

招商银行(600036.SH)

息差降幅收窄，财富管理拖累中收

强烈推荐(维持)

股价：27.18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)	6,725
流通A股市值(亿元)	5,607
每股净资产(元)	31.69
资产负债率(%)	90.4

行情走势图



相关研究报告

- 《招商银行*600036*零售拖累营收下行，资产质量波动可控》 2022-08-20
- 《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

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：

招商银行发布三季报，2022年前三季度实现营业收入2648亿元，同比增长5.3%，实现归母净利润1069亿元，同比增长14.2%。年化ROE18.22%，同比上升11BP。3季度末总资产9.71万亿元，较年初增长5.0%，其中贷款较年初增长7.6%，存款较年初增长11.7%。

平安观点：

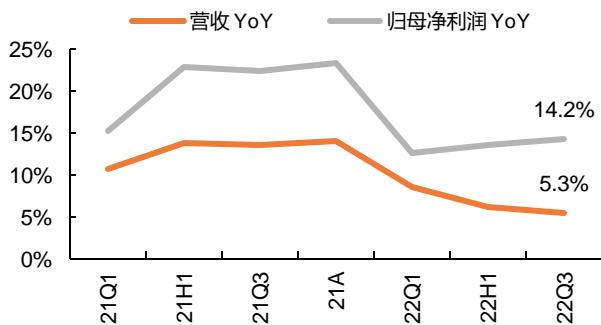
■ **盈利符合预期，财富管理拖累中收。**招商银行前三季度归母净利润同比增长14.2% (vs+13.5%，22H1)，整体符合预期，我们认为在营收承压的背景下，拨备对盈利支撑力度加大，前三季度信用减值损失同比减少10.9% (vs-1.0%，22H1)。在息差收窄和财富管理业务增长乏力的共同影响下，招行前三季度营收增速进一步放缓，同比增长5.3% (vs+6.1%，22H1)。拆分来看，前三季度净利息收入同比增长7.6% (vs+8.4%，22H1)，中收同比零增长2.2% (vs+2.2%，22H1)。其中，拖累手续费增长最大的因素依然是财富管理板块中基金和信托代销业务，同比分别下降47%和48%，分别受到资本市场低迷和地产景气度下行的影响，与行业趋势一致。不过今年以来理财和保险代销表现亮眼，同比分别增长16%/48%，这一方面反映居民资产配置保守化倾向，另一方面也体现了招行在财富管理储备的广度和深度。

■ **息差降幅收窄，存款定期化趋势延续。**公司前三季度净息差2.41%，Q3单季净息差2.36% (vs2.37%，22H1)，息差仍在下行但降幅明显收窄(2季度收窄14BP)。拆分来看，资产端依然是拖累息差的主要因素，受LPR下行影响贷款收益率环比继续下降7BP至4.48%。与此同时，存款端定期化趋势仍在延续，招行活期日均余额61.8%，较上半年进一步下降0.4个百分点，使得存款成本率季度环比上升了2BP至1.54%，我们认为短期来看压制公司息差的因素依然存在，尤其是经济下行背景下贷款定价压降的趋势难以扭转，不过我们也观察到一些积极信号，一方面招行3季度零售信贷的投放延续了修复趋势，季度环比增长2.4%，有助于缓和贷款综合定价下行，另一方面，预计存款定价下行对成本的改善也将持续体现，从而从资产端的下行起到一定对冲。

	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)	7.0	5.7	4.8	4.1	3.6
P/B(倍)	1.1	0.9	0.8	0.7	0.6

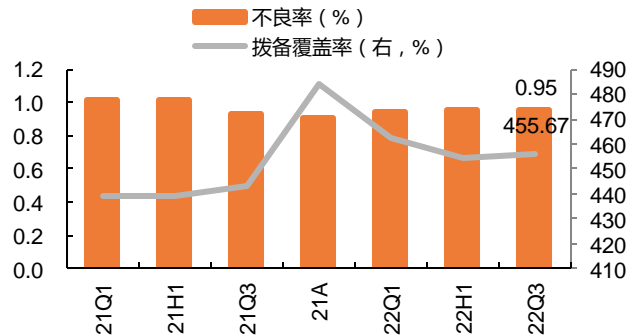
- 风险压力可控，拨备夯实无虞。** 招行前三季度末不良率 0.95%，较半年末持平，但关注率仍在上行通道，季度环比提升 13BP 至 1.14%，公司前三季度披露口径不良生成率 1.13%，同比上升 18BP，受疫情与地产风险暴露的影响，资产质量的潜在压力依然存在，不过从绝对水平来看，招行资产质量核心指标表现依然居于行业低位，我们认为整体压力可控。拨备方面，3 季度末拨备覆盖率 456%，拨贷比 4.34%，环比分别上升 2pct/2BP，拨备绝对水平仍位于同业前列。
- 零售 AUM 增速回升，财富管理优势稳固。** 公司 3 季度末零售 AUM 较年初增长 11.2% 至 12.0 万亿，其中，金葵花及以上、私行 AUM 分别同比较上年末增长 10.5%/9.3%，增速均快于半年末水平，经济下行背景下，零售 AUM 的稳健增长反映出招行在零售端的优势依然稳固。同时，公司提出要坚持数字化运营模式和“投商私科研”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：经济波动压制零售银行估值，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，公司前三季度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 3 季报，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 0.8x/0.7x/0.6x，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 招商银行营收和利润增速（累计）



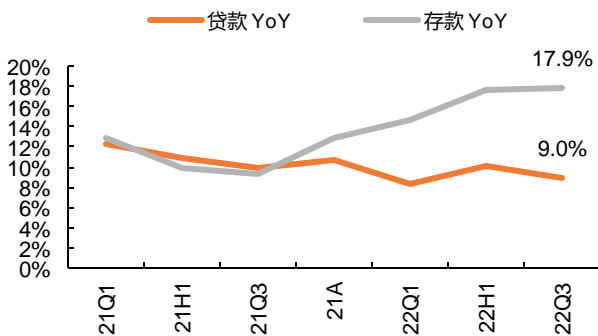
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 招商银行不良率和拨备覆盖率



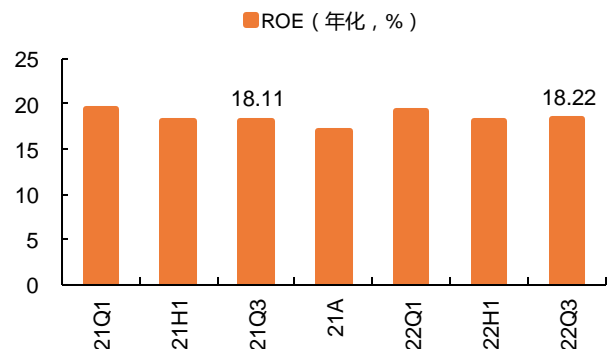
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 招商银行存、贷款总额同比增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 招商银行前三季度年化ROE同比提升11BP



资料来源：公司公告，平安证券研究所

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
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