

息差环比回升，涉房敞口收缩

2023 年 03 月 25 日

事件：3 月 24 日，招商银行发布 2022 年报。营收 3447.8 亿元，YoY+4.1%；归母净利润 1380.1 亿元，YoY+15.1%；不良率 0.96%，拨备覆盖率 451%。

➤ **净利息收入增速较坚挺，利润增速延续上行。**截至 22 年末，营收累计同比增速（下同）较 22Q3 下降 1.3pct，主要受其他非息收入同比小幅负增长的拖累，22Q4 债市回调对公允价值变动损益带来明显冲击。债市波动也进一步影响到净手续费收入，全年同比负增长，主要是代销基金收入同比下降所致。**净利息收入表现相对亮眼，保持在 7% 以上的增速，净息差回升提供重要支撑。**归母净利润同比增速较 22Q3 提升 0.9pct，已连续三季度呈抬升趋势。

➤ **尽管市场有波动，但招行财富管理转型持续推进。**22 年招行零售 AUM 同比增速仍达到 12.7%，其中私行 AUM 的占比基本保持稳定，财富产品持仓客户数同比增长 14.1%。且在债市急跌前，截至 22 年 10 月末，测算招银理财规模较年初增长近 7%。**进一步来看**，22 年下半年，个人存款定期化趋势反而有所放缓，定期存款在个人存款中占比仅提升 0.6pct（上半年 3.6pct），这有望为 23 年财富管理业务开展、零售 AUM 结构优化提供更好的弹性。

➤ **净息差环比回升，来自金融投资 and 同业业务收益率的提升。**22 年净息差较前三季度提升 4BP，主要是生息资产收益率抬升 3BP 的影响。细分来看，22Q4 单季生息资产收益率较 22Q3 提升 2BP，主要是金融投资（+3BP）和同业存拆放（+45BP）的拉动作用。**这或许表明**，在 22Q4 招行把握市场波动机会，适度增加了债券投资（享受了更好的票面收益），而同业存拆放收益率的显著抬升也可能是当时流动性紧张的缩影。

➤ **资产质量整体稳定，房地产风险敞口进一步压缩。**截至 22 年底，不良率较 22Q3 抬升 1BP，关注率、逾期率分别抬升 7BP 和 8BP，仍主要受地产行业风险暴露的影响，对公房地产贷款不良率上升 76BP。**22 年末招行涉房风险敞口较 22H1 压降超 300 亿元，占比总资产下降 0.5pct**，结合近期房地产销售、竣工数据的切实回暖，我们预计招行地产业务相关风险较为可控。此外，拨备覆盖率保持在 450% 以上的高水平，反哺利润空间可观。

➤ **投资建议：利润增速延续上行，财富管理深入推进**

净息差环比回升，支撑净利息收入稳健增长；高拨备助推利润增速连续三季度回升；涉房风险敞口进一步压缩，政策和地产运行数据都指向地产风险边际改善，稳定资产质量基本盘；市场波动不改大财富转型步伐。预计 23-25 年 EPS 分别为 6.03 元、6.78 元和 7.65 元，2023 年 3 月 24 日收盘价对应 0.9 倍 23 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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	344,783	358,730	381,238	414,206
增长率（%）	4.1	4.0	6.3	8.6
归属母公司股东净利润（百万元）	138,012	153,854	172,673	194,536
增长率（%）	15.1	11.5	12.2	12.7
每股收益（元）	5.41	6.03	6.78	7.65
PE	6	6	5	5
PB	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.43 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

