

600036.SH
买入

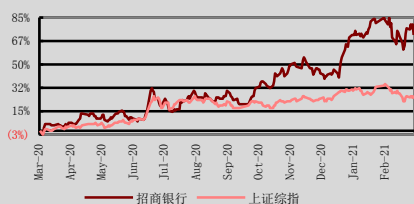
原评级: 买入

市场价格: 人民币 51.76

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 零售优势巩固，资产质量向好

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.9	(6.2)	20.1	82.1
相对上证指数	22.7	1.7	19.8	56.1

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	1,305,379
3个月日均交易额(人民币 百万)	4,403
资本充足率(%) (2020Q4)	16.54
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年3月19日收市价为标准

相关研究报告

《招商银行: 业绩表现向好, 资产质量改善持续》20210115

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行

证券分析师: 林颖颖
(8621)20328595
yingying.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

证券分析师: 熊颖
(8621)20328596
ying.xiong@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300520090003

招商银行

零售优势巩固，资产质量向好

招行作为国内零售标杆银行，零售优势领先，客户基础扎实。公司4季度主营业务表现向好，业绩增速上行，资产质量指标持续改善。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 主营业务收入表现向好，下半年零售条线贡献度提升

招商银行4季度业绩进一步改善，带动全年营收同比增速较前三季度(+6.60%)提升至7.70%，净利润同比增速(+4.82%, YoY)较前三季度(-0.82%, YoY)提升幅度明显。从条线经营情况来看，下半年以来在疫情对经济影响减弱背景下，零售金融业务营收贡献度加大，全年零售金融业务营收占比较上半年的53.1%提升至53.8%。在代理业务、托管业务拉动下，全年手续费净收入同比增11.18%。展望2021年，我们认为在零售业务稳步恢复情况、经济景气度提升资产质量压力缓解下，公司营收、利润表现将进一步向好。

- 负债端表现优异，4季度息差环比收窄

招行4季度存款总额表现优异，环比3季度增3.08%。在市场资金利率上行背景下，招行负债端存款占比的提升以及存款结构的持续优化助力负债端成本率的相对平稳，4季度单季负债成本率环比3季度仅上行1BP至1.66%。但资产端收益率的下行使得招行4季度单季息差环比3季度收窄12BP至2.41%。资产端贷款占比的季节性下降叠加市场资金利率下行影响下，4季度资产端收益率环比3季度收窄13BP至3.97%。

- 资产质量指标改善明显，拨备覆盖率环比提升

在经济景气度上行以及招行加大不良处置力度情况下，招行4季度资产质量指标延续改善趋势，4季末不良贷款率环比3季末下行6BP至1.07%。在资产质量压力缓解背景下，公司4季度拨贷比环比3季度下降0.12个百分点至4.67%，不良余额的下降使得4季末拨备覆盖率环比3季末提升近13个百分点至438%，拨备覆盖率绝对水平仍处于行业前列，保障其风险抵御能力。

估值

- 我们维持招行2021/2022年EPS为4.42/5.00元/股的预测，对应净利润增速为14.5%/13.1%，目前股价对应2021/2022年市净率为1.83倍/1.63倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 经济下行导致资产质量恶化超预期、监管管控超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-扣除其他成本	267,002	286,891	322,473	359,778	401,203
变动(%)	8.23	7.45	12.40	11.57	11.51
净利润	92,867	97,342	111,446	126,035	140,876
变动(%)	15.3	4.8	14.5	13.1	11.8
净资产收益率(%)	17.1	16.0	16.5	16.6	16.6
每股收益(元)	3.68	3.86	4.42	5.00	5.59
市盈率(倍)	14.06	13.41	11.71	10.36	9.27
市净率(倍)	2.26	2.04	1.83	1.63	1.46

