

招商银行(600036.SH)

财富管理拖累营收，短期波动不改长期配置价值

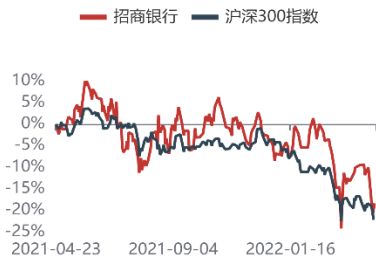
强烈推荐(维持)

04月22日: 42.5元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.cmbchina.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /18.05%
实际控制人	
总股本(百万股)	25,220
流通A股(百万股)	20,629
流通B/H股(百万股)	4,591
总市值(亿元)	10718
流通A股市值(亿元)	8767
每股净资产(元)	30.39
资本充足率(%)	14.50

行情走势图



相关研究报告

《招商银行“600036”大财富管理优势稳固，看好龙头溢价持续》 2022-03-20
 《招商银行“600036”业绩保持高增长，资产质量稳中向好》 2022-01-16
 《招商银行“600036”盈利维持高增，零售优势巩固》 2021-10-25

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060517060001
YUANZHEQI052@pingan.com.cn

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn



事项:

招商银行发布2022年一季度报，一季度实现营业收入920亿元，同比增长8.5%，归母净利润360亿元，同比增长12.5%，年化ROE19.2%，较去年同期降低0.3pct，环比上升2.3pct。期末总资产9.42万亿元，同比增长8.7%。

平安观点:

■ **盈利增速回落，资本市场低迷拖累中收。**招行1季度归母净利润增速放缓，同比增长12.5% (vs+26.8%，21Q4)，低于市场预期。从收入端来看，营收同比增长8.5% (vs+15.6%，21Q4)，增速明显下降，主要受到中收拖累。具体来看：1) 1季度净利息收入同比增长10.0% (vs+10.2%，21Q4)，增长保持稳健。2) 1季度手续费及佣金净收入同比增长5.5% (vs+18.8%，21Q4)，受资本市场低迷影响，增速下降明显，其中财富管理收入同比减少11.1%，分项中代理基金同比下降58.5%，是主要拖累因素，但其他分项增长依旧靓丽，理财/保险收入同比分别增长29.7%/61.6%。其他板块中，资产管理类业务增长态势优异，其手续费及佣金收入同比增长47.6%，占中收比重提升至11.3%，主要依托于子公司招银理财和招商基金的手续费收入增长拉动。

■ **负债成本优化推动息差环比改善，贷款定价环比回升。**招行1季度净息差2.51%，同比下降1BP，环比2021Q4单季上升3BP，我们认为主要得益于整体负债成本的改善，得益于年初宽松的流动性，同业负债成本下降明显，推动总负债成本环比下行2BP至1.58%。存款方面，1季度存款成本率环比21Q4抬升2BP至1.46%，我们预计主要受经济下行企业活期增长乏力的影响，但综合来看，招行揽储能力依然居于行业前列。资产端方面，招行1季度贷款收益率环比21Q4上行4BP至4.68%，我们判断主要与年初对公中长期贷款的集中投放与零售部分高收益贷款的快增有关，但考虑到目前整体贷款定价依然处于下行通道，未来改善的可持续性有待观察。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	286,891	326,873	359,547	394,943	434,011
YOY(%)	7.4	14.0	10.0	9.8	9.9
净利润(百万元)	97,342	119,922	141,657	167,321	192,744
YOY(%)	4.8	23.2	18.1	18.1	15.2
ROE(%)	16.0	17.5	18.2	19.1	19.4
EPS(摊薄/元)	3.86	4.76	5.62	6.63	7.64
P/E(倍)	11.0	8.9	7.6	6.4	5.6
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0

资产端来看，公司1季度末公司总资产同比增长8.5% (vs+10.6%，21Q4)，较2021年末环比增长1.8%，其中贷款规模同比增长8.4% (vs +10.8%，21Q4)，规模增速边际放缓。贷款分结构来看，公司/零售贷款分别环比增长3.99%/1.26%。负债端来看，公司1季度末存款规模同比增长14.6% (vs+12.8%，21Q4)，保持稳健增长，但活期存款日均余额占比为63.4%，同比下降0.93pct。

- **不良环比上行，拨备夯实无虞。**招行1季度末不良率0.94%，环比上行3BP，主要受对公领域的风险暴露影响。分业务结构来看，主要是由于对公信贷资产质量不良率上升，母公司口径公司贷款不良率环比上行2BP至1.33%，对公房地产风险持续暴露，不良贷款率为2.57%，较上年末上升1.18pct；零售资产质量整体稳定，但信用卡贷款不良率较2021年末上行7BP至1.72%，我们认为与逾期认定时点调整政策、执行逾期60天以上下调不良政策叠加疫情影响有关。公司披露Q1单季年化不良生成率1.16%，同比上行21BP。前瞻性指标方面，一季度末关注率为0.96%，较上年末上升12BP，受国内疫情多点散发影响，贷款风险呈现短期上升压力。从风险抵御能力来看，1季度末招行拨备覆盖率463%，环比下降21pct，拨贷比4.35%，环比下降7BP，拨备虽有所回落但绝对水平仍位于同业前列。
- **零售AUM增长稳健，财富管理业务展现韧性。**公司1季度末零售AUM同比增长18.2% (vs+20.3%，2021)至11.3万亿，其中，金葵花及以上、私行AUM分别同比增速较2021年末分别下降2.8pct/5.0pct至17.5%/17.3%，仍保持两位数的增速稳步提升，反应公司在中高端客群的优势依然稳固。2022年开年公司管理零售客户总资产同比增速受资本市场低迷影响略下降，但财富管理业务展现较强韧性，客户数和AUM仍以较快速率提升。同时，公司提出要坚持数字化运营模式和“投行私科”一体化服务的多措并举，为零售银行卡业务、投资银行业务、供应链金融业务等带来新的增长机遇，我们仍看好公司财富管理业务3.0时代的持续发展。
- **投资建议：短期波动不改长期配置价值。**招行1季度在盈利和资产质量方面承受一定压力，叠加管理层调整影响，短期波动仍需时间消化。但我们认为站在长期视角，招行在零售端的竞争优势依然稳固，国内财富管理市场长期向好的趋势也并不会因短期的波动而发生转变，招行作为国内财富管理龙头，长期配置价值依旧存在。我们维持公司22-24年盈利预测，对应EPS分别为5.62/6.63/7.64元，对应盈利增速分别为18.1%/18.1%/15.2%。目前招行股价对应2022/2023/2024年PB分别为1.3x/1.2x/1.0x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2) 利率下行导致行业息差收窄超预期。3) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 招商银行2022年一季报财务报表核心指标

	百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1
利润表 (累计)	营业收入	84,751	168,749	251,410	331,253	91,990
	YoY	10.6%	13.7%	13.5%	14.0%	8.5%
	利息净收入	49,524	99,341	150,638	203,919	54,464
	YoY	8.2%	9.3%	8.7%	10.2%	10.0%
	中收收入	27,202	52,254	75,734	94,447	28,695
	YoY	23.3%	23.6%	19.7%	18.8%	5.5%
	信用减值损失	20,545	41,880	56,266	66,355	21,523
	YoY	0.9%	3.6%	7.1%	2.0%	4.8%
	拨备前利润	60,638	118,203	172,922	215,528	65,890
	YoY	9.7%	14.4%	15.0%	15.0%	8.7%
归母净利润	32,015	61,150	93,615	119,922	36,022	
YoY	15.2%	22.8%	22.2%	23.2%	12.5%	
利润表 (单季)	营业收入	84,751	83,998	82,661	79,843	91,990
	YoY	10.6%	17.1%	13.1%	15.6%	8.5%
	归母净利润	32,015	29,135	32,465	26,307	36,022
YoY	15.2%	32.5%	21.1%	26.8%	12.5%	
资产负债表	总资产	8,664,641	8,885,886	8,917,440	9,249,021	9,415,379
	YoY	11.6%	10.6%	9.3%	10.6%	8.7%
	贷款总额	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105
	YoY	12.3%	11.0%	9.9%	10.8%	8.4%
	存款总额	5,827,214	5,980,165	6,011,965	6,347,078	6,680,094
YoY	12.8%	9.9%	9.4%	12.8%	14.6%	
财务比率 (%)	净息差	2.52	2.49	2.48	2.48	2.51
	成本收入比	26.54	27.95	29.15	33.12	26.10
	ROE (年化)	19.54	18.06	18.11	16.96	19.24
资产质量指标 (%)	不良率	1.02	1.01	0.93	0.91	0.94
	关注率		0.70		0.84	0.96
	拨备覆盖率	438.88	439.46	443.14	483.87	462.68
	拨贷比	4.47	4.45	4.13	4.42	4.35
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	10.60	10.46	10.77	11.17	11.15
	一级资本充足率	11.99	11.84	12.12	13.19	13.06
	资本充足率	13.53	13.38	13.65	14.71	14.50
业务指标 (亿元)	零售客户数 (万户)	16,100	16,500	16,900	17,300	17,600
	YoY	10.3%	9.3%	9.0%	9.5%	9.3%
	财富管理客户数 (万户)	331	344	355	367	389
	YoY	18.8%	17.8%	17.7%	18.4%	17.7%
	私人银行客户数 (户)	106,887	111,947	117,109	122,064	125,183
	YoY	24.0%	23.0%	22.1%	22.1%	17.1%
	零售AUM	95,946	99,850	103,741	107,592	113,393
	YoY	21.7%	20.8%	20.2%	20.3%	18.2%
	财富管理AUM	78,802	82,207	85,289	88,364	92,563
	YoY	23.0%	21.7%	20.4%	20.3%	17.5%
私人银行AUM	29,840	31,292	32,655	33,939	35,008	
YoY	27.3%	25.3%	22.8%	22.3%	17.3%	

