

利润增速上行, 风险分类审慎

2022 年 11 月 02 日

事件: 10 月 29 日, 公司发布 2022 年三季度报, 营收 2648.3 亿元, YoY+5.3%; 归母净利润 1069.2 亿元, YoY+14.2%; 不良率 0.95%, 拨备覆盖率 455.7%。

推荐

维持评级

当前价格:

28.19 元

➤ **营收增速略降, 利润增速连续 2 个季度回升。** 22Q1-3 营收 YoY+5.3%(环比-0.8pct), 归母净利润 YoY+14.2%(环比+0.7pct)。其中, 净利息收入和中收增速环比均下降, 分别-0.8pct 和-2.2pct, 致使营收边际趋弱; 但其他非息收入增速环比+2.7pct, 形成支撑。

➤ **财富中收增速走弱, 净利息收入增速企稳。** 22Q3 单季净息差 2.36%, 环比-1BP, 降幅收窄; 单季平均生息资产增速 10.9%, 环比+0.2pct, 以量补价。中收增速仍在下行, 主要受财富管理收入拖累。22Q1-3 财富管理收入较上年同期减少 13.8%, 主要是代理基金和代理信托两块, 其收入相当于上年同期近乎减半, 这或与今年股市行情和地产风险有关。

➤ **零售 AUM 增速有所下滑, 或已阶段性探底。** 22Q3 零售 AUM 同比增长 15.3%, 尽管环比回落 5pct, 但整体仍处于较高水平。其中, 金葵花以下 AUM 同比增幅 19.2%, 表明依托金融科技对长尾客户的挖掘较为有效。大财富管理是大势所趋, 代销业务前景依然是“星辰大海”, 优异的零售客群基础决定了招行仍将在财富管理业务上大放异彩。

➤ **不良率平稳, 风险分类较为审慎。** 22Q3 环比来看, 不良率持平, 关注率+13BP, 逾期率+5BP。拨备覆盖率和拨贷比环比均略有提升。关注额净增, 对公+50 亿, 信用卡+17 亿, 住房按揭+13 亿, 逾期额, 对公+7 亿, 信用卡+10 亿, 住房按揭+9 亿。关注额增量远大于逾期额, 表明风险分类较审慎。

➤ **投资建议: 真金不怕火炼, 弱周期也有好表现, 期待“王者归来”**

归母净利润增速连续 2 个季度上行, 净息差企稳, 零售 AUM 和财富中收增速或已阶段性探底, 招行抗住了弱周期的“试炼”, 当前估值凸显价值。预计 22-24 年 EPS 分别为 5.39 元、6.26 元和 7.37 元, 2022 年 11 月 1 日收盘价对应 0.9 倍 22 年 PB, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 宏观经济增速下行; 疫情风险频发; 信用风险暴露。



分析师 余金鑫

执业证书: S0100521120003

邮箱: yujinxin@mszq.com

相关研究

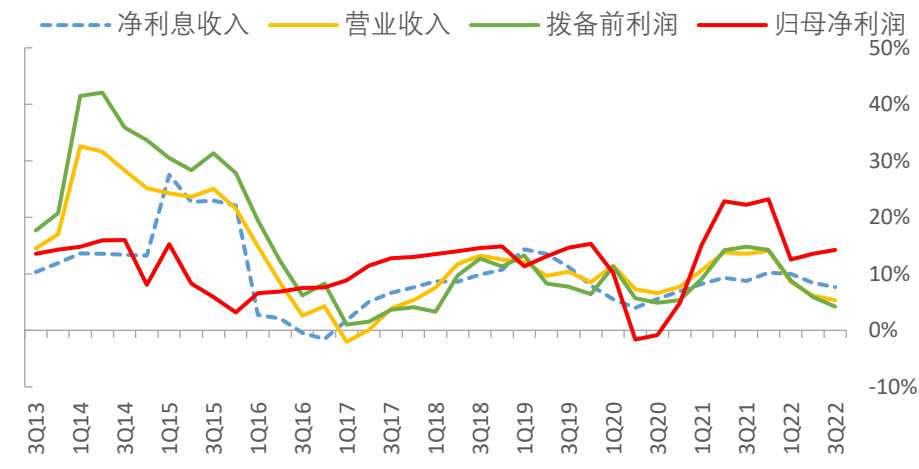
1. 招商银行 (600036.SH) 2022 年一季报详解: 市场波动、人事变动, 财富龙头地位不动-2022/04/22
2. 招商银行 (600036.SH) 2021 年报详解: 大财富元年大丰收, 3.0 模式头角峥嵘-2022/03/20
3. 招商银行: 业绩拾级而上, ROE 恢复上行——2021 年业绩快报详解-2022/01/15
4. 招商银行(600036):完美收官, 全年利润增速提高到近 5%-2021/01/15

