

2023年04月27日

Q1 信贷投放较好，关注和逾期均双降

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:	42.7/26.3
目标价格:		总市值(亿)	8,529.35
最新收盘价:	33.82	自由流通市值(亿)	8,622.36
		自由流通股数(百万)	25,494.85

事件概述

招商银行发布2023一季报：23Q1实现营收906.36亿元(-1.47%，YoY)，营业利润468.92亿元(+5.71%，YoY)，归母净利润388.39亿元(+7.82%，YoY)。一季度末总资产10.5万亿元(+11.61%，YoY；+3.65%，QoQ)，存款7.77万亿元(+16.34%，YoY；+3.13%，QoQ)，贷款6.34万亿元(+10.04%，YoY；+4.70%，QoQ)；零售AUM达12.5万亿元(+3.4%，QoQ)。净息差2.29%(-22bp，YoY)；不良贷款率0.95%(-1bp，QoQ)，拨备覆盖率448.32%(-2.47pct，QoQ)，拨贷比4.26%(-0.06pct，QoQ)；披露年化ROE18.38%(-0.76pct，YoY)。

分析判断：

► Q1 息差和中收承压致业绩增速下行，零售业务体量稳步扩容

招商银行Q1营收、PPOP、归母净利润增速分别为-1.5%/-3.9%/+7.8%，较2022年的+4.1%/+3.9%/+15.1%均有所放缓，营收负增的压力一方面来自利息净收入一季度同比+1.7%，较2022年的+7%进一步下行，主因Q1重定价影响下净息差收录2.29%，同环比分别降22BP和8BP、降幅走阔；另一方面手续费净收入同比-12.6%拖累非息收入延续负增，除资管业务中收小幅增长外，财富管理、银行卡、清结算手续费收入分别同比-13%/-6%/-14%，包括代销理财、基金、保险等业务收入均同比缩量(-23%/-12%/-7%)。伴随公司财富战略的深化和稳固，相关业务指标体量延续扩增、增速逐步趋缓：1) Q1零售客户数达1.87亿户，单季新增300万户持平22Q1，较年初季度增幅1.6%略低于上年同期0.1pct，零售AUM较年初+3.4%至12.54万亿元，季度增量4124亿元也同比收敛，Q1零售AUM/总资产基本稳于119.3%；2) 客群结构上，金葵花以上、私行客户AUM分别较年初+3.3%/+2.5%至10.2/3.9万亿元，带动零售户均AUM继续上行至6.7万元/户。考虑到零售AUM仍延续同比10%+的双位数增速，未来客群的深耕和资本市场回暖下，中收表现有望改善。

► 信贷多增以量补价，零售需求回暖

一季度息差下行也是资产负债两端共同影响，包括资产端贷款收益率环比Q4再降5BP至4.41%，而负债端受存款定期化影响(日均余额角度的活存占比60.1%，同比和较2022全年分别下行3.3pct、1.5pct)，存款成本率环比上行4BP至1.59%。

息差压力下，一季度招行信贷实现开门红“以量补价”。Q1总资产、贷款分别同比+11.6%、+10%，较年初+3.6%、+4.7%，高于上年同期，扩表提速。单季新增贷款2846亿元，同比多增964亿元，结构上，对公和零售贷款分别新增1773和757亿元，均超上年同期的两倍。其中母行口径下，对公贷款增量的四成投向制造业；零售信贷多增主要由消费贷和经营贷贡献，弥补按揭规模下降的缺口，也反映居民融资需求的回暖。

► Q1 关注和逾期贷款双降，地产领域不良仍有暴露

公司资产质量指标继续优化，2023Q1不良率较上年末小幅下降1BP至0.95%，关注贷款和逾期贷款均实现双降，关注贷款和逾期贷款余额分别较上年末-27.22亿元/-4.15亿元，关注率和逾期率分别下降9BP/6BP至1.12%/1.23%。结构上来看，对公贷款不良率为1.25%与上年末持平，其中房地产领域风险仍在暴露中，对公房地产贷款不良率较上年末上升56BP至4.55%，母行口径风险敞口略微上升，一季度新增对公房地产贷款15.9亿元，但占总贷款的比例较上年末下降0.22pct至5.61%，且承担和不承担信用风险的业务余额均环比续降。零售贷款整体不良率较上年末下降1BP至0.89%，其中个人按揭贷款不良率微升1BP至0.36%，其余各项

均有下降，小微、信用卡、消费贷不良率分别下降 2BP/1BP/11BP。前瞻指标方面，逾期 90+/不良和逾期 60+/不良分别较上年末升 6.12pct/8.49pct 至 76.9%/88.5%。一季度拨备覆盖率较上年末降 2.47pct 至 448.32%，风险抵补能力仍旧处于行业较高水平。

投资建议

总体来看，招行一季度业绩下行压力主要来自行业共性的因素，包括重定价和存款定期化下的息差收窄、以及资本市场扰动下的中收疲弱，但公司信贷开门红以量补价，表内外零售业务体量稳步扩容，财富业务优势稳固。资产质量虽然仍有地产风险的结构扰动，但整体指标向好，高拨备保障业绩空间。

我们维持此前观点，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 2023 一季报表现，维持公司 23-25 年营收 3693/4115/4624 亿元的预测，归母净利润 1585/1827/2122 亿元的预测，对应增速 14.8%/15.3%/16.1%；23-25 年 EPS 6.22/7.18/8.35 元的预测，对应 2023 年 4 月 26 日 33.82 元/股收盘价，PB 分别为 0.92/0.81/0.71 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	7.2	6.3	5.4	4.7	4.1
P/B	1.17	1.03	0.92	0.81	0.71

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						
资产负债表数据						业绩数据					
总资产	9,249,021	10,138,912	11,227,381	12,464,343	13,841,966	增长率 (%)					
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
资产质量						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						
						营业收入分解 (%)					
						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
						营业效率 (%)					
						成本收入比	33.1	32.9	33.0	32.2	31.9
						流动性 (%)					
						平均存贷比	88.0	83.2	78.7	77.3	76.9
						资本 (%)					
						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。