

招商银行(600036)

报告日期: 2022年08月20日

## 财富管理韧性超预期

### ——招商银行 2022 年中报点评

#### 投资要点

- **招商银行 22H1 利润增速好于预期，财富管理韧性超预期。**
- **数据概览**  
 招商银行 2022H1 归母净利润同比增长 13.5%，增速较 2022Q1 上升 1.0pc；营收同比增长 6.1%，增速较 2022Q1 下降 2.4pc；ROE（年化）18.1%，同比持平；ROA（年化）1.46%，同比提升 4bp；2022H1 末不良率 0.95%，环比 2022Q1 末上升 1bp，拨备覆盖率 454%，环比下降 9pc。
- **利润增速好于预期**  
 22H1 招行归母净利润增速环比 Q1 提升 1.0pc 至 13.5%，略超市场预期；营收增速环比下降 2.4pc 至 6.1%，基本符合市场预期。利润增速回升主要归因减值贡献提升。22H1 资产减值损失同比减少 1.0%，增速环比下降 5.7pc。  
 展望未来，受 LPR 降息影响，预计未来招行息差下降趋势仍将延续，**下半年招行营收增速稳中有降**。考虑到稳增长发力和疫情控制下不良压力有望缓解，拨备厚度充裕，**预计利润将保持快增**。
- **财富管理好于预期**  
**22H1 招行财富管理业务表现好于预期，显示出客群与能力优势。**（1）从收入来看，22H1 财富管理中收增速环比改善 3pc 至 -8.1%，归因资本市场波动下，招行主动调整策略，加大高价值贡献的期缴保险以及低波动的理财配置力度，22H1 代理保险、代理理财中收分别同比高增 62%、23%，有力支撑财富中收。（2）从 AUM 来看，在二季度资本市场波动背景下，22H1 末招行零售 AUM 维持 17.4% 的同比高增速，表现优于行业大势。
- **资产质量如期承压**  
 22H1 末招行不良率环比+1bp 至 0.95%，关注率环比+5bp 至 1.01%，逾期率环比+7bp 至 1.16%，符合市场预期。**资产质量压力来自于地产、零售相关不良暴露**。母行口径对公地产不良率环比提升 38bp 至 2.95%，22H1 母行口径信用卡、其他零售不良生成同比增加 39 亿、11 亿。值得注意的是，招行涉房表内外资产处置进度优于预期。22H1 末招行地产承担信用风险业务余额环比下降 4.6%；不承担信用风险业务余额环比下降 16.4%，压降进度较 22Q1 进一步提速。  
**展望未来，随着稳增长发力、疫情控制，招行资产质量有望保持稳定。**
- **息差承压较为明显**  
 22Q2 净息差（日均）环比 Q1 下行 14bp 至 2.37%，主要归因资产荒和存款定期化挑战。（1）资产端：22Q2 资产收益率环比-11bp，主要归因贷款投放动能走弱。22H1 末招行贷款占比下降。22H1 末，贷款日均余额环比增长 1.7%，增速较生息资产慢 0.4pc。贷款中，零售占比下降。22H1 末零售贷款余额环比增长 2.1%，增速较总资产慢 0.9pc。（2）负债端：22Q2 负债成本率环比+3bp，归因个人存款定期化趋势影响。22H1 末个人定期存款环比增长 8.8%，增速较总存款快 3.5pc，较个人活期存款快 3.8pc。同时 22H1 个人定期存款成本率较 21H2 上升 4bp。  
 展望未来，随着疫情影响消退、消费恢复，招行下半年零售投放动能有望修复，预计息差继续环比下行，但降幅有望收窄。
- **盈利预测与估值**  
 预计招商银行 2022-2024 年归母净利润同比增长 13.70%/15.15%/15.31%，对应 BPS 32.84/37.24/42.32 元/股。现价对应 PB 估值 1.03/0.91/0.80 倍。维持目标价 60.98 元/股（分红调整后），对应 2022 年 PB 1.86 倍，现价空间 80%。
- **风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。**

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁  
 执业证书号：S1230520100001  
 021-80108037  
 liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：邱冠华  
 执业证书号：S1230520010003  
 02180105900  
 qiuguanhua@stocke.com.cn

研究助理：陈建宇  
 15014264583  
 chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 33.85
总市值(百万元)	853,691.77
总股本(百万股)	25,219.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《财富管理韧性凸显——招商银行 2022 年一季报点评》  
2022.04.23
- 2 《财富管理韧性凸显——招商银行 2022 年一季报点评》  
2022.04.23
- 3 《战略蓝图 3.0 升级——招商银行 2021 年年报点评》  
2022.03.20

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	331,253	349,947	390,408	440,085
(+/-) (%)	14.04%	5.64%	11.56%	12.72%
归母净利润	119,922	136,352	157,009	181,043
(+/-) (%)	23.20%	13.70%	15.15%	15.31%
每股净资产(元)	29.01	32.84	37.24	42.32
P/B	1.17	1.03	0.91	0.80

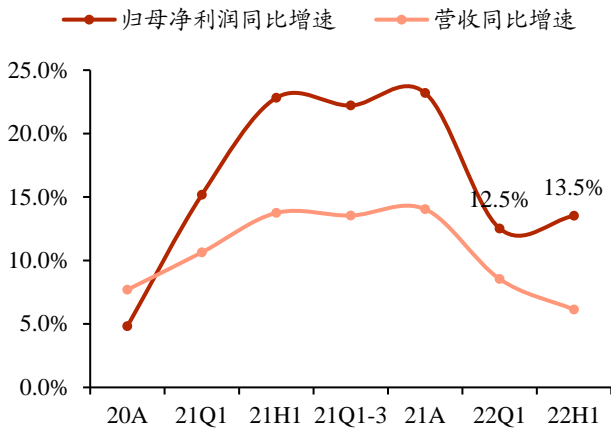
资料来源：公司财报，浙商证券研究所。

图1: 招商银行 2022 年中报业绩概览

维度	单位: 百万元	21H1	22Q1	22H1	环比变化	同比变化	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	QoQ
利润指标	ROE (年化)	18.1%	19.2%	18.1%	-1.2pc	0.0pc	14.4%	16.7%	12.1%	16.4%	14.1%	-2.3pc
	ROA (年化)	1.42%	1.54%	1.46%	-8bp	4bp	1.33%	1.46%	1.16%	1.54%	1.40%	-15bp
	拨备前利润	118,203	65,890	125,101		5.8%	57,565	54,719	41,606	65,890	59,211	-10.1%
	同比增速	14.4%	8.7%	5.8%	-2.8pc	-8.6pc	19.9%	16.1%	12.3%	8.7%	2.9%	-5.8pc
	归母净利润	61,150	36,022	69,420		13.5%	29,135	32,465	26,307	36,022	33,398	-7.3%
	同比增速	22.8%	12.5%	13.5%	1.0pc	-9.3pc	32.5%	21.1%	26.8%	12.5%	14.6%	2.1pc
	EPS (未年化)	2.35	1.43	2.67		14.0%	1.16	1.29	1.04	1.43	1.32	-7.3%
	BVPS (未年化)	26.60	30.39	30.17	-0.7%	13.4%	26.60	27.95	29.01	30.39	30.17	-0.7%
收入拆分	营业收入	168,749	91,990	179,091		6.1%	83,998	82,661	79,843	91,990	87,101	-5.3%
	同比增速	13.7%	8.5%	6.1%	-2.4pc	-7.6pc	17.1%	13.1%	15.6%	8.5%	3.7%	-4.8pc
	利息净收入	99,341	54,464	107,692		8.4%	49,817	51,297	53,281	54,464	53,228	-2.3%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	8,037,993	8,826,096	8,932,738	1.2%	11.1%	8,178,959	8,336,733	8,559,014	8,826,096	9,039,380	2.4%
	净息差 (日均余额口径)	2.49%	2.51%	2.44%	-7bp	-5bp	2.46%	2.47%	2.48%	2.51%	2.37%	-14bp
	净息差 (期初期末口径)	2.47%	2.47%	2.41%	-6bp	-6bp	2.44%	2.46%	2.49%	2.47%	2.36%	-11bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.96%	3.91%	3.87%	-4bp	-9bp	3.92%	3.97%	3.98%	3.91%	3.83%	-8bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.58%	1.57%	1.59%	2bp	1bp	1.59%	1.61%	1.61%	1.57%	1.61%	3bp
	非利息净收入	69,408	37,526	71,399		2.9%	34,181	31,364	26,562	37,526	33,873	-9.7%
	手续费净收入	52,254	28,695	53,405		2.2%	25,052	23,480	18,713	28,695	24,710	-13.9%
	其他非息收入	17,154	8,831	17,994		4.9%	9,129	7,884	7,849	8,831	9,163	3.8%
	业务及管理费	47,168	24,013	49,710		5.4%	24,674	26,129	36,430	24,013	25,697	7.0%
	成本收入比	27.95%	26.10%	27.76%	1.7pc	-0.2pc	29.37%	31.61%	45.63%	26.10%	29.50%	3.4pc
	资产减值损失	41,880	21,523	41,477		-1.0%	21,335	14,386	10,089	21,523	19,954	-7.3%
	贷款减值损失	14,457	11,060	22,795		57.7%	14,457	11,241	25,779	11,060	22,795	106.1%
	信用成本	0.56%	0.78%	0.79%	1bp	24bp	1.08%	0.83%	1.86%	0.78%	1.56%	78bp
	所得税费用	14,675	8,058	13,622		-7.2%	6,831	7,625	5,039	8,058	5,564	-31.0%
	有效税率	19.23%	18.16%	16.29%	-1.9pc	-2.9pc	18.85%	18.91%	15.99%	18.16%	14.17%	-4.0pc
规模增长	总资产	8,885,886	9,415,379	9,724,996	3.3%	9.4%	8,885,886	8,917,440	9,249,021	9,415,379	9,724,996	3.3%
