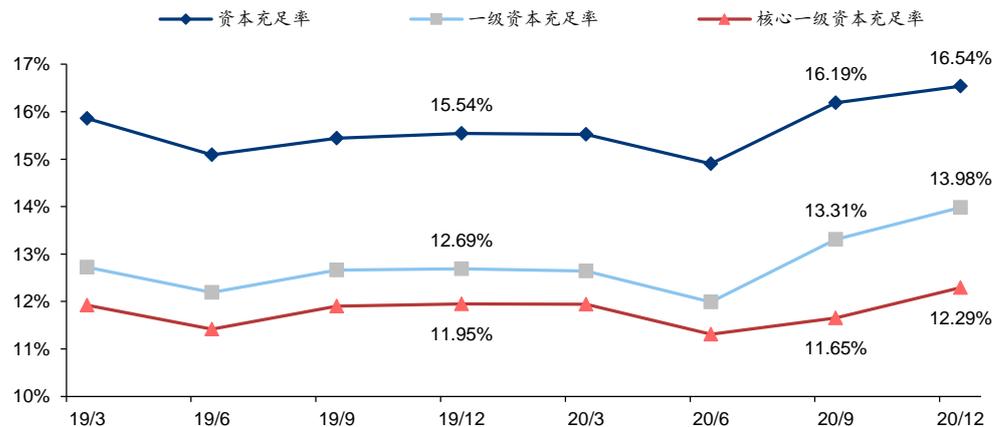
隐形风险指标显著改善, 资产质量充分做实。2020年末母公司口径关注贷款率较Q3末-6bp至0.79%, 其中零售贷款、对公贷款关注率分别较Q3末-7bp、-5bp至0.97%、0.65%。母公司口径逾期贷款率较Q3末-14bp至1.16%, 其中零售贷款、对公贷款逾期率分别较Q3末-15bp、-11bp至1.12%、1.43%。零售贷款中信用卡资产质量的改善情况尤为明显。逾期90天以上贷款/不良贷款为76%, 较6月末-4pct, 不良认定趋严。在资产质量充分做实的情况下, Q4计提信用减值损失124亿元, Q4单季年化信用成本为0.99%, 均与Q3基本持平, 但较2020年上半年有明显降低(Q1、Q2分别为1.77%、1.68%)。

加大理财回表拨备计提, 化解转型压力。2020年全年信用减值损失合计648.7亿元, 其中贷款和垫款信用减值损失468.8亿元, 同比-13.5%, 也侧面反映出信贷类资产的拨备计提已较为充分; 金融投资信用减值损失153.7亿元, 同比显著增长137.1%, 占信用减值损失比例达24%, 同比+12pct, 其中主要是对理财回表资产进行的拨备计提(2020年共完成理财资产回表126.3亿元, 计提拨备121.3亿元), 业务转型压力释缓。

图表17： 2019H1-2020 年不良贷款偏离度及关注类贷款占比


资料来源：公司财报，华泰研究

即使在利润增长放缓背景下，仍保持较强的资本内生增长能力。2020 年末权重法下风险加权资产/总资产为 66.85%；高级法下风险加权资产/总资产为 57.27%，较权重法低 9.58pct，资本节约效果明显。高级法下风险调整后的资本收益率（即 RAROC）为 24.33%，明显高于资本成本。2020 年末高级法下的资本充足率、核心一级资本充足率分别为 16.54%、12.29%，较 9 月末+0.35pct、+0.64pct（权重法下的核心一级资本充足率更是连续三年提升），在受疫情影响而利润增速放缓的背景下，仍能继续保持较强的资本内生增长能力。

