

招商银行（600036）：息差改善，资产质量优异

2020年11月02日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

事件：10月30日，招商银行公布2020年三季报。前三季度实现营收、拨备前净利润、归母净利润2214.3亿、1532.1亿、766.0亿，分别同比增6.6%、5.4%、-0.8%。年化ROE 17%，同比下降2.19pct。9月末，总资产8.16万亿，较年初增11.6%；不良率1.13%，环比下降1BP；拨备覆盖率424.8%，核心一级资本充足率11.65%。

点评：

第三季度营收企稳回升，净利息收入、中收表现较好。前三季度净利润同比下降0.8%，降幅较上半年减小0.8pct。3Q20单季营收、PPOP同比分别增5.3%、3.5%，增速较2Q20上升2.1pct、3.0pct。其中，净利息收入表现亮眼，3Q20单季净利息收入增8.8%，增速较2Q20提高6.3pct，主要受益于净息差环比改善；第三季度净息差2.53%，环比上升8BP。净手续费收入增速有所提升，3Q20单季中收同比增15.5%，较2Q20提高13.5pct。3Q20单季净其他非息收入同比下降48.2%，三季度其他非息收入环比大幅下降是行业共性，与市场利率波动下，债券相关的交易性金融资产公允价值变动有关。3Q20单季拨备计提力度（YOY +1.7%）较2Q20（YOY +23.6%）减轻，单季净利润增0.7%，增速较2Q20上升14.0pct。

负债成本延续下行，三季度单季净息差环比上行。3Q20单季净息差2.53%，环比上升8BP，息差改善好于预期。主要是负债成本下降幅度大于资产收益率降幅。测算单季生息资产收益率环比下行5BP，计息负债付息率环比下行12BP。负债成本下行得益于负债结构调整和结构性存款压降，9月末，存款占计息负债比重较年初提高3.23pct至77%。同时，随着企业信贷需求加速恢复、流动性边际收紧，资产端收益率下行放缓。我们预计，随着信贷需求的恢复，未来贷款利率有望企稳，息差预计保持平稳。

代理基金、受托理财等中间业务持续发力，中收增速较中报有所提升。3Q20单季中收同比增15.5%，较2Q20提高13.5pct。主要贡献是财富管理手续费收入（包括代理基金、受托理财等）增长，前三季度财富管理中收272.6亿，同比增44.98%。

零售业务持续发力，零售客户数、AUM 稳健增长。截至9月末，零售客户数1.55亿户。其中金葵花及以上客户301.32万户，私人银行客户9.59万户，较年初分别增13.80%、17.47%；增速已超去年全年水平。零售客户、金葵花客户、私行客户AUM较年初分别增15.17%、16.40%、19.15%。

资产质量保持稳健，信用卡资产质量指标环比改善。9月末，不良贷款余额564.66亿，环比上升2.06%；不良率为1.13%，环比下降1BP。测算单季年化不良净生成率环比上升5BP至1.42%，主要是受信用卡业务风险快速暴露的影响。前瞻性指标来看，关注贷款和逾期贷款余额、占比实现双降，未来资产质量压力不大。随着经济加快复苏，资产质量或将进一步改善，预计明年信用减值计提将有所下降。分产品来看，9月末零售贷款不良率较6月末上升2BP至0.81%，主要是小微贷款和按揭贷款不良率环比上升2BP至0.64%、0.27%。信用卡资产质量已开始改善，不良率环比下降7BP至1.78%。从拨备角度来看，公司当前拨备较为充足。3Q20拨备覆盖率424.76%，拨备比4.79%，环比小幅下降（-16.05pct，-24BP），但仍处于较高水平。

投资建议：公司零售业务持续发力，风控审慎、资产质量平稳，受经济波动影响相对较小。我们预计2020/2021年净利润增速为1.1%/5.3%，对应BVPS 26.63、30.55元/股。考虑公司零售业务护城河优势和金融科技投入加码，给予公司1.8倍2020年PB目标估值，对应股价47.93元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	2486	2697	2931	3220	3649
增长率(%)	8.5	8.7	8.7	9.9	13.3
净利润(亿元)	806	929	939	988	1084
增长率(%)	15.3	1.1	1.1	5.3	9.7
净资产收益率(%)	16.92%	17.15%	15.04%	13.71%	13.15%
每股收益(元)	3.19	3.68	3.72	3.92	4.30
PE	12.60	10.93	10.81	10.27	9.36
PB	2.01	1.76	1.51	1.32	1.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

