

零售边际改善显著， 环比息差升不良降

事件

10月30日，招商银行公布2020年3季度业绩报告，其中营业收入同比增长6.60%，归母净利润同比下降0.82%。

简评

1、3Q拨备计提增速降，单季度净利润回正

2020年前3季度营业收入2214.30亿元，同比增长6.60%（增速环比-67bp）；归母净利润766.03亿元，同比下滑0.82%（增速环比+81bp）；拨备前利润1503.96亿元，同比上升4.72%。从单季度来看，3Q营收同比增长5.25%，较上季度增速环比提高2.11个百分点；3Q净利润增速回正，同比增长0.71%，上季度为下降13.32%。受益于不良率改善及充足的拨备覆盖率，3Q单季度信用减值损失同比仅上升1.48%，增速较前两个季度大幅降低（1&2Q单季度同比均>20%）。在营收结构上，利息净收入同比增加5.57%，非利息净收入同比增加8.35%。

从利润分解来看，前3季度归母净利润同比减少6.36亿元，其中营收同比增加137.00亿元；业务及管理费同比增加57.00亿元；信用减值损失增加75.55亿元。

2020年前3季度加权年化ROE为17.00%，较去年同期下降2.19个百分点。EPS为3.02元/股，较去年同期减少0.03元。BVPS为24.55元/股，较去年同期增加2.26元。

2、净息差环比回升，单季度升8bp

2020年前3季度利息净收入1385.35亿元，同比增加5.57%；占总营收的62.56%，较去年同期微降0.61个百分点。前3季度净息差为2.51%，较上半年回升1bp，较年初下滑8bp；3季度单季净息差为2.53%（期初期末口径），环比上季度上升8bp。净息差回升的主要原因为高收益的零售贷款恢复增长及存款结构优化成本下降。

2020年前3季度非息收入828.95亿元，同比增加8.35%；其中手续费及佣金净收入632.77亿元，同比增加10.70%，其中财富管理增长较快；占总营收的28.58%，较去年同期上升1.06个百分点。

招商银行(600036)

维持

买入

杨荣

yangrongyj@csc.com.cn

010-85130239

SAC 执证编号: S1440511080003

SFC 中央编号: BEM206

研究助理: 陈翔

chenxiangbj@csc.com.cn

010-85130978

发布日期: 2020年10月31日

当前股价: 39.81元

目标价格6个月: 46元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
9.64/9.63	13.52/15.64	13.54/4.39	
12月最高/最低价(元)			43.3/28.71
总股本(万股)			2,521,984.56
流通A股(万股)			2,062,894.44
总市值(亿元)			10,040.02
流通市值(亿元)			8,212.38
香港中央结算(代理人)有限公司			18.04%

股价表现



相关研究报告

19.08.25	【中信建投银行II】招商银行(600036): 基本面支撑估值溢价, 需多措并举提高MAU
19.08.12	【中信建投银行II】招商银行(600036): 估值溢价回升的动因与趋势
19.07.24	【中信建投银行II】招商银行(600036): 不良率环比大幅下降, 净利增速小幅超预期

3、不良和关注贷款占比均下降，资产质量在持续改善。

前 3 季度集团贷款及垫款总额 5.01 万亿，较年初增长 11.58%。不良贷款余额 564.66 亿，较年初增加 41.91 亿，不良率为 1.13%，较 2 季度末和年初分别下降 1bp 和 3bp，不良率持续改善。关注类贷款占比为 0.85%，较 2 季度末和年初分别降低 15bp 和 33bp，潜在风险在减轻。

公司累计办理延期还本付息贷款总额 1389.05 亿，3 季度末余额为 678.22 亿，占贷款总额的 1.46%，还款比例为 51.2%。潜在的风险敞口压力相对较低。

拨备覆盖率充足。3 季度末拨备覆盖率为 424.76%，较 2 季度末和年初分别下降 16.05 和 2.02 个百分点，拨备覆盖率虽有下降，但仍处于行业较高水平。前 3 季度拨贷比 4.79%，较年初下降 18bp。

4、核心一级降、一级和资本充足度升

2020 年 3 季度末核心一级、一级和资本充足度分别为 11.65%、13.31% 和 16.19%，较年初分别变动 -30bp、+62bp 和 +65bp，招商银行 7 月发行 500 亿永续债有效补充了一级资本。资本金实力进一步巩固，核心一级资本充足率在可比同业中处于高位。

5、3Q 信用卡贷款增速环比提升，不良降

3 季度末公司贷款及垫款总额为 4.66 万亿元，较年初增长 9.92%。其中零售贷款达 2.58 万亿元，较年初增长 10.71%，符合我们预计，下半年零售贷款增速显著提高，高于全部贷款的增速，预计 4 季度增速会进一步提高；零售贷款占比为 55.32%，较 2 季度末提升 1.07 个百分点，较年初微降 41bp，零售贷款占比基本回到年初水平。其中小微贷款/个人住房贷款/信用卡/消费贷款较年初增长 17.42%/12.70%/4.56%/11.15%，零售中小微和按揭贷款增速高于全部零售贷款的增速，成为零售贷款增长的主要力量；3Q 单季度信用卡贷款投放增长最快，较上季度末增加 7.57%，上季度末较年初为负增长，信用卡信贷投放也开始修复。从零售贷款结构来看，其中小微贷款/个人住房贷款/信用卡/消费贷款占比为 18.46%/48.04%/27.22%/5.33%，较年初变动为 1.05/0.85/-1.60/0.02 个百分点。

