

公司研究

存款优势明显，资产质量持续改善

——招商银行（600036.SH）2020 年报点评

买入（维持）

当前价：53.89 元

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

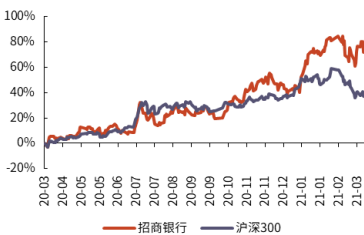
010-56518032

liujie9@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	252.20
总市值(亿元)	13563.23
一年最低/最高(元)	28.98/57.6
近3月换手率	42.77%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.92	25.19	40.20
绝对	-2.57	25.39	78.63

资料来源：Wind

相关研报

要点

事件：

2021年3月19日，招商银行发布2020年年报，营业收入为2904.82亿元，YoY+7.7%，归母净利润为973.42亿元，YoY+4.82%。不良贷款率1.07%，较上年末下降0.09个百分点。拨备覆盖率437.68%，较上年末上升10.90pct。

点评：

一、营收增速向上，净利润增速转正

2020年1-4Q，招商银行营业收入累计同比增速分别为11.44%、7.27%、6.60%和7.70%，归母净利润累计同比增速分别为10.12%、-1.63%、-0.82%和4.82%。4Q营收、归母净利润单季同比增速为11.35%和32.7%，较3Q大幅提升，反映出自2020年3Q确认盈利拐点后，4Q业绩持续向上，全年净利润增速已转正。从盈利贡献来看：

一是规模增长稳健，“以量补价”和信贷结构调整助力净利息收入改善。2020年1-4Q净利息收入增速6.9%，较1-3Q提升1.3pct。

量方面，1-4Q生息资产增速为11.80%，较1-3Q下降0.06pct，基本保持稳定。其中贷款增速为11.99%，环比下降0.2pct，但零售贷增速提升至13.57%，即相对稳定的规模增长和信贷结构调整对于净利息收入改善起到了支撑作用。

价方面，1-4Q息差为2.49%，较2019年下滑0.1pct，4Q息差(年化)为2.41%，环比下滑0.08pct。这主要是由于：一是受表内信贷额度的约束，公司四季度将部分房地产相关贷款通过ABS出表，对净利息收入造成一定冲击。二是受MPA点差考核、四季度一般贷款定价季节性走低等因素影响，生息资产收益率4Q下滑0.13pct至3.97%，贷款及垫款年化平均收益率为4.69%，环比下降0.11pct。三是负债端尽管面临结构性存款持续压降、广谱利率进一步上行，但活期存款占比提升有限对冲了负债端压力，计息负债成本率仅上行0.01pct至1.66%，体现出招商银行存款基础的优势。

(2) 拨备计提对盈利负向贡献边际减弱。1-4Q拨备计提约650亿，较2019年增长约39亿。4Q拨备计提125亿，环比增长3.5%，但同比下降22.9%，4Q拨备计提对盈利的负向贡献边际减弱。

(3) 净非息收入正贡献提升。1-4Q净非息收入增速为8.84%，较1-3Q提升0.49pct，其中净手续费及佣金收入增速为11.18%，较1-3Q提升0.48pct。4Q单季度净非息收入同比增速为12%，环比由负转正，对盈利能力形成正贡献，主要是理财产品规模稳中有升以及托管规模增长，使得托管佣金收入录得较好增长。

二、资产质量表现优异，不良率下降，风险抵补能力进一步增强

总体来看，尽管面临疫情影响，部分资产质量指标有所承压，但2020年招商银行整体资产质量表现优异：

一是不不良率下滑，资产分类更为审慎。1-4Q 不良率为 1.07%，较 2019 年下降 0.09 pct，较 1-3Q 下降 0.06 pct；1-4Q 关注+不良占比为 1.88%，较 2019 年下降 0.46 pct，较 1-2Q 下降 0.25 pct。受去年疫情因素影响，不良生成率有所上升，1-4Q 为 1.26%，较 2019 年提升 0.13pct，但较 1-2Q 下降 0.05pct。不良偏离度(逾期 90 天以上贷款/不良贷款)为 76.44%，较 2019 年下降 8.62pct，较 1-2Q 下降 3.54pct，显示资产分类更为审慎。

