

600036.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 35.02

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 营收增速逆市提升, 关注不良风险暴露

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.9)	7.0	(4.9)	1.8
相对上证指数	(1.4)	5.2	0.3	9.6

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	883,199
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,149
资本充足率(%) (2020Q1)	15.52
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2020年4月29日收市价为标准

相关研究报告

- 《招商银行》 20200322
- 《招商银行》 20200119
- 《招商银行》 20191030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 银行
励雅敏

(8621)20328568

yamin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517100003

林颖颖

(8621)20328595

yingying.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080004

招商银行

营收增速逆市提升, 关注不良风险暴露

招行1季度营收表现好于市场预期, 非息收入增长亮眼。公司零售优势领先, 存在吸储优势, 并且零售客户的积累有助于促进手续费收入的增长。在营收保持较好增长情况下, 公司拨备计提力度持续加大, 拨备覆盖率提升, 增强风险抵御能力。但我们也关注到1季度受疫情影响, 公司零售信贷的不良风险暴露有所加快, 后续需要关注资产质量变化。维持买入评级。

支撑评级的要点
■ 非息表现亮眼, 营收逆市提升

招行1季度营收增速逆市提升, 同比增11.44%, 较2019年(8.51%)提升2.9个百分点。公司非息收入表现亮眼, 带动营收增速的提升。1季度非息收入同比增21.6%, 较2019年(9.57%)大幅提升, 其中手续费收入同比增15.2%, 预计增速水平居股份行前列。其他非息收入方面, 投资收益同比增48.9%, 主要由债券价差、基金分红和票据非标投资收益增加带来。由于公司1季度拨备计提力度加大, 净利润同比增10.1%, 较2019年下行5.2个百分点。

■ 资产端下行使得息差同比收窄, 1季度负债端成本率改善

招行1季度息差同比下行16BP至2.56%, 主要受资产端收益率下行的影响。资产端来看, 信贷方面, 受LPR改革影响, 贷款定价下行趋势明显; 此外, 1季度零售环比增速(0.43%)低于对公(9.1%)和票据(25.7%), 并且零售信贷结构中, 信用卡贷款占比较2019年末下行2个百分点至26.8%, 均对信贷收益率带来下行压力。但公司1季度负债端成本率改善, 我们认为受益于负债端结构优化、高成本存款管控加强以及市场化负债成本压力缓解。根据我们测算, 公司期初期末口径负债端成本率环比下行6BP。展望后续, 我们认为受资产端收益率下行影响, 招行的息差依然存在收窄压力。

■ 零售风险暴露加快, 关注资产质量走势

招行1季度资产质量保持稳健, 不良率环比下行5BP至1.16%, 但个人信用卡、消费贷不良率环比提升54BP、17BP至1.89%、1.35%, 使得零售不良率环比提升14BP至0.87%。根据我们测算, 公司1季度不良生成率为0.6%, 保持行业低位, 考虑到疫情对资产质量影响的滞后性, 后续仍需关注资产质量变化趋势。公司加大拨备计提力度, 1季度拨备覆盖率、拨贷比分别环比提升24.5/0.04个百分点至451%/5.01%, 风险抵御能力进一步增强。

估值: 我们维持招行2020/2021年EPS为4.11元/4.52元的预测, 对应净利润增速为11.6%/10.0%, 目前股价对应2020/2021年市净率为1.36倍/1.22倍。

评级面临的主要风险: 经济下行导致资产质量恶化超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日(人民币 百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入-扣除其他成本	246,689	267,002	288,868	317,442	349,312
变动(%)	12.44	8.23	8.19	9.89	10.04
净利润	80,560	92,867	103,631	114,015	126,043
变动(%)	14.8	15.3	11.6	10.0	10.5
净资产收益率(%)	16.92	17.1	16.9	16.6	16.4
每股收益(元)	3.19	3.68	4.11	4.52	5.00
市盈率(倍)	10.96	9.51	8.52	7.75	7.01
市净率(倍)	1.75	1.53	1.36	1.22	1.09

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.2020 年 1 季度业绩摘要 (百万)

	2019 年 1-3 月	2020 年 1-3 月	同比增减 (%)
营业收入	68,739	76,603	11.44
归属于本行股东的净利润	25,240	27,795	10.12
扣除非经常性损益后归属于本行股东的净利润	25,091	27,916	11.26
归属于本行普通股股东的基本每股收益 (人民币元)	1.00	1.10	10
归属于本行普通股股东的稀释每股收益 (人民币元)	1.00	1.10	10
扣除非经常性损益后归属于本行普通股股东的基本每股收益 (人民币元)	0.99	1.11	12.12
年化后归属于本行普通股股东的加权平均净资产收益率(%)	19.45	18.76	减少 0.69 个百分点
年化后扣除非经常性损益的归属于本行普通股股东的加权平均净资产收益率(%)	19.34	18.84	减少 0.50 个百分点