3 季度末公司零售不良率为 0.83%，环比持平，较年初上升 10bp，主要是信用卡和消费贷款的不良率提升，分别较年初上升 43bp 和 34bp。但是受益于疫情后经济修复居民偿债能力回升及加大信用卡贷款投放分母增加，信用卡的不良率环比在下滑，3 季度信用卡不良为 1.78%，环比下降 7bp。

此外，在非信贷业务上，零售端的一大亮点就是零售财富管理业务。前 3 季度公司零售财富管理手续费及佣金收入 272.60 亿元，同比增长 44.98%，占零售净手续费及佣金收入的 48.4%。零售客户数 1.55 亿户，较年初增长 7.64%，零售客户 AUM 达 8.63 万亿，较年初增长 15.17%。私人银行客户达 95943 户，较年初增长 17.47%。

6、投资建议

我们继续重点推荐招商银行，主要看中招商银行在基本面和业务上的领先优势：

其一、盈利能力居前。招商银行的 ROE 和净息差一直保持同业领先地位，优质的资产质量和大量的低成本活期负债使得招商银行的盈利能力一直处于领先地位。其中 3Q 单季度净息差环比回升 8bp，前 3 季度净息差在行业息差承压的情况下环比正增加，资产负债结构继续优化。

其二、资产质量继续改善。前 3 季度招商银行不良关注双降，整体资产质量领先；拨备覆盖率达 424.76%，处于行业较高水平，4Q 拨备计提压力小。信用卡不良率在 3 季度环比下降，市场担优点在改善。

其三、零售端优势深化，边际改善显著。得益于招商银行在零售业务端的多年耕耘，其雄厚的客户基础在同业中具有明显的领先优势，同时金融科技的持续投入和产出，使得招商银行在场景拓展、金融产品便捷度、服务体验和客户服务方面位于领先。零售贷款投放在 3 季度回升显著，结构进一步优化，而且财富管理业务手续费收入出现高速增长，进一步展现其零售财务管理和私人银行上的优势。预计 4 季度 经济恢复性增长更加显著，其零售边际改善更加显著，估值溢价将稳步回升。

我们预测，招商银行在 2020/2021 年营业收入同比增长 7.79%/12.64%，归母净利润同比增长 0.31%/11.40%，PB 为 1.58/1.42。维持买入评级，6 个月目标价 46 元。预计在股份制银行中，招行将成为 2020 年唯一实现净利润正增长银行，这种唯一性，对其本年估值构成强有力的支撑。

图表1： 盈利预测

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
主营收入（百万）	248555	269703	290709	327442	374242
主营收入增长率	12.52%	8.51%	7.79%	12.64%	14.29%
净利润（百万）	80560	92867	93155	103773	118417
净利润增长率	14.84%	15.28%	0.31%	11.40%	14.11%
EPS（元）	3.19	3.68	3.69	4.11	4.70
BVPS	20.07	22.89	25.47	28.25	31.53
PE	12.58	10.91	10.88	9.77	8.56
PB	2.00	1.76	1.58	1.42	1.27

资料来源：wind，公司年报，中信建投

7、风险提示

公司主要面临以下风险：（1）疫情对经济增长可能产生负面影响，造成企业短期盈利下滑和流动性紧张，可能带来资产质量的恶化，不良率上升；（2）利率并轨持续推进下，行业净息差可能会收窄；（3）金融脱媒加剧，存款市场竞争压力加大，负债成本可能会上升。（4）因为拨备计提主要为零售业务，零售业务上的净利润增速预计依然为负增长，预计对估值有一定约束。

分析师介绍

杨荣：中央财经大学金融学博士，英国杜伦大学商学院访问学者，银行业首席,金融组组长。专注于将金融学理论和中国具体的市场实践精巧结合，并且借助规范科学的研究方法，发现市场内在的规律和秩序。持续跟踪研究银行资产管理业务、银行新兴业务。准确研判 2012 年年底以来银行板块的行业性机会和个股行情。2014 年获“最佳分析师量化排名”银行业第一名。2017 年获得《金融市场研究》杂志五周年十佳“优秀青年作者”荣誉。2018 年获得最佳行业“金牛分析师”奖；“wind 金牌分析师”银行业第二名；“最佳分析师”量化评选银行业第二名，连续 5 年累计排名银行业第一名；2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名。

研究助理

陈翔：美国波士顿学院金融学硕士，CFA。2019 年加入中信建投研究发展部，2019 年获得“wind 金牌分析师”银行业第二名。

010-85130978 chenxiangbj@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:杨洁
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk