东兴证券 DONGXING SECURITIES

招商银行（600036）：零售AUM高速增长，资产质量平稳

2020 年 08 月 31 日

强烈推荐/维持

招商银行 | 公司报告

事件：8 月 28 日，招商银行公布 2020 年半年报。上半年实现营收、拨备前净利润、归母净利润 1483.5 亿、1051.9 亿、497.9 亿，分别同比增 7.3%、6.3%、-1.6%。年化 ROE 16.94%，同比下降 2.53pct。6 月末，总资产 8.03 万亿，较年初增 8.3%；不良率 1.14%，环比上升 3BP；拨备覆盖率 440.81%，核心一级资本充足率 11.31%。

点评：

营收、PPOP 增速有所回落，加大拨备计提力度致净利润小幅下滑。1H20 公司营收、PPOP 分别同比增 7.3%、6.3%，增速较 1Q20（分别为 11.4%、11.8%）有所下滑。分拆来看，净利息收入同比增 4.0%，非息收入同比增 12.9%。1H20 净利润同比下降 -1.6%，系主动加大拨备计提力度（信用及其他资产减值损失同比高增 22.3%）。

资产端收益率下行幅度大于负债成本率，二季度息差环比收窄。2Q20 净息差为 2.45%，环比 1Q20 下降 11BP，主要是生息资产收益率下行拖累。1）资产端：受上半年零售贷款投放速度放缓、占比下降的影响（6 月末，零售贷款占比较年初下降 1.41pct 至 51.2%），2Q20 贷款收益率、生息资产收益率环比 1Q20 分别下降 19bp、19bp 至 4.96%、4.14%。2）负债端：2Q20 计息负债成本率环比 1Q20 下降 12bp 至 1.75%，主要得益于负债结构调整和结构性存款压降。6 月末，存款、同业负债占比较年初分别提高 2.74pct、0.27pct 至 76.5%、17.7%；高成本债券发行占比下降。

我们预计，受让利实体的影响，下半年贷款利率仍将呈下行趋势。零售信贷业务恢复将一定程度上拉升资产端收益率水平；但考虑到全年零售贷款增量仍将低于去年，拉升效果有限。资产端收益率整体将稳中有降。负债端，成本管控力度将进一步加强。两端同时发力下，预计下半年息差有望保持平稳。

非息收入同比增 12.9%。上半年，公司非息收入同比增 12.9%。其中，中收同比增 8.5%，主要是代理基金收入和受托理财收入增加贡献；其他非息净收入同比增 27.58%，主要贡献是基金投资分红增加、票据及债券价差增加带来的投资收益增长。

总体资产质量保持平稳，信用卡不良生成有所上升。6 月末不良率为 1.14%，环比 1Q20 上升 3bp，不良率仍处于较低水平。关注率、逾期贷款率分别为 0.99%、1.35%，较年初下降 18bp、6bp。零售贷款不良率环比 1Q20 下降 4bp 至 0.83%，资产质量较为平稳。延期还本付息的零售贷款下迁比例好于预期，风险整体可控；预计全年零售资产质量将保持平稳。信用卡方面，2 季度信用卡不良率生成有所上升，6 月末信用卡不良贷款率较上年末上升 50BP。短期来看，信用卡风险仍需关注居民收入和就业形势的变化；我们认为信用卡贷款仍将面临较大不良生成压力，不确定性因素仍存。但长期来看，公司客群基础优质、资产结构持续优化，资产质量将保持总体平稳。

零售业务持续发力，零售客户数、AUM 快速增长。截至 6 月末，零售客户数超 1.5 亿。其中金葵花及以上客户 291.8 万户，私人银行客户 9.1 万户，较年初分别增 10.21%、11.46%；增速接近去年全年水平。零售客户、金葵花客户、私行客户 AUM 较年初分别增 10.26%、11.01%、11.94%；增速均超去年全年增速。

