

Q2 经营指标边际向好，拐点向上可期

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:	42.63/26.3
		总市值(亿)	7,959.38
最新收盘价:	31.56	自由流通市值(亿)	6,510.49
		自由流通股数(百万)	20,628.94

事件概述:

招商银行发布2023年中报:

23H1 实现营收 1784.6 亿元(-0.35%, YoY), 营业利润 908.79 亿元(8.66%, YoY), 归母净利润 757.52 亿元(+9.12%, YoY)。期末总资产 10.74 万亿元(+10.4%, YoY; +2.2%, QoQ), 存款 8.03 万亿元(+14.1%, YoY; +3.3%, QoQ), 贷款总额 6.36 万亿元(+7.1%, YoY; 0.3%, QoQ)。23H1 净息差 2.23%(-21bp, YoY); 不良率 0.95%(+0bp, QoQ), 拨备率 447.63%(-0.69pct, QoQ), 拨贷比 4.27%(+0pct, QoQ); 资本充足率 17.09%(-0.3pct, QoQ); ROE 17.55%(-0.52pct, YoY)。

分析判断:

► Q2 营收增速在非息收入拉动下转正，非信贷资产信用减值计提大幅回落贡献利润增速提升

上半年公司实现营收、PPOP 增速-0.4%、-2.4%，增速分别较一季度提升 1.1pct、1.5pct，增速回升主要是二季度公司营收在非息收入拉动下转正，实现微增 0.8%，但 PPOP 仍小幅负增 0.8%。上半年实现利润增速 9.1%，增速较一季度提升 1.3pct，主要是二季度公司信用减值损失同比进一步减少贡献利润实现增速 10.5%。具体来看：1) 二季度收息收入在息差环比仍有一定回落下（环比回落 13BP）增速较一季度回落；2) 非息收入中，Q2 手续费净收入同比回落-10.9%，回落幅度较一季度（-12.6%）有所收敛，其中大财富手续费收入同比下降 8.5%，主要是上半年公司理财以及基金、理财等代销业务的财富管理规模回落的影响；交易类收入在投资收益、汇兑损益等同比多增的拉动下实现同比增长 33.4%；3) 二季度公司信用减值损失同比减少 25.9%，但其中贷款减值损失同比增长 38.3%，整体信用减值损失的大幅减少主要是去年同期公司审慎计提了投资和表外等资产的预期减值损失。

► Q2 信贷受经济环境影响投放较弱，结构上按揭、信用卡贷款余额转正，息差环比仍有一定回落

中期末公司总资产较一季度增长 2.2%，其中贷款仅增长 0.3%，投资资产增长 1.2%，同业资产增长 36.4%，资产的配置结构反映出二季度受经济恢复不及预期下整体有效信贷需求不足的情况。具体贷款结构来看，二季度简单计算新增信贷规模仅为 194 亿元，主要是二季度公司票据贴现余额较一季度末减少 966 亿元，公司一般贷款新增 240 亿元，零售贷款新增 921 亿元，是主要的投放方向，上半年零售贷款新增贡献整体贷款增量的 57.2%。具体零售贷款来看，母公司口径二季度按揭贷款、信用卡余额均实现正增，分别较一季度增长 0.3%、2.7%；二季度信用卡、消费贷等零售贷款贡献整体零售贷款增量的 58%，小微贷款贡献 37%。

负债方面，二季度存款环比一季度的增速较一季度还有提升，存款的负债占比提升至 83%，处于历史较高水平。存款结构上，定期化趋势加强，期末日均活期存款的占比回落至 59.06%，较年初下降 2.5pct，其中上半年居民定期存款增量占整体存款增量的 45.7%，企业活期存款只占 7.4%，明显低于历史水平。

受存款定期化以及资产端定价回落的影响，二季度存款付息率环比提升 4BP，贷款收益率环比下降 10BP，存贷利差环比下降 14BP，整体息差环比下降 13BP，环比回落较大更多的反映了公司的信贷结构在目前的经济环境下定价易下难上的压力。

