

方正证券研究所证券研究报告

招商银行(600036)

公司研究

银行行业

公司财报点评

2020.10.30/强烈推荐(维持)

首席分析师：余金鑫
 执业证书编号：S1220520100003
 E-mail: yujinxin@foundersec.com

事件：10月31日，招商银行发布2020年三季度报，前三季度累计实现营业收入2214.3亿元，YoY+6.6%；净利润为766.0亿元，YoY-0.8%；不良率1.13%，YoY-3bp。

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

业绩显优良，中收成亮点。招商银行20Q3的营收与净利润增速分别上调至6.6%和-0.8%，在大行中处优秀水平，至年底净利润有望实现正增长。中收持续高增，非息收入的重要性愈发显现。

存贷业务持续发力，息差小幅回调。20Q3招商银行的存贷款规模较年初仍实现了两位数的高增长，占比继续扩大。息差较20H1回调1bp，承压有所缓解。

资产质量趋优，拨备高位维稳。20Q3招行的关注率与不良率双双下降，资产质量向好。拨备覆盖率高达424.8%，高居行业前列，抗风险能力稳健。

相关研究

- 《招商银行：春色关不住，一览众山小——2020年中报全扫描》2020.08.31
- 《招商银行：业绩稳健超预期，重心切换好对冲——2020年一季报详解》2020.05.06
- 《详解招行2019年报：行稳者能致远，远见者得未来》2020.03.22

请务必阅读最后特别声明与免责条款

零售 AUM 增长超预期。20Q3招商银行的零售客户量实现高位增长。在金融科技加持下，招行对存量客户价值的挖掘进一步加强，AUM尤其是高净值AUM增速显著高于客户数增速。

投资建议：

20Q3招商银行各项业绩增速回升，中收占比不断扩大，零售AUM增长超预期。拨备覆盖率在上市银行中稳居高位，资产质量继续夯实。预测其20/21/22年归母净利润增速为1.5%、10.5%、11.2%，当前价格对应1.49倍20年PB，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情影响导致资产质量恶化；区域经济恶化导致经营承压；净息差下行趋势加大；监管政策趋严等。

盈利预测：

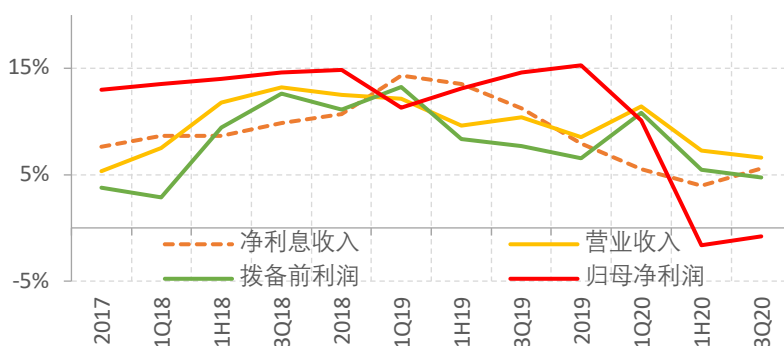
单位/百万	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	269,703.00	290,524.53	313,894.51	344,782.08
(+/-) (%)	8.51	7.72	8.04	9.84
净利润	92,867.00	94,231.11	104,120.48	115,813.09
(+/-) (%)	15.28	1.47	10.49	11.23
EPS(元)	3.68	3.74	4.13	4.59
P/E	10.91	10.76	9.73	8.75

数据来源：wind 方正证券研究所

1 业绩显优良，中收成亮点

优良业绩展示大行成长性。2020 年招商银行前三季度累计实现营业收入 2214.3 亿元，净利润为 766.0 亿元，同比分别+6.6%和-0.8%。拨备前利润较 20H1 微降 0.8pct，但仍达到 4.7%；净利息收入增速上调至 4.7%，较 20H1+0.7pct。招商银行的营收增长速度在大行中居于首位，考虑到其规模庞大，能保持如此增速实属不易，说明其依旧具备较高成长性。受疫情影响，前三季度净利润同比仅小幅微降-0.8%，表现仍显著优于同业，有望在 2020 年末实现净利润同比持平 2019 甚至正增长。