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2020 年年报摘要

主要财务数据	2020 年	2019 年	增减变动幅度(%)
营业收入	290,508	269,703	7.70
营业利润	122,643	117,047	4.78
利润总额	122,440	117,132	4.53
归属于本行股东的净利润	97,342	92,867	4.82
扣除非经常性损益后归属于本行股东的净利润	97,178	92,178	5.42
归属于本行普通股股东的基本每股收益(人民币元)	3.79	3.62	4.70
归属于本行普通股股东的平均净资产收益率 (%)	15.73	16.84	减少 1.11 个百分点

资料来源：公司公告，中银证券

事项：

招商银行公布 2020 年年报，2020 年归母净利润同比+4.82%（前三季度-0.82%）。营业收入同比+7.70%，净息差 2.49%（-10bp, YoY），利息净收入同比+6.9%，手续费净收入同比+11.18%。成本收入比 33.3%（+1.21%, YoY）。公司 2020 年 ROA1.23%（-8bp, YoY）；ROE15.73%（-1.11%, YoY）。2020 年末总资产 8.36 万亿元（+12.73%, YoY/+2.51%, QoQ）。其中贷款总额 +11.97%, YoY/+0.65%, QoQ；存款总额 +16.19%, YoY/+3.08%, QoQ。2020 年末不良贷款率 1.07%（-9bp, YoY/-6bp, QoQ）。拨备覆盖率 437.68%（+10.9%, YoY/+12.92%, QoQ），拨贷比 4.67%（-0.3%, YoY/-0.12%, QoQ）。公司 2020 年分红率为 33.02%；2020 年末核心一级资本充足率 12.29%，资本充足率 16.54%。

主营业务收入表现向好，下半年零售条线贡献度提升

招商银行 4 季度业绩进一步改善，带动全年营收同比增速较前三季度（+6.60%）提升至 7.70%，净利润同比增速（+4.82%, YoY）较前三季度（-0.82%，YoY）提升幅度明显。从营收表现来看，全年利息净收入同比增 6.90%，较前三季度（5.57%, YoY）提升 1.33 个百分点，在 4 季度息差继续收窄背景下，规模扩张加快是利息净收入增速提升的重要因素。从条线经营情况来看，下半年以来疫情对经济的影响减弱，零售金融业务营收贡献度加大，全年零售金融业务营收同比增长 8.01%，占集团营收比重较上半年的 53.1% 提升至 53.8%。在代理业务、托管业务拉动下，全年手续费净收入同比增 11.18%。代理业务收入（+35%，YoY）的优异表现得益于资本市场活跃、代理基金收入快速增长；托管业务收入（+14%，YoY）则受益于理财产品规模的稳步增长。展望 2021 年，我们预计在零售业务稳步恢复、经济景气度提升资产质量压力缓解下，公司营收、利润表现将进一步向好。

高净值客群维持快增，收入结构更趋多元化

招行优异的中间业务表现与扎实的零售客户基础密不可分。从零售客群来看，招行 2020 年末零售客户数较 2019 年末增长 9.72% 至 1.58 亿户，其中，金葵花及以上客户增长 17.15% 至 310 万户，私行客户增长 22.41% 至近 10 万户。相较于基础零售客群，更快的高净值客群增长速度彰显出招行在零售业务的专业度和客户服务能力。规模方面，2020 年末零售客户 AUM 较 2019 年末增长 19.32% 至 8.94 万亿；私行客户总资产较 2019 年末增长 24.36% 至 2.77 万亿元，户均总资产较上年末增加 43.61 万元至 2775 万元。从收入结构来看，全年非息净收入同比增 9.15%，较前三季度（8.35%, YoY）提升 0.8 个百分点，带动非息收入占营收比重进一步提升至 36.3%，轻型化经营成效进一步凸显。我们认为收入结构的多元化也保障其主营业务收入更趋稳健，减弱经济波动对收入带来的影响。