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	331,253	351,477	391,252	439,554
增长率 (%)	14.0	6.1	11.3	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	119,922	137,588	159,498	187,529
增长率 (%)	23.2	14.7	15.9	17.6
每股收益 (元)	4.69	5.39	6.26	7.37
PE	6	5	5	4
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

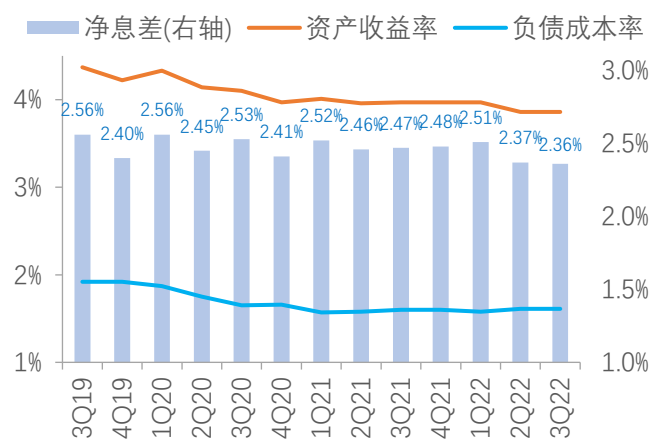
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 11 月 1 日收盘价)

图 1：招商银行累计业绩增速汇总



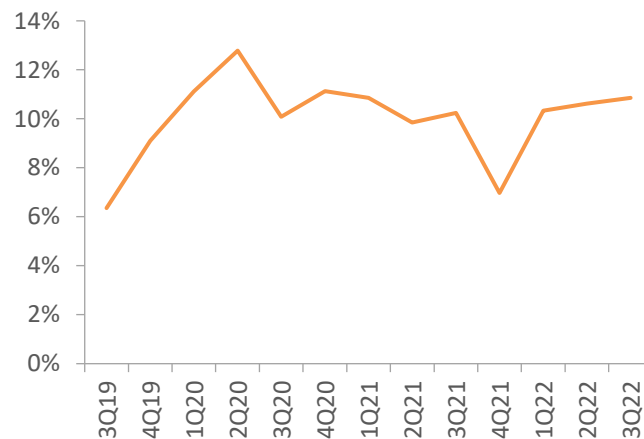
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：招商银行：单季净息差两端分解



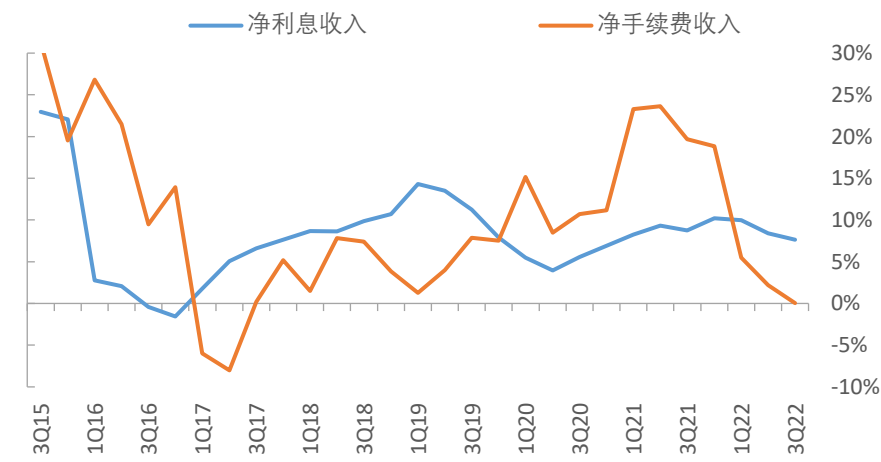
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：招商银行：季均生息资产同比增速



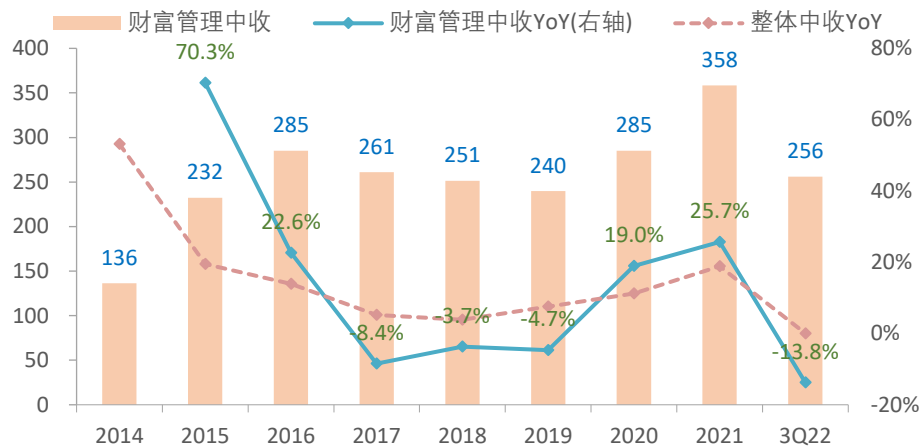
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：招商银行：净利息收入及中收累计同比增速



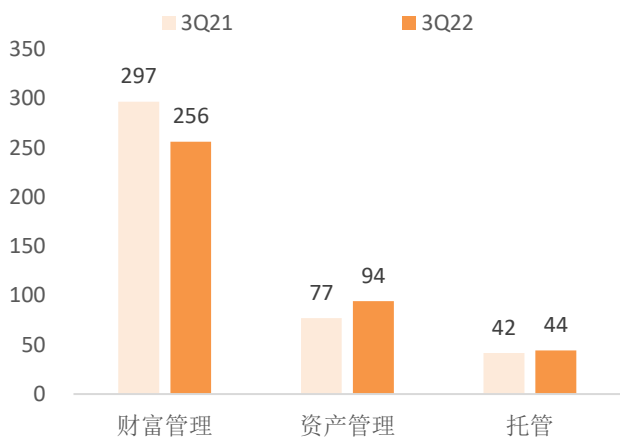
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5: 招商银行累计财富管理业务中收及其增速 vs 整体营收增速



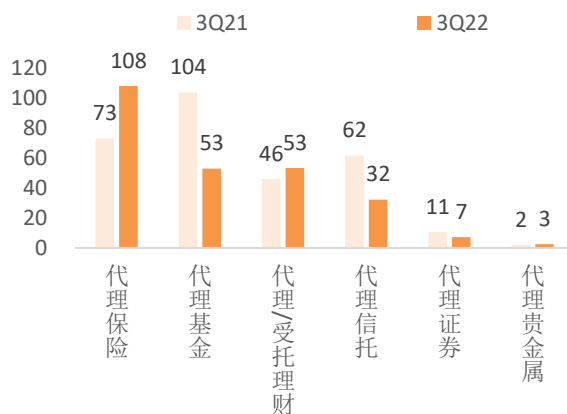
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 招商银行: 大财富业务累计中收对比上年 (亿元)



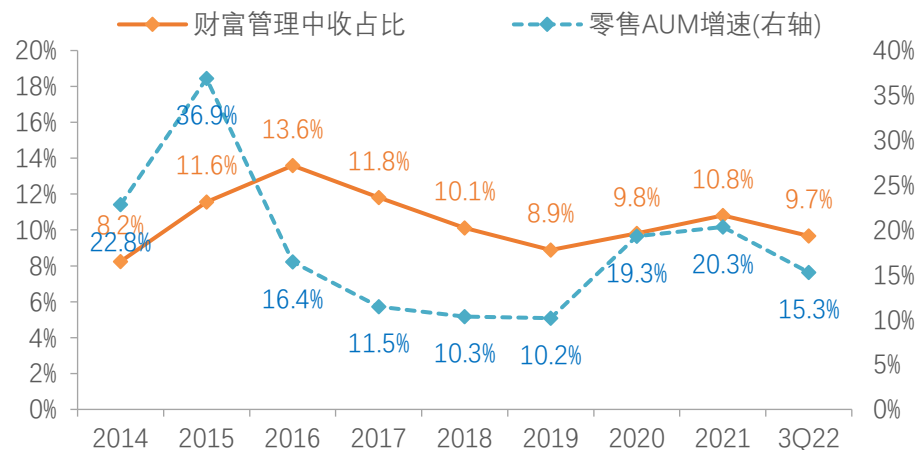
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7: 招商银行: 财富管理累计中收对比上年(亿元)