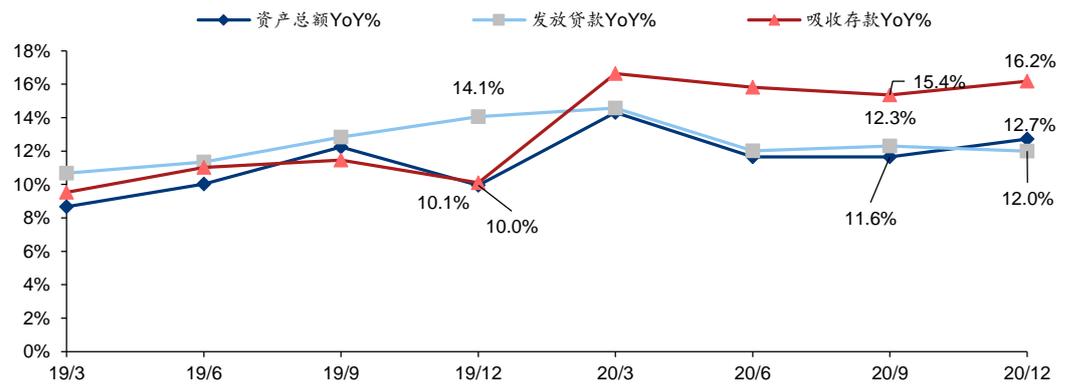
图表18： 2019Q1-2020 年三级资本充足率


资料来源：公司公告，华泰研究

零售贷款占比提升，存款量增且结构优

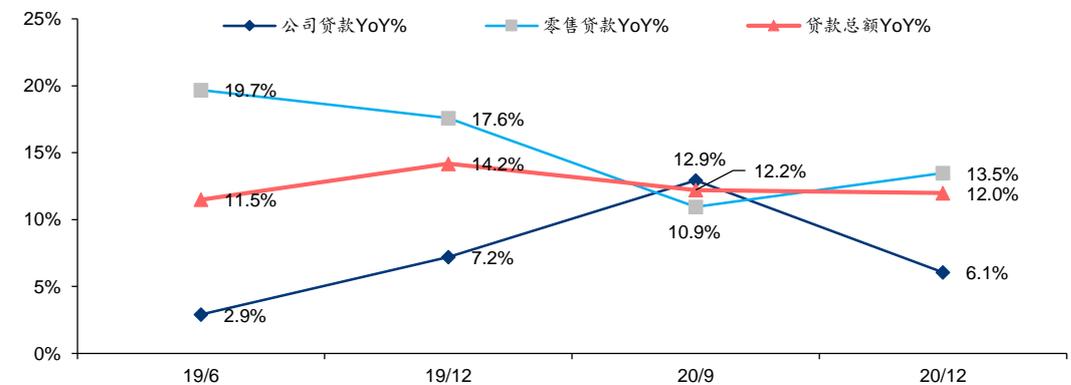
零售贷款占比提升，存款量增且结构优。2020 年末总资产、贷款、存款分别同比+12.7%、+12.0%、+16.2%，较 Q3 末+1.0pct、-0.2pct、+0.9pct。资产端，Q4 新增贷款中零售：对公约为 3: 7，对公投放 Q4 有所恢复，但全年零售贷款占比同比+0.16pct 至 55.8%。2020 年末房地产贷款、个人住房贷款占总贷款比例分别为 33.1%、25.4%，分别超出房地产集中度管理上限 5.6pct、5.4pct；未来公司计划从两方面调整资产结构：一是提升投资类、票据及同业资产等非信贷类资产占比，二是信贷投放更侧重小微、优质制造业、消费金融、新动能与新经济、供应链金融等领域。由于公司过渡期为 4 年，我们认为未来转型压力较为可控。负债端，全年存款增量 7772.4 亿元，创历史新高，且日均活期存款率较 Q3 末继续提升 0.3pct 至 60%，市场竞争加剧下负债端优势强化。

