

业绩增速平稳，零售投放修复、息差降幅趋缓

招商银行(600036)

评级:	买入	股票代码:	600036
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	54.9/26.99
目标价格:		总市值(亿)	6,854.75
最新收盘价:	27.18	自由流通市值(亿)	6,929.50
		自由流通股数(百万)	25,494.85

事件概述

招商银行发布 2022 年三季报：2022Q1-3 实现营收 2648.33 亿元(+5.34%，YoY)，营业利润 1293.75 亿元(+10.97%，YoY)，归母净利润 1069.22 亿元(+14.21%，YoY)；三季度末总资产 9.71 万亿元(+8.86%，YoY；-0.18%，QoQ)，存款 7.09 万亿元(+17.93%，YoY；+0.75%，QoQ)，贷款 5.99 万亿元(+8.97%，YoY；+1.05%，QoQ)。净息差 2.41%(-7bp，YoY)；不良贷款率 0.95%(+0bp，QoQ)，拨备覆盖率 455.67%(+1.61pct，QoQ)，拨贷比 4.34%(+0.02pct，QoQ)；资本充足率 17.17%(+0.37pct，QoQ)；年化 ROE18.22%(+0.11pct，YoY)。

分析判断：

► 财富收入降幅走阔拖累营收，其他减值回冲保障业绩平稳增长

招商银行前三季度累计实现营收和 PPOP 分别同比+5.3%/+3.9%，较上半年分别降低 0.8pct/2.0pct，一方面息差同比延续收窄下，利息净收入增速小幅回落 0.78pct；另一方面前三季度累计手续费净收入基本持平上年同期，增速较上半年回落 2.2pct，Q3 单季负增 4.8%，主要是资本市场波动、产品策略调整等影响财富管理收入累计同比-13.1%，缺口较上半年拉大，Q3 单季同比-25%。其中代理基金同比负增 46.9%缩量近半，压降融资类信托下、代理信托收入同比-47.9%，代理保险和理财收入分别同比+47.8%/+15.9%，但增速也较前期有所放缓。财富类中收波动的同时，银行卡、清结算、资管、托管业务手续费分别实现+6.5%/+8.9%/+22.3%/+6.6%的同比增速，对中收形成支撑，但增速也较上半年回落。从业务指标来看，9 月零售客户数和 AUM 分别环比 Q2 再增 2.2%和 2.1%至 1.82 亿户和 11.96 万亿元，AUM/总资产较中期延续提升 2.7pct 至 123.2%。单季新增 2400 亿元 AUM 中，从产品类型看，800 亿元来自理财，比例较此前有所提升；从客群看，78%来自金葵花客户，但金葵花和私行客户 AUM 同比增速均延续降低至 14.4%和 14.6%。

营收端承压下，前三季度减值损失同比-9.9%，较上半年-1%压降更多，反哺利润增速同比+14.2%，较 22H1 提升 0.7pct，季度业绩增长平稳。减值少提主要是非信贷类减值有所回拨，因前期计提充分以及买入返售业务规模降低、同业风险降低；受地产等领域风险影响，贷款减值计提规模大幅提升，前三季度累计计提 340 亿元，同比+203%，相应的年化信用成本率 0.81%，同比上升 0.32pct，但环比上半年降低 0.2pct。

► Q3 资产扩表和信贷投放趋缓，零售贷款边际修复助力稳息差

三季度公司规模增长趋缓，总资产、贷款分别同比+8.9%/+9.0%，环比中期降低 0.6pct/1.4pct；压降同业资产调结构下、总资产环比减少 0.2%，而贷款季度环比+1.1%，Q3 单季净增 626 亿元仅为上年同期的 53%。但从日均余额来看，Q3 单季总资产和贷款日均规模同比分别+10.9%/+9.8%，今年以来逐季提升。

贷款投向来看，Q3 对公和零售贷款分别同比+9.2%/+7.3%，增速较中期再降 0.8pct/0.5pct，时点值上对公贷款环比年中负增 0.7%，企业有效融资需求偏弱，票据增量也明显下降，所以三季度增量主要来自零售贷款，零售投放边际改善。具体从母行口径看对公和零售贷款结构：1) 对公方面，Q3 贷款增量集中在制造业，规模较中期降低的行业包括建筑、租赁商务、房地产、批零等，主要受房地产风险暴露和疫情冲击影响消费。2) 三季度零售贷款新增 714 亿元低于上年同期，其中按揭投放进度仍偏慢、环比+0.4%，信用卡和消费贷虽同比少增，但从环比增幅来看边际有所修复。