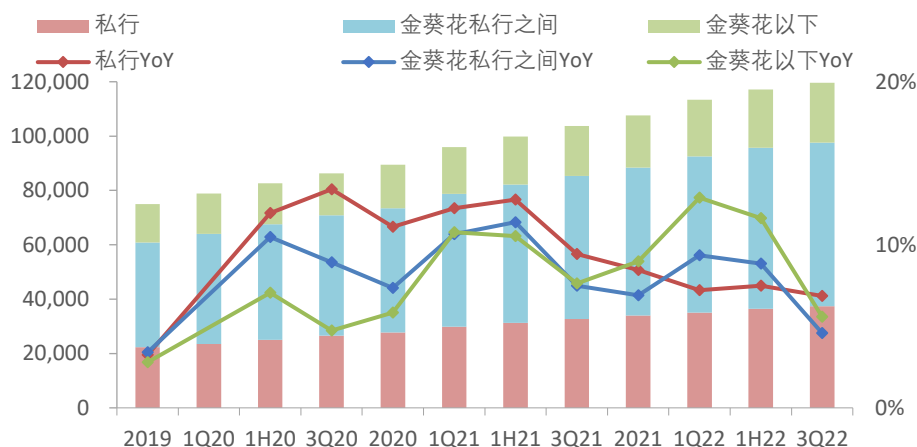
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 招商银行: 累计财富管理中收在营收占比 vs 零售 AUM 同比增速



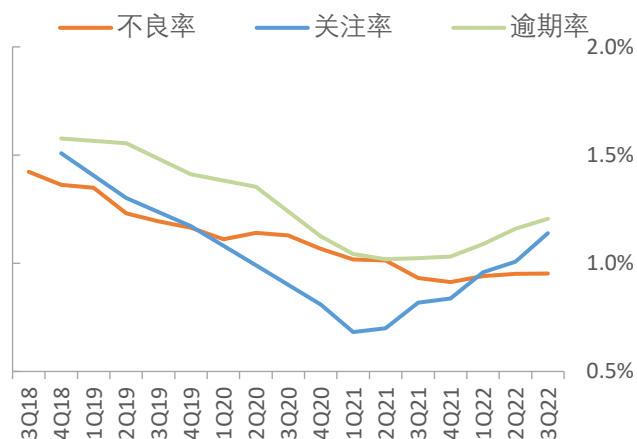
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 9: 招商银行: 零售 AUM 分层结构及各部分同比增速



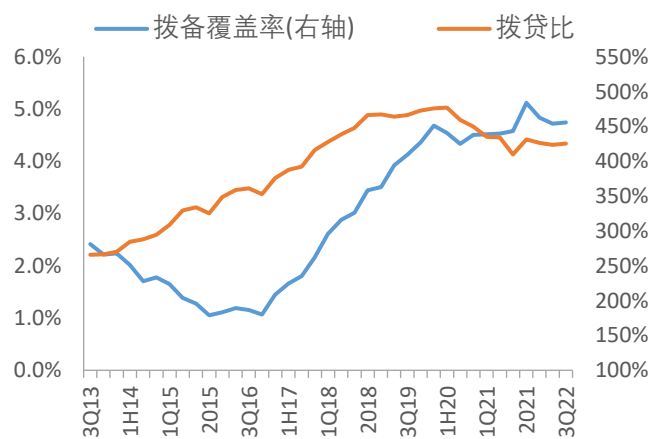
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 招商银行: 资产质量状况



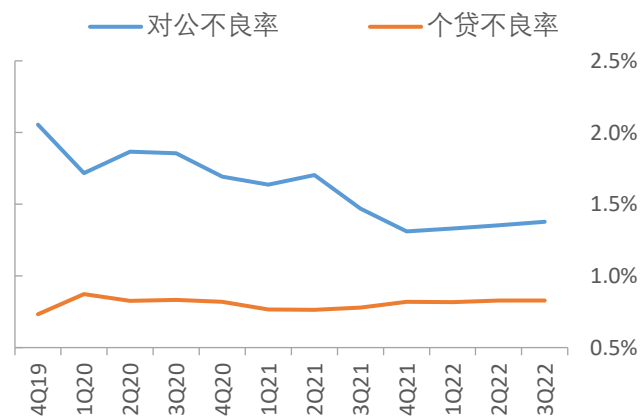
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 招商银行: 拨备水平



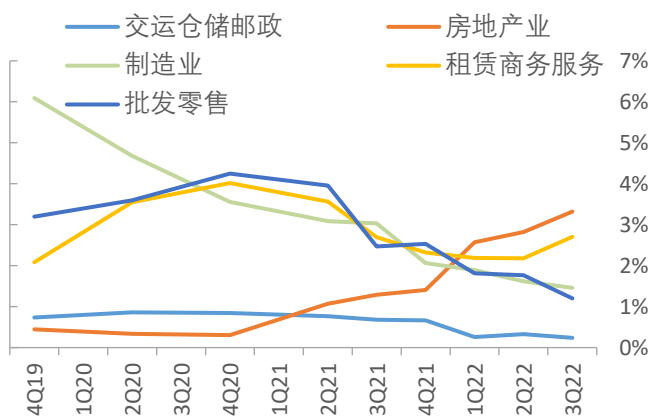
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 12: 招商银行不良率: 对公 vs 个贷



