

Q1 经营延续稳健，不良加快出清业绩质量高

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: | 58.92/39.18 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 10,718.43 |
| 最新收盘价: | 42.5 | 自由流通市值(亿) | 8,767.30 |
| | | 自由流通股数(百万) | 20,628.94 |

事件概述

招商银行发布 2022 一季报：2022Q1 实现营业收入 919.90 亿元(+8.54%，YoY)，营业利润 443.58 亿元(+10.90%，YoY)，归母净利润 360.22 亿元(+12.52%，YoY)；一季度末总资产 9.42 万亿元(+8.66%，YoY；+1.80%，QoQ)，存款 6.68 万亿元(+14.64%，YoY；+5.25%，QoQ)，贷款 5.76 万亿元(+8.39%，YoY；+3.38%，QoQ)，零售 AUM11.34 万亿元，较上年末增幅 5.39%。净息差 2.51%(-1bp，YoY)；不良贷款率 0.94%(+3bp，QoQ)，拨备覆盖率 462.68%(-21.19pct，QoQ)，拨贷比 4.35%(-0.07pct，QoQ)；资本充足率 17.29%(-0.19pct，QoQ)；年化 ROE19.24%(-0.30pct，YoY)。

分析判断：

► Q1 收息业务保持稳健，财富类中收增长受行业整体影响趋缓，零售 AUM 仍稳步扩容

一季度招行实现营收、PPOP 分别同比+8.5%/+8.8%，营收端增速较上年 14%左右有所回落。原因一方面利息净收入同比+10%基本持平上年，年初量平价稳保障收息业务稳定；另一方面交易类非息收入虽然基数效应不在、增速高位回落，但仍实现 10%的同比增速。因此营收端表现更多是手续费收入拖累，Q1 同比仅+5.5%，主要是在一季度资本市场低迷影响下，总体财富管理收同比-11%，包括代理基金、信托的手续费收入同比压降近半、代理贵金属业务收入基本归零，仅代理保险和受托理财收入快增形成补充。2021 年代销基金收入占公司财富管理收入的近三分之一，多元化的结构相比同业更加均衡，公司的渠道和客群优势也保障了其他财富管理业务收入的增长。

同时，招行仍继续保持稳步的零售表外扩增节奏，一季度零售 AUM 达 11.34 万亿元，同比+18.2%延续较快增速，拉动零售 AUM/总资产较上年再提升 4pct 至 120%。单季规模扩增 5800 亿元结构来看，一方面，除个人存款增量 1468 亿元以外，包括招银理财、招商基金等四家子公司的资管总规模季度增幅 1000 亿元左右；另一方面，增量的 72%来自金葵花以上客户，拉动整体户均 AUM 环比上年末再增约 2200 元至 6.44 万元，但相较于存量余额以及 2021 年增量占比 82%，基础零售客群的贡献度提升。而私行客户数和 AUM 均实现 17%的同比增速，较此前略有放缓，户均 AUM 较上年小幅提升。

营收增速趋缓的情况下，一季度减值损失同比多计提 4.8%、力度边际回升（2021 全年计提规模同比+2%），且信贷类计提占比回升，非信贷类经过上年大幅计提，一季度计提规模同比缩减。总体营收增速放缓+信用成本走高下，Q1 净利润增速同比+12.5%，较 2021 年降低 10.7pct。

► 一季度零售贷款投放偏弱，存款促负债结构优化下息差环比回升

一季度末总资产同比增 8.7%，较上年的 10.6%边际趋缓，其中贷款增速和总资产基本相当，Q1 同比+8.4%，主要增配了投资类资产（同比+10.9%），相应的资产端贷款的日均余额占比较上年同期略降 0.8pct。一季度融资需求偏弱的背景下，季度贷款增量 1881 亿元，仅为 21Q1 的 66%，其中从母行口径可比数据来看，投放以对公为主，零售贷款同比增速仍快于对公，但环比看规模较年初+1.3%增幅放缓，增量占 22Q1 贷款总增量的 21%，远低于上年同期的 45%，票贴投放比例明显提升。零售贷款中，小微和消费贷仍保持双位数的同比增幅，按揭规模较年初微增 0.7%，而信用卡贷款规模较年初缩减 2%。加大对实体支持的政策引导下，一季度对公贷款投放行业来看，基本都实现较年初的稳步扩增。

一季度存款表现靓丽，同环比分别+14.6%/+5.3%，较上年同期进一步提速，带动负债端存款占比同比提升

4.7pct 至 78.9%，以及日均余额口径下占比达到 80.8% 的高位。虽然存款定期化程度加深致存款付息率同比抬升 7BP，但负债结构优化以及主动负债付息率回落下，一季度负债成本率同比仅抬升 1BP。叠加资产端零售贷款投放趋缓下，贷款收益率同比降 5BP，总生息资产收益率降 4BP，公司一季度净息差收录 2.51%，同比仅-1BP。但环比来看，Q1 息差环比上年四季度+3BP，主要由负债端贡献，一方面贷款收益率环比企稳回升 4BP 带动资产收益率持平上年三四季度，另一方面负债结构优化下负债成本率也环比回落 2BP。

► 一季度加大确认地产领域风险出清，不良抬头拨备率回落

一季度末不良率环比抬升 3BP 至 0.94%，仍处于行业较低水平，母行口径的个贷不良率环比持平的情况下，对公贷款不良率环比走高 2BP，主要是房地产行业不良率环比大幅走高 1.18pct 至 2.57%，地产领域风险处于释放阶段，相应的公司通过表内压降对公地产贷款占比，以及压降承担信用风险的非贷款业务规模和不承担风险的业务规模，以控制风险暴露。先行指标也呈上行趋势，关注类占比连续三个季度走高，Q1 环比+12BP 至 0.96%，逾期率环比+6BP 至 1.09%，但不良认定更趋审慎，披露的预期 90+/不良以及逾期 60+/不良的偏离度分别为 58.5%和 74.6%，较年初进一步降低。因此从生成角度来看，披露的 Q1 年化不良生成率同比+21BP 至 1.16%，对公领域主要是房地产不良生成增多，零售方面、尤其是信用卡不良生成增多也有认定时点和标准趋严的原因。相应的招行一季度加大不良确认和出清力度，拨备率环比回落 21.2pct 至 462.68%。

投资建议

受宏观经济以及资本市场的影响，招行一季度扩表节奏和业绩增速均趋缓，零售贷款投放以及财富业务中收到一定制约，资产质量方面风险也有所暴露。但我们认为，公司一季度的经营也彰显了，在行业不景气的环境下，零售银行的客群、渠道等基础优势以及大财富管理战略的延续推进，同时加大真实反映业务风险的力度，及时出清后有利于后续信用成本的企稳下降。

目前，公司受行长变动影响，估值出现回调，但我们认为招行从 2010 年以来就明确确立了在战略先行、组织架构、企业文化等深层次领域的优势，所以战略引领对公司的发展驱动相较同业更加有力；另一方面未来来看，财富管理作为驱动中长期业绩发展引擎，仍将保障公司在获客、AUM 以及资产管理能力方面的提升，保持公司的竞争优势。

鉴于一季报业绩表现，我们维持公司 22-24 年营收 3659/4124/4695 亿元的预测，归母净利润 1379/1609/1888 亿元的预测，对应增速为 15.0%/16.6%/17.3%；维持 22-24 年 EPS 5.40/6.32/7.42 元的预测，对应 2022 年 4 月 22 日 42.5 元/股收盘价，PB 分别为 1.30/1.15/1.01 倍，目前估值回落后提升后续修复空间，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 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 290,482 | 331,253 | 365,906 | 412,382 | 469,455 |
| (+/-) | 7.7% | 14.0% | 10.5% | 12.7% | 13.8% |
| 归母净利润 | 97,342 | 119,922 | 137,935 | 160,899 | 188,766 |
| (+/-) | 4.8% | 23.2% | 15.0% | 16.6% | 17.3% |
| 每股收益 (元) | 3.79 | 4.69 | 5.40 | 6.32 | 7.42 |
| 每股净资产 (元) | 25.36 | 29.01 | 32.71 | 37.02 | 42.07 |
| P/E | 11.2 | 9.1 | 7.9 | 6.7 | 5.7 |
| P/B | 1.68 | 1.46 | 1.30 | 1.15 | 1.01 |

