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！

买入（维持）

2020 年 08 月 29 日

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

事件：招商银行 2020 年上半年营业收入 1483.53 亿元，同比增长 7.27%，净利润 500.78 亿元，同比下滑 1.53%，对应 EPS 为 1.97 元/股；期末总资产 8.03 万亿元，较年初增长 8.29%，归属于普通股股东净资产 5984.65 亿元，较年初增长 3.68%，对应 BVPS 为 23.73 元/股。

投资要点

■ **盈利预测与投资评级：**招商银行盈利下滑、收入降速、利差收窄等表观财务指标令中报看起来并不优异，但深度拆分逾期及关注类贷款等指标可以看出真实资产质量卓越。从边际思维来看，信用卡风险明显企稳，零售财富管理延续高成长，我们判断疫情后招商银行将更加出色。考虑信用减值影响，我们下调招商银行盈利预测，预计 2020、2021 年净利润增速分别为+2.2%、+16.6%，目前 A 股估值 1.51x2020PB，考虑真实资产质量优异，维持公司“买入”评级，作为核心银行重点推荐。

■ **中报隐藏亮点：真实资产质量优异，关注类贷款双降、逾期贷款比例快速走低。**

上半年商业银行利润下滑主要源于顺应监管导向大力计提信用减值，以应对未来潜在的信用风险压力，因此每家银行真实的资产质量决定了未来盈利回升的弹性。我们认为招商银行真实资产质量依然非常优异，而不良率由一季度末 1.11%反弹至 1.14%主要源于更严格认定不良资产所致，这导致拨备覆盖率由一季度 451.27%降至 440.81%，同时造成新生成不良贷款率（母行年化口径）相较 2019 年明显上升 16BP 至 1.29%。判断依据：

①关注类贷款指标实现“双降”，在今年贷款高速扩盘背景下，关注类贷款由年初的 525.90 亿降低至 480.88 亿，占比由年初的 1.17%降至 0.99%。这意味着公司积极主动锁定潜在风险、扩大不良贷款认定范围，因此不良率上行、拨备覆盖率下行的财务表现，反而可能进一步提高了公司的风险抵御能力。

②逾期贷款指标比不良贷款及关注类贷款指标更能准确反映信贷违约情况（因为无需考虑认定标准问题，除非办理展期/延期，否则任何本金、利息的逾期都会反映在该指标）。招商银行逾期贷款比例较年初下行 6BP 至 1.35%，逾期 90 天以上贷款比例较年初下行 8BP 至 0.91%，同时不良贷款与逾期 90 天以上贷款的指标偏离度进一步降低至 80%（年初 85%）。这意味着，尽管疫情影响下逾期贷款金额有所增长（较年初增加约 22 亿），但反映真实资产质量的逾期贷款比例相当优异。

不过，疫情对资产质量的冲击仍然有所反应，受疫情影响最重的信用卡业务风险有所暴露，6 月末信用卡不良率较年初上行 50BP 至 1.85%。不过，我们同样欣喜地看到信用卡不良生成情况在二季度已经明显企稳，根据一季报披露的母行口径数据（信用卡业务的母行与集团合并口径数据相差无几），一季度末信用卡不良率一度达到 1.89%，不良贷款余额 118.21 亿元，但 6 月末合并口径不良率已经降至 1.85%，不良贷款金额仅小幅增加至 120.65 亿元。根据行业层面调研，很多银行二季度至今零售信用风险仍然存在压力（受到居民收入波动影响），招商银行资产质量企稳反映出底层客群的优质，市场对后续零售业务的信用风险改善应更有信心。

■ **拨备前利润单季度微幅下滑，主要源于利差收窄拖累利息收入+费用成本走高。**

不考虑减值因素，公司上半年拨备前利润同比增速降至 5.7%（一季度达到 11.3%），意味着二季度单季度同比微幅下滑，这一方面源于利差拖累收入增长，另一方面源于成本收入比走高、费用增长。

①收入层面，上半年营业收入增速降至 7.3%（一季度达到 11.4%），对应二季度增速仅为 3.1%，其中利息净收入上半年增长 4%（一季度为 5.5%）；非利息净收入虽然仍保持 12.9%强劲增长，但相比于一季度的 21.6%高增速仍明显走低。利息净收入降速主要受利差收窄影响，招商银行上半年净息差为 2.50%，较 2019 全年降低 9BP，同比 2019H1 大幅降低 20BP，同时二季度单季环比下行 11BP 至 2.45%。单

