

# Q4 存款靓丽息差企稳，战略执行稳健有韧性

## 招商银行(600036)

评级:	买入	股票代码:	600036
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	47.73/26.3
目标价格:		总市值(亿)	8,683.19
最新收盘价:	34.43	自由流通市值(亿)	8,777.88
		自由流通股数(百万)	25,494.85

### 事件概述

招商银行发布 2022 年报：实现营收 3447.83 亿元(+4.08%，YoY)，营业利润 1651.56 亿元(+11.58%，YoY)，归母净利润 1380.12 亿元(+15.08%，YoY)。年末总资产 101389.12 亿元(+9.62%，YoY；+4.45%，QoQ)，存款 75357.42 亿元(+18.73%，YoY；+6.29%，QoQ)，贷款 60514.59 亿元(+8.64%，YoY；+0.95%，QoQ)。2022 年净息差 2.40%(-8bp，YoY)；不良贷款率 0.96%(+1bp，QoQ)，拨备覆盖率 450.79%(-4.88pct，QoQ)，拨贷比 4.32%(-0.02pct，QoQ)；资本充足率 17.77%(+0.60pct，QoQ)；ROE17.06%(+0.10pct，YoY)。派现 1.738 元/股，披露分红率 33.01%。

### 分析判断：

#### ► Q4 业绩增速稳中有升，零售 AUM 稳步扩容

招商银行 2022 年全年实现营收和 PPOP 增速分别为 4.1%和 3.9%，较前三季度均降低 1.3pct，其中利息净收入同比+7%，环比微降 0.6pct 基本稳健，主要是非息收入增速转负（手续费净收入和其他非息收入全年增速分别为-0.2%/-0.9%），或源于四季度债市回调影响投资资产表现。

具体看招行中收和财富业务：手续费收入全年增幅+1%，其中主要是财富管理类收入同比负增 14.3%，一方面代销基金收入同比下降 46.4%降幅较大，代销理财增速降至 5.6%也有所放缓，但另一方面代理保险收入同比+51.3%提供增量；同时，资管、银行卡、清结算等传统中收科目仍保持较为稳健的增速，增强了非息收入的韧性。结合公司业务数据来看，2022 年零售 AUM 同比+12.7%突破 12 万亿元水平，我们测算四季度小幅扩增 1.4%，AUM/总资产年末为 119.6%，环比略降但高于 2021 年水平。结构上：1) 零售客户数同环比分别+6.4%/+1.1%至 1.84 亿户，其中私行客户数和 AUM 环比分别+1.1%/+1.4%表现较为稳定，带动私行户均 AUM 和零售整体户均 AUM 规模均环比小幅回升；2) 四季度 AUM 增量的 65%由金葵花以上客群贡献，较之前比例有所下降，大众客群比例提升；3) 产品类型来看，零售 AUM 增长主要由储蓄存款贡献，受理财市场波动影响，零售理财财年增幅 4.5%，占总 AUM 的比例较中期降 2.7pct 至 25.9%。总体来说，招行财富业务虽然有市场的阶段性影响，但大财富战略仍在稳扎稳打持续推进。

营收增速略降的情况下，四季度减值损失同比少计提，贡献全年归母净利润同比+15.1%，较前三季度提升 0.9pct，Q2 以来逐季抬升。

#### ► 四季度存款高增，零售贷款投放仍有压力，息差表现稳健

招商银行 2022 年总资产、贷款、存款分别同比+9.6%/+8.6%/+16.7%，环比 Q3 增幅分别为+4.45%/+1%/+6.3%，四季度存款表现亮眼带动扩表提速，主要增配了债券和同业资产，贷款投放相对放缓，或受宏观经济和有效需求修复较慢影响。

贷款投向来看：1) 全年对公贷款投放稳健同比+10.4%，其中地产类贷款余额减少 6.4%，同时制造业贷款余额增速高达 40%，母行口径下制造业贷款 Q4 单季增幅 14.5%，占总对公贷款的比例已经升至 21.2%居各行业首位。2) 零售贷款年增幅 5.8%相对较弱，四季度规模环比还有小幅下降，全年按揭增量只有 1%，信用卡贷款增幅 5.3%，且下半年增幅较上半年有提速，我们预计伴随消费需求回暖，将促进今年零售业务修复，并且招行计划 2023 年贷款增幅 10%左右，整体较 2022 年也有所提速。