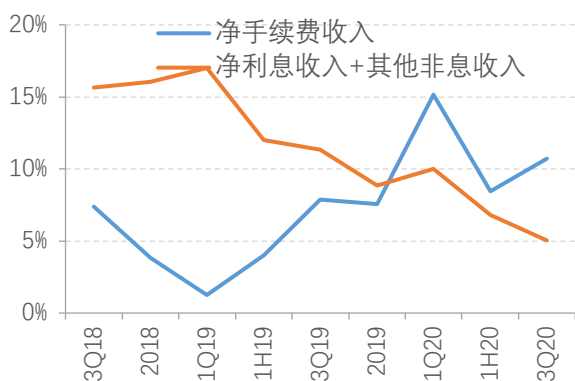
图表1：招商银行 20Q3 业绩增速汇总



资料来源：银行财报，方正证券研究所

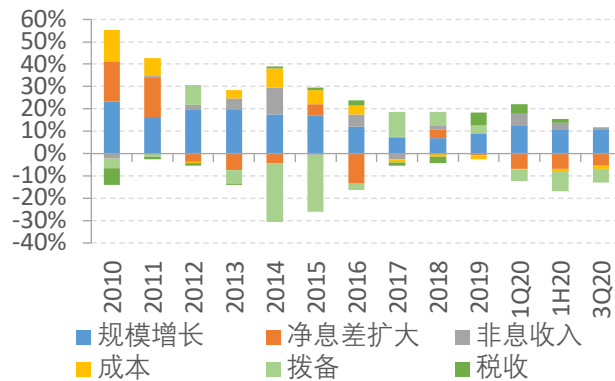
中收持续高增，息差拖累利润增速。招商银行 20Q3 的净手续费收入增速高达 10.7%，同比+2.8pct，季度环比+2.2pct。招商银行作为我国零售银行的龙头，基于其在零售业务与金融科技上的优势，近几年来中间业务发展迅速，净手续费收入维持高增长。资产规模扩张是推动招商银行净利润增长的最大因素，而大环境下净息差承压收窄对净利润的拖累较为明显。

图表2：招商银行 20Q1 营收增速分解



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表3：招商银行 20Q1 净利润增速贡献因子



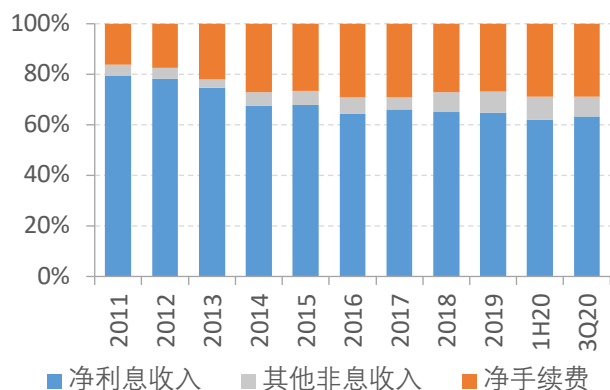
资料来源：WIND，方正证券研究所

中收维持高占比，非息收入重要性凸显。20Q3 招商银行累计营收结构

研究源于数据2研究创造价值

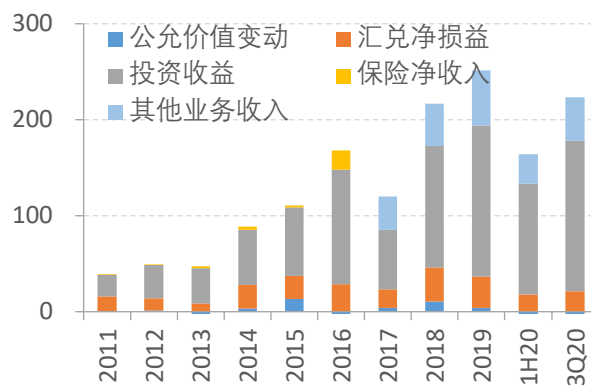
中净利息收入仍为主要部分，占比达 63.3%，在同业中处较低水平。净手续费收入占有所有非息收入比重高达 78.8%，占总营收比重 28.9%，较 20H1 进一步扩大了 10bp。非息收入尤其是净手续费收入部分已成为营收的重要来源，且随着近年来中间业务的增长趋势，未来或可进一步提高。在其他非息收入中，投资收益占比最高，前三季度累计 156.4 亿元。

