

招商银行(600036)

报告日期: 2023年10月28日

## 资产质量向好

### ——招商银行 2023 年三季度报点评

#### 投资要点

□ 招商银行 23Q1-3 财富中收修复，资产质量向好。

□ 数据概览

招商银行 23Q1-3 归母净利润同比增长 6.5%，增速较 23H1 下降 2.6pc；营收同比下降 1.7%，跌幅较 23H1 扩大 1.4pc。招商银行 23Q3 末不良率为 0.96%，环比基本持平。拨备覆盖率为 446%，环比微降 2pc。

□ 利润增速放缓

招行 23Q1-3 归母净利润同比增长 6.5%，增速环比下降 2.6pc，符合市场预期，盈利增速下行主要归因：息差拖累加大、减值支撑减弱。具体来看：(1) **息差**：23Q3 单季息差（日均，下同）环比下降 5bp 至 2.11%，拖累盈利。(2) **减值**：23Q1-3 减值损失同比下降 21%，降幅较 23H1 收窄 3pc。其中，贷款减值损失 23Q1-3 同比增加 22%，增速较 23H1 提升 2pc，是主要拖累项。而 23Q1-3 非信贷信用减值损失回补 17 亿元，反哺盈利。

**展望未来，受息差收窄影响，预计后续招行营收增速仍边际承压。**

□ 息差边际下行

招行 23Q3 单季息差环比下行 5bp 至 2.11%，主要归因资产端收益率下行拖累。

(1) **资产端**：23Q3 生息资产收益率环比下降 8bp 至 3.72%。① **贷款利率** 环比下降 7bp，判断受结构、利率双重因素影响。结构方面，低收益率的票据资产占比上升，23Q3 末票据贴现环比 23Q2 末增长 16.5%，增速较总贷款快 14.9pc。利率方面，贷款利率行业性下行影响招行息差。② **金融投资、同业资产** 利率环比下降 4bp、48bp，归因前期利率下行滞后影响。(2) **负债端**：23Q3 计息负债成本率环比微降 1bp 至 1.73%，负债成本逆势改善，好于预期。尤其注意到，受行业性存款定期化影响，招行 23Q3 定期存款占比明显上升（占比环比提高 3pc），但整体存款成本仅微升 1bp，显示出招行负债成本管控的成效。**展望未来，受存量按揭降息影响，预计招行后续息差将继续下行。**

□ 财富中收修复

招行 23Q1-3 财富中收同比下降 6%，降幅环比 23H1 收敛 4pc，主要归因代理保险表现亮眼。23Q1-3 招行代理保险收入同比增长 17%，增速环比提高 14pc。展望未来，随着银保降费，预计招行财富中收同比降幅可能扩大。

□ 资产质量向好

招行 23Q1-3 末不良率、关注率、逾期率环比分别基本持平、-1bp、-1bp 至 0.96%、1.01%、1.25%，23Q3 单季不良生成同比改善 5 亿元，整体资产质量向好。重点领域来看：

(1) **零售仍有压力**：23Q3 单季零售不良生成率（测算，年化，下同）1.40%，虽同比改善 5bp，但整体生成水平仍处于高位，判断主要压力在于信用卡等较高风险的零售业务。23Q3 信用卡单季不良生成率 4.09%。

(2) **对公有所改善**：23Q3 单季对公不良生成同比减少 9 亿元，对公不良压力改善，主要得益于地产不良生成下行。同时，对公地产存量不良迎来改善，23Q3 末对公地产不良率 5.31%，较 23Q2 末下降 14bp。

□ 盈利预测与估值

招行 23Q1-3 财富中收修复，资产质量改善。预计 2023-2025 年归母净利润同比增长 6.34%/6.42%/6.56%，对应 BPS 36.68/40.90/45.42 元。现价对应 2023 年 PB 估值 0.86 倍。目标价 40.71 元/股，对应 2023 年 PB 1.11 倍，现价空间 29%。

□ 风险提示：宏观经济失速，不良大幅暴露。

#### 投资评级：买入(维持)

分析师：梁凤洁

执业证书号：S1230520100001

021-80108037

liangfengjie@stocke.com.cn

分析师：陈建宇

执业证书号：S1230522080005

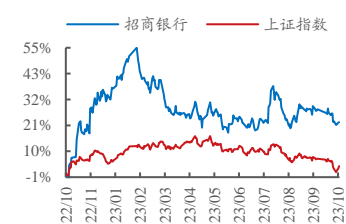
15014264583

chenjianyu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 31.53
总市值(百万元)	795,181.73
总股本(百万股)	25,219.85