研究助理 于博文

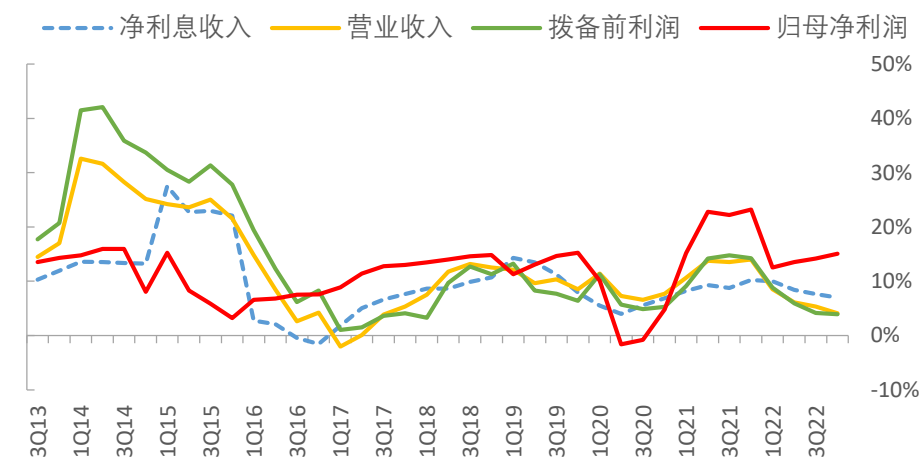
执业证书：S0100122020008

邮箱：yubowen@mszq.com

相关研究

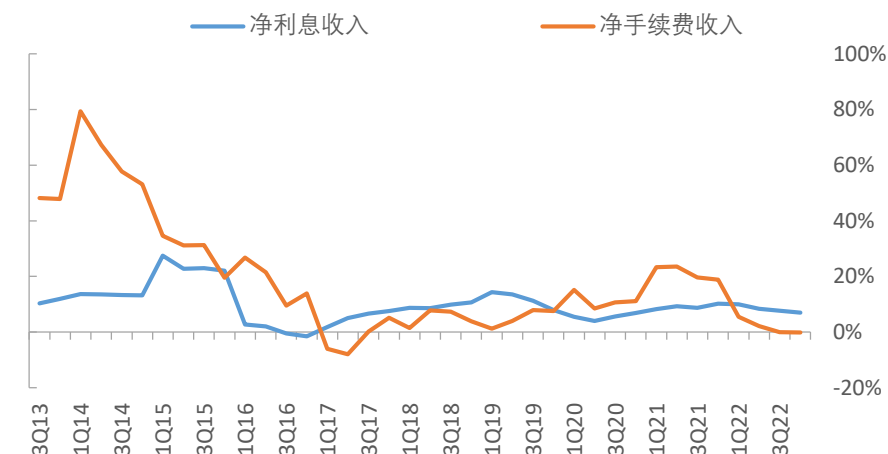
1. 招商银行 (600036.SH) 2022 年三季报点评：利润增速上行，风险分类审慎-2022/11/02
2. 招商银行 (600036.SH) 2022 年一季报详解：市场波动、人事变动，财富龙头地位不动-2022/04/22
3. 招商银行 (600036.SH) 2021 年报详解：大财富元年大丰收，3.0 模式头角峥嵘-2022/03/20
4. 招商银行：业绩拾级而上，ROE 恢复上行——2021 年业绩快报详解-2022/01/15

图 1：招商银行截至 2022 年业绩累计同比增速



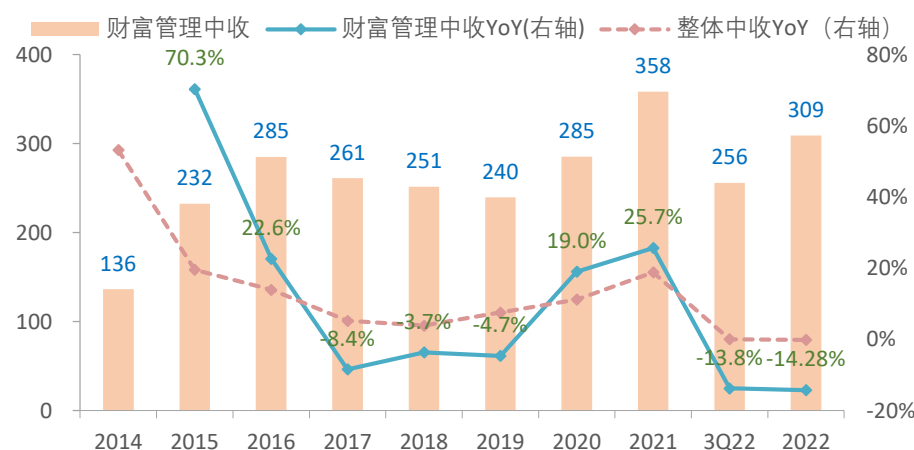
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：招商银行截至 2022 年净利息收入、净手续费收入累计同比增速