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。在当前宏观不确定性因素较多的环境下，公司或进一步加大核销处置和拨备计提力度，我们预计 2020/2021 年净利润增速为-2.5%/8.9%，对应 BVPS 26.5、30.3 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 47.72 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	2973	3289	3727
增长率（%）	8.5	10.2	10.2	10.6	13.3
净利润（亿元）	806	929	905	986	1143
增长率（%）	15.3	(2.5)	(2.5)	8.9	15.9
净资产收益率（%）	16.92%	17.15%	14.54%	13.74%	13.88%
每股收益(元)	3.19	3.68	3.59	3.91	4.53
PE	12.04	10.44	10.71	9.83	8.48
PB	1.92	1.68	1.45	1.26	1.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

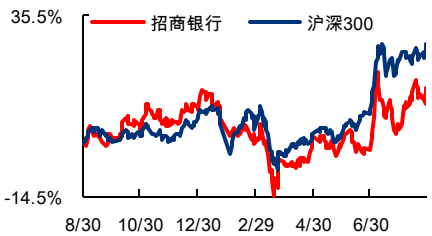
公司简介：

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）	39.83-28.43
总市值（亿元）	9,697.03
流通市值（亿元）	7,931.83
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	0.3

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

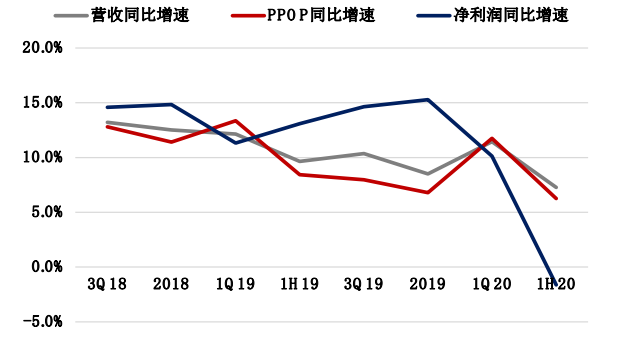
执业证书编号: S1480519070002

研究助理：田馨宇

010-66555383 tianxy @dxzq.net.cn

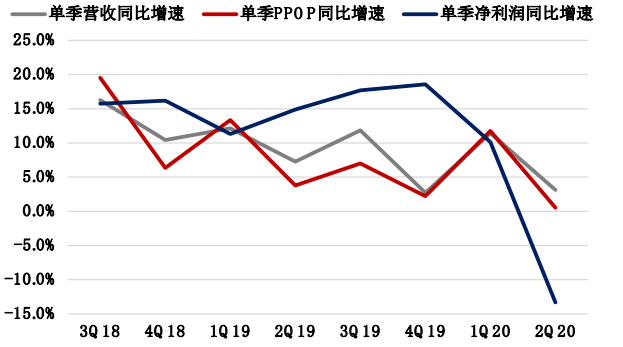
执业证书编号: S1480119070044

图 1：招商银行业绩同比增速



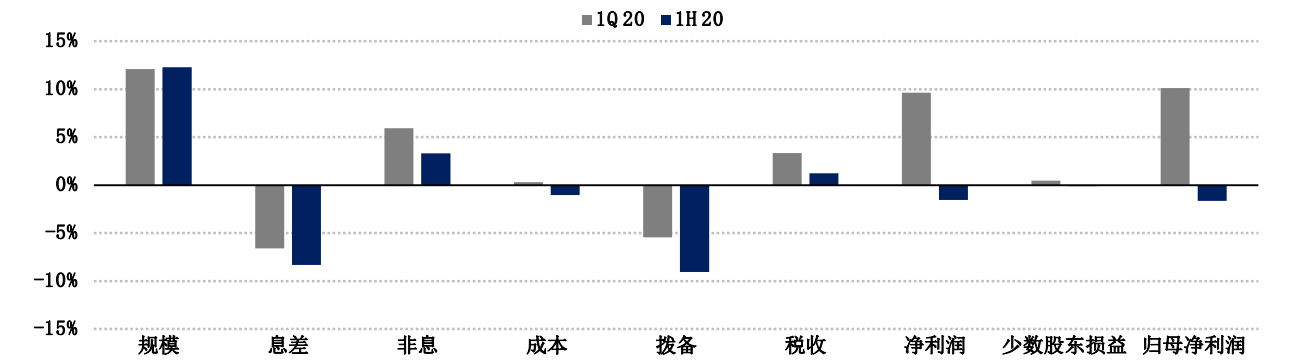
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