	生息资产余额	8,320,925	8,886,703	9,192,057	3.4%	10.5%	8,320,925	8,352,540	8,765,488	8,886,703	9,192,057	3.4%
	贷款总额	5,382,998	5,758,105	5,931,807	3.0%	10.2%	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105	5,931,807	3.0%
	对公贷款	2,518,008	2,732,644	2,841,433	4.0%	12.8%	2,518,008	2,553,211	2,582,243	2,732,644	2,841,433	4.0%
	个人贷款	2,864,990	3,025,461	3,090,374	2.1%	7.9%	2,864,990	2,947,966	2,987,791	3,025,461	3,090,374	2.1%
	同业资产	710,732	586,772	588,358	0.3%	-17.2%	710,732	561,522	799,372	586,772	588,358	0.3%
	金融投资	2,131,686	2,369,515	2,510,459	5.9%	17.8%	2,131,686	2,219,820	2,176,997	2,369,515	2,510,459	5.9%
	存放央行	570,285	615,099	585,102	-4.9%	2.6%	570,285	553,632	567,208	615,099	585,102	-4.9%
	总负债	8,124,318	8,514,645	8,829,330	3.7%	8.7%	8,124,318	8,121,625	8,383,340	8,514,645	8,829,330	3.7%
	付息负债余额	7,771,258	8,154,509	8,460,005	3.7%	8.9%	7,771,258	7,771,020	8,035,038	8,154,509	8,460,005	3.7%
	吸收存款	5,980,165	6,680,094	7,037,185	5.3%	17.7%	5,980,165	6,011,965	6,347,078	6,680,094	7,037,185	5.3%
	企业活期	2,453,136	2,661,252	2,804,113	5.4%	14.3%	2,453,136	2,379,267	2,652,817	2,661,252	2,804,113	5.4%
	个人活期	1,517,728	1,590,628	1,670,011	5.0%	10.0%	1,517,728	1,488,831	1,557,861	1,590,628	1,670,011	5.0%
	企业定期	1,382,437	1,583,924	1,644,872	3.8%	19.0%	1,382,437	1,481,841	1,406,107	1,583,924	1,644,872	3.8%
	个人定期	626,864	844,290	918,189	8.8%	46.5%	626,864	662,026	730,293	844,290	918,189	8.8%
	同业负债	1,058,259	927,170	941,917	1.6%	-11.0%	1,058,259	1,013,008	1,081,328	927,170	941,917	1.6%
	发行债券	428,718	377,879	338,152	-10.5%	-21.1%	428,718	416,877	446,645	377,879	338,152	-10.5%
	向央行借款	304,116	169,366	142,751	-15.7%	-53.1%	304,116	329,170	159,987	169,366	142,751	-15.7%
所有者权益	754,975	893,494	888,032	-0.6%	17.6%	754,975	788,967	858,745	893,494	888,032	-0.6%	
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	54,542	54,138	56,386	4.2%	3.4%	54,542	51,302	50,862	54,138	56,386	4.2%
	不良率	1.01%	0.94%	0.95%	1bp	-6bp	1.01%	0.93%	0.91%	0.94%	0.95%	1bp
	关注贷款	37,655	55,165	59,784	8.4%	58.8%	37,655	n.a	46,609	55,165	59,784	8.4%
	关注率	0.70%	0.96%	1.01%	5bp	31bp	0.70%	n.a	0.84%	0.96%	1.01%	5bp
	逾期贷款	54,842	62,647	68,811	9.8%	25.5%	54,842	n.a	57,426	62,647	68,811	9.8%
	逾期率	1.02%	1.09%	1.16%	7bp	14bp	1.02%	n.a	1.03%	1.09%	1.16%	7bp
	不良生成额	15,716	12,336	23,972	94.3%	52.5%	15,716	24,292	8,060	12,336	23,972	94.3%
	不良生成率	0.62%	0.89%	0.86%	-3bp	24bp	1.18%	1.81%	0.59%	0.89%	1.67%	78bp
	核销转出额	14,789	9,060	18,448	103.6%	24.7%	14,789	26,605	8,500	9,060	18,448	103.6%
	核销转出率	55.17%	71.25%	72.54%	1.3pc	17.4pc	109.43%	195.12%	66.27%	71.25%	136.30%	65.1pc
	逾期90+偏离度	76.0%	n.a	65.4%	n.a	-10.6pc	76.0%	n.a	69.0%	n.a	65.4%	n.a
	拨备覆盖率	439%	463%	454%	-8.6pc	14.6pc	439.5%	443.1%	483.9%	462.7%	454.1%	-8.6pc
拨贷比	4.45%	4.35%	4.32%	-3bp	-14bp	4.45%	4.13%	4.42%	4.35%	4.32%	-3bp	
资本情况	核心一级资本充足率	11.89%	12.71%	12.32%	-39bp	43bp	11.89%	12.31%	12.66%	12.71%	12.32%	-39bp
	一级资本充足率	13.47%	14.89%	14.46%	-43bp	99bp	13.47%	13.86%	14.94%	14.89%	14.46%	-43bp
	资本充足率	16.01%	17.29%	16.80%	-49bp	79bp	16.01%	16.36%	17.48%	17.29%	16.80%	-49bp

