招商银行（600036.SH）

稳健高质量发展，轻型银行战略不断推进

投资评级 增持
维持评级

基本数据（2021-03-19）

所属行业	银行
股价(元)	51.76
总市值(亿元)	13053.79
流通市值(亿元)	13053.79
总股本(百万股)	25,219.85
流通股本(百万股)	25,219.85
12 个月价格区间(元)	29.80/57.60

股价表现



%	1M	3M	12M
相对收益	7.12	21.47	42.56
绝对收益	-6.23	20.68	82.07

资料来源：Wind，万和证券研究所

投资要点

- **事件描述**：2020 年招商银行实现营业收入、归母净利润分别为 2904.82 亿元、973.42 亿元，分别同比+7.7%、+4.82%，营收净利稳步增长。其中 20Q4 营业收入、归母净利润分别同比+11.42%、+32.70%，营收与净利润同比增速自 20Q2 以来逐季改善。
- **生息资产规模扩张较快，息差同比小幅缩窄，其中四季度环比缩窄明显**。2020 年，公司生息资产规模扩张较快，平均余额同比+11.25%。全年净息差 2.49%，较 2019 年减少 10 个 bp，主要受资产端收益率在 LPR 重定价及市场利率下行影响较大，其中 Q4 净息差 2.41%，环比 Q3 下降 12 个 bp，主要受四季度房贷资产证券化续作量增加以及信用卡投放资产结构优化影响。预计公司净息差在今年利率中枢上行背景下有望保持较稳定的水平。
- **非息收入占比提升，零售业务优势稳固**。2020 年非息收入同比+9.15%，占营收比重为 36.30%，较 2019 年提升 0.48%。净手续费及佣金收入同比+11.18%，具体来看，代理服务手续费收入与托管及其他受托业业务佣金对增速做出了较大贡献，分别同比+35.38%、+13.51%，主要是资本市场活跃下代销基金收入快速增长以及理财规模平稳增长。公司零售业务营业占集团营收、税前利润的比重分别为 53.81%、52.13%，同比分别上升 0.15%、下降 4.57%，主要受零售业务计提减值损失较多使税前利润下滑，但公司在零售业务优势地位依旧稳固，相关零售业务相关指标维持亮眼表现，零售、金葵花及以上、私行客户规模增长强劲，客户 AUM 的绝对增长数额创新高。
- **金融科技保持高投入，赋能经营明显。**2020 年公司信息技术投入 119.21 亿元，同比+27.25%，占营收比重 4.45%，同比提高 0.73%，持续的金融科技能力打造助推公司的数字化转型。零售数字化转型在产品、渠道、客群服务体系建设不断推进；对公线上化提升客户体验，分层经营下持续挖掘客户价值；中后台智能风险管理能力及数据治理能力不断提升。
- **资产质量维持行业前列，资本内生能力强。**截止到 2020 年末，公司拨备覆盖率 437.68%，环比 Q3 提升 12.92%。不良贷款率 1.07%，同比减少 0.09%，公司积极优化贷款结构，不良贷款率较高的对公流动资金贷款占比减少。资本充足率指标均同比上升，其中核心一级资本充足率 12.29%，同比上升 0.34%，公司在保持较平稳快速增长下资本内生能力保持较强水平。
- **投资建议：维持评级“增持”。**公司在 2020 年经受住了疫情的考验，业绩维持了高质量的增长，零售领先使其保持了在行业领先优势，金融科技能力同样处于行业前列，大财富管理体系积极推进。随着公司在财富管理、金融科技、风险管理三个核心能力方面的建设打造，公司经营将更为“轻型”，将具备从容穿越周期的能力，更具良好的经营前景和稳健高质量的增长。我们上调 2021-2023 年预测 EPS 至 4.46/4.75/5.15 元，预测 2021 年 BVPS 为 29.12 元，对应 1.78 倍 PB，维持“增持”评级。
- **风险提示：经济复苏不及预期，息差表现不及预期，大财富管理体系推进不及预期，资产质量表现不及预期等。**

财务数据与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	290482	316021	339370	371435
YoY(%)	7.70%	8.79%	7.39%	9.45%
归母净利润(百万元)	97342	111340.8	118567.2	128621.5
YoY(%)	4.82%	14.38%	6.49%	8.48%
EPS(摊薄/元)	3.86	4.46	4.75	5.15
BVPS	25.36	29.12	31.08	35.22
ROE(%)	14.58%	13.59%	13.73%	13.28%
P/E(倍)	13.93	11.61	10.90	10.05
P/B(倍)	2.12	1.78	1.67	1.47

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

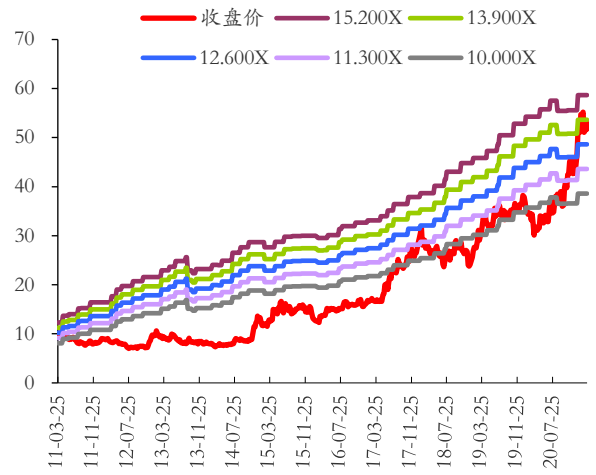
黎云云 分析师
SAC 执业证书：S0380520120003
联系电话：0755-82830333（125）
邮箱：liyy@wanhesec.com