负债端表现优异，4 季度息差环比收窄

招行 4 季度存款总额表现优异，环比 3 季度增 3.08%。公司 2020 年以来优异的存款表现，一方面得益于 M2 增速提升的宏观环境，另一方面也是公司加大客户拓展力度、发力结算类存款所致。从负债端结构来看，4 季末存款占比已较年初提升约 2.6 个百分点 73.8%，其中，活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例为 60.00%，同比提高 2.01 个百分点。负债端存款的亮眼表现支持资产端规模的稳步扩张，招行 4 季度资产规模环比 3 季度增 2.51%，而贷款总额环比增 0.65%，预计与招行主动控制合意信贷规模、审慎稳健经营相关。

招行 2020 年息差较 2019 年收窄 10BP 至 2.49%。从 4 季度单季来看，在市场资金利率上行背景下，招行负债端存款占比的提升以及存款结构的持续优化助力负债端成本率的相对平稳，4 季度单季负债端成本率环比 3 季度仅上行 1BP 至 1.66%。但资产端收益率的下行使得招行 4 季度单季息差环比 3 季度收窄 12BP 至 2.41%。资产端贷款占比的季节性下降叠加市场资金利率下行的影响下，4 季度资产端收益率环比 3 季度收窄 13BP 至 3.97%，其中贷款收益率环比 3 季度收窄 11BP 至 4.69%。从贷款结构来看，下半年以来招行的零售贷款业务逐步修复，占贷款比重较半年末（51.2%）提升至年末的 53.3%，尤其是信用卡贷款占贷款比重提升更为明显，较半年末提升 1.4 个百分点至 14.85%。

资产质量指标改善明显，拨备覆盖率环比提升

在经济景气度上行以及招行加大不良处置力度情况下，招行 4 季度资产质量指标延续改善趋势，4 季末不良贷款率环比 3 季末下行 6BP 至 1.07%；银行口径的关注类贷款占比环比 3 季度下降 6BP 至 0.79%。其中，银行口径的零售/对公贷款不良率分别环比 3 季度下 1BP、16BP 至 0.82%、1.69%；关注率分别环比下降 7BP、5BP 至 0.97%、0.65%；逾期率分别环比下降 15BP、11BP 至 1.12%、1.43%。从不良认定来看，招行 4 季末逾期 90 天以上/不良为 76%（半年末为 80%）。根据年报披露，招行全年不良生成率为 1.26%，而上半年为 1.29%，反映出下半年以来不良生成速度趋缓。根据我们期初期末口径计算，4 季度年化不良生成率环比 3 季度下降约 22BP 至 1.18%。在资产质量压力缓解背景下，公司 4 季度拨贷比环比 3 季度下降 0.12 个百分点至 4.67%，不良余额的下降使得 4 季末拨备覆盖率环比 3 季末提升近 13 个百分点至 438%，拨备覆盖率绝对水平仍处于行业前列，保障其风险抵御能力。

投资建议：

招行作为国内零售标杆银行，零售优势领先，零售客户基础扎实。公司 4 季度主营业务表现向好，业绩增速上行，资产质量指标持续改善。我们维持招行 2021/2022 年 EPS 为 4.42/5.00 元/股的预测，对应净利润增速为 14.5%/13.1%，目前股价对应 2021/2022 年市净率为 1.83 倍/1.63 倍，维持买入评级。我们认为招行经营风格稳健，且拨备厚实，风险抵补能力优于同业，厚实的拨备保证业绩的稳定性，维持买入评级。

风险提示

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

监管管控超预期。2020 年疫情冲击下，监管引导银行让利实体经济，预计 2021 年助力实体经济发展政策将会延续，但若利率管控或者让利政策超市场预期，或将影响银行盈利表现。