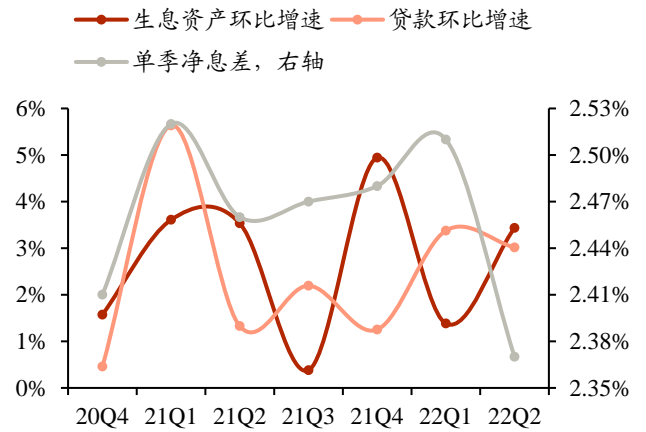
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 19Q1-3 举例, 19Q3 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 19Q1-3 生息资产平均余额为 19Q1、19Q2、19Q3 平均余额的平均值。QoQ 指 19Q1-3 环比 19H1 的指标变化情况, YoY 指 19Q1-3 同比 18Q1-3 的指标变化情况, 右侧 QoQ 指 19Q3 环比 19Q2 指标变化情况。

