

招商银行 (600036)

公司研究/动态报告

力压可比同业，资产质量拐点出现

—详细解读招商银行 2020 年半年报

动态研究报告/银行

2020 年 08 月 31 日

报告摘要:

● 利润增速排在全国性银行第一位

8 月 28 日公司发布 2020 年半年报。上半年归母净利润同比增速为-1.63%。公司保持着业绩领先优势，增速排在所有上市全国性银行第一位。利润增速下降主要是因为拨备计提力度加大以及净息差下降，另外非息收入和所得税的边际贡献减弱也有一定的影响。拨备前的业绩增速从一季度的阶段性高点回落。

● 净息差结构优化，负债成本改善

今年二季度净息差结构明显得到优化。上半年净息差为 2.50%，二季度净息差环比下降 11bp 到 2.45%，已经高于上年第四季度 2.40% 的低点。二季度计息负债成本率环比下降 12bp 到 1.75%。既是得益于同业负债利率下行，也有存款量增价减的贡献。今年公司加大客群的开拓，管控高成本的结构性存款、大额存单。二季度生息资产收益率和贷款利率环比都下降 19bp。今年公司贷款主要投向固定资产贷款和个人住房贷款。虽然两类贷款定价较低，但是稳定了信用风险水平，降低了疫情的冲击。随着消费需求回暖，以及信用卡风险出清，下半年信用卡投放有望重拾增长的势头，支撑资产端定价。

● 资产质量拐点出现，信用卡不良率下降

公司半年末不良率为 1.14%，环比微升 3bp。不良率上升主要是因为通过“挤水分”加大了不良贷款的确认力度，整体信用风险水平实际上边际下降。半年末母公司口径的不良率加关注率合计为 2.19%，环比大幅下降 25bp。资产质量的改善拐点已经出现。母公司口径的对公一般性贷款、零售贷款的不良率分别环比增加 15bp 和-5bp。其中受疫情冲击最大的信用卡贷款和小微贷款不良率都环比回落，两者分别变动-4bp 和-18bp。对公不良率上升主要是加大确认力度所致，但逾期率、关注率环比分别下降 5bp 和 20bp。

● 投资建议：看好估值修复空间，维持“推荐”评级

招行交了一份满意的答卷。公司“高筑墙，广积粮”，一手抓资产质量，尽快解决风险包袱，率先实现边际改善。一手抓负债端，管控成本，广泛吸收活期存款。随着利率中枢从下行改为上升，公司负债端的成本优势会进一步显现。而更优秀的资产质量会让公司在高收益资产的投放上有更多的主动空间。我们预测公司2020年到2022年的归母净利润增速分别为-1.23%、6.06%、11.08%。2020年BVPS为25.33元，对应PB为1.52倍，显著低于零售银行的估值中枢，看好未来估值修复空间。维持“推荐”评级。

● 风险提示:

资产质量波动、利率中枢下降、经济复苏不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	269,703	275,608	308,386	351,677
增长率 (%)	8.51%	2.19%	11.89%	14.04%
归属母公司股东净利润 (百万元)	92,867	91,722	97,281	108,060
增长率 (%)	15.28%	-1.23%	6.06%	11.08%
每股收益 (元)	3.68	3.64	3.86	4.28
PE (现价)	10.44	10.57	9.97	8.97
PB	1.68	1.52	1.37	1.24

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

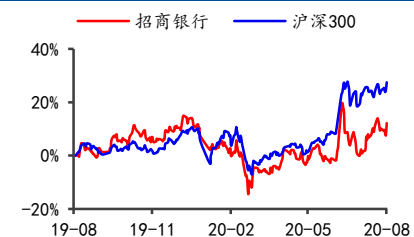
当前价格： 38.45 元

交易数据

2020-8-28

近 12 个月最高/最低 (元)	41.06/29.31
总股本 (百万股)	25,220
流通股本 (百万股)	20,629
流通股比例 (%)	81.80
总市值 (亿元)	9,697
流通市值 (亿元)	7,932

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：郭其伟

执业证号： S0100519090001

电话： 0755-22662075

邮箱： guoqiwei@mszq.com

研究助理：廖紫苑

执业证号： S0100119120002

电话： 0755-22662081

邮箱： liaoziyuan@mszq.com

相关研究

1. 招商银行 (600036): 藏不住的优秀，营收增速更上层楼
2. 招商银行 (600036): 分红率提升到 33%，理财业务明显改善

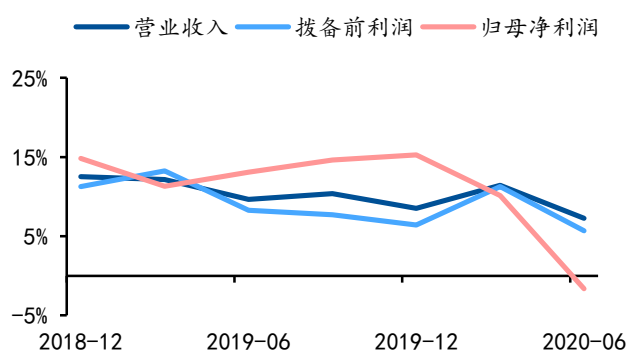
目录

一、力压可比同业，资产质量拐点出现.....	3
二、投资建议	9
三、风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

