

全国性股份制银行 III

招商银行 (600036.SH)

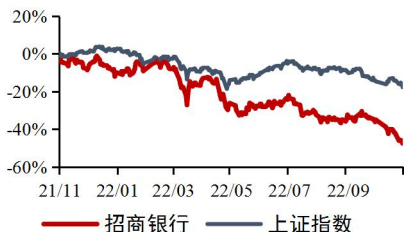
买入-A(首次)

财富管理业务稳健，不良率略有提升但资产质量仍较优质

2022年10月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月28日

收盘价(元):	27.18
年内最高/最低(元):	54.90/26.99
流通A股/总股本(亿):	206.29/252.20
流通A股市值(亿):	5,606.95
总市值(亿):	6,854.75

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益:	4.15
摊薄每股收益:	4.15
每股净资产(元):	36.79
净资产收益率:	11.64

分析师:

崔晓雁

执业登记编码: S0760522070001

邮箱: cuixiaoyan@sxzq.com

研究助理:

王德坤

邮箱: wangdekun@sxzq.com

事件描述

➢ 1-3Q22 营收 2648 亿元、同比+5.34%，PPOP1801 亿元、同比+4.14%，归母净利润 1069 亿元、同比+14.21%，加权平均 ROE 18.22%、同比+0.11pct。利息净收入、手续费及佣金净收入、投资收益收入占比分别 61.2%、28.6%、6.0%，同比增速分别+7.63%、+0.02%、-6.86%。Q322 营收 857.42 亿元、同比+3.7%、环比-1.6%，归母净利润 375.02 亿元、同比+15.5%、环比+12.3%。

事件点评

➢ 规模稳健增长，息差略有承压。1-3Q22 生息资产平均余额 8.98 万亿元、同比+10.6%，生息收益率 3.90%、同比-8BP；计息负债平均余额 8.32 万亿元、同比+8.2%，负债成本率 1.60%、同比+1BP。净息差 2.41%、同比-7BP。

➢ 非息收入占比略有下降。1-3Q22 非息收入 1027 亿元、同比+1.92%，占营收比 38.78%、同比-1.3pct。权益市场震荡下行，公司代销基金、代理证券交易收入同比-46.89%、-32.74%。同时，公司持续压降融资类信托产品销售，代销信托收入同比-47.88%。公司加大了保险产品供应、旗下子公司管理规模增长及信用卡交易量增长，使代销保险收入、资管手续费收入及银行卡手续费同比+47.81%、+22.32%、+6.54%，为主要非息收入增量。Q322 末零售 AUM 11.96 万亿、较年初+11.16%，可保障公司财富管理业务稳健发展。

➢ 不良生成略有提升，但确认及处置力度较大且拨备覆盖率较高。Q322 末不良贷款率 0.95%、较年初上升 0.04pct，拨备覆盖率 455.67%、较年初-28.2pct。1-3Q22 不良生成率 1.13%、同比+0.18pct，其中对公不良主要由房地产贷款生成，零售主要信用卡业务生成。1-3Q22 计提贷款减值损失 340.44 亿元、同比+202.9%，确认力度大；处置不良贷款 420.26 亿元、同比+12.6%。表内涉房贷款 4737 亿元、较年初-7.38%，其中对公贷款 3470 亿元，占比 6.13%、较年初-0.65pct，房地产对公不良率 3.32%、较年初+1.93pct，主要因生成率提高及房地产不良处置周期长。涉房贷款风险总体可控。

投资建议

➢ 预计公司 2022-24E 归母净利润 1365、1547、1738 亿元，同比+13.82%、+13.31%、+12.39%。公司当前股价对应 2022E PE 5.48x，PB 0.74x，估值处近 5 年绝对低位。考虑到公司财富管理转型领先、盈利能力较强且可能受益于房地产经营改善而使得资产质量担忧减轻，给予“买入-A”评级。

风险提示

➢ 财富管理业务发展不及预期，信贷增速不及预期，净息差持续下行等。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	290,482	331,253	344,885	378,880	416,685
YoY(%)	7.70	14.04	4.12	9.86	9.98
归母净利润(百万元)	97,342	119,922	136,493	154,666	173,831
YoY(%)	4.82	23.20	13.82	13.31	12.39
ROE(%)	15.73	16.96	14.61	14.11	13.57
EPS(元)	3.79	4.61	5.45	6.18	6.94
BVPS(元)	28.96	34.33	40.31	47.27	55.08
P/E(倍)	7.17	5.90	5.48	4.84	4.30
P/B(倍)	0.94	0.79	0.74	0.63	0.54