图表19: 2019Q1-2020年总资产、贷款总额、存款总额同比增速



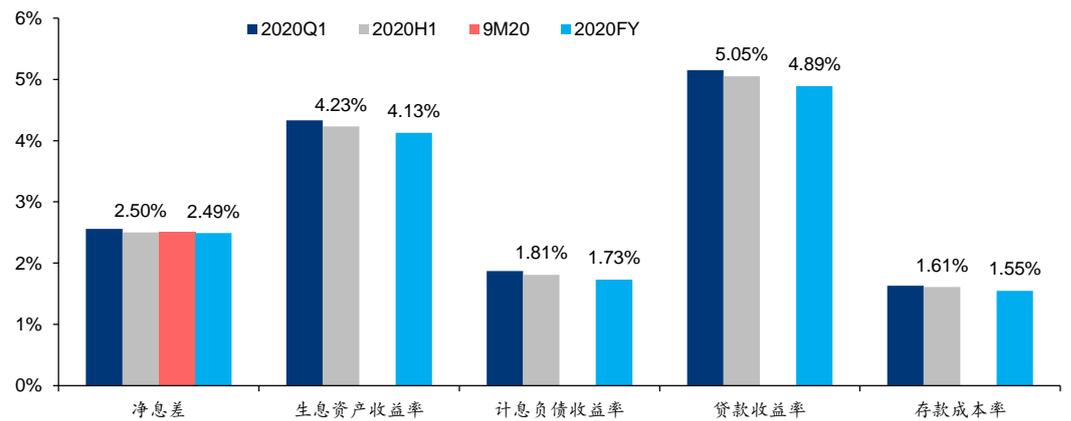
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表20: 2019H1-2020年各类贷款同比增速



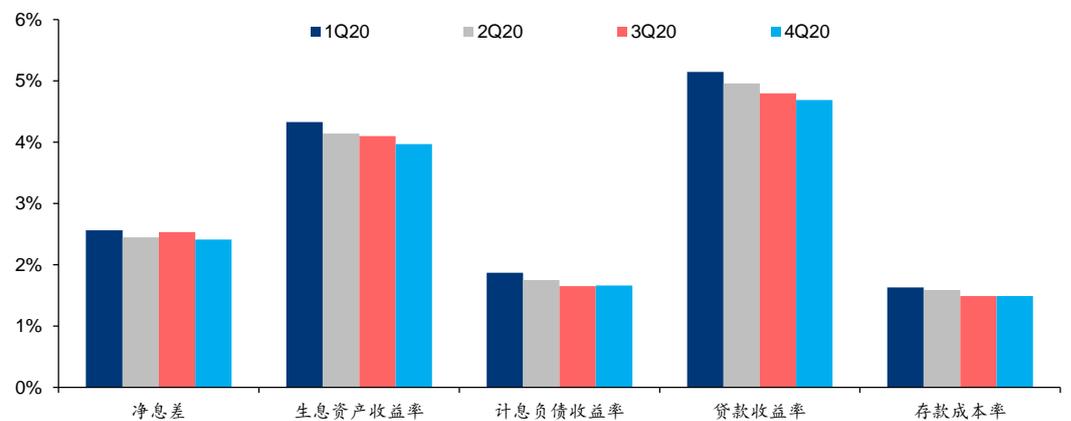
资料来源: 公司财报, 华泰研究

息差有所下行, 源于房贷 ABS 叙做量增加、信用卡降风险偏好驱动定价下行。Q4 单季净息差、净利差分别较 Q3 下降 12bp、14bp 至 2.41%、2.31%, 主要原因一是 Q4 增加了房贷资产证券化业务叙做量, 对利息收入形成一定拖累, 目前处于存续期的招银和家系列个人住房抵押贷款 ABS 规模共计 882 亿元, 还有 100 亿元和家 2021 年第一期正处于发行期, ABS 出表有利于减缓房地产贷款集中度转型压力, 预计未来出表规模仍将有所提升; 二是为应对受疫情影响而有所暴露的信用卡风险, 主动优化信用卡资产结构, 提升中低风险优质资产占比, 风险偏好降低带动定价有所下行。Q4 生息资产收益率较 Q3 下降 13bp 至 3.97%, 其中贷款收益率较 Q3 下降 11bp 至 4.69%; Q4 计息负债成本率较 Q3 微升 1bp 至 1.66%, 其中存款成本率较 Q3 持平于 1.49%。

图表21： 2020Q1-2020 年累计年化净息差、生息资产收益率、计息负债成本率


注：公司未披露 1-9 月累计净息差及拆分数据

资料来源：公司财报，华泰研究

图表22： 1Q20-4Q20 单季年化净息差、生息资产收益率、计息负债成本率


资料来源：公司财报，华泰研究

鉴于公司财富管理增长强劲，资产质量充分做实，我们上调公司 2021-2023 年预测 EPS 为 4.47、5.14、5.86 元（前次为 4.11、4.71、-元），2021 年 BVPS 预测值为 28.58 元，对应 PB 为 1.81 倍。近 5 年（截至 3.19）公司 PB(LF)均值为 1.50 倍，考虑到公司作为零售和财富管理引领者，突破动作引领行业，且金融科技有望驱动获客和盈利能力持续提升，龙头优势进一步强化，我们给予 2021 年目标 PB 2.05 倍，目标价由 45.40 元上调至 58.60 元。