图表4：招商银行 20Q3 营收占比结构



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表5：招商银行 20Q3 其他非息收入分解(亿元)

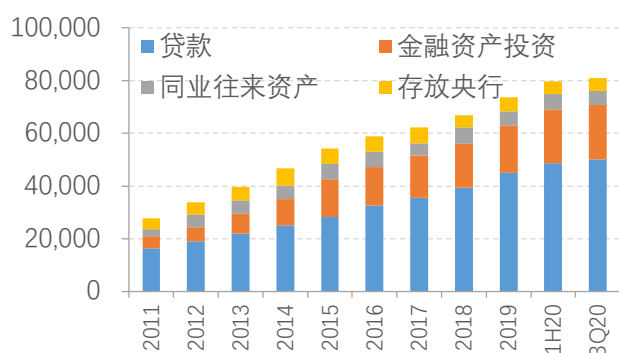


资料来源：WIND，方正证券研究所

2 存贷业务持续发力

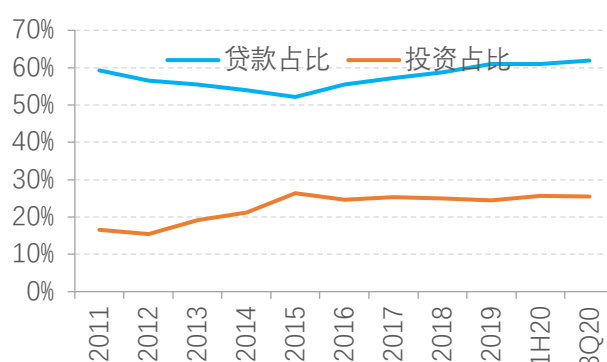
资产规模持续高增，贷款占比小幅上升。招商银行 20Q3 的资产结构整体变化不大，贷款仍为主要部分，占比达 61.9%，较 2019 年末+1.0pct。生息资产规模在 2020 年保持稳步扩张，20Q3 较 2019 年末增长了 9.7%，其中贷款增长率为 11.5%，在体量庞大的前提下仍保持了较快的成长速度。金融资产占比仅次于贷款，在 20Q3 比重达 25.6%，近几年来在资产结构中一直保持稳定的比例。

图表6：招商银行 20Q3 资产端规模(亿元)



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表7：招商银行贷款/投资占生息资产比重变化

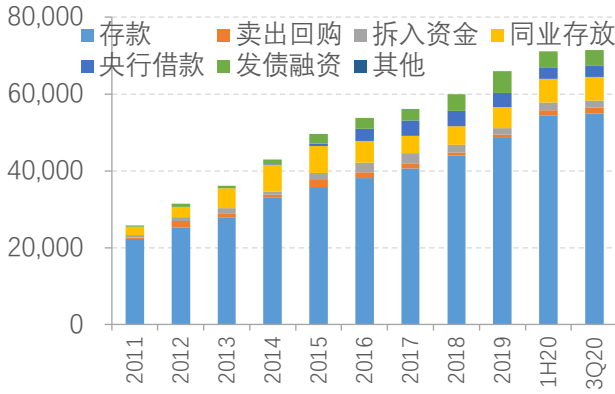


资料来源：WIND，方正证券研究所

负债端结构进一步优化。从负债端来看，成本较低的贷款仍为主要负债来源，20Q3 占比达到了 77%，较 2019 年末+3.1%，整体规模较 2019 年末增长了 12.7%。发债融资规模在 2020 年来持续收缩，2020Q3 发债

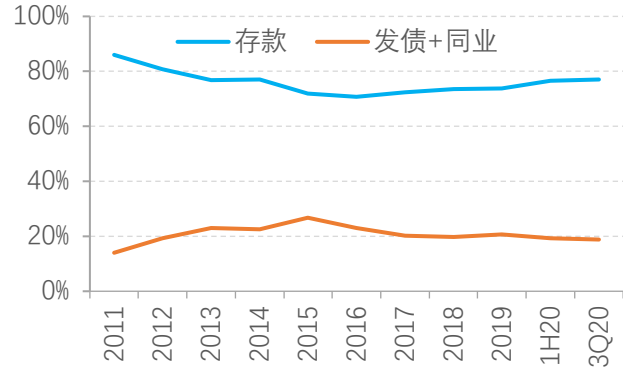
平均余额较 20H1 降低了 6.2%，较 2019 年末降幅达到 33.1%。在结构占比上，发债与同业的比重也呈现逐步缩小的趋势，2020Q3 比例为 18.7%，较年初-2.0pct。

