

招商银行(600036)

财富管理韧性凸显

——招商银行2022年一季度报点评

✎ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
✎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

报告导读

盈利增速放缓，AUM韧性凸显，息差环比回升。

投资要点

□ 数据概览

2022Q1 归母净利润同比增长+12.5%，增速环比-10.7pc，营收同比+8.5%，增速环比-5.5pc；ROE 19.2%；ROA 1.54%，同比+4bp；不良率 0.94%，拨备覆盖率 463%。

□ 主要观点

1、**营收增速放缓**。2022Q1 净利润增速环比 2021A 下降 10.7pc 至 12.5%，营收增速环比下降 5.5pc 至 8.5%，业绩基本符合预期，盈利增速下行主要受规模、中收、减值拖累。具体来看：(1) **规模**：2022Q1 资产总额同比增长 8.7%，增速环比下降 2.0pc，推测归因实体经济融资需求走弱。后续随着经济修复，实体经济融资需求，尤其是零售融资需求恢复，有望带动资产增速上行。(2) **中收**：2022Q1 中收增速环比 2021A-13.3pc 至 5.5%，归因资本市场波动，财富中收同比-11.1%。(3) **减值**：2022Q1 减值损失同比+4.8%，增速环比 2021A+2.8pc，归因主动加大减值计提力度，叠加高基数效应消退。展望未来，招商银行盈利有望保持较快增长，主要考虑拨备水平较为充足。

2、**AUM 韧性凸显**。2022Q1 资本市场波动，财富业务行业性受冲击，但 2022Q1 招行零售 AUM 仍同比+18%，显示招行财富管理尤其是客户经营能力的优势突出。①客群结构来看，长尾客群增长较快，金葵花以下的 AUM 环比+8%，增速较整体 AUM 快 3pc。②产品结构来看，招行发力定期存款、理财等低风险产品。22Q1 个人定期存款环比+16%；资管中收同比+48%。

3、**息差环比回升**。2022Q1 单季息差（日均）环比+3bp 至 2.51%，归因负债成本改善拉动。(1) **资产端**：资产收益率环比持平于 3.97%。①结构上，贷款环比+3.4%，增速较总资产快 1.6pc，贷款占比提升。②利率上，Q1 市场利率下行，带动金融投资利率环比-5bp；贷款利率环比+4bp，推测归因 21Q4 资产证券化带来的一次性影响消退。(2) **负债端**：负债成本率环比-2bp 至 1.58%，归因存款占比上升和主动负债利率下行。①结构上，存款环比+5.2%，增速较总负债快 3.7pc；②利率上，同业负债（含央行借款）、发行债券利率环比分别-10bp、-8bp。展望未来，受 LPR 降息影响，预计息差仍面临下行压力。

4、**不良边际上行**。2022Q1 不良率环比+3bp，主要归因地产和信用卡风险暴露。(1) **地产**：2022Q1 末，对公地产不良率环比+118bp 至 2.57%，归因地产行业风险持续暴露、2022Q1 主动加严对公房地产信贷的不良认定力度。除地产外，其余对公不良双降。(2) **零售**：受疫情和不良认定标准加严影响，2022Q1 信用卡不良率环比+7bp。按揭关注率环比+19bp，推测与加强按揭关注认定标准有关，属于短期扰动。(3) **拨备**：2022Q1 末拨备覆盖率 463%，拨备水平较为充足。展望未来，仍需关注地产行业景气度下行及疫情冲击，对不良的影响。

□ 盈利预测及估值

预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 15.13%/15.31%/15.38%，对应 BPS 32.85/37.31/42.47 元/股。现价对应 PB 估值 1.29/1.14/1.00 倍。维持目标价 62.50 元/股，对应 2022 年 PB 1.90x，现价对应 2022 年 PB 1.29x，现价空间 47%。

□ **风险提示**：宏观经济失速，不良大幅暴露。

评级

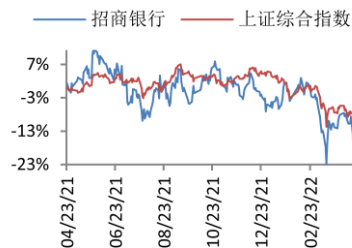
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥42.50

单季度业绩

元/股

1Q/2022 1.44
4Q/2021 1.05
3Q/2021 1.30
2Q/2021 1.17



公司简介

相关报告

- 《战略蓝图 3.0 升级——招商银行 2021 年年报点评》2022.03.20
- 《稳稳的幸福——招商银行 2021 年业绩快报点评》2022.01.15
- 《财富管理龙头，盈利不良优异——招商银行 2021 年三季度报点评》2021.10.24
- 《龙头地位凸显，财富崭露峥嵘——招商银行 2021 年半年报点评》2021.08.15

报告撰写人：梁凤洁/邱冠华

联系人：陈建宇

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	331,253	364,893	409,704	460,294
(+/-)	14.04%	10.16%	12.28%	12.35%
归母净利润	119,922	138,061	159,202	183,687
(+/-)	23.20%	15.13%	15.31%	15.38%
每股净资产(元)	29.01	32.85	37.31	42.47
P/B	1.46	1.29	1.14	1.00

表 1: 招商银行 2022 年一季报业绩概览

维度	单位: 百万元	21Q1	21A	22Q1	环比变化	同比变化	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	QoQ
利润指标	ROE (年化)	19.5%	17.0%	19.2%	2.3pc	-0.3pc	17.3%	14.4%	16.7%	15.6%	16.4%	0.8pc
	ROA (年化)	1.50%	1.36%	1.50%	14bp	0bp	1.50%	1.33%	1.46%	1.16%	1.54%	39bp
	拨备前利润	60,638	214,528	65,890	8.7%		60,638	57,565	54,719	41,606	65,890	58.4%
	同比增长	9.7%	14.4%	8.7%	-5.8pc	-1.1pc	9.7%	19.9%	16.1%	12.3%	8.7%	-3.7pc
	归母净利润	32,015	119,922	36,022	12.5%		32,015	29,135	32,465	26,307	36,022	36.9%
	同比增长	15.2%	23.2%	12.5%	-10.7pc	-2.7pc	15.2%	32.5%	21.1%	26.8%	12.5%	-14.3pc
	EPS (未年化)	1.27	4.90	1.43	12.5%		1.27	1.16	1.29	1.04	1.43	36.9%
	BVPS (未年化)	26.61	29.01	30.39	4.7%	14.2%	26.61	26.60	27.95	29.01	30.39	4.7%
收入拆分	营业收入	84,751	331,253	91,990	8.5%		84,751	83,998	82,661	79,843	91,990	15.2%
	同比增长	10.6%	14.0%	8.5%	-5.5pc	-2.1pc	10.6%	17.1%	13.1%	15.6%	8.5%	-7.1pc
	利息净收入	49,524	203,919	54,464	10.0%		49,524	49,817	51,297	53,281	54,464	2.2%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	8,416,483	8,723,808	9,221,551	5.7%	9.6%	8,416,483	8,687,941	8,815,926	8,974,881	9,221,551	2.7%
	净息差 (日均余额口径)	2.52%	2.48%	2.51%	3bp	-1bp	2.52%	2.46%	2.47%	2.48%	2.51%	3bp
	净息差 (期初期末口径)	2.35%	2.34%	2.36%	2bp	1bp	2.35%	2.29%	2.33%	2.37%	2.36%	-1bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.75%	3.75%	3.74%	-1bp	-1bp	3.75%	3.70%	3.75%	3.80%	3.74%	-5bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.58%	1.60%	1.57%	-3bp	-1bp	1.58%	1.59%	1.61%	1.61%	1.57%	-4bp
	非利息净收入	35,227	127,334	37,526	6.5%		35,227	34,181	31,364	26,562	37,526	41.3%
	手续费净收入	27,202	94,447	28,695	5.5%		27,202	25,052	23,480	18,713	28,695	53.3%
	其他非息收入	8,025	32,887	8,831	10.0%		8,025	9,129	7,884	7,849	8,831	12.5%
	业务及管理费	22,494	109,727	24,013	6.8%		22,494	24,674	26,129	36,430	24,013	-34.1%
	成本收入比	26.54%	33.12%	26.10%	-7.0pc	-0.4pc	26.54%	29.37%	31.61%	45.63%	26.10%	-19.5pc
	资产减值损失	20,545	66,355	21,523	4.8%		20,545	21,335	14,386	10,089	21,523	113.3%
	贷款减值损失	6,070	37,020	11,060	82.2%		6,070	14,457	11,241	25,779	11,060	-57.1%
	信用成本	0.47%	0.70%	0.78%	8bp	31bp	0.47%	1.08%	0.83%	1.86%	0.78%	-108bp
	所得税费用	7,844	27,339	8,058	2.7%		7,844	6,831	7,625	5,039	8,058	59.9%
	有效税率	19.56%	18.45%	18.16%	-0.3pc	-1.4pc	19.56%	18.85%	18.91%	15.99%	18.16%	2.2pc
规模增长	总资产	8,664,641	9,249,021	9,415,379	1.8%	8.7%	8,664,641	8,885,886	8,917,440	9,249,021	9,415,379	1.8%
	生息资产余额	8,580,180	9,113,611	9,329,491	2.4%	8.7%	8,580,180	8,795,701	8,836,151	9,113,611	9,329,491	2.4%
	贷款总额	5,312,529	5,570,034	5,758,105	3.4%	8.4%	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105	3.4%
	对公贷款	2,370,982	2,582,243	2,732,644	5.8%	15.3%	2,370,982	2,518,008	2,553,211	2,582,243	2,732,644	5.8%
	个人贷款	2,941,547	2,987,791	3,025,461	1.3%	2.9%	2,941,547	2,864,990	2,947,966	2,987,791	3,025,461	1.3%
	同业资产	564,369	799,372	586,772	-26.6%	4.0%	564,369	710,732	561,522	799,372	586,772	-26.6%
	金融投资	2,126,456	2,176,997	2,369,515	8.8%	11.4%	2,126,456	2,131,686	2,219,820	2,176,997	2,369,515	8.8%
	存放央行	576,826	567,208	615,099	8.4%	6.6%	576,826	570,285	553,632	567,208	615,099	8.4%
	总负债	7,902,787	8,383,340	8,514,645	1.6%	7.7%	7,902,787	8,124,318	8,121,625	8,383,340	8,514,645	1.6%
	付息负债余额	7,590,166	8,035,038	8,154,509	1.5%	7.4%	7,590,166	7,771,258	7,771,020	8,035,038	8,154,509	1.5%
	吸收存款	5,827,214	6,347,078	6,680,094	5.2%	14.6%	5,827,214	5,980,165	6,011,965	6,347,078	6,680,094	5.2%
	企业活期	2,379,438	2,652,817	2,661,252	0.3%	11.8%	2,379,438	2,453,136	2,379,267	2,652,817	2,661,252	0.3%
	个人活期	1,458,365	1,557,861	1,590,628	2.1%	9.1%	1,458,365	1,517,728	1,488,831	1,557,861	1,590,628	2.1%
	企业定期	1,388,808	1,406,107	1,583,924	12.6%	14.0%	1,388,808	1,382,437	1,481,841	1,406,107	1,583,924	12.6%
	个人定期	600,603	730,293	844,290	15.6%	40.6%	600,603	626,864	662,026	730,293	844,290	15.6%
	同业负债	1,039,502	1,081,328	927,170	-14.3%	-10.8%	1,039,502	1,058,259	1,013,008	1,081,328	927,170	-14.3%
	发行债券	416,310	446,645	377,879	-15.4%	-9.2%	416,310	428,718	416,877	446,645	377,879	-15.4%
	向央行借款	307,140	159,987	169,366	5.9%	-44.9%	307,140	304,116	329,170	159,987	169,366	5.9%
	所有者权益	755,107	858,745	893,494	4.0%	18.3%	755,107	754,975	788,967	858,745	893,494	4.0%
	总股本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%
资产质量	不良贷款	54,057	50,862	54,138	6.4%	0.1%	54,057	54,542	51,302	50,862	54,138	6.4%
	不良率	1.02%	0.91%	0.94%	3bp	-8bp	1.02%	1.01%	0.93%	0.91%	0.94%	3bp
	关注贷款	n.a	46,609	55,165	18.4%	n.a	n.a	37,655	n.a	46,609	55,165	18.4%
	关注率	n.a	0.84%	0.96%	12bp	n.a	n.a	0.70%	n.a	0.84%	0.96%	12bp
	逾期贷款	n.a	57,426	62,647	9.1%	n.a	n.a	54,842	n.a	57,426	62,647	9.1%
	逾期率	n.a	1.03%	1.09%	6bp	n.a	n.a	1.02%	n.a	1.03%	1.09%	6bp
	不良生成额	6,035	32,352	12,336	-61.9%	104.4%	6,035	15,716	24,292	8,060	12,336	53.1%
	不良生成率	0.48%	0.64%	0.89%	24bp	41bp	0.48%	1.18%	1.81%	0.59%	0.89%	30bp
	核销转出额	5,593	35,105	9,060	-74.2%	62.0%	5,593	14,789	26,605	8,500	9,060	6.6%
	核销转出率	41.73%	65.48%	71.25%	5.8pc	29.5pc	41.73%	109.43%	195.12%	66.27%	71.25%	5.0pc
	逾期90+偏离度	n.a	69.0%	n.a	n.a	n.a	n.a	76.0%	n.a	69.0%	n.a	n.a
	拨备覆盖率	439%	484%	463%	-21.2pc	23.8pc	438.9%	439.5%	443.1%	483.9%	462.7%	-21.2pc
	拨贷比	4.47%	4.42%	4.35%	-7bp	-12bp	4.47%	4.45%	4.13%	4.42%	4.35%	-7bp
资本情况	核心一级资本充足率	12.19%	12.66%	12.71%	5bp	52bp	12.19%	11.89%	12.31%	12.66%	12.71%	5bp
	一级资本充足率	13.79%	14.94%	14.89%	-5bp	110bp	13.79%	13.47%	13.86%	14.94%	14.89%	-5bp
	资本充足率	16.24%	17.48%	17.29%	-19bp	105bp	16.24%	16.01%	16.36%	17.48%	17.29%	-19bp