数据来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金						<b>营业收入</b>	290,482	331,253	344,885	378,880	416,685
现金及存放央行款项	538,446	567,208	640,488	751,106	875,193	手续费及佣金净收入	79,486	94,447	100,090	113,434	129,034
结算备付金						其中：代理买卖证券业务净收入					
发放贷款和垫款	4,804,361	5,335,391	6,138,016	6,755,745	7,451,063	证券承销业务净收入					
存放同业款项	103,335	80,350	106,748	125,184	145,866	受托客户资产管理业务净收入					
融出资金						利息净收入	185,031	203,919	213,698	223,933	241,807
交易性金融资产	495,723	348,123	480,366	563,330	656,395	投资净收益	19,162	21,852	23,571	27,730	31,591
衍生金融资产	47,272	23,390	21,350	25,037	29,173	<b>营业支出</b>	167,839	183,234	181,316	188,987	197,904
买入返售金融资产	286,262	524,601	213,496	250,369	291,731	税金及附加	2,478	2,772	2,932	3,220	3,542
存出保证金						管理费用	96,745	109,727	107,857	112,000	115,300
长期股权投资	14,922	23,654	24,203	24,203	24,203	<b>营业利润</b>	122,643	148,019	163,569	189,893	218,781
固定资产	68,153	79,021	95,000	100,000	105,000	加：营业外收入	280	318	300	300	300
无形资产	9,711	8,802	8,500	8,500	8,500	减：营业外支出	483	164	150	150	150
<b>资产总计</b>	8,361,448	9,249,021	10,674,796	12,518,439	14,586,555	<b>利润总额</b>	122,440	148,173	163,719	190,043	218,931
向中央银行借款	331,622	159,987	193,163	226,524	263,947	减：所得税	24,481	27,339	26,195	34,208	43,786
同业及其他金融机构存放款	723,402	753,018	724,361	849,465	989,802	<b>净利润</b>	97,959	120,834	137,524	155,835	175,145
应付短期融资款						减：少数股东损益	617	912	1,031	1,169	1,314
吸收存款	5,664,135	6,385,154	7,440,335	8,552,323	9,756,640	归属于母公司所有者的净利润	97,342	119,922	136,493	154,666	173,831
拆入资金	143,517	170,650	193,163	226,524	263,947						
交易性金融负债	60,351	63,761	67,607	79,283	92,382	<b>财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
衍生金融负债	50,061	27,282	28,974	33,979	39,592	净利润率	33.72	36.48	39.88	41.13	42.03
卖出回购金融资产款	142,927	157,660	144,872	169,893	197,960	ROA	1.24	1.37	1.38	1.34	1.29
代理买卖证券款						ROE	15.73	16.96	14.61	14.11	13.57
应付债券	346,141	446,645	386,326	453,048	527,894	EPS(元)	3.88	4.79	5.45	6.18	6.94
长期借款						BVPS(元)	28.96	34.33	40.31	47.27	55.08
<b>负债总计</b>	7,631,094	8,383,340	9,658,149	11,326,206	13,197,360	PE(X)	7.00	5.67	5.48	4.84	4.30
<b>所有者权益合计</b>	730,354	865,681	1,016,647	1,192,232	1,389,196	PB(X)	0.94	0.79	0.74	0.63	0.54
股本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	DPS(元)	1.20	1.25	1.43	1.62	1.84
少数股东权益	6,604	6,936	8,185	8,185	8,185	分红比率	32.46	32.01	30.00	30.00	30.00
归属于母公司所有者权益合计	723,750	858,745	1,008,46	1,184,04	1,381,011	<b>资产充足率</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>资产质量</b>						风险加权资产	4,964,542	5,563,724	6,743,487	7,607,345	8,577,998
不良贷款率	1.07	0.91	0.95	0.90	0.88	资本充足率	16.54	17.48	16.69	17.10	17.46
正常类	98.12	98.25	98.05	98.10	98.10	一级资本充足率	13.98	14.94	14.65	15.30	15.86
关注类	0.81	0.84	1.00	1.00	1.02	核心一级资本充足率	12.29	12.66	12.77	13.63	14.38
次级类	0.29	0.31	0.35	0.35	0.35	资产负债率	91.27	90.64	90.48	90.48	90.48
拨备覆盖率	437.68	483.87	450.00	450.00	430.00	负债权益比	10.45	9.68	9.50	9.50	9.50
生息资产	4.13	3.98	3.77	3.73	3.67						
计息负债	1.73	1.59	1.62	1.66	1.66						
净息差	2.49	2.48	2.26	2.12	2.03						

数据来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

