

2020 年 10 月 31 日

净息差与不良生成率迎来双拐点 买入 (维持)

证券分析师 马祥云

执业证号: S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件: 招商银行 2020 年前三季度营业收入 2214.30 亿元, 同比增长 6.6%, 归属于本行股东的净利润 766.03 亿元, 同比下滑 0.8%, 对应 EPS 为 3.02 元/股; 期末总资产 8.16 万亿元, 较年初增长 10.0%, 归属于普通股股东净资产 6192.52 亿元, 较年初增长 7.3%, 对应 BVPS 为 24.55 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级:** 招商银行三季度单季盈利增速转正, 但更核心的亮点是资产质量与利差, 不良新生成率及新生成额确立拐点, 净息差单季度环比回升 8BP。透过三季报, 我们对招商银行明年基本面非常有信心, 对公贷款做实资产质量指标后抵御风险能力大幅提高, 净息差已经企稳, 渡过明年房贷 LPR 定价切换后有望重新扩张。我们预计招商银行 2020、2021 年净利润增速分别为 +3.9%、+18.4%, 目前 A 股/H 股估值 1.39/1.22x2021PB, 建议合理目标估值 1.70x2021PB (对应目标价 48.77 元/股), 维持公司“买入”评级, 作为核心银行重点推荐。

■ **三季度盈利增速转正, 收入&PPOP 增速回暖但仍处于低位, 投资收益回落。**

三季度商业银行的收入增速普遍走低, 部分由于利差收窄, 部分由于债券投资波动导致非利息收入下滑。招商银行营业收入及 PPOP 增速回暖, 表现优于同业, 但仍处于相对低增速, 单季度分别增长 5.3%、3.0%。其中:

① **利息净收入表现亮眼, 单季度增长 8.8%, 得益于净息差超预期回升, 预计源于零售业务复苏及低成本负债回流, 鲜明体现头部零售银行的利差韧性;**

② **非利息收入单季度下滑 0.8%, 将前三季度累计增速拖累至 8.4% (一季度高达 21.6%), 但其中手续费净收入单季度强劲增长 15.5%, 累计增速较中报进一步上行至 10.7%, 源于财富管理业务依然亮眼;**

③ **投资收益是非利息收入的拖累因素, “投资收益+公允价值变动损益”单季度大幅下滑 42.4%, 除了基金分红因素外, 预计受债市波动影响。**

费用端, 成本收入比同比上升 77BP 至 29.95%, 依然显著高于股份行同业, 主要源于对金融科技及零售资源的持续投入, 这导致 PPOP 增速低于营业收入增速。

盈利增速回升与同业表现一致, 单季度增速转正至 0.7%, 源于信用减值计提明显降低, 第三季度计提 120.48 亿元, 仅略高于去年同期, 而第一、二季度分别高额计提 203.5、200.9 亿元。考虑公司资产质量优异, 预计第四季度信用减值计提也将相对平稳, 这将推动全年累计盈利增速转正。

■ **三季度资产质量进一步好转, 预计不良率和不良新生成率均将迎来下行拐点。**

招商银行前三季度 (母行口径) 新生成不良贷款 434.56 亿元, 同比增加 28.7%, 这主要源于二、三季度信用卡业务的风险暴露 (其中 240.75 亿元为信用卡新生成不良贷款)。但从边际思维来看, 信用风险已经开始好转, 体现为:

① **第三季度新生成不良贷款为 155.24 亿元, 环比二季度降低 33.07 亿元, 其中信用卡第三季度新生成不良贷款 81.77 亿元, 环比也有所降低;**

② **从生成率角度, 测算前三季度不良新生成率 1.31% (与上半年 1.29% 基本持平), 但单季度新生成率已环比回落 34BP 至 1.35%。我们预测第四季度不良新生成率可能降至 1.16%, 推动全年累计新生成率回落至 1.28%, 且明年重新降低至 1.10% 的行业领先水准 (公司 2018/2019 年不良新生成率低至 1.01%/1.13%)。**

今年商业银行普遍加大核销处置力度以应对信用风险上行, 招商银行受益于存量资产质量优异, 经核销处置后, 三季度末不良率已重新环比走低至 1BP 至 1.13%, 同时拨备覆盖率环比二季度小幅下降至 424.76%, 仍大幅高于可比同业。公司今年一

