

招商银行 (600036): 净利润稳健增长, 大财富管理未来可期

2021年03月22日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

事件: 3月19日, 招商银行公布2020年年报。

营收、净利润稳健增长。2020年实现营收、PPOP、归母净利润2904.8亿、1912.6亿、973.4亿, 同比分别增7.7%、5.8%、4.8%; 主要得益于规模较快增长、息差维持较高水平, 以及中收业务的较好表现。年末生息资产规模同比增长11.8%, 2020年净息差同比收窄10BP至2.49%, 中收同比增11.2%。

贷款平稳增长, 存款增量创历史新高、结构进一步优化。截至2020年末, 贷款余额同比增长12%, 个人、对公贷款同比分别增13.5%、10.3%。存款同比增16.2%, 年增量创历史新高。其中, 对公、个人存款同比分别增22%、6.4%; 新增对公存款占比达85.3%, 年末对公存款占比同比提高3.14pct至65.9%。对公端对存款的贡献度大幅提升, 或与公司持续发力供应链金融有关, 有效带动核心客群上下游批量获客、存款留存; 同时, 公司积极把握专项债机遇, 发债资金沉淀存款6388.7亿, 同比增长143.1%。年末活期存款占比比较19年末提高了4.8pct至63.9%, 存款结构大幅优化。

不良实现环比双降, 不良生成指标改善。2020年末不良贷款余额536.2亿, 环比减少28.5亿; 不良贷款率1.07%, 环比下降6BP。2020年不良净生成率为1%, 同比上升22BP, 较1H20下降5BP。主要是年初疫情和共债风险叠加影响, 零售贷款、特别是信用卡新生成不良增加; 随着经济持续复苏, 不良生成已开始改善。信用卡贷款不良率1.66%, 较一季度末高点已下降23BP。公司当前拨备充足, 风险抵补能力强; 年末拨备覆盖率437.7%, 拨贷比4.67%。此外, 2020年公司已完成126.3亿理财资金回表, 计提非信贷拨备121.3亿, 拨备计提充足, 为未来留足盈利释放空间。

核心逻辑:

零售转型起步早、战略清晰, 零售客户数、AUM增长亮眼。招行较早开启零售转型, 且坚守战略定位。2004年开始零售转型, 2009年提出实施以“降低资本消耗、提高股本回报率、控制成本费用”为核心的内涵型发展; 2013年提出以“一体两翼”(零售为体, 对公和同业为翼)为策略打造“轻型银行”。在零售转型中, 公司紧跟客户需求, 推出一系列拳头产品, 包括一卡通、信用卡、金葵花理财、私人银行等, 积累优质客户资源, 逐步建立起先发优势。截至2020年末, 零售客户数达1.58亿户, 较上年末增9.7%; 零售AUM达8.94万亿, 同比增19.3%; 零售业务营收占比同比提高15BP至53.8%。

提出大财富管理新战略, 深化轻型银行转型。招行提出打造大财富管理价值循环链, 是在低利率时代打造差异化竞争优势的战略支点。1) 从行业趋势来看, 随着利率市场化推进、金融脱媒加快, 银行中长期将面临息差收窄压力。同时, 我国家庭财富总量位居全球第二, 但金融机构管理中比较美国有很大差距, 财富管理存在巨大市场机遇。2) 从行业竞争来看, 面对当前数字化时代的生态竞争, 商业银行唯有依托自身优势构建生态。而根植于零售业务的财富管理正是招行的最大优势, 依托财富管理构建生态或是招行谋求竞争制高点的出路。3) 财富管理消耗资本少, 且具备弱周期特征, 符合招行轻型银行战略方向。未来大财富管理体系有望优化盈利模式, 拉动AUM及财富管理收入持续增长。

金融科技投入加码, 赋能零售数字化转型。自2017年金融科技银行转型以来, 招行不断加大金融科技投入: 2020年金融科技投入119.12亿, 同比增27.25%, 占营收比重同比提高0.73pct至4.45%, 高于可比同业。金融科技优势将在优化客户体验、提高客户粘性、深化风险控制等方面发挥重要作用, 进一步赋能零售数字化转型。在金融科技加持下, 零售业务优势有望持续巩固。