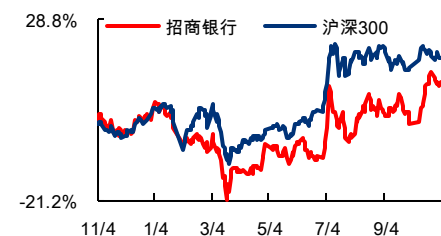
公司简介：

招商银行是我国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行，也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。紧密围绕打造“轻型银行”的转型目标，实现“质量、效益、规模”动态均衡发展，经营结构持续优化，数字化招行初具规模，国际化、综合化深入推进。

交易数据

52周股价区间(元)	41.22-28.43
总市值(亿元)	10,040.02
流通市值(亿元)	8,212.38
总股本/流通A股(万股)	2,521,985/2,062,894
流通B股/H股(万股)	/459,090
52周日均换手率	0.31

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：林瑾璐

010-66554046

linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070002

研究助理：田馨宇

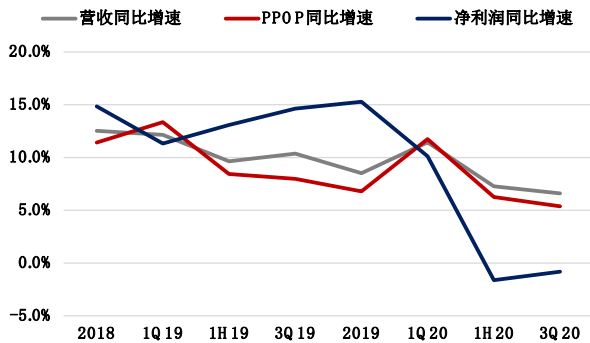
010-66555383

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

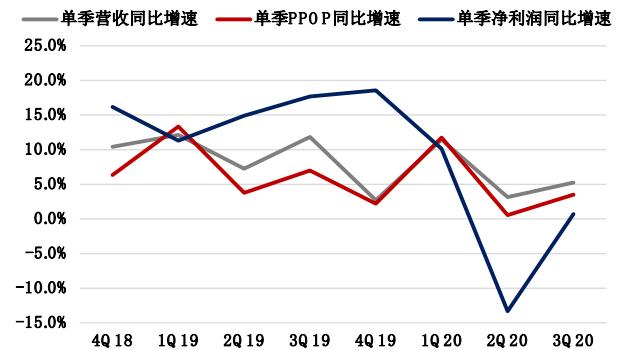
S1480119070044

图 1：招商银行业绩同比增速



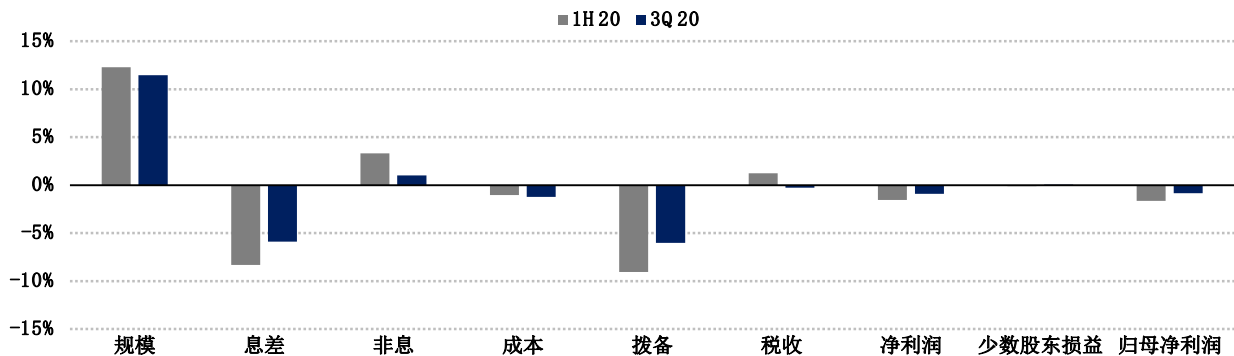
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：招商银行业绩单季同比增速



