

**公司点评**
**招商银行(600036.SH)**
**银行 | 股份制银行 II**
**资产质量持续改善，负债成本有望下行**

2023年09月01日

**评级 买入**

评级变动 维持

**交易数据**

当前价格(元)	31.55
52周价格区间(元)	26.82-42.03
总市值(百万)	781118.19
流通市值(百万)	650843.20
总股本(万股)	2521984.60
流通股(万股)	2521984.60

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
招商银行	-10.11	2.10	-1.57
股份制银行 II	-7.31	-4.73	-4.64

**刘敏**
**分析师**

 执业证书编号:S0530520010001  
 liumin83@hncshasing.com

**相关报告**

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	3,312.53	3,447.83	3,599.77	3,975.49	4,343.65
归母净利润(亿元)	1,199.22	1,380.12	1,426.56	1,573.26	1,684.24
每股收益(元)	4.76	5.47	5.66	6.24	6.68
每股净资产(元)	29.01	32.71	39.49	45.19	51.47
P/E	6.64	5.77	5.58	5.06	4.72
P/B	1.09	0.96	0.80	0.70	0.61

资料来源: iFinD, 财信证券

**投资要点:**

- 招商银行发布2023年半年度报告:** 报告期内, 招商银行实现营业收入1784.60亿元, 同比减少0.35%; 实现归母净利润757.52亿元, 同比增长9.12%; 实现净利息收入1089.96亿元, 同比增长1.21%; 实现非利息净收入694.64亿元, 同比减少2.71%; ROAA和ROAE分别为1.45%和17.55%, 同比分别下降0.01和0.52pct.
- 净息差承压。** 二季度招商银行单季净息差为2.16%, 环比下降13BP, 受到资产负债两端的共同影响, 降幅进一步走阔。其中**资产端**, Q2生息资产收益率为3.8%, 环比一季度下降6BP, 与行业趋势一致。从定价来看, 一方面由于LPR持续下调及有效信贷需求不足, 新发放贷款定价继续下行, 贷款平均收益率继续下降, 二是市场利率低位运行, 带动债券投资和票据贴现等市场化资产收益率继续下降; 从结构来看, 由于居民消费意愿仍然较为低迷, 收益率相对较高的信用卡贷款和个人住房贷款增长放缓。**负债端**, Q2计息负债成本率为1.74%, 环比一季度上升6BP, 拖累净息差表现, 除受企业资金活化不足, 居民存款定期化趋势等结构性因素外, 还受到招商银行活期存款利率上升的影响, 招商银行在二季度业绩发布会上特别说明, 零售活期存款成本的上行是阶段性的, 是在去年理财回表的背景下创设了相应活期存款产品, “是阶段性的, 而且这是有计划、有安排的。”
- 大财富管理展现韧性。** 招商银行二季度净手续费及佣金收入同比增速为-10.92%, 增速较Q1提升1.68pct., 中收小幅改善, 但仍处低位, 表明居民风险偏好、投资意愿仍然较低。二季度其他非息净收入同比增长33.42%, 较一季度大幅提升18.51pct., 对营收形成支撑, 主要由于债券投资和非货币基金投资公允价值增加, 以及外币兑人民币汇率上升推动外币货币性项目评估收益增加。
- 资产质量持续改善, 重点领域风险可控。** 截至二季度末, 招商银行不良贷款率0.95%, 较上年末下降0.01个百分点; 拨备覆盖率447.63%, 较上年末下降3.16个百分点; 贷款拨备率4.27%, 较上年末下降0.05个百分点。招商银行二季度不良贷款生成率(年化)1.04%, 低于一季

度的 1.09% 和去年同期的 1.13%，资产质量连续两个季度出现好转。**在地方政府融资平台领域**，截至报告期末，公司及招银理财所涉及的地方政府融资平台业务余额 2,485.73 亿元（含实有及或有信贷、债券投资、自营及理财资金投资等业务），较上年末减少 150.66 亿元。其中，境内公司贷款余额 1,372.89 亿元，较上年末增加 47.25 亿元，占本公司贷款和垫款总额的 2.29%，较上年末下降 0.03 个百分点。地方政府融资平台业务不良贷款率 0.14%，资产质量保持较好水平。**在房地产领域**，截至报告期末，招商银行房地产相关的实有及或有信贷、自营债券投资、自营非标投资等承担信用风险的业务余额合计 4,360.83 亿元，较上年末下降 5.88%；理财资金出资、委托贷款、合作机构主动管理的代销信托、主承销债务融资工具等不承担信用风险的业务余额合计 2,475.47 亿元，较上年末下降 17.58%；房地产业贷款余额 3,150.11 亿元，较上年末减少 187.04 亿元，占本公司贷款和垫款总额的 5.26%，较上年末下降 0.57 个百分点。招商银行房地产业贷款客户结构和区域结构保持良好，其中，高信用评级客户贷款余额占比超过七成；从项目区域看，本公司 85% 以上的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区。截至报告期末，房地产业不良贷款率 5.45%，较上年末上升 1.46 个百分点，主要是受个别高负债房地产客户风险进一步释放、风险处置进度较慢和房地产贷款余额下降的共同影响。

- **投资建议：**招商银行二季度净息差表现不及预期，除行业共性因素外，主要受到负债端活期成本上行的影响，但招行业绩发布会明确表示是“阶段性的”创设了活期存款产品，且第三轮存款下调即将开启，有望缓解负债成本压力。招商银行聚焦价值创造，加快模式转型，致力于做强重资本业务，做大轻资本业务，形成大财富管理价值循环链，客户拓展经营深化和大财富管理协同效应有望增强，公司轻资本去周期带来的稳健盈利能力长期有效。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 5.66/6.24/6.68 元/股，现价对应 5.58/5.06/4.72 倍 PE，0.80/0.70/0.61 倍 PB，综合考虑招行零售龙头和大财富管理业务发展，给予公司 2023 年 0.9-1.0 倍 PB，对应合理估值区间 35.5-39.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济增长不及预期，资产质量大幅恶化。

**财务预测摘要**

人民币亿	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	2,039.19	2,182.35	2,304.79	2,558.57	2,817.75	净利润增速	23.35%	15.28%	3.29%	10.27%	7.09%
手续费及佣金	944.47	942.75	912.73	961.21	1,002.87	拨备前利润增速	14.44%	3.80%	3.10%	11.49%	9.06%
其他收入	328.87	322.73	382.26	455.70	523.02	税前利润增速	21.02%	11.43%	4.54%	10.72%	6.39%
营业收入	3,312.53	3,447.83	3,599.77	3,975.49	4,343.65	营业收入增速	14.04%	4.08%	4.41%	10.44%	9.26%
营业税及附加	27.72	30.05	30.79	33.94	37.32	净利息收入增速	10.21%	7.02%	5.61%	11.01%	10.13%
业务管理费	1,097.27	1,133.75	1,215.94	1,321.92	1,445.85	手续费及佣金增速	18.82%	-0.18%	-3.18%	5.31%	4.33%
其他业务成本	43.80	56.81	57.44	60.61	69.14	业务管理费用增速	13.42%	3.32%	7.25%	8.72%	9.37%
营业外净收入	1.54	-0.43	0.15	0.42	0.05	其他业务成本增速	21.97%	29.70%	1.11%	5.51%	14.07%
拨备前利润	2,145.28	2,226.79	2,295.75	2,559.44	2,791.38	<b>规模增长</b>					
计提拨备	663.55	575.66	569.70	648.32	758.09	生息资产增速	10.61%	10.47%	12.18%	14.28%	14.53%
税前利润	1,481.73	1,651.13	1,726.05	1,911.12	2,033.29	贷款增速	11.05%	8.84%	9.43%	9.15%	9.26%
所得税	273.39	258.19	287.23	324.47	334.19	同业资产增速	29.66%	-20.99%	15.92%	28.10%	9.44%
归属母净利润	1,199.22	1,380.12	1,426.56	1,573.26	1,684.24	证券投资增速	5.26%	27.16%	19.31%	22.66%	25.57%
<b>资产负债表</b>						其他资产增速	10.71%	-10.39%	22.57%	-0.59%	14.15%
贷款	53,354	58,072	63,549	69,366	75,787	计息负债增速	9.75%	10.00%	13.20%	13.81%	14.78%
同业资产	7,994	6,316	7,322	9,379	10,264	存款增速	12.73%	18.88%	15.93%	15.85%	16.89%
证券投资	21,700	27,593	32,922	40,383	50,710	同业负债增速	7.08%	-12.55%	7.74%	0.76%	-1.35%
生息资产	88,720	98,011	109,953	125,652	143,911	归属母公司权益增速	18.65%	10.10%	5.33%	14.45%	13.90%
非生息资产	3,770	3,379	4,141	4,117	4,699	<b>资产质量</b>					
总资产	92,490	101,389	114,094	129,769	148,610	不良贷款率	0.91%	0.96%	0.98%	0.95%	0.96%
存款	63,852	75,906	87,999	101,944	119,158	不良贷款净生成率	-0.86%	1.60%	7.00%	1.37%	4.23%
其他计息负债	17,655	13,755	13,499	13,574	13,434	拨备覆盖率	483.87%	450.79%	408.62%	399.83%	371.57%
非计息负债	2,327	2,186	2,544	2,747	2,915	拨贷比	4.42%	4.32%	4.10%	3.87%	3.66%
总负债	83,833	91,847	104,042	118,265	135,507	<b>资本</b>					
母公司所有者权益	8,587	9,455	9,959	11,398	12,981	资本充足率	17.48%	17.77%	19.83%	19.13%	18.28%
<b>利率指标</b>						核心资本充足率	12.66%	13.68%	15.37%	15.21%	14.86%
净息差(NIM)	2.27%	2.22%	2.13%	2.08%	2.00%	杠杆率	8.99%	9.07%	8.74%	8.53%	8.24%
净利差(Spread)	2.11%	2.05%	1.99%	1.93%	1.84%	<b>每股指标</b>					
生息资产收益率	3.65%	3.60%	3.54%	3.43%	3.33%	EPS(摊薄)	4.76	5.47	5.66	6.24	6.68
计息负债成本率	1.53%	1.54%	1.55%	1.50%	1.49%	每股拨备前利润(元)	8.51	8.83	9.10	10.15	11.07
<b>盈利能力</b>						BVPS	29.01	32.71	39.49	45.19	51.47
信贷成本	1.20%	0.96%	0.86%	0.90%	0.96%	每股总资产(元)	366.73	402.02	452.39	514.55	589.25
成本收入比	35.28%	35.40%	36.23%	35.63%	35.74%	P/E	6.64	5.77	5.58	5.06	4.72
ROAA	1.33%	1.40%	1.30%	1.27%	1.19%	P/PPOP	3.71	3.57	3.47	3.11	2.85
ROAE	14.67%	14.94%	14.69%	14.17%	13.34%	P/B	1.09	0.96	0.80	0.70	0.61
拨备前利润率	64.76%	64.59%	63.77%	64.38%	64.26%	P/A	0.09	0.08	0.07	0.06	0.05
所得税有效税率	18.45%	15.64%	16.64%	16.98%	16.44%						

资料来源：财信证券，iFinD

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：[stock.hnchasing.com](http://stock.hnchasing.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438