投资建议:招商银行2020年盈利稳健增长, 零售业务持续发力, 资产质量平稳、拨备计提充足, 未来盈利释放空间可期。大财富管理战略有望拉动AUM及财富管理收入持续增长。我们预计2021/2022年归属普通股股东净利润同比增长9.3%/13.8%, 对应BVPS分别为29.6/34.4元/股。考虑零售业务护城河优势和金融科技投入加码, 给予2.1倍2021年PB, 对应目标价62.1元/股, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:经济失速下行导致资产质量恶化; 监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	2697	2905	3327	3709	4135
增长率(%)	7.7	14.5	14.5	11.5	11.5
净利润(亿元)	929	973	1064	1210	1382
增长率(%)	4.8	9.3	9.3	13.8	14.2
净资产收益率(%)	17.15%	16.00%	15.35%	15.01%	14.78%
每股收益(元)	3.62	3.79	4.22	4.80	5.48
PE	14.30	13.66	12.27	10.79	9.45
PB	2.26	2.04	1.75	1.51	1.30

公司简介:

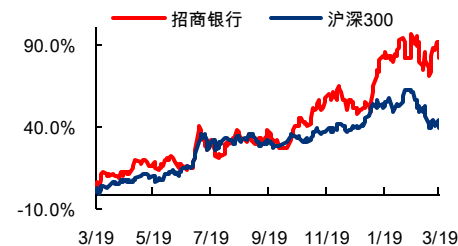
招商银行是我国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行, 也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。紧密围绕打造“轻型银行”的转型目标, 实现“质量、效益、规模”动态均衡发展, 经营结构持续优化, 数字化招行初具规模, 国际化、综合化深入推进。

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

交易数据

52周股价区间(元)	55.69-28.43
总市值(亿元)	13,053.79
流通市值(亿元)	10,677.54
总股本/流通A股(万股)	2,521,985/2,062,894
流通B股/H股(万股)	/459,090
52周日均换手率	0.35

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

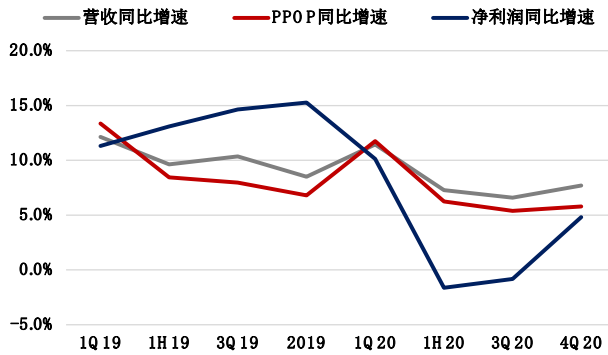
研究助理: 田馨宇

010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070044

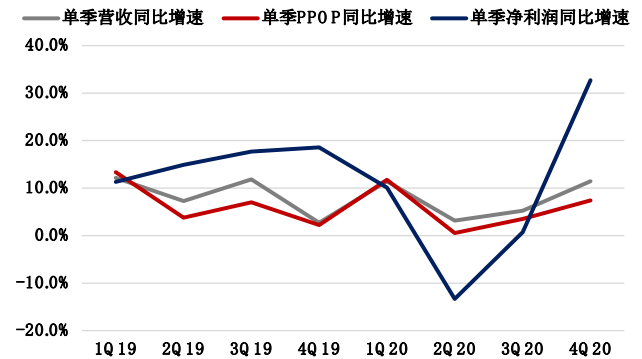
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 1: 招商银行 2020 年营收、PPOP 稳健增长



