

招商银行 (600036.SH)

短期业绩承压，客户优势仍在

买入

核心观点

收入利润增速小幅回升，盈利能力略有回落。2023上半年实现营业收入1785亿元，同比下降0.4%，增速较一季报略微高1.1个百分点；上半年归母净利润758亿元，同比增长9.1%，增速较一季度回升1.3个百分点。上半年年化加权平均ROE17.6%，同比下降0.5个百分点，但仍处于行业较高水平。

资产规模增速稳定，个人活期存款增长较快。2023年二季度末总资产同比增长10.4%至10.7万亿元，资产增速连续多年保持在10%附近。二季度末存款同比增长14.3%至8.1万亿元，其中个人活期存款日均余额同比增长20.8%，显示出公司依然保持了较好的零售客户优势；贷款同比增长7.1%至6.4万亿元，其中对公贷款同比增长12.0%，零售贷款同比增长7.7%。二季度末零售AUM12.84万亿元，同比增长9.6%。

净息差下行压力有所增加。公司披露的上半年日均净息差2.23%，同比降低21bps。净息差下降受如下因素影响：一是LPR下降以及信贷需求不足，尤其是高收益零售贷款需求不足等导致贷款收益率下降26bps；二是受活期存款成本上升以及存款定期化影响，存款成本同比上升12bps。环比来看，二季度净息差2.16%，较一季度下降13bps，降幅仍然较大，仍然是受到存贷利差收窄影响，预计下半年还将继续降低，给公司收入增长带来持续压力。

受外部因素影响手续费净收入下降。上半年手续费净收入同比下降11.8%，增速与一季度差别不大，主要还是资本市场不景气以及房地产风险暴露等导致财富相关收入下降较多，零售消费相关的银行卡收入等也有所下降。

资产质量较为稳定。我们测算的上半年不良生成率0.83%，同比下降4bps；公司披露的上半年不良生成率1.04%，同比下降9bps；公司二季度末不良率稳定在0.95%；关注率1.02%，较年初降低19bps；逾期率1.25%，较年初下降4bps。拨备覆盖率448%，基本上保持稳定；拨贷比4.27%，也较为稳定；上半年“拨备计提/不良生成（按测算值计）”109%。

投资建议：我们根据中报信息小幅调整盈利预测，预计2023-2025年归母净利润1480/1565/1653亿元，同比增速7.2/5.8/5.6%；当前股价对应PE为5.5/5.2/4.9x，PB为0.8/0.8/0.7x。考虑如下因素，上调评级至“买入”：（1）接近大行水平的股息率；（2）房地产风险已经大面积暴露，后续边际利空减少；（3）城投风险敞口较小；（4）零售客户基础优势仍然显著，短期市场因素影响大财富业务及估值，但长期来看隐含较高的“期权价值”。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	331,253	344,783	344,108	360,073	385,198
(+/-%)	14.0%	4.1%	-0.2%	4.6%	7.0%
净利润(百万元)	119,922	138,012	147,977	156,511	165,346
(+/-%)	23.2%	15.1%	7.2%	5.8%	5.6%
摊薄每股收益(元)	4.61	5.26	5.66	6.00	6.35
总资产收益率	1.37%	1.44%	1.41%	1.36%	1.33%
净资产收益率	17.5%	17.8%	17.1%	16.0%	15.3%
市盈率(PE)	6.71	5.88	5.47	5.16	4.87
股息率	4.9%	5.6%	6.0%	6.4%	6.7%
市净率(PB)	1.06	0.94	0.84	0.75	0.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

银行·股份制银行 II

证券分析师：陈俊良 021-60933163 chenjunliang@guosen.com.cn S0980519010001
 证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn S0980518070002