图表8：招商银行 20Q3 负债端变化（亿元）



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表9：招商银行 20Q3 负债端结构占比

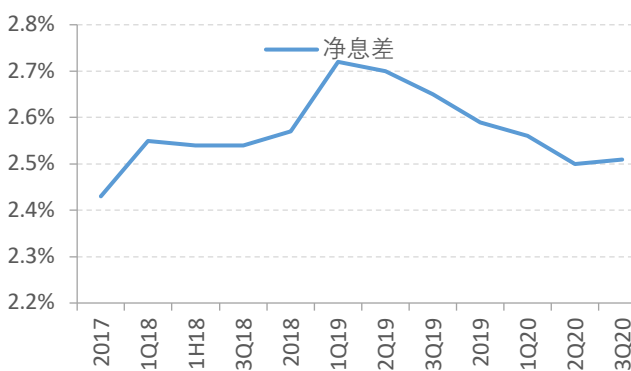


资料来源：WIND，方正证券研究所

3 息差微回升，规模续高增

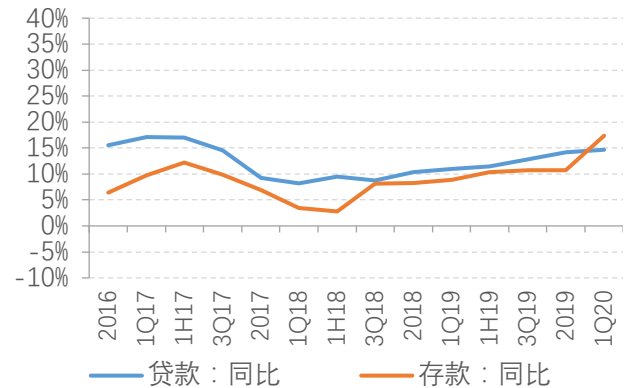
息差压力稍缓，存贷规模保持高增。20Q3 招商银行的净息差为 2.51%，较 20H1 小幅提高了 1bp，较去年同期降低了 14bp。今年来收经济换季与监管影响，招行的息差持续承压，前两个季度息差持续收窄，第三季度逐步回归正轨后息差压力稍缓，出现反弹迹象。存贷款规模始终维持两位数的高增长速度，存贷同比增速在 20Q3 继续走高，分别达到 17.4%和 14.7%，缓解了息差收窄对利润的压力。

图表10：招商银行 20Q3 净息差



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表11：招商银行存贷款同比增速



资料来源：WIND，方正证券研究所

个贷业务引领规模扩张。从贷款端余额的变化来看，风险较低的个贷规模是增长的最大来源，前三季度的个贷规模增量为 2493 亿元，占总资产增量的 51.7%。招行一直深耕零售业务，较同业具有不可替代的优势，个贷业务持续蓬勃发展。其中，小微贷款业务增速亮眼，前三季度累计增幅达到 17.4%，住房与消费贷也均维持在 10% 以上的增速。

图表12: 招商银行贷款端余额及变化(2019→20Q3)

贷款端细分	2019	20Q3	20Q1 环比	20Q2 环比	20Q3 环比	Q1-3 累计
信用卡	6,709	7,015	-454	+267	+493	+306
个人住房贷款	10,985	12,380	+314	+598	+483	+1395
消费贷款	1,237	1,375	+76	-3	+65	+138
小微贷款	4,051	4,757	+176	+223	+306	+706
其他	296	245	-14	-16	-22	-52
个人贷款	23,280	25,773	+99	+1069	+1326	+2493
对公贷款	16,243	17,906	+1471	+100	+93	+1663
贴现票据	2,249	2,911	+577	-19	+104	+663
贷款及垫款总额	41,772	46,591	+2147	+1149	+1523	+4819