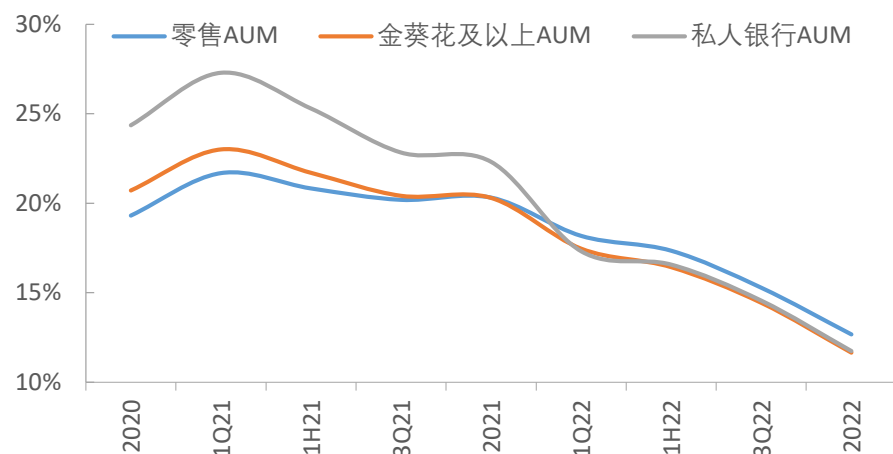


资料来源：wind，民生证券研究院

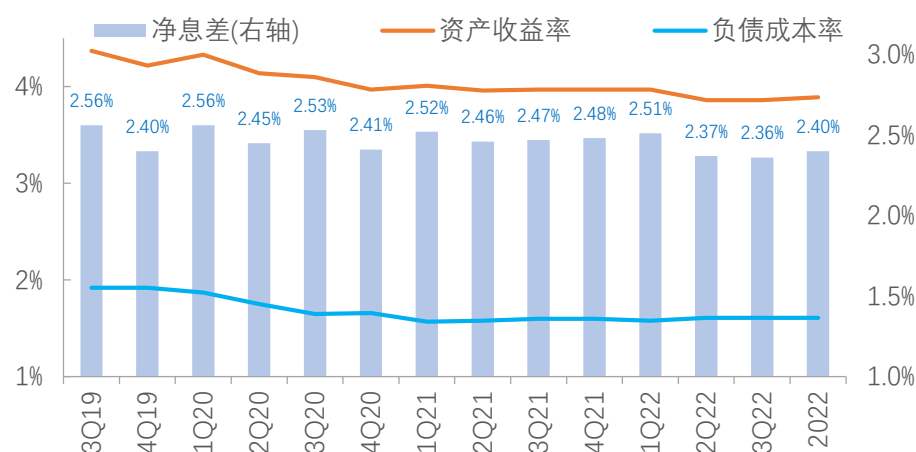
图 3：招商银行财富管理业务中收（亿元）及其增速



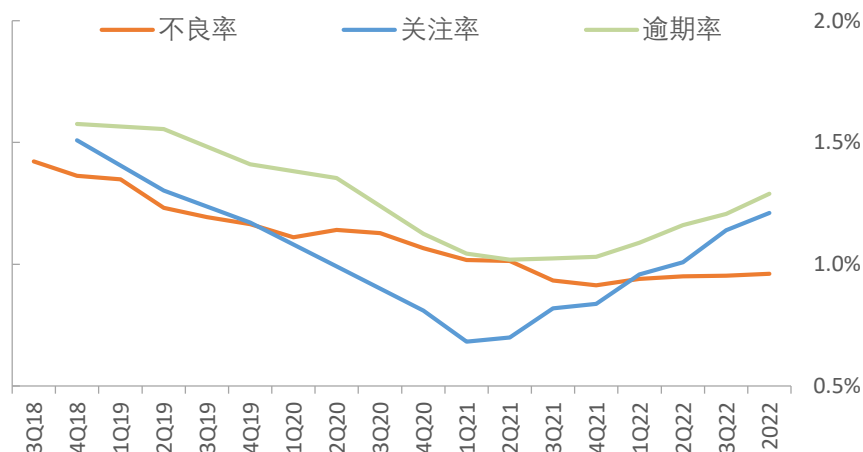
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：招商银行零售 AUM 同比增速