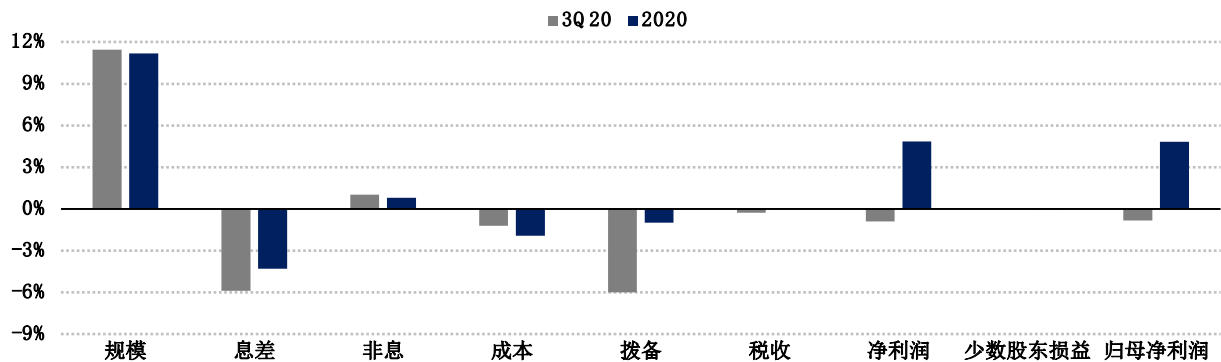
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 招商银行 4Q20 净利润同比增 32.7%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 招商银行 3Q20、2020 年业绩拆分



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 1: 招商银行业绩拆分 (累积同比)

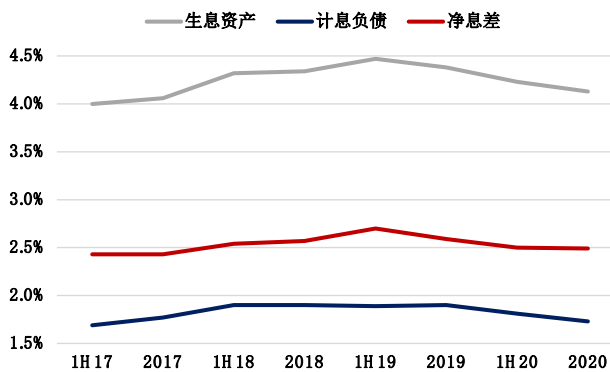
	2019	1Q20	1H20	3Q20	2020
规模	7.1%	12.1%	12.3%	11.5%	11.2%
息差	0.8%	-6.6%	-8.3%	-5.9%	-4.3%
非息	0.6%	5.9%	3.3%	1.0%	0.8%
成本	-1.7%	0.3%	-1.0%	-1.2%	-1.9%
拨备	3.0%	-5.5%	-9.0%	-6.0%	-1.0%
税收	5.8%	3.3%	1.3%	-0.3%	0.1%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

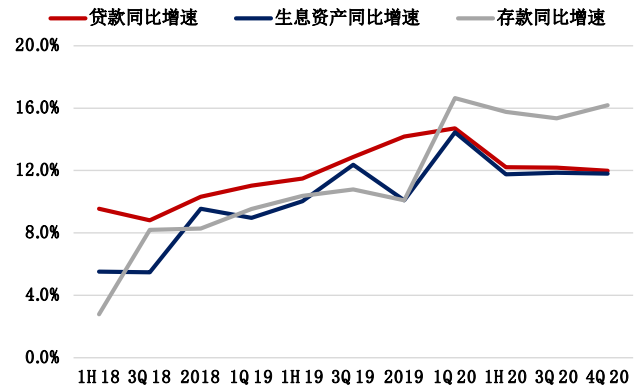
表 2: 招商银行业绩拆分 (单季环比)

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
规模	7.2%	12.1%	12.5%	9.9%	10.7%
息差	-8.5%	-6.6%	-10.0%	-1.1%	0.4%
非息	4.0%	5.9%	0.7%	-3.5%	0.4%
成本	-0.5%	0.3%	-2.6%	-1.7%	-4.0%
拨备	-0.6%	-5.5%	-12.8%	0.0%	26.4%
税收	16.5%	3.3%	-0.5%	-3.2%	-0.4%

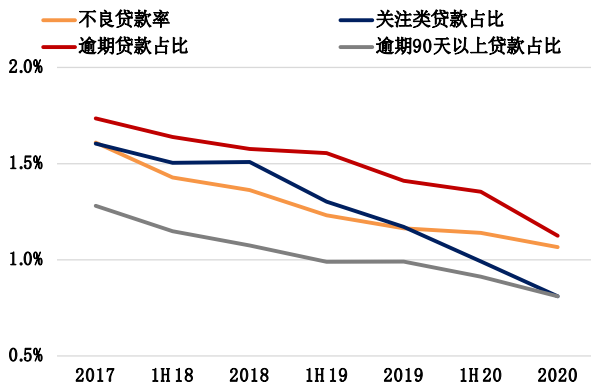
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 招商银行净息差为 2.49%, 同比仅收窄 10bp


