

## 营收稳步增长 零售客群优势强化

### ——招商银行 (600036.SH) 2020 年半年报点评

公司简报

#### 买入 (维持)

当前价：38.45 元

#### 分析师

王一峰 (执业证书编号: S0930519050002)

010-56513033

[wangyf@ebcn.com](mailto:wangyf@ebcn.com)

#### 联系人

董文欣

010-56513030

[dongwx@ebcn.com](mailto:dongwx@ebcn.com)

#### 市场数据

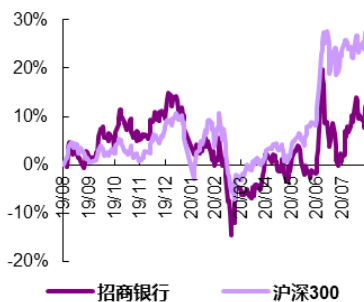
总股本(亿股)：252.20

总市值(亿元)：10686

一年最低/最高(元)：28.71-43.3

近3月换手率：45.3%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.4	6.5	16.8
绝对	11.3	17.2	15.6

资料来源：Wind

#### 相关研报

行业营收稳定盈利下滑 拨备计提夯实资产质量——2020 年二季度银行主要监管指标点评……2020 年 8 月 11 日

#### 事件：

招商银行 (600036.SH) 发布 2020 年半年度报告，实现营业收入 1483.53 亿元，YoY+7.3%；拨备前净利润 1032.81 亿元，YoY+5.5%；归属于上市公司股东的净利润 497.88 亿元，YoY-1.6%。平均总资产收益率 1.29% (YoY-0.16pct)，平均净资产收益率 16.94% (YoY-2.53pct)。

#### 点评：

◆**营收增速较为平稳，盈利增速优于可比同业。**2020 年上半年，招商银行营业收入/拨备前净利润/归母净利润同比增速分别为 7.3%/5.5%/-1.6%，营收与盈利增速相背离，主要由于公司根据疫情等因素带来的不确定性影响，主动加大了拨备计提力度（上半年信用减值损失 404.43 亿元，YoY+22.3%），导致净利润增速有所下滑，但仍显著好于可比同业。

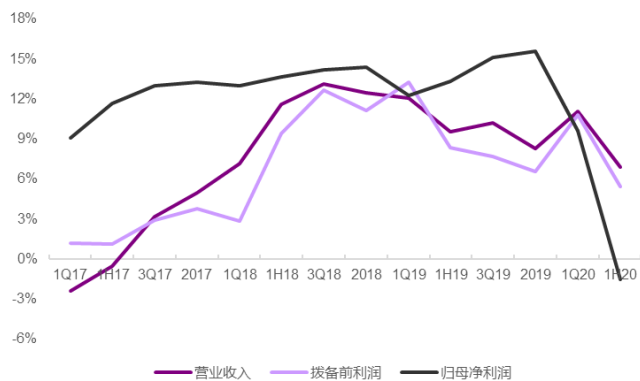
◆**规模扩张驱动净利息收入实现“以量补价”。**上半年招商银行净利息收入同比增长 4.0%至 908.73 亿元，在息差承压收窄情况下，主要通过规模增长实现“以量补价”。规模方面，上半年“宽信用”政策持续发力，招商银行总资产/贷款总额分别较上年末增长 8.3%/8.0%至 8.03 万亿元/4.86 万亿元。但在贷款等生息资产收益率下行、存款成本相对刚性的情况下，2Q20 净息差 2.45%，环比 1Q20 下行 11BP，主要是由于资产端收益下行幅度大于负债端成本节约。**资产端来看，1)** 市场利率下行较快，LPR 利率多次下调，新发放贷款利率下降幅度较大，同时，票据融资、债券投资和同业资产收益率下降明显；**2)** 疫情影响下，收益相对较高的零售贷款增速放缓，高收益资产占比下降。**负债端来看，**成本下降主要受益活期存款占比提升、高成本负债压降等因素。其中，存款较上年末增长 12.3%至 5.44 万亿，占负债比例提升 2.34 个百分点至 73.6%，负债结构更趋稳定；存款中的活期存款占比提升明显，对公活期/定期较上年末增速分别为 21.4%/4.6%，零售活期/定期较上年末增速分别为 12.4%/4.2%。此外，市场利率下行期，公司主动加大配置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（收益归属非利息收入，资金来源为计息负债）也对净息差形成一定负向扰动。

◆**非息净收入同比增长 12.9%，占营收比小幅升至 38.8%。**上半年非利息净收入同比增长 12.9%至 574.8 亿元，非息净收入占比较去年同期提升 1.95 个百分点至 38.78%。其中，净手续费及佣金收入 422.69 亿元 (YoY+8.5%)，主要由受托理财、代销基金等业务增长贡献；净其他非息收入 152.11 亿元 (YoY+27.6%)，主要来自基金投资分红增加、票据及债券价差等投资收益。

◆**客群规模持续扩大，零售客群结构进一步优化。**上半年，招行零售客户数较上年末增长 4.9%至 1.51 亿户，其中，金葵花及以上客户增长 10.2%至 291.79 万户，私行客户增长 11.5%至 9.1 万户，零售客群优势进一步强化。与此同时，零售客户 AUM 较上年末增长 10.3%达到 8.26 万亿，私行客户 AUM 较上年末增长 11.9%至 2.5 万亿。庞大的零售客群和资产规模，为招商银行进一步拓展非息收入、推进“轻型化”转型奠定了坚实基础。

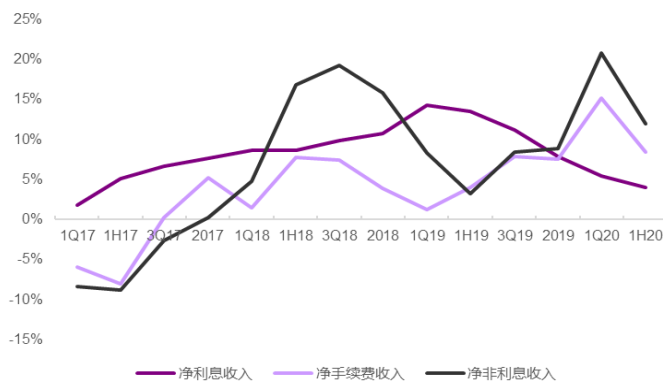
◆ **资产质量优质, 风险抵补能力强。**6月末公司不良贷款率1.14%, 环比1Q20上升3BP, 较上年末下降2BP, 整体不良率仍为较低水平。与此同时, 关注贷款余额和关注贷款率较上年末实现双降, 关注贷款率0.99%, 较上年末下降18BP, 公司不良率+关注率合计仅为2.13%。逾期贷款占比1.35%, 较上年末下降6BP。但不良生成率同比上行9BP至1.29%。分业务类别来看, 市场较为担心的零售贷款资产质量相较1Q20呈现边际好转态势, 零售不良率环比1Q20下降4BP至0.83%, 其中信用卡贷款风险呈现回落迹象, 不良率/关注类/逾期率分别环比1Q20下降4BP/73BP/63BP至1.85%/3.47%/3.50%; 对公资产质量方面, 不良率环比1Q20上行15BP至1.87%, 但较上年末下行18BP。公司整体资产质量稳中向好的同时, 拨备覆盖率(440.81%)仍处于较高水平, 环比1Q20下降10.46个百分点, 但较上年末提升14.03个百分点; 拨贷比环比1Q20微升2BP至5.03%, 较上年末提升6BP, 风险抵补能力较强。

图 1: 招商银行营收、PPOP 及净利润同比增速



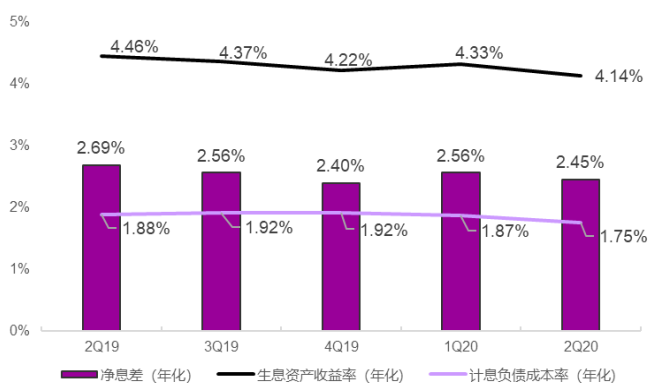
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 2: 营收主要构成指标同比增速情况



