

600036.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 33.85

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(26.9)	(5.2)	(7.1)	(31.5)
相对上证指数	(16.6)	(4.6)	(12.3)	(25.5)

发行股数(百万)	25,220
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	853,692
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,557
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 19 日收市价为标准

相关研究报告

《招商银行: 蛰伏, 等待更好的招行》20220423
《招商银行: 领先优势进一步扩大》20211023

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

银行: 股份制银行 II

证券分析师: 林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

招商银行

关注超跌修复和出清拐点的介入机会

招行中报净利润同比增 13.5%，增速较 1 季度提升，中报盈利增长主要来自规模、拨备和税收贡献，公司盈利能力、资本、拨备等绝对水平仍彰显公司作为行业龙头的强大实力。房地产风险对公司资产质量产生影响，去年下半年以来特别是断贷事件后，股价和估值反映的悲观预期趋于充分，随着房地产政策持续改善，公司房地产相关风险的确认以及相应客户及业务结构调整，前期的担忧将逐步化解，关注超跌修复和出清拐点的介入机会，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 对于前期市场最为担忧房地产的问题，公司确认审慎、处置积极：房地产不良持续暴露，存量风险积极出清，导致上半年公司资产质量指标略有上升。房地产不良贷款 112 亿元，不良率 2.82%，2 季度不良继续上升，增速略有下降。公司持续压降房地产相关业务规模，调整信贷投放结构，增加制造业等其他行业投放，这种战略调整在收入端影响亦逐步显现，如信托代销等收入的下降。
- 财富收入同比下降 8.13%，在平台化运营的模式下，代销产品线丰富，客户粘性高，2 季度降幅收窄。在绝对规模、市场压力和基数三重压制下，净手续费收入仅仅下降 2.2%。
- 二季度单季净息差 2.37%，环比下降 14bp，贷款结构、收益率和重定价以及存款定期共同压制下，存贷利差收窄，息差在行业中的绝对优势持续。

估值

- 我们维持公司 2022/2023 年 EPS 至 5.33/5.92 元，目前股价对应 2022/2023 年 PB 为 1.03/0.87 倍，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 房地产压力加剧、经济下行超预期。

投资摘要

年结日: 12月31日 (人民币 百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	290,482	331,253	362,843	404,518	447,726
变动(%)	7.70	14.04	9.54	11.49	10.68
净利润	97,342	119,922	134,314	149,357	167,065
变动(%)	4.82	23.20	12.00	11.20	11.86
净资产收益率(%)	16.00	17.49	17.22	16.53	15.72
每股收益(元)	3.86	4.76	5.33	5.92	6.62
市盈率(倍)	8.77	7.12	6.36	5.72	5.11
市净率(倍)	1.33	1.17	1.03	0.87	0.74

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

中报摘要:

招商银行 2022 年中期归母净利润 694.2 亿元，同比增长 13.5%。净利息收入同比增长 8.4%，净手续费收入同比增长 2.2%，营业收入同比增长 6.1%，总资产较年初增长 9.4%，贷款较年初增长 10.2%，存款增长 17.7%，不良率 0.95%，拨备覆盖率 454.06%，核心一级资本充足率 12.32%。

招行中报净利润同比增 13.5%，增速较 1 季度提升，中报盈利增长主要来自规模、拨备和税收贡献，盈利能力、资本、拨备等绝对水平仍优秀。第一，对于前期市场最为担忧房地产的问题，公司确认审慎、处置积极：房地产不良持续暴露，存量风险积极出清，导致上半年公司资产质量指标略有上升。房地产不良贷款 112 亿元，不良率 2.82%，2 季度不良继续上升，增速略有下降。公司持续压降房地产相关业务规模，调整信贷投放结构，增加制造业等其他行业投放，这种战略调整在收入端影响亦逐步显现，如信托代销等收入的下降。第二，财富收入同比下降 8.13%，在平台化运营的模式下，代销产品线丰富，客户粘性高，2 季度降幅收窄。在绝对规模、市场压力和基数三重压制下，净手续费收入下降 2.2%。第三，净息差环比下降，贷款结构、收益率和重定价以及存款定期共同压制下，存贷利差收窄，息差绝对优势持续。

房地产风险对公司资产质量产生影响，去年下半年以来特别是断贷事件后，股价和估值反映悲观预期趋于充分，随着房地产政策持续改善，公司房地产相关风险的确认以及相应客户及业务结构调整，前期的担忧将逐步化解，关注超跌修复和出清拐点的介入机会。

1、2 季度净息差大幅下降，净息差绝对优势仍然突出

2 季度单季净息差 2.37%，环比下降 14bp。存贷利差收缩是主要原因，贷款收益率 4.55%，下降 13bp，存款付息率 1.52%，环比上升 6bp。贷款来看，结构上对公和票据占比提升，重定价影响在 2 季度显现，对公贷款利息收入增速看，对公贷款收益率或下降较多。存款主要原因在于定期化。公司净息差绝对水平相比同业优势或仍突出。

息收入增长较好，上半年息收入同比增长 8.4%，2 季度单季度同比增长 6.8%。

2、规模增长提速，存款继续提速，贷款和债券投资提速

资产增速小幅提升，债券投资持续提速。按平均余额看，生息资产同比增长 10.5%，较上季度同比增速提升 0.2 个百分点。贷款同比增长 9.1%，增速提升 0.1 个百分点，债券投资 19.7%，增速继续提升 2.1 个百分点。2 季度环比增速看，债券投资亦环比增长 4.99%。

负债端存款增长是亮点。按平均余额，存款同比增长 14.5%，增速提升 2 个百分点。2 季度环比增速看，存款环比增长 3.76%，债券发行增长 15.89%。

3、财富收入降幅趋缓，手续费小幅负增长

手续费净收入同比下降 2.2%，下行压力主要来自资本市场变化影响，财富管理收入同比下降 8.13%。主要基金、信托代销收入同比下降 47% 和 49%，代销保险、理财仍保持较高增长，同比分别增长 62% 和 23%，保险和理财代销在财富收入占比中显著提升。2 季度财富收入降幅收窄，单季度同比下降 4.2%，降幅显著收窄。值得肯定的是，在平台化运营的模式下，代销产品线丰富，客户粘性高，财富收入降幅有限。

其他业务来看，2 季度资管、托管等非财富收入整体增长高位略缓。在绝对规模、市场压力和基数三重压制下，资管、银行卡、托管、结算等业务优势仍突出，分别增长 33%、14%、7% 和 7%，保证手续费总体仅下降 2.2%。

其他非息净收入同比增 4.9%，2 季度单季同比增 0.4%，投资相关收入增长略缓，综合金融增长较块。2 季度单季度投资相关同比下降 7%，主要是投资收益下降，汇兑损益改善。其他收入增长较快 28%，预计主要是招银租赁经营租赁业务收入增长。

4、房地产不良持续暴露，存量风险积极出清

资产质量相关指标延续去年3季度以来趋势，略有上行。不良率0.95%，较上季度上升1bp。测算上半年不良生成率0.86%。关注贷款占比1.01%，较1年上升5bp，逾期贷款占比1.16%，较去年上升13bp。90天以内逾期较去年底增长43%。不良贷款余额环比上季度上升4.15%，较去年底增长11%。拆分来看，不良上升主要来自对公房地产，此外零售的信用卡和小微小幅上升。

公司核销处置力度仍大，财报核销数据184亿元，同比高位提升37亿元。公告上半年共处置不良贷款271亿元，其中，核销111.14亿元，不良资产证券化77.78亿元，清收61.46亿元，其他方式处置20.92亿元，相比去年同期高位增加50亿元，主要核销和资产证券化增加。

房地产存量风险出清，规模持续压退。对公房地产贷款不良额112亿，较年初增长55.53亿，不良率2.82%，较年初增加1.41个百分点。公司口径房地产不良贷款率2.95%，季度上升0.38个百分点，不良额105亿，较1季度增加11亿。房地产相关承担信用风险的贷款和非贷业务余额计4937.12亿元5174.59亿元，较上季度下降4.6%。理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计3163.81亿元，较上年末下降16.4%。

新增信贷结构上，增量占比较高主要集中在制造业、交通运输、信息科技、批发零售和金融等，房地产下降。

5、贷款拨备增加，非贷拨备反哺，存量信贷拨备高位平稳

中报来看，全部增量拨备增速同比下降1%，反哺盈利。拆分来看，贷款减值损失同比多提83.38亿元，非贷部分同比少提87.56亿元，非贷部分前期的充足计提，持续缓解贷款减值增量计提压力。