一、力压可比同业，资产质量拐点出现

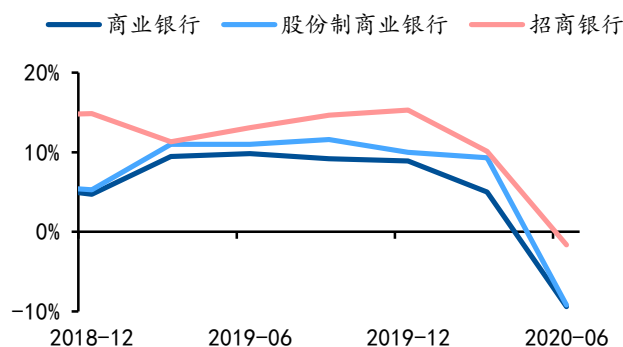
8月28日公司发布2020年半年报。上半年归母净利润同比增速为-1.63%。虽然公司二季度利润增速跟随行业由正转负，但是依然保持着业绩领先优势，增速排在所有上市全国性银行第一位。利润增速较一季度下降11.75pct，主要是因为拨备计提力度加大以及净息差下降，另外非息收入和所得税的边际贡献减弱也有一定的影响。拨备前的业绩增速从一季度的阶段性高点回落。上半年营业收入和拨备前利润分别同比增长7.27%和5.69%，增速分别较一季度下降4.17pct和5.59pct。

图1：招商银行营收、PPOP及业绩同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图2：招商银行业绩累计同比增速高于行业整体水平



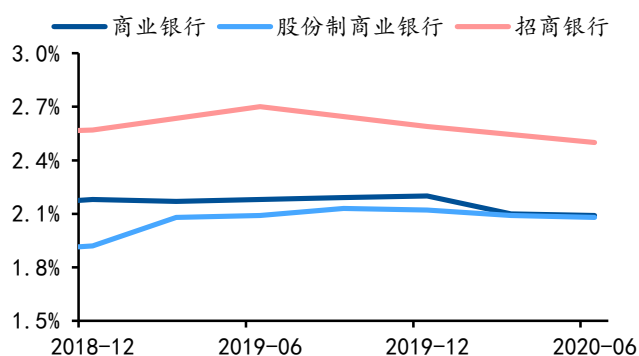
资料来源：WIND，民生证券研究院

表1：招商银行归母净利润同比增长的归因分析

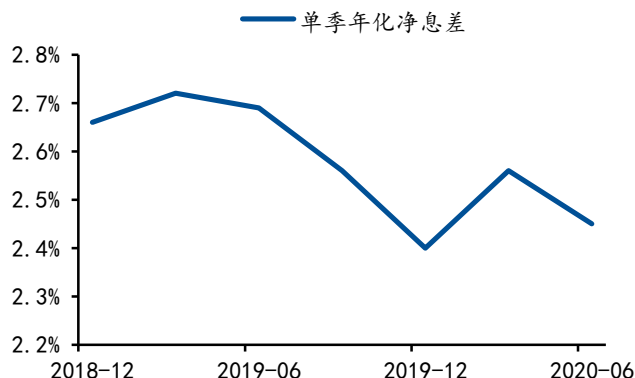
增速归因	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020H1 较 Q1 变化 pct
生息资产规模	4.83%	5.83%	6.72%	7.25%	10.91%	10.60%	-0.31
净息差	9.48%	7.66%	4.51%	0.67%	-5.41%	-6.64%	-1.23
非息收入	-2.17%	-3.86%	-0.87%	0.59%	5.94%	3.30%	-2.63
成本费用	1.10%	-1.36%	-2.66%	-2.13%	-0.16%	-1.58%	-1.42
拨备	-0.33%	1.64%	3.76%	3.42%	-4.98%	-8.48%	-3.50
营业外净收入	0.00%	0.14%	-0.06%	0.19%	-0.75%	-0.35%	0.40
税收	-0.63%	3.29%	3.69%	5.61%	4.08%	1.60%	-2.48
少数股东损益	-0.97%	-0.26%	-0.46%	-0.32%	0.49%	-0.09%	-0.58
净利润增长	11.32%	13.08%	14.63%	15.28%	10.12%	-1.63%	-11.75