基础数据

投资评级 买入(上调)
 合理估值 31.56元
 收盘价 795938/795938 百万元
 总市值/流通市值 42.63/26.30 元
 52周最高价/最低价 1600.94 百万元
 近3个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《招商银行(600036.SH)一季报点评-业绩触底，投资价值凸显》——2023-04-27
- 《招商银行(600036.SH)2022年报点评-看好大财富管理业务复苏》——2023-03-26
- 《招商银行(600036.SH)-涉房风险缓释，客群基础扎实》——2023-01-15
- 《招商银行(600036.SH)三季报点评-净息差降幅收窄，大财富战略稳定》——2022-10-30
- 《招商银行(600036.SH)-高盈利延续，短期压制不改长期向好趋势》——2022-08-22

财务预测与估值

每股指标 (元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	4.61	5.26	5.66	6.00	6.35	营业收入	331	345	344	360	385
BVPS	29.29	33.06	36.98	41.12	45.49	其中: 利息净收入	204	218	216	231	251
DPS	1.52	1.74	1.86	1.97	2.08	手续费净收入	94	94	88	88	92
						其他非息收入	33	32	40	41	42
资产负债表 (十亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	营业支出	183	180	167	173	187
总资产	9,249	10,139	11,102	12,101	13,069	其中: 业务及管理费	110	113	113	118	127
其中: 贷款	5,335	5,807	6,214	6,711	7,248	资产减值损失	66	57	47	47	53
非信贷资产	3,914	4,332	4,888	5,391	5,822	其他支出	8	10	7	7	8
总负债	8,383	9,185	10,048	10,941	11,797	营业利润	148	165	177	187	198
其中: 存款	6,385	7,591	8,577	9,607	10,663	其中: 拨备前利润	214	222	224	234	251
非存款负债	1,998	1,594	1,470	1,334	1,134	营业外净收入	0	(0)	0	0	0
所有者权益	866	954	1,055	1,160	1,272	利润总额	148	165	177	187	198
其中: 总股本	25	25	25	25	25	减: 所得税	27	26	28	29	31
普通股东净资产	739	834	933	1,037	1,147	净利润	121	139	149	158	167
						归母净利润	120	138	148	157	165
总资产同比	10.6%	9.6%	9.5%	9.0%	8.0%	其中: 普通股股东净利润	116	133	143	151	160
贷款同比	11.1%	8.8%	7.0%	8.0%	8.0%	分红总额	38	44	47	50	53
存款同比	12.7%	18.9%	13.0%	12.0%	11.0%						
贷存比	84%	77%	72%	70%	68%	营业收入同比	14.0%	4.1%	-0.2%	4.6%	7.0%
非存款负债/负债	24%	17%	15%	12%	10%	其中: 利息净收入同比	10.2%	5.4%	-0.9%	7.0%	8.5%
权益乘数	10.7	10.6	10.5	10.4	10.3	手续费净收入同比	18.8%	-0.2%	-7.0%	0.0%	5.0%
						归母净利润同比	23.2%	15.1%	7.2%	5.8%	5.6%
资产质量指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业绩增长归因	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
不良贷款率	0.91%	0.96%	0.95%	0.90%	0.86%	生息资产规模	10.6%	7.0%	9.9%	9.3%	8.5%
信用成本率	1.37%	1.06%	0.81%	0.76%	0.79%	净息差 (广义)	-0.3%	-1.5%	-10.8%	-2.3%	0.0%
拨备覆盖率	484%	451%	437%	440%	448%	手续费净收入	2.5%	-1.7%	-1.8%	-1.9%	-0.9%
						其他非息收入	1.3%	0.3%	2.5%	-0.4%	-0.6%
资本与盈利指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	业务及管理费	0.3%	0.4%	-0.0%	0.0%	0.0%
ROA	1.37%	1.44%	1.41%	1.36%	1.33%	资产减值损失	6.4%	7.8%	5.5%	1.1%	-1.3%
ROE	17.5%	17.8%	17.1%	16.0%	15.3%	其他因素	2.5%	2.8%	1.9%	0.0%	-0.0%
核心一级资本充足率	12.66%	13.68%	13.98%	14.25%	14.60%	归母净利润同比	23.2%	15.1%	7.2%	5.8%	5.6%
一级资本充足率	14.94%	15.75%	16.05%	16.32%	16.67%						

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032