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 2021年三季度末公司对信用卡贷款逾期认定时点作出调整, 信用卡关注贷款和逾期贷款口径发生变化

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	5,581,497	6,251,277	6,938,917	7,702,198
证券投资	2,176,997	2,285,847	2,400,139	2,520,146
应收金融机构的款项	799,372	959,246	1,151,096	1,381,315
生息资产总额	8,878,968	9,872,927	10,945,040	12,156,511
资产合计	9,249,021	10,284,406	11,401,202	12,663,164
客户存款	6,385,154	7,151,372	8,009,537	8,970,682
计息负债总额	8,073,114	8,968,395	9,943,093	11,029,165
负债合计	8,383,340	9,328,207	10,336,791	11,466,646
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	858,745	948,538	1,055,882	1,186,932
股东权益合计	865,681	956,199	1,064,410	1,196,519
负债和股东权益合计	9,249,021	10,284,406	11,401,202	12,663,164

资产质量

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
NPL ratio	0.91%	0.88%	0.85%	0.84%
NPLs	50,862	55,011	58,981	64,698
拨备覆盖率	484%	470%	435%	377%
拨贷比	4.40%	4.14%	3.70%	3.17%
一般准备/风险加权资产	3.90%	3.69%	3.30%	2.83%
不良贷款生成率	0.97%	0.90%	0.90%	0.90%
不良贷款核销率	-1.03%	-0.83%	-0.84%	-0.82%

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	203,919	225,259	250,078	277,510
净手续费及佣金收入	94,447	105,781	116,359	127,995
营业收入	326,873	359,547	394,943	434,011
营业税金及附加	-2,772	-3,595	-3,949	-4,340
拨备前利润	214,528	236,736	260,027	285,733
计提拨备	-65,962	-61,708	-53,288	-47,584
税前利润	148,173	175,028	206,738	238,150
净利润	120,834	142,734	168,594	194,209
归母净利润	119,922	141,657	167,321	192,744

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营管理				
贷款增长率	10.8%	12.0%	11.0%	11.0%
生息资产增长率	10.6%	11.2%	10.9%	11.1%
总资产增长率	10.6%	11.2%	10.9%	11.1%
存款增长率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
付息负债增长率	9.8%	11.1%	10.9%	10.9%
净利息收入增长率	10.2%	10.5%	11.0%	11.0%
手续费及佣金净收入增长	18.8%	12.0%	10.0%	10.0%
营业收入增长率	14.0%	10.0%	9.8%	9.9%
拨备前利润增长率	14.4%	10.4%	9.8%	9.9%
税前利润增长率	21.0%	18.1%	18.1%	15.2%
净利润增长率	23.2%	18.1%	18.1%	15.2%
非息收入占比	28.9%	29.4%	29.5%	29.5%
成本收入比	33.6%	33.2%	33.2%	33.2%
信贷成本	1.24%	1.04%	0.81%	0.65%
所得税率	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
盈利能力				
NIM	2.48%	2.47%	2.47%	2.47%
拨备前 ROAA	2.44%	2.42%	2.40%	2.37%
拨备前 ROAE	27.1%	26.2%	25.9%	25.5%
ROAA	1.36%	1.45%	1.54%	1.60%
ROAE	17.5%	18.2%	19.1%	19.4%
流动性				
贷存比	87.41%	87.41%	86.63%	85.86%
贷款/总资产	60.35%	60.78%	60.86%	60.82%
债券投资/总资产	23.54%	22.23%	21.05%	19.90%
银行同业/总资产	8.64%	9.33%	10.10%	10.91%
资本状况				
核心一级资本充足率	12.66%	11.42%	11.77%	12.11%
资本充足率(权重法)	14.71%	14.60%	14.64%	14.70%
加权风险资产(¥,mn)	6,303,544	7,009,196	7,770,333	8,630,407
RWA/总资产	68.2%	68.2%	68.2%	68.2%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033