资料来源：WIND，民生证券研究院

不需要对较低的营收增速感到悲观，因为有利的因素正在逐步积累。从2019年半年末以来，净息差一直是拖累营收增长的主要原因。不过到今年二季度净息差结构明显得到优化。上半年净息差为2.50%，二季度净息差环比下降11bp到2.45%，已经高于上年第四季度2.40%的低点。

图 3：招商银行累计净息差高于行业平均


资料来源：WIND，民生证券研究院

图 4：招商银行单季年化净息差


资料来源：WIND，民生证券研究院

从结构上看，负债端亮点颇多。二季度计息负债成本率环比大降 12bp 到 1.75%。既是得益于同业负债利率下行，也有存款量增价减的贡献。二季度存款日均余额同比大增 18.84%，创下近五年来的最高纪录。二季度存款利率环比下降 4bp 到 1.59%，时隔一年重新回到 1.60% 以下。主要是因为今年公司加大客群的开拓，管控高成本的结构性存款、大额存单。母公司期末活期存款占总存款的比例达到 59.50%，环比增加 4.41pct。随着下半年同业利率收紧，同业负债对成本改善的效果减少，公司在存款定价上的竞争优势会得到进一步地体现。

表 2：招商银行计息负债单季平均余额和单季平均利率变化表

项目	单季平均余额 (百万元)			单季平均收益/ (成本) 率		
	2020Q2	2020Q1	变动幅度	2020Q2	2020Q1	变动幅度 pct
计息负债						
客户存款	5391286	5100988	290298	1.59%	1.63%	-0.04
同业和其他金融机构存拆放款项	951667	826881	124786	1.51%	1.87%	-0.36
应付债券	461937	588155	-126218	3.28%	3.29%	-0.01
向中央银行借款	298615	307157	-8542	3.04%	3.05%	-0.01
租赁负债	15712	15344	368	4.20%	3.93%	0.27
总计息负债	7119217	6838525	280692	1.75%	1.87%	-0.12

资料来源：WIND，民生证券研究院

表 3：招商银行计息负债累计平均余额和平均利率变化表

项目	平均余额 (百万元)			平均收益/ (成本) 率		
	2020H1	2019A	变动幅度	2020H1	2019A	变动幅度 pct
计息负债						
客户存款	5,246,137	4,636,967	609,170	1.61%	1.58%	0.03
公司客户存款	3,365,045	2,971,818	393,227	1.76%	1.75%	0.01
活期	1,837,517	1,607,847	229,670	0.87%	0.82%	0.05
定期	1,530,528	1,363,971	166,557	2.83%	2.85%	-0.02
零售客户存款	1,881,092	1,665,149	215,943	1.33%	1.28%	0.05
活期	1,201,383	1,081,045	120,338	0.35%	0.37%	-0.02
定期	679,709	584,104	95,605	3.06%	2.96%	0.10
同业和其他金融机构存拆放款项	889,274	843,293	45,981	1.68%	2.26%	-0.58

项目	平均余额 (百万元)			平均收益/ (成本) 率		
	2020H1	2019A	变动幅度	2020H1	2019A	变动幅度 pct
应付债券	525,046	504,241	20,805	3.28%	3.50%	-0.22
向中央银行借款	302,886	300,662	2,224	3.04%	3.06%	-0.02
租赁负债	15,528	13,605	1,923	4.07%	4.09%	-0.02
总计息负债	6,978,871	6,298,768	680,103	1.81%	1.90%	-0.09

资料来源: WIND, 民生证券研究院

信用卡贷款有望恢复性增长。资产端定价下行主要是受到贷款的影响。二季度生息资产收益率和贷款利率环比都下降 19bp。今年公司贷款主要投向固定资产贷款和个人住房贷款。虽然两类贷款定价较低,但是稳定了信用风险水平,降低了疫情的冲击。分产品看,上半年对公贷款、零售贷款、票据贴现利率分别较去年全年增加-20bp、3bp、-62bp。零售贷款利率不降反升。一方面是因为去年下半年加大信贷资产证券化力度,导致贷款利率阶段性下降。另一方面今年在发展个人住房贷款的同时,适度增加了高收益的小微贷款的投放。今年受到疫情的影响,公司并没有发挥出在信用卡上的传统实力。但是随着消费需求回暖,以及信用卡风险出清,下半年信用卡投放有望重拾增长的势头,支撑资产端定价。

表 4: 招商银行生息资产单季平均余额和单季平均利率变化表

项目	单季平均余额 (百万元)			单季平均收益/ (成本) 率		
	2020Q2	2020Q1	变动幅度	2020Q2	2020Q1	变动幅度 pct
生息资产						
贷款和垫款	4765730	4658036	107694	4.96%	5.15%	-0.19
投资	1493518	1361214	132304	3.43%	3.62%	-0.19
存放中央银行款项	479291	497751	-18460	1.51%	1.57%	-0.06
存拆放同业和其他金融机构款项	659334	681718	-22384	1.75%	2.17%	-0.42
总生息资产	7397873	7198719	199154	4.14%	4.33%	-0.19

资料来源: WIND, 民生证券研究院

表 5: 招商银行生息资产累计平均余额和平均利率变化表

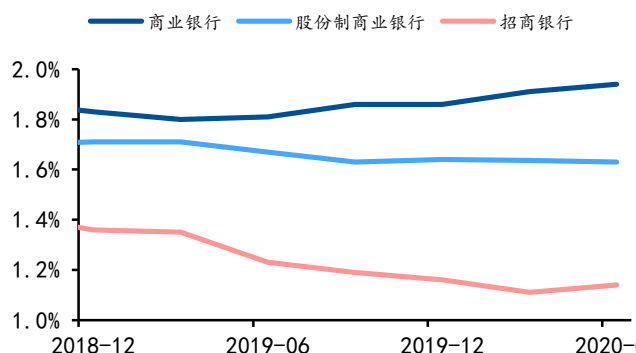
项目	日均余额 (百万元)			平均收益/ (成本) 率		
	2020H1	2019A	变动幅度	2020H1	2019A	变动幅度 pct
生息资产						
贷款和垫款	4,711,883	4,289,765	422,118	5.05%	5.17%	-0.12
公司贷款	2,023,642	1,818,831	204,811	4.14%	4.34%	-0.20
零售贷款	2,399,571	2,220,229	179,342	6.10%	6.07%	0.03
票据贴现	288,670	250,635	38,035	2.69%	3.31%	-0.62
投资	1,427,366	1,335,247	92,119	3.52%	3.66%	-0.14
存放中央银行款项	488,521	493,722	-5,201	1.54%	1.57%	-0.03
存拆放同业和其他金融机构款项	670,526	570,995	99,531	1.97%	2.51%	-0.54
总生息资产	7,298,296	6,689,729	608,567	4.23%	4.38%	-0.15

资料来源: WIND, 民生证券研究院

资产质量继续领跑行业。公司半年末不良率为 1.14%, 环比微升 3bp。不良率上升主要是因为通过“挤水分”加大了不良贷款的确认力度, 整体信用风险水平实际上已经边际下降。我们测

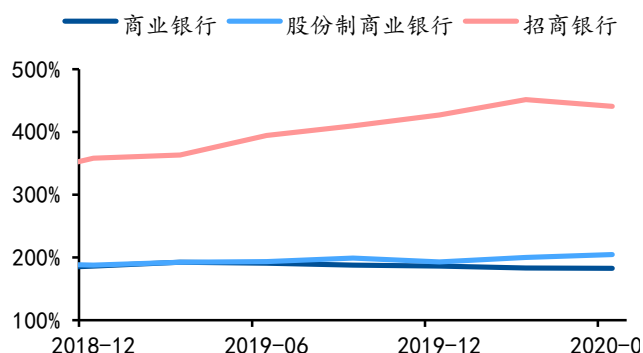
算的二季度不良贷款年化生成率为 1.36%，环比大增 77bp。而半年末母公司口径的不良率加关注率合计为 2.19%，环比大幅下降 25bp。关注类贷款占比 0.99%，达到历史最低水平。不同于不良贷款提高确认力度，二季度公司在信贷成本上适当留了一些空间。我们测算的二季度年化信贷成本为 1.70%，环比下降 12bp。因此拨备覆盖率环比小幅下降 10pct 到 441%，不过仍然处于行业头部水平，风险抵御能力无忧。

图 5：招商银行不良贷款率



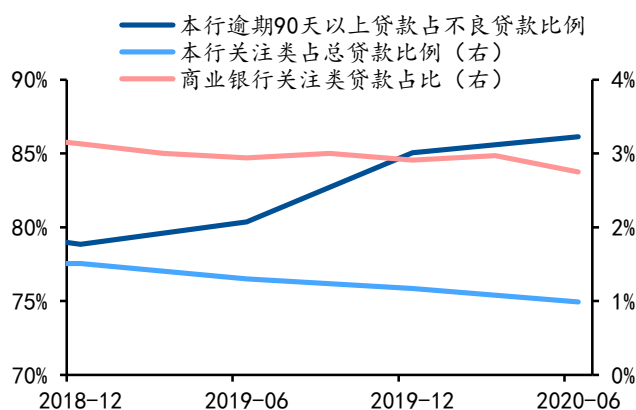
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 6：招商银行拨备覆盖率



