

## 招商银行 (600036)

### 负债端优势稳固，盈利能力保持优异

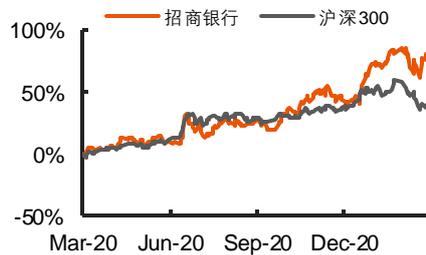
#### 强烈推荐 (维持)

现价: 51.76 元

##### 主要数据

行业	银行与金融科技
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.04%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通 A 股(百万股)	20,629
流通 B/H 股(百万股)	4,591
总市值 (亿元)	13,011.58
流通 A 股市值(亿元)	10,677.54
每股净资产(元)	25.36
资产负债率(%)	91.3

##### 行情走势图



##### 相关研究报告

- 《招商银行\*600036\*盈利稳健增长，资产质量保持优异》 2021-01-15
- 《招商银行\*600036\*中收增长靓丽，不良确认力度加大夯实资产质量》 2020-11-03

##### 证券分析师

**袁喆奇** 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
yuanzheqi052@pingan.com.cn

##### 研究助理

**武凯祥** 一般从业资格编号  
S1060120090065  
wukaixiang261@pingan.com.cn

#### 投资要点

##### 事项:

2021年3月19日，招商银行发布20年年报，2020年实现归母净利润973亿，同比增长4.8%，实现营收2,905亿，同比增长7.7%，ROE 15.73%，较去年下滑1.1pct。年末总资产8.4万亿 (YoY+12.7%)，其中贷款较年初增加12.0%，存款较年初增长16.2%。

##### 平安观点:

#### ■ 盈利重回正增长，营收增速稳中有升

招商银行 20 年盈利增速同比增长 4.8%，盈利重回正增长（前 3 季度盈利增速为-0.8%），符合市场预期，对应 Q4 单季盈利增速 32.7%。我们认为单季盈利增速的大幅提升，主要归因于营收增长的提速和拨备计提力度的边际减弱。1) 公司全年营收增速 7.7%（前 3 季度为 6.6%），从结构上来看，净利息收入、中收收入均对 Q4 营收增速的提升做出正面贡献，20 年增速分别为 6.9%、11.2%（前 3 季度分别为 5.6%、10.7%）。2) 公司 4 季度拨备计提力度边际减弱，全年拨备计提同比增长 6.3%（前 3 季度为+16.9%），20 年全年信用成本 1.03%（上半年为 1.66%）。

#### ■ 资产端拖累息差环比下行，负债端存款基础雄厚

公司 20 年净息差 2.49% (YoY-10BP)，其中 4 季度净息差 2.41%，环比下降 12BP，净息差仍未走出下行通道，我们认为主要受资产端收益率下行的拖累，4 季度生息资产年化收益率 3.97%，环比下行 13BP，其中贷款年化收益率 4.69%，环比下行 11BP，与行业积极落实国家减费让利政策、降低新投放贷款利率的整体趋势相符。负债端成本相对平稳，计息负债成本率环比提高 1BP 至 1.66%，主要系资金利率上行的影响，Q4 同业负债利率环比上升 10BP 至 1.66%，而存款成本率维持稳定（1.49%，与 Q3 环比持平）。展望 21 年，我们认为应关注经济的逐步修复对于银行资产端定价弹性的提升，预计息差有望步入企稳回升的通道中。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	267,002	286,891	313,774	342,048	372,835
YoY (%)	8.2	7.4	9.4	9.0	9.0
归母净利润(百万元)	92,867	97,342	107,117	118,230	131,498
YoY(%)	15.3	4.8	10.0	10.4	11.2
ROE(%)	17.1	16.0	15.9	15.8	15.8
EPS(元/股)	3.68	3.86	4.25	4.69	5.21
P/E(倍)	14.06	13.41	12.19	11.04	9.93
P/B(倍)	2.26	2.04	1.85	1.65	1.49