损益表(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(RMB)					
EPS(摊薄/元)	3.68	3.86	4.42	5.00	5.59
BVPS(摊薄/元)	22.89	25.36	28.35	31.68	35.50
每股股利	1.20	1.25	1.43	1.62	1.81
分红率(%)	32.59	32.46	32.46	32.46	32.46
资产负债表(Rmb bn)					
贷款总额	4,500	5,039	5,593	6,209	6,892
证券投资	1,829	2,116	2,370	2,607	2,868
应收金融机构的款项	523	617	678	746	821
生息资产总额	7,196	8,075	9,012	10,007	11,113
资产合计	7,417	8,361	9,331	10,362	11,506
客户存款	4,875	5,664	6,514	7,491	8,614
计息负债总额	6,597	7,352	8,235	9,212	10,336
负债合计	6,800	7,631	8,525	9,471	10,518
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	611	724	799	883	979
利润表(Rmb bn)					
净利息收入	173.09	185.03	208.69	232.28	257.94
净手续费及佣金收入	71.49	79.49	91.41	105.12	120.89
营业收入	267.00	286.89	322.47	359.78	401.20
营业税金及附加	(2.35)	(2.48)	(3.22)	(3.60)	(4.01)
拨备前利润	178.20	187.47	210.30	234.65	261.69
计提拨备	(61.07)	(65.03)	(70.12)	(76.12)	(84.50)
税前利润	117.13	122.44	140.18	158.53	177.20
净利润	92.87	97.34	111.45	126.04	140.88
资产质量					
NPL ratio(%)	1.16	1.07	1.05	1.05	1.05
NPLs	52.28	53.62	58.73	65.19	72.36
拨备覆盖率(%)	427	438	424	409	395
拨贷比(%)	4.95	4.68	4.45	4.29	4.15
一般准备/风险加权资(%)	4.31	4.11	3.90	3.76	3.64
不良贷款生成率(%)	0.68	1.15	1.15	1.10	1.10
不良贷款核销率(%)	(0.71)	(1.12)	(1.05)	(0.99)	(0.99)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币十亿元)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营管理(%)					
贷款增长率	14.17	11.97	11.00	11.00	11.00
生息资产增长率	9.67	12.21	11.60	11.04	11.05
总资产增长率	9.95	12.73	11.60	11.04	11.05
存款增长率	10.11	16.19	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	9.76	11.44	12.02	11.86	12.20
净利息收入增长率	7.92	6.90	12.79	11.31	11.05
手续费及佣金净收入增长率	7.54	11.18	15.00	15.00	15.00
营业收入增长率	8.23	7.45	12.40	11.57	11.51
拨备前利润增长率	6.49	5.20	12.18	11.58	11.52
税前利润增长率	9.99	4.53	14.49	13.09	11.78
净利润增长率	15.28	4.82	14.49	13.09	11.78
非息收入占比	26.78	27.71	28.35	29.22	30.13
成本收入比	32.41	33.72	33.72	33.72	33.72
信贷成本	1.45	1.36	1.32	1.29	1.29
所得税率	20.24	19.99	19.99	19.99	19.99
盈利能力(%)					
NIM	2.59	2.49	2.51	2.51	2.51
拨备前 ROAA	2.52	2.38	2.38	2.38	2.39
拨备前 ROAE	30.95	28.08	27.62	27.90	28.10
ROAA	1.31	1.23	1.26	1.28	1.29
ROAE	17.15	16.00	16.45	16.65	16.63
流动性(%)					
分红率	32.59	32.46	32.46	32.46	32.46
贷存比	92.32	88.96	85.87	82.88	80.00
贷款/总资产	60.67	60.26	59.94	59.92	59.89
债券投资/总资产	24.65	25.31	25.40	25.16	24.92
银行同业/总资产	7.04	7.37	7.27	7.20	7.13
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	11.95	12.29	10.75	10.89	11.02
资本充足率	13.02	13.79	13.54	13.39	13.27
加权风险资产-一般法	5,171	5,711	6,373	7,077	7,858
% RWA/总资产(%)	69.71	68.30	68.30	68.30	68.30

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371