拨备覆盖率454%，较上季度下降8.62个百分点，拨贷比4.32%，较上季度下降3bp。信用成本（贷款减值损失/贷款）0.79%，略低于测算不良生成率。

6、费用趋缓

上半年成本收入比为27.76%，同比下降0.19个百分点，费用同比增速5.4%，增速持续放缓。

7、盈利能力持续高位，资本优势继续强化

核心一级资本12.32%，同比增加0.43个百分点；一级资本和资本充足率14.46%和16.80%同，比增长0.99和0.79个百分点；净资产收益率ROAE为18.07%，同比上升0.01个百分点，总资产收益率ROAA为1.46%，同比增加0.03个百分点。

风险提示：

房地产压力加剧和经济下行超预期导致资产质量恶化超预期。银行作为顺周期行业，公司业务发展与经济发展相关性强。宏观经济发展影响实体经济的经营以及盈利状况，从而影响银行业的资产质量表现。如果经济超预期下行，银行的资产质量存在恶化风险，从而影响银行的盈利能力。

图表 1. 招商银行财报分析

证券名称: 招商银行(600036.S 中银证券 银行数据)

单位: 除百分比外, 其他为RMB 百万

	1H21		1H22		2Q21		3Q21		4Q21		1Q22		2Q22		季度环比		季度同比	
	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)	YoY(%)
利润表 (百万元)																		
利息收入	159,243	172,861	8.6	8.6	80,256	82,663	85,150	86,266	86,266	86,266	86,575	86,575	86,575	86,575	0.3	7.9		
利息支出	(59,902)	(65,169)	8.8	8.8	(30,439)	(31,366)	(31,869)	(31,869)	(31,869)	(31,822)	(31,822)	(31,822)	(31,822)	(31,822)	4.8	9.6		
净利息收入	99,341	107,692	8.4	8.4	49,817	51,297	53,281	54,397	54,397	54,444	54,753	54,753	54,753	54,753	(2.3)	6.8		
净手续费收入	52,254	53,405	2.2	2.2	25,052	23,480	18,713	28,695	28,695	24,710	24,710	24,710	24,710	24,710	(13.9)	(1.4)		
其他非息收入	17,154	17,994	4.9	4.9	9,129	7,884	7,849	8,831	8,831	9,163	9,163	9,163	9,163	9,163	3.8	0.4		
净非利息收入	69,408	71,399	2.9	2.9	34,181	31,364	26,562	37,526	37,526	33,873	33,873	33,873	33,873	33,873	(9.7)	(0.9)		
营业收入	168,749	179,091	6.1	6.1	83,998	82,661	79,843	91,900	91,900	87,101	87,101	87,101	87,101	87,101	(5.3)	3.7		
税金及附加	(1,426)	(1,569)	2.0	2.0	(693)	(656)	(690)	(834)	(834)	(735)	(735)	(735)	(735)	(735)	(11.9)	6.1		
业务及管理费	(47,168)	(49,710)	5.4	5.4	(24,674)	(26,129)	(26,430)	(24,013)	(24,013)	(25,697)	(25,697)	(25,697)	(25,697)	(25,697)	7.0	4.1		
营业费用及营业税	(48,594)	(51,279)	5.5	5.5	(25,367)	(26,785)	(27,120)	(24,847)	(24,847)	(26,432)	(26,432)	(26,432)	(26,432)	(26,432)	6.4	4.2		
营业利润	118,203	125,101	5.8	5.8	57,565	54,719	41,606	65,890	65,890	59,211	59,211	59,211	59,211	59,211	(10.1)	2.9		
资产减值损失	(41,880)	(41,477)	(1.0)	(1.0)	(21,335)	(14,386)	(10,089)	(10,089)	(10,089)	(21,523)	(19,954)	(19,954)	(19,954)	(19,954)	(7.3)	(6.5)		
减值损失	70,323	83,624	9.6	9.6	36,230	40,433	31,517	44,367	44,367	39,257	39,257	39,257	39,257	39,257	(11.5)	8.4		
税前利润	(14,677)	(13,652)	(1.2)	(1.2)	(6,831)	(17,829)	(5,039)	(5,039)	(5,039)	(5,584)	(5,584)	(5,584)	(5,584)	(5,584)	(31.0)	(18.1)		
税后利润	61,648	70,002	13.55	13.55	29,399	32,708	26,478	33,609	33,609	33,609	33,609	33,609	33,609	33,609	(7.2)	14.6		
归母净利润	61,150	69,420	13.5	13.5														
资产负债表 (百万元)																		
总资产	8,776,818	9,592,563	9.3	9.3	8,776,818	8,817,409	9,093,306	9,310,201	9,310,201	9,592,563	9,592,563	9,592,563	9,592,563	9,592,563	3.0	数年初	5.5	
贷款总额	5,382,998	5,931,807	10.2	10.2	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105	5,758,105	5,931,807	5,931,807	5,931,807	5,931,807	5,931,807	3.0	数年初	6.5	
存款	7,810,038	8,507,417	8.9	8.9	7,810,038	7,810,737	8,073,114	8,196,361	8,196,361	8,507,417	8,507,417	8,507,417	8,507,417	8,507,417	3.8	数年初	5.4	
其他资产	6,018,945	7,084,597	17.7	17.7	6,018,945	6,051,682	6,385,154	6,721,946	6,721,946	7,084,597	7,084,597	7,084,597	7,084,597	7,084,597	5.4	数年初	11.0	
其他负债	5,350,441	5,926,077	10.8	10.8	5,350,441	5,449,139	5,563,724	5,815,618	5,815,618	5,926,077	5,926,077	5,926,077	5,926,077	5,926,077	1.9	数年初	6.5	
业绩增长拆分																		
营业收入	10.96%	9.86%	3.24%	3.24%	1.48%	1.48%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%	2.75%
净利息收入	(1.64%)	(1.45%)	(2.65%)	(2.65%)	(2.07%)	(2.07%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)	(0.53%)
净非利息收入	4.43%	(2.28%)	(1.48%)	(1.48%)	(4.56%)	(4.56%)	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%	12.99%
成本	0.70%	(0.29%)	(4.18%)	(4.18%)	(3.35%)	(3.35%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)	(20.55%)