负债端，得益于居民储蓄意愿的提升，三季度存款同比+17.9%，较 Q2 进一步提升 0.2pct，带动负债端存款占比较中期提升 1.1pct 至 81.3%，日均余额口径占比升至 83.5%。新增存款主要来自对公和零售定期存款，存款

定期化率较中期上行 2.1pct 至 38.9%。

前三季度累计净息差为 2.41%，基数抬高下同比降 7BP，较上半年降幅略走阔，但 Q3 单季净息差收录 2.36%，环比仅降低 1BP，降幅较 Q2 明显收窄。一方面得益于贷款结构的调整，Q3 贷款收益率降幅较 Q2 放缓，另一方面存款挂牌利率下调背景下，存款付息率抬升的幅度也有所收窄，叠加资负两端调结构，息差相对企稳。

► 质量表现指标波动但生成情况改善，拨备率环比止跌回升

招商银行三季度不良率 0.95%，环比持平中期，其中母行口径的零售不良率持平中期，对公则增加 3BP，主要是房地产行业不良率环比+37BP 至 3.32%，但公司披露地产不良生成逐季下降，地产领域表内外风险敞口也在加速压降。先行指标看，关注类贷款和逾期贷款均上行，三季度占比分别为 1.14%、1.21%，环比+13BP、+5BP，对公和零售端均上行。但 Q1-3 母行口径不良生成率 1.13%持平上半年，且其中零售贷款三季度不良生成规模已经较 Q2 有所降低。三季度拨备覆盖率收录 455.67%，环比中期提升 1.6pct，今年连续两个季度下行后环比回升。

投资建议

总体来看，在实体融资需求修复偏弱、地产领域风险、资本市场波动等因素影响下，招行三季度面临一定压力，包括扩表增速放缓、财富业务收入缩减、存款定期化、资产质量指标波动等，但同时三季度也有边际改善的方面，包括：1) 零售贷款投放修复明显，是三季度主要贷款增量来源；2) 存款表现突出、资负结构优化，调结构下三季度息差趋稳；3) 表内外风险敞口持续压降下，不良生成情况改善，拨备率环比止跌回升；4) 前期表外减值计提足够充分，高安全垫保障业绩增速平稳。

我们仍然看好招行财富战略先行构建的长期竞争优势，18.22%的年化 ROE 领先同业，目前对应 2022 年不到 0.9 倍的动态 PB 水平，具备较高性价比。我们维持公司 22-24 年营收 3659/4124/4695 亿元的预测，归母净利润 1379/1609/1888 亿元的预测，对应增速为 15.0%/16.6%/17.3%；维持 22-24 年 EPS 5.40/6.32/7.42 元的预测，对应 2022 年 10 月 28 日 27.18 元/股收盘价，PB 分别为 0.83/0.73/0.65 倍，估值回落后提升后续修复空间，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、整体经济未来修复不及预期，信用成本大幅提升的风险；
- 2、公司的重大经营风险等。

盈利预测与估值

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	290,482	331,253	365,906	412,382	469,455
(+/-)	7.7%	14.0%	10.5%	12.7%	13.8%
归母净利润	97,342	119,922	137,935	160,899	188,766
(+/-)	4.8%	23.2%	15.0%	16.6%	17.3%
每股收益 (元)	3.79	4.69	5.40	6.32	7.42
每股净资产 (元)	25.36	29.01	32.71	37.02	42.07
P/E	7.2	5.8	5.0	4.3	3.7
P/B	1.07	0.94	0.83	0.73	0.65

资料来源：公司公告、华西证券研究所

分析师：刘志平

邮箱：liuzp1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020001

分析师：李晴阳

邮箱：liqy2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070001

分析师与研究助理简介

刘志平：华西证券银行首席分析师，上海财经大学管理学硕士学位，研究领域主要覆盖银行、金融行业。从业经验十多年，行业研究深入，曾任职于平安证券研究所、国金证券研究所、浙商证券研究所。

李晴阳：华西证券银行分析师，华东师范大学金融硕士，两年银行行业研究经验，对监管政策和行业基本面有深入研究，曾任职于平安证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。