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩增速回升，质量稳中向好》 2023.08.26
- 《资产质量是最大亮点》 2023.04.27
- 《财富管理综合优势凸显》 2023.03.26

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	344,783	334,654	339,740	362,739
(+/-) (%)	4.08%	-2.94%	1.52%	6.77%
归母净利润	138,012	146,762	156,181	166,422
(+/-) (%)	15.08%	6.34%	6.42%	6.56%
每股净资产(元)	32.71	36.68	40.90	45.42
P/B	0.96	0.86	0.77	0.69

资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

表 1: 招商银行 2023 年三季度报业绩概览

维度	单位: 百万元	22Q1-3	23H1	23Q1-3	环比变化	同比变化	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	QoQ
利润指标	ROE (年化)	18.22%	17.55%	17.38%	-0.2pc	-84bp	16.4%	12.8%	16.1%	14.3%	15.3%	1.1pc
	ROA (年化)	1.50%	1.45%	1.46%	1bp	-4bp	1.54%	1.25%	1.50%	1.39%	1.43%	4bp
	拨备前利润	180,073	122,093	175,080		-2.8%	54,972	42,606	63,302	58,791	52,987	-9.9%
	同比增速	4.1%	-2.4%	-2.8%	-0.4pc	-6.9pc	0.5%	2.4%	-3.9%	-0.7%	-3.6%	-2.9pc
	归母净利润	106,922	75,752	113,890		6.5%	37,502	31,090	38,839	36,913	38,138	3.3%
	同比增速	14.2%	9.1%	6.5%	-2.6pc	-7.7pc	15.5%	18.2%	7.8%	10.5%	1.7%	-8.8pc
	EPS (未年化)	4.15	2.93	4.44		7.0%	1.49	1.23	1.54	1.46	1.51	3.3%
BVPS (未年化)	31.69	33.97	35.36	4.1%	11.6%	31.69	32.71	34.13	33.97	35.36	4.1%	
收入拆分	营业收入	264,833	178,460	260,279		-1.7%	85,742	79,950	90,636	87,824	81,819	-6.8%
	同比增速	5.3%	-0.4%	-1.7%	-1.4pc	-7.1pc	3.7%	0.1%	-1.5%	0.8%	-4.6%	-5.4pc
	利息净收入	162,130	108,996	162,286		0.1%	54,438	56,105	55,409	53,587	53,290	-0.6%
	生息资产 (期初期末平均, 注1)	9,011,985	9,903,619	9,977,164	0.7%	10.7%	9,170,479	9,392,104	9,770,903	10,036,335	10,124,254	0.9%
	净息差 (日均余额口径)	2.41%	2.23%	2.19%	-4bp	-22bp	2.36%	2.37%	2.29%	2.16%	2.11%	-5bp
	净息差 (期初期末口径)	2.40%	2.20%	2.17%	-3bp	-23bp	2.37%	2.39%	2.27%	2.14%	2.11%	-3bp
	生息资产收益率 (期初期末口径)	3.87%	3.78%	3.76%	-3bp	-12bp	3.88%	3.90%	3.82%	3.75%	3.71%	-4bp
	付息负债成本率 (期初期末口径)	1.61%	1.71%	1.72%	1bp	12bp	1.64%	1.65%	1.68%	1.74%	1.74%	0bp
	非利息净收入	102,703	69,464	97,993		-4.6%	31,304	23,845	35,227	34,237	28,529	-16.7%
	手续费净收入	75,752	47,091	67,027		-11.5%	22,347	18,523	25,079	22,012	19,936	-9.4%
	其他非息收入	26,951	22,373	30,966		14.9%	8,957	5,322	10,148	12,225	8,593	-29.7%
	业务及管理费	78,289	51,877	78,316		0.0%	28,579	35,086	25,003	26,874	26,439	-1.6%
	成本收入比	29.56%	29.07%	30.09%	1.0pc	0.5pc	33.33%	43.88%	27.59%	30.60%	32.31%	1.7pc
	资产减值损失	50,689	31,209	39,895		-21.3%	9,212	6,877	16,421	14,788	8,686	-41.3%
	贷款减值损失	34,044	27,291	41,466		21.8%	11,249	11,113	16,550	10,741	14,175	32.0%
	信用成本	0.79%	0.88%	0.88%	0bp	10bp	0.75%	0.74%	1.07%	0.68%	0.89%	21bp
	所得税费用	21,405	14,447	20,215		-5.6%	7,783	4,414	7,655	6,792	5,768	-15.1%