招行年末总资产较年初增长 12.7%，增速较前 3 季度进一步提升（前 3 季度 YoY+11.6%），其中同业资产扩张显著加速，4 季度环比增长 17.1%，是支撑 Q4 公司净利息收入增速提升的主要原因；贷款增速 12.0%，保持平稳。从贷款结构来看，投放延续了 3 季度向零售业务倾斜的趋势，Q4 母公司口径零售贷款余额环比增速 2.6%，高于同期对公贷款余额增速（-1.8%）。负债端存款增长强劲，20 年存款同比增长 16.2%，较 3 季度末增速进一步提升（15.4%），全年存款增量超过 7800 亿，存款的高速增长体现了公司负债端领先的揽储能力。同时，存款的结构持续优化，活期存款占比达到 65.9%，较 20 年中提升 3.9pct。

#### ■ 资产质量保持优异，拨备夯实领先同业

公司 20 年末不良率 1.07%，环比下降 6BP，我们认为不良率的下行一方面与核销力度加大有关，全年核销规模 4.4 万亿（YoY+35.8%），其中下半年核销规模 2.3 万亿，较上半年增长 13.4%；另一方面，公司不良生成率下降显著，测算 Q4 单季年化不良生成率 1.17%，环比下降 23BP，所以我们认为公司整体的资产质量压力处在逐步缓解的过程中。而前瞻性指标同样能够印证我们的判断，关注率和逾期率实现双降，分别较 6 月末环比下降 17/23BP 至 0.81%、1.12%，逾期 90 天/不良比例环比 6 月末降低 4.1pct 至 75.7%，预计未来新增压力有限。整体来看，我们认为招行的资产质量依然处于行业领先水平。20 年末拨备覆盖率 438%，同、环比分别提升 10.9/12.9pct，拨贷比 4.67%，同、环比分别下降 30/12BP，拨贷比的下降主要系不良处置力度的加大，目前整体拨备水平充足，安全边际不断提升。

#### ■ 财富管理表现靓丽，中高端客群优势稳固

招行 20 年中收中增长最快的板块为财富管理，全年相关手续费收入同比增长 35.7%。具体来看，代理基金、理财增长迅猛，20 年实现代理基金收入 94.3 亿（YoY+99.5%），我们认为高增长主要受益于资本市场活跃、客户权益类资产配置需求提升。20 年实现理财收入 57.0 亿（YoY+57.9%），我们认为主要受益于净值转型稳步推进、理财业务规模大幅提升，年末理财产品余额 2.45 万亿（YoY+11.9%）。从 AUM 来看，公司中高端客群占比继续提升，截至 20 年末，公司零售 AUM 达到 8.9 万亿（YoY+19.3%，全年增量超 1.4 万亿，创历史新高），其中私行 AUM 达到 2.8 万亿（YoY+24.4%），占比较年初提高 1.3pct 至 31.0%。公司财富管理业务的快速增长，体现了招行在国内财富管理市场的龙头地位稳固。

#### ■ 数字化转型成效凸显，获客实力不断增强

公司加快零售金融数字化转型，持续探索和构建数字化获客模型，继续以“MAU”为北极星指标开展数字化经营体系建设，2020 年招行 APP 和掌上生活 APP 两大 APP 的 MAU 达到 1.07 亿户，同比增长 4.9%，成为公司客户经营的主要平台。受益于线上平台建设，公司线上获客能力提升显著，以理财为例，其中 APP 理财用户数达到 1033 万户（YoY+35.6%），在全行理财投资客户的占比提升 4.9pct 至 94.8%；APP 理财投资销售规模 10.1 万亿（YoY+28.2%），在全行理财投资销售规模的占比提升 7.7pct 至 79.2%。

