

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2022年10月31日

## 不良生成率趋稳，涉房风险敞口继续收缩

### 业绩增速平稳提升，盈利能力依旧强劲

公司 22Q1-Q3 营收和归母净利润同比增长 5.34%、14.21%，同比增速分别较 22H1 下滑 0.79pct、提升 0.69pct。业绩归因分析来看，生息资产扩张的拉动效应依旧处于较高水平，同时拨备反哺效应边际提升。22Q1-Q3 公司年化加权平均 ROE 同比提升 0.11pct 至 18.22%，较 22H1 提升 0.15pct。

### 净息差企稳，信贷投放有的放矢

22Q3 公司净息差达 2.36%，环比略微下滑 1bp，其中贷款收益率环比下滑 7bp。公司合理配置资产，在同业资产收益率边际提升下，22Q3 生息资产收益率环比持平。信贷投放方面，22Q3 末贷款余额同比增长 8.97%；其中对公和零售分别同比增长 9.15%、7.32%，票据贴现同比增速下滑明显。

具体来看，母行零售贷款中，小微、消费、信用卡、个人住房贷款余额同比增长 12.61%、29.46%、6.19%、3.59%；22Q3 个人住房贷款同比少增 107.25 亿元，占零售同比少增量的 91%。对公贷款中制造业和房地产贷款余额同比增长 33.65%、下滑 3.3%；22Q3 房地产贷款同比少增 130.14 亿元，占对公贷款同比少增量的 88%，制造业贷款同比多增 193.04 亿元，投放强劲。

### 轻型银行战略深入推进，财富管理业务多点开花

受资本市场波动影响，22Q1-Q3 公司代销基金收入和代理证券交易收入同比下滑 46.89%、32.74%；同时在持续压缩融资类信托产品影响下，代理信托计划收入同比下滑 47.88%。不过公司持续强化多元资产配置能力，代销保险和代理理财收入同比增长 47.81%、15.94%，对财富管理收入形成一定支撑。22Q3 末零售 AUM 总量逼近 12 万亿元，同比增速达 15.28%，其中私行 AUM 达 3.74 万亿元，同比增速为 14.56%，均在高基数上实现快速增长。

### 资产质量继续压实，涉房风险持续化解

22Q3 末公司不良率环比持平为 0.95%，关注率和逾期率环比提升 13bp、5bp 至 1.14%、1.21%。22Q1-Q3 母行年化不良生成率为 1.13%，较 22H1 持平。细分来看，房地产信用风险继续暴露，母行对公房地产不良率攀升至 3.32%。公司继续收缩涉房风险敞口，22Q3 末公司表外和表内涉房敞口分别环比下滑 4.05%、0.72%，合计环比收窄 2.75%，同比下行幅度高达 21.15%。房地产及零售风险暴露下，公司前瞻性增提贷款信用损失准备，加厚安全垫，22Q3 同比多增提达 145 亿元，带动 22Q1-Q3 贷款信用减值损失同比增长 203%。资产质量压实下，22Q3 末拨备覆盖率环比提升 1.61pct 至 455.67%。

### 基本面持续修复，财富管理长期大有可为

短期波动不改公司长期成长性，在后续房地产风险逐步出清、疫情影响边际缓释下，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%，目前公司 PB (MRQ) 为 0.9 倍，给予公司 2023 年目标 PB 1.5 倍，对应目标价 55.48 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**零售贷款投放不及预期，零售 AUM 增速放缓，信用风险波动

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)	6.95	5.64	4.94	4.25	3.62
市净率(P/B)	1.06	0.92	0.82	0.73	0.64

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	26.82 元
目标价格	55.48 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)	553,268.29
流通 A 股市值(百万元)	553,268.29
每股净资产(元)	31.69
资产负债率(%)	90.44
一年内最高/最低(元)	54.90/26.30

### 作者

**郭其伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001

**范清林** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521080004  
fanqinglin@tfzq.com

**刘斐然** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120002  
liufeiran@tfzq.com

### 股价走势

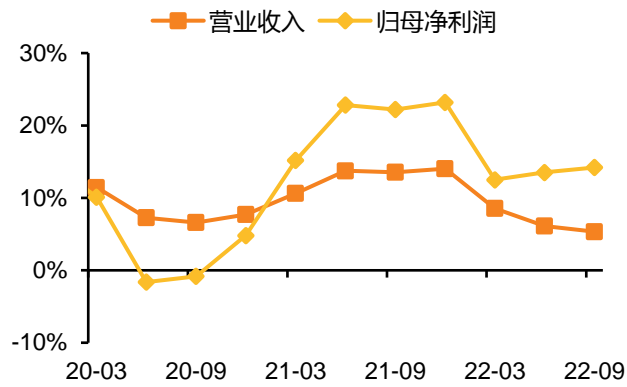


资料来源：聚源数据

### 相关报告

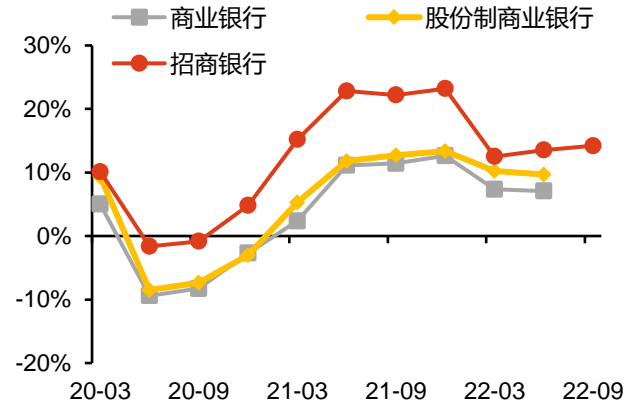
- 《招商银行-半年报点评:业绩增速向上，财富管理韧性不减》 2022-08-20
- 《招商银行-季报点评:短期略有波动，但基本面韧性尚足》 2022-04-25
- 《招商银行-年报点评报告:零售 3.0 模式良好开局，大财富飞轮效应有望加速》 2022-03-20

图 1：招商银行营收和归母净利润同比增速



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股份行整体水平



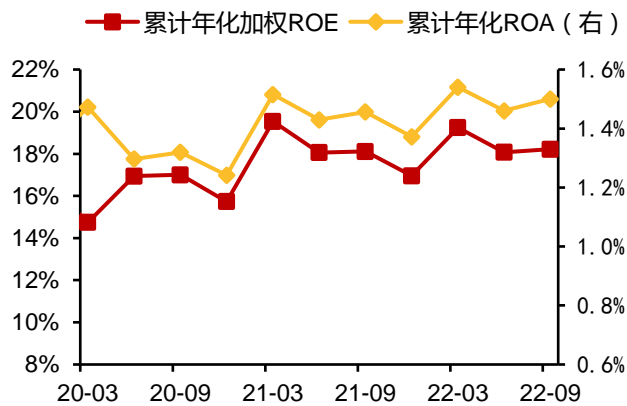
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：近一年招商银行业绩增速归因分析

业绩归因分析 (累计)	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30
生息资产规模	10.86%	10.81%	9.69%	9.59%	9.37%
净息差	-2.12%	-0.60%	0.28%	-1.18%	-1.74%
手续费及佣金净收入	3.43%	2.59%	-1.59%	-2.14%	-2.54%
其他非息收入	1.37%	1.24%	0.16%	-0.14%	0.25%
成本费用	1.26%	0.19%	0.27%	-0.21%	-1.16%
营业外净收入	0.16%	0.21%	-0.15%	-0.08%	-0.04%
拨备计提	4.20%	6.58%	2.00%	3.73%	6.78%
所得税	3.28%	2.33%	1.93%	3.99%	3.53%
少数股东损益	-0.22%	-0.16%	-0.07%	-0.03%	-0.22%
归母净利润	22.21%	23.20%	12.52%	13.52%	14.21%

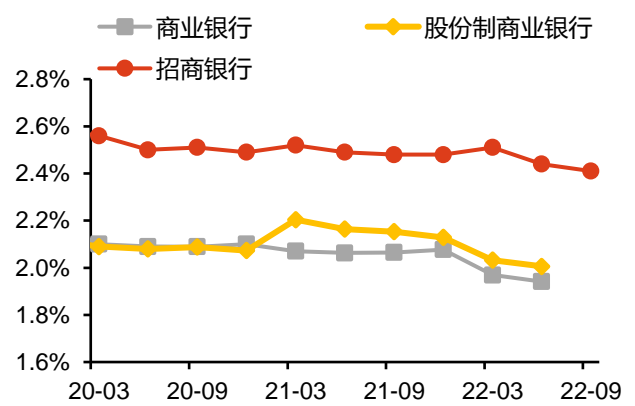
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：招商银行盈利能力强劲