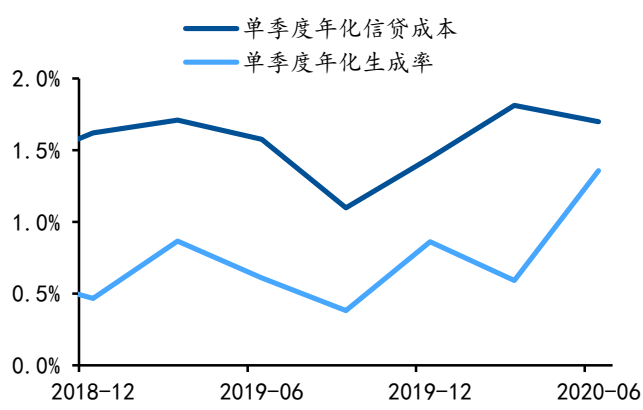
资料来源：WIND，民生证券研究院

图 7：招商银行关注率、不良贷款偏离度



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 8：招商银行信贷成本、不良贷款生成率



资料来源：WIND，民生证券研究院

分产品看，资产质量的改善拐点已经出现。母公司口径的对公一般性贷款、零售贷款的不良率分别环比增加 15bp 和 -5bp。其中受疫情冲击最大的信用卡贷款和小微贷款不良率都环比回落，两者分别变动 -4bp 和 -18bp。对公不良率上升主要是加大确认力度所致，实际风险水平同样下行。可以观察隐含不良贷款指标。对公一般性贷款的逾期率、关注率环比分别下降 5bp 和 20bp。

表 6：招商银行各类贷款不良率、关注率和逾期率

项目	不良率			关注率			逾期率		
	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct
企业贷款	1.87%	1.72%	0.15	0.97%	1.17%	-0.20	1.69%	1.74%	-0.05
票据贴现	-	-	-	0.00%	0.10%	-0.10	-	-	-
零售贷款	0.83%	0.87%	-0.05	1.14%	1.51%	-0.37	1.37%	1.80%	-0.43
小微贷款	0.62%	0.80%	-0.18	0.45%	0.83%	-0.39	0.81%	1.47%	-0.66

项目	不良率			关注率			逾期率		
	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct	2020Q2 末	2020Q1 末	变化 pct
个人住房贷款	0.25%	0.26%	-0.00	0.19%	0.37%	-0.18	0.35%	0.60%	-0.24
信用卡贷款	1.85%	1.89%	-0.04	3.47%	4.20%	-0.74	3.50%	4.13%	-0.62
消费贷款	1.44%	1.35%	0.08	0.59%	0.81%	-0.22	1.80%	2.02%	-0.22
其他	1.80%	1.94%	-0.14	0.58%	0.71%	-0.13	2.15%	2.54%	-0.38
母公司贷款总额	1.19%	1.16%	0.03	1.00%	1.28%	-0.28	1.41%	1.66%	-0.25

资料来源：WIND，民生证券研究院

表 7：招商银行不良贷款分布情况（按行业划分）

项目（百万元）	贷款余额占比			不良贷款率		
	2020H1 末	2019 年末	变化 pct	2020H1 末	2019 年末	变化 pct
公司贷款	42.69%	42.35%	0.34	1.70%	1.84%	-0.14
房地产业	8.50%	8.20%	0.30	0.34%	0.44%	-0.1
交通运输、仓储和邮政业	8.70%	7.51%	1.19	0.86%	0.73%	0.13
制造业	5.38%	5.83%	-0.45	4.68%	6.09%	-1.41
批发和零售业	3.51%	3.63%	-0.12	3.59%	3.19%	0.4
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3.44%	3.34%	0.10	0.39%	0.35%	0.04
租赁和商务服务业	3.72%	3.86%	-0.14	3.55%	2.08%	1.47
金融业	2.70%	2.82%	-0.12	0.30%	0.18%	0.12
建筑业	2.19%	2.17%	0.02	0.99%	1.30%	-0.31
信息传输、软件和信息技术服务业	1.07%	1.24%	-0.17	2.01%	1.85%	0.16
水利、环境和公共设施管理业	1.10%	1.30%	-0.20	0.16%	0.46%	-0.3
采矿业	0.94%	0.87%	0.07	3.08%	5.32%	-2.24
其他	1.44%	1.58%	-0.14	1.03%	1.12%	-0.09
票据贴现	6.11%	5.04%	1.07	-	0.01%	-
零售贷款	51.20%	52.61%	-1.41	0.81%	0.73%	0.08
贷款和垫款总额	100.00%	100.00%	0.00	1.14%	1.16%	-0.02