资料来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 以 20A 举例, 环比变化指 20A 环比 20Q1-3 指标变化, QoQ 指 20Q4 环比 20Q3 指标变化。

表附录：报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	567,208	639,785	716,560	802,547	净利息收入	203,919	224,826	250,436	279,125
同业资产	799,372	879,309	967,240	1,063,964	净手续费收入	94,447	103,892	119,475	137,397
贷款总额	5,570,034	6,182,738	6,862,839	7,617,751	其他非息收入	32,887	36,176	39,793	43,773
贷款减值准备	-245,494	-262,879	-289,039	-308,386	营业收入	331,253	364,893	409,704	460,294
贷款净额	5,335,391	5,919,858	6,573,800	7,309,365	税金及附加	-2,772	-3,047	-3,416	-3,831
证券投资	2,176,997	2,475,622	2,846,961	3,265,653	业务及管理费	-109,727	-120,870	-135,714	-152,472
其他资产	370,053	354,159	396,667	444,425	营业外净收入	154	-2	-2	-2
资产合计	9,249,021	10,268,734	11,501,228	12,885,954	拨备前利润	214,528	236,748	265,828	298,659
同业负债	1,241,315	1,390,273	1,557,106	1,743,958	资产减值损失	-66,355	-64,106	-66,750	-68,964
存款余额	6,347,078	7,108,727	7,961,775	8,917,188	税前利润	148,173	172,642	199,078	229,695
应付债券	446,645	412,919	464,744	523,073	所得税	-27,339	-33,777	-38,949	-44,939
其他负债	348,302	393,586	440,917	493,940	税后利润	120,834	138,865	160,129	184,757
负债合计	8,383,340	9,305,505	10,424,541	11,678,159	归属母公司净利润	119,922	138,061	159,202	183,687
股东权益合计	865,681	963,229	1,076,687	1,207,795	归属母公司普通股股东净利润	123,535	136,402	157,543	182,028
主要财务比率					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
业绩增长					资产质量				
利息净收入增速	10.21%	10.25%	11.39%	11.46%	不良贷款余额	50,862	56,525	59,707	65,060
手续费净增速	18.82%	10.00%	15.00%	15.00%	不良贷款净生成率	0.64%	0.75%	0.60%	0.60%
非息净收入增速	20.75%	10.00%	13.71%	13.75%	不良贷款率	0.91%	0.91%	0.87%	0.85%
拨备前利润增速	14.44%	10.36%	12.28%	12.35%	拨备覆盖率	484%	465%	484%	474%
归属母公司净利润增速	23.20%	15.13%	15.31%	15.38%	拨贷比	4.42%	4.25%	4.21%	4.05%
盈利能力					流动性				
ROAE	18.02%	17.49%	17.81%	18.09%	贷存比	87.76%	86.97%	86.20%	85.43%
ROAA	1.36%	1.41%	1.46%	1.51%	贷款/总资产	60.22%	60.21%	59.67%	59.12%
RORWA	2.57%	2.45%	2.41%	2.48%	平均生息资产/平均总资产	98.61%	98.84%	99.09%	99.00%
生息率	3.75%	3.70%	3.69%	3.68%	每股指标(元)				
付息率	1.60%	1.56%	1.57%	1.57%	EPS	4.90	5.41	6.25	7.22
净利差	2.15%	2.14%	2.13%	2.12%	BVPS	29.01	32.85	37.31	42.47
净息差	2.34%	2.33%	2.32%	2.31%	每股股利	1.52	1.78	2.06	2.38
成本收入比	33.12%	33.12%	33.12%	33.12%	估值指标				
资本状况					P/E	8.68	7.86	6.80	5.89
资本充足率	17.48%	17.21%	17.13%	17.10%	P/B	1.46	1.29	1.14	1.00
核心资本充足率	14.94%	14.90%	14.93%	15.00%	P/PPOP	5.00	4.53	4.03	3.59
风险加权系数	54.47%	60.70%	60.70%	60.70%	股息收益率	3.58%	4.20%	4.85%	5.60%
股息支付率	31.07%	33.00%	33.00%	33.00%					

资料来源: wind, 浙商证券研究所。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>