

# 招商银行 (600036): Q4息差环比小幅改善, 财富管理业务稳健发展

2023年3月28日

强烈推荐/维持

招商银行 公司报告

**事件:** 3月24日, 招商银行公布2022年年报(此前已公布业绩快报), 2022年实现营收、拨备前利润、净利润3,447.8、2,284.0、1,380.1亿, 分别同比增长4.1%、4.4%、15.1%。加权平均ROE为17.06%, 同比提升0.1pct。点评如下:

**非息拖累营收增速小幅放缓, 拨备反哺净利润增速回升。**2022年实现营收3,447.8亿, 同比增速较前三季度下降1.2pct至4.1%, 主要受非息收入拖累; 净利润增速较前三季度提升0.9pct至15.1%。具体拆解来看:

- **利息净收入:** 同比增7% (增速环比下滑0.6%)。主要由于信贷规模增长放缓、净息差环比进一步收窄, 但降幅均已有所收敛。
- **非息净收入:** 同比下降0.62% (增速环比下滑2.5pct)。① **财富管理拖累中收小幅下滑, 零售客群基础夯实:** 手续费净收入942.8亿, 同比下降0.2%; 主要是受财富管理收入下滑影响 (同比下降14.3%)。其中, 代销基金、信托产品收入下降明显, 主要是由于去年资本市场震荡下行, 代理基金、特别是股票型基金规模下降, 另外公司主动压降融资类信托产品; 代理保险收入实现较快增长, 同比增51.3%, 占财富管理收入比重升至40.2%。但零售客群拓展成效良好, 客户基础进一步夯实。年末零售客户1.84亿户, 零售AUM 12.1万亿元, 较年初分别增长6.36%和12.68%。其中, 金葵花及以上客户数、AUM同比分别增长12.84%和11.66%, 私行客户数和AUM同比分别增长10.43%和11.74%。预计随着2023年资本市场回暖, 财富管理中收有望恢复性增长。② **资本市场波动, 其他非息收入同比下降:** 全年实现其他非息收入322.7亿, 同比下降1.87%。其中, 受资本市场债市波动影响, 投资收益同比下降6.01%, 公允价值变动损益同比减少27.7亿, 为主要拖累项。
- **拨备:** 2022年公司减少了信用减值损失计提反哺利润, 同比少计提92.1亿, 同比下降14.0%; 净利润增速同比增15.1%, 环比提升0.9pct。其中, 主要是减少了金融投资、同业资产拨备计提。

**贷款增速放缓, 存款增长亮眼。**截止2022年末, 贷款同比增8.6%, 较三季度末放缓0.4pct; 贷款单季环比仅增0.95%, 其中对公贷款环比增3.95%, 零售贷款环比下降0.06%, 票据贴现环比下降5.72%。年末存款同比增18.7%, 增速创近年来新高; 结构上看, 活期存款占比63.0%, 环比有所回升, 负债优势进一步巩固。展望2023年, 消费复苏有望提振零售信贷需求, 带动信贷总量、结构逐步改善。

**四季度净息差环比小幅回升。**2022年净息差为2.4%, 环比下降1BP (降幅有所收窄); 其中, 4Q22单季度息差环比回升1BP至2.37%。拆分来看, 单季息差环比回升主要贡献来自同业利差走阔 (环比+30BP), 而存贷利差持续收窄 (环比-3BP)。展望2023年, 预计净息差收窄压力依然存在, 一方面是按揭贷款重定价影响一季度息差; 另一方面, 今年以来新发放贷款定价延续下行趋势。但考虑到存款成本在利率传导下有望逐渐回落, 息差下行压力或将有所缓释。

**资产质量总体保持稳健, 对公房地产、零售贷款有所承压。**年末不良贷款率为0.96%, 环比上升1BP。其中, 对公贷款不良率环比下降13BP至1.25%, 主要是房地产行业风险持续暴露 (对公房地产贷款不良率3.99%, 环比上升67BP)。零售贷款不良率环比上升7BP至0.9%, 其中信用卡、消费贷不良率环比分别上升10BP、13BP至1.77%、1.08%, 主要是疫情影响。从不良生成情况来看, 2022年不良贷款生成率1.15%, 较前三季度上升2BP。从前瞻性指标来看, 年末关注贷款占比1.21%, 环比上升7BP。展望2023年, 随着地产融资政策优化以及销售改善, 预计房地产领域不良生成同比下降, 风险逐步出清; 零售贷款方面, 随着疫情影响消退、经济及消费复苏, 不良生成情况将逐步改善, 预计全年资产质量保持平稳。

