

依托“金融科技+零售”一体两翼的飞轮效应，非息业务优势凸显

——招商银行2020年中报业绩点评

公司点评

- **招商银行于2020年8月29日披露2020年中报业绩。资产规模持续增长：**截至6月末，公司资产总额80,318.26亿元，较上年末增长8.29%，主因贷款和垫款、债券投资等增长。**零售业务进一步夯实。**零售贷款总额24,447.15亿元，较上年末增长5.02%，主因做好小微企业及个人信贷服务保障工作。6月末零售贷款客户数720.26万户，较上年末增长12.15%，客群增长以线上轻型获客为主。
- **公司各项业务稳健开展，推进“一体两翼”战略。**2020年上半年营业收入1483.53亿元，同比增长7.27%；归母净利润497.88亿元，同比下降1.63%，主因拨备计提导致；ROAA和ROAE分别为1.29%和16.94%，同比分别下降0.16和2.53个百分点。得益于生息资产规模扩张，利息收入1,536.85亿元，同比增长6.34%。贷款和垫款利息收入1,183.76亿元，同比增长9.52%，占比仍为最大。**零售业务仍保持规模占比高、收益率相对较高的优势**，上半年零售贷款收益率6.1%，较2019年平均值提升6BP。上半年集团业务及管理费418.60亿元，同比增长9.70%，主因围绕各类数字化经营场景持续投入战略性费用资源，成本收入比28.64%。
- **NIM略微下行：**上半年公司净利差2.42%，净息差2.50%，同比分别下降16BP和20BP。**计息负债成本率降幅慢于生息资产收益率降幅，导致净息差进一步收窄。**生息资产年化平均收益率4.23%，同比下降24BP，各类生息资产收益率均有所下降；计息负债年化平均成本率1.81%，同比下降8BP，**因存款成本相对刚性，负债端成本率下降幅度有限**，除客户存款成本率上升外其余均下降。
- **中间业务收入稳步扩张：**上半年非利息净收入574.80亿元，同比增长12.94%。净手续费及佣金收入422.69亿元，同比增长8.46%。因疫情对消费造成负面影响，银行卡、结算和清算业务手续费下滑；**代理类业务因代理基金收入增加而增速较快**，同比增长32.35%；托管理财收入增加拉动托管类业务收入同比增长10.43%。投资收益同比增长44.70%，主因基金投资分红、票据及债券价差增加。
- **资产质量总体稳定：**公司坚持从严资产分类，充分暴露风险。6月末，不良贷款余额553.28亿元，较上年末增加30.53亿元，不良贷款率1.14%，较上年末下降2BP，仍维持较低的不良水平；公司拨备覆盖率440.81%，较上年末提升14.03个百分点，为所有上市银行第三位，仅次于宁波银行、常熟银行。
- **投资建议：**招商银行是国内零售业务的龙头，具有显著的市场优势。金融科技赋能，优势明显。金融科技持续发力、私人银行普及、服务升级；转型3.0，“一体两翼”战略的推广，轻资产，使零售客户基础不断夯实；非息收入占比提升，理财业务及手续费及佣金的收入有望持续增长。综合DDM和相对估值法，2020年招商银行的PE合理区间在10-12之间，PB在1.8-2.16之间，对应合理股价区间为40.45-44.39元，上调至“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**转型带来经营风险；监管趋严下政策风险；疫情冲击下市场风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	248,555	269,703	297,755	330,026	368,160
增长率(%)	12.52%	8.51%	10.40%	10.84%	11.55%
净利润(百万元)	80,560	92,867	107,804	124,808	144,931
增长率(%)	14.41%	15.60%	15.00%	15.77%	16.12%
ROE(%)	15.68%	16.14%	16.00%	15.70%	15.50%
EPS(摊薄/元)	3.19	3.68	4.25	4.92	5.71
P/E(倍)	11	9	8	7	6
P/B(倍)	1.8	1.6	1.3	1.1	0.9

强烈推荐（调高评级）

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

钟奕昕（分析师）

zhongyixin@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080004

市场数据	时间	2020.08.28
收盘价(元):		38.45
一年最低/最高(元):		28.71/43.3
总股本(亿股):		206.29
总市值(亿元):		7,931.83
流通股本(亿股):		206.29
流通市值(亿元):		7,931.83
近3月换手率:		28.52%