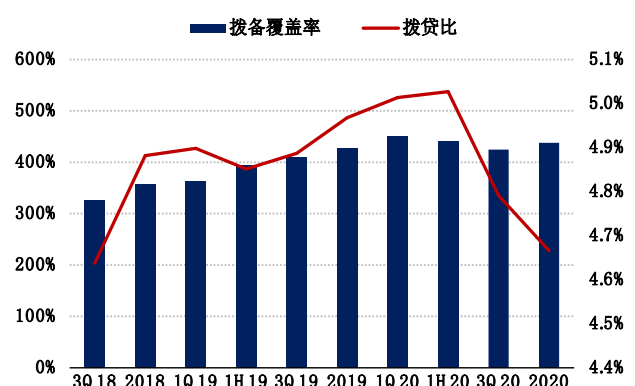
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 5: 招行 20 年末生息资产同比增 11.8% 存款同比增 16.2%


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 6: 招商银行各项资产质量指标持续改善


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 招商银行拨备覆盖率同比提高 10.9pct 至 437.7%


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表3: 招商银行零售客户、金葵花及以上客户、私人银行客户数及 AUM

	2017	1H18	2018	1H19	2019	1H20	2020	2020 同比
零售客户数 (万户)	10663	11633	12541	13400	14400	15100	15800	9.72%
零售 AUM (万亿)	6.2	6.6	6.8	7.3	7.5	8.3	8.9	19.32%
金葵花及以上客户数 (万户)	213	230	236	256	265	292	310	17.15%
金葵花客户 AUM (万亿)	5.1	5.4	5.5	5.9	6.1	6.8	7.3	20.71%
金葵花及以上户数占零售户数比重	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	0.12%
金葵花及以上 AUM 占零售客户总资产比重	82.1%	81.8%	81.0%	81.1%	81.2%	81.7%	82.1%	0.95%
私行户数 (万户)	6.7	7.2	7.3	7.8	8.2	9.1	10.0	22.41%
私行 AUM (万亿)	1.9	2.0	2.0	2.2	2.2	2.5	2.8	24.36%
私行户均 AUM (千万)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.8	1.60%
私行户数占零售户数比重	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.01%
私行 AUM 占零售客户总资产比重	30.9%	30.7%	30.0%	29.8%	29.8%	30.2%	31.0%	1.26%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表 (亿元)											
净利息收入	1731	1850	2167	2398	2653	收入增长					
手续费及佣金	715	795	890	1006	1137	净利润增速	15.3%	4.8%	9.3%	13.8%	14.2%
其他收入	251	260	270	305	344	拨备前利润增速	6.8%	5.8%	16.6%	12.2%	12.2%
营业收入	2697	2905	3327	3709	4135	税前利润增速	10.0%	4.5%	15.1%	13.9%	14.3%
营业税及附加	(23)	(25)	(33)	(37)	(41)	营业收入增速	8.5%	7.7%	14.5%	11.5%	11.5%
业务管理费	(865)	(967)	(1064)	(1171)	(1288)	净利息收入增速	7.9%	6.9%	17.1%	10.7%	10.6%
拨备前利润	1808	1913	2229	2501	2806	手续费及佣金增速	7.5%	11.2%	12.0%	13.0%	13.0%
计提拨备	(612)	(650)	(774)	(842)	(906)	营业费用增速	12.2%	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
税前利润	1171	1224	1410	1605	1834						
所得税	(237)	(245)	(338)	(385)	(440)	规模增长					
归母净利润	929	973	1064	1210	1382	生息资产增速	10.1%	11.8%	9.5%	10.9%	10.4%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	44907	50291	55823	61964	68160	贷款增速	14.2%	12.0%	11.0%	11.0%	10.0%
同业资产	5225	6165	6165	6165	6165	同业资产增速	-14.8%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资	18044	20687	22756	26169	30094	证券投资增速	8.0%	14.6%	10.0%	15.0%	15.0%
生息资产	73702	82397	90260	100090	110501	其他资产增速	11.3%	31.9%	65.6%	21.0%	31.5%
非生息资产	2702	3564	5903	7145	9393	计息负债增速	9.7%	11.4%	11.9%	11.4%	11.7%