拨备	7.01%	3.73%	(4.57%)	(4.57%)	2.10%	2.10%	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)	(17.09%)
税收	1.64%	3.98%	0.80%	0.80%	(0.06%)	(0.06%)	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%	2.81%
单季度指标 (年化)																		
净息差-公告	2.46	2.37	2.46	2.47	2.48	2.48	2.51	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	2.37	(0.14)	(0.09)		
生息资产收益率-公告	3.96	3.86	3.96	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	3.97	(0.11)	(0.10)		
负债收益率-公告	4.68	4.55	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	(0.13)	(0.13)		
拨备覆盖率-公告	3.35	3.24	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	3.35	(0.04)	(0.11)		
同业收益率-公告	1.82	1.78	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	1.82	(0.33)	(0.04)		
计息负债成本率-公告	1.58	1.61	1.58	1.60	1.60	1.60	1.58	1.61	1.61	1.61	1.61	1.61	1.61	1.61	0.03	0.03		
净息差-公告	1.39	1.29	1.39	1.43	1.44	1.44	1.43	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	0.06	0.13		
发行债券付息率	3.12	2.95	3.12	2.96	2.99	2.99	2.91	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	0.04	(0.17)		
累计指标 (年化)																		
净息差-公告	2.49	2.44	(0.05)	2.49	2.48	2.48	2.51	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44	2.44				
净利息收入	2.41	(0.08)	2.41	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39				
存贷利差-公告	3.32	3.13	(0.19)	3.32	3.28	3.28	3.22	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13				
生息资产收益率-公告	3.99	3.92	(0.07)	3.99	3.98	3.98	3.97	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92				
成本	1.58	1.59	0.01	1.58	1.59	1.59	1.58	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59	1.59				
拨备	4.71	4.62	(0.09)	4.71	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68	4.68				
存款成本率-公告	1.39	1.49	0.10	1.39	1.40	1.41	1.41	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46				
净息差	2.48	2.42	(0.06)	2.48	2.47	2.48	2.47	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42				
生息资产收益率	3.97	3.88	(0.09)	3.97	3.97	3.98	3.92	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88	3.88				
计息负债成本率	1.58	1.58	0.00	1.58	1.59	1.59	1.56	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58				
年度平均余额																		
生息资产-公告平均余额	8053983	8897674	10.5	10.5	8053983	8121134	8219698	8804798	8804798	8897674	8897674	8897674	8897674	8897674	8.25	数年初	8.25	
贷款-公告平均余额	5251783	5732146	9.1	9.1	5251783	5301843	5364195	5682612	5682612	5732146	5732146	5732146	5732146	5732146	6.86	数年初	6.86	
存款-公告平均余额	7656505	8245073	7.7	7.7	7656505	7694037	7751552	8139412	8139412	8245073	8245073	8245073	8245073	8245073	6.37	数年初	6.37	
其他资产-公告平均余额	5868184	6720309	14.5	14.5	5868184	5894100	5973473	6956773	6956773	6720309	6720309	6720309	6720309	6720309	12.50	数年初	12.50	
其他负债-公告平均余额	89.5	85.3	89.5	89.5	89.5	90.0	89.8	86.2	86.2	85.3	85.3	85.3	85.3	85.3				
年度时点																		
总资产-期末时点	8885886	9724996	9.4	9.4	8885886	8917440	9249021	9415379	9415379	9724996	9724996	9724996	9724996	9724996	3.29	数年初	5.15	
贷款-期末时点	8302042	9168894	10.4	10.4	8302042	8333798	8745183	8867413	8867413	9168894	9168894	9168894	9168894	9168894	3.40	数年初	4.85	
存款-期末时点	5382998	5931807	10.2	10.2	5382998	5501177	5570034	5758105	5758105	5931807	5931807	5931807	5931807	5931807	3.02	数年初	6.49	
其他资产-期末时点	1648879	2075395	25.8	25.8	1648879	1729225	1821879	1918921	1918921	2075395	2075395	2075395	2075395	2075395	8.15	数年初	13.92	
其他负债-期末时点	510068	446598	(12.4)	(12.4)	510068	511220	376152	471183	471183	446598	446598	446598	446598	446598	(6.22)	数年初	18.73	
计息负债-期末时点	7810038	8507417	8.9	8.9	7810038	7810737	8073114	8196361	8196361	8507417	8507417	8507417	8507417	8507417	3.80	数年初	5.98	
存款-期末时点	6018945	7084597	17.7	17.7	6018945	6051682	6385154	6721946	6721946	7084597	7084597	7084597	7084597	7084597	5.40	数年初	10.95	
规模占比																		

