2021 年 1 月 15 日

廖晨凯
C0069@capital.com.tw

目标价(RMB/ HK$) 56.0/66.0

招商银行(600036/3968.HK) Buy 买进

2020 年业绩快报点评：资产质量改善背景下 4Q 净利大超预期

结论与建议：

招商银行发布业绩快报，公司 2020 营收增 7.7%至 2905 亿，净利增 4.8%至 973 亿，其中 4Q 净利加速恢复，增 33%至 973 亿。公司 4Q 利润表现超预期主要源于资产端改善对利润的反哺：相关信用成本降低。从收入端来看，公司非息收入及利息收入均实现较快增长，估计受益于代销基金等业务收入增加及生息资产规模增长，息差方面，我们测算仍有一定压力。作为中国零售银行领头羊，通过金融科技方面的发力，进一步助力其轻型银行转型。目前估值相对合理，我们给与“买进”的投资建议。

- **4Q 业绩表现超市场预期。**招商银行发布 2020 年业绩快报，公司 2020 营收增 7.7%至 2905 亿，净利增 4.8%至 973 亿。单季来看，4Q2020 营收增 12%至 691 亿，净利增 33%至 973 亿。招行业绩超出市场预期，后疫情时期，招行 4Q 业绩继续改善。
- **资产质量改善为业绩超预期主因，体现在信用成本节省。**资产质量方面，边际改善。4Q2020 不良率录得 1.07%，QOQ 降 5BP，较年初降 9BP。在资产质量向好的背景下，拨备覆盖率录得 438%，QOQ 升 13BP，较年初升 11BP。招行较好的资产质量和较高的风险抵御能力对 4Q 业绩向好带来反哺：4Q2020 公司拨贷比录得 4.67%，QOQ 下降 12BP，较年初下降 30BP，可能和公司不良生成速度减缓(带来信用成本降低，并贡献利润) 及加大核销有关。
- **收入端增速提升。**从收入端来看，2020 利息净收入 YOY 增 6.9%至 1850 亿，主要源于生息资产规模增长推动，息差方面我们测算仍有压力。非息收入方面，YOY 增 9.2%至 1055 亿。单季来看，4Q2020 公司利息净收入增 11%至 465 亿，非息收入 YOY 增 12.4%至 201 亿，增速均较前三季度有所提升。
- **盈利预测与投资建议：**结合业绩快报情况，我们预计公司 2020、2021 年净利增 4.8%、14.4%至 973 亿、1113 亿（前值 943 亿、1113 亿），目前股价对应 PE13X、11X，PB1.9X、1.7X，估值合理，给与“买入”的投资建议。
- **风险提示：**宏观经济下行超预期，LPR 下行超预期

公司基本资讯

產業別	银行
A 股价(2021/1/14)	49.05
上证指数(2021/1/14)	3565.90
股價 12 個月高/低	50.08/27.85
總發行股數(百萬)	25219.85
A 股數(百萬)	20628.94
A 市值(億元)	10118.50
主要股東	香港中央结算(代理人)有限公司(18.04%)
每股淨值(元)	28.70
股價/賬面淨值	1.71

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.3	20.8	30.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-11-02	39.81	买进

产品组合

利息净收入	63.7%
非利息净收入	36.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.3%
一般法人	54.1%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	70,150	80,560	92,867	97,339	111,322
同比增减	%	13.0%	14.8%	15.3%	4.8%	14.4%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.78	3.13	3.62	3.79	4.34
A 股市盈率(P/E)	X	17.6	15.7	13.5	12.9	11.3
每股净资产（EVPS）	RMB 元	17.69	20.07	22.89	25.36	28.81
A 股市净率（P/B）	X	2.77	2.44	2.14	1.93	1.70
股利 (DPS)	RMB 元	0.84	0.94	1.20	1.25	1.30
股息率 (Yield)	%	2.77%	1.92%	2.45%	2.55%	2.65%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进（Strong Buy）	潜在上涨空间≥ 35%
买进（Buy）	15%≤潜在上涨空间<35%
区间操作（Trading Buy）	5%≤潜在上涨空间<15%
中立（Neutral）	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	220,897	248,555	269,703	290,545	325,533
净利息收入	144,852	160,384	173,090	185,001	202,348
净手续费及佣金收入	64,018	66,480	71,493	81,814	94,086
营业支出	130,357	141,947	152,656	168,187	185,697
业务及管理费用	66,772	77,112	86,541	90,618	101,716
资产减值损失	59,926	60,837	61,159	72,113	78,089
营业利润	90,540	106,608	117,047	122,357	139,836
净利润	70,150	80,560	92,867	97,339	111,322

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
发放贷款及垫款	3,414,612	3,749,949	4,277,300	4,836,594	5,494,408
证券投资	1,513,560	1,337,082	1,400,084	1,473,419	1,629,498
现金及存放央行款项	616,419	493,382	567,896	631,176	712,588
存放同业款项	76,918	100,160	106,113	117,937	133,149
同业拆出资金	154,628	313,411	307,433	341,690	385,763
买进返售金融资产	252,550	199,386	108,961	121,102	136,723
生息资产总计	6,028,687	6,193,370	6,767,787	7,521,920	8,492,130
资产总计	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,243,741	9,307,055
客户存款	4,064,345	4,427,566	4,874,981	5,378,782	5,934,648
向中央银行借款	414,838	405,314	359,175	397,888	441,406
同业存放	439,118	470,826	555,581	615,463	682,778
同业拆入	272,734	203,950	165,921	183,804	203,908
应付债券	296,477	424,926	578,191	662,143	766,994
卖出回购资产	125,620	78,141	63,233	70,048	77,710
付息负债总计	5,613,132	6,010,723	6,597,082	7,308,128	8,107,443
负债总计	5,814,246	6,202,124	6,799,533	7,558,503	8,541,564
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
所有者权益总计	483,392	543,605	617,707	685,238	765,490
负债和所有者权益总计	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,243,741	9,307,055

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	-5,660	-35,721	4,432	-12,316	-14,535
投资活动产生的现金流量净额	-84,471	19,718	-70,571	-45,108	-31,987
筹资活动产生的现金流量净额	22,663	94,333	110,450	75,815	93,533
现金及现金等价物净增加额	-71,687	83,258	45,992	19,188	49,479

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務.不是.個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司.不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證i@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證i@。此份報告.不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。