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 1Q20、1H20 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）

	1H19	3Q19	2019	1Q20	1H20
规模	6.8%	6.6%	7.1%	12.1%	12.3%
息差	6.7%	4.6%	0.8%	-6.6%	-8.3%
非息	-3.9%	-0.9%	0.6%	5.9%	3.3%
成本	-1.2%	-2.4%	-1.7%	0.3%	-1.0%
拨备	1.5%	3.5%	3.0%	-5.5%	-9.0%
税收	3.4%	3.6%	5.8%	3.3%	1.3%

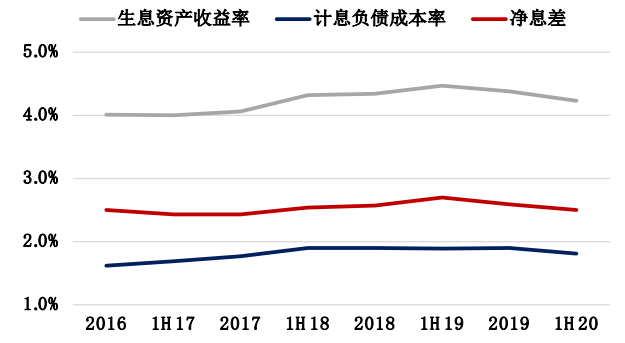
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

表2：招商银行业绩拆分（单季环比）

	2Q19	3Q19	2019	1Q20	2Q20
规模	6.4%	6.3%	7.2%	12.1%	12.5%
息差	6.3%	0.7%	-8.5%	-6.6%	-10.0%
非息	-5.4%	4.9%	4.0%	5.9%	0.7%
成本	-3.5%	-4.8%	-0.5%	0.3%	-2.6%
拨备	3.2%	7.5%	-0.6%	-5.5%	-12.8%
税收	7.5%	4.0%	16.5%	3.3%	-0.5%

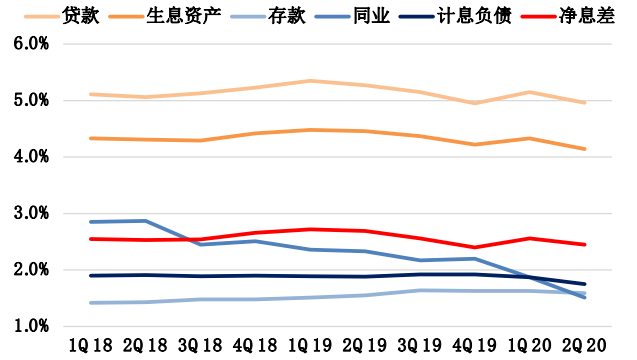
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 4：招商银行 1H20 净息差收窄



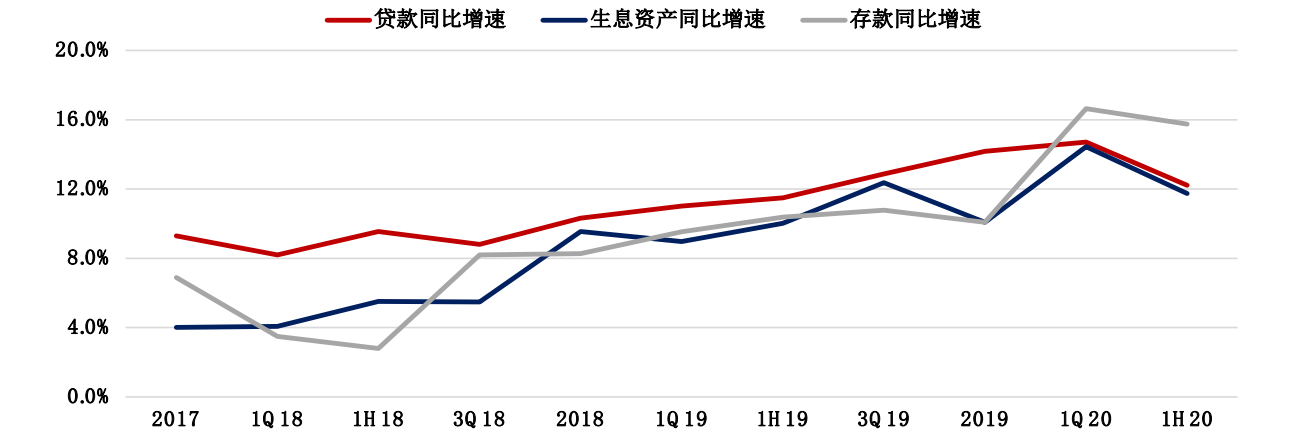
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 5：招商银行单季度资产收益率、负债成本率、净息差情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 6：招商银行 1H20 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 7：6 月末招商银行个贷占比较年初上升