股价一年走势



相关报告

《科技赋能推动零售银行快速转型》

附录：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
贷款总额	3,933,034	4,490,650	4,897,154	5,294,010	5,717,531	每股指标					
贷款减值准备	183,085	213,350	245,353	282,155	324,479	PE	10.95	9.50	8.23	7.11	6.12
债券投资	1,671,399	1,804,437	1,984,881	2,123,822	2,272,490	PB	1.77	1.56	1.31	1.11	0.94
存放央行	493,382	567,896	624,686	698,707	733,642	EPS	3.19	3.68	4.25	4.92	5.71
同业资产	612,957	522,507	444,534	416,793	370,527	BVPS	19.80	22.47	26.72	31.64	37.35
资产总额	6,745,729	7,417,240	7,990,558	8,584,594	9,167,257	每股拨备前利润	6.63	7.07	7.77	8.61	9.61
吸收存款	4,427,566	4,874,981	5,118,730	5,374,667	5,643,400	驱动性分析					
同业负债	1,158,231	1,143,910	1,231,858	1,355,301	1,429,623	生息资产增长	41.87%	10.05%	7.66%	7.32%	6.57%
发行债券	424,926	578,191	693,829	763,212	839,533	贷款增长	10.32%	14.18%	9.05%	8.10%	8.00%
负债总额	6,202,124	6,799,533	7,260,596	7,724,928	8,157,275	存款增长	8.94%	10.11%	5.00%	5.00%	5.00%
股东权益	543,605	617,707	729,962	859,666	1,009,982	净手续费收入/营业收入	26.75%	26.51%	25.93%	25.50%	25.15%
						成本收入比	31.02%	32.09%	32.09%	32.09%	32.09%
						实际所得税税率	24.18%	20.19%	20.19%	20.19%	20.19%
利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	盈利及杜邦分析					
净利润收入	160,384	173,090	190,399	211,199	232,250	净利润收入	2.46%	2.44%	2.47%	2.55%	2.62%
净手续费收入	66,480	71,493	77,212	84,162	92,578	净非利息收入	1.35%	1.36%	1.39%	1.43%	1.53%
其他非息收入	21,691	25,120	30,144	34,666	43,332	营业收入	3.81%	3.81%	3.86%	3.98%	4.15%
营业收入	248,555	269,703	297,755	330,026	368,160	营业支出	1.22%	1.26%	1.29%	1.32%	1.38%
税金及附加	(2,132)	(2,348)	(3,478)	(3,777)	(4,094)	拨备前利润	2.57%	2.52%	2.54%	2.62%	2.73%
业务及管理费	(77,112)	(86,541)	(95,542)	(105,897)	(118,133)	资产减值损失	0.94%	0.86%	0.79%	0.73%	0.69%
营业外净收入	(111)	85	50	50	50	税前利润	1.63%	1.66%	1.75%	1.89%	2.05%
拨备前利润	167,334	178,291	195,906	217,211	242,422	税收	0.39%	0.33%	0.35%	0.38%	0.41%
资产及信用减值损	(61,159)	(60,837)	(60,837)	(60,837)	(60,837)	ROAA	1.23%	1.32%	1.40%	1.51%	1.63%
税前利润	106,175	117,454	135,069	156,374	181,585	ROAE	15.68%	16.14%	16.00%	15.70%	15.50%
税后利润	80,497	93,745	107,804	124,808	144,931	业绩年增长率					
归属母行净利润	80,560	92,867	107,163	124,066	144,068	净利息收入	10.72%	7.92%	10.00%	10.92%	9.97%
资本						净手续费收入	3.85%	7.54%	8.00%	9.00%	10.00%
核心一级资本充足率	11.78%	11.95%	11.29%	10.29%	9.38%	营业收入	12.52%	8.51%	10.40%	10.84%	11.55%
一级资本充足率	12.62%	12.69%	11.99%	10.93%	9.96%	拨备前利润	11.11%	6.55%	9.88%	10.88%	11.61%
资本充足率	15.68%	15.54%	15.69%	15.54%	15.40%	归属母行净利润	14.84%	15.28%	15.39%	15.77%	16.12%
风险加权系数	60.67	62.11	63.97	65.89	67.87						

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑嘉伟，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，任银行团队负责人。

钟奕昕，美国凯斯西储大学金融学硕士，银行助理研究员。2018年加入新时代证券，历任宏观助理研究员，银行助理研究员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莜琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>