

招商银行 (600036)

证券研究报告
2022年04月25日

短期略有波动，但基本面韧性尚足

业绩同比增速下滑，非息收入略显疲弱

公司披露 2022 年一季度，营收和归母净利润同比增长 8.54%、12.52%，同比增速较 2021 年全年下滑 5.49pct、10.68pct。其中利息净收入同比增长 9.97%，增速整体保持平稳；非息收入同比增长 6.53%，同比增速较 2021 年全年下滑 14.23pct，手续费及佣金净收入同比增速下滑 13.33pct。

净息差环比上行，存款提升强于信贷投放

22Q1 公司净息差 2.51%，较 21Q4 提升 3bp，主要为负债端成本优化导致。资产端方面，宏观经济萎靡导致有效信贷需求不足，母公司口径 Q1 贷款投放量为去年同期的 70%。零售贷款中，个人住房按揭市场持续低迷、小微信贷需求下滑，Q1 新增贷款为去年同期的 33%、50%，此外信用卡贷款余额出现小幅下滑。对公贷款得益于丰富的项目储备，整体信贷投放相对较好。负债端方面，22Q1 新增客户存款规模为去年同期的 167%。从平均余额来看，22Q1 客户存款占计息负债比例达 81%，较 21Q4 继续提升 2.42pct。

市场低迷拖累 AUM 增长，长尾客群增长仍强劲

资本市场的低迷表现使得公司财富管理业务承压，对整体 AUM 增长造成一定拖累。22Q1 末公司零售 AUM 同比增速达 18.18%，同比增速较 21Q4 末下滑 2.14pct，其中私行 AUM、非私行金葵花客户 AUM 同比增速分别下滑 5pct、1.52pct。值得注意的是，金葵花以下客户 AUM 同比增速继续抬升，至 22Q1 末达 21.50%，基础客群不断夯实。

信用风险略有回升，资产质量保持稳定

22Q1 末公司不良率达 0.94%，较 21Q4 末提升 3bp，不良生成率较 2021 年提升 0.21pct；此外关注类贷款占比、逾期率分别提升 12bp、7bp。公司资产质量相关指标边际略有恶化，主要受房地产客户风险上升及局部地区疫情对零售贷款影响，但关键指标仍保持在低位运行。同时公司加大不良计提力度，22Q1 贷款信用减值损失同比提升 82%，虽然受不良生成提升影响，公司拨备覆盖率较 21Q4 末下滑 21.19pct，但整体仍维持在较高水平。

房地产方面细分来看，部分企业信用风险持续暴露下，21Q4 末母公司口径对公房地产不良率环比提升 1.18pct，集团房地产相关的承担信用风险的业务余额环比提升 1.17%，不承担信用风险的业务余额环比下滑 8.18%。总体房地产业务风险余额环比下滑 3%，敞口持续收缩中。

投资建议：短暂虽有调整，但长期发展韧性仍足

展望后续，随着疫情冲击的减弱及稳增长政策的持续发力，公司信贷投放有望迎来恢复性增长，资产质量趋向平稳。同时大财富管理价值循环链持续打磨下，中收增长有望恢复。预计 2022-2024 年归母净利润同比增长 15.55%、15.83%和 15.91%。截至 4 月 22 日收盘公司 PB (LF) 为 1.46 倍，维持 2022 年目标 PB 1.95 倍，对应目标价 63.63 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济疲弱，信贷需求不足，信用风险波动。

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2905	3313	3698	4133	4630
增长率(%)	7.70	14.04	11.62	11.77	12.03
归属母公司股东净利润(亿元)	973	1199	1386	1605	1860
增长率(%)	4.82	23.20	15.55	15.83	15.91
每股收益(元)	3.86	4.76	5.49	6.36	7.38
市盈率(P/E)	11.01	8.94	7.74	6.68	5.76
市净率(P/B)	1.68	1.46	1.30	1.15	1.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	42.5 元
目标价格	63.63 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	876,730.14
流通 A 股市值(百万元)	876,730.14
每股净资产(元)	30.39
资产负债率(%)	90.43
一年内最高/最低(元)	58.92/39.18

作者

郭其伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030001

刘斐然 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120002
liufeiran@tfzq.com

范清林 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521080004
fanqinglin@tfzq.com