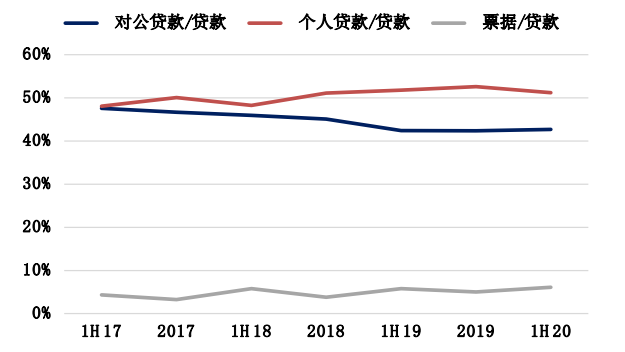
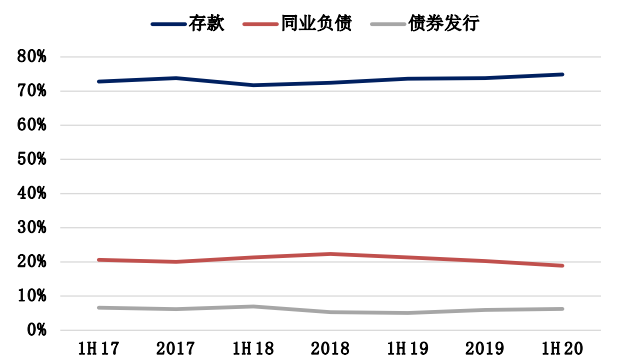


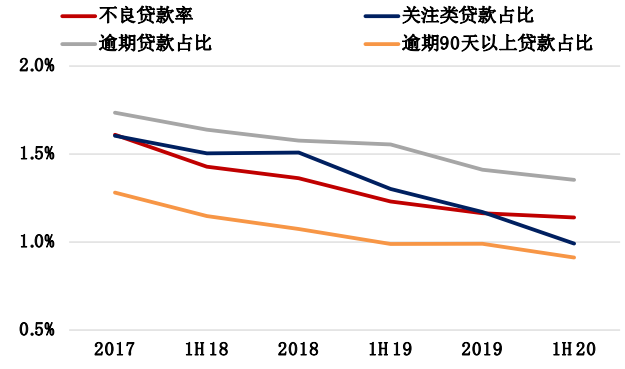
图 8：6 月末招商银行存款占计息负债比重较年初上升



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

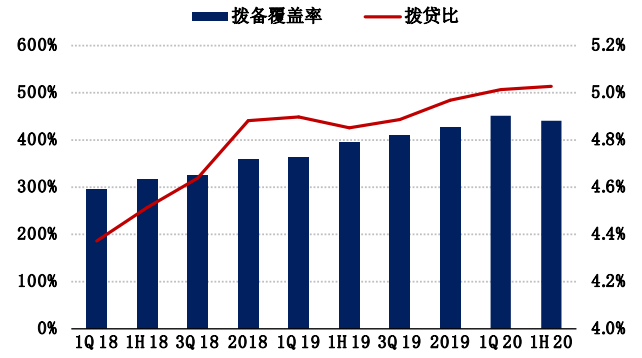
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 9：招商银行各项资产质量指标较为平稳