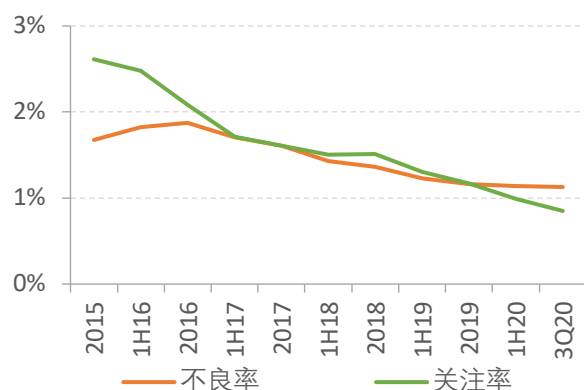
资料来源: 银行财报, 方正证券研究所

注: 其他主要包括商用房贷款、汽车贷款、住房装修贷款、教育贷款及以货币资产质押的其他个人贷款。(下同)

4 资产质量趋优, 拨备高位维稳

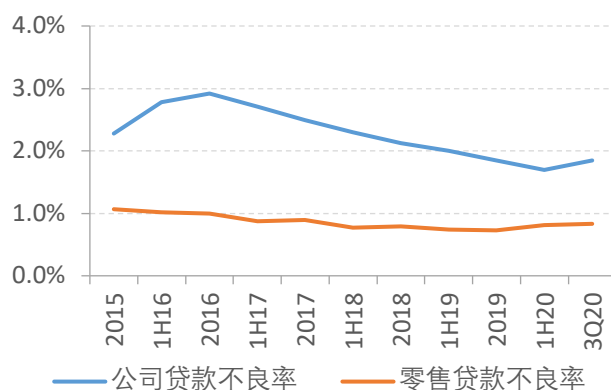
零售业务推动资产质量改善。20Q3 招商银行的不良与关注率继续降低, 资产质量稳步向好。不良率与关注率分别为 1.13% 和 0.85%, 较 20H1 分别下降了 1bp 和 14bp。其中, 零售贷款不良率为 0.83%, 远低于对公贷款的 1.85%。招行在零售端的持续发力使得风险较低的个人贷款占比扩大, 推动了关注率与不良率的下降, 资产质量得以持续改善。

图表13: 招商银行 20Q3 资产质量指标



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表14: 招商银行 20Q3 不良率细分



资料来源: WIND, 方正证券研究所

各类业务资产质量普遍优于预期。从贷款端业务细分来看, 2020 年来个贷的不良率有小幅上升, 但逾期率与关注率则普遍下降。尽管疫情给企业带来较大冲击, 招商银行的对公贷款不良、逾期率与关注率仍有降低, 情况优于预期。整体而言, 今年的大环境变动并没有对招商银行的资产质量造成过多影响, 招行在这场考验中表现依旧优秀。

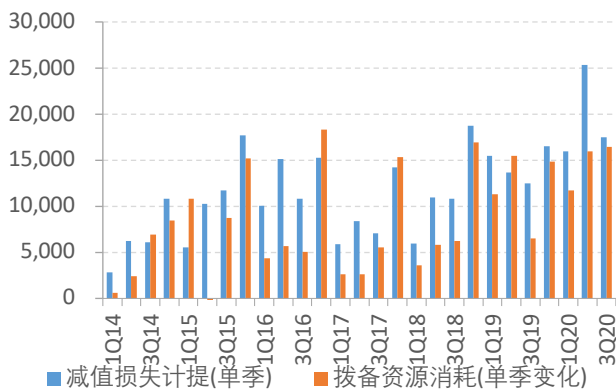
图表15: 招商银行贷款端不良率及变化(2019→20Q3)

贷款端细分	不良 20Q3	环比	逾期 20Q3	环比	关注 20Q3	环比
信用卡	1.78%	-0.07%	3.20%	-0.30%	3.24%	-0.23%
个人住房贷款	0.27%	+0.02%	0.32%	-0.03%	0.15%	-0.04%
消费贷款	1.52%	+0.08%	1.81%	+0.01%	0.50%	-0.09%
小微贷款	0.64%	+0.02%	0.71%	-0.10%	0.32%	-0.13%
其他	2.19%	+0.39%	2.24%	+0.09%	0.27%	-0.31%
个人贷款	0.83%		1.27%	-0.10%	1.04%	-0.10%
对公贷款	1.85%	-0.02%	1.54%	-0.15%	0.70%	-0.27%
贴现票据						
贷款及垫款总额	1.17%	-0.02%	1.30%	-0.11%	0.85%	-0.15%

