

招商银行(600036)

点评报告

行业公司研究—银行II行业—

证券研究报告

东边不亮西边亮，业绩再次超预期

——招商银行2020年一季度报点评

✍ 分析师：邱冠华 S1230520010003
☎ 联系人：梁凤洁
✉ TEL：02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

20Q1 业绩超预期，营收“东边不亮西边亮”，不良、拨备双双改善。

投资要点

□ 业绩概览

2020 年一季度归母净利润同比+10.1%，增速环比-5.2pc；营收+11.4%，增速环比+2.9pc；ROE 18.76%，同比-69bp。20Q1 净息差（单季日均）2.46%，环比+16bp。20Q1 不良率 1.11%，环比-5bp；拨备覆盖率 451%，环比+25pc。

□ 经营特点

1、**营收韧性超出预期。**前期因 19Q4 净息差下降速度较快，市场对于营收增速较为悲观。但 20Q1 营收同比+11.4%，增速较 19A 还提升 2.9pc，超出市场预期。资产加速投放和投资收益快增在市场预期内，但有两点超出市场预期：① 息差环比改善，20Q1 净息差（单季日均）环比+16bp，对营收的拖累好于预期；② 中收增速提升，市场之前担心卡交易业务的中收受到较大打击，中收增长将非常乏力。但财富管理业务的快速增长支撑中收同比+15%，增速较 19 年提升 7.7pc。整体来说，营收呈现“东边不亮西边亮”的特征，表现超出市场预期。

2、**息差逆势环比改善。**20Q1 净息差环比+16bp：① 资产端，19Q4 进行 ABS 转出的负面效应消除，带来整体资产收益率回升；② 负债端，存款结构优化（加强管控高成本结构性存款和大额存单）带来存款成本率改善，资金市场利率下降也有助于整体负债成本率下降。展望未来，息差仍有下行压力，全年息差对营收拖累或小幅扩大。预计将继续通过管控负债成本率来抵御息差下行趋势。

3、**不良表现好于预期。**20Q1 不良率环比-5bp 至 1.11%，非并表口径来看：20Q1 不良生成额 91 亿元，同比下降 27.5 亿元。不良的改善反映了疫情前招行资产质量的持续向好。① 对公贷款不良生成大幅下降，且先行指标逾期率较年初下降 29bp。疫情的影响仍在发酵，预计对资产质量形成实质性冲击将在 Q2/Q3；② 零售贷款不良生成同比上升，不良率和逾期率分别较年初上升 14bp 和 60bp。由于不良认定标准为逾期 90+，因此预计 Q2 不良生成压力将加大。3 月信用卡入催和回收情况好转，催收产能恢复，实际风险边际缓释。预计招行资产质量仍然将保持同业较优水平，主要考虑对公贷款以大型客户为主（85%），零售贷款约 48% 为按揭。拨备覆盖率环比+24.5pc 至 451%，反哺空间非常充足。

□ 盈利预测及估值

零售银行龙头属性凸显，营收韧性超预期，仍有望通过资产质量和拨备取胜。预计 2020-2022 年招商银行归母净利润同比增速分别为 12.08%/12.93%/13.48%，对应 EPS 4.06/4.59/5.22 元/股。现价对应 2020-2022 年 8.62/7.62/6.70 倍 PE，1.35/1.20/1.07 倍 PB。目标价 42 元，对应 20 年 1.62 倍 PB，维持买入评级。

□ **风险提示：**疫情冲击超预期，不良大幅暴露。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥35.02

单季度业绩

元/股

1Q/2020	1.10
4Q/2019	0.62
3Q/2019	1.07
2Q/2019	1.01



公司简介

相关报告

- 1《金融科技再加码，质量和拨备取胜——招商银行年报深度解读》2020.03.22
- 2《招商银行（600036）2015 年报点评：息差和资产质量好于预期，战略稳健执行》2016.03.31
- 3《招商银行（600036）三季度报点评：零售业务贡献持续提升，不良压力未有明显改善》2015.10.30

报告撰写人：邱冠华

数据支持人：梁凤洁

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	269,703	294,117	332,510	376,185
(+/-)	8.51%	9.05%	13.05%	13.14%
净利润	92,867	104,087	117,544	133,386
(+/-)	15.28%	12.08%	12.93%	13.48%
每股净资产(元)	22.89	25.87	29.12	32.83
P/B	1.53	1.35	1.20	1.07