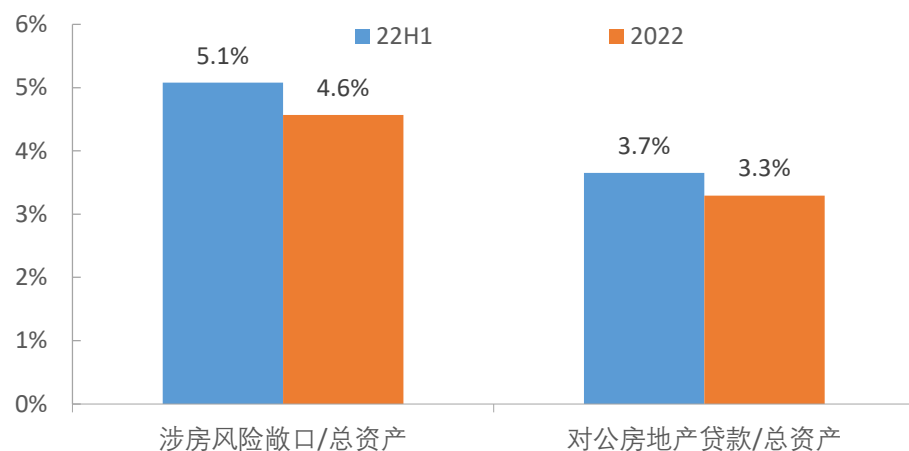
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：招商银行截至 2022 年净息差及两端拆解


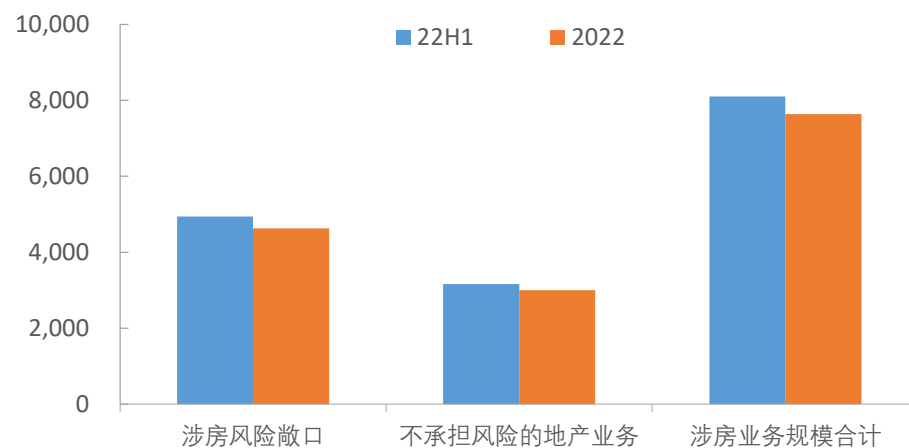
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：招商银行截至 2022 年资产质量情况


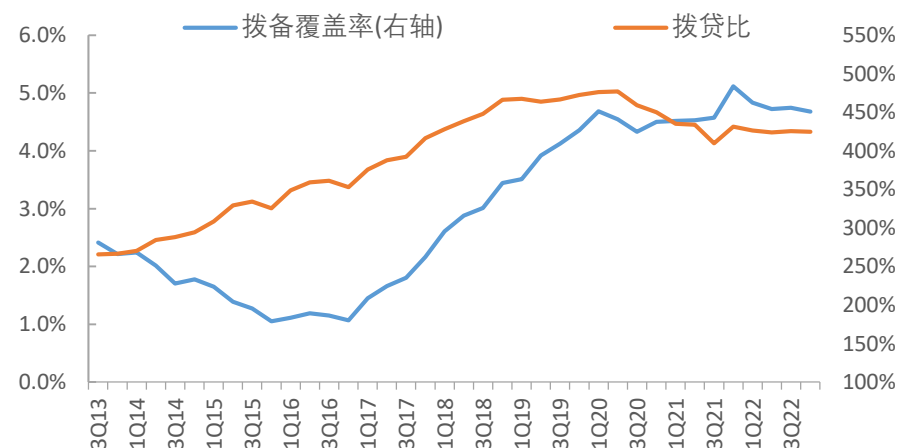
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：招商银行截至 2022 年涉房资产占比情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：招商银行截至 2022 年涉房业务规模（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：招商银行截至 2022 年拨备水平


