

证券研究报告—动态报告

金融

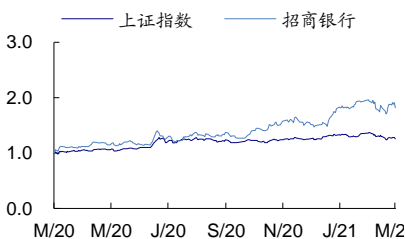
银行

招商银行(600036)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	25,220/25,220
总市值/流通(百万元)	1,305,379/1,067,754
上证综指/深圳成指	3,405/13,606
12个月最高/最低(元)	57.60/28.71

相关研究报告:

《招商银行-600036-2020 三季报点评: 净息差上行, 资产质量指标向好》——2020-10-31
 《招商银行-600036-2020 年半年报点评: AUM 高增, 加大不良确认和处置》——2020-08-30
 《招商银行-600036-2020 年一季报点评: 业绩靓丽, 零售 AUM 增长较好》——2020-04-30
 《招商银行-600036-2019 年报点评: App 月活快速增长, 盈利能力持续提升》——2020-03-21
 《招商银行-600036-深度报告: 金融科技护城河》——2020-03-17

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
资产质量优异, 业绩大幅改善
● 公司披露 2020 年年报

2020 年全年营收同比增 7.71%, 归母净利润增 4.82%, 其中第四季度单季度营收同比增 11.4%, 归母净利润增 32.7%, 业绩大幅改善。

● 不良双降, 信用成本下行

2020 年末, 不良余额环比 9 月末下降 28.5 亿元, 不良率 1.07%, 环比 9 月末下降 6bps。下半年公司继续加大不良确认和处置力度, 期末关注率 0.81%, 90 天以上逾期贷款率为 0.81%, 较半年末分别下降了 18bps 和 10bps。公司 4 季度继续降低拨备计提力度, 全年信用成本为 1.35%, 环比前三季度下降 12bps, 同比下降 8bps。期末拨备覆盖率 437.68%, 较 9 月末上升 12.9 个百分点。同时, 2020 年公司通过对理财回表资产大幅计提减值损失, 表内外信用风险均大幅下降。

● 四季度净息差收窄; 存款和 AUM 高增

2020 年净息差为 2.49%, 环比前三季度下行 2bps, 同比收窄 10bps。其中第四季度净息差为 2.41%, 环比下降 12bps。四季度净息差收窄一是增加了房贷 ABS 出表; 二是提升中低风险信用卡资产占比。但受益于资产扩张, 2020 年公司净利息收入增 6.9%。同时, 手续费收入也实现较好增长, 主要是托管业务和代理业务手续费高增。

2020 年贷款扩张 12.0%, 存款扩张 16.2%, 存款增速创 2015 年以来高位。期末存款占负债总额比重提升至 74.2%, 活期存款占存款总额比重提升至 63.9%。期末零售客户 AUM 达到 8.94 万亿元, 较年初增长 1.45 万亿元, 其中金葵花客户 AUM 比重提升至 82.2%。

● 投资建议

公司此前已披露业绩快报, 符合预期。由于经济复苏态势较好, 政策回归常态化, 我们上调 2021~2023 年净利润为 1075 亿元/1222 亿元/1361 亿元, 同比增长 9.8%/13.6%/11.4%。当前股价对应的动态 PE 为 12.4x/10.9x/9.8x, PB 为 1.8x/1.6x/1.5x, 维持“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济形势复苏低于预期可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	269,703	290,482	320,371	348,450	372,367
(+/-%)	8.5%	7.7%	10.3%	8.8%	6.9%
净利润(百万元)	93,423	97,959	107,537	122,156	136,077
(+/-%)	15.6%	4.9%	9.8%	13.6%	11.4%
摊薄每股收益(元)	3.62	3.80	4.18	4.75	5.31
总资产收益率(ROA)	1.32%	1.23%	1.24%	1.31%	1.37%
净资产收益率(ROE)	16.7%	14.6%	14.0%	14.4%	14.5%
市盈率(PE)	14.3	13.6	12.4	10.9	9.8
P/PPoP	7.3	7.0	6.1	5.6	5.2
市净率(PB)	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5