▶ 二季度关注类贷款延续双降，整体资产质量未现压力，消费类贷款的质量表现好于同业

中期末公司的不良率持平于一季度为 0.95%，关注类贷款占比较一季度末回落 10BP，且余额继续下降实现关注类贷款的延续双降，二季度逾期贷款比例环比一季度回升 2BP。公司公告的母公司口径的不良新生成额二季度环比下降，结构来看主要是零售贷款的不良生成额下降的贡献。从披露的母公司口径的业务结构的不良率数据来看，二季度零售贷款的不良率环比下降 3BP，其中信用卡不良率环比下降 8BP、消费贷环比回升 2BP，但信用卡、消费贷款的关注贷款占比环比分别下降 8BP、1BP，逾期贷款占比环比分别下降 13BP、上升 4BP。整体指标来看，二季度在经济修复较弱的背景下公司的资产质量整体稳定未现压力，好于同业，同时零售贷款的资产质量指标也表现较好，受益于公司之前对零售贷款的风控管理的前瞻审慎调整。

投资建议

整体上看，公司上半年的经营指标边际向好：1) 虽然收息业务受经济环境影响没有改善但营收和利润增速在非息业务和减值计提少增的支撑下环比均有一定的回升。2) 零售信贷投放边际向好，期末按揭、信用卡规模实现正增，小微、消费贷的投放也较好。3) 二季度资产质量的指标表现好于同业，先行指标延续向好反映整体的资产质量未现压力，零售贷款的资产质量指标也较好，反映公司持续严控整体客户信用水平在经济波动下的相对稳定性。

整体上，我们认为公司经营面的拐点已现，未来在资产质量压力消化的基础上后续伴随经济的企稳修复公司的信贷投放、大财富管理战略的推进就将助推营收增速和业绩的释放。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 8 月 26 日 31.56 元/股收盘价，PB 分别为 0.85/0.76/0.67 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	6.7	5.8	5.1	4.4	3.8
P/B	1.09	0.96	0.85	0.76	0.67

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

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						业绩数据					
业务管理费	109,727	113,375	121,870	132,351	147,541	增长率 (%)					
其他费用	4,380	5,681	5,681	5,965	6,263	净利息收入	10.2	7.0	6.2	10.8	11.7
营业税金及附加	2,772	3,005	3,306	3,801	4,410	非利息收入	20.8	(0.6)	8.7	12.5	13.4
非息总费用	116,879	122,061	130,857	142,117	158,214	非利息费用	13.7	4.4	7.2	8.6	11.3
税前利润	148,173	165,113	190,705	220,964	260,236	归母净利润	23.2	15.1	14.8	15.3	16.1
所得税	27,339	25,819	32,242	38,298	48,073	平均生息资产	10.4	10.5	8.5	10.7	10.2
归母净利润	119,922	138,012	158,464	182,666	212,164	总付息负债	9.8	10.1	11.0	11.3	11.2
						风险加权资产	12.1	5.0	10.5	10.9	11.9
						营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	61.6	63.3	62.8	62.4	62.0
总资产	9,249,021	10,138,912	11,227,381	12,464,343	13,841,966	佣金手续费收入占比	28.5	27.3	28.1	29.0	29.9
贷款总额	5,570,034	6,051,459	6,610,699	7,321,321	8,154,922	营业效率 (%)					
客户存款	6,385,154	7,590,579	8,501,448	9,521,622	10,616,609	成本收入比	33.1	32.9	33.0	32.2	31.9
其他付息负债	1,687,960	1,299,190	1,369,357	1,463,781	1,604,294	流动性 (%)					
股东权益	858,745	945,503	1,051,654	1,174,018	1,316,142	平均存贷比	88.0	83.2	78.7	77.3	76.9
资产质量						资本 (%)					
不良贷款	50,862	58,004	61,660	65,812	69,951	核心一级资本充足率	12.7	13.7	14.0	14.3	14.5
不良率	0.91	0.96	0.93	0.90	0.86	一级资本充足率	14.9	15.7	15.9	16.0	16.1
贷款损失拨备	246,104	261,476	274,389	292,864	311,284	资本充足率	17.5	17.8	18.1	17.9	17.9
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						

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。

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。