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.81
一年最低/最高价	27.85/42.10
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	821238.28

基础数据

每股净资产(元)	24.55
资产负债率(%)	91.30
总股本(百万股)	25219.85
流通 A 股(百万股)	20628.94

相关研究

- 1、《招商银行 (600036): 2020 年中报点评: 中报隐藏亮点: 真实资产质量优异!》2020-08-30
- 2、《招商银行 (600036): 2020 年一季报点评: 龙头风采! 不良率如何逆境下行?》2020-04-29
- 3、《招商银行 (600036): 2019 年业绩快报点评: 最稳定 ROE, 资产质量比息差更重要》2020-01-18

季度前瞻性高额计提信用减值，拉高拨备覆盖率，后三个季度消耗拨备抵补不良资产压力的风险管控策略取得显著成效。

进一步分产品来看，公司贷款今年全面“做实”资产质量指标，而零售贷款的信用风险环比二季度已经明显回落，目前虽然仍高于疫情前的正常水平，但趋势逐步好转：

① 公司贷款中的逾期贷款今年前三个季度都实现“双降”，三季度末（母行口径）逾期贷款率已降至 1.54% 的优异水平，同时“做实”不良贷款指标，尽可能审慎地将逾期贷款全都纳入不良贷款口径，因此逾期/不良偏离度大幅降低至 83%，这显著提升了公司明年抵御对公业务信用风险可能上行的能力，再一次体现战略前瞻性，投资者应对公司明年的资产质量指标更有信心。

② 零售贷款风险回落，（母行口径）前三季度不良新生成率降至 1.65%（上半年 1.67%），其中主要的风险敞口，信用卡业务不良新生成率降至 4.68%（上半年 4.81%），意味着单季度的不良新生成额回落，同时考虑规模扩盘影响，单季度不良新生成率下降更明显。

■ 净息差强势回升超预期！预计得益于零售复苏+存款博弈环境改善后活期存款回流。

招商银行累计净息差自 2019 年二季度以来连续回落五个季度，本季度企稳回升，较上半年上行 1BP 至 2.51%，第三季度单季净息差显著回升 8BP 至 2.53%，净息差表现超预期。我们判断，利差重新扩张源于贷款收益率回升+存款成本改善，未来有望延续企稳、扩张趋势：

① 资产端信用卡等零售贷款继续复苏，第三季度（母行口径）零售贷款新增 1326.79 亿元，增量为公司单季度历史新高，环比强劲增长 5.4%（第二季度环比增长 4.6%），占贷款总额比例回升至 55.3%。从央行披露的本外币信贷收支表来看，第三季度全国居民贷款环比增速 4.4%、企业贷款增速仅 1.5%，与零售之王招商银行的贷款表现相印证。落实到资产端收益率，尽管房贷明年面临 LPR 重定价，但信用卡等高收益率消费贷款的增长将成为支撑公司利差继续扩张的支点。

② 负债端存款结构在激烈的市场竞争中实现优化，虽然从期末时点数据来看，（母行口径）存款总额环比仅增长 1.4%，其中活期存款的占比较二季度末小幅下行至 61%，但公司披露前三季度存款日均余额中的活期存款占比 59.74%，较上半年提升 92BP。二季度以来，监管层开始压降商业银行结构性存款，存款市场竞争激烈，招商银行逆势实现存款成本改善，未来随着“高息揽储”持续被限制，商业银行更多依靠客户粘性及服务获取低成本负债，招商银行优势将更鲜明。

