

招商银行(600036.SH)

息差环比小幅改善，关注零售修复进程

强烈推荐（维持）

股价：34.43元

主要数据

| | |
|-------------|----------------------------|
| 行业 | 银行 |
| 公司网址 | www.cmbchina.com |
| 大股东/持股 | 香港中央结算(代理人)有限公司 /18.05% |
| 实际控制人 | |
| 总股本(百万股) | 25,220 |
| 流通A股(百万股) | 20,629 |
| 流通B/H股(百万股) | 4,591 |
| 总市值(亿元) | 8,702 |
| 流通A股市值(亿元) | 7,103 |
| 每股净资产(元) | 32.71 |
| 资产负债率(%) | 90.6 |

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)*事项点评*盈利保持稳健，看好零售复苏*强烈推荐20230116

【平安证券】招商银行(600036.SH)*季报点评*息差降幅收窄，财富管理拖累中收*强烈推荐20221030

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn
许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn



事项：

招商银行发布 2022 年年报，2022 年全年实现营业收入 3448 亿元，同比增长 4.08%，实现归母净利润 1380 亿元，同比增长 15.1%。ROE17.1%，同比上升 0.1pct。2022 年末总资产 10.1 万亿元，较年初增长 9.60%，其中贷款较年初增长 8.64%；存款较年初增长 18.7%。2022 年公司利润分配预案为：每股现金分红 1.738 元，分红率 33.0%。

平安观点：

■ 营收增速持续放缓，代销保险收入增长强劲。招行 2022 年全年营收增速放缓，同比增长 4.08% (vs+5.34%，22Q1-3)，我们认为主要是受到投资收益下滑拖累，22 年投资收益同比下降 6.01% (vs-1.19%，22Q1-3)，债市回调影响较大。净利息收入受息差下行影响明显，同比增长 7.02% (vs+7.63%，22Q1-3)，中收收入维持低迷，全年同比下降 0.18% (vs+0.02%，22Q1-3)，财富管理收入全年同比下降 14.3%，增速环比下降 1.18pct。从分项来看，市场震荡引起的代销基金收入萎缩，代销基金收入全年同比下降 46.4% (vs-46.9%，22Q1-3)，但客户保障需求上升带来代理保险收入同比增长 51.3% (vs+47.8%，22Q1-3)。整体营收承压的情况下，22 年全年归母净利润同比增长 15.1% (vs+14.2%，22Q1-3)，拨备计提放缓对利润弹性增加。

■ 单季息差环比抬升，资产负债稳步扩张。招商银行 2022 年全年净息差同比缩窄 8BP 至 2.40% (vs+2.41%，2022Q3)，四季度单季度净息差 2.37%，环比上升 1BP，下降趋势有所改善。四季度生息资产收益率环比上升 2BP 至 3.88%，主要是来源于投资端及同业存款收益率上升。从贷款层面来看，下滑趋势明显，四季度收益率环比缩窄 2BP 至 4.46%，主要是源于收益率较高的个人住房贷款以及信用卡贷款新增占比较低，叠加融资需求低及 LPR 利率下降，贷款端定价水平受到影响较大，全年按揭贷款和信用卡贷款占比分别同比下降 1.7%/0.5%。计息负债成本环比上升 1BP 至 1.61%，其中存款成本率环比上升 1BP 至 1.52%，主要是来源于定期存款占比提升，全年定期存款同比增长 30.6%，活期存款同比增长 12.7%。展望 2023 年，重定价引起的一季度净息差下行压力存在，后续伴随着经济修复，息差表现有望逐渐改善。从资产负债规模来看，22 年资产规模同比增长 9.60%，增速环比提升 0.75%，四季度扩表提速。存贷款规模分别环比增长 6.3%/1.0%，四季度存款端主要是来源于居民储蓄意愿增强以及四季度理财存款化趋势。

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 326,873 | 339,102 | 361,297 | 395,017 | 432,025 |
| YOY(%) | 13.9% | 3.74% | 6.55% | 9.33% | 9.37% |
| 归母净利润(百万元) | 119,922 | 138,012 | 155,033 | 174,271 | 193,906 |
| YOY(%) | 23.2% | 15.1% | 12.3% | 12.4% | 11.3% |
| ROE(%) | 17.5% | 17.7% | 17.8% | 17.9% | 17.6% |
| EPS(摊薄/元) | 4.76 | 5.47 | 6.15 | 6.91 | 7.69 |
| P/E(倍) | 7.24 | 6.29 | 5.60 | 4.98 | 4.48 |
| P/B(倍) | 1.19 | 1.05 | 0.95 | 0.84 | 0.75 |