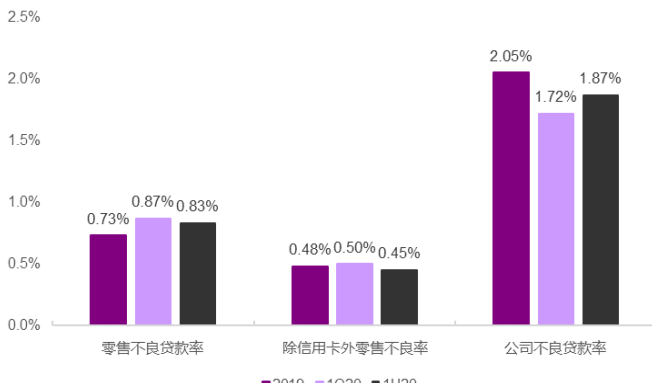
资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

图 3: 生息资产收益率下行是净息差收窄主要原因



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

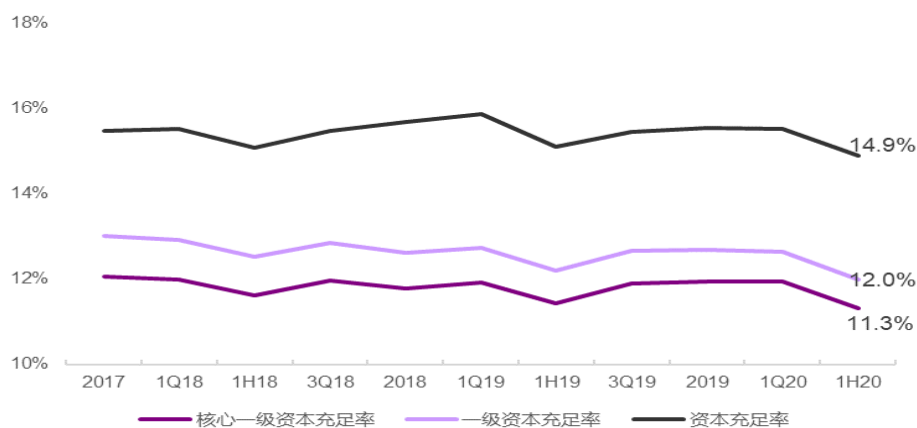
图 4: 零售不良率环比改善, 对公不良率环比提升



资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

◆ **资本充足率环比下行，但整体资本缓冲仍较为充足。**公司 2Q20 核心一级资本充足率/资本充足率分别环比 1Q20 下行 0.63pct/0.62pct 至 11.3%/14.9%，主要由于疫情影响下，公司加大对公信贷投放，风险加权资产增长较快；同时，为维持较高的拨备计提水平，因底线加回的风险加权资产较上年末增加 214 亿元，进一步抬升了高级法下的风险加权资产。各级资本净额增速均低于风险加权资产增速，导致高级法下各级资本充足率较上年末有所下降。2020 年 7 月 9 日，招行发行 500 亿元无固定期限资本债，预计将提升一级资本充足率、资本充足率各约 1 个百分点。目前，整体资本缓冲较为充足。