二是风险抵补能力进一步增强。1-4Q 拨备覆盖率为 437.68%，较 1-3Q 提升 12.92pct，明显高于可比股份制银行平均水平，显示出风险抵补能力进一步增强。拨贷比为 4.67%，较 1-3Q 下滑 0.12pct，究其原因可能与招行在 4Q 加大核销(4Q 核销 437 亿，环比多增 71.2 亿)，而拨备计提力度维持大体稳定有关。

三、下半年零售贷款发力，活期存款占比提升幅度较为明显

资产端：2020 年上半年，受疫情和加大实体经济支持力度等影响，零售贷款增速慢于对公，对公与零售贷款同比增速分别为 13.58%和 10.95%，而下半年随着疫情的控制和经济的恢复，零售贷款发力较为明显，增速进一步提升至 13.48%，而对公贷款投放力度有所减弱。

行业投向方面，对公领域：2020 年交运、电力等基建领域信贷增速分别为 22.31%和 13.55%，在对公信贷领域中处于领先地位；房地产贷款增速为 6.08%，较 2020 年上半年下降 14.67pct，压降较为明显。零售领域：按揭贷款增速为 15.04%，全年基本保持稳定，但信用卡增速由上半年的几近 0 增长，大幅提升至 11.26%，消费贷增速小幅下滑。

负债端：4Q 一般存款占比为 76.9%，环比基本持平，同业负债占比为 18.3%，环比小幅提升 0.7pct，负债结构维持了相对稳定态势。4Q 活期存款占总存款比重为 65.86%，较上半年提升 3.9pct，表明公司较强的存款增长基础，负债结构并未因结构性存款压降而出现恶化，这也是公司在广谱利率上行时期，能够持续维持相对稳定的计息负债成本率的重要原因。

四、招银理财引入 JP 摩根作为战投，积极响应对外开放

根据招商银行公告，拟引入外部战略投资者 JP 摩根，对全资子公司招银理财现金增资。本次增资完成后，战略投资者对招银理财的持股比例为 10%。我们认为：

(1) 此次招银理财将 JP 摩根引为战略投资者(持股 10%)，是理财公司与外资合作新的尝试，旨在响应金融对外开放，能够借助 JP 摩根渠道实现海外资产配置布局，进一步提升国际化水平。

(2) 合作方式上，理财子公司主要竞争优势其实是依托于母行的渠道和客群等资源，理财子公司由母行 100%控股，享受母行资源优质相较合资公司更为直接，此次 JP 摩根持有 10%股权，预计会派驻董事。

(3) 招银理财与 JP 摩根自 2019 年达成战略伙伴关系以来就有合作，当时 JP 主要是作为招银理财的产品提供商，双方主要是在产品研发、投资者教育等方面开展合作。此次引入的战略投资者是摩根大通集团资产管理板块在亚洲的投资部门和主要运营实体，有助于招银理财在公司治理、投研、风控等方面进一步借鉴国际先进经验。

(4) JP 摩根高净值客户营收贡献占据主要比重,与招行私行业务发展的禀赋相契合。同时,高端客户的全球资产配置意愿相对更强,而近年来全球顶级资管机构加速布局以中国为代表的亚太地区,双方具有契合点。

五、拟购买平安信托和平安人寿合计持有的台州银行 14.86%的股权,加强小微业务布局

在发布年报的同时,招商银行公布了一项决议,即公司拟购买平安信托和平安人寿合计持有的台州银行 14.86%的股权,若完成本次交易,本公司将持有台州银行 24.86%的股权。我们认为:

作为一家地方法人银行,台州银行市场定位明确,在小企业信贷服务方面形成了良好的品牌优势,建立了浓厚的专做“中小微”的企业文化,拥有特色鲜明的小微服务和产品,如“小本贷款”、“兴农卡”、“自助贷款”,均为小微群体量身打造。同时,通过社区化的精准营销和完善的激励约束机制,造就了较强的获客能力和风控机制。

因此,招行增持其股权有助于提升对小微企业的金融服务能力,符合国家大力发展普惠金融、支持小微企业发展的政策方向。但需要关注的是,在疫情冲击、同业竞争加剧和中小企业风险暴露的情况下,可能会对普惠小微业务为主的台州银行盈利能力和资产质量形成一定压力,业务和收入结构有待改善,综合金融服务能力有待进一步提升。