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 10：招商银行拨备覆盖率较高，环比略降



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表3：招商银行零售相关数据一览

零售客户数及 AUM	1H17	2017	1H18	2018	1H19	2019	1H20	较上年末变动
零售户数（万户）	9733	10663	11633	12541	13400	14400	15100	4.86%
零售 AUM（万亿）	5.8983	6.2	6.6	6.8	7.3	7.5	8.3	10.26%
金葵花及以上客户数(万户)	204.8	213	230	236	256	265	292	10.21%
金葵花客户 AUM（万亿）	4.8	5.1	5.4	5.5	5.9	6.1	6.8	11.01%
金葵花及以上户数占零售户数比重	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.9%	0.09%
金葵花及以上 AUM 占零售客户总资产比重	81.7%	82.1%	81.8%	81.0%	81.1%	81.2%	81.7%	0.55%
私行户数（万户）	6.7	6.7	7.2	7.3	7.8	8.2	9.1	11.46%
私行 AUM（万亿）	1.9	1.9	2.0	2.0	2.2	2.2	2.5	11.94%
私行户均 AUM(千万)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	0.43%
私行户数占零售户数比重	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.00%
私行 AUM 占零售客户总资产比重	32.3%	30.9%	30.7%	30.0%	29.8%	29.8%	30.2%	0.45%
两大 APP	**1H17**	**2017**	**1H18**	**2018**	**1H19**	**2019**	**1H20**	**较上年末变动**
招商银行 APP 的 MAU(万户)		2618.67	3292.27	4150.8	4,582.63	5,513.63	5,607.18	1.70%
掌上生活 APP 的 MAU(万户)		2732.57	3046.17	3953.87	3,928.48	4,664.34	4,284.32	-8.15%
两个 APP 的 MAU（万户）		5351.24	6338.44	8104.67	8511.11	10177.97	9,891.50	-2.81%
信用卡	**1H17**	**2017**	**1H18**	**2018**	**1H19**	**2019**	**1H20**	**较上年末变动**

信用卡流通卡数（万张）	5192	6245.68	7646.46	8430.44	9,061.04	9,529.99	9,638.73	1.14%
信用卡贷款（亿元）	4562.19	4913.83	5122.18	5754.9	6,525.31	6,709.92	6,522.32	-2.80%
信用卡贷款占零售贷款比重	27%	28%	27%	29%	29%	28%	26%	-2.15%
信用卡不良率	1.26%	1.11%	1.14%	1.11%	1.30%	1.35%	1.85%	0.50%
零售贷款不良率	0.87%	0.89%	0.77%	0.79%	0.75%	0.73%	0.83%	0.10%
零售业务贡献	**1H17**	**2017**	**1H18**	**2018**	**1H19**	**2019**	**1H20**	**同比变动**
零售业务营收（亿元）	547.3	1062.2	616.5	1232.6	753.5	144,722	788	4.55%
零售税前利润（亿元）	269.1	476.0	316.9	572.3	388.2	66,417	339	-12.73%
零售业务营收占比	51.5%	51.3%	51.9%	52.7%	54.5%	53.66%	53.10%	-1.38%
零售业务税前利润占比	57.2%	56.3%	56.6%	57.2%	59.8%	56.70%	53.91%	-5.93%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