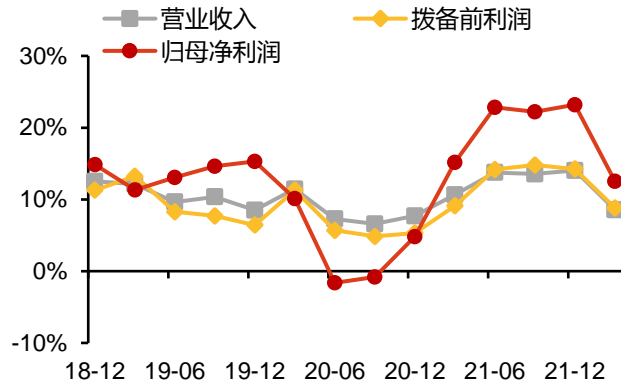
股价走势



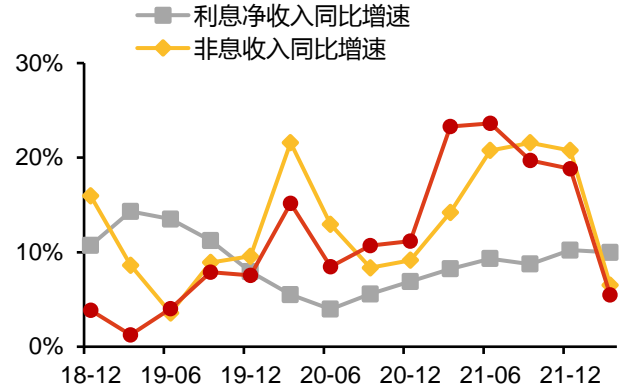
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《招商银行-年报点评报告:零售 3.0 模式良好开局，大财富飞轮效应有望加速》2022-03-20
- 《招商银行-公司点评:营收和业绩再创新高，Q4 净息差环比提升》2022-01-16
- 《招商银行-季报点评:单季净息差环比上行，对公资产质量显著改善》2021-10-23

图 1：招商银行营收、拨备前利润和归母净利润同比增速


资料来源：Wind，天风证券研究所

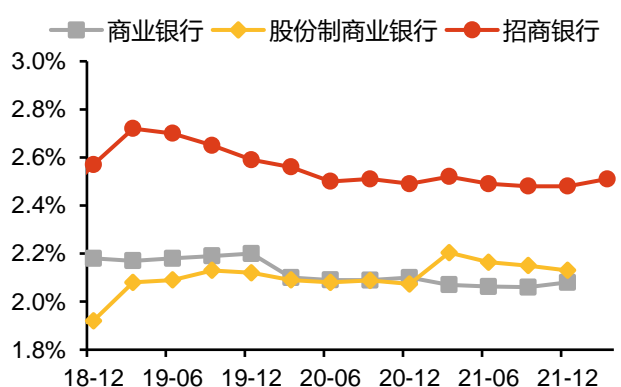
图 2：招商银行营收细分项同比增速


资料来源：Wind，天风证券研究所

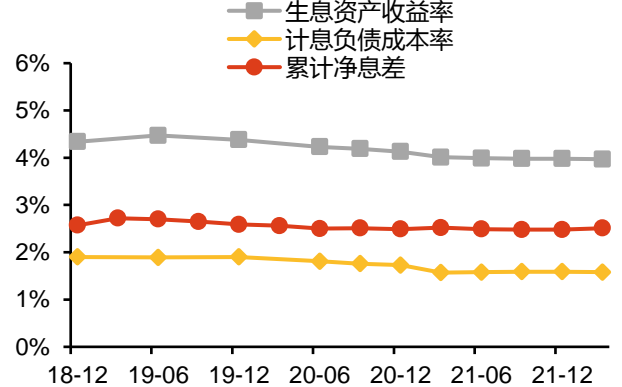
图 3：近两年招商银行业绩增速归因分析

归因项目	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	2020-12-31	2021-03-31	2021-06-30	2021-09-30	2021-12-31	2022-03-31
生息资产规模	12.17%	11.93%	11.91%	11.91%	11.65%	11.33%	10.86%	10.81%	9.7%
净息差	-6.7%	-8.0%	-6.3%	-5.0%	-3.4%	-2.0%	-2.1%	-0.6%	0.3%
手续费及佣金净收入	3.0%	1.4%	1.6%	1.3%	4.9%	4.5%	3.4%	2.6%	-1.6%
其他非息收入	3.0%	1.9%	-0.5%	-0.4%	-2.5%	-0.1%	1.4%	1.2%	0.2%
成本费用	-0.2%	-1.6%	-1.7%	-2.4%	-1.5%	0.4%	1.3%	0.2%	0.3%
营业外净收入	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	-0.2%
拨备计提	-5.2%	-8.6%	-5.5%	-0.6%	5.1%	7.0%	4.2%	6.6%	2.0%
所得税	4.1%	1.6%	-0.1%	0.3%	0.5%	1.6%	3.3%	2.3%	1.9%
少数股东损益	0.49%	-0.09%	0.07%	-0.04%	-0.18%	-0.28%	-0.22%	-0.16%	-0.1%
归母净利润	10.12%	-1.63%	-0.82%	4.82%	15.18%	22.82%	22.21%	23.20%	12.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