图表 2. 招商银行手续费及佣金收入细项 (百万元)

	2022H1	2022Q1	2021	2021Q3	2021H1	2021Q1	2020	2020Q3
财富管理手续费收入	18,873	10,429	35,841	29,674	20,612	11,425	28,524	23,598
同比增长	-8.13%	-11.11%	29.00%	25.75%	33.60%		35.68%	44.98%
其中: 代理基金	3,474	1,727	12,315	10,367	6,719	4,164	9,434	8,299
同比增长	-46.95%		36.20%	24.92%	39.75%		99.45%	
代理保险	8,984	5,471	8,215	7,296	5,559	3,385	5,541	5,098
同比增长	61.61%		42.80%	37.95%	32.51%		-4.30%	
代理信托	2,287	1,228	7,542	6,163	4,528	2,385	7,626	5,826
同比增长	-49.49%		-1.10%	5.78%	23.85%		12.58%	
代销理财	3,493	1,765	6,292	4,594	2,874	1,361		
同比增长	22.60%		53.69%	42.41%	32.56%			
代理证券交易	468	236	1,281	1,059	757			
同比增长	-38.50%		22.73%	41.77%	66.39%			
代理贵金属		2	196	195	175	130	224	211
同比增长				-7.58%	19.86%		86.67%	
受托理财							3,464	7,826
资产管理 手续费及佣金收入	6,339	3,249	10,856	7,853	4,860			
同比增长	32.84%	47.55%	57.52%	45.32%	37.60%			
托管业务佣金收入	3,045	1,633	5,433	4,159	2,857		4,215	
同比增长	6.58%	11.32%	27.75%	28.76%	29.80%		16.92%	
银行卡手续费收入	10,706	5,593	19,377	14,946	9,396		19,474	14,081
同比增长	13.94%		-0.89%	5.71%	-0.23%		0.14%	-2.70%
结算与清算手续费收入	7,819	4,463	13,902	10,563	7,277		12,601	9,574
同比增长	7.45%		9.89%	9.92%	14.38%		9.95%	3.05%