我们判断，招商银行的净息差已基本企稳，明年渡过房贷定价 LPR 切换时点后，叠加货币及利率政策进一步常态化，净息差有望进入新一轮扩张周期。

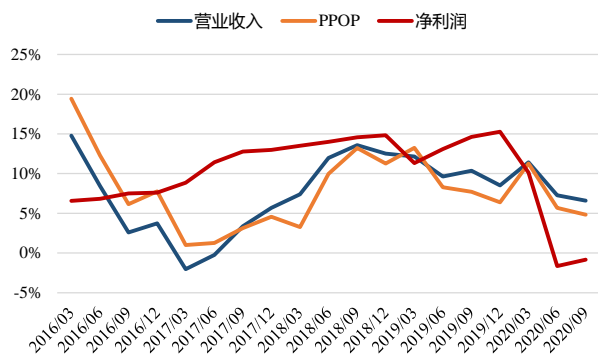
■ 受益于投资市场行情，零售财富管理指标加速增长，代销基金和受托理财收入爆发。

今年疫情为线上理财带来发展机遇，叠加股市行情火热，招商银行零售客户资产 AUM 加速扩张，三季度末较期初增长 15.2% 至 8.63 万亿元，零售客户数量较期初增长 7.6% 至 1.55 亿人。其中，金葵花及以上客户（月日均总资产 50 万元以上）的客户数量较期初增长 13.8% 至 301.32 万户，客户资产 AUM 增长 16.4% 至 7.08 万亿元，显然中高净值客户的人数及 AUM 增速高于平均，公司财富管理的客群资质仍在持续升级。近年来，互联网财富管理蓬勃发展，互联网巨头的零售客户资产 AUM 也在高速扩张，但从账户级别及客均资产规模角度，预计互联网巨头中期内仍难以追赶头部零售银行。

产品层面，（母行口径）财富管理手续费及佣金收入同比大幅增长 44.98% 至 272.60 亿元（上半年增速 46.03%），主要得益于代销基金收入增长 124.7% 至 82.99 亿元（权益市场火热）、受托理财收入大幅增长 67.8% 至 78.26 亿元（去年受资管新规影响低基数，今年招商银行理财加速转型）。我们判断未来财富管理仍有持续高成长空间，因为银行理财产品本身竞争力下滑，权益型产品吸引力提升，而招商银行资产配置能力及对中高净值客户的服务大幅领先同业，同时招商银行理财子公司也在行业内先行推进净值化转型、投研实力强劲，预计自主管理的理财产品吸引力也将高于同业。

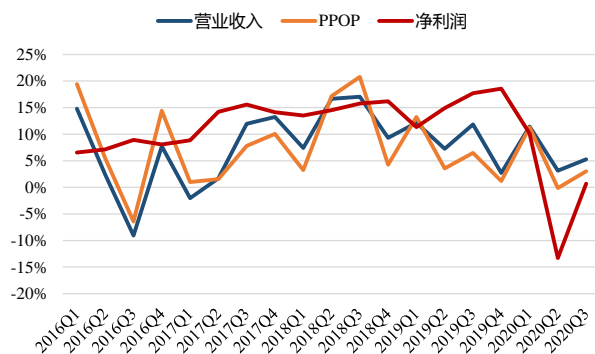
■ 风险提示：1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷。

图 1：2016/03~2020/09 招商银行累计盈利增速



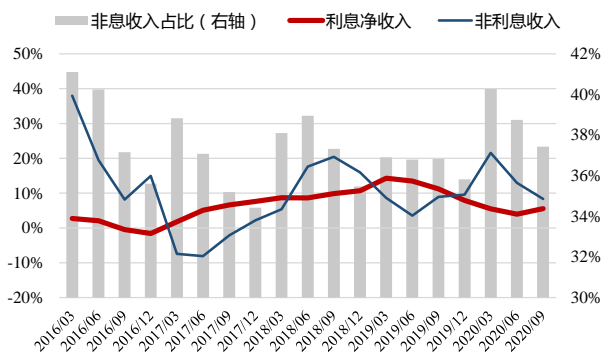
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2020Q3 招商银行单季度盈利增速



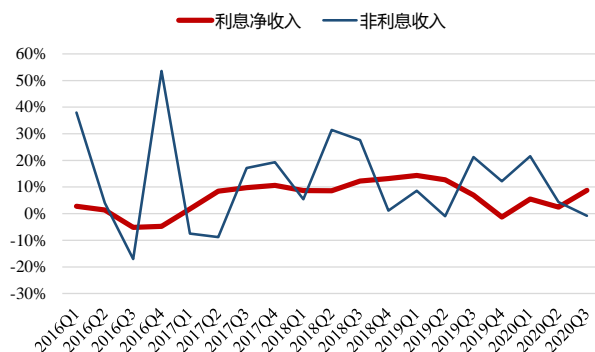
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/09 招商银行利息收入增速及结构