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 3：招商银行 1H20、3Q20 年业绩拆分



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 1：招商银行业绩拆分（累积同比）

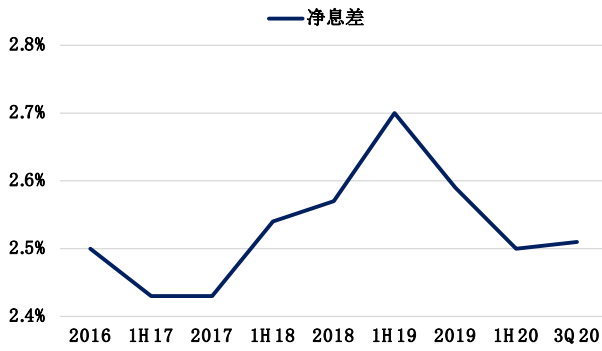
	3Q19	2019	1Q20	1H20	3Q20
规模	6.6%	7.1%	12.1%	12.3%	11.5%
息差	4.6%	0.8%	-6.6%	-8.3%	-5.9%
非息	-0.9%	0.6%	5.9%	3.3%	1.0%
成本	-2.4%	-1.7%	0.3%	-1.0%	-1.2%
拨备	3.5%	3.0%	-5.5%	-9.0%	-6.0%
税收	3.6%	5.8%	3.3%	1.3%	-0.3%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

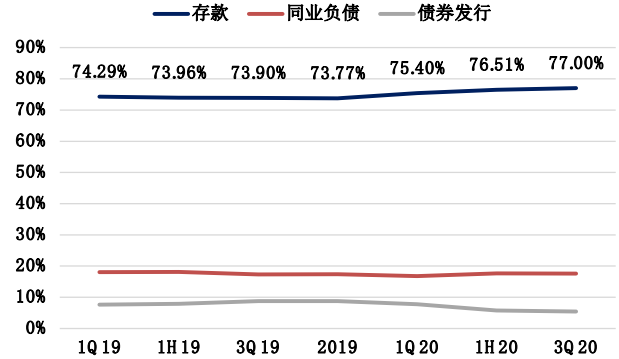
表 2：招商银行业绩拆分（单季环比）

	3Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20
规模	6.3%	7.2%	12.1%	12.5%	9.9%
息差	0.7%	-8.5%	-6.6%	-10.0%	-1.1%
非息	4.9%	4.0%	5.9%	0.7%	-3.5%
成本	-4.8%	-0.5%	0.3%	-2.6%	-1.7%
拨备	7.5%	-0.6%	-5.5%	-12.8%	0.0%
税收	4.0%	16.5%	3.3%	-0.5%	-3.2%

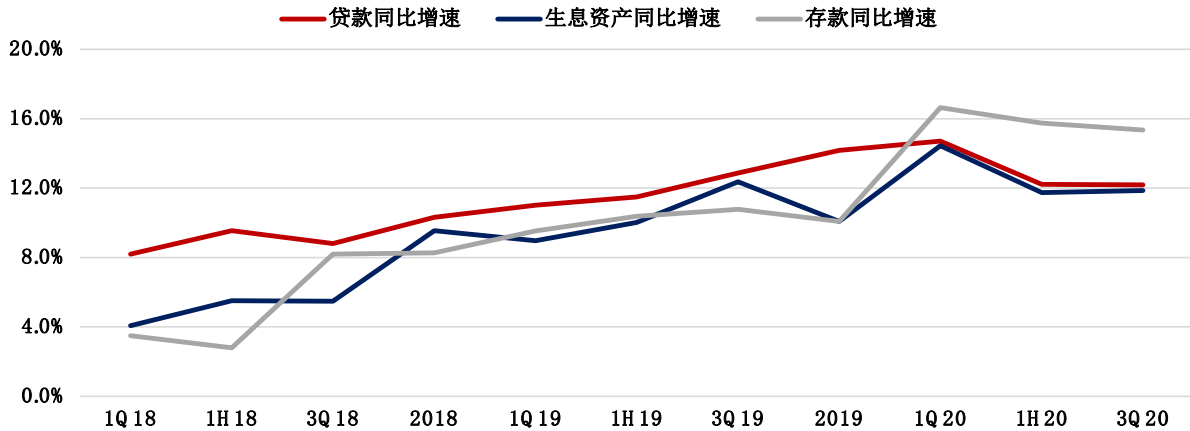
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 4：招商银行 3Q20 净息差小幅上行 1BP 至 2.51%