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)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	2,182	2,297	2,457	2,665
手续费及佣金	943	1,037	1,089	1,143
其他收入	323	254	266	334
营业收入	3,448	3,587	3,812	4,142
营业税及附加	-30	-36	-38	-41
业务管理费	-1,134	-1,247	-1,334	-1,388
拨备前利润	2,227	2,242	2,371	2,637
计提拨备	-576	-299	-189	-177
税前利润	1,651	1,942	2,181	2,459
所得税	-258	-388	-436	-492
归母净利润	1,380	1,539	1,727	1,945

资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	60,515	65,961	72,557	80,538
同业资产	6,316	6,632	6,963	7,312
证券投资	27,727	28,836	30,278	32,094
生息资产	100,404	107,392	115,940	126,271
非生息资产	3,600	6,948	9,319	11,099
总资产	101,389	111,825	122,973	135,295
客户存款	75,357	83,270	91,597	100,757
其他计息负债	11,694	12,709	13,848	15,130
非计息负债	4,795	5,274	5,802	6,382
总负债	91,847	101,254	111,247	122,269
股东权益	9,542	10,572	11,726	13,026

每股指标	2022A	2023E	2024E	2025E
每股净利润(元)	5.41	6.03	6.78	7.65
每股拨备前利润(元)	8.83	8.89	9.40	10.46
每股净资产(元)	32.71	36.78	41.34	46.47
每股总资产(元)	402.02	443.40	487.60	536.46
P/E	6	6	5	5
P/PPOP	4	4	4	3
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7
P/A	0.09	0.08	0.07	0.06

利率指标	2022A	2023E	2024E	2025E
净息差(NIM)	2.28%	2.21%	2.20%	2.20%
净利差(Spread)	2.28%	2.29%	2.31%	2.32%
贷款利率	4.54%	4.52%	4.52%	4.54%
存款利率	1.52%	1.50%	1.49%	1.49%
生息资产收益率	3.89%	3.86%	3.86%	3.86%
计息负债成本率	1.61%	1.57%	1.55%	1.54%

盈利能力	2022A	2023E	2024E	2025E
ROAA	1.44%	1.46%	1.49%	1.52%
ROAE	17.73%	17.56%	17.53%	17.57%

收入增长	2022A	2023E	2024E	2025E
归母净利润增速	15.1%	11.5%	12.2%	12.7%
拨备前利润增速	3.9%	0.7%	5.8%	11.2%
税前利润增速	11.4%	17.6%	12.3%	12.7%
营业收入增速	4.1%	4.0%	6.3%	8.6%
净利息收入增速	7.0%	5.2%	7.0%	8.5%
手续费及佣金增速	-0.2%	10.0%	5.0%	5.0%
营业费用增速	3.3%	10.0%	7.0%	4.0%

规模增长	2022A	2023E	2024E	2025E
生息资产增速	10.3%	7.0%	8.0%	8.9%
贷款增速	8.6%	9.0%	10.0%	11.0%
同业资产增速	-21.0%	5.0%	5.0%	5.0%
证券投资增速	27.4%	4.0%	5.0%	6.0%
其他资产增速	-8.9%	93.0%	34.1%	19.1%
计息负债增速	10.5%	10.3%	9.9%	9.9%
存款增速	18.7%	10.5%	10.0%	10.0%
同业负债增速	-12.5%	6.0%	6.0%	6.0%
股东权益增速	10.2%	10.8%	10.9%	11.1%

存款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
活期	63.0%	63.5%	64.0%	64.5%
定期	37.0%	36.5%	36.0%	35.5%

贷款结构	2022A	2023E	2024E	2025E
企业贷款(不含贴现)	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
个人贷款	52.2%	52.2%	52.2%	52.2%
票据贴现	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%

资产质量	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.96%	0.94%	0.88%	0.80%
正常	97.83%	97.86%	97.94%	98.04%
关注	1.21%	1.19%	1.17%	1.16%
次级	0.38%	0.37%	0.36%	0.35%
可疑	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%
损失	0.19%	0.20%	0.16%	0.09%
拨备覆盖率	450.8%	403.7%	356.5%	322.6%

资本状况	2022A	2023E	2024E	2025E
资本充足率	17.77%	17.76%	17.78%	17.84%
核心资本充足率	13.68%	14.04%	14.40%	14.77%
资产负债率	90.59%	90.55%	90.46%	90.37%

其他数据	2022A	2023E	2024E	2025E
总股本(亿元)	252.2	252.2	252.2	252.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测 注：利润表负值表示对营收、利润负向影响

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
公司评级	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
行业评级	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