资料来源：WIND，民生证券研究院

表 8：招商银行不良贷款分布情况（按行业划分）

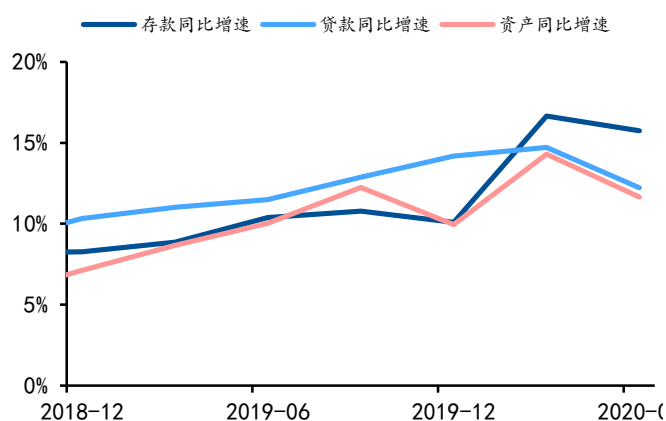
项目	贷款余额占比			不良贷款率		
	2020H1 末	2019 年末	变化 pct	2020H1 末	2019 年末	变化 pct
公司贷款	42.69%	42.35%	0.34	1.70%	1.84%	-0.14
流动资金贷款	18.10%	19.02%	-0.92	2.79%	2.92%	-0.13
固定资产贷款	13.87%	12.46%	1.41	0.83%	0.80%	0.03
贸易融资	4.03%	4.29%	-0.26	0.61%	0.42%	0.19
其他	6.69%	6.58%	0.11	1.18%	1.64%	-0.46
票据贴现	6.11%	5.04%	1.07	-	0.01%	-
零售贷款	51.20%	52.61%	-1.41	0.81%	0.73%	0.08
小微贷款	9.20%	9.04%	0.16	0.62%	0.81%	-0.19
个人住房贷款	24.74%	24.68%	0.06	0.25%	0.25%	0.00
信用卡贷款	13.45%	14.94%	-1.49	1.85%	1.35%	0.50
其他	3.81%	3.95%	-0.14	1.30%	1.19%	0.11
贷款和垫款总额	100.00%	100.00%	0.00	1.14%	1.16%	-0.02

资料来源：WIND，民生证券研究院

延期还本付息贷款占比极小。对于市场比较关心的延期还本付息贷款问题，公司做出正面的回应。有两点值得关注：一是相关客户的还款能力开始恢复。上半年申请延期还本付息的贷款总额为 1332.11 亿元，但是随着客户逐步还款，到半年末贷款余额剩下 695.32 亿元。也就是说优惠政策仅过了不到半年时间，延期贷款余额就降到申请总额的 52.20%。风险资产的规模是在减少，而不是上升。二是延期贷款占总贷款的比例只有 1.43%。即使保守假设这部分贷款目前全部为正常类贷款，那么加上不良率和关注率，三者加总的隐含风险资产占比只有 3.56%，低于现在的拨贷比 5.03% 的水平。所以现在计提的拨备完全能应对外来的潜在损失，因此我们对公司的资产质量可以更加有信心。

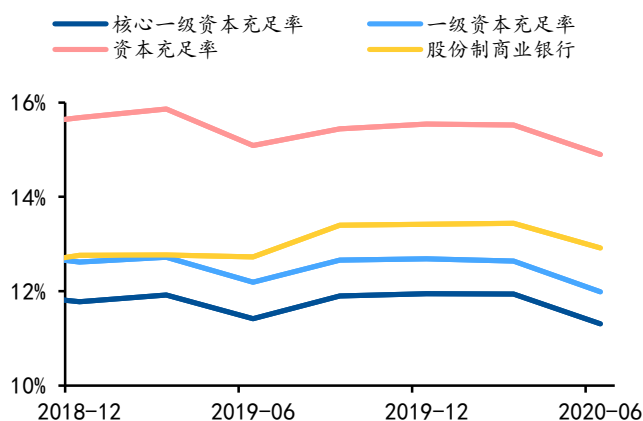
资本充足率小幅下滑，但是压力可控。二季度生息资产日均余额的同比增速提升到了 12.78%，再次刷新近两年来的最高纪录。在较快的资产增速下，较低的利润增速可能会带来一定的资本压力。半年末公司的核心一级资本充足率为 11.31%，环比下降 63bp，同比下降 11bp。一方面是因为执行分红派息，所以二季度是资本充足率的季节性低点。另一方面今年分红率提升，利润增速下降，资本内生性增长减弱。但是因为公司是业内少数使用资本计量高级法的银行，资本损耗比其他银行更小。而且目前充足率水平还处在行业前列。所以短期的资本充足率波动对公司影响不大。未来在轻资本业务上有望继续加码。