资料来源: 公司公告, 中银证券

事项:

招商银行公布 2020 年一季报, 1 季度净利润同比+10.12%。总资产 7.77 万亿元 (+14.3%, YoY/+4.70%,QoQ)。其中贷款+14.6%YoY/+5.36%QoQ; 存款+16.6%YoY/6.59%QoQ。营业收入同比+11.44%, 净息差 2.56% (-16bp, YoY), 利息净收入同比+5.50%, 手续费净收入同比+15.2%。成本收入比 25.57% (-0.33%,YoY)。不良贷款率 1.11% (-5bp,QoQ)。拨备覆盖率 451% (+24.49pct,QoQ), 拨贷比 5.01%(+4BP,QoQ)。公司 1 季度年化 ROE18.76% (-69bp, YoY), 公司核心一级资本充足率 11.94%, 资本充足率 15.52%。

非息表现亮眼, 营收逆市提升

招行 1 季报表现优异, 营收增速逆市提升。1 季度营收同比增 11.44%, 较 2019 年 (8.51%) 提升 2.9 个百分点。公司非息收入表现亮眼, 带动营收增速的提升。1 季度非息收入同比增 21.6%, 较 2019 年 (9.57%) 大幅提升, 其中手续费收入同比增 15.2%, 预计增速水平居股份行前列, 主要是因为受托理财收入、代销基金收入增长。招行的零售优势领先同业, 零售客群基础扎实, 1 季末招行的零售客户数达 1.46 亿户 (含借记卡和信用卡客户), 较上年末增长 1.39%, 其中金葵花及以上客户数较上年末增 5.34%, 公司的零售客群优势有助于公司非息收入的快速增长。不过受疫情影响, 预计 1 季度银行卡业务收入、支付结算等业务对手续费收入的贡献度下降。其他非息收入方面, 投资收益同比增 48.9%, 主要由债券价差、基金分红和票据非标投资收益增加带来。利息收入方面, 受息差同比下降的影响, 利息净收入同比增速较 2019 年放缓 2.4 个百分点至 5.50%。由于公司 1 季度拨备计提力度加大, 净利润同比增 10.1%, 较 2019 年下行 5.2 个百分点。1 季度 ROE 同比下降 0.69 个百分点至 18.76%, 但绝对水平依然保持行业前列。

资产端下行使得息差同比收窄, 1 季度负债端成本率改善

招行 1 季度息差同比下降 16BP 至 2.56%, 主要受资产端收益率下行的影响。资产端来看, 信贷方面, 受 LPR 改革影响, 贷款定价下行趋势明显; 此外, 1 季度疫情对零售信贷影响较大, 1 季度零售环比增速 (0.43%) 低于对公 (9.1%) 和票据 (25.7%), 并且零售信贷结构中, 信用卡贷款占比较 2019 年末下行 2 个百分点至 26.8%, 均对信贷收益率带来下行压力。非信贷资产方面, 受市场利率下行影响收益率大幅下降。但公司 1 季度负债端成本率改善, 我们认为受益于负债端结构优化、高成本存款管控加强以及市场化负债成本压力缓解。1 季度存款环比增 6.59%, 带动存款占比较 2019 年末提升 1.3 个百分点至 73%。根据我们测算, 公司期初期末口径负债端成本率环比下行 6BP。从单季环比变化来看, 1 季度息差环比 4 季度提升 16BP, 主因 2019 年 4 季度加大信贷资产证券化力度, 导致 4 季度贷款收益率较低。展望后续, 我们认为受资产端收益率下行影响, 招行的息差依然存在收窄压力。

零售风险暴露加快，关注资产质量走势

招行 1 季度资产质量保持稳健，不良率环比下行 5BP 至 1.16%，主因对公信贷不良率的大幅下行（33BP）。但我们关注到，受疫情影响，个人信用卡、消费贷不良率环比提升 54BP、17BP 至 1.89%、1.35%，使得零售不良率环比提升 14BP 至 0.87%，但公司的信用卡、消费贷不良率水平依然处于行业较低水平。从前瞻性指标来看，1 季度关注率和逾期率环比提升 10BP、20BP 至 1.28%、1.66%；其中，零售的关注和逾期率环比提升 33BP、60BP 至 1.51%、1.80%。根据我们测算，公司 1 季度不良生成率为 0.6%，保持行业低位，考虑到疫情对资产质量影响的滞后性，后续仍需关注资产质量变化趋势。在营收表现优异情况下，公司进一步加大拨备计提力度、夯实拨备基础，1 季度拨备覆盖率、拨贷比分别环比提升 24.5/0.04 个百分点至 451%/5.01%，风险抵御能力进一步增强。