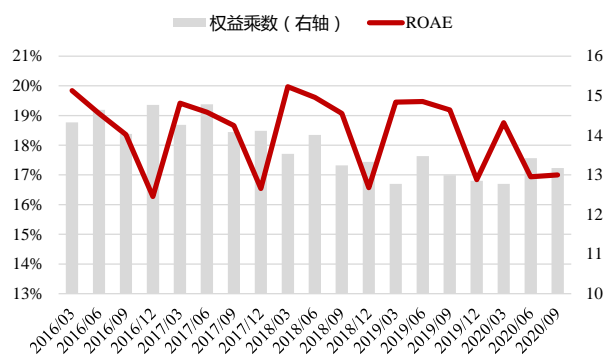
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q3 招商银行单季度利息收入增速



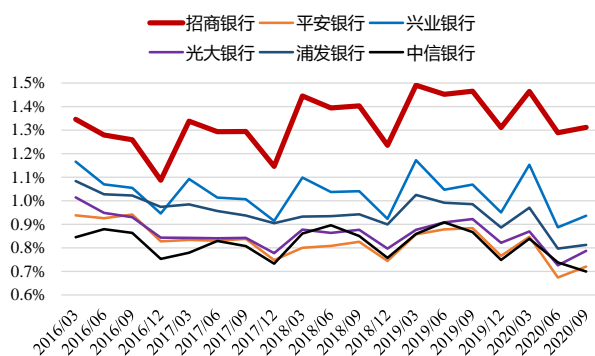
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/09 招商银行 ROAE 及权益乘数



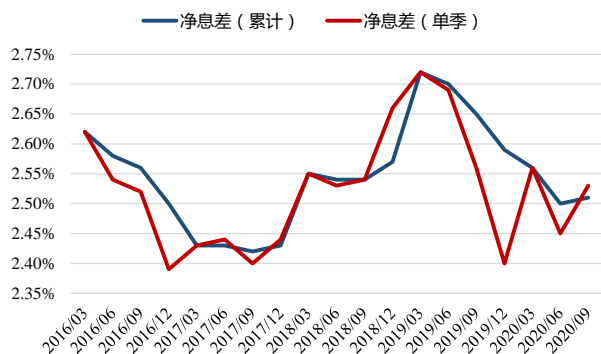
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 6：2016/03~2020/09 招商银行及可比银行 ROAA



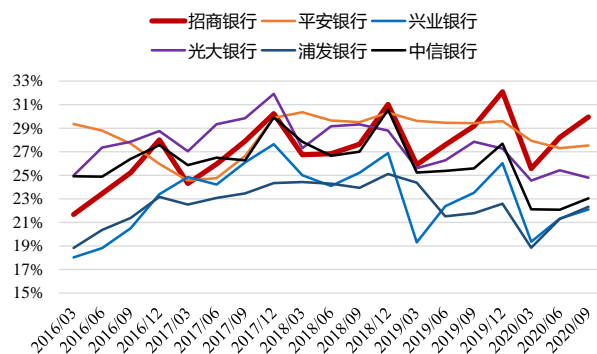
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 7: 2016/03~2020/09 招商银行净息差走势



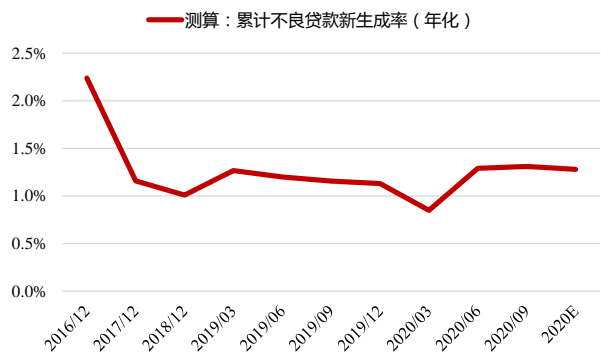
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 8: 2016/03~2020/09 招商银行及可比银行成本收入比



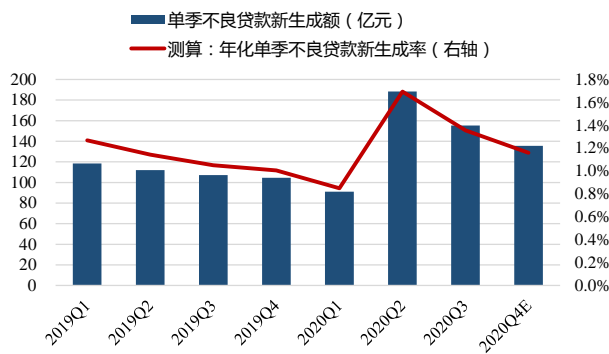
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 9: 2016/12~2020E 招商银行累计不良贷款新生成率 (年化)