- **零售资产质量压力加大，风险可控拨备无虞。**招行 22 年末不良率 0.96% (vs 0.95%, 22Q3)，环比抬升 1BP，不良生成率较三季度环比上涨 2BP 至 1.15%，我们认为主要是受到零售端信用卡贷款和部分高负债地产客户持续风险暴露有关，信用卡贷款不良率环比三季度上升 10BP 至 1.77%，房地产贷款不良率环比三季度上升 67BP 至 3.99%。前瞻性指标有所下滑，22 年末关注率 1.21%，环比抬升 7BP，其中对公贷款关注率 1.03% (vs 1.18%, 22Q3)，零售贷款关注率 1.42% (vs 1.26%, 22Q3)，零售端资产质量压力加大。我们认为零售风险抬升对资产质量产生了扰动，但考虑到稳增长政策发力对于经济的支撑，且资产质量绝对水平处于低位，风险整体可控。在拨备计提方面，22 年拨备覆盖率 451%，拨贷比 4.32%，较 22Q3 分别下降 4.88pct/2BP，拨备水平的下滑释放了一定的利润空间，但绝对水平仍保持同业领先，风险抵补能力优秀。
- **投资建议：短期承压不改业务韧性，零售复苏支撑业绩增长。**22 年以来，公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大，但长期角度下的竞争优势依然稳固，营收能力绝对水平仍位于同业领先地位，长期价值依然可期。此外，财富管理业务和高净值客户全周期服务仍然是市场未来主流趋势，公司作为财富管理业务最具代表性的银行，该项业务优势有望带来新的价值。考虑到公司收入端的韧性和充裕的拨备覆盖水平并结合 2022 年年报披露情况，我们下调公司 23 及 24 年盈利预测，并新增 25 年盈利预测，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 6.15/6.91/7.69 元 (原 23/24 预测值分别为 6.63/7.64 元)，对应盈利增速分别为 12.3%/12.4%/11.3% (原 23/24 预测值分别为 18.1%/15.2%)。目前招行股价对应 23-25 年 PB 分别为 0.95x/0.84x/0.75x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 招商银行2022年报财务报表核心指标