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 招商银行零售客户指标 (百万元)

零售指标	2020 1H	2021Q3	2020	2021Q1	2021 1H	2021Q3	2021	2021Q1	2022 1H
零售AUM	82,632	86,307	89,418	95,946	99,850	103,741	107,592	113,393	117,177
私人银行AUM	24,974	26,584	27,746	29,840	31,292	32,655	33,939	35,008	36,479
金葵花AUM	42,576	44,247	45,710	48,962	50,914	52,634	54,425	57,554	59,235
大众客户AUM	15,082	15,477	15,962	17,144	17,644	18,452	19,228	20,830	21,464
零售客户数量 (万户)	15,100	15,500	15,800	16,100	16,500	16,900	17,300	17,600	17,800
私人银行客户数 (万户)	9.1	9.6	10.0	10.7	11.2	11.7	12.2	12.5	13.0
金葵花客户客户数 (万户)	283	292	300	321	332	343	355	377	389
大众客户客户数 (万户)	14,808	15,199	15,490	15,769	16,156	16,545	16,932	17,211	17,398

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 招商银行对公客户指标

对公数据	2018	2019	2020H	2020	2021H	2021	2022H
FPA (亿元)		36,889	41,963	42,071	46,006	48,987	51,478
传统融资 (亿元)		20,344	22,718	22,458	24,303	25,577	27,672
非传统融资 (亿元)		16,545	19,245	19,614	21,703	23,411	23,806
非传统融资占比		45%	46%	47%	47%	48%	46%
公司客户总数 (万户)	186	210	218	223	228	232	241
总行级战略客户数 (户)	251	282	278	288	326	326	359
一般性贷款余额 (亿元)	4,863	5,865	5,838	6,213	7,580	8,325	9,083
分行级战略客户 (户)	8,043	5,614	6,142	6,142	6,785	6,874	6,874
一般性贷款余额 (亿元)	2,854	2,400	2,890	2,426	2,784	2,746	3,007
机构客户数 (万户)	3.1	3.5	3.9	4.2	4.0	4.3	4.6
小企业客户数 (万户)	175	199	207	212	217	未披露	未披露

资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 招商银行科技相关数据

科技相关数据	2018	2019	2020 1H	2020	2021 1H	2021	2022 1H
信息科技投入 (亿元)	65.0	93.6	39.2	119.1	50.6	132.9	53.6
招商银行APP累计用户数 (万户)	7,827	11,400	12,900	14,500	15,800	17,000	17,800
招商银行APP月活跃用户数 (万户)	4,151	5,514	5,607	6,126	6,141	6,542	6,514
掌上生活APP累计用户数 (万户)	7,003	9,126	9,842	11,000	11,700	12,700	13,200
掌上生活APP月活跃用户数 (万户)	3,954	4,664	4,284	4,603	4,347	4,593	4,213
量大APP月活跃用户 (MAU; 万人)	8,105	10,200	9,892	10,700	10,500	11,100	10,700

资料来源：公司公告，中银证券

主要比率(%)