总资产	74172	83614	93682	104584	117050	存款增速	10.1%	16.2%	13.0%	12.0%	12.0%
客户存款	48444	56283	63600	71232	79780	同业负债增速	4.2%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%
其他计息负债	17221	16876	18246	19961	22117	股东权益增速	13.6%	18.2%	14.6%	14.4%	14.4%
非计息负债	2330	3151	3467	3813	4195						
总负债	67995	76311	85313	95006	106092	存款结构					
股东权益	6177	7304	8369	9578	10958	活期	59.1%	63.9%	63.89%	63.89%	63.89%
每股指标											
每股净利润(元)	3.62	3.79	4.22	4.80	5.48	贷款结构	42.4%	40.1%	40.11%	40.11%	40.11%
每股拨备前利润(元)	7.17	7.58	8.84	9.92	11.12	企业贷款(不含贴)	52.6%	53.3%	53.31%	53.31%	53.31%
每股净资产(元)	22.89	25.36	29.58	34.35	39.81	个人贷款					
每股总资产(元)	294.10	331.54	371.46	414.69	464.11	贷款质量					
P/E	14.3	13.7	12.3	10.8	9.4	不良贷款率	1.16%	1.07%	1.01%	0.97%	0.94%
P/PPOP	7.2	6.8	5.9	5.2	4.7	正常	97.66%	98.12%	99.44%	99.69%	99.94%
P/B	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3	关注	1.17%	0.81%	0.56%	0.31%	0.06%
P/A	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	次级	0.35%	0.29%			
利率指标											
净息差(NIM)	2.59%	2.49%	2.51%	2.52%	2.52%	可疑	0.39%	0.44%			
净利差(Spread)	2.48%	2.40%	2.42%	2.44%	2.46%	损失	0.43%	0.34%			
贷款利率	5.17%	4.89%	4.94%	4.99%	5.04%	拨备覆盖率	426.78%	437.68	438.96	441.51%	442.13%
存款利率	1.58%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%						
资本状况											
生息资产收益率	4.38%	4.13%	4.15%	4.17%	4.19%	资本充足率	15.54%	16.54%	16.97%	17.47%	18.06%
计息负债成本率	1.90%	1.73%	1.75%	1.77%	1.79%	核心一级资本充足	11.95%	12.29%	12.96%	13.69%	14.49%
盈利能力											
ROAA	1.32%	1.24%	1.21%	1.23%	1.26%	资产负债率	91.67%	91.27%	91.07%	90.84%	90.64%
ROAE	17.15%	16.00%	15.35%	15.01%	14.78%						
其他数据											
拨备前利润率	2.55%	2.42%	2.51%	2.52%	2.53%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	招商银行（600036）：息差改善，资产质量优异	2020-11-02
公司普通报告	招商银行（600036）：零售 AUM 高速增长，资产质量平稳	2020-08-31
公司普通报告	招商银行（600036）：盈利维持高增，零售业务持续发力	2020-03-22
行业普通报告	银行业跟踪：社融超预期、信贷需求旺盛，行业基本面持续改善	2021-03-15
行业普通报告	银行业报告：基本面有望持续改善，看好板块估值提升	2021-03-08
行业普通报告	银行业跟踪：行业盈利进入上行通道，板块估值提升可期	2021-02-22
行业普通报告	银行业报告：大环境利好明显，板块估值有望进一步回升	2021-02-08
行业普通报告	银行业报告：宏观环境向上，看好机构加仓助推板块估值提升	2021-02-01
行业普通报告	银行业跟踪-银行业经营分化，继续看好零售银行及优势区域中小行	2021-01-24
行业普通报告	银行业跟踪-上市行年报业绩超预期，有望持续催化行情-2021-1-17	2021-01-17
行业普通报告	银行业跟踪：新考核体系侧重质效结合，当前宏观环境趋于利好	2021-01-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526