

## 招商银行(600036.SH)

## 业绩稳健增长，静待零售复苏

## 强烈推荐（维持）

股价：31.56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 /18.06%
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)	7,804
流通A股市值(亿元)	6,510
每股净资产(元)	33.97
资产负债率(%)	90.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)\*季报点评\*非息拖累营收放缓，持续关注零售回暖进程\*强烈推荐20230427

【平安证券】招商银行(600036.SH)\*年报点评\*息差环比小幅改善，关注零售修复进程\*强烈推荐20230326

【平安证券】招商银行(600036.SH)\*事项点评\*盈利保持稳健，看好零售复苏\*强烈推荐20230116

## 证券分析师

袁喆奇	投资咨询资格编号 S1060520080003 YUANZHEQI052@pingan.com.cn
黄韦涵	投资咨询资格编号 S1060523070003 HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn

## 研究助理

许淼	一般证券从业资格编号 S1060123020012 XUMIAO533@pingan.com.cn
----	---

单击此处输入文字。

## 事项：

招商银行发布 2023 年半年报，上半年实现营业收入 1784.6 亿元，同比减少 0.35%，实现归母净利润 757.5 亿元，同比增长 9.1%。上半年年化 ROE 17.55%，较去年同期下降 0.52 个百分点。2023 年 2 季度末总资产 10.7 万亿元，较上年末增长 5.9%，其中贷款较上年末增长 5.0%，存款较上年末增长 6.6%。

## 平安观点：

■ **净利息收入稳增，非息降幅显著收窄。**招行上半年归母净利润同比增长 9.1% (vs+7.8%，23Q1)，增速有所回升，我们认为这一方面源自收入端整体压力的减小，上半年公司实现营收同比减少 0.4% (vs-1.5%，23Q1)，另一方面资产质量稳定背景下拨备对于盈利水平的支撑持续，上半年公司信用减值损失同比下降 24.8% (vs-23.7%，23Q1)。收入端分项来看，非息收入降幅的明显收窄，上半年公司实现非息收入同比减少 2.7% (vs-6.1%，23Q1)，在这背后其他非息增长的加快和中收降幅的减小均有正贡献。公司上半年其他非息收入同比增长 24.3% (vs+14.9%，23Q1)，我们判断主要源自 2 季度债券利率下行带来的公允价值变动损益的增加以及汇兑净收益的增长。中收方面，上半年手续费净收入同比减少 11.8% (vs-12.6%，23Q1)，降幅略有收窄但仍然比较乏力，结构方面财富管理收入仍然构成主要拖累，上半年同比降幅 10.2% (vs-13.3%，23Q1)，我们认为主要源自当前居民金融资产对理财、基金配置需求的下降，其中代销理财、代销基金收入同比减少 26%、18%。利息收入方面，上半年净利息收入增速小幅放缓，实现同比增长 1.2% (vs+1.7%，23Q1)，主要受到 2 季度息差收窄和规模扩张放慢的影响，不过我们预计优于对标同业。

■ **息差收窄持续，规模稳健扩张以量补价。**公司上半年净息差 2.23% (vs2.29%，23Q1)，2 季度单季净息差环比下降 12BP 至 2.06%，仍然主要受到资产端影响，公司单季净息资产收益率环比下降 6BP 至 3.80%，贷款收益率环比下降 10BP 至 4.31%，我们认为主要与 2 季度 LPR 进一步下行有关。此外从负债端来说，公司 2 季度单季计息负债成本率也环比有所抬升 6BP 至 1.74%，其中同业负债成本环比提升 18BP 至 2.16%，同时存款定期化趋势延续影响下，单季存款成本率也环比上升 4BP 至 1.63%。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业净收入(百万元)	326,873	339,102	361,297	395,017	432,025
YOY(%)	13.9	3.7	6.5	9.3	9.4
归母净利润(百万元)	119,922	138,012	155,033	174,271	193,906
YOY(%)	23.2	15.1	12.3	12.4	11.3
ROE(%)	17.5	17.7	17.8	17.9	17.6
EPS(摊薄/元)	4.76	5.47	6.15	6.91	7.69
P/E(倍)	6.6	5.8	5.1	4.6	4.1
P/B(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7

规模方面，开门红集中发力后扩张速度略有放缓，2 季度末总资产规模同比增长 10.4% (vs+11.6%，23Q1)，较上年末增长 5.9%，其中贷款总额较上年末增长 5.0%，信贷投放结构上，在居民需求不足背景下仍然主要由对公端支撑，上半年末对公贷款、零售贷款分别较上年末增长 8.5%、5.3%，同时受票据市场整体业务量下降影响，公司票据贴现存量较上年末减少 12.6%。负债端来看，存款较上年末增长 6.6%，增速绝对水平仍处高位，但从结构来看存款定期化趋势持续，活期存款占比较上年末下降 4 个百分点至 59%。

