

招商银行(600036.SH)

零售拖累营收下行，资产质量波动可控

强烈推荐(维持)

股价: 33.85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)	8,594
流通A股市值(亿元)	6,983
每股净资产(元)	30.17
资产负债率(%)	90.8

行情走势图



相关研究报告

- 《招商银行*600036*财富管理拖累营收，短期波动不改长期配置价值》 2022-04-24
- 《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

证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号
S1060520080003
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:

招商银行发布半年报，2022年上半年实现营业收入1790.9亿元，同比增长6.1%，实现归母净利润694.2亿元，同比增长13.5%。ROE18.07%，同比上升0.01pct。上半年末总资产9.72万亿元，较年初增长5.1%，其中贷款较年初增长6.5%，存款较年初增长10.9%。

平安观点:

■ **营收持续放缓，基金代销拖累中收。**招商银行上半年归母净利润同比增长13.5% (vs+12.5%，22Q1)，增速边际提升，我们认为主要受到拨备计提放缓影响，上半年信用减值损失同比减少1.0% (vs+4.8%，22Q1)。营收增速进一步放缓，同比增长6.1% (vs+8.5%，22Q1)，主要受中收拖累。具体来看营收端各分项：1)上半年净利息收入同比增长8.4% (vs+10.0%，22Q1)，我们认为净利息收入增长边际放缓主要是由于在规模增速相对平稳情况下净息差收窄的拖累；2)上半年手续费及佣金净收入受到上半年资本市场波动加剧影响增速下滑，同比增长2.2% (vs+5.5%，22Q1)，财富管理收入同比减少8.1%，分项中代理基金收入同比下降47.0%，为主要拖累因素，但其他分项增长依旧靓丽，代理理财/保险收入同比分别增长22.6%/61.6%。中收其他板块中，资产管理依旧延续高增长态势，同比增长32.8%，占中收比重提升至11.0%，主要依托子公司招银理财和招商基金的资产管理规模增长驱动。

■ **贷款收益率下行导致息差回落，揽储优势持续稳固。**公司上半年净息差2.44%，Q2单季净息差2.37% (vs2.51%，22Q1)，息差环比回落，我们判断主要由资产端收益率下行所致。**资产端来看**，公司Q2贷款收益率环比下降13BP至4.55%，带动生息资产收益率环比下降11BP至3.86%，我们认为受到价格和结构的双重影响，一方面受到LPR多次下调导致定价下行，另一方面上半年疫情冲击下贷款结构更多投向对公，零售贷款较年初增长3.4% (vs对公贷款规模较年初增长7.0%)，其中收益率相对较高的信用卡贷款较年初仅增长1.7%。**但值得注意的是**，伴随疫后复苏加快，零售贷款尤其是信用卡贷款增长于2季度出现改善，我们认为后续结构面影响将趋于缓和，以母公司口径为例，Q2单季投放零售贷款增量为Q1的1.8倍，其中信用卡贷款为主要贡献，占Q2零售贷款增量的48%。

	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	13.9	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)	8.8	7.1	6.0	5.1	4.4
P/B(倍)	1.3	1.2	1.0	0.9	0.8

负债端来看，公司 Q2 付息负债成本率环比提升 3BP 至 1.61%，存款成本率环比提升 6BP 至 1.52%，主要由于企业经营压力抬升导致资金活化不足，对公活期存款较年初仅增长 5.7%，与行业趋势一致。但从整体增长情况来看，公司上半年存款较年初增长 10.9%，同比增长 17.7% (vs+14.6%，22Q1)，同比增速保持高水平且进一步提升，其中上半年末零售客户存款余额较年初增长 13.1% (vs YoY+12.6%，21A)，超出 21 年全年增速，体现出公司扎实的揽储能力。

- **不良环比上行，风险抵补充足。**公司上半年末不良率 0.95% (vs0.94%，22Q1)，较上年抬升 4BP，主要受对公领域的风险暴露影响。其中：对公/零售不良率分别较上年抬升 11BP、1BP 至 1.35%、0.82%，我们认为主要受到房地产客户风险上升及局部地区疫情对零售资产的扰动。我们测算公司 Q2 单季年化不良生成率 1.11% (vs1.16%，22Q1)，伴随疫后修复，我们看到公司资产质量压力边际有所缓和。前瞻性指标来看，公司上半年末关注率 1.01% (vs0.96%，22Q1)，环比上升 5BP，上半年受地产和疫情影响贷款风险呈现短期上升压力，未来仍有待持续观察，同时也与公司资产分类认定标准更为严格有关。从风险抵御能力来看仍然较强，上半年拨备覆盖率 454%，环比下降 9pct，拨贷比 4.32%，环比下降 3BP，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 2 季度末零售 AUM 较年初增长 8.9%至 11.7 万亿，其中，金葵花及以上、私行 AUM 分别同比较上年末增长 8.3%/7.5%，截至二季度末，本公司已在 92 个境内城市和 6 个境外城市建立了 184 家私人银行中心，公司在中高端客群的优势依然稳固。上半年零售客户数和 AUM 增长受资本市场低迷影响略有放缓，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“投行私科研”一体化服务特色，为零售银行、投资银行、供应链金融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：零售竞争优势稳固，看好长期配置价值。**受经济下行压力加大影响行业面临挑战增多，公司上半年在盈利和资产质量方面也承受一定压力，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。结合公司半年报，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 1.0x/0.9x/0.8x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：1) 宏观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) 中美摩擦升级导致外部风险抬升。**