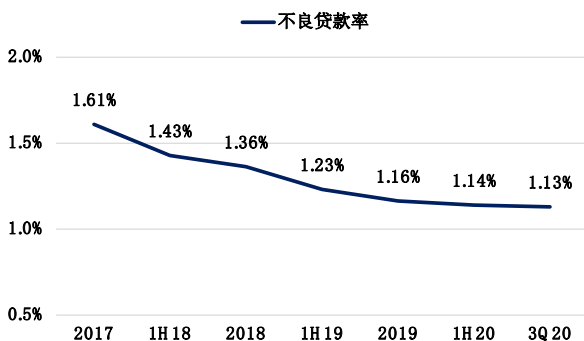
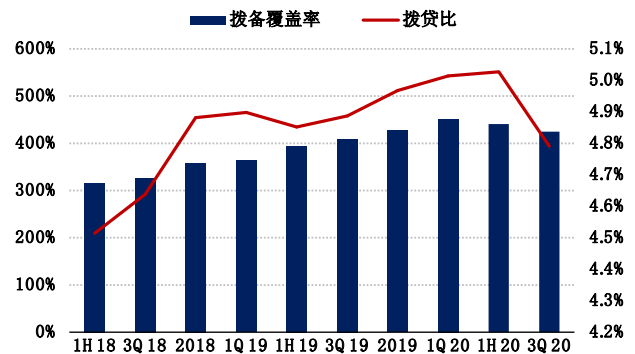
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 5：9 月末招商银行存款占计息负债比重较年初上升 1.6pct


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 6：招商银行生息资产同比增速保持平稳


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 7：招商银行不良贷款率较为平稳，环比下降 1BP 至 1.13%