六、盈利预测、估值与评级

招商银行作为零售标杆银行,盈利能力稳定、资产质量表现优异、风险抵补能力较强。随着 2021 年宏观经济的进一步恢复,贷款定价有进一步上行空间,而招商银行较好的零售存款基础,也将使其在广谱利率上行时期,能够维持相对稳定的计息负债成本率,息差有持续改善空间,业绩向好的确定性较强,持续推荐。因此,我们上调公司 2021-22 年 EPS 预测为 4.41/4.75 元,较上次预测结果上调幅度分别为 4.26/2.37%,新增 2023 年 EPS 预测为 5.30 元,维持“买入”评级。

七、风险提示

政策过度收紧冲击实体经济,信用风险压力加大

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	269,703	290,482	315,443	343,373	386,955
营业收入增长率	8.51%	7.70%	8.59%	8.85%	12.69%
净利润(百万元)	92,867	97,342	111,336	119,683	133,545
净利润增长率	15.28%	4.82%	14.38%	7.50%	11.58%
EPS(元)	3.68	3.86	4.41	4.75	5.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.09%	14.53%	15.02%	14.99%	14.64%
P/E	14.06	13.41	11.72	10.91	9.77
P/B	2.14	1.80	1.73	1.56	1.33

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-3-22

财务报表与盈利预测 (A股)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
损益表 (百万元)					
净利息收入	173,090	185,031	199,154	207,487	242,375
非息收入	96,613	105,451	116,288	135,887	144,580
营业收入	269,703	290,482	315,443	343,373	386,955
业务管理费	86,541	96,745	107,821	122,309	138,976
拨备前利润	178,206	187,668	204,724	217,785	244,164
税前利润	117,132	122,440	139,966	150,475	167,948
归母净利润	92,867	97,342	111,336	119,683	133,545
资产负债表摘要 (百万元)					
总资产	7,417,240	8,361,448	9,021,364	10,109,475	11,545,338
贷款总额	4,490,650	5,029,128	5,682,915	6,421,694	7,256,514
其他生息资产	2,879,251	3,210,329	2,592,735	2,819,555	3,275,280
总负债	6,799,533	7,631,094	8,260,352	9,264,323	10,554,870
存款余额	4,844,422	5,628,336	6,191,170	6,934,110	7,904,885
其他付息负债	1,733,651	1,699,866	1,809,889	2,028,235	2,302,397
所有者权益	617,707	730,354	761,012	845,152	990,468
年增长率 (%)					
贷款余额	14.18%	11.99%	13.00%	13.00%	13.00%
存款余额	10.08%	16.18%	10.00%	12.00%	14.00%
净利息收入	7.92%	6.90%	7.63%	4.18%	16.81%
净手续费及佣金收入	7.54%	11.18%	15.25%	16.63%	10.79%
营业收入	8.51%	7.70%	8.59%	8.85%	12.69%
拨备前利润	6.43%	5.31%	9.09%	6.38%	12.11%
归母净利润	15.28%	4.82%	14.38%	7.50%	11.58%

数据来源: Wind, 光大证券研究所测算; 股价日期: 2021年3月22日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股盈利及估值指标					
EPS (元)	3.68	3.86	4.41	4.75	5.30
PPOPPS (元)	7.07	7.44	8.12	8.64	9.68
BVPS (元)	24.24	28.70	29.89	33.23	38.99
DPS (元)	1.20	1.25	1.43	1.54	1.72
P/E	14.06	13.41	11.72	10.91	9.77
P/PPOP	7.33	6.96	6.38	5.99	5.35
P/B	2.14	1.80	1.73	1.56	1.33
主要驱动因素					
总资产增速	9.95%	12.73%	7.89%	12.06%	14.20%
净息差 (NIM)	2.68%	2.37%	2.41%	2.37%	2.45%
净利差	1.49%	1.57%	1.65%	1.71%	1.76%
生息资产收益率	4.17%	3.94%	4.06%	4.08%	4.21%
贷款收益率	5.27%	4.96%	4.97%	4.88%	5.07%
付息负债付息率	1.91%	1.76%	1.78%	1.76%	1.81%
存款付息率	1.59%	1.59%	1.55%	1.55%	1.60%
非息收入占比	35.82%	36.30%	36.87%	39.57%	37.36%
成本收入比	32.09%	33.30%	34.18%	35.62%	35.92%
盈利结构					
ROAA	1.32%	1.24%	1.29%	1.26%	1.24%
ROAE	16.09%	14.53%	15.02%	14.99%	14.64%
资本 (%)					
核心一级资本充足率	11.95%	12.29%	12.99%	12.96%	12.71%
资本充足率	15.54%	16.54%	15.42%	15.25%	14.83%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	-------------------------------------------------	----	---------------------------------------