图表 1 招商银行零售业务相关指标一览

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
零售客户数（万户）	4763	5625	6694	9106	10663	12541	14400	15800
零售 AUM（万亿）	2.8	3.5	4.7	5.5	6.2	6.8	7.5	8.9
金葵花及以上客户数（万户）	106.5	129.0	154.8	190.7	213.0	236.0	264.8	310.2
金葵花及以上户数占零售户数	2.24%	2.29%	2.31%	2.09%	2.00%	1.88%	1.84%	1.96%
金葵花客户 AUM（万亿）	2.1	2.6	3.7	4.5	5.1	5.5	6.1	7.3
金葵花及以上 AUM 占零售客户总资产比重	72.65%	74.95%	78.52%	81.82%	82.26%	80.88%	81.31%	82.15%
私行户数（万户）	2.5	3.3	4.9	6.7	6.7	7.3	8.2	10.0
私行户数占零售户数比重	0.05%	0.06%	0.07%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
私行 AUM（万亿）	0.6	0.8	1.3	1.9	1.9	2.0	2.2	2.8
私行 AUM 占零售客户总资产比重	20.23%	21.69%	26.36%	34.55%	30.65%	29.41%	29.77%	31.04%
信用开流通卡数（万张）	2565	2607	3782	4550	6246	8430	9530	9953
累计实现信用卡交易额（亿元）	9403	13313	18195	22748	29700	37938	43486	43411
招商银行与掌上生活 APP 的 MAU（万户）					5351	8105	10178	10700

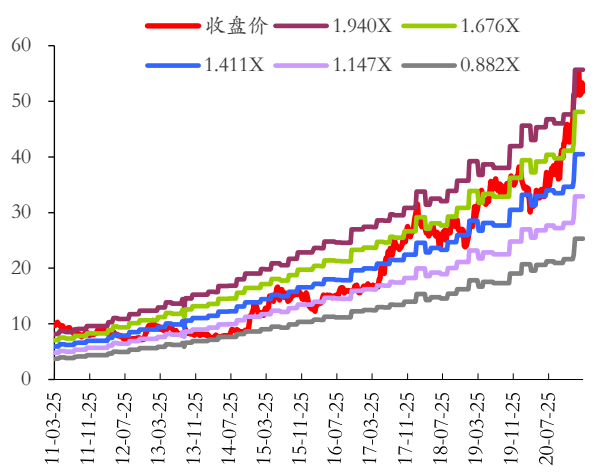
资料来源：公司公告，万和证券研究所

图表 2 招行 PE BAND（过去 10 年）



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 3 招行 PB BAND（过去 10 年）



资料来源：Wind，万和证券研究所

财务报表与财务指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
PE	13.93	11.61	10.90	10.05
PB	2.12	1.78	1.67	1.47
EPS	3.86	4.46	4.75	5.15
BVPS	25.36	29.12	31.08	35.22
每股拨备前利润	7.43	8.27	8.89	9.73
驱动性因素				
贷款增长	12.30%	9.00%	9.00%	9.00%
存款增长	16.19%	10.00%	10.00%	9.00%
净手续费收入/营业收入	27.36%	27.96%	27.34%	27.48%
成本收入比	33.30%	33.00%	33.00%	33.00%
实际所得税税率	13.06%	13.00%	13.00%	13.00%
盈利指标及资产质量指标				
ROA	1.23%	1.26%	1.24%	1.24%
ROE	14.58%	13.59%	13.73%	13.28%
生息资产平均收益率	4.13%	4.20%	4.15%	4.12%
计息负债平均收益率	1.73%	1.74%	1.75%	1.75%
净息差	2.49%	2.55%	2.45%	2.43%
净利差	2.40%	2.46%	2.40%	2.37%
不良贷款率	1.07%	1.00%	1.00%	1.00%
不良贷款拨备覆盖率	426.78%	420.00%	420.00%	420.00%
拨贷比	4.97%	4.50%	4.50%	4.50%
业绩年增长率				
净利息收入	6.90%	9.00%	9.00%	10.00%
净手续费收入	11.18%	5.00%	10.00%	10.00%
营业收入	7.70%	8.79%	7.39%	9.45%
拨备前利润	5.15%	11.27%	7.44%	9.47%
归母净利润	4.82%	14.38%	6.49%	8.48%

单位（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表:				
净利息收入	185031	201684	219835	241819
净手续费收入	79486	88373	92791	102070
其他非息收入	25965	25965	26744	27546
营业收入	290482	316021	339371	371436
税金及附加	-2478	-2749	-2885	-3157
业务及管理费	-96745	-104287	-111992	-122574
营业外净收入	-203	-400	-400	-400
拨备前利润	187465	208585	224094	245305
信用减值损失	-60830	-68003	-74388	-82904
税前利润	122440	140582	149706	162401
税后利润	97966	112465	119765	129921
归母净利润	97342	111341	118567	128621
资产负债表:				
贷款总额	4804361	5236753	5708061	6221787
债券投资	1545003	1560453	1654080	1736784
存放央行	538446	592291	651520	684096
同业资产	616516	591521	623731	741644
资产总额	8361448	8938741	9673879	10510428
吸收存款	5664135	6230549	6853603	7470428
同业负债	1341468	1073174	1083906	1138101
央行借款	331622	348203	365613	383894
负债总额	7631094	8111042	8801310	9531968
股东权益	730354	827699	872569	978459
资本状况:				
核心一级资本充足率	12.29%	12.32%	12.35%	12.36%
一级资本充足率	13.98%	14.00%	14.00%	14.00%
资本充足率	16.54%	16.55%	16.64%	16.65%

资料来源：Wind，万和证券研究所

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn