

中信证券研究部

核心观点



肖斐斐
首席银行分析师
S1010510120057



彭博
银行分析师
S1010519060001



联系人：周基明

招商银行零售客群基础持续夯实，财富业务发展迅速，特色化的经营模式和充足的风险抵御能力有助于公司长期发展。维持“买入”评级。

■ **营收增长稳健，拨备持续夯实。**招商银行 2020 年上半年营业收入同比+7.27% (Q1 同比+11.44%)，归母净利润同比-1.63% (Q1 同比+10.12%)，主要是出于审慎考虑加大拨备计提，资产减值损失同比+22.32%，拨备覆盖率保持在 440.81% 的高位。

■ **资产负债：以量补价，零售信贷投放增加。**2020 年上半年公司净利息收入同比+3.97% (Q1 同比+5.50%)，公司通过资产增长对冲息差下行的不利影响。(1) **资产稳步扩张：**二季度总资产环比+3.4% (Q1 环比+4.7%)，保持较快增长，其中贷款/债券环比分别增长 2.5%/11.3，同业资产环比下降 9.3%。公司在二季度加大零售信贷投放，公司口径零售贷款占比较一季度末上升 1.02pct 至 54.25%。(2) **息差小幅下行：**公司各项资产收益均有所下降，得益于较高的活期存款占比及市场化负债成本下降，公司净息差环比小幅收窄 0.06pct 至 2.50%。

■ **中收：财富业务亮眼，投资收益稳健。**上半年公司非息收入同比+12.9% (Q1 同比+21.6%)，主要来自代销业务收入增加及投资收益上升。(1) **零售基础夯实：**零售客户 AUM 较上年末增长 10.26%，达到 8.3 万亿元，金葵花及以上、私行客户 AUM 较上年末增长超过 11%，高端客群增长快于整体。(2) **代销业务亮眼：**财富管理手续费同比增长 46.03%，其中理财业务收入同比增长 122.48%，代理基金收入同比增长 105.03%，公司抓住资本市场机会，积极推动相关业务发展，有效降低了疫情对非息收入的影响。(3) **投资收益稳健：**公司对二季度债券市场波动应对较好，“投资收益+公允价值变动损益”合计同比增长 30.2% (Q1 同比+35.6%)。同时长期股权投资收益有所增加，公司战略投资效果显现。

■ **风险：资产质量优异，风险应对能力充足。风险认定趋严，公司 Q2 不良率 1.14%，较一季度末小幅上升 0.03pct，但仍处于同业较优水平。公司关注率较年初下降 0.18pct 至 0.99%，逾期 90+偏离度亦下降 5.08pct 至 79.98%，反映出公司不良认定更为严格。拨备覆盖率保持高位，公司上半年贷款减值损失同比+22.7%，拨备覆盖率保持在 440.81% 的高位，风险抵补能力充足。**

■ **风险因素：**宏观经济增长失速下行；资产质量超预期恶化。

■ **投资建议：**招商银行零售客群基础持续夯实，财富业务发展迅速，特色化的经营模式和充足的风险抵御能力有助于公司长期发展。考虑到公司零售信贷仍处恢复过程中，我们下调公司 2020/21 年 EPS 预测至 3.51/3.90 元 (原预测 4.08/4.57 元)，当前股价对应 2020 年 1.66xPB，维持“买入”评级。

招商银行	600036
评级	买入 (维持)
当前价	38.45 元
总股本	25,220 百万股
流通股本	20,629 百万股
52 周最高/最低价	39.4/29.31 元
近 1 月绝对涨幅	2.32%
近 6 月绝对涨幅	5.37%
近 12 月绝对涨幅	4.45%

项目/年度	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(百万元)	220,897	248,555	269,703	289,314	324,104
增长率	5.68%	12.52%	8.51%	7.27%	12.03%
归母净利润(百万元)	70,150	80,560	92,867	90,279	100,037
增长率	13.00%	14.84%	15.28%	-2.79%	10.81%
归属普通股股东净利润(百万元)	70,150	78,901	91,197	88,609	98,367
增长率	13.00%	12.47%	15.58%	-2.84%	11.01%
EPS (元)	2.78	3.13	3.62	3.51	3.90
BVPS (元)	17.69	21.13	22.89	23.22	25.95
PE	13.82	12.29	10.63	10.94	9.86
PB	2.17	1.82	1.68	1.66	1.48

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：(1) 股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价；(2) 上述 EPS 和 BVPS 均为归属普通股股东口径

表 1: 公司历史资产负债表主要项目 (百万元)

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
期末余额					
客户贷款	3,151,649	3,414,612	3,741,034	4,277,300	4,618,104
客户存款	3,802,049	4,064,345	4,400,674	4,874,981	5,474,392
生息资产	5,875,722	6,227,503	6,345,533	6,981,655	7,488,891
计息负债	5,398,240	5,639,751	6,027,975	6,640,516	7,188,169
总资产	5,942,311	6,297,638	6,745,729	7,417,240	8,031,826
同比增长 (%)					
客户贷款	15%	8%	10%	14%	12%
客户存款	6%	7%	8%	11%	16%
生息资产	8%	6%	2%	10%	10%
计息负债	8%	4%	7%	10%	12%
比年初增长 (%)					
客户贷款	15%	8%	10%	14%	8%
客户存款	6%	7%	8%	11%	12%
生息资产	8%	6%	2%	10%	7%
计息负债	8%	4%	7%	10%	8%

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

表 2: 公司历史利润表主要项目 (百万元)

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
收入与盈利规模					
净利息收入	134,595	144,852	160,384	173,090	90,873
手续费佣金净收入	60,865	64,018	66,480	71,493	42,269
拨备前营业利润	143,877	150,466	167,445	178,206	103,471
税前利润	78,963	90,680	106,497	117,132	62,838
净利润	62,380	70,638	80,819	93,423	50,078
同比增长 (%)					
净利息收入	-1.56%	7.62%	10.72%	7.92%	3.97%
手续费佣金净收入	13.94%	5.18%	3.85%	7.54%	8.46%
拨备前营业利润	7.76%	4.58%	11.28%	6.43%	5.69%
税前利润	5.17%	14.84%	17.44%	9.99%	-3.14%
净利润	7.52%	13.24%	14.41%	15.60%	-1.53%

资料来源: 公司财报, 中信证券研究部

表 3: 公司历史资产负债构成情况

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
总生息资产结构 (占总生息资产%)					
贷款	55.51%	57.25%	61.98%	64.46%	64.92%
投资	24.69%	25.34%	20.83%	20.14%	20.92%
同业往来	9.90%	7.77%	9.66%	7.48%	7.72%
存款结构 (占存款余额%)					
活期存款	62.94%	62.84%	61.48%	58.73%	61.56%
定期存款	37.06%	37.16%	38.52%	40.64%	37.81%
其他存款	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
贷款结构 (占贷款余额%)					

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
公司贷款	52.77%	49.92%	48.91%	47.39%	48.80%
个人贷款	47.23%	50.08%	51.09%	52.61%	51.20%
贴现贷款	4.74%	3.25%	3.81%	5.03%	6.11%
贷存比	82.89%	84.01%	85.01%	87.74%	84.36%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 4：公司历史营业收入构成及盈利能力情况

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
营业收入构成					
净利息收入占比	64.39%	65.57%	64.53%	64.18%	61.25%
手续费佣金净收入占比	29.12%	28.98%	26.75%	26.51%	28.49%
盈利能力					
成本收入比	28.01%	30.23%	31.02%	32.09%	28.22%
平均年化 ROE	16.31%	15.93%	15.85%	16.09%	15.94%
平均年化 ROA	1.09%	1.15%	1.24%	1.32%	1.30%
公布的贷款收益率	4.92%	4.81%	5.13%	5.17%	5.05%
公布的存款成本率	1.27%	1.27%	1.45%	1.58%	1.61%
生息资产收益率	4.00%	4.06%	4.34%	4.38%	4.23%
计息负债成本率	1.63%	1.77%	1.90%	1.90%	1.81%
公布的净利差 (NIS)	2.37%	2.29%	2.44%	2.48%	2.42%
公布的净息差 (NIM)	2.50%	2.43%	2.57%	2.59%	2.50%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 5：公司历史资产质量情况（百万元）

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
贷款五级分类					
正常	96.04%	96.79%	97.13%	97.66%	97.87%
关注	2.09%	1.60%	1.51%	1.17%	0.99%
次级	0.75%	0.48%	0.34%	0.35%	0.33%
可疑	0.68%	0.61%	0.64%	0.39%	0.48%
损失	0.45%	0.52%	0.38%	0.43%	0.32%
不良贷款率	1.87%	1.61%	1.36%	1.16%	1.14%
不良贷款余额	61,121	57,393	53,605	52,275	55,328
不良贷款同比增长	29%	-6%	-7%	-2%	4%
贷款损失准备余额	110,032	150,432	192,000	223,097	243,891
信用成本	2.12%	1.76%	1.58%	1.29%	1.55%
拨备覆盖率	180%	262%	358%	427%	441%
准备金/贷款总额	3.37%	4.22%	4.88%	4.96%	5.02%
逾期贷款/贷款余额	2.14%	1.74%	1.58%	1.41%	1.35%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

表 6：公司历史资本充足率情况（百万元）

	2016N	2017N	2018N	2019N	2020H
资本充足率	13.33%	15.48%	15.68%	15.54%	14.90%
核心一级资本充足率	11.54%	12.06%	11.78%	11.95%	11.31%
加权风险资产	3,368,990	3,530,745	4,092,890	4,606,786	5,019,059
加权风险资产系数	56.69%	56.06%	60.67%	62.11%	62.49%

资料来源：公司财报，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ2000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与美国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。