负债端，全年存款高增下，占总负债的比例提升 1.3pct 至 82.6%高位，其中居民存款增幅高达 35.7%，主要得

鉴于居民较强的储蓄意愿和招行自身的扎实的客群基础。虽然存款定期化趋势下，活期存款占比略有下降，但核心存款日均余额+17.1%，在总存款中占比也进一步提升。并且我们测算对公活期存款规模四季度环比+5.4%增幅显著，有助于对冲定期化趋势。

招行 2022 年净息差收录 2.4%，同比降 8BP，下半年息差趋稳，Q4 单季净息差环比 Q3 回升 1BP 至 2.37%。细分科目来看，主要是择机增配的投资资产收益率环比+3BP、同业资产环比+45BP 拉动生息资产收益率上行。并且值得注意的是，四季度贷款收益率 4.46%虽环比降 2BP，但降幅较 Q3 的 7BP 进一步收窄，资产端定价有望伴随供需格局的改善逐步企稳。

### ► 结构性风险影响资产质量指标波动，质量绝对水平平稳、风险抵补能力强

公司资产质量指标略有波动，包括 2022 年末不良率环比 Q3 小幅上行 1BP 至 0.96%，同比升 5BP，关注类贷款占比和逾期率分别上升 7BP 和 8BP，我们测算 Q4 不良生成率 0.72%同环比略提升。不良结构来看：1) 对公贷款不良率环比降 13BP，但地产领域的结构性风险仍在暴露中，母行口径对公房地产贷款不良率环比 Q3 上升 67BP 至 3.99%，全年提升幅度 2.6pct，但表内风险敞口环比继续收窄，承担信用风险的业务余额 4633 亿元，Q4 下降 104 亿元，对公房地产贷款占贷款总额的比例也降至 5.8%，表外涉房类资产年降幅 27%。2) 主要是零售类贷款不良率小幅上行，包括按揭、信用卡、小微和消费贷不良率分别环比抬升 6BP/10BP/4BP/13BP。但招行年末逾期 90+/不良和逾期 60+/不良分别环比 Q3 降 0.6pct 和 2.6pct 至 70.8%和 80%，反映认定更加审慎。年末计提力度放缓下，拨备覆盖率环比 Q3 降 4.9pct 至 450.8%，但绝对水平仍较高，相应的 Q4 信用成本率收录 0.74%环比再降 0.01pct。

### 投资建议

总体来看，招行规模再上台阶、业绩增速稳中有升的同时，四季度业绩亮点关注：1) 存款增长靓丽带动扩表提速；2) 择机增配债券资产，贡献净息差环比回升，且贷款收益率基本企稳；3) 财富业务关键经营指标稳步提升，包括客户数和 AUM 规模稳健增长，私行拓客带动户均 AUM 上行，虽然代销基金等收入受市场因素影响，但代销保险、资管、信用卡等多元化中收稳定非息表现；4) 房地产和零售类贷款的结构性风险有暴露，但总体资产质量平稳，风险抵补能力强，信用成本压力小，保障业绩释放稳健。

我们持续看好招行财富战略先行构建的长期竞争优势，结合公司 2022 年年报表现，我们调整公司 23-25 年营收 4124/4695/- 亿元的预测至 3693/4115/4624 亿元，23-25 年归母净利润 1609/1888/- 亿元的预测至 1585/1827/2122 亿元，对应增速为 14.8%/15.3%/16.1%；23-25 年 EPS 6.32/7.42/- 元的预测至 6.22/7.18/8.35 元，对应 2023 年 3 月 24 日 34.43 元/股收盘价，PB 分别为 0.93/0.82/0.73 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

### 盈利预测与估值

百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	331,253	344,783	369,319	411,467	462,424
(+/-)	14.0%	4.1%	7.1%	11.4%	12.4%
归母净利润	119,922	138,012	158,464	182,666	212,164
(+/-)	23.2%	15.1%	14.8%	15.3%	16.1%
每股收益 (元)	4.69	5.41	6.22	7.18	8.35
每股净资产 (元)	29.01	32.71	36.92	41.78	47.41
P/E	7.3	6.4	5.5	4.8	4.1
P/B	1.19	1.05	0.93	0.82	0.73