表 1: 招商银行 2020 年一季报数据概览

维度	单位: 百万元	20Q1	19Q1	YoY	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	18.8%	19.5%	-0.7pc	17.9%	18.3%	10.4%	17.7%	7.4pc
	ROA (年化)	N.A.	1.51%	n.a	1.45%	1.47%	0.85%	1.46%	62bp
	拨备前利润	55,257	49,877	10.8%	48,060	45,674	34,680	55,257	59.3%
	归母净利润	27,795	25,240	10.1%	25,372	26,627	15,628	27,795	77.9%
	EPS (未年化)	1.10	1.00	10.1%	1.01	1.06	0.62	1.10	77.9%
	BVPS (未年化)	24.11	21.09	14.3%	21.17	22.30	22.89	24.11	5.3%
收入拆分	营业收入	76,603	68,739	11.4%	69,562	69,429	61,973	76,603	23.6%
	利息净收入	45,756	43,369	5.5%	44,038	43,817	41,866	45,756	9.3%
	生息资产(期初期末平均, 注1)	7,556,043	6,728,393	12.3%	6,943,529	7,192,647	7,314,870	7,556,043	3.3%
	净息差(期初期末口径)	2.42%	2.58%	-16bp	2.54%	2.44%	2.29%	2.42%	13bp
	净息差(日均余额口径)	2.56%	2.72%	-16bp	2.69%	2.56%	2.40%	2.56%	16bp
	非利息净收入	30,847	25,370	21.6%	25,524	25,612	20,107	30,847	53.4%
	手续费净收入	22,061	19,158	15.2%	19,813	18,188	14,334	22,061	53.9%
	其他非息收入	8,786	6,212	41.4%	5,711	7,424	5,773	8,786	52.2%
	业务及管理费	19,584	17,805	10.0%	20,352	22,455	25,929	19,584	-24.5%
	成本收入比	25.57%	25.90%	-0.3pc	29.26%	32.34%	41.84%	25.57%	-16.3pc
	资产减值损失	20,354	16,810	21.1%	16,254	11,872	16,223	20,354	25.5%
	贷款减值损失	18,043	16,372	10.2%	13,140	10,597	14,105	18,043	27.9%
	信用成本	1.56%	1.63%	-6bp	1.24%	0.96%	1.26%	1.56%	30bp
	所得税费用	6,949	7,570	-8.2%	6,445	6,899	2,795	6,949	148.6%
有效税率	19.91%	22.89%	-3.0pc	20.26%	20.41%	15.14%	19.91%	4.8pc	
规模增长	总资产	7,766,114	6,794,347	14.3%	7,193,181	7,305,925	7,417,240	7,766,114	4.7%
	生息资产余额	7,726,595	6,746,014	14.5%	7,141,045	7,244,249	7,385,490	7,726,595	4.6%
	贷款总额	4,732,658	4,125,847	14.7%	4,323,530	4,462,259	4,490,650	4,732,658	5.4%
	对公贷款	2,213,464	1,872,722	18.2%	2,084,473	1,999,984	2,128,034	2,213,464	4.0%
	个人贷款	2,519,194	2,253,125	11.8%	2,239,057	2,462,275	2,362,616	2,519,194	6.6%
	同业资产	637,581	463,941	37.4%	556,853	535,604	522,507	637,581	22.0%
	金融投资	1,882,889	1,665,752	13.0%	1,710,486	1,747,792	1,804,437	1,882,889	4.3%
	存放央行	473,467	490,474	-3.5%	550,176	498,594	567,896	473,467	-16.6%
	总负债	7,117,641	6,221,311	14.4%	6,619,186	6,703,077	6,799,533	7,117,641	4.7%
	付息负债余额	6,859,453	5,968,751	14.9%	6,354,304	6,446,263	6,566,523	6,859,453	4.5%
	吸收存款	5,164,118	4,427,197	16.6%	4,699,738	4,763,788	4,844,422	5,164,118	6.6%
	同业负债	844,002	781,661	8.0%	818,155	830,510	784,735	844,002	7.6%
	发行债券	536,542	456,541	17.5%	501,902	564,696	578,191	536,542	-7.2%
	向央行借款	314,791	303,352	3.8%	334,509	287,269	359,175	314,791	-12.4%
所有者权益	642,031	566,046	13.4%	567,886	596,425	611,301	642,031	5.0%	
总股本	25,220	25,220	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	52,582	55,645	-5.5%	53,221	53,261	52,275	52,582	0.6%
	不良率	1.11%	1.35%	-24bp	1.23%	1.19%	1.16%	1.11%	-5bp
	关注贷款	n.a	n.a	n.a	56,311	n.a	52,590	n.a	n.a
	关注率	n.a	n.a	n.a	1.30%	n.a	1.17%	n.a	n.a
	逾期贷款	n.a	n.a	n.a	67,234	n.a	63,363	n.a	n.a
	逾期率	n.a	n.a	n.a	1.56%	n.a	1.41%	n.a	n.a
	不良生成额	6,431	10,182	-36.8%	5,560	4,523	10,606	6,431	-39.4%
	不良生成率	0.57%	1.04%	-46bp	0.54%	0.42%	0.95%	0.57%	-38bp
	逾期90+偏离度	n.a	n.a	n.a	80.4%	n.a	85.1%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	451.3%	363.2%	88.1pc	394.1%	409.4%	426.8%	451.3%	24.5pc
	拨贷比	5.01%	4.90%	12bp	4.85%	4.89%	4.97%	5.01%	5bp
资本情况	核心一级资本充足率	11.94%	11.92%	2bp	11.42%	11.90%	11.95%	11.94%	-1bp
	一级资本充足率	12.64%	12.72%	-8bp	12.19%	12.66%	12.69%	12.64%	-5bp
	资本充足率	15.52%	15.86%	-34bp	15.09%	15.44%	15.54%	15.52%	-2bp