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 招商银行: 主要对公行业不良率



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利息收入	2,039	2,216	2,458	2,737
手续费及佣金	944	992	1,041	1,093
其他收入	329	307	413	565
营业收入	3,313	3,515	3,913	4,396
营业税及附加	(28)	(35)	(39)	(44)
业务管理费	(1,097)	(1,207)	(1,291)	(1,343)
拨备前利润	2,144	2,224	2,529	2,950
计提拨备	(664)	(493)	(521)	(589)
税前利润	1,482	1,734	2,010	2,364
所得税	(273)	(347)	(402)	(473)
归母净利润	1,199	1,376	1,595	1,875

资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
贷款总额	55,700	61,549	68,012	75,493
同业资产	7,994	8,393	8,813	9,254
证券投资	21,770	22,641	23,773	25,199
生息资产	91,001	98,230	106,414	115,937
非生息资产	3,951	6,221	8,387	10,471
总资产	92,490	102,054	112,445	124,032
客户存款	63,471	70,135	77,149	84,864
其他计息负债	15,280	16,822	18,581	20,597
非计息负债	5,083	5,591	6,150	6,765
总负债	83,833	92,548	101,881	112,226
股东权益	8,657	9,506	10,564	11,806

每股指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净利润(元)	4.69	5.39	6.26	7.37
每股拨备前利润(元)	8.50	8.82	10.03	11.70
每股净资产(元)	29.01	32.63	36.81	41.72
每股总资产(元)	366.73	404.65	445.86	491.80
P/E	6	5	5	4
P/PPOP	3	3	3	2
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7
P/A	0.08	0.07	0.06	0.06

利率指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净息差(NIM)	2.35%	2.34%	2.40%	2.46%
净利差(Spread)	2.39%	2.40%	2.42%	2.43%
贷款利率	4.67%	4.65%	4.65%	4.67%
存款利率	1.41%	1.39%	1.38%	1.38%
生息资产收益率	3.98%	3.95%	3.95%	3.95%
计息负债成本率	1.59%	1.55%	1.53%	1.52%

盈利能力	2021A	2022E	2023E	2024E
ROAA	1.37%	1.43%	1.50%	1.60%
ROAE	17.49%	17.70%	18.22%	18.94%

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

收入增长	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润增速	23.2%	14.7%	15.9%	17.6%
拨备前利润增速	14.2%	3.8%	13.7%	16.7%
税前利润增速	21.0%	17.0%	16.0%	17.6%
营业收入增速	14.0%	6.1%	11.3%	12.3%
净利息收入增速	10.2%	8.7%	10.9%	11.4%
手续费及佣金增速	18.8%	5.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	13.4%	10.0%	7.0%	4.0%

规模增长	2021A	2022E	2023E	2024E
生息资产增速	10.4%	7.9%	8.3%	8.9%
贷款增速	10.8%	10.5%	10.5%	11.0%
同业资产增速	29.7%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	5.2%	4.0%	5.0%	6.0%
其他资产增速	10.8%	57.5%	34.8%	24.8%
计息负债增速	12.8%	10.4%	10.1%	10.2%
存款增速	12.8%	10.5%	10.0%	10.0%
同业负债增速	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%
股东权益增速	18.5%	9.8%	11.1%	11.8%

存款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
活期	66.3%	66.8%	67.3%	67.8%
定期	33.7%	33.2%	32.7%	32.2%
其他				

贷款结构	2021A	2022E	2023E	2024E
企业贷款(不含贴现)	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%
个人贷款	53.6%	53.6%	53.6%	53.6%
票据贴现	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%

资产质量	2021A	2022E	2023E	2024E
不良贷款率	0.91%	0.85%	0.77%	0.69%
正常	98.25%	98.34%	98.43%	98.52%
关注	0.84%	0.82%	0.80%	0.79%
次级	0.31%	0.30%	0.29%	0.28%
可疑	0.37%	0.36%	0.35%	0.34%
损失	0.23%	0.18%	0.12%	0.07%
拨备覆盖率	483.9%	460.9%	449.3%	454.4%

资本状况	2021A	2022E	2023E	2024E
资本充足率	17.48%	17.40%	17.40%	17.52%
核心资本充足率	12.66%	13.01%	13.42%	13.89%
资产负债率	90.64%	90.69%	90.61%	90.48%

其他数据	2021A	2022E	2023E	2024E
总股本(亿元)	252.2	252.2	252.2	252.2

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026