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**分析师：刘志平**

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520020001

**分析师：李晴阳**

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520070001

## 财务报表和主要财务比率

利润表						指标和估值					
百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	百万元; 元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
平均生息资产	8,219,698	9,081,822	9,855,840	10,905,748	12,023,539	ROAA (%)	1.36	1.42	1.48	1.54	1.61
净息差	2.48	2.40	2.35	2.35	2.39	ROAE (%)	17.25	17.52	18.05	18.41	18.87
利息收入	327,056	353,380	377,802	422,933	477,489	每股净资产	29.01	32.71	36.92	41.78	47.41
利息支出	123,137	135,145	146,025	166,210	190,619	EPS	4.69	5.41	6.22	7.18	8.35
净利息收入	203,919	218,235	231,776	256,723	286,870	股利	38385	43832	52313	60302	70040
非息收入						DPS	1.52	1.74	2.05	2.37	2.76
手续费和佣金收入	94,447	94,275	103,703	119,258	138,339	股息支付率	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
汇兑收益	3,351	3,600	3,600	3,600	3,600	发行股份	25220	25220	25220	25220	25220
交易性收入	21,944	17,863	18,890	19,968	21,100						
其他收入	7,592	10,810	11,351	11,918	12,514						
非息总收入	127,334	126,548	137,543	154,744	175,553						
非息费用											
业务管理费	109,727	113,375	121,870	132,351	147,541						
其他费用	4,380	5,681	5,681	5,965	6,263						
营业税金及附加	2,772	3,005	3,306	3,801	4,410						
非息总费用	116,879	122,061	130,857	142,117	158,214						
税前利润	148,173	165,113	190,705	220,964	260,236						
所得税	27,339	25,819	32,242	38,298	48,073						
归母净利润	119,922	138,012	158,464	182,666	212,164						
<b>资产负债表数据</b>						<b>业绩数据</b>					
总资产	9,249,021	10,138,912	11,227,381	12,464,343	13,841,966	<b>增长率 (%)</b>					
贷款总额	5,570,034	6,051,459	6,610,699	7,321,321	8,154,922	净利息收入	10.2	7.0	6.2	10.8	11.7
客户存款	6,385,154	7,590,579	8,501,448	9,521,622	10,616,609	非利息收入	20.8	(0.6)	8.7	12.5	13.4
其他付息负债	1,687,960	1,299,190	1,369,357	1,463,781	1,604,294	非利息费用	13.7	4.4	7.2	8.6	11.3
股东权益	858,745	945,503	1,051,654	1,174,018	1,316,142	归母净利润	23.2	15.1	14.8	15.3	16.1
<b>资产质量</b>						平均生息资产	10.4	10.5	8.5	10.7	10.2
不良贷款	50,862	58,004	61,660	65,812	69,951	总付息负债	9.8	10.1	11.0	11.3	11.2
不良率	0.91	0.96	0.93	0.90	0.86	风险加权资产	12.1	5.0	10.5	10.9	11.9
贷款损失拨备	246,104	261,476	274,389	292,864	311,284						
拨备覆盖率	484	451	445	445	445						
拨贷比	4.41	4.31	4.15	4.00	3.82						
信用成本 (%)	0.70	0.78	0.63	0.62	0.52						
						<b>营业收入分解 (%)</b>					
						净利息收入占比	61.6	63.3	62.8	62.4	62.0
						佣金手续费收入占比	28.5	27.3	28.1	29.0	29.9
						<b>营业效率 (%)</b>					
						成本收入比	33.1	32.9	33.0	32.2	31.9
						<b>流动性 (%)</b>					
						平均存贷比	88.0	83.2	78.7	77.3	76.9
						<b>资本 (%)</b>					
						核心一级资本充足率	12.7	13.7	14.0	14.3	14.5
						一级资本充足率	14.9	15.7	15.9	16.0	16.1
						资本充足率	17.5	17.8	18.1	17.9	17.9

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

### 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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。