图 9：招商银行存、贷款及资产同比增速



资料来源：WIND，民生证券研究院

图 10：招商银行各级资本充足率



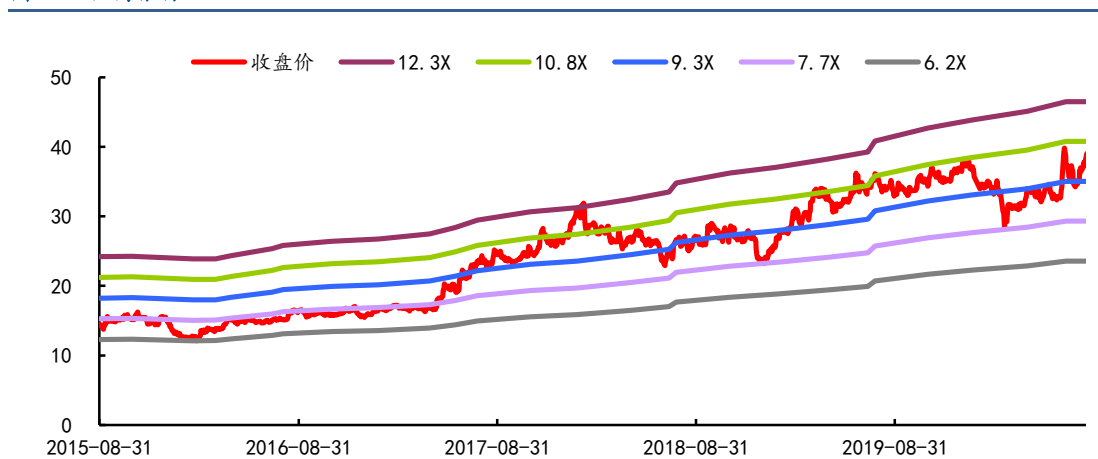
资料来源：WIND，民生证券研究院

公司的 AUM 规模更上一层楼。在今年流动性宽松，全行业资管规模普遍扩张的大环境里，招行这种高净值客户较多的零售结构尤其受益。半年末零售 AUM 规模高达 8.26 万亿元，覆盖零售客户 1.51 亿户，同比分别增长 13.84% 和 12.40%。规模扩张和理财、代销业务向好密不可分。从手续费的结构可以看到，虽然今年因为疫情的影响，信用卡刷卡和贷款减少，带动银行卡手续费贡献减弱。但是理财、代销保险基金的收入异军突起，成为带动手续费增长的主要因素。上半年受托理财收入增速较去年转负为正，零售受托理财收入同比大增 47.35%。半年末理财业务资金规模同比增速高达 21.61%，为资管新规发布后的最高增速，标志着新老资管产品转换的负面影响基本被消化。在零售 AUM 中，过去拖累总 AUM 增长的私人银行 AUM 也重新回到双位数增长水平，同比大增 15.57%。

二、投资建议

在疫情的严重冲击下，招行依然交了一份满意的答卷。公司“高筑墙，广积粮”，一手抓资产质量，尽快解决风险包袱，率先实现边际改善。一手抓负债端，管控成本，广泛吸收活期存款。随着利率中枢从下行改为上升，公司负债端的成本优势会进一步显现。而更优秀的资产质量会让公司在高收益资产的投放上有更多的主动空间。我们预测公司 2020 年到 2022 年的归母净利润增速分别为-1.23%、6.06%、11.08%。2020 年 BVPS 为 25.33 元，对应 PB 为 1.52 倍，显著低于零售银行的估值中枢，看好未来估值修复空间。维持“推荐”评级。