投资建议：

招行 1 季度营收表现好于市场预期，同比增速较 2019 年提升，非息收入增长亮眼。公司零售优势领先，存在吸储优势，并且零售客户的积累有助于促进手续费收入的增长。在营收保持较好增长情况下，公司拨备计提力度持续加大，拨备覆盖率提升，增强风险抵御能力。但我们也关注到 1 季度受疫情影响，公司零售信贷的不良风险暴露有所加快，后续需要关注资产质量变化。我们维持招行 2020/2021 年 EPS 为 4.11 元/4.52 元的预测，对应净利润增速为 11.6%/10.0%，目前股价对应 2020/2021 年市净率为 1.36 倍/1.22 倍，维持**买入**评级。

风险提示：

经济下行导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

损益表(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (RMB)					
EPS (摊薄/元)	3.19	3.68	4.11	4.52	5.00
BVPS (摊薄/元)	20.07	22.89	25.78	28.82	32.19
每股股利	0.94	1.20	1.34	1.47	1.63
分红率(%)	29.43	32.59	32.59	32.59	32.59
资产负债表 (Rmb bn)					
贷款总额	3,942	4,500	5,220	6,056	7,025
证券投资	1,706	1,829	2,012	2,213	2,434
应收金融机构的款项	613	523	523	523	523
生息资产总额	6,562	7,196	8,154	9,256	10,526
资产合计	6,746	7,417	8,404	9,540	10,850
客户存款	4,428	4,875	5,606	6,447	7,414
计息负债总额	6,011	6,597	7,472	8,473	9,618
负债合计	6,202	6,800	7,713	8,771	9,995
股本	25	25	25	25	25
股东权益合计	540	611	684	761	846
利润表 (Rmb bn)					
净利息收入	160.38	173.09	185.66	202.12	220.05
净手续费及佣金收入	66.48	71.49	80.79	92.91	106.84
营业收入	246.69	267.00	288.87	317.44	349.31
营业税金及附加	(2.13)	(2.35)	(2.89)	(3.17)	(3.49)
拨备前利润	167.33	178.20	192.44	211.46	232.68
计提拨备	(60.84)	(61.07)	(61.73)	(67.66)	(73.71)
税前利润	106.50	117.13	130.71	143.81	158.98
净利润	80.56	92.87	103.63	114.01	126.04
资产质量					
NPL ratio(%)	1.36	1.16	1.15	1.15	1.15
NPLs	53.61	52.28	60.04	69.64	80.78
拨备覆盖率(%)	358	427	423	410	394
拨贷比(%)	4.87	4.95	4.86	4.72	4.53
一般准备/风险加权资(%)	4.10	4.31	4.33	4.30	4.21
不良贷款生成率(%)	0.41	0.68	0.80	0.80	0.80
不良贷款核销率(%)	(0.51)	(0.71)	(0.64)	(0.63)	(0.63)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(人民币 十亿元)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营管理 (%)					
贷款增长率	10.57	14.17	16.00	16.00	16.00
生息资产增长率	7.35	9.67	13.31	13.52	13.72
总资产增长率	7.12	9.95	13.31	13.52	13.72
存款增长率	8.94	10.11	15.00	15.00	15.00
付息负债增长率	7.08	9.76	13.27	13.39	13.51
净利息收入增长率	10.72	7.92	7.26	8.86	8.87
手续费及佣金净收入增长率	3.85	7.54	13.00	15.00	15.00
营业收入增长率	12.44	8.23	8.19	9.89	10.04
拨备前利润增长率	11.11	6.49	7.99	9.89	10.04
税前利润增长率	17.44	9.99	11.59	10.02	10.55
净利润增长率	14.84	15.28	11.59	10.02	10.55
非息收入占比	26.95	26.78	27.97	29.27	30.59
成本收入比	31.26	32.41	32.41	32.41	32.41
信贷成本	1.62	1.45	1.27	1.20	1.13
所得税率	24.11	20.24	20.24	20.24	20.24
盈利能力 (%)					
NIM	2.57	2.59	2.49	2.39	2.29
拨备前 ROAA	2.57	2.52	2.43	2.36	2.28
拨备前 ROAE	32.80	30.95	29.71	29.27	28.96
ROAA	1.24	1.31	1.31	1.27	1.24
ROAE	16.92	17.15	16.89	16.56	16.38
流动性 (%)					
分红率	29.43	32.59	32.59	32.59	32.59
贷存比	89.03	92.32	93.12	93.93	94.75
贷款/总资产	58.44	60.67	62.12	63.48	64.75
债券投资/总资产	25.28	24.65	23.93	23.19	22.43
银行同业/总资产	9.09	7.04	6.22	5.48	4.82
资本状况					
核心一级资本充足率 ²	11.78	11.95	10.59	10.48	10.34
资本充足率	13.06	13.02	12.69	12.33	11.97
加权风险资产-一般法	4,678	5,171	5,859	6,651	7,563
% RWA/总资产(%)	69.35	69.71	69.71	69.71	69.71

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371