图 8：招商银行拨备覆盖水平较高，拨备覆盖率环比略降


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表 (亿元)											
净利息收入	1604	1731	1897	2104	2376	收入增长					
手续费及佣金	665	715	786	865	934	净利润增速	14.8%	15.3%	1.1%	5.3%	9.7%
其他收入	217	251	247	251	338	拨备前利润增速	11.4%	6.8%	7.4%	9.8%	14.9%
营业收入	2486	2697	2931	3220	3649	税前利润增速	17.4%	10.0%	6.4%	4.9%	9.6%
营业税及附加	(21)	(23)	(29)	(32)	(36)	营业收入增速	12.5%	8.5%	8.7%	9.9%	13.3%
业务管理费	(771)	(865)	(961)	(1057)	(1162)	净利息收入增速	10.7%	7.9%	9.6%	10.9%	12.9%
拨备前利润	1693	1808	1941	2131	2450	手续费及佣金增速	3.8%	7.5%	10.0%	10.0%	8.0%
计提拨备	(608)	(612)	(664)	(787)	(972)	营业费用增速	15.5%	12.2%	11.0%	10.0%	10.0%
税前利润	1065	1171	1247	1308	1434						
所得税	(257)	(237)	(302)	(314)	(344)	规模增长					
归母净利润	806	929	939	988	1084	生息资产增速	9.5%	10.1%	10.1%	13.3%	13.5%
资产负债表 (亿元)											
贷款总额	39330	44907	50295	57840	66516	贷款增速	10.3%	14.2%	12.0%	15.0%	15.0%
同业资产	6130	5225	5225	5225	5225	同业资产增速	26.6%	-14.8%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资	16714	18044	19849	22826	26250	证券投资增速	5.9%	8.0%	10.0%	15.0%	15.0%
生息资产	66950	73702	81171	91983	104388	其他资产增速	-27.8%	11.3%	-4.0%	-76.9%	-396.5%
非生息资产	2428	2702	2593	599	(1777)	计息负债增速	6.6%	9.7%	9.0%	10.0%	10.3%
总资产	67457	74172	81243	89672	99179	存款增速	8.3%	10.1%	15.0%	10.0%	10.0%
客户存款	44007	48444	55711	61282	67410	同业负债增速	-10.1%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其他计息负债	15832	17221	15846	17455	19468	股东权益增速	12.5%	13.6%	15.3%	13.9%	13.3%
非计息负债	2183	2330	2563	2819	3101						
总负债	62021	67995	74120	81556	89979	存款结构					
股东权益	5436	6177	7124	8116	9200	活期	61.5%	59.1%	59.10%	59.10%	59.10%
每股指标											
每股净利润(元)	3.19	3.68	3.72	3.92	4.30	定期	38.5%	40.9%	40.90%	40.90%	40.90%
每股拨备前利润(元)	6.71	7.17	7.70	8.45	9.71	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
每股净资产(元)	20.07	22.89	26.63	30.55	34.83	贷款结构					
每股总资产(元)	267.48	294.10	322.14	355.56	393.26	企业贷款(不含贴)	45.1%	42.4%	42.35%	42.35%	42.35%
P/E	12.6	10.9	10.8	10.3	9.4	个人贷款	51.1%	52.6%	52.61%	52.61%	52.61%
P/PPOP	6.0	5.6	5.2	4.8	4.1	贷款质量					
P/B	2.0	1.8	1.5	1.3	1.2	不良贷款率	1.36%	1.16%	1.13%	1.13%	1.13%
P/A	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	正常	97.13%	97.66%	99.08%	99.33%	99.58%
利率指标											
净息差(NIM)	2.57%	2.59%	2.45%	2.43%	2.42%	关注	1.51%	1.17%	0.92%	0.67%	0.42%
净利差(Spread)	2.44%	2.48%	2.50%	2.52%	2.54%	可疑	0.34%	0.35%			
贷款利率	5.13%	5.17%	5.22%	5.27%	5.32%	损失	0.64%	0.39%			
存款利率	1.45%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%	拨备覆盖率	0.38%	0.43%			
生息资产收益率	4.34%	4.38%	4.40%	4.42%	4.44%	资本状况					
计息负债成本率	1.90%	1.90%	1.92%	1.94%	1.96%	资本充足率	15.68%	15.54%	15.96%	16.34%	16.75%
盈利能力											
ROAA	1.24%	1.32%	1.22%	1.16%	1.15%	核心一级资本充足	11.78%	11.95%	12.57%	13.15%	13.73%
ROAE	16.92%	17.15%	15.04%	13.71%	13.15%	资产负债率	91.94%	91.67%	91.23%	90.95%	90.72%
其他数据											
拨备前利润率	2.60%	2.55%	2.50%	2.49%	2.59%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	招商银行（600036）：零售 AUM 高速增长，资产质量平稳	2020-08-31
公司普通报告	招商银行（600036）：盈利维持高增，零售业务持续发力	2020-03-22
公司财报点评	招商银行（600036）19 年度业绩快报点评：盈利维持高增，资产质量持续优异	2020-01-19
行业普通报告	银行行业报告：首份上市行中报落地稳定预期，看好银行低估值修复行情	2020-08-16
行业普通报告	东兴银行：宽信用步伐放缓，中长期贷款延续高增	2020-08-12
行业普通报告	银行行业跟踪：政策边际收紧，看好低估值修复行情	2020-08-10
行业普通报告	东兴银行：6 月社融延续高增，中长期信贷需求持续回暖	2020-07-16
行业普通报告	银行：社融延续高增，零售信贷复苏迹象明显	2020-05-12
行业普通报告	银行周报：货币政策延续宽松，坚持“房住不炒”	2020-05-11
行业普通报告	银行周报：业绩符合预期，看好长期配置价值	2020-05-06
行业普通报告	银行周报：1Q20 机构持仓比例为历史低位，看好长期配置价值	2020-04-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526