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

表 1: 估值表

收盘日:		收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/3/19		(元)	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601398.SH	工商银行	5.36	13.0%	12.3%	11.9%	4.9%	2.6%	6.2%	0.77	0.71	0.65	6.2	6.0	5.7
601939.SH	建设银行	7.21	13.2%	12.3%	12.0%	4.7%	2.8%	5.9%	0.86	0.79	0.72	6.9	6.7	6.3
601288.SH	农业银行	3.34	12.4%	11.7%	11.5%	4.6%	3.2%	6.5%	0.67	0.62	0.57	5.6	5.5	5.1
601988.SH	中国银行	3.25	11.4%	10.9%	10.5%	4.1%	2.5%	4.0%	0.58	0.54	0.50	5.3	5.2	5.0
601328.SH	交通银行	4.63	11.2%	10.4%	9.7%	5.0%	0.0%	0.2%	0.50	0.46	0.43	4.6	4.6	4.6
601658.SH	邮储银行	5.84	12.0%	11.2%	11.6%	16.5%	5.9%	9.7%	1.02	0.95	0.87	9.3	8.7	7.9
600036.SH	招商银行	51.76	15.7%	15.5%	15.8%	4.8%	9.8%	13.7%	2.04	1.83	1.63	13.6	12.4	10.9
601166.SH	兴业银行	23.22	12.7%	11.8%	11.7%	8.7%	1.2%	8.2%	0.99	0.91	0.83	8.2	8.1	7.4
600016.SH	民生银行	5.13	12.3%	11.1%	10.5%	6.9%	-3.2%	2.6%	0.50	0.46	0.43	4.2	4.4	4.2
600000.SH	浦发银行	10.65	12.2%	11.1%	10.9%	5.4%	-1.0%	6.2%	0.63	0.59	0.54	5.5	5.5	5.2
601998.SH	中信银行	5.29	10.9%	10.3%	9.8%	7.9%	2.0%	2.3%	0.59	0.54	0.50	5.5	5.4	5.3
000001.SZ	平安银行	20.47	11.2%	9.6%	9.6%	13.6%	2.6%	7.5%	1.45	1.35	1.24	14.5	14.6	13.5
601818.SH	光大银行	4.08	11.9%	11.1%	11.2%	11.0%	1.3%	9.3%	0.69	0.64	0.59	6.1	6.1	5.5
600015.SH	华夏银行	6.50	10.6%	9.6%	8.8%	5.0%	-2.9%	0.3%	0.48	0.45	0.42	4.7	4.9	4.9
601169.SH	北京银行	4.81	10.4%	9.7%	9.5%	7.2%	0.2%	3.3%	0.54	0.50	0.47	5.3	5.3	5.1
002142.SZ	宁波银行	39.06	17.8%	15.3%	15.6%	22.6%	9.7%	18.5%	2.74	2.22	1.96	17.4	15.8	13.3
600919.SH	江苏银行	6.37	11.0%	10.4%	10.3%	11.9%	3.1%	7.2%	0.86	0.77	0.71	8.1	7.8	7.1
600926.SH	杭州银行	16.95	12.7%	11.6%	12.0%	22.0%	8.2%	17.1%	1.91	1.56	1.43	15.8	14.6	12.4
601838.SH	成都银行	11.65	16.7%	16.0%	15.6%	19.4%	8.5%	10.1%	1.18	1.05	0.93	7.6	7.0	6.3
603323.SH	苏农银行	4.85	6.3%	8.1%	8.4%	13.8%	4.7%	10.0%	0.77	0.73	0.68	12.9	9.1	8.3
002839.SZ	张家港行	5.71	8.7%	8.6%	8.9%	14.3%	4.9%	10.5%	1.01	0.94	0.87	11.7	11.1	10.0
601128.SH	常熟银行	7.90	13.2%	10.3%	10.7%	20.1%	1.0%	12.1%	1.28	1.19	1.10	10.9	12.0	10.7
平均			12.1%	11.3%	11.2%	10.9%	3.1%	7.9%	1.01	0.91	0.83	8.8	8.3	7.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	13.6	12.4	10.9	9.8	净利息收入	185,031	207,239	227,980	243,939
P/B	2.0	1.8	1.6	1.5	利息收入	307,425	340,555	370,148	394,690
P/PPoP	7.0	6.1	5.6	5.2	利息支出	122,394	133,316	142,168	150,751
市值/总资产(A股)	15.6%	14.5%	13.6%	12.7%	资产准备支出	65,025	79,127	79,793	78,562
股息收益率(税后)	2.4%	2.7%	3.0%	3.4%	拨备后净利息收入	120,006	128,112	148,187	165,378
					手续费净收入	79,486	87,166	94,506	102,462
					其他经营净收益	25,965	25,965	25,965	25,965
					营业净收入	290,482	320,371	348,450	372,367
					营业费用	102,814	106,629	115,770	123,518
					营业外净收入	-203	-203	-203	-203
					拨备前利润	187,668	213,741	232,680	248,848
					总利润	122,440	134,411	152,684	170,084