## 公司简介:

招商银行于1987年成立于中国改革开放的最前沿——深圳蛇口, 是中国境内第一家完全由企业法人持股的股份制商业银行, 也是国家从体制外推动银行业改革的第一家试点银行。成立35年来, 招商银行已成为沪港两地上市, 拥有商业银行、金融租赁、基金管理、人寿保险、境外投行、消费金融、理财子公司等金融牌照的银行集团, 在全球具有鲜明的发展特色和重要的市场影响力。

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间 (元)	47.39-26.82
总市值 (亿元)	8,627.71
流通市值 (亿元)	7,057.16
总股本/流通A股 (万股)	2,521,985/2,062,894
流通B股/H股 (万股)	-/459,090
52周日均换手率	0.77

## 52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 林瑾璐

021-25102905 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

## 分析师: 田馨宇

010-66555383 tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521070003

**投资建议：**2022年公司承受地产风险暴露，以及疫情影响下零售业务景气度下行的双重压力，营收增速有所放缓，拨备反哺净利润实现稳健增长，ROE进一步提升，资产质量保持稳健。展望后续，随着经济及消费复苏，零售贷款、财富管理需求回暖，招行零售优势有望凸显，催化基本面与估值修复。预计2023-2025年净利润增速分别为14.1%、14.9%、15.3%，对应BVPS分别为38.9、46.1、54.4元/股。2023年3月27日收盘价34.43元/股，对应0.88倍2023年PB。我们看好招行领先业务模式、运营模式、组织模式，大财富管理价值循环链有望持续发力，巩固公司市场竞争力，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

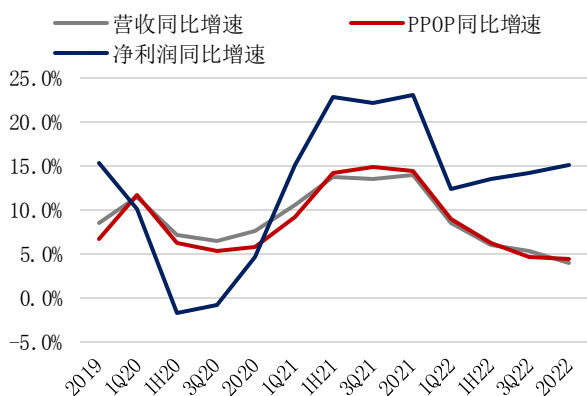
## 财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	3313	3448	3652	3978	4363
增长率(%)	14.0	4.1	5.9	8.9	9.7
净利润(亿元)	1199	1380	1574	1809	2085
增长率(%)	23.2	15.1	14.1	14.9	15.3
净资产收益率(%)	17.5	17.7	17.4	16.9	16.5
每股收益(元)	3.79	3.79	6.24	7.17	8.27
PE	9.1	9.1	5.5	4.8	4.2
PB	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