数据来源: 公司财报, 浙商证券研究所。注: 以 19Q1-3 举例, 19Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 19Q1-3 生息资产平均余额为 19Q1、19Q2、19Q3 平均余额的平均值。

表附录：报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
存放央行	567,896	479,598	527,558	580,313
同业资产	522,507	574,758	632,233	695,457
贷款总额	4,490,650	5,119,341	5,733,662	6,421,701
贷款减值准备	-222,899	-251,669	-287,993	-326,456
贷款净额	4,277,300	4,867,672	5,445,669	6,095,245
证券投资	1,804,437	1,925,930	2,036,386	2,148,156
其他资产	245,100	268,195	295,326	325,307
资产合计	7,417,240	8,116,153	8,937,172	9,844,479
同业负债	1,143,910	1,240,342	1,345,520	1,460,272
存款余额	4,844,422	5,328,864	5,861,751	6,447,926
应付债券	578,191	586,294	659,879	742,700
其他负债	233,010	267,218	293,794	323,063
负债合计	6,799,533	7,422,718	8,160,943	8,973,960
股东权益合计	617,707	693,435	776,228	870,519
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
业绩增长				
利息净收入增速	7.92%	2.36%	12.30%	11.88%
手续费净增速	7.54%	20.00%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	9.57%	21.04%	14.20%	15.00%
拨备前利润增速	6.55%	9.14%	13.05%	13.14%
归属母公司净利润增	15.28%	12.08%	12.93%	13.48%
盈利能力				
ROAE	16.84%	16.66%	16.71%	16.86%
ROAA	1.31%	1.34%	1.38%	1.42%
RORWA	2.51%	2.32%	2.19%	2.25%
生息率	4.38%	3.91%	3.95%	3.98%
付息率	1.90%	1.83%	1.82%	1.82%
净利差	2.48%	2.08%	2.13%	2.16%
净息差	2.59%	2.29%	2.34%	2.37%
成本收入比	32.09%	32.09%	32.09%	32.09%
资本状况				
资本充足率	15.54%	15.71%	15.86%	16.03%
核心资本充足率	12.69%	12.91%	13.20%	13.50%
风险加权系数	52.09%	63.00%	63.00%	63.00%
股息支付率	32.59%	32.47%	32.53%	32.59%

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
净利息收入	173,090	177,176	198,963	222,606
净手续费收入	71,493	85,792	98,660	113,459
其他非息收入	25,120	31,149	34,887	40,120
营业收入	269,703	294,117	332,510	376,185
税金及附加	-2,348	-2,621	-2,967	-3,347
业务及管理费	-86,541	-94,375	-106,694	-120,709
营业外净收入	85	4	-2	-2
拨备前利润	178,291	194,587	219,978	248,883
资产减值损失	-61,159	-63,693	-72,161	-81,144
税前利润	117,132	130,894	147,817	167,739
所得税	-23,709	-26,179	-29,563	-33,548
税后利润	93,423	104,716	118,254	134,192
归属母公司净利润	92,867	104,087	117,544	133,386
归属母公司普通股股东	91,197	102,428	115,885	131,727
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
资产质量				
不良贷款余额	52,275	59,449	66,336	73,247
不良贷款净生成率	0.78%	0.80%	0.75%	0.78%
不良贷款率	1.16%	1.16%	1.16%	1.14%
拨备覆盖率	427%	423%	434%	446%
拨贷比	4.97%	4.92%	5.02%	5.08%
流动性				
贷存比	92.70%	96.07%	97.81%	99.59%
贷款/总资产	60.54%	63.08%	64.16%	65.23%
平均生息资产/平均	99.53%	99.69%	99.86%	99.97%
每股指标(元)				
EPS	3.62	4.06	4.59	5.22
BVPS	22.89	25.87	29.12	32.83
每股股利	1.20	1.34	1.52	1.72
估值指标				
P/E	9.68	8.62	7.62	6.70
P/B	1.53	1.35	1.20	1.07
P/PPOP	4.95	4.54	4.01	3.55
股息收益率	3.43%	3.83%	4.33%	4.92%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>