图表1 招商银行2022年半年报财务报表核心指标

	百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
利润表 (累计)	营业收入	84,751	168,749	251,410	331,253	91,990	179,091
	YoY	10.6%	13.7%	13.5%	14.0%	8.5%	6.1%
	利息净收入	49,524	99,341	150,638	203,919	54,464	107,692
	YoY	8.2%	9.3%	8.7%	10.2%	10.0%	8.4%
	中收收入	27,202	52,254	75,734	94,447	28,695	53,405
	YoY	23.3%	23.6%	19.7%	18.8%	5.5%	2.2%
	信用减值损失	20,545	41,880	56,266	66,355	21,523	41,477
	YoY	0.9%	3.6%	7.1%	2.0%	4.8%	-1.0%
	拨备前利润	60,638	118,203	172,922	214,528	65,890	125,101
YoY	9.7%	14.4%	15.0%	14.4%	8.7%	5.8%	
归母净利润	32,015	61,150	93,615	119,922	36,022	69,420	
YoY	15.2%	22.8%	22.2%	23.2%	12.5%	13.5%	
利润表 (单季)	营业收入	84,751	83,998	82,661	79,843	91,990	87,101
	YoY	10.6%	17.1%	13.1%	15.6%	8.5%	3.7%
	归母净利润	32,015	29,135	32,465	26,307	36,022	33,398
YoY	15.2%	32.5%	21.1%	26.8%	12.5%	14.6%	
资产负债表	总资产	8,664,641	8,885,886	8,917,440	9,249,021	9,415,379	9,724,996
	YoY	11.6%	10.6%	9.3%	10.6%	8.7%	9.6%
	贷款总额	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105	5,931,807
	YoY	12.3%	11.0%	9.9%	10.8%	8.4%	10.2%
	公司贷款		2,091,932		2,150,938		2,301,082
	占比		39%		39%		39%
	零售贷款		2,864,990		2,987,791		3,090,374
	占比		53%		54%		52%
	票据贴现		426,076		431,305		540,351
	占比		8%		8%		9%
存款总额	5,827,214	5,980,165	6,011,965	6,347,078	6,680,094	7,037,185	
YoY	12.8%	9.9%	9.4%	12.8%	14.6%	17.7%	
活期存款		3,970,864		4,210,678		4,474,124	
占比		66%		66%		64%	
定期存款		2,009,301		2,136,400		2,563,061	
占比		34%		34%		36%	
财务比率 (%)	净息差	2.52	2.49	2.48	2.48	2.51	2.44
	成本收入比	26.54	27.95	29.15	33.12	26.10	27.76
	ROE(年化)	19.52	18.06	18.11	16.96	19.24	18.07
资产质量指标 (%)	不良率	1.02	1.01	0.93	0.91	0.94	0.95
	关注率		0.70		0.84	0.96	1.01
	拨备覆盖率	438.88	439.46	443.14	483.87	462.68	454.06
	拨贷比	4.47	4.45	4.13	4.42	4.35	4.32
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	10.6	10.46	10.77	11.17	11.15	10.73
	一级资本充足率	11.99	11.84	12.12	13.19	13.06	12.60
	资本充足率	13.53	13.38	13.65	14.71	14.50	14.03
零售客户数(万户)	零售客户数(万户)	16,100	16,500	16,900	17,300	17,600	17,800
	YoY	10.3%	9.3%	9.0%	9.5%	9.3%	7.9%
	财富管理客户数(万户)	331	344	355	367	389	402
	YoY	18.8%	17.8%	17.7%	18.4%	17.7%	17.0%
	私人银行客户数(户)	106,887	111,947	117,109	122,064	125,183	130,029
	YoY	24.0%	23.0%	22.1%	22.1%	17.1%	16.2%
	零售AUM	95,946	99,850	103,741	107,592	113,393	117,177
	YoY	21.7%	20.8%	20.2%	20.3%	18.2%	17.4%
	财富管理AUM	78,802	82,207	85,289	88,364	92,563	95,714
YoY	23.0%	21.7%	20.4%	20.3%	17.5%	16.4%	
私人银行AUM	29,840	31,292	32,655	33,939	35,008	36,479	
YoY	27.3%	25.3%	22.8%	22.3%	17.3%	16.6%	

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
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
传真：(021) 33830395

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