

招商银行 (600036)

证券研究报告
2022年08月20日

业绩增速向上，财富管理韧性不减

业绩增速提升，ROE 维持在高水平

公司披露 2022 年半年报，上半年营收和归母净利润分别同比增长 6.13%、13.52%，同比增速较 22Q1 下滑 2.41pct、提升 1pct。营收拆分来看，利息净收入同比增长 8.41%，对营收的支撑效应明显；受市场因素影响，手续费及佣金净收入同比增速下滑至 2.2%，但占营收比例依然维持在 29.82% 的高位。业绩归因来看，主要系生息资产扩张和拨备反哺。盈利能力方面，22H1 公司加权平均 ROE 达 18.07%，同比提升 0.01pct，依然维持在高水平。

信贷投放以量补价，零售投放逐步企稳

22H1 公司净息差达 2.44%，其中 22Q2 净息差为 2.37%，环比下滑 14bp。净息差下行主要受到资产端定价影响，22Q2 贷款收益率环比下滑 13bp。

信贷投放方面，22Q2 贷款平均余额同比增速达 9.29%，同比增速较 22Q1 提升 0.29pct。细分来看 22Q2 母行新增贷款 1731 亿元，总额同比多增 887 亿元。此外 22Q2 母行零售贷款同比少增量已经大幅收窄至 44 亿元，几乎实现投放同比持平。在房地产市场相对低迷下，招行加大小微信贷和消费贷投放，22Q2 末母行小微贷款和消费贷余额同比增速分别达 12.79%、32.09%，同比分别多增 134 亿元、243 亿元，有效支撑零售信贷投放企稳。

AUM 维持高增长，财富管理彰显韧性

22Q2 末招行零售 AUM、私行 AUM 同比增长 17.35%、16.57%，同比增速较 22Q1 末略微下滑 0.83pct、0.75pct。在零售 AUM 达到 11.72 万亿元、私行 AUM 达 3.65 万亿元的高基数下，依旧保持在较高增速水平。受市场因素影响，22H1 代销基金收入同比下滑；不过资管、托管等业务手续费及佣金均实现稳步增长，带动大财富管理收入同比正增长。得益于庞大的客群积累，随着后续市场转暖，财富管理手续费收入有望迎来恢复性增长。

不良生成压力减轻，房地产风险敞口继续收缩

22Q2 末不良率、关注率、逾期率分别为 0.95%、1.01%、1.16%，较 22Q1 末上升 1bp、5bp、7bp，依然保持在低位水平。值得注意的是母行不良生成率已经出现优化，22H1 为 1.13%，较 22Q1 的 1.16% 下滑 3bp，同比上行幅度也收窄 3bp。同时公司拨备覆盖率 22Q2 末达 454.06%，依然保持同业领先水平。房地产方面，22Q2 末风险敞口环比下滑 9.57%，敞口收窄速度进一步提升。其中表内和表外敞口分别下滑 4.59%、16.38%，表外风险敞口占比由 21Q3 末的 48% 下滑至 22Q2 末 39%，收缩明显。

投资建议：守得云开见月明，基本面有望加速修复

随着后续疫情冲击减弱、稳增长政策的落地发力，招行零售信贷需求有望延续改善态势，同时信用风险持续化解，公司基本面或加速修复。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润同比增长 14.23%、16.25% 和 17.27%。维持公司 2022 年目标 PB 1.95 倍，对应目标价 63.51 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复影响零售业务开展，信用风险爆发，政策变化

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	2905	3313	3643	4051	4508
增长率(%)	7.70	14.04	9.98	11.20	11.26
归属母公司股东净利润(亿元)	973	1199	1370	1593	1868
增长率(%)	4.82	23.20	14.23	16.25	17.27
每股收益(元)	3.86	4.76	5.43	6.31	7.41
市盈率(P/E)	8.77	7.12	6.23	5.36	4.57
市净率(P/B)	1.33	1.17	1.04	0.92	0.80

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	33.85 元
目标价格	63.51 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)	698,289.77
流通 A 股市值(百万元)	698,289.77
每股净资产(元)	30.17
资产负债率(%)	90.79
一年内最高/最低(元)	56.23/32.95