图 11：招商银行 PB Band



资料来源：WIND，民生证券研究院

三、风险提示

- 1、资产质量波动
- 2、利率中枢下降
- 3、经济复苏不及预期

公司财务报表数据预测汇总

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
资产负债表概要				
总资产	7,417,240	8,191,133	9,047,240	9,994,507
贷款净额	4,277,300	4,470,750	4,917,825	5,409,608
债券投资	1,406,161	1,862,813	2,049,094	2,254,003
总负债	6,799,533	7,506,605	8,285,471	9,138,282
存款余额	4,874,981	5,397,583	5,966,079	6,588,901
同业负债	1,143,910	1,264,758	1,397,968	1,543,907
股东权益	617,707	684,528	761,769	856,225
盈利能力				
ROAA	0.33%	0.29%	0.28%	0.28%
ROAE	17.15%	15.09%	14.47%	14.52%
生息资产收益率	4.52%	4.20%	4.15%	4.12%
计息负债成本率	1.90%	1.94%	1.94%	1.95%
净息差 (NIM)	2.67%	2.31%	2.25%	2.20%
成本收入比	34%	34%	34%	34%
成长能力				
贷款	14.06%	4.52%	10.00%	10.00%
存款	10.11%	10.72%	10.53%	10.44%
净利息收入	7.92%	-5.08%	7.14%	7.56%
中间业务收入	7.54%	15.00%	20.00%	25.00%
营业费用	12.91%	2.31%	11.89%	14.04%
净利润	15.28%	-1.23%	6.06%	11.08%
营业收入结构				
利息占比	64.18%	59.61%	57.08%	53.84%
手续费收入占比	26.51%	29.83%	31.99%	35.07%
业务费用占比	33.96%	34.00%	34.00%	34.00%
计提拨备占比	22.64%	24.06%	26.24%	27.27%

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表概要				
净利息收入	173,090	164,300	176,036	189,336
手续费净收入	71,493	82,217	98,660	123,325
营业费用	91,590	93,707	104,851	119,570
拨备前利润	178,198	181,986	203,620	232,192
计提减值准备	61,066	66,298	80,921	95,898
所得税	23,709	23,417	24,836	27,588
净利润	92,867	91,722	97,281	108,060
资本管理				
核心资本	550,339	638,694	706,084	782,442
资本净额	715,925	817,967	900,534	993,684
风险加权资产	4,606,786	5,087,444	5,619,166	6,207,505
风险加权资产比重	62.11%	62.11%	62.11%	62.11%
核心一级资本充足率	11.95%	12.55%	12.57%	12.60%
一级资本充足率	13%	13%	13%	13%
资本充足率	15.54%	16.08%	16.03%	16.01%
资产质量				
贷款减值准备	213,350	243,294	282,067	328,829
不良贷款额	49,617	47,390	46,719	45,441
不良贷款率	1.16%	1.06%	0.95%	0.84%
拨备覆盖率	430.00%	513.39%	603.75%	723.64%
拨贷比	4.99%	5.44%	5.74%	6.08%
信用成本	1.63%	1.55%	1.81%	1.95%
估值分析				
PB	1.68	1.52	1.37	1.24
PE	10.44	10.57	9.97	8.97
EPS	3.68	3.64	3.86	4.28
BVPS	22.89	25.33	28.00	31.02
每股股利	1.20	1.19	1.26	1.40
股息收益率	3.12%	3.08%	3.27%	3.63%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 招商银行营收、PPOP 及业绩同比增速.....	3
图 2: 招商银行业绩累计同比增速高于行业整体水平.....	3
图 3: 招商银行累计净息差高于行业平均.....	4
图 4: 招商银行单季年化净息差.....	4
图 5: 招商银行不良贷款率.....	6
图 6: 招商银行拨备覆盖率.....	6
图 7: 招商银行关注率、不良贷款偏离度.....	6
图 8: 招商银行信贷成本、不良贷款生成率.....	6
图 9: 招商银行存、贷款及资产同比增速.....	8
图 10: 招商银行各级资本充足率.....	8
图 11: 招商银行 PB Band	9

表格目录

表 1: 招商银行归母净利润同比增长的归因分析.....	3
表 2: 招商银行计息负债单季平均余额和单季平均利率变化表.....	4
表 3: 招商银行计息负债累计平均余额和平均利率变化表.....	4
表 4: 招商银行生息资产单季平均余额和单季平均利率变化表.....	5
表 5: 招商银行生息资产累计平均余额和平均利率变化表.....	5
表 6: 招商银行各类贷款不良率、关注率和逾期率.....	6
表 7: 招商银行不良贷款分布情况 (按行业划分)	7
表 8: 招商银行不良贷款分布情况 (按行业划分)	7
公司财务报表数据预测汇总.....	10

分析师与研究助理简介

郭其伟，金融行业首席分析师，中山大学硕士学士。曾任职于中国建设银行、华泰证券。2019年加入民生证券。曾获得新财富评选2016年银行第三、非银第五（团队）；2015年银行第四、非银第四（团队）。金牛奖2016年银行第三，2015年银行第四。Wind金牌分析师2016年银行第三，非银第一；2015年银行第二、非银第四。中国保险资管协会最受欢迎卖方分析师2016年银行第三。拥有多年金融业研究经验，专注于银行和非银领域的行业分析。

廖紫苑，民生证券金融行业助理研究员，新加坡国立大学硕士，浙江大学本科，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、证券和银行业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。