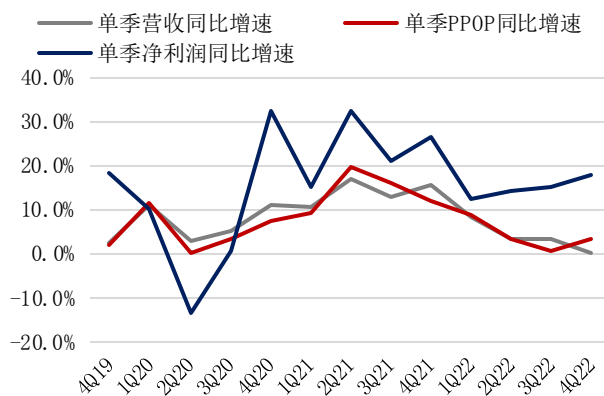


图 1: 招商银行 2022 年净利润同比增长 15.1%



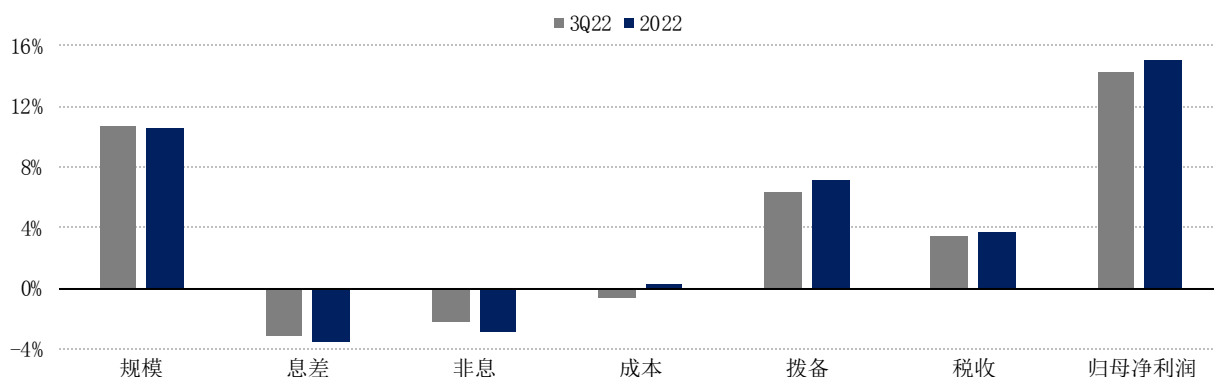
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 2: 招商银行 4Q22 净利润同比增长 18.0%



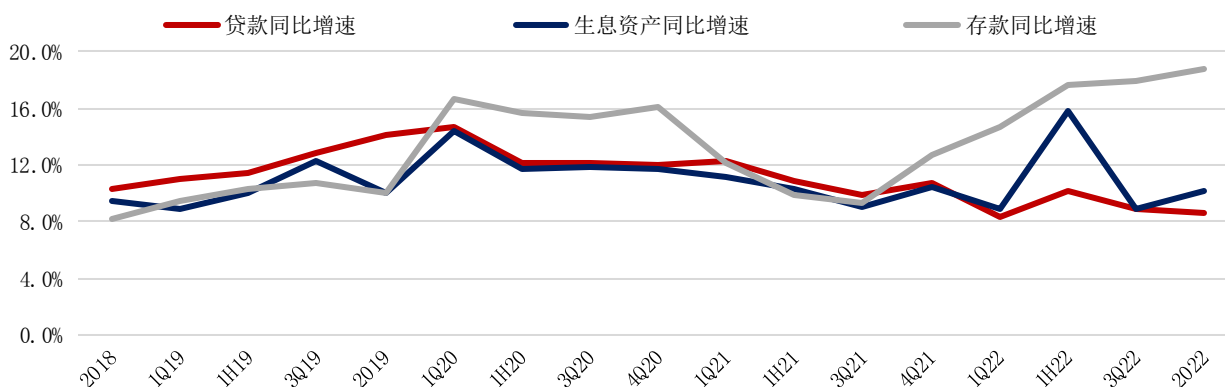
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 招商银行 3Q22、2022 业绩拆分