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

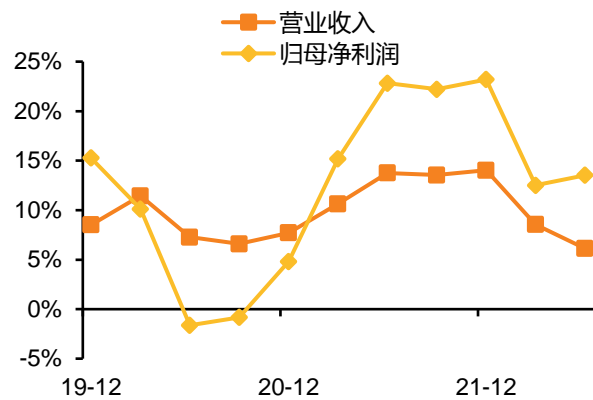


资料来源：聚源数据

相关报告

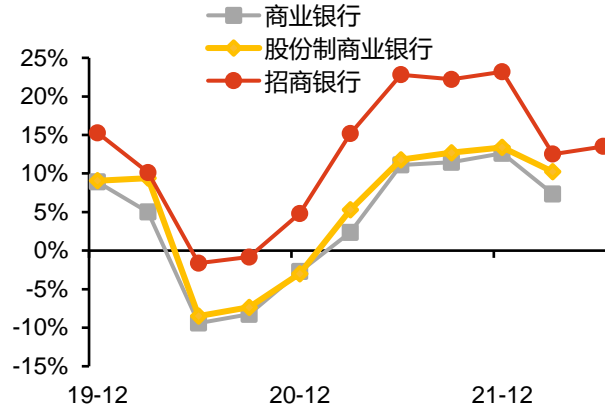
- 《招商银行-季报点评:短期略有波动，但基本面韧性尚足》 2022-04-25
- 《招商银行-年报点评报告:零售 3.0 模式良好开局，大财富飞轮效应有望加速》 2022-03-20
- 《招商银行-公司点评:营收和业绩再创新高，Q4 净息差环比提升》 2022-01-16

图 1：招商银行营收和归母净利润同比增速变化



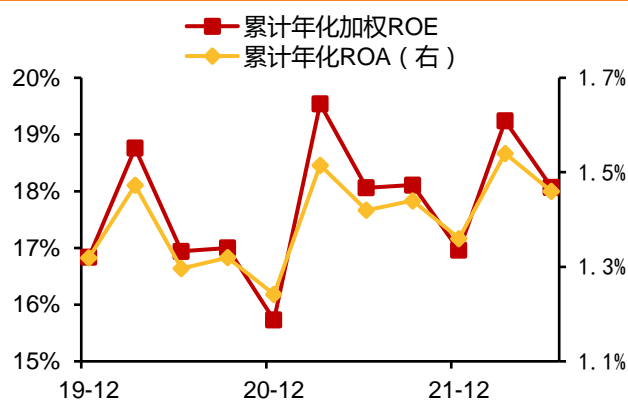
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：招商银行归母净利润同比增速优于行业水平



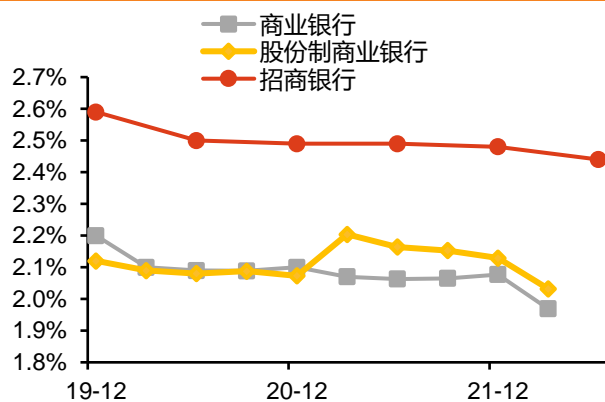
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：招商银行盈利能力强劲



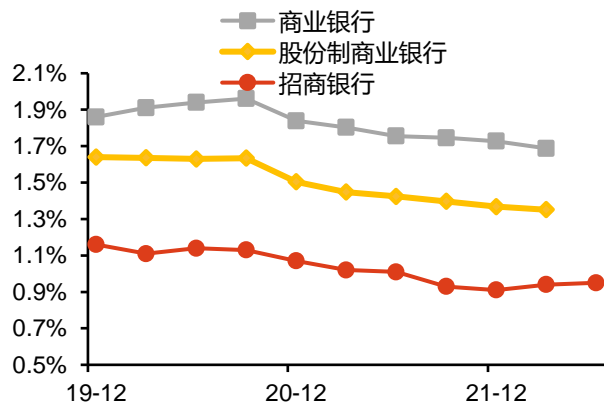
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：招商银行净息差大幅优于行业水平