- **不良生成压力下降，风控可控拨备无虞。**公司 2 季度末不良率环比持平于 0.95%，我们测算公司 2 季度单季年化不良贷款生成率 0.94% (vs1.10%，23Q1)，整体生成压力有所减轻，生成结构上仍然主要来自信用卡贷款（占 2 季度不良生成额比重 69%）。在不良生成压力下降的同时，从前瞻性指标来看，2 季度末关注率环比下降 10BP 至 1.02%，我们预计公司资产质量总体风险可控。拨备绝对水平继续维持高位，2 季度公司拨备覆盖率环比下降 0.69 个百分点至 448%，拨贷比环比持平于 4.27%，风险抵补能力仍然突出。
- **投资建议：短期承压不改业务韧性，关注零售复苏进程。**公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大，但长期角度下的竞争优势依然稳固，营收能力绝对水平仍位于同业领先地位，长期价值依然可期。此外，财富管理业务和高净值客户全周期服务仍然是市场未来主流趋势，公司作为财富管理业务最具代表性的银行，该项业务优势有望带来新的价值。考虑到公司收入端的韧性和充裕的拨备覆盖水平，我们维持公司 23-25 年盈利预测，预计公司 23-25 年 EPS 分别为 6.15/6.91/7.69 元，对应盈利增速分别为 12.3%/12.4%/11.3%。目前招行股价对应 23-25 年 PB 分别为 0.9x/0.8x/0.7x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 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) 房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

图表1 招商银行2023年半年报财务报表核心指标

	百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
利润表 (累计)	营业收入	91,990	179,091	264,833	344,784	90,636	178,460
	YoY	8.5%	6.1%	5.34%	4.08%	-1.5%	-0.4%
	利息净收入	54,464	107,692	162,130	218,235	55,409	108,996
	YoY	10.0%	8.4%	7.6%	7.0%	1.7%	1.2%
	中收收入	28,695	53,405	75,752	94,275	25,079	47,091
	YoY	5.5%	2.2%	0.0%	-0.2%	-12.6%	-11.8%
	信用减值损失	21,523	41,477	50,167	57,566	16,421	31,209
	YoY	4.8%	-1.0%	-10.8%	-13.2%	-23.7%	-24.8%
	拨备前利润	65,890	125,101	179,551	222,658	63,313	122,093
	YoY	8.7%	5.8%	3.8%	3.8%	-3.9%	-2.4%
归母净利润	36,022	69,420	106,922	138,012	38,839	75,752	
YoY	12.5%	13.5%	14.2%	15.1%	7.8%	9.1%	
利润表 (单季)	营业收入	91,990	87,101	85,742	79,951	90,636	87,824
	YoY	8.5%	3.7%	3.7%	0.1%	-1.5%	0.8%
	归母净利润	36,022	33,398	37,502	31,090	38,839	36,913
YoY	12.5%	14.6%	15.5%	18.2%	7.8%	10.5%	
资产负债表	总资产	9,415,379	9,724,996	9,707,111	10,137,080	10,508,752	10,739,836
	YoY	8.7%	9.4%	8.9%	9.6%	11.6%	10.4%
	贷款总额	5,758,105	5,931,807	5,994,374	6,051,459	6,335,975	6,355,439
	YoY	8.4%	10.2%	9.0%	8.6%	10.0%	7.1%
	公司贷款	2,236,745	2,301,082	2,285,454	2,375,616	2,552,869	2,576,860
	占比	39%	39%	38%	39%	40%	41%
	零售贷款	3,025,461	3,090,374	3,163,669	3,161,789	3,237,444	3,329,545
	占比	53%	52%	53%	52%	51%	52%
	票据贴现	495,899	540,351	545,251	514,054	545,662	449,034
	占比	9%	9%	9%	8%	9%	7%
存款总额	6,680,094	7,037,185	7,090,067	7,535,742	7,771,878	8,030,232	
YoY	14.6%	17.7%	17.9%	18.7%	16.3%	14.1%	
活期存款	4,251,880	4,474,124	4,332,740	4,746,035		4,700,412	
占比	64%	64%	61%	63%		59%	
定期存款	2,428,214	2,563,061	2,757,327	2,789,707		3,329,820	
占比	36%	36%	39%	37%		41%	
财务比率(%)	净息差	2.51	2.44	2.41	2.40	2.29	2.23
	贷款收益率	4.68	4.62	4.57	4.54	4.41	4.36
	存款成本率	1.46	1.49	1.51	1.52	1.59	1.61
	成本收入比	26.10	27.76	29.15	32.88	27.59	29.07
	ROE(年化)	19.24	18.07	18.22	17.06	18.43	17.55
资产质量指标(%)	不良率	0.94	0.95	0.95	0.96	0.95	0.95
	关注率	0.96	1.01	1.14	1.21	1.12	1.02
	拨备覆盖率	462.68	454.06	455.67	450.79	448.32	447.63
	拨贷比	4.35	4.32	4.34	4.32	4.27	4.27
资本充足指标 (高级法,%)	核心一级资本充足率	12.71	12.32	12.85	13.68	13.41	13.09
	一级资本充足率	14.89	14.46	14.85	15.75	15.34	14.99
	资本充足率	17.29	16.80	17.17	17.77	17.39	17.09
业务指标(亿元)	零售AUM	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354	128,382
	YoY	18.2%	17.4%	15.3%	12.7%	10.5%	9.6%
	私人银行客户数(户)	125,183	130,029	133,388	134,800	138,588	143,177
	YoY	17.1%	16.2%	13.9%	10.4%	10.7%	10.1%
	私人银行AUM	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864	40,158
	YoY	17.3%	16.6%	14.6%	11.7%	11.0%	10.1%
理财产品余额	28,200	28,800	29,600	26,700	24,600	25,300	
YoY		9.1%	6.1%	-4.0%	-12.8%	-12.2%	