图 5：招行各级资本充足率走势



资料来源：公司财报，光大证券研究所

◆ **维持“买入”评级。**招商银行作为零售银行标杆，在经营绩效、客户基础、中间业务收入占比、资产质量等方面综合表现均较为突出。受行业性因素拖累，后续银行业或将进一步加大拨备计提与风险处置力度，全行业营收及盈利增速差或进一步拉大，但预计招商银行下半年业绩表现仍会显著好于同业。结合目前形势，我们下调公司 2020-22 年 EPS 预测为 3.72/4.17/4.59 元，对应 PB 分别为 1.5/1.3/1.2 倍。鉴于公司营收水平的稳定性，客群的进一步做优做大，以及优质的资产质量，将为股价提供有力支撑，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济超预期下行，疫情持续影响居民现金流。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	2,486	2,697	2,872	3,121	3,368
营业收入增长率	12.5%	8.5%	6.5%	8.7%	7.9%
归母净利润 (亿元)	824	955	937	1,052	1,157
归母净利润增长率	15.0%	15.8%	-1.9%	12.2%	10.0%
EPS (元)	3.27	3.79	3.72	4.17	4.59
ROAE	16.1%	16.5%	14.5%	14.7%	14.6%
P/E	11.8	10.2	10.3	9.2	8.4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 28 日

## 财务报表与盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表摘要 (RMB: 亿万)</b>						<b>每股盈利及估值指标</b>					
净利息收入	1,604	1,731	1,856	2,026	2,196	EPS (元)	3.27	3.79	3.72	4.17	4.59
非息收入	863	940	1,016	1,095	1,171	PPOPPS (元)	5.73	5.36	5.03	4.63	4.27
营业收入	2,486	2,697	2,872	3,121	3,368	BVPS (元)	20.07	22.89	25.41	28.51	31.89
业务管理费及营业税	(771)	(865)	(920)	(999)	(1,068)	P/E	11.76	10.16	10.35	9.22	8.38
拨备前利润	1,692	1,809	1,926	2,095	2,270	P/PPOP	5.73	5.36	5.03	4.63	4.27
税前利润	1,084	1,197	1,180	1,326	1,461	P/B	1.92	1.68	1.51	1.35	1.21
归母净利润	824	955	937	1,052	1,157	<b>主要驱动因素 (%)</b>					
<b>资产负债表摘要 (RMB: 亿万)</b>						总资产增速	7.1%	10.0%	11.8%	10.6%	10.7%
总资产	67,457	74,172	82,917	91,728	101,519	净息差 (NIM)	2.48%	2.46%	2.37%	2.32%	2.28%
贷款总额	39,330	44,907	50,116	55,879	62,193	净利差	2.29%	2.26%	2.15%	2.10%	2.07%
其他生息资产	27,619	28,777	33,082	35,787	38,633	生息资产收益率	4.19%	4.17%	4.03%	4.01%	4.00%
总负债	62,021	67,995	76,098	84,124	93,057	贷款收益率	5.24%	5.27%	5.15%	5.12%	5.10%
存款余额	44,007	48,444	53,046	57,821	62,735	付息负债付息率	1.91%	1.91%	1.88%	1.91%	1.94%
其他付息负债	15,832	17,221	20,389	23,359	27,064	存款付息率	1.46%	1.59%	1.61%	1.62%	1.63%
所有者权益	5,436	6,177	6,819	7,604	8,462	非息收入占比	34.7%	34.9%	35.4%	35.1%	34.8%
<b>年增长率 (%)</b>						成本收入比	-31.0%	-32.1%	-32.1%	-32.0%	-31.7%
贷款余额	10.3%	14.2%	11.6%	11.5%	11.3%	<b>盈利结构 (按平均总资产计 %)</b>					
存款余额	8.3%	10.1%	9.5%	9.0%	8.5%	ROAA	1.27%	1.36%	1.20%	1.22%	1.21%
净利息收入	10.7%	7.9%	7.2%	9.2%	8.4%	ROAE	16.10%	16.54%	14.53%	14.72%	14.55%
净手续费及佣金收入	3.8%	7.5%	7.5%	7.0%	6.0%	<b>资本 (%)</b>					
营业收入	12.5%	8.5%	6.5%	8.7%	7.9%	核心一级资本充足率	11.8%	12.0%	12.0%	12.4%	12.7%
税前利润	17.5%	10.5%	-1.4%	12.4%	10.2%	资本充足率	15.7%	15.5%	15.3%	15.3%	15.3%
拨备前利润	11.2%	6.9%	6.5%	8.8%	8.4%						
归母净利润	15.0%	15.8%	-1.9%	12.2%	10.0%						

资料来源: Wind, 光大证券研究所测算; 股价日期为 2020 年 8 月 28 日

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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的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	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