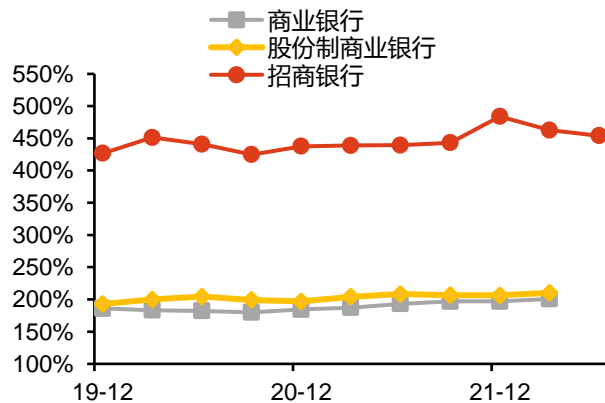
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：招商银行不良率保持在低位运行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：招商银行拨备覆盖率大幅优于行业水平



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	2212	2440	2691	净利润增速	4.8%	23.2%	14.23%	16.25%	17.27%
手续费及佣金	795	944	1086	1249	1436	拨备前利润增速	5.1%	14.4%	12.2%	14.6%	14.5%
其他收入	260	329	345	363	381	税前利润增速	4.5%	21.0%	16.3%	16.3%	17.3%
营业收入	2905	3313	3643	4051	4508	营业收入增速	7.7%	14.0%	9.98%	11.20%	11.26%
营业税及附加	25	28	29	31	32	净利息收入增速	6.9%	10.2%	8.5%	10.3%	10.3%
业务管理费	1003	1141	1210	1266	1320	手续费及佣金增速	11.2%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%
拨备前利润	1875	2145	2406	2756	3157	营业费用增速	12.4%	13.7%	6.0%	4.7%	4.3%
计提拨备	650	664	683	753	808	规模增长					
税前利润	1224	1482	1723	2003	2349	生息资产增速	11.9%	10.6%	12.0%	11.5%	11.0%
所得税	245	273	345	401	470	贷款增速	12.3%	11.1%	13.0%	11.7%	11.0%
净利润	973	1199	1370	1593	1868	同业资产增速	18.0%	29.7%	-8.7%	12.4%	11.0%
资产负债表						证券投资增速	14.6%	5.2%	16.8%	11.2%	11.0%
贷款总额	50291	55700	62841	70303	78133	其他资产增速	36.0%	11.0%	15.0%	15.0%	15.0%
同业资产	6165	7994	7299	8205	9108	计息负债增速	11.4%	9.8%	12.6%	11.9%	11.3%
证券投资	20687	21770	25418	28275	31385	存款增速	16.2%	12.7%	5.3%	11.9%	11.3%
生息资产	80280	88790	99444	110881	123077	同业负债增速	17.3%	-7.5%	12.6%	11.9%	11.3%
非生息资产	3334	3701	4256	4894	5628	股东权益增速	18.2%	18.5%	10.4%	11.7%	12.3%
总资产	83614	92490	103700	115775	128705	存款结构					
客户存款	56641	63852	67255	75243	83713	活期	63.6%	63.7%	63.69%	63.69%	63.69%
其他计息负债	16876	16880	23630	26437	29413	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	94143	105100	116717	贷款结构					
股东权益	7304	8657	9557	10674	11988	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	5.43	6.31	7.41	资产质量					
每股拨备前利润(元)	7.43	8.51	9.54	10.93	12.52	不良贷款率	1.07%	0.91%	0.91%	0.90%	0.89%
每股净资产(元)	25.36	29.01	32.57	36.98	42.18	正常	98.12%	98.25%			
每股总资产(元)	331.54	366.74	411.18	459.06	510.33	关注	0.81%	0.84%			
P/E	8.77	7.12	6.23	5.36	4.57	次级	0.29%	0.31%			
P/PPOP	4.55	3.98	3.55	3.10	2.70	可疑	0.44%	0.37%			
P/B	1.33	1.17	1.04	0.92	0.80	损失	0.34%	0.23%			
P/A	0.10	0.09	0.08	0.07	0.07	拨备覆盖率	437.68%	483.87%	470.11%	494.97%	515.16%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.49%	2.48%	2.42%	2.39%	2.37%	资本充足率	16.54%	17.48%	17.06%	17.07%	17.22%
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%	12.57%	12.79%	13.12%
贷款利率	4.89%	4.87%	4.86%	4.85%	4.85%	资产负债率	91.27%	90.64%	90.78%	90.78%	90.69%
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%	1.40%	1.45%	1.53%						
ROAE	16.00%	17.49%	17.64%	18.16%	18.71%						
拨备前利润率	2.38%	2.44%	2.45%	2.51%	2.58%						

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