利润表（亿元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利息收入	1604	1731	1900	2066	2334
手续费及佣金	665	715	786	857	926
其他收入	217	251	286	365	468
营业收入	2486	2697	2973	3289	3727
营业税及附加	(21)	(23)	(30)	(33)	(37)
业务管理费	(771)	(865)	(961)	(1057)	(1162)
拨备前利润	1693	1808	1983	2199	2528
计提拨备	(608)	(612)	(749)	(857)	(972)
税前利润	1065	1171	1203	1305	1511
所得税	(257)	(237)	(292)	(313)	(363)
归母净利润	806	929	905	986	1143
资产负债表（亿元）					
贷款总额	39330	44907	50295	57840	66516
同业资产	6130	5225	5225	5225	5225
证券投资	16714	18044	20751	23864	27443
生息资产	66950	73702	82074	93021	105581
非生息资产	2428	2702	3278	2058	702
总资产	67457	74172	82745	92015	102715
客户存款	44007	48444	53773	59150	65065
其他计息负债	15832	17221	19315	21965	25331
非计息负债	2183	2330	2563	2819	3101
总负债	62021	67995	75651	83935	93498
股东权益	5436	6177	7094	8081	9217
每股指标					
每股净利润(元)	3.19	3.68	3.59	3.91	4.53
每股拨备前利润(元)	6.71	7.17	7.86	8.72	10.02
每股净资产(元)	20.07	22.89	26.51	30.41	34.90
每股总资产(元)	267.48	294.10	328.09	364.85	407.28
P/E	12.0	10.4	10.7	9.8	8.5
P/PPOP	5.7	5.4	4.9	4.4	3.8
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
利率指标					
净息差(NIM)	2.57%	2.59%	2.44%	2.36%	2.35%
净利差(Spread)	2.44%	2.48%	2.50%	2.52%	2.54%
贷款利率	5.13%	5.17%	5.22%	5.27%	5.32%
存款利率	1.45%	1.58%	1.58%	1.58%	1.58%
生息资产收益率	4.34%	4.38%	4.40%	4.42%	4.44%
计息负债成本率	1.90%	1.90%	1.92%	1.94%	1.96%
盈利能力					
ROAA	1.24%	1.32%	1.16%	1.14%	1.18%
ROAE	16.92%	17.15%	14.54%	13.74%	13.88%
拨备前利润率	2.60%	2.55%	2.53%	2.52%	2.60%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入增长					
净利润增速	14.8%	15.3%	-2.5%	8.9%	15.9%
拨备前利润增速	11.4%	6.8%	9.6%	10.9%	14.9%
税前利润增速	17.4%	10.0%	2.7%	8.5%	15.8%
营业收入增速	12.5%	8.5%	10.2%	10.6%	13.3%
净利息收入增速	10.7%	7.9%	9.8%	8.7%	12.9%
手续费及佣金增速	3.8%	7.5%	10.0%	9.0%	8.0%
营业费用增速	15.5%	12.2%	11.0%	10.0%	10.0%
规模增长					
生息资产增速	9.5%	10.1%	11.4%	13.3%	13.5%
贷款增速	10.3%	14.2%	12.0%	15.0%	15.0%
同业资产增速	26.6%	-14.8%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资增速	5.9%	8.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他资产增速	-27.8%	11.3%	21.3%	-37.2%	-65.9%
计息负债增速	6.6%	9.7%	11.3%	11.0%	11.4%
存款增速	8.3%	10.1%	11.0%	10.0%	10.0%
同业负债增速	-10.1%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益增速	12.5%	13.6%	14.8%	13.9%	14.1%
存款结构					
活期	61.5%	59.1%	59.10%	59.10%	59.10%
定期	38.5%	40.9%	40.90%	40.90%	40.90%
其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
贷款结构					
企业贷款(不含贴	45.1%	42.4%	42.35%	42.35%	42.35%
个人贷款	51.1%	52.6%	52.61%	52.61%	52.61%
贷款质量					
不良贷款率	1.36%	1.16%	1.14%	1.18%	1.19%
正常	97.13%	97.66%	99.08%	99.33%	99.58%
关注	1.51%	1.17%	0.92%	0.67%	0.42%
次级	0.34%	0.35%			
可疑	0.64%	0.39%			
损失	0.38%	0.43%			
拨备覆盖率	358.18%	426.78	455.42	449.69%	450.21%
资本状况	15.68%	15.54%	15.91%	16.29%	16.78%
资本充足率	11.78%	11.95%	12.52%	13.10%	13.76%
核心一级资本充足	91.94%	91.67%	91.43%	91.22%	91.03%
资产负债率					
其他数据					
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）：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
公司财报点评	招商银行（600036）：业绩保持高增，资产质量持续改善	2019-10-31
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