#### ■ 投资建议：盈利能力保持优异，看好龙头溢价持续

招行在 20 年疫情影响下依然能够实现营收和利润的稳定增长，我们认为招行在零售业务上的竞争优势依旧稳固，近几年随着轻型化战略不断推进，公司的盈利能力始终保持行业前列，这也是支撑招行过去几年长期获得估值溢价的主要原因。同时，考虑到 21 年资金面偏紧、流动性环境边际收敛，银行核心负债能力的重要性提升，公司负债端受益于零售战略带来的揽储能力优势有望进一步凸显。根据 20 年年报数据，结合 21 年宏观经济修复的延续、流动性相对收敛的判断，我们小幅下调公司盈利预测，预计公司 2021、2022 年 EPS 分别为 4.25/4.69 元/股（原预测值为 4.34/4.84 元/股），对应盈利增速分别为 10.0%、10.4%（原预测值为 12.3%/11.7%）。目前招行对应 21/22 年 PB 分别为 1.85x/1.65x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，看好招行长期零售战略的投资价值，维持“强烈推荐”评级。

#### ■ 风险提示

1) 宏观经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升；2) 利率下行导致行业息差收窄超预期；3) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。

图表1 招商银行2020年财务报表核心指标

百万元		2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
利润表 (累计)	营业收入	68,739	138,301	207,730	269,703	76,603	148,353	221,430	290,482
	YoY	12.1%	9.6%	10.4%	8.5%	11.4%	7.3%	6.6%	7.7%
	利息净收入	43,369	87,407	131,224	173,090	45,756	90,873	138,535	185,031
	YoY	14.3%	13.5%	11.2%	7.9%	5.5%	4.0%	5.6%	6.9%
	中收收入	19,158	38,971	57,159	71,493	22,061	42,269	63,277	79,486
	YoY	1.3%	4.0%	7.9%	7.5%	15.2%	8.5%	10.7%	11.2%
	财富管理手续费收入	5,918	12,545	18,802	23,972	9,973	18,320	27,260	31,988
	YoY	-28.7%	-20.4%	-14.2%	-4.7%	68.5%	46.0%	124.7%	35.7%
	代理基金收入	1,111	2,345	3,693	4,730	2,582	4,808	8,299	9,434
	YoY	-55.7%	-47.9%	-35.9%	-29.1%	132.4%	105.0%	124.7%	99.5%
	信用减值损失	16,810	33,064	44,936	61,159	20,354	40,443	52,521	65,025
	YoY	13.9%	5.2%	0.3%	0.5%	21.1%	22.3%	16.9%	6.3%
拨备前利润	49,877	97,937	143,611	178,291	55,257	103,281	150,426	187,465	
YoY	13.2%	8.4%	7.7%	6.5%	10.8%	5.5%	4.7%	5.1%	
归母净利润	25,240	50,612	77,239	92,867	27,795	49,788	76,603	97,342	
YoY	11.3%	13.1%	14.6%	15.3%	10.1%	-1.6%	-0.8%	4.8%	
利润表 (单季)	营业收入	68,739	69,562	69,429	61,973	76,603	71,750	73,077	69,052
	YoY	12.1%	7.3%	11.8%	2.7%	11.4%	3.1%	5.3%	11.4%
	归母净利润	25,240	25,372	26,627	15,628	27,795	21,993	26,815	20,739
YoY	11.3%	14.9%	17.7%	18.6%	10.1%	-13.3%	0.7%	32.7%	
资产负债表	总资产	6,794,347	7,193,181	7,305,925	7,417,240	7,766,114	8,031,826	8,156,700	8,361,448
	YoY	8.7%	10.0%	12.2%	10.0%	14.3%	11.7%	11.6%	12.7%