| | 百万元 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 利润表 (累计) | 营业收入 | 84,751 | 168,749 | 251,410 | 331,253 | 91,990 | 179,091 | 264,833 | 344,784 |
| | YoY | 10.6% | 13.7% | 13.5% | 14.0% | 8.5% | 6.1% | 5.3% | 4.1% |
| | 利息净收入 | 49,524 | 99,341 | 150,638 | 203,919 | 54,464 | 107,692 | 162,130 | 218,235 |
| | YoY | 8.2% | 9.3% | 8.7% | 10.2% | 10.0% | 8.4% | 7.6% | 7.0% |
| | 中收收入 | 27,202 | 52,254 | 75,734 | 94,447 | 28,695 | 53,405 | 75,752 | 94,275 |
| | YoY | 23.3% | 23.6% | 19.7% | 18.8% | 5.5% | 2.2% | 0.02% | -0.2% |
| | 信用减值损失 | 20,545 | 41,880 | 56,266 | 66,355 | 21,523 | 41,477 | 50,167 | 57,566 |
| | YoY | 0.9% | 3.6% | 7.1% | 2.0% | 4.8% | -1.0% | -10.8% | -13.2% |
| | 拨备前利润 | 60,638 | 118,203 | 172,922 | 214,528 | 65,890 | 125,101 | 179,551 | 222,658 |
| | YoY | 9.7% | 14.4% | 15.0% | 14.4% | 8.7% | 5.8% | 3.8% | 3.8% |
| 归母净利润 | 32,015 | 61,150 | 93,615 | 119,922 | 36,022 | 69,420 | 106,922 | 138,012 | |
| YoY | 15.2% | 22.8% | 22.2% | 23.2% | 12.5% | 13.5% | 14.2% | 15.1% | |
| 利润表 (单季) | 营业收入 | 84,751 | 83,998 | 82,661 | 79,843 | 91,990 | 87,101 | 85,742 | 79,951 |
| | YoY | 10.6% | 17.1% | 13.1% | 15.6% | 8.5% | 3.7% | 3.7% | 0.1% |
| | 归母净利润 | 32,015 | 29,135 | 32,465 | 26,307 | 36,022 | 33,398 | 37,502 | 31,090 |
| YoY | 15.2% | 32.5% | 21.1% | 26.8% | 12.5% | 14.6% | 15.5% | 18.2% | |
| 资产负债表 | 总资产 | 8,664,641 | 8,885,886 | 8,917,440 | 9,249,021 | 9,415,379 | 9,724,996 | 9,707,111 | 10,137,080 |
| | YoY | 11.6% | 10.6% | 9.3% | 10.6% | 8.7% | 9.4% | 8.9% | 9.6% |
| | 贷款总额 | 5,312,529 | 5,382,998 | 5,501,177 | 5,570,034 | 5,758,105 | 5,931,807 | 5,994,374 | 6,051,459 |
| | YoY | 12.3% | 11.0% | 9.9% | 10.8% | 8.4% | 10.2% | 9.0% | 8.6% |
| | 公司贷款 | | 2,091,932 | | 2,150,938 | | 2,301,082 | 2,285,454 | 2,375,616 |
| | 占比 | | 39% | | 39% | | 39% | 38% | 39% |
| | 零售贷款 | | 2,864,990 | | 2,987,791 | | 3,090,374 | 3,163,669 | 3,161,789 |
| | 占比 | | 53% | | 54% | | 52% | 53% | 52% |
| | 票据贴现 | | 426,076 | | 431,305 | | 540,351 | 545,251 | 514,054 |
| | 占比 | | 8% | | 8% | | 9% | 9% | 8% |
| 存款总额 | 5,827,214 | 5,980,165 | 6,011,965 | 6,347,078 | 6,680,094 | 7,037,185 | 7,090,067 | 7,535,742 | |
| YoY | 12.8% | 9.9% | 9.4% | 12.8% | 14.6% | 17.7% | 17.9% | 18.7% | |
| 活期存款 | | 3,970,864 | | 3,868,098 | | 4,251,880 | 4,474,124 | 4,332,740 | |
| 占比 | | 66% | | 64% | | 64% | 64% | 61% | |
| 定期存款 | | 2,009,301 | | 2,143,867 | | 2,428,214 | 2,563,061 | 2,757,327 | |
| 占比 | | 34% | | 36% | | 36% | 39% | 37% | |
| 财务比率(%) | 净息差 | 2.52 | 2.49 | 2.48 | 2.48 | 2.51 | 2.44 | 2.41 | 2.40 |
| | 贷款收益率 | 4.73 | 4.71 | 4.68 | 4.67 | 4.68 | 4.62 | 4.57 | 4.54 |
| | 存款成本率 | 1.39 | 1.39 | 1.40 | 1.41 | 1.46 | 1.49 | 1.51 | 1.52 |
| | 成本收入比 | 26.54 | 27.95 | 29.15 | 33.12 | 26.10 | 27.76 | 29.15 | 32.88 |
| | ROE(年化) | 19.52 | 18.06 | 18.11 | 16.96 | 19.24 | 18.07 | 18.22 | 17.06 |
| 资产质量指标(%) | 不良率 | 1.02 | 1.01 | 0.93 | 0.91 | 0.94 | 0.95 | 0.95 | 0.96 |
| | 关注率 | 0.73 | 0.70 | 0.82 | 0.84 | 0.96 | 1.01 | 1.14 | 1.21 |
| | 拨备覆盖率 | 438.88 | 439.46 | 443.14 | 483.87 | 462.68 | 454.06 | 455.67 | 450.79 |
| | 拨贷比 | 4.47 | 4.45 | 4.13 | 4.42 | 4.35 | 4.32 | 4.34 | 4.32 |
| 资本充足指标(%) | 核心一级资本充足率 | 10.60 | 10.46 | 10.77 | 11.17 | 11.15 | 10.73 | 11.18 | 11.52 |
| | 一级资本充足率 | 11.99 | 11.84 | 12.12 | 13.19 | 13.06 | 12.60 | 12.93 | 13.25 |
| | 资本充足率 | 13.53 | 13.38 | 13.65 | 14.71 | 14.50 | 14.03 | 14.36 | 14.68 |
| 业务指标(亿元) | 零售AUM | | 99,850 | | 107,588 | | 117,177 | | 121,230 |
| | YoY | | 20.8% | | 20.3% | | 17.4% | | 12.7% |
| | 私人银行客户数 | | 111,947 | | 122,064 | | 130,029 | | 134,800 |
| | YoY | | 23.0% | | 22.1% | | 16.2% | | 10.4% |
| | 私人银行AUM | | 31,292 | | 33,939 | | 36,479 | | 37,924 |
| YoY | | 25.3% | | 22.3% | | 16.6% | | 11.7% | |
| 理财产品余额 | | 26,400 | | 27,800 | | 28,800 | | 26,700 | |
| YoY | | 10.9% | | 13.5% | | 9.1% | | -4.0% | |