资料来源: Wind, 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	2022A	2023E	2024E	2025E
贷款总额	6,068,752	6,614,940	7,210,284	7,859,210
证券投资	2,772,689	3,049,958	3,354,954	3,690,449
应收金融机构的款	631,598	726,338	835,288	960,582
生息资产总额	9,814,468	10,805,936	11,898,367	13,090,874
<b>资产合计</b>	<b>10,138,912</b>	<b>11,163,155</b>	<b>12,291,700</b>	<b>13,523,628</b>
客户存款	7,590,579	8,653,260	9,778,184	10,951,566
计息负债总额	8,889,769	9,819,880	10,832,012	11,909,839
<b>负债合计</b>	<b>9,184,674</b>	<b>10,116,098</b>	<b>11,126,820</b>	<b>12,227,650</b>
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
<b>归母股东权益</b>	<b>936,768</b>	<b>1,027,888</b>	<b>1,143,554</b>	<b>1,272,251</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>945,503</b>	<b>1,037,473</b>	<b>1,154,217</b>	<b>1,284,115</b>
<b>负债和股东权益合</b>	<b>10,138,912</b>	<b>11,163,155</b>	<b>12,291,700</b>	<b>13,523,628</b>

资产质量

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
NPLratio	0.96%	0.94%	0.92%	0.90%
NPLs	58,004	62,180	66,335	70,733
拨备覆盖率	451%	439%	421%	409%
拨贷比	4.33%	4.12%	3.87%	3.68%
一般准备/风险加权资	3.77%	3.57%	3.32%	3.13%
不良贷款生成率	0.83%	0.70%	0.70%	0.60%
不良贷款核销率	-0.71%	-0.63%	-0.64%	-0.54%

利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	218,235	235,716	259,537	285,657
净手续费及佣金收入	94,275	98,989	108,888	119,776
营业净收入	339,102	361,297	395,017	432,025
营业税金及附加	-3,005	-3,613	-3,950	-4,320
拨备前利润	222,679	236,845	258,954	283,219
计提拨备	-56,751	-51,369	-50,462	-51,236
税前利润	165,113	185,476	208,492	231,983
<b>净利润</b>	<b>139,294</b>	<b>156,473</b>	<b>175,890</b>	<b>195,707</b>
<b>归母净利润</b>	<b>138,012</b>	<b>155,033</b>	<b>174,271</b>	<b>193,906</b>

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营管理</b>				
贷款增长率	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产增长率	10.5%	10.1%	10.1%	10.0%
总资产增长率	9.6%	10.1%	10.1%	10.0%
存款增长率	18.9%	14.0%	13.0%	12.0%
付息负债增长率	10.1%	10.5%	10.3%	10.0%
净利息收入增长率	7.0%	8.0%	10.1%	10.1%
手续费及佣金净收入增长	-0.2%	5.0%	10.0%	10.0%
营业收入增长率	3.7%	6.5%	9.3%	9.4%
拨备前利润增长率	3.8%	6.4%	9.3%	9.4%
税前利润增长率	11.4%	12.3%	12.4%	11.3%
净利润增长率	15.1%	12.3%	12.4%	11.3%
非息收入占比	27.8%	27.4%	27.6%	27.7%
成本收入比	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%
信贷成本	0.97%	0.81%	0.73%	0.68%
所得税率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
<b>盈利能力</b>				
NIM	2.40%	2.35%	2.35%	2.35%
拨备前 ROAA	2.30%	2.22%	2.21%	2.19%
拨备前 ROAE	24.7%	23.9%	23.6%	23.2%
ROAA	1.42%	1.46%	1.49%	1.50%
ROAE	17.7%	17.8%	17.9%	17.6%
<b>流动性</b>				
贷存比	79.95%	76.44%	73.74%	71.76%
贷款/总资产	59.86%	59.26%	58.66%	58.11%
债券投资/总资产	27.35%	27.32%	27.29%	27.29%
银行同业/总资产	6.23%	6.51%	6.80%	7.10%
<b>资本状况</b>				
核心一级资本充足率	13.68%	11.82%	12.12%	12.42%
资本充足率 (权重法)	14.68%	14.69%	14.73%	14.79%
加权风险资产(¥,mn)	6,941,350	7,642,572	8,415,202	9,258,610
RWA/总资产	68.5%	68.5%	68.5%	68.5%

## 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 2023 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

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层