	贷款总额	4,125,847	4,323,530	4,462,259	4,490,650	4,732,658	4,851,715	5,006,202	5,029,128
	YoY	11.0%	11.5%	12.9%	14.2%	14.7%	12.2%	12.2%	12.0%
	公司贷款		1,833,884		1,901,994		2,070,978		2,017,232
	占比		42%		42%		43%		40%
	零售贷款		2,239,057		2,362,616		2,484,152		2,681,160
	占比		52%		52.61%		51.2%		53.31%
	票据贴现		250,589		226,040		296,585		330,736
	占比		6%		5.0%		6.1%		6.6%
存款总额	4,427,197	4,699,738	4,763,788	4,844,422	5,164,118	5,440,050	5,495,129	5,628,336	
YoY	8.9%	10.4%	10.8%	10.1%	16.6%	15.8%	15.4%	16.2%	
活期存款		2,774,336		2,863,289		3,370,307		3,706,654	
占比		59%		59%		62%		65.9%	
定期存款		1,925,402		1,981,133		2,069,743		1,921,682	
占比		41%		41%		38%		34%	
财务比率	净息差	2.72	2.70	2.65	2.59	2.56	2.50	2.51	2.49
	贷款收益率		5.31		5.17		5.05		4.89
	公司贷款收益率		4.40		4.34		4.14		3.98
	零售贷款收益率		6.28		6.07		6.10		5.89
	存款成本率		1.53		1.58		1.61		1.55
	净利差	2.59	2.58	2.54	2.48	2.46	2.42	2.43	2.40
	成本收入比	25.90	27.59	29.18	32.09	25.57	28.22	29.95	33.30
ROE (年化)	19.45	19.47	19.19	16.84	18.76	16.94	17.00	15.73	
资产质量指标 (%)	不良率	1.35	1.23	1.19	1.16	1.11	1.14	1.13	1.07
	关注率		1.30		1.17		0.99		0.81
	逾期90天以上占比		0.99		0.99		0.91		0.81
	拨备覆盖率	363.17	394.12	409.41	426.78	451.27	440.81	424.76	437.68
拨贷比	4.9	4.85	4.89	4.97	5.01	5.03	4.79	4.67	
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	11.92	11.42	11.90	11.95	11.94	11.31	11.65	12.29
	一级资本充足率	12.72	12.19	12.66	12.69	12.64	11.99	13.31	13.98
	资本充足率	15.86	15.09	15.44	15.54	15.52	14.90	16.19	16.54
业务指标 (亿元)	MAU (月活)		8,511		10,200		9,892		10,700
	YoY		58.1%		25.9%		16.2%		4.9%
	零售客户数 (万户)		13,400		14,400		14,600		15,800
	YoY		15.2%		14.8%		12.7%		9.7%
	财富管理客户数 (万户)		256		265		292		310
	YoY		11.5%		12.1%		14.0%		17.2%
	私人银行客户数 (户)		78,245		81,674		86,188		91,034
	YoY		9.0%		12.0%		16.3%		22.4%
	零售AUM		72,558		74,940		78,842		82,632
	YoY		9.4%		10.2%		13.9%		19.3%
财富管理AUM		58,884		60,852		64,066		67,550	
YoY		8.6%		10.5%		14.7%		20.7%	
私人银行AUM		21,610		22,311		23,441		24,974	
YoY		6.2%		9.4%		15.6%		24.4%	
理财产品余额		20,261		21,900		23,800		24,500	
YoY		12.6%		11.7%		17.5%		11.9%	
非货币基金销售额				2,198		2,567		6,107	
YoY				33.9%		207.0%		177.9%	