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.45
一年最低/最高价	27.85/42.00
市净率(倍)	1.62
流通 A 股市值(百万元)	793182.91

基础数据

每股净资产(元)	23.73
资产负债率(%)	92.04
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 年一季报点评：龙头风采！不良率如何逆境下行？》2020-04-29

2、《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

3、《招商银行（600036）：2019 年三季报点评：资产质量亮眼 Vs 净息差回落》2019-10-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

季度利差快速收窄主要受到资产端贷款及投资收益率下行的影响，二季度贷款及投资收益率均环比走低 19BP，贷款收益率降至 4.96%，同业资产收益率更大幅走低 42BP 至 1.75%。虽然市场利率走低也一定程度上降低了银行负债成本，但招商银行作为本身低成本负债优势最明显的龙头零售银行，边际角度负债成本下行的空间也相对有限，我们看到二季度存款成本仅环比降低 4BP 至 1.59%，总计息负债成本环比降低 12BP 至 1.75%，不足以对冲资产端收益率下行的影响。

②成本角度，费用走高也对拨备前利润增速形成不利影响，上半年公司成本收入比同比上升 63BP 至 28.22%，主要源于员工费用率明显提升。通常招商银行上半年的成本收入比显著低于下半年，今年商业银行总体成本收入比走低的背景下，招商银行逆势上行，主要因为零售业务费用投放增加，零售板块成本收入比上升更明显。

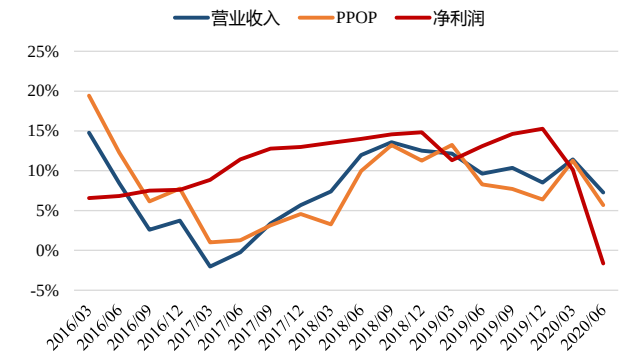
■ **零售财富管理 AUM 突破 8 万亿，财富管理仍是招商银行最具成长空间的业务板块。**

零售客户资产 AUM 上半年高速增长，较期初增长 10.26%至 8.26 万亿，零售客户数量达到 1.51 亿人。受益于基金市场行情火热，母行口径的财富管理手续费收入高速增长 46%至 183.2 亿元，其中代理基金销售收入同比增长 105%至 48.08 亿元；受托理财收入同比增长 122%至 56.51 亿元，主要受理财产规模增长带动，且去年同期受资管转型影响收入基数较低，显然招商银行在银行理财转型进程中已经走在行业前列，虽然资管新规过渡期延长至 2021 年，但在净值化转型中取得先发优势后未来发展空间将更广阔。此外，二季度零售业务的复苏也提振了市场对招商银行后续发展的信心，可以看到上半年信用卡交易额同比去年基本持平，发卡量受疫情影响增速较低，预计随着下半年疫情影响逐步消除，信用卡、保险等线下零售业务将进一步复苏并实现高弹性增长。

■ **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。

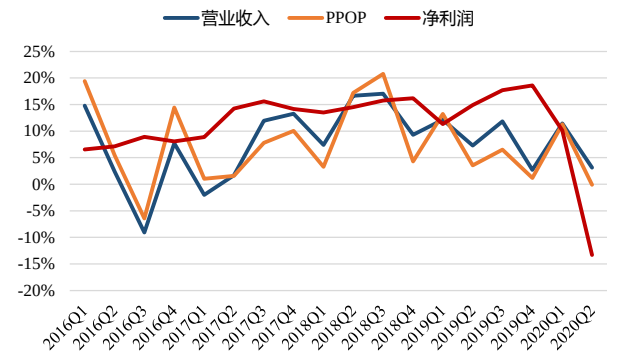
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2016/03~2020/06 招商银行累计盈利增速



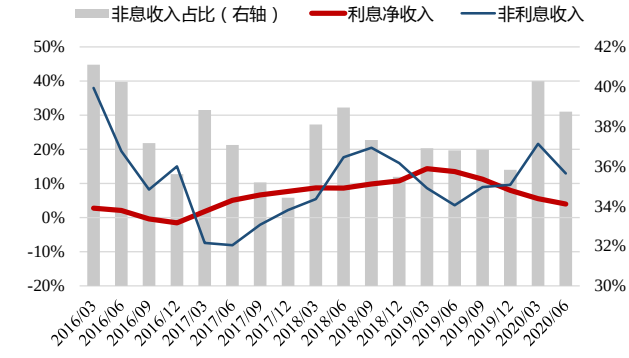
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 2：2016Q1~2020Q2 招商银行单季度盈利增速



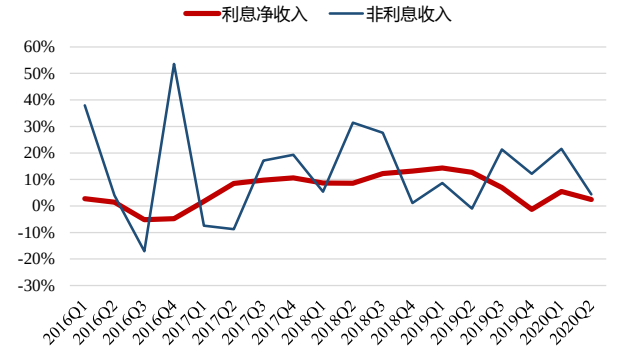
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 3：2016/03~2020/06 招商银行利息收入增速及结构



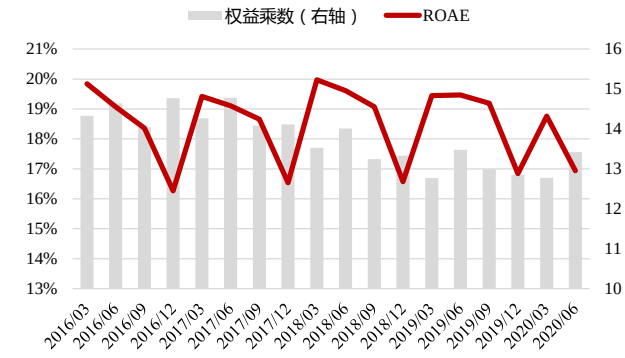
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 4：2016Q1~2020Q2 招商银行单季度利息收入增速



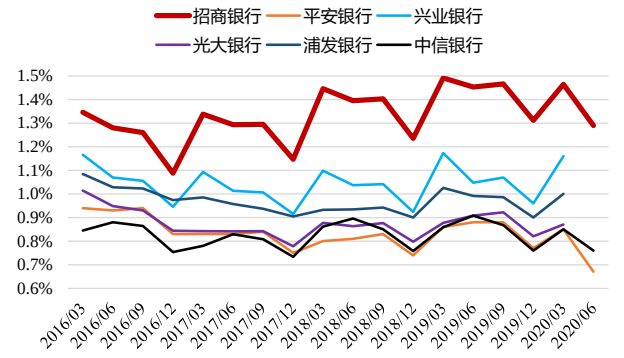
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 5：2016/03~2020/06 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

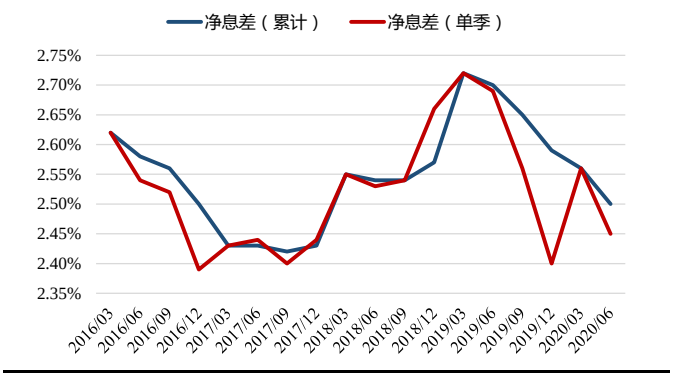
图 6：2016/03~2020/06 招商银行 ROAA



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

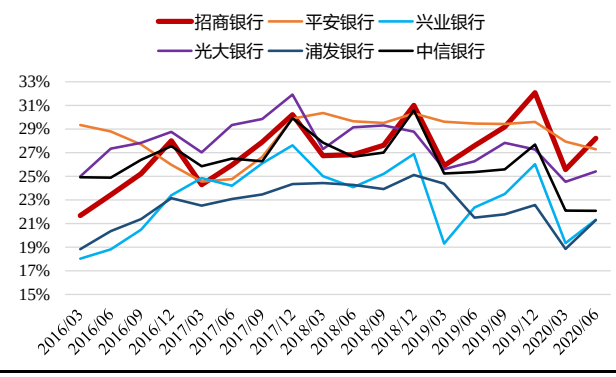
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：2016/03~2020/06 招商银行净息差走势