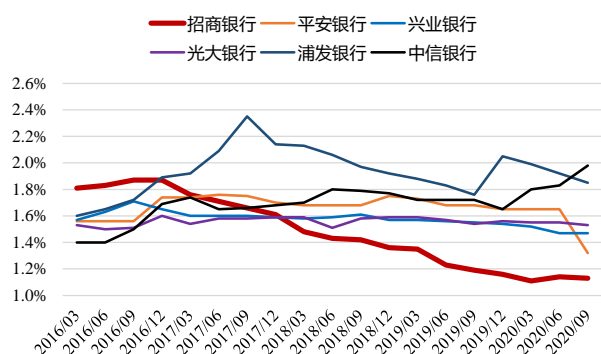
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 10: 2016Q1~2020Q4 (E) 招商银行单季不良贷款新生成额及新生成率 (年化)



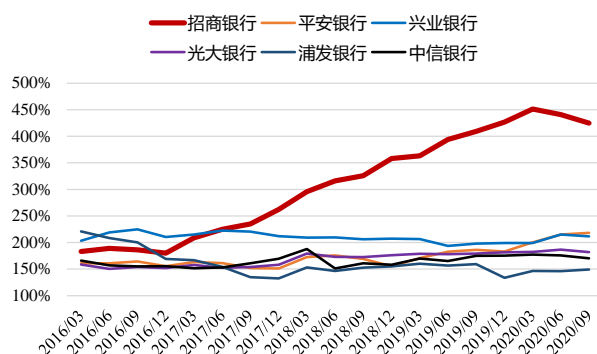
数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所测算

图 11: 2016/03~2020/09 招商银行及可比银行不良率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

图 12: 2016/03~2020/09 招商银行拨备覆盖率



数据来源: 公司财报, 东吴证券研究所

表 1: 招商银行各类型贷款的资产质量明细指标 (母行口径)

公司贷款						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	333.77	2.05%	330.36	2.03%	-	-
2020/03	304.19	1.72%	308.90	1.74%	10.43	0.25%
2020/06	332.41	1.87%	301.83	1.69%	79.49	0.93%
2020/09	332.07	1.85%	276.46	1.54%	130.25	1.02%
零售贷款						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	170.54	0.73%	278.90	1.20%	-	-
2020/03	204.09	0.87%	421.40	1.80%	80.58	1.38%
2020/06	201.72	0.83%	335.82	1.37%	199.83	1.67%
2020/09	214.77	0.83%	328.29	1.27%	304.31	1.65%
零售贷款: 信用卡						
	不良贷款余额	不良贷款率	逾期贷款余额	逾期贷款率	新生成不良额	不良生成率
2019/12	90.32	1.35%	183.42	2.73%	-	-
2020/03	118.21	1.89%	258.06	4.13%	66.29	4.09%
2020/06	120.61	1.85%	228.42	3.50%	158.98	4.81%
2020/09	124.95	1.78%	224.50	3.20%	240.75	4.68%

数据来源: 招商银行财务报告, 东吴证券研究所汇总

招商银行财务报表指标及盈利预测 (单位: 百万元)