资料来源: wind, 公司公告, 平安证券研究所

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
贷款总额	5,039,023	5,744,486	6,491,270	7,335,135
证券投资	2,068,695	2,172,130	2,280,736	2,394,773
应收金融机构的款项	616,516	616,516	616,516	616,516
生息资产总额	8,028,018	8,885,100	9,789,324	10,807,981
<b>资产合计</b>	<b>8,361,448</b>	<b>9,254,128</b>	<b>10,195,907</b>	<b>11,256,872</b>
客户存款	5,664,135	6,513,755	7,360,543	8,317,414
计息负债总额	7,351,744	8,450,348	9,586,998	10,881,560
<b>负债合计</b>	<b>7,631,094</b>	<b>8,458,287</b>	<b>9,313,011</b>	<b>10,290,835</b>
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
<b>归母股东权益</b>	<b>723,750</b>	<b>788,645</b>	<b>874,913</b>	<b>957,302</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>730,354</b>	<b>795,841</b>	<b>882,896</b>	<b>966,037</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>8,361,448</b>	<b>9,254,128</b>	<b>10,195,907</b>	<b>11,256,872</b>

## 资产质量

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
NPL ratio	1.07%	1.05%	1.04%	1.04%
NPLs	53,615	60,317	67,509	76,285
拨备覆盖率	438%	443%	443%	431%
拨贷比	4.67%	4.65%	4.60%	4.49%
一般准备/风险加权资产	4.11%	4.23%	4.29%	4.28%
不良贷款生成率	1.15%	0.80%	0.80%	0.80%
不良贷款核销率	-1.12%	-0.68%	-0.68%	-0.67%

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利息收入	185,031	205,555	226,961	250,331
净手续费及佣金收入	79,486	85,845	92,712	100,129
营业收入	286,891	313,774	342,048	372,835
营业税金及附加	-2,478	-3,138	-3,420	-3,728
拨备前利润	187,465	203,750	222,128	242,140
计提拨备	-64,871	-69,014	-73,415	-76,737
税前利润	122,440	134,736	148,714	165,403
<b>净利润</b>	<b>97,959</b>	<b>107,796</b>	<b>118,979</b>	<b>132,332</b>
<b>归母净利润</b>	<b>97,342</b>	<b>107,117</b>	<b>118,230</b>	<b>131,498</b>

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	12.0%	14.0%	13.0%	13.0%
生息资产增长率	11.6%	10.7%	10.2%	10.4%
总资产增长率	12.7%	10.7%	10.2%	10.4%
存款增长率	16.2%	15.0%	13.0%	13.0%
付息负债增长率	11.4%	14.9%	13.5%	13.5%
净利息收入增长率	6.9%	11.1%	10.4%	10.3%
手续费及佣金净收入增长	11.2%	8.0%	8.0%	8.0%
营业收入增长率	7.4%	9.4%	9.0%	9.0%
拨备前利润增长率	5.2%	8.7%	9.0%	9.0%
税前利润增长率	4.5%	10.0%	10.4%	11.2%
净利润增长率	4.8%	10.0%	10.4%	11.2%
非息收入占比	27.7%	27.4%	27.1%	26.9%
成本收入比	34.1%	34.0%	34.0%	34.0%
信贷成本	1.36%	1.28%	1.20%	1.11%
所得税率	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>盈利能力</b>				
NIM	2.49%	2.49%	2.49%	2.49%
拨备前 ROAA	2.38%	2.31%	2.28%	2.26%
拨备前 ROAE	28.1%	26.9%	26.7%	26.4%
ROAA	1.23%	1.22%	1.22%	1.23%
ROAE	16.0%	15.9%	15.8%	15.8%
<b>流动性</b>				
分红率	32.46%	32.46%	32.46%	32.46%
贷存比	88.96%	88.19%	88.19%	88.19%
贷款/总资产	60.26%	62.07%	63.67%	65.16%
债券投资/总资产	24.74%	23.47%	22.37%	21.27%
银行同业/总资产	7.37%	6.66%	6.05%	5.48%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	12.29%	10.80%	10.95%	11.07%
资本充足率	13.79%	13.60%	13.49%	13.38%
加权风险资产(¥,mn)	5,710,54	6,320,21	6,963,40	7,688,00
RWA/总资产	68.3%	68.3%	68.3%	68.3%

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033