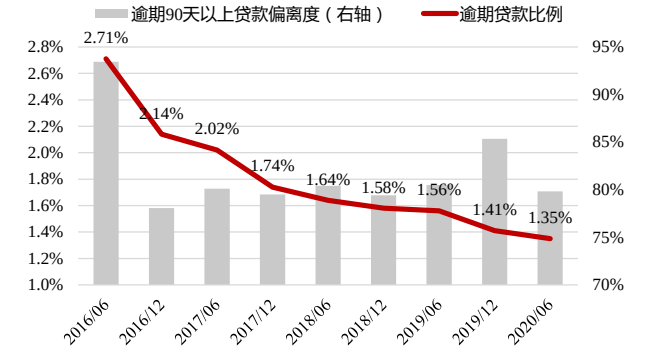
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 8：2016/03~2020/06 招商银行成本收入比



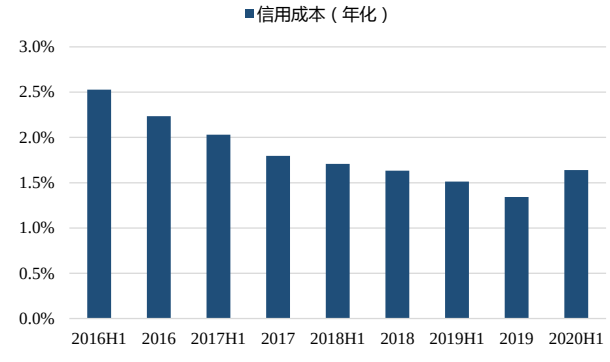
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 9：2016/03~2020/06 招商银行逾期贷款及偏离度



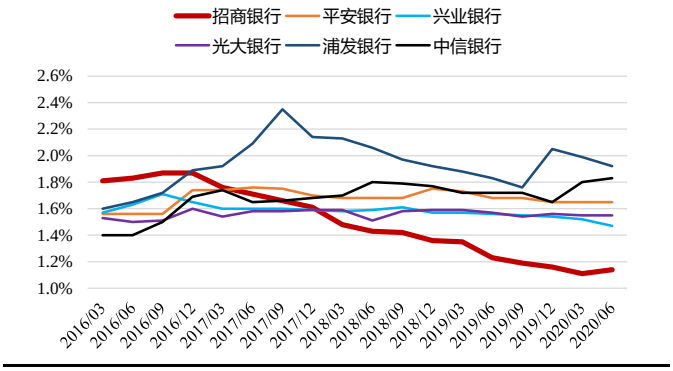
数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 10：2016H1~2020H1 招商银行测算信贷成本（年化）



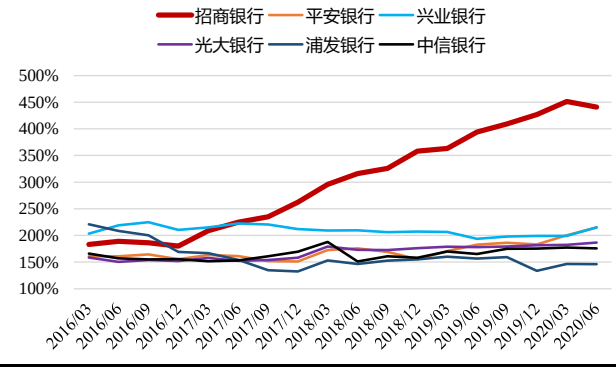
数据来源：公司财报，东吴证券研究所测算

图 11：2016/03~2020/06 招商银行不良率及关注率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