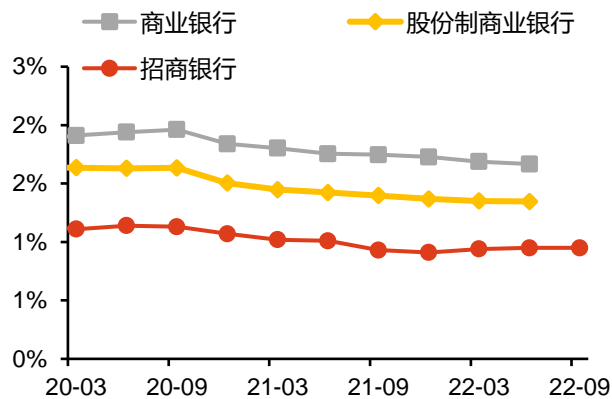
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：招商银行净息差 (披露值) 显著优于行业水平



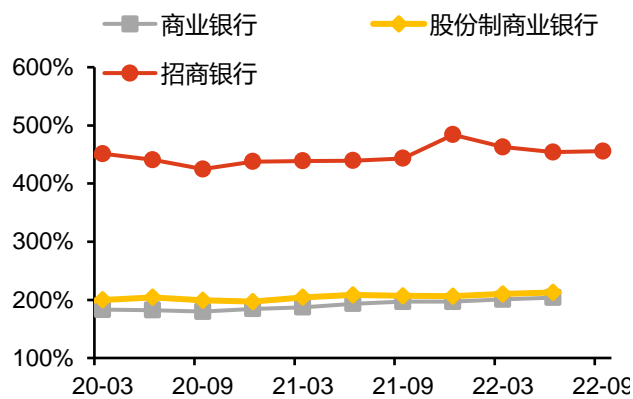
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：招商银行不良率在低位运行



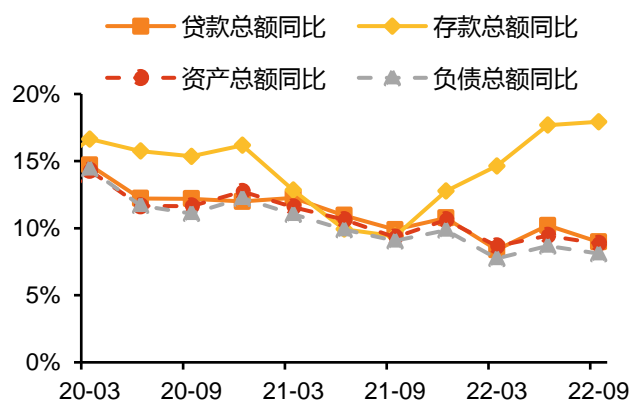
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：招商银行拨备覆盖率显著高于行业水平



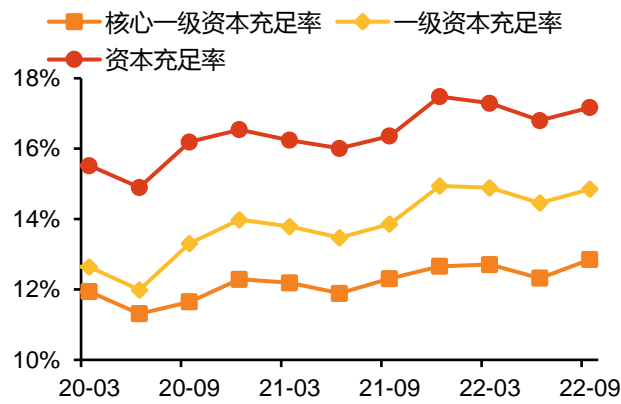
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：招商银行保持较快的信贷扩张速度



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：招商银行资本充足率边际提升



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
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
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	<b>规模增长</b>					
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%
<b>资产负债表</b>						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	<b>存款结构</b>					
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	<b>贷款结构</b>					
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%
<b>每股指标</b>						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	<b>资产质量</b>					
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	6.95	5.64	4.94	4.25	3.62	次级	0.29%	0.31%			
P/PPOP	3.61	3.15	2.81	2.45	2.14	可疑	0.44%	0.37%			
P/B	1.06	0.92	0.82	0.73	0.64	损失	0.34%	0.23%			
P/A	0.08	0.07	0.07	0.06	0.05	拨备覆盖率	437.68%	483.87%	470.11%	494.97%	515.16%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
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%	<b>其他数据</b>					
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%						
<b>盈利能力</b>											
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