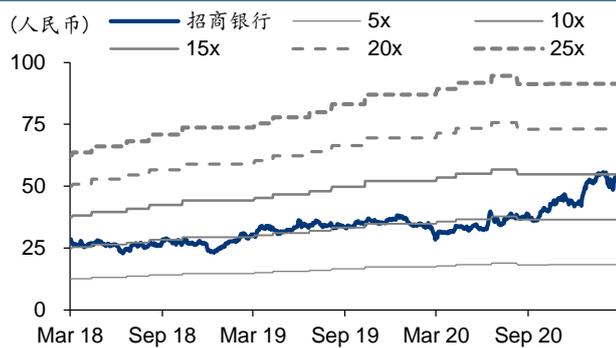
图表23： 可比 A 股上市银行 PB 估值（2021/3/19）

| 代码 | 简称 | 2021 年 PB 估值（倍） |
|-----------|------------|-----------------|
| 601166 CH | 兴业银行 | 0.82 |
| 600000 CH | 浦发银行 | 0.55 |
| 601998 CH | 中信银行 | 0.50 |
| 601818 CH | 光大银行 | 0.58 |
| 000001 CH | 平安银行 | 1.20 |
| 600015 CH | 华夏银行 | 0.41 |
| 600016 CH | 民生银行 | 0.42 |
| | 平均值 | 0.64 |

注：2021 年 PB 估值为 Wind 一致预期

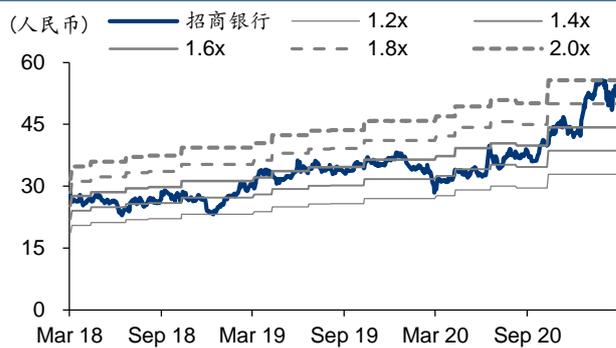
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表24: 招商银行 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表25: 招商银行 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

1. 经济下行持续时间超预期。我国经济依然稳中向好，但受外需和内需影响，企业融资需求情况值得关注。
2. 资产质量恶化超预期。上市银行的不良贷款率仍相对稳定，但资产质量可能因疫情等外部因素而出现波动。

盈利预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利息收入净额 | 173,090 | 185,031 | 203,534 | 225,923 | 247,386 |
| 手续费收入净额 | 71,493 | 79,486 | 88,229 | 97,494 | 107,730 |
| 总营业费用 | 91,497 | 102,814 | 114,268 | 121,226 | 127,257 |
| 拨备前利润 | 178,206 | 187,668 | 207,401 | 235,098 | 264,068 |
| 所得税费用 | 23,709 | 24,481 | 26,627 | 32,611 | 38,369 |
| 减值损失 | 61,159 | 65,025 | 67,261 | 72,045 | 76,901 |
| 净利润 | 92,867 | 97,342 | 112,799 | 129,621 | 147,861 |

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 总资产 | 7,417,240 | 8,361,448 | 9,103,642 | 9,993,991 | 11,062,193 |
| 贷款净额 | 4,277,300 | 4,804,361 | 5,336,631 | 5,915,450 | 6,566,150 |
| 投资 | 1,406,161 | 1,572,972 | 1,806,244 | 1,986,869 | 2,205,424 |
| 总负债 | 6,799,533 | 7,631,094 | 8,291,886 | 9,089,022 | 10,051,225 |
| 总存款 | 4,874,981 | 5,664,135 | 6,512,003 | 7,273,446 | 8,147,433 |
| 银行间负债 | 1,143,910 | 1,341,468 | 1,198,528 | 1,226,846 | 1,260,912 |
| 权益合计 | 617,707 | 730,354 | 811,756 | 904,969 | 1,010,967 |