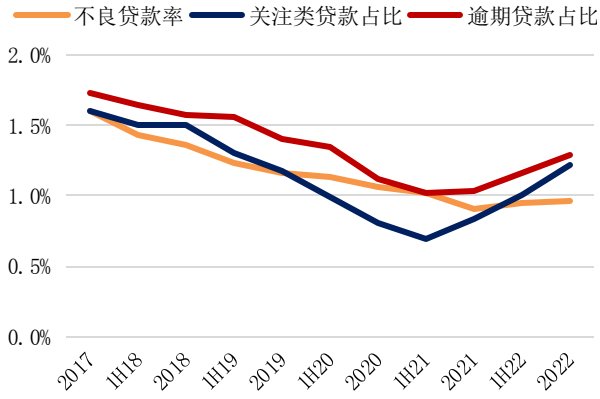


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

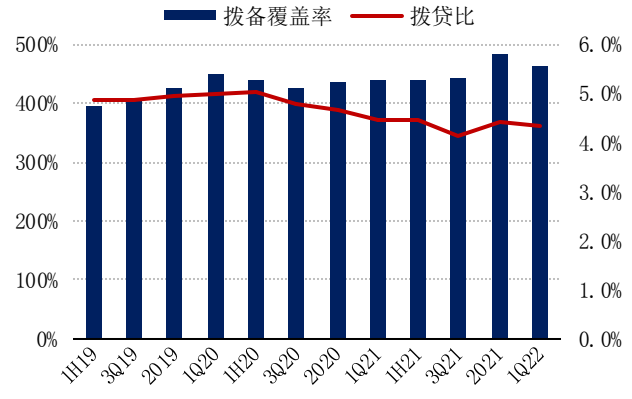
图 4: 2022 年末招商银行贷款同比增 8.6%、存款同比增 18.7%



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 5: 招商银行 4Q22 不良、关注、逾期率有所波动**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 6: 招商银行 2022 年末拨备覆盖率环比基本持平**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**表 1: 招商银行财富管理相关指标**

	1H19	2019	1H20	2020	1H21	3Q21	2021	1H22	2022
零售户数 (万户)	13,400.00	14,400.00	15,100.00	15,800.00	16,500.00	16,900.00	17,300.00	17,800.00	18,400.00
同比增速	15.19%	14.82%	12.69%	9.72%	9.27%	6.96%	4.85%	5.33%	6.36%
零售 AUM (万亿)	7.26	7.49	8.26	8.94	9.99	10.37	10.76	9.57	12.12
同比增速	9.44%	10.21%	13.84%	19.32%	20.84%	16.02%	7.75%	-7.74%	12.68%
金葵花及以上客户数 (万户)	255.94	264.77	291.79	310.18	343.66	354.79	367.20	402.36	414.34
同比增速	11.50%	12.07%	14.01%	17.15%	17.78%	14.38%	6.85%	13.41%	12.84%
金葵花客户 AUM (万亿)	5.89	6.09	6.75	7.35	8.22	8.53	8.84	9.57	9.87
同比增速	8.55%	10.48%	14.72%	20.71%	21.70%	16.11%	7.49%	12.22%	11.66%
私行户数 (万户)	7.82	8.17	9.10	10.00	11.19	11.71	12.21	13.00	13
同比增速	9.01%	11.98%	16.34%	22.41%	22.97%	17.14%	9.04%	11.03%	10.43%
私行 AUM (万亿)	2.16	2.23	2.50	2.77	3.13	3.27	3.39	3.65	3.79
同比增速	6.24%	9.42%	15.57%	24.36%	25.30%	17.69%	8.46%	11.71%	11.74%