图 12：2016/03~2020/06 招商银行拨备覆盖率



数据来源：公司财报，东吴证券研究所

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产合计	**6,745,729**	**7,417,240**	**8,104,076**	**8,833,443**	**9,592,236**
现金及存放中央银行款项	493,382	567,896	607,806	662,508	719,418
贷款及垫款	3,749,949	4,277,300	4,821,925	5,255,899	5,764,934
金融投资	1,671,399	1,804,437	1,920,666	2,093,526	2,273,360
FVTPL 金融投资	330,302	398,276	380,892	415,172	450,835
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
FVTOCI 金融投资	425,085	484,933	486,245	530,007	575,534
存放同业及其他金融机构款项	100,160	106,113	105,353	114,835	124,699
拆出资金	313,411	307,433	283,643	309,171	335,728
买入返售金融资产	199,386	108,961	226,914	247,336	268,583
贵金属	6,638	4,094	8,104	8,833	9,592
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**	**7,420,372**	**8,069,443**	**8,733,865**
向中央银行借款	405,314	359,175	391,970	426,256	461,353
同业及其他金融机构存放款项	470,826	555,581	563,948	581,000	628,838
拆入资金	203,950	165,921	222,611	242,083	262,016
交易性金融负债	44,144	43,434	44,522	48,417	52,403
衍生金融负债	36,570	23,200	22,261	24,208	26,202
卖出回购款项	78,141	63,233	146,181	121,042	131,008
应交税费	20,411	19,069	22,261	24,208	26,202
客户存款	4,427,566	4,874,981	5,508,729	6,004,514	6,604,966
应付债券	424,926	578,191	478,614	508,375	489,096
其他负债合计	90,276	116,748	19,275	89,340	51,781
股东权益	**543,605**	**617,707**	**683,704**	**764,000**	**858,371**
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
其他权益工具	34,065	34,065	34,065	34,065	34,065
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523
其他综合收益	6,725	10,441	13,044	14,479	16,651
盈余公积	53,682	62,291	71,115	81,407	93,414
一般准备	78,542	90,151	99,640	110,706	123,617
未分配利润	274,361	321,610	366,260	422,960	489,298
归属于母公司股东的权益	540,118	611,301	676,867	756,360	849,787
少数股东权益	3,487	6,406	6,837	7,640	8,584
资产负债指标					
生息资产平均余额	6,244,967	6,689,729	7,528,160	8,301,211	9,069,306
计息负债平均余额	5,820,808	6,298,768	7,009,895	7,558,100	8,223,088
归属于母公司普通股股东权益	**506,053**	**577,236**	**642,802**	**722,295**	**815,722**

合并利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**248,555**	**269,703**	**290,638**	**313,032**	**347,587**
利息净收入	160,384	173,090	182,934	197,569	215,849
手续费及佣金净收入	66,480	71,493	80,072	87,279	102,989
投资收益等其他业务收入	21,691	25,120	27,632	28,185	28,748
营业支出	141,947	152,656	170,413	172,809	184,003
业务及管理费	77,112	86,541	95,329	100,170	111,228
信用减值损失	60,837	61,159	69,971	67,454	67,255
营业利润	106,608	117,047	120,226	140,224	163,584
税前利润	106,497	117,205	120,827	140,925	164,402
净利润	80,819	93,423	95,453	111,331	129,877
归属于母公司股东净利润	**80,560**	**92,867**	**94,885**	**110,668**	**129,104**
财务指标					
资产总计增速	7.1%	10.0%	9.3%	9.0%	8.6%
客户贷款及垫款增速	9.8%	14.1%	12.7%	9.0%	9.7%
负债总计增速	6.7%	9.6%	9.1%	8.7%	8.2%
客户存款增速	8.9%	10.1%	13.0%	9.0%	10.0%
营业收入增速	12.5%	8.5%	7.8%	7.7%	11.0%
利息净收入增速	10.7%	7.9%	5.7%	8.0%	9.3%
手续费及佣金净收入增速	3.8%	7.5%	12.0%	9.0%	18.0%
成本收入比	31.0%	32.1%	32.8%	32.0%	32.0%
所得税率	24%	20%	21%	21%	21%
归属于母公司股东净利润增速	**14.8%**	**15.3%**	**2.2%**	**16.6%**	**16.7%**
EPS	3.13	3.62	3.70	4.32	5.05
BVPS	20.07	22.89	25.49	28.64	32.34
ROAE	**16.57%**	**16.84%**	**15.28%**	**15.97%**	**16.57%**
ROAA	**1.24%**	**1.31%**	**1.23%**	**1.31%**	**1.41%**
净利息收益率	**2.57%**	**2.59%**	**2.43%**	**2.38%**	**2.38%**
不良贷款率	**1.36%**	**1.16%**	**1.12%**	**1.02%**	**0.91%**
拨备覆盖率	**358.18%**	**426.78%**	**430.54%**	**405.23%**	**397.56%**
分红比例	30.0%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
估值指标					
P/E（A 股）	12.3	10.6	10.4	8.9	7.6
P/E（H 股）	10.9	9.4	9.2	7.9	6.7
P/B（A 股）	**1.92**	**1.68**	**1.51**	**1.34**	**1.19**
P/B（H 股）	**1.69**	**1.49**	**1.33**	**1.19**	**1.05**
股息率（A 股）	2.44%	3.12%	3.19%	3.73%	4.36%
股息率（H 股）	2.76%	3.53%	3.61%	4.22%	4.93%

数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所测算及预测

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

