

2020年10月30日

三季度息差回升超预期，资产质量明显改善

招商银行(600036)

事件概述

招商银行披露 2020 年三季报：公司前三季度实现营业收入 2214.3 亿元(+6.6%，YoY)，归母净利润 766.03 亿元(-0.82%，YoY)。三季度末资产余额较年初增长 9.97%，存款和贷款余额分别较年初增长 11.48%、13.43%；三季度末不良贷款率 1.13%(-1bp, QoQ)，拨备覆盖率 424.76%(-16pct, QoQ)，资本充足率 16.19%(+1.29pct, QoQ)。

分析判断：

▶ 前三季度营收端增速略有回落，但基本面延续改善下净利息收入和手续费稳健增长，单季利润实现正增

公司前三季度营收增速为 6.6%，较上半年 7.3%的增速略有回落，主要是三季度非息收入同比下降 0.8%的拖累，具体来看主要是三季度公允价值变动以及汇兑损益等交易类收入同比大幅下降的影响，但三季度利息净收入和佣金手续费收入增速均有明显的回升，分别同比增长 8.8%、15.5%，均明显超出上半年的增速水平，我们预计主要得益于三季度经济恢复下高收益的零售贷款投放提升（母公司口径，环比增长 5.4%）以及公司整体 AUM 的快速增长（较中期末增长 4.4%）。前三季度 PPOP 同比增长 4.86%（上半年，5.7%），三季度单季度减值计提放缓，同比多增 1.7%（上半年，22.3%）致拨备后利润同比增长 3.5%，但三季度税率明显提升至归母净利润同比小幅正增，为 0.7%，前三季度整体录得-0.82%的业绩增速，较上半年-1.6%的水平略有回升。

▶ 三季度息差明显回升，资产投放节奏放缓但结构明显改善，信用卡贷款恢复明显正增

三季度公司的息差为 2.53%，环比提升 8BP，同比仅下降 4BP，息差表现明显超预期，我们认为一方面虽然整体三季度公司资产投放节奏放缓，但结构上公司的零售贷款（母公司口径）较中期末明显放量，环比增长 5.4%，超过上半年的增速，其中信用卡贷款较中期末实现明显正增，增长 7.6%（中期较年初下降 2.8%），零售高收益资产投放完全恢复正常；另一方面，负债端来看三季度公司整体依然压缩高成本的同业和调整发债的节奏，利息支出同比下降 5.4%，更多的贡献了净息差的回升。

▶ 三季度资产质量延续改善不良新生成环比下降，核销力度不减致拨备率小幅回落

三季度末公司不良贷款率为 1.13%，环比下降 1BP。结构上，整体对公贷款不良率环比下降 2BP；零售贷款不良率环比持平，其

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	39.81
股票代码：	600036
52 周最高价/最低价：	41.22/29.31
总市值(亿)	10,040.02
自由流通市值(亿)	8,212.38
自由流通股数(百万)	20,628.94



分析师：刘志平
邮箱：liuzp1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳
邮箱：liqy2@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520070001

相关研究

1.【华西银行】招商银行(600036)2020年中报点评：Q2加大“做实+核销”，客群和存款基础继续夯实

2020.08.29

中信用卡不良率环比下降 7BP，明显改善；消费贷款的不良率环比提升 12BP。从不良生成额来看，三季度整体的不良新生成额环比下降，资产质量有明显的改善。同时，关注类贷款和逾期贷款均实现双降，关注类占比和逾期率分别较中期末下降 15BP、11BP。三季度末整体拨备余额在大量核销及计提放缓下略有下降，拨备率环比下降 16 个百分点至 424.8%，整体仍在行业较高的水平。

投资建议：三季度各项指标恢复正轨，基本面企稳回升

公司整体三季度业绩稳重有升，其中单季归母净利润增速转正，实现微增。虽然业绩回升不太明显，但是亮点很多，一方面息差回升超预期，手续费收入持续高增长，主要源于公司三季度零售业务的快速恢复以及整体 AUM 规模较快增长，另一方面三季度公司的不良生成额下降，同时关注类和逾期率贷款的占比均实现双降，整体资产质量观点显现。鉴于公司三季度业绩表现较好，我们调整公司盈利预测，预计 2020 年、2021 年、2022 年归母净利润分别为 933.46 亿元、1003.17 亿元、1149.84 亿元，对应增速分别为 0.5%、7.5%、14.6%（原假设分别为-2.8%、12.8%、16.8%）；对应 PB 分别为 1.58 倍、1.43 倍、1.29 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	248,555	269,703	287,125	320,999	360,466
(+/-)	12.5%	8.5%	6.5%	11.8%	12.3%
归母净利润	80,560	92,867	93,346	100,317	114,984
(+/-)	14.8%	15.3%	0.5%	7.5%	14.6%
每股收益	3.19	3.68	3.70	3.98	4.56
每股净资产	20.07	22.89	25.38	28.06	31.14
P/E	12.58	10.9	10.9	10.1	8.8
P/B	2.00	1.76	1.58	1.43	1.29

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。