合并资产负债表						合并利润表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	6,745,729	7,417,240	8,104,076	8,833,443	9,592,236	营业收入	248,555	269,703	293,685	325,867	359,154
现金及存放中央银行款项	493,382	567,896	607,806	662,508	719,418	利息净收入	160,384	173,090	188,957	211,681	233,081
贷款及垫款	3,749,949	4,277,300	4,821,925	5,255,899	5,764,934	手续费及佣金净收入	66,480	71,493	79,357	87,293	98,641
金融投资	1,671,399	1,804,437	1,920,666	2,093,526	2,273,360	投资收益等其他业务收入	21,691	25,120	25,371	26,893	27,431
FVTPL 金融投资	330,302	398,276	380,892	415,172	450,835	营业支出	141,947	152,656	171,443	181,167	187,819
以摊余成本计量的金融投资	916,012	921,228	1,053,530	1,148,348	1,246,991	业务及管理费	77,112	86,541	96,329	104,278	114,929
FVTOCI 金融投资	425,085	484,933	486,245	530,007	575,534	信用减值损失	60,837	61,159	69,971	71,454	67,255
存放同业及其他金融机构款项	100,160	106,113	105,353	114,835	124,699	营业利润	106,608	117,047	122,242	144,701	171,335
拆出资金	313,411	307,433	283,643	309,171	335,728	税前利润	106,497	117,205	122,853	145,424	172,192
买入返售金融资产	199,386	108,961	226,914	247,336	268,583	净利润	80,819	93,423	97,054	114,885	136,031
贵金属	6,638	4,094	8,104	8,833	9,592	归属于母公司股东净利润	80,560	92,867	96,477	114,201	135,222
其他资产合计	211,404	241,006	129,665	141,335	95,922						
负债合计	6,202,124	6,799,533	7,371,346	8,017,719	8,677,659	财务指标					
向中央银行借款	405,314	359,175	389,380	423,524	458,384	资产总计增速	7.1%	10.0%	9.3%	9.0%	8.6%
同业及其他金融机构存放款项	470,826	555,581	560,222	577,276	624,791	客户贷款及垫款增速	9.8%	14.1%	12.7%	9.0%	9.7%
拆入资金	203,950	165,921	191,655	240,532	260,330	负债总计增速	6.7%	9.6%	8.4%	8.8%	8.2%
交易性金融负债	44,144	43,434	44,228	48,106	52,066	客户存款增速	8.9%	10.1%	13.0%	9.0%	9.0%
衍生金融负债	36,570	23,200	22,114	24,053	26,033	营业收入增速	12.5%	8.5%	8.9%	11.0%	10.2%
卖出回购款项	78,141	63,233	66,342	80,177	86,777	利息净收入增速	10.7%	7.9%	9.2%	12.0%	10.1%
应交税费	20,411	19,069	22,114	24,053	26,033	手续费及佣金净收入增速	3.8%	7.5%	11.0%	10.0%	13.0%
客户存款	4,427,566	4,874,981	5,508,729	6,004,514	6,544,920	成本收入比	31.0%	32.1%	32.8%	32.0%	32.0%
应付债券	424,926	578,191	475,452	505,116	485,949	所得税率	24%	20%	21%	21%	21%
其他负债合计	90,276	116,748	91,110	90,368	112,376	归属于母公司股东净利润增速	14.8%	15.3%	3.9%	18.4%	18.4%
股东权益	543,605	617,707	732,731	815,724	914,577	EPS	3.13	3.62	3.76	4.46	5.30
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	BVPS	20.07	22.89	25.43	28.69	32.57
其他权益工具	34,065	34,065	84,054	84,054	84,054	ROAE	16.57%	16.84%	15.56%	16.49%	17.29%
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523	ROAA	1.24%	1.31%	1.25%	1.36%	1.48%
其他综合收益	6,725	10,441	10,000	11,100	12,765	净利息收益率	2.57%	2.59%	2.51%	2.55%	2.57%
盈余公积	53,682	62,291	71,263	81,884	94,460	不良贷款率	1.36%	1.16%	1.12%	1.10%	1.05%
一般准备	78,542	90,151	99,799	111,219	124,741	拨备覆盖率	358.18%	426.78%	430.54%	405.23%	405.55%
未分配利润	274,361	321,610	367,545	426,567	496,669	分红比例	30.0%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
归属于母公司股东的权益	540,118	611,301	725,404	807,567	905,431						
少数股东权益	3,487	6,406	7,327	8,157	9,146	估值指标					
资产负债指标						P/E (A 股)	12.7	11.0	10.6	8.9	7.5
生息资产平均余额	6,244,967	6,689,729	7,528,160	8,301,211	9,069,306	P/E (H 股)	11.2	9.7	9.3	7.8	6.6
计息负债平均余额	5,820,808	6,298,768	6,895,216	7,508,133	8,112,288	P/B (A 股)	1.98	1.74	1.57	1.39	1.22
归属于母公司普通股股东权益	506,053	577,236	641,350	723,513	821,377	P/B (H 股)	1.74	1.53	1.37	1.22	1.07
						股息率 (A 股)	2.36%	3.01%	3.14%	3.72%	4.42%
						股息率 (H 股)	2.69%	3.43%	3.57%	4.24%	5.03%

数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所测算及预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>