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

联系电话：

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

联系电话：

财务报表和主要财务比率

| 利润表 | | | | | | 指标和估值 | | | | | |
|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 百万元：元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 平均生息资产 | 7,442,611 | 8,219,698 | 9,092,301 | 10,140,779 | 11,341,030 | ROAA (%) | 1.23 | 1.36 | 1.41 | 1.48 | 1.56 |
| 净息差 | 2.49 | 2.48 | 2.46 | 2.49 | 2.52 | ROAE (%) | 15.73 | 17.25 | 17.72 | 18.30 | 18.93 |
| 利息收入 | 307,425 | 327,056 | 359,062 | 409,263 | 472,009 | 每股净资产 | 25.36 | 29.01 | 32.71 | 37.02 | 42.07 |
| 利息支出 | 122,394 | 123,137 | 135,148 | 156,428 | 185,816 | EPS | 3.79 | 4.69 | 5.40 | 6.32 | 7.42 |
| 净利息收入 | 185,031 | 203,919 | 223,914 | 252,835 | 286,193 | 股利 | 31600 | 38385 | 44761 | 52213 | 61256 |
| 非息收入 | | | | | | DPS | 1.25 | 1.52 | 1.75 | 2.05 | 2.41 |
| 手续费和佣金收入 | 79,486 | 94,447 | 106,725 | 122,734 | 144,826 | 股息支付率 | 33.0 | 32.5 | 32.5 | 32.5 | 32.5 |
| 汇兑收益 | 2,202 | 3,351 | 3,351 | 3,351 | 3,351 | 发行股份 | 25220 | 25220 | 25220 | 25220 | 25220 |
| 交易性收入 | 17,502 | 21,944 | 23,945 | 25,092 | 26,296 | | | | | | |
| 其他收入 | 6,261 | 7,592 | 7,972 | 8,370 | 8,789 | | | | | | |
| 非息总收入 | 105,451 | 127,334 | 141,992 | 159,547 | 183,262 | | | | | | |
| 非息费用 | | | | | | | | | | | |
| 业务管理费 | 96,745 | 109,727 | 119,490 | 131,557 | 149,527 | | | | | | |
| 其他费用 | 3,591 | 4,380 | 4,599 | 4,829 | 5,070 | | | | | | |
| 营业税金及附加 | 2,478 | 2,772 | 3,132 | 3,602 | 4,251 | | | | | | |
| 非息总费用 | 102,814 | 116,879 | 127,222 | 139,989 | 158,848 | | | | | | |
| 税前利润 | 122,440 | 148,173 | 170,549 | 199,459 | 237,189 | | | | | | |
| 所得税 | 24,481 | 27,339 | 32,614 | 38,559 | 48,423 | | | | | | |
| 归母净利润 | 97,342 | 119,922 | 137,935 | 160,899 | 188,766 | | | | | | |
| 资产负债表数据 | | | | | | 业绩数据 | | | | | |
| 总资产 | 8,361,448 | 9,235,354 | 10,264,176 | 11,434,312 | 12,785,701 | 增长率 (%) | | | | | |
| 贷款总额 | 5,029,128 | 5,570,034 | 6,217,532 | 6,982,081 | 7,837,506 | 净利息收入 | 6.9 | 10.2 | 9.8 | 12.9 | 13.2 |
| 客户存款 | 5,664,135 | 6,385,154 | 7,215,224 | 8,117,127 | 9,131,768 | 非利息收入 | 9.1 | 20.8 | 11.5 | 12.4 | 14.9 |
| 其他付息负债 | 1,687,609 | 1,687,960 | 1,792,771 | 1,952,316 | 2,161,553 | 非利息费用 | 12.4 | 13.7 | 8.8 | 10.0 | 13.5 |
| 股东权益 | 723,750 | 858,745 | 951,920 | 1,060,606 | 1,188,117 | 归母净利润 | 4.8 | 23.2 | 15.0 | 16.6 | 17.3 |
| 资产质量 | | | | | | 平均生息资产 | 11.3 | 10.4 | 10.6 | 11.5 | 11.8 |
| 不良贷款 | 53,615 | 50,862 | 56,113 | 62,177 | 67,510 | 总付息负债 | 11.4 | 9.8 | 11.6 | 11.8 | 12.2 |
| 不良率 | 1.07 | 0.91 | 0.90 | 0.89 | 0.86 | 风险加权资产 | 7.8 | 12.1 | 8.9 | 10.3 | 10.4 |
| 贷款损失拨备 | 234,664 | 246,104 | 281,685 | 324,566 | 367,255 | | | | | | |
| 拨备覆盖率 | 438 | 484 | 502 | 522 | 544 | | | | | | |
| 拨贷比 | 4.66 | 4.41 | 4.53 | 4.65 | 4.69 | | | | | | |
| 信用成本 (%) | 0.98 | 0.70 | 0.89 | 0.94 | 0.88 | | | | | | |
| | | | | | | 营业收入分解 (%) | | | | | |
| | | | | | | 净利息收入占比 | 63.7 | 61.6 | 61.2 | 61.3 | 61.0 |
| | | | | | | 佣金手续费收入占比 | 27.4 | 28.5 | 29.2 | 29.8 | 30.8 |
| | | | | | | 营业效率 (%) | | | | | |
| | | | | | | 成本收入比 | 33.3 | 33.1 | 32.7 | 31.9 | 31.9 |
| | | | | | | 流动性 (%) | | | | | |
| | | | | | | 平均存贷比 | 90.3 | 88.0 | 86.7 | 86.1 | 85.9 |
| | | | | | | 资本 (%) | | | | | |
| | | | | | | 核心一级资本充足率 | 12.3 | 12.7 | 13.2 | 13.5 | 14.0 |
| | | | | | | 一级资本充足率 | 14.0 | 14.9 | 15.3 | 15.4 | 15.7 |
| | | | | | | 资本充足率 | 16.5 | 17.5 | 17.8 | 18.0 | 18.3 |

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。