资料来源: 银行财报, 方正证券研究所

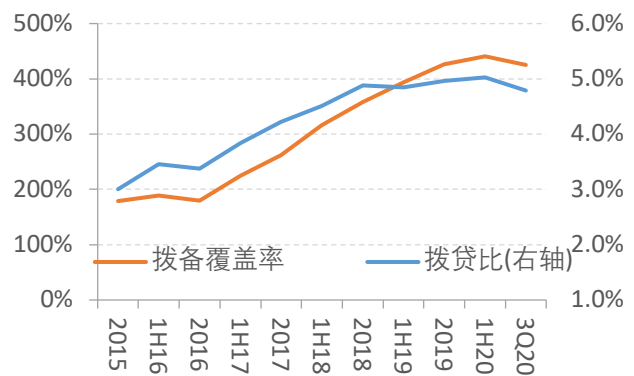
拨备高位维稳。20Q3 招商银行的拨备覆盖率为 424.8%，自 2019 年末以来一直维持在 400%以上，稳居同业首位。20Q3 在经营逐步回稳后，单季减值损失计提明显低于二季度，由此导致拨备覆盖率小幅下降 16.0pct，但仍稳定在行业高位，在国内上市银行中位居第四。从抗风险能力看，招行无疑是行业的佼佼者，在应对经济形势变化中，招行将拨备始终维持在相当稳健的水平。

图表16: 招商银行 20Q3 拨备计提幅度



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表17: 招商银行拨备覆盖率与拨贷比



资料来源: WIND, 方正证券研究所

5 零售 AUM 增长超预期

存量客户向高净值转化较好，价值挖潜加强。20Q3 比年初而言，零售客户数增长 7.6%到 1.55 万户，增速略超预期。结构上看，零售 AUM、金葵花及以上客户 AUM、私人银行 AUM 分别较年初增长 15.2%、16.4%、19.2%。一来，AUM 增速显著高于客户数增速，表明客户的粘性增强；二来，高净值客户 AUM 增速更快，表明价值挖潜有效。金葵花及以上客户数、私人银行客户数较年初增长 13.8%、17.5%，表明有更多存量客户升格成为高净值客户，在金融科技的加持之下，招行对存量客户价值的挖掘进一步加强。

图表18：招行零售业务客户及AUM情况（2018→20Q3）

生息资产端细分行业/类别 (单位: 亿元)	单位	2018	2019	20Q3	较年初
零售客户					
零售客户数	万户	12,541	14,400	15,500	+7.6%
零售 AUM	亿	68,021	74,940	86,307	+15.2%
零售客户户均 AUM	万	5.4	5.2	5.6	+7.0%
金葵花以上客户					
金葵花以上客户数	万户	236	265	301	+13.8%
金葵花以上客户 AUM	亿	55,082	60,852	70,830	+16.4%
金葵花以上客户户均 AUM	万	233	230	235	+2.3%
金葵花…在总 AUM 中占比	%	81.0%	81.2%	82.07%	+1.1%
私人银行客户					
私人银行客户数	户	72,938	81,674	95,943	+17.5%
私人银行 AUM	亿	20,393	22,311	26,584	+19.2%
私人银行户均 AUM	万	2,796	2,732	2,771	+1.4%
私行在总 AUM 中占比	%	30.0%	29.8%	30.80%	+3.5%
私人银行中心	个	68	79		

资料来源：招行财报，方正证券研究所

6 投资建议：零售欣欣向荣，拨备稳居高位

20Q3 招商银行各项业绩增速回升，中收占比不断扩大，零售 AUM 增长超预期。拨备覆盖率在上市银行中稳居高位，资产质量继续夯实。预测其 20/21/22 年归母净利润增速为 1.5%、10.5%、11.2%，当前价格对应 1.49 倍 20 年 PB，给予“强烈推荐”评级。

7 风险提示

疫情影响导致资产质量恶化；区域经济恶化导致经营承压；净息差下行趋势加大；监管政策趋严等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com