估值指标

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE (倍) | 14.06 | 13.41 | 11.57 | 10.07 | 8.83 |
| PB (倍) | 2.26 | 2.04 | 1.81 | 1.60 | 1.42 |
| EPS (人民币) | 3.68 | 3.86 | 4.47 | 5.14 | 5.86 |
| BVPS (人民币) | 22.89 | 25.36 | 28.58 | 32.27 | 36.47 |
| 每股股利 (人民币) | 1.20 | 1.25 | 1.45 | 1.67 | 1.90 |
| 股息率 (%) | 2.32 | 2.42 | 2.81 | 3.22 | 3.68 |

资料来源:公司公告、华泰研究预测

业绩指标

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 贷款 | 14.06 | 12.32 | 11.08 | 10.85 | 11.00 |
| 存款 | 10.11 | 16.19 | 14.97 | 11.69 | 12.02 |
| 利息收入净额 | 7.92 | 6.90 | 10.00 | 11.00 | 9.50 |
| 手续费收入净额 | 7.54 | 11.18 | 11.00 | 10.50 | 10.50 |
| 营业费用 | 12.81 | 12.37 | 11.14 | 6.09 | 4.97 |
| 净利润 | 15.28 | 4.82 | 15.88 | 14.91 | 14.07 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| ROA | 1.30 | 1.23 | 1.28 | 1.35 | 1.40 |
| ROE | 16.13 | 14.58 | 14.76 | 15.22 | 15.55 |
| 生息资产收益率 | 4.52 | 4.30 | 4.20 | 4.16 | 4.12 |
| 计息负债成本率 | 1.90 | 1.75 | 1.66 | 1.58 | 1.57 |
| 成本收入比 | 33.93 | 35.39 | 35.50 | 34.00 | 32.50 |
| 营业收入结构 (%) | | | | | |
| 净利息收入/营业收入 | 64.18 | 63.70 | 63.23 | 63.36 | 63.18 |
| 净手续费收入/营业收入 | 26.51 | 27.36 | 27.41 | 27.34 | 27.51 |
| 成本收入比 | 33.93 | 35.39 | 35.50 | 34.00 | 32.50 |
| 减值损失/营业收入 | 22.68 | 22.39 | 20.90 | 20.21 | 19.64 |
| 资产质量 (人民币百万) | | | | | |
| 贷款减值准备 | 223,097 | 234,664 | 250,598 | 274,246 | 309,009 |
| 不良贷款 | 49,617 | 51,407 | 54,967 | 59,155 | 64,348 |
| 不良贷款率 (%) | 1.16 | 1.07 | 1.03 | 1.00 | 0.98 |
| 不良贷款拨备覆盖率 (%) | 428.28 | 436.08 | 455.90 | 463.61 | 480.21 |
| 贷款拨备率 (%) | 5.22 | 4.88 | 4.70 | 4.64 | 4.71 |
| 信用成本 (%) | 1.63 | 1.52 | 1.40 | 1.35 | 1.30 |
| 资本 (人民币百万) | | | | | |
| 核心一级资本净额 | 550,339 | 610,092 | 720,894 | 813,897 | 919,678 |
| 一级资本净额 | 584,436 | 694,184 | 804,948 | 897,951 | 1,003,732 |
| 资本净额 | 715,925 | 821,290 | 919,848 | 1,009,408 | 1,121,142 |
| RWA | 4,606,786 | 4,964,542 | 5,405,214 | 5,933,851 | 6,568,087 |
| 核心一级资本充足率 (%) | 11.95 | 12.29 | 13.34 | 13.72 | 14.00 |
| 一级资本充足率 (%) | 12.69 | 13.98 | 14.89 | 15.13 | 15.28 |
| 资本充足率 (%) | 15.54 | 16.54 | 17.45 | 17.69 | 17.84 |

免责声明

分析师声明

本人, 沈娟、蒋昭鹏, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：招商银行（600036 CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招商银行（600036 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司