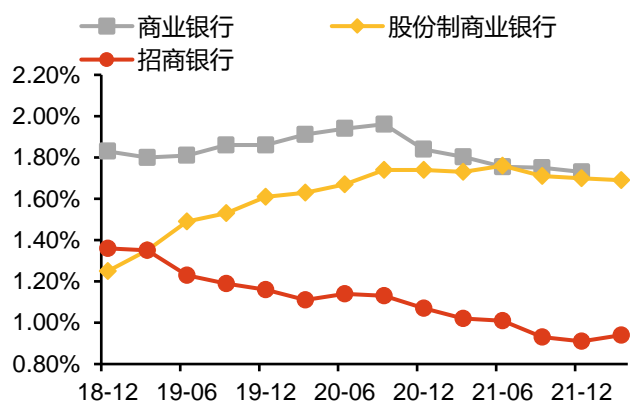
图 4：招商银行净息差明显高于行业水平


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：招商银行生息资产收益率回升


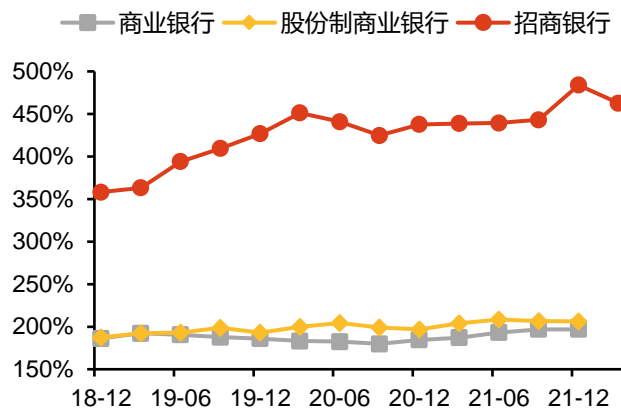
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：招商银行不良率略有抬升



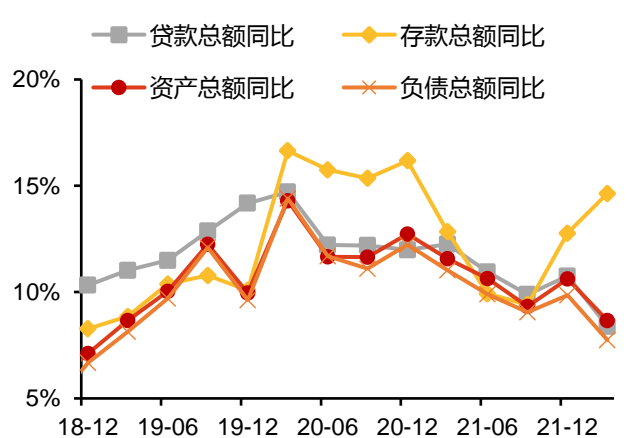
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：招商银行拨备覆盖率略有下滑



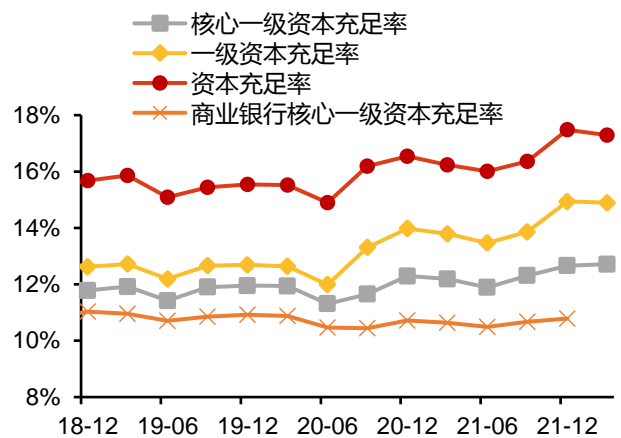
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：招商银行保持较快的信贷扩张速度下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：招商银行资本充足率水平较高