图2: 22H1 净利润增速好于预期, 营收增速稳中有降



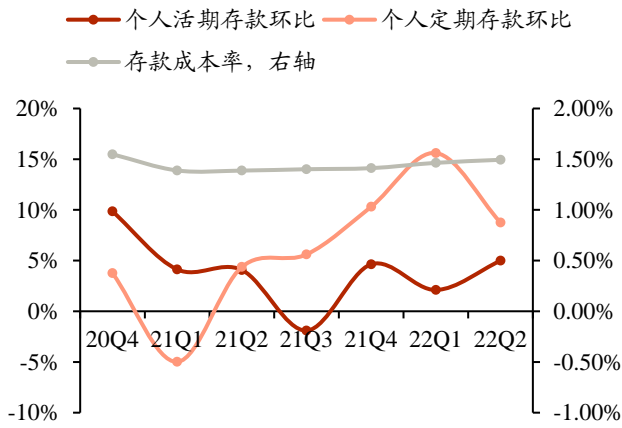
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图3: 22H1 贷款投放动能走弱, 息差承压较为明显



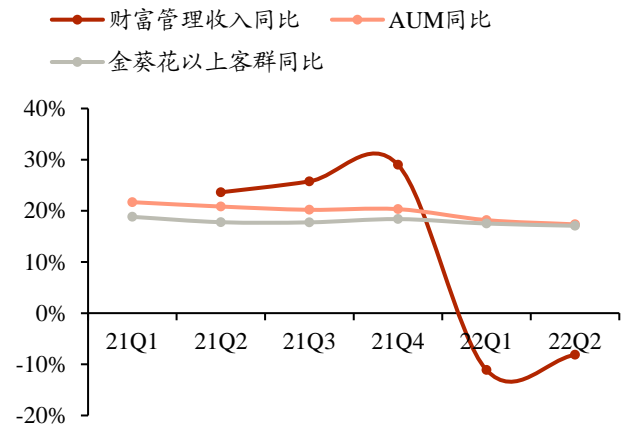
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

图4: 22H1 个人存款定期化趋势加快



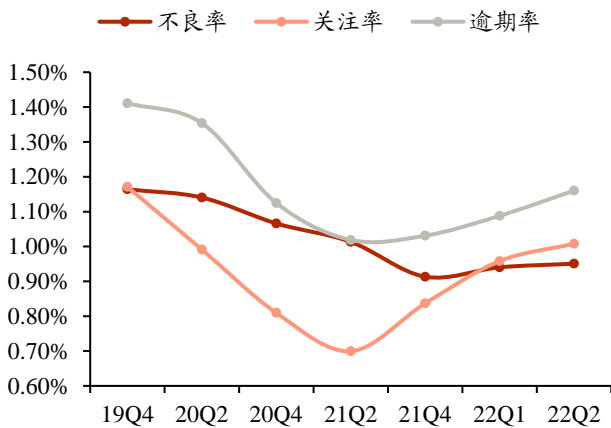
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 22H1 财富管理业务好于预期



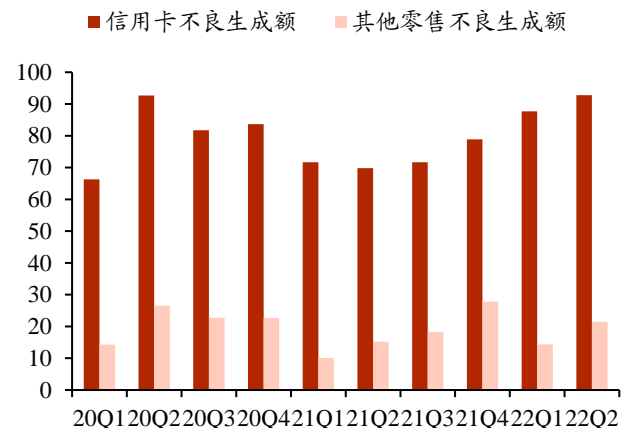
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图6: 22H1 末资产质量承压



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图7: 22H1 信用卡不良生成额同比上升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

表 1: 招商银行表内外对公房地产敞口情况

单位: 亿元/%	2021A	2022Q1	2022H1	环比
<b>承担信用风险的敞口</b>	5,115	5,175	4,937	-4.59%
占总资产	5.53%	5.50%	5.08%	-42bp
<b>房地产贷款</b>	3,560	3,653	3,552	-2.75%
占总贷款	7.09%	7.04%	6.63%	-0.41pc
不良率	1.39%	2.57%	2.95%	38bp
<b>不承担信用风险的敞口</b>	4,121	3,786	3,164	-16.43%
占 AUM	3.83%	3.34%	2.70%	-0.64pc