					所得税	24,481	26,875	30,528	34,007
					少数股东利润	617	617	617	617
					净利润	97,959	107,537	122,156	136,077
每股指标 (元)					资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	3.80	4.18	4.75	5.31	现金及存放同业	554,864	550,794	728,466	744,280
BVPS	25.36	28.29	31.67	35.41	央行准备金	538,446	685,360	740,189	799,404
PPoPPS	7.44	8.48	9.23	9.87	拆放金融企业	61,652	61,199	80,941	82,698
DPS	1.25	1.38	1.56	1.74	贷款	4,804,361	5,281,055	5,653,073	6,056,917
					贷款拨备	-224,767	-250,985	-266,211	-276,716
					债券投资	2,068,695	2,077,392	2,031,522	2,167,084
					固定资产	68,153	73,605	76,549	78,080
					递延税款净额	65,151	65,151	65,151	65,151
					其他资产	200,126	220,748	241,826	265,887
					盈利资产	8,028,018	8,655,802	9,234,190	9,850,384
					总资产	8,361,448	9,015,306	9,617,716	10,259,503
					金融企业存放	1,341,468	1,299,366	1,268,736	1,224,889
					存款	5,664,135	6,230,549	6,728,992	7,267,312
					应付款项	279,350	300,588	319,521	339,560
					发行债券	346,141	380,755	411,216	444,113
					付息负债	7,351,744	7,910,670	8,408,944	8,936,313
					总负债	7,631,094	8,211,258	8,728,465	9,275,873
					实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220
					公积金	67,523	67,523	67,523	67,523
					一般准备	98,082	106,793	116,696	127,732
					未分配利润	370,265	425,508	489,738	560,740
					少数股东权益	6,604	6,604	6,604	6,604
					所有者权益	730,354	804,048	889,251	983,630
盈利驱动					贷款结构				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
存款增长	16.2%	10.0%	8.0%	8.0%	企业贷款	40%			
贷款增长	12.0%	10.0%	7.0%	7.0%	票据贴现	7%			
存贷比	89%	89%	88%	87%	个人贷款	53%			
盈利资产增长	11.9%	7.8%	6.7%	6.7%					
贷款收益率	4.90%	4.92%	5.00%	5.00%					
债券收益率	2.63%	2.80%	2.80%	2.80%					
资产生息率	4.01%	4.08%	4.14%	4.14%					
存款成本率	1.56%	1.55%	1.55%	1.55%					
负债付息率	3.24%	3.42%	3.42%	3.42%					
净息差(NIM)	2.42%	2.48%	2.55%	2.56%					
净利差(SPREAD)	2.27%	2.34%	2.40%	2.40%					
非利息收入比重	36%	35%	35%	34%					
费用收入比(含税金及附加)	35.4%	33.3%	33.2%	33.2%					
拨备支出/平均贷款	1.43%	1.57%	1.46%	1.34%					
有效所得税率	20%	20%	20%	20%					
收入盈利增长									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
净利息收入增长	6.9%	12.0%	10.0%	7.0%					
手续费收入增长	11.2%	9.7%	8.4%	8.4%					
营业净收入增长	7.7%	10.3%	8.8%	6.9%					
拨备前利润增长	5.3%	13.9%	8.9%	6.9%					
净利润增长	4.9%	9.8%	13.6%	11.4%					
资产盈利能力									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
RoAE	14.6%	14.0%	14.4%	14.5%					
RoAA	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%					
RoAA(拨备前)	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%					
RoRWA	2.1%	2.1%	2.2%	2.3%					
资产质量									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
不良资产率	1.07%	1.03%	1.03%	1.00%					
拨备覆盖率	438%	440%	437%	437%					
拨备余额/全部贷款	4.5%	4.5%	4.5%	4.4%					

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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