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表						收入增长					
净利息收入	1850	2039	2219	2410	2617	净利润增速	4.8%	23.2%	15.55%	15.83%	15.91%
手续费及佣金	795	944	1133	1360	1632	拨备前利润增速	5.1%	14.4%	13.8%	11.8%	12.0%
其他收入	260	329	345	363	381	税前利润增速	4.5%	21.0%	17.6%	15.8%	15.9%
营业收入	2905	3313	3698	4133	4630	营业收入增速	7.7%	14.0%	11.62%	11.77%	12.03%
营业税及附加	25	28	29	31	32	净利息收入增速	6.9%	10.2%	8.8%	8.6%	8.6%
业务管理费	1003	1141	1228	1375	1542	手续费及佣金增速	11.2%	18.8%	20.0%	20.0%	20.0%
拨备前利润	1875	2145	2442	2729	3057	营业费用增速	12.4%	13.7%	7.6%	11.8%	12.0%
计提拨备	650	664	699	710	717	规模增长					
税前利润	1224	1482	1743	2019	2340	生息资产增速	11.9%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
所得税	245	273	348	404	468	贷款增速	12.3%	11.1%	10.9%	10.2%	10.0%
净利润	973	1199	1386	1605	1860	同业资产增速	18.0%	29.7%	-10.3%	10.9%	10.0%
资产负债表						证券投资增速	14.6%	5.2%	14.7%	9.7%	10.0%
贷款总额	50291	55700	61778	68020	74835	其他资产增速	36.0%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
同业资产	6165	7994	7169	7950	8745	计息负债增速	11.4%	9.8%	10.4%	10.2%	10.2%
证券投资	20687	21770	24964	27396	30136	存款增速	16.2%	12.7%	3.3%	10.2%	10.2%
生息资产	80280	88790	97669	107436	118179	同业负债增速	17.3%	-7.5%	10.4%	10.2%	10.2%
非生息资产	3334	3701	4256	4894	5628	股东权益增速	18.2%	18.5%	10.6%	11.7%	12.2%
总资产	83614	92490	101924	112329	123807	存款结构					
客户存款	56641	63852	65929	72677	80080	活期	63.6%	63.7%	63.69%	63.69%	63.69%
其他计息负债	16876	16880	23164	25535	28136	定期	31.9%	32.0%	32.05%	32.05%	32.05%
非计息负债	2794	3102	3257	3420	3591	其他	4.5%	4.3%	4.27%	4.27%	4.27%
总负债	76311	83833	92351	101633	111808	贷款结构					
股东权益	7304	8657	9573	10697	11999	企业贷款(不含贴现)	35.0%	41.5%	41.49%	41.49%	41.49%
每股指标						个人贷款	52.6%	52.8%	52.80%	52.80%	52.80%
每股净利润(元)	3.86	4.76	5.49	6.36	7.38	资产质量					
每股拨备前利润(元)	7.43	8.51	9.68	10.82	12.12	不良贷款率	1.07%	0.91%	0.91%	0.89%	0.87%
每股净资产(元)	25.36	29.01	32.63	37.07	42.22	正常	98.12%	98.25%			
每股总资产(元)	331.54	366.74	404.14	445.40	490.91	关注	0.81%	0.84%			
P/E	11.01	8.94	7.74	6.68	5.76	次级	0.29%	0.31%			
P/PPOP	5.72	5.00	4.39	3.93	3.51	可疑	0.44%	0.37%			
P/B	1.68	1.46	1.30	1.15	1.01	损失	0.34%	0.23%			
P/A	0.13	0.12	0.11	0.10	0.09	拨备覆盖率	437.68%	483.87%	481.09%	483.50%	496.84%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.49%	2.48%	2.45%	2.42%	2.39%	资本充足率	16.54%	17.48%	17.33%	17.55%	17.82%
净利差(Spread)	2.40%	2.39%	2.36%	2.32%	2.32%	核心资本充足率	12.29%	12.66%	12.82%	13.21%	13.65%
贷款利率	4.89%	4.87%	4.86%	4.85%	4.85%	资产负债率	91.27%	90.64%	90.61%	90.48%	90.31%
存款利率	1.55%	1.56%	1.57%	1.58%	1.58%	其他数据					
生息资产收益率	4.13%	3.98%	3.91%	3.86%	3.86%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.73%	1.59%	1.55%	1.54%	1.54%						
盈利能力											
ROAA	1.23%	1.36%	1.43%	1.50%	1.58%						
ROAE	16.00%	17.49%	17.83%	18.26%	18.60%						
拨备前利润率	2.38%	2.44%	2.51%	2.55%	2.59%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com