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
存放央行	567,208	644,355	726,833	819,867
同业资产	799,372	879,309	967,240	1,063,964
贷款总额	5,570,034	6,171,598	6,838,130	7,576,648
贷款减值准备	-245,494	-270,964	-290,817	-310,138
贷款净额	5,335,391	5,900,633	6,547,313	7,266,510
证券投资	2,176,997	2,341,003	2,716,250	3,151,164
其他资产	370,053	374,531	420,261	471,803
<b>资产合计</b>	<b>9,249,021</b>	<b>10,139,832</b>	<b>11,377,897</b>	<b>12,773,308</b>
同业负债	1,241,315	1,328,207	1,452,468	1,588,728
存款余额	6,347,078	7,159,504	8,075,920	9,109,638
应付债券	446,645	358,745	403,771	454,448
其他负债	348,302	330,366	370,911	416,495
<b>负债合计</b>	<b>8,383,340</b>	<b>9,176,822</b>	<b>10,303,071</b>	<b>11,569,309</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>865,681</b>	<b>963,010</b>	<b>1,074,826</b>	<b>1,203,999</b>

### 利润表

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	203,919	218,924	241,456	270,687
净手续费收入	94,447	96,525	111,004	127,654
其他非息收入	32,887	34,498	37,948	41,743
<b>营业收入</b>	<b>331,253</b>	<b>349,947</b>	<b>390,408</b>	<b>440,085</b>
税金及附加	-2,772	-2,962	-3,310	-3,719
业务及管理费	-109,727	-115,919	-129,322	-145,777
营业外净收入	154	-2	-2	-2
<b>拨备前利润</b>	<b>214,528</b>	<b>227,011</b>	<b>253,253</b>	<b>285,490</b>
资产减值损失	-66,355	-56,507	-56,918	-59,101
<b>税前利润</b>	<b>148,173</b>	<b>170,504</b>	<b>196,336</b>	<b>226,390</b>
所得税	-27,339	-33,358	-38,412	-44,292
<b>税后利润</b>	<b>120,834</b>	<b>137,146</b>	<b>157,924</b>	<b>182,098</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>119,922</b>	<b>136,352</b>	<b>157,009</b>	<b>181,043</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>116,309</b>	<b>134,693</b>	<b>155,350</b>	<b>179,384</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	10.21%	7.36%	10.29%	12.11%
手续费净增速	18.82%	2.20%	15.00%	15.00%
非息净收入增速	20.75%	2.90%	13.68%	13.73%
拨备前利润增速	14.44%	5.82%	11.56%	12.73%
归属母公司净利润增速	23.20%	13.70%	15.15%	15.31%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	16.96%	17.27%	17.58%	17.88%
ROAA	1.36%	1.41%	1.46%	1.50%
RORWA	2.57%	2.44%	2.40%	2.47%
生息率	3.97%	3.86%	3.84%	3.85%
付息率	1.60%	1.59%	1.59%	1.59%
净利差	2.37%	2.27%	2.25%	2.26%
净息差	2.47%	2.38%	2.36%	2.36%
成本收入比	33.12%	33.12%	33.12%	33.12%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	17.48%	17.41%	17.27%	17.19%
核心资本充足率	14.94%	15.02%	15.00%	15.03%
风险加权系数	54.47%	60.70%	60.70%	60.70%
股息支付率	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%

### 主要财务比率

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	50,862	58,367	63,544	69,775
不良贷款净生成率	0.64%	0.50%	0.50%	0.50%
不良贷款率	0.91%	0.95%	0.93%	0.92%
拨备覆盖率	484%	464%	458%	444%
拨贷比	4.42%	4.39%	4.25%	4.09%
<b>流动性</b>				
贷存比	87.76%	86.20%	84.67%	83.17%
贷款/总资产	60.22%	60.86%	60.10%	59.32%
平均生息资产/平均总资产	93.82%	95.04%	95.16%	94.91%
<b>每股指标(元)</b>				
EPS	4.61	5.34	6.16	7.11
BVPS	29.01	32.84	37.24	42.32
每股股利	1.52	1.76	2.03	2.35
<b>估值指标</b>				
P/E	7.34	6.34	5.50	4.76
P/B	1.17	1.03	0.91	0.80
P/PPOP	3.98	3.76	3.37	2.99
股息收益率	4.50%	5.21%	6.01%	6.93%

数据来源：公司公告，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“本公司”）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>