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表（亿元）</b>											
净利息收入	2039	2182	2310	2503	2740	<b>收入增长</b>					
手续费及佣金	944	943	1018	1100	1199	净利润增速	23.2%	15.1%	14.1%	14.9%	15.3%
其他收入	329	323	323	376	425	拨备前利润增速	14.4%	4.4%	6.9%	11.3%	12.2%
营业收入	3313	3448	3652	3978	4363	税前利润增速	21.0%	11.4%	14.1%	15.0%	15.4%
营业税及附加	(28)	(30)	(31)	(33)	(38)	营业收入增速	14.0%	4.1%	5.9%	8.9%	9.7%
业务管理费	(1097)	(1134)	(1179)	(1226)	(1275)	净利息收入增速	10.2%	7.0%	5.9%	8.3%	9.5%
拨备前利润	2188	2284	2442	2719	3050	手续费及佣金增速	18.8%	-0.2%	8.0%	8.0%	9.0%
计提拨备	(664)	(576)	(489)	(470)	(451)	营业费用增速	13.4%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%
税前利润	1482	1651	1884	2167	2500						
所得税	(273)	(258)	(294)	(338)	(390)	<b>规模增长</b>					
归母净利润	1199	1380	1574	1809	2085	生息资产增速	10.4%	10.2%	9.2%	9.4%	9.5%
<b>资产负债表（亿元）</b>											
贷款总额	55700	60515	65356	70584	76231	贷款增速	10.8%	8.6%	8.0%	8.0%	8.0%
同业资产	7994	6316	6316	6316	6316	同业资产增速	29.7%	-21.0%	0.0%	0.0%	0.0%
证券投资	21770	27593	31732	36491	41965	证券投资增速	5.2%	26.7%	15.0%	15.0%	15.0%
生息资产	91003	100301	109575	119872	131317	其他资产增速	10.8%	-6.2%	12.9%	35.7%	35.0%
非生息资产	3948	3702	4181	5673	7656	计息负债增速	9.8%	10.0%	8.8%	10.0%	10.3%
总资产	92490	101389	111093	122886	136327	存款增速	12.8%	18.7%	12.0%	12.0%	12.0%
客户存款	63471	75357	84400	94528	105872	同业负债增速	7.1%	-12.5%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
其他计息负债	16880	12992	11728	11199	10787	股东权益增速	18.5%	10.2%	16.5%	16.3%	16.1%
非计息负债	3483	3497	3847	4232	4655						
总负债	83833	91847	99976	109959	121314	<b>存款结构</b>					
股东权益	8657	9542	11117	12927	15013	活期	66.3%	63.0%	66.34%	66.34%	66.34%
<b>每股指标</b>											
每股净利润(元)	3.79	3.79	6.24	7.17	8.27	定期	33.7%	37.0%	33.66%	33.66%	33.66%
每股拨备前利润(元)	8.67	9.06	9.68	10.78	12.09	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
每股净资产(元)	29.01	32.71	38.94	46.10	54.35	<b>贷款结构</b>					
每股总资产(元)	366.73	402.02	440.50	487.26	540.55	企业贷款(不含贴)	38.6%	39.3%	38.62%	38.62%	38.62%
P/E	9.1	9.1	5.5	4.8	4.2	个人贷款	53.6%	52.2%	53.64%	53.64%	53.64%
P/POP	4.0	3.8	3.6	3.2	2.8	<b>贷款质量</b>					
P/B	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6	不良贷款率	0.91%	0.91%	0.93%	0.88%	0.82%
P/A	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	正常	98.25%	97.83%	99.16%	99.16%	99.16%
<b>利率指标</b>											
净息差(NIM)	2.35%	2.28%	2.20%	2.18%	2.18%	关注	0.84%	1.21%	0.84%	0.84%	0.84%
净利差(Spread)	2.39%	2.28%	2.30%	2.32%	2.34%	次级	0.31%	0.38%			
贷款利率	4.67%	4.54%	4.59%	4.64%	4.69%	可疑	0.37%	0.39%			
存款利率	1.41%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%	损失	0.23%	0.19%			
生息资产收益率	3.98%	3.89%	3.91%	3.93%	3.95%	拨备覆盖率	483.87%	450.79	436.28	427.36%	422.07%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.63%	1.65%	1.67%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.37%	1.44%	1.50%	1.56%	1.63%	<b>资本状况</b>					
ROAE	17.5%	17.7%	17.4%	16.9%	16.5%	资本充足率	17.48%	17.77%	19.47%	21.30%	23.28%
拨备前利润率	2.48%	2.36%	2.30%	2.32%	2.35%	核心一级资本充足	12.66%	13.68%	15.61%	17.66%	19.85%
<b>其他数据</b>											
						资产负债率	90.64%	90.59%	89.99%	89.48%	88.99%
						总股数(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	招商银行（600036）：战略和客户优势持续，关注长期投资价值	2022-04-25
行业深度报告	银行投资观点更新：政策持续发力，看好银行配置价值-20230321	2023-03-21
行业普通报告	银行业：信贷增量延续改善，结构优化在路上-2023-3-13	2023-03-13
行业深度报告	银行业跟踪月报（2023年2月）：经济升温，板块戴维斯双击行情可期-2023-3-1	2023-03-01
行业普通报告	银行业：差异化、精细化监管，风险权重有升有降——《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》点评	2023-02-22
行业普通报告	银行业：4Q22 盈利增速改善，资产质量指标平稳——2022 年商业银行监管数据点评 -20230220	2023-02-20
行业普通报告	银行业：1月社融、信贷开门红，看好银行估值修复行情-2023-2-13	2023-02-13
行业普通报告	银行业：金融资产风险分类新规落地，长期利好银行风险管理-2023-2-13	2023-02-13
行业深度报告	银行业跟踪月报（2023年1月）：信贷开门红可期，低估值修复在路上-2023-2-3	2023-02-03

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019年7月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

### 田馨宇

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事银行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；
- 推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；
- 回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；
- 看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526