资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 贷款总额 | 6,068,752 | 6,614,940 | 7,210,284 | 7,859,210 |
| 证券投资 | 2,772,689 | 3,049,958 | 3,354,954 | 3,690,449 |
| 应收金融机构的款 | 631,598 | 726,338 | 835,288 | 960,582 |
| 生息资产总额 | 9,814,468 | 10,805,936 | 11,898,367 | 13,090,874 |
| 资产合计 | 10,138,912 | 11,163,155 | 12,291,700 | 13,523,628 |
| 客户存款 | 7,590,579 | 8,653,260 | 9,778,184 | 10,951,566 |
| 计息负债总额 | 8,889,769 | 9,819,880 | 10,832,012 | 11,909,839 |
| 负债合计 | 9,184,674 | 10,116,098 | 11,126,820 | 12,227,650 |
| 股本 | 25,220 | 25,220 | 25,220 | 25,220 |
| 归母股东权益 | 936,768 | 1,027,888 | 1,143,554 | 1,272,251 |
| 股东权益合计 | 945,503 | 1,037,473 | 1,154,217 | 1,284,115 |
| 负债和股东权益合 | 10,138,912 | 11,163,155 | 12,291,700 | 13,523,628 |

资产质量

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| NPLratio | 0.96% | 0.94% | 0.92% | 0.90% |
| NPLs | 58,004 | 62,180 | 66,335 | 70,733 |
| 拨备覆盖率 | 451% | 439% | 421% | 409% |
| 拨贷比 | 4.33% | 4.12% | 3.87% | 3.68% |
| 一般准备/风险加权资 | 3.77% | 3.57% | 3.32% | 3.13% |
| 不良贷款生成率 | 0.83% | 0.70% | 0.70% | 0.60% |
| 不良贷款核销率 | -0.71% | -0.63% | -0.64% | -0.54% |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利息收入 | 218,235 | 235,716 | 259,537 | 285,657 |
| 净手续费及佣金收入 | 94,275 | 98,989 | 108,888 | 119,776 |
| 营业收入 | 339,102 | 361,297 | 395,017 | 432,025 |
| 营业税金及附加 | -3,005 | -3,613 | -3,950 | -4,320 |
| 拨备前利润 | 222,679 | 236,845 | 258,954 | 283,219 |
| 计提拨备 | -56,751 | -51,369 | -50,462 | -51,236 |
| 税前利润 | 165,113 | 185,476 | 208,492 | 231,983 |
| 净利润 | 139,294 | 156,473 | 175,890 | 195,707 |
| 归母净利润 | 138,012 | 155,033 | 174,271 | 193,906 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营管理 | | | | |
| 贷款增长率 | 8.7% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 生息资产增长率 | 10.5% | 10.1% | 10.1% | 10.0% |
| 总资产增长率 | 9.6% | 10.1% | 10.1% | 10.0% |
| 存款增长率 | 18.9% | 14.0% | 13.0% | 12.0% |
| 付息负债增长率 | 10.1% | 10.5% | 10.3% | 10.0% |
| 净利息收入增长率 | 7.0% | 8.0% | 10.1% | 10.1% |
| 手续费及佣金净收入增长 | -0.2% | 5.0% | 10.0% | 10.0% |
| 营业收入增长率 | 3.7% | 6.5% | 9.3% | 9.4% |
| 拨备前利润增长率 | 3.8% | 6.4% | 9.3% | 9.4% |
| 税前利润增长率 | 11.4% | 12.3% | 12.4% | 11.3% |
| 净利润增长率 | 15.1% | 12.3% | 12.4% | 11.3% |
| 非息收入占比 | 27.8% | 27.4% | 27.6% | 27.7% |
| 成本收入比 | 33.4% | 33.4% | 33.4% | 33.4% |
| 信贷成本 | 0.97% | 0.81% | 0.73% | 0.68% |
| 所得税率 | 15.6% | 15.6% | 15.6% | 15.6% |
| 盈利能力 | | | | |
| NIM | 2.40% | 2.35% | 2.35% | 2.35% |
| 拨备前 ROAA | 2.30% | 2.22% | 2.21% | 2.19% |
| 拨备前 ROAE | 24.7% | 23.9% | 23.6% | 23.2% |
| ROAA | 1.42% | 1.46% | 1.49% | 1.50% |
| ROAE | 17.7% | 17.8% | 17.9% | 17.6% |
| 流动性 | | | | |
| 贷存比 | 79.95% | 76.44% | 73.74% | 71.76% |
| 贷款/总资产 | 59.86% | 59.26% | 58.66% | 58.11% |
| 债券投资/总资产 | 27.35% | 27.32% | 27.29% | 27.29% |
| 银行同业/总资产 | 6.23% | 6.51% | 6.80% | 7.10% |
| 资本状况 | | | | |
| 核心一级资本充足率 | 13.68% | 11.82% | 12.12% | 12.42% |
| 资本充足率(权重法) | 14.68% | 14.69% | 14.73% | 14.79% |
| 加权风险资产(¥,mn) | 6,941,350 | 7,642,572 | 8,415,202 | 9,258,610 |
| RWA/总资产 | 68.5% | 68.5% | 68.5% | 68.5% |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033