每股指标(RMB)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	8.77	7.12	6.36	5.72	5.11
PB	1.33	1.17	1.03	0.87	0.74
PB 扣除商誉	1.38	1.20	1.05	0.89	0.76
EPS	3.86	4.76	5.33	5.92	6.62
BVPS	25.36	29.01	32.85	38.81	45.49
每股拨备前利润	7.43	8.51	9.37	10.41	11.47
驱动性因素(%):					
生息资产增长	11.69	10.46	10.17	10.18	10.01
贷款增长	11.99	10.76	10.76	10.76	10.76
存款增长	16.19	12.73	13.00	13.00	10.00
贷款收益率	4.96	4.73	4.73	4.73	4.73
生息资产收益率	3.94	3.78	3.78	3.79	3.79
存款付息率	1.58	1.40	1.42	1.42	1.42
计息负债付息率	1.75	1.60	1.60	1.59	1.59
净息差	2.37	2.35	2.36	2.37	2.38
风险成本	1.37	1.25	1.20	1.20	1.15
净手续费增速	6.90	10.21	10.62	10.74	10.57
成本收入比	33.30	33.12	32.50	32.50	32.50
所得税税率	19.99	18.45	18.45	18.45	18.45
盈利及杜邦分析(%):					
ROAA	1.24	1.37	1.41	1.43	1.44
ROAE	16.00	17.49	17.22	16.53	15.72
净利息收入	2.35	2.32	2.34	2.37	2.36
非净利息收入	1.34	1.45	1.43	1.47	1.47
营业收入	3.69	3.77	3.77	3.83	3.83
营业支出	1.26	1.28	1.26	1.28	1.28
拨备前利润	2.38	2.44	2.45	2.49	2.48
拨备	0.83	0.75	0.73	0.74	0.71
税前利润	1.55	1.68	1.72	1.75	1.77
税收	0.31	0.31	0.32	0.32	0.33
业绩年增长率(%):					
净利息收入	6.90	10.21	10.62	10.74	10.57
营业收入	7.70	14.04	9.54	11.49	10.68
拨备前利润	5.15	14.44	10.19	11.07	10.16
归属母公司利润	4.82	23.20	12.00	11.20	11.86
资产质量(%):					
不良率	1.06	0.91	0.98	0.99	0.99
拨备覆盖率	439.28	486.11	458.11	462.51	473.54
拨贷比	4.67	4.42	4.47	4.56	4.68
不良净生成率(测算)	1.00	0.64	0.90	0.80	0.70

资料来源:公司公告, 中银证券预测

损益表(人民币百万元)

利润表:	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利息收入	307,425	327,056	361,288	398,569	439,588
利息支出	(122,394)	(123,137)	(135,721)	(148,771)	(163,391)
净利息收入	185,031	203,919	225,567	249,798	276,197
手续费净收入	79,486	94,447	100,114	110,125	121,138
营业收入	290,482	331,253	362,843	404,518	447,726
业务及管理费	(96,745)	(109,727)	(117,924)	(131,468)	(145,511)
拨备前利润	187,465	214,528	236,391	262,553	289,222
拨备	(65,025)	(66,355)	(70,435)	(78,011)	(82,801)
税前利润	122,440	148,173	165,956	184,543	206,421
税后利润	97,959	120,834	135,336	150,493	168,335
归属母公司净利	97,342	119,922	134,314	149,357	167,065
资产负债表					
贷款总额	5,029,128	5,570,034	6,169,117	6,832,634	7,567,515
贷款减值准备	(234,664)	(246,104)	(276,037)	(311,869)	(354,212)
贷款净额	4,794,464	5,323,930	5,893,080	6,520,765	7,213,304
债券投资	2,061,556	2,170,002	2,343,602	2,531,090	2,733,578
存放央行	525,358	553,898	625,905	707,272	778,000
同业资产	616,516	799,372	879,309	967,240	1,063,964
其他资产	353,657	390,358	278,979	371,527	475,887
生息资产	8,232,558	9,093,306	10,017,93	11,038,23	12,143,05
资产总额	8,351,551	9,237,560	10,020,87	11,097,89	12,264,73
存款	5,664,135	6,385,154	7,215,224	8,153,203	8,968,523
同业负债	1,341,468	1,241,315	1,117,184	1,005,465	1,106,012
发行债券	346,141	446,645	544,907	626,643	689,307
计息负债	7,351,744	8,073,114	8,877,314	9,785,311	10,763,84
负债总额	7,631,094	8,383,340	9,058,484	9,985,011	10,983,51
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220
资本公积	67,523	67,523	67,523	67,523	67,523
盈余公积	71,158	82,137	95,671	110,720	127,553
一般风险准备	98,082	115,288	129,203	144,798	162,275
未分配利润	370,265	428,592	497,853	617,702	751,727
股东权益	730,354	865,681	962,391	1,112,884	1,281,219
资本状况(%):					
资本充足率	16.54	17.48	18.57	19.93	20.94
核心一级资本充	12.29	12.66	12.23	12.45	12.65
杠杆率	11.43	10.67	10.41	9.97	9.57
RORWA	2.05	2.30	2.29	2.28	2.27
风险加权系数	59.45	60.24	62.23	62.97	63.86

资料来源:公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371