有效税率	16.54%	15.90%	14.95%	-0.9pc	-1.6pc	17.01%	12.35%	16.33%	15.44%	13.02%	-2.4pc	
规模增长	总资产	9,707,111	10,739,836	10,668,009	-0.7%	9.9%	9,707,111	10,138,912	10,508,752	10,739,836	10,668,009	-0.7%
	生息资产余额	9,148,901	10,166,170	10,082,338	-0.8%	10.2%	9,148,901	9,635,306	9,906,499	10,166,170	10,082,338	-0.8%
	贷款总额	5,994,374	6,355,439	6,455,546	1.6%	7.7%	5,994,374	6,051,459	6,335,975	6,355,439	6,455,546	1.6%
	对公贷款	2,830,705	3,025,894	3,066,910	1.4%	8.3%	2,830,705	2,889,670	3,098,531	3,025,894	3,066,910	1.4%
	个人贷款	3,163,669	3,329,545	3,388,636	1.8%	7.1%	3,163,669	3,161,789	3,237,444	3,329,545	3,388,636	1.8%
	同业资产	472,909	711,675	432,836	-39.2%	-8.5%	472,909	631,598	521,814	711,675	432,836	-39.2%
	金融投资	2,555,392	2,995,917	3,083,466	2.9%	20.7%	2,555,392	2,772,689	2,971,729	2,995,917	3,083,466	2.9%
	存放央行	598,478	590,855	599,969	1.5%	0.2%	598,478	603,027	597,640	590,855	599,969	1.5%
	总负债	8,779,344	9,753,923	9,646,670	-1.1%	9.9%	8,779,344	9,184,674	9,518,990	9,753,923	9,646,670	-1.1%
	付息负债余额	8,392,504	9,355,366	9,288,882	-0.7%	10.7%	8,392,504	8,834,932	9,178,657	9,355,366	9,288,882	-0.7%
	吸收存款	7,090,067	8,030,232	7,980,492	-0.6%	12.6%	7,090,067	7,535,742	7,771,878	8,030,232	7,980,492	-0.6%
	企业活期	2,620,874	2,797,577	2,614,013	-6.6%	-0.3%	2,620,874	2,762,671		2,797,577	2,614,013	-6.6%
	个人活期	1,711,866	1,902,835	1,812,766	-4.7%	5.9%	1,711,866	1,983,364		1,902,835	1,812,766	-4.7%
	企业定期	1,767,447	1,918,226	2,000,385	4.3%	13.2%	1,767,447	1,668,882		1,918,226	2,000,385	4.3%
	个人定期	989,880	1,411,594	1,553,328	10.0%	56.9%	989,880	1,120,825		1,411,594	1,553,328	10.0%
	同业负债	919,029	901,133	843,882	-6.4%	-8.2%	919,029	945,624	946,185	901,133	843,882	-6.4%
	发行债券	235,789	265,819	240,161	-9.7%	1.9%	235,789	223,821	265,472	265,819	240,161	-9.7%
	向央行借款	147,619	158,182	224,347	41.8%	52.0%	147,619	129,745	195,122	158,182	224,347	41.8%
	所有者权益	919,582	977,126	1,012,235	3.6%	10.1%	919,582	945,503	981,087	977,126	1,012,235	3.6%
总股本	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	
资产质量	不良贷款	57,088	60,641	61,794	1.9%	8.2%	57,088	58,004	60,302	60,641	61,794	1.9%
	不良率	0.95%	0.95%	0.96%	0bp	0bp	0.95%	0.96%	0.95%	0.95%	0.96%	0bp
	关注贷款	68,315	65,132	65,196	0.1%	-4.6%	68,315	73,470	70,748	65,132	65,196	0.1%
	关注率	1.14%	1.02%	1.01%	-1bp	-13bp	1.14%	1.21%	1.12%	1.02%	1.01%	-1bp
	逾期贷款	72,292	79,721	80,477	0.9%	11.3%	72,292	78,285	77,870	79,721	80,477	0.9%
	逾期率	1.21%	1.25%	1.25%	-1bp	4bp	1.21%	1.29%	1.23%	1.25%	1.25%	-1bp
	不良生成额	34,605	25,026	38,821	55.1%	12.2%	10,633	11,624	12,304	12,722	13,795	8.4%
	不良生成率	0.83%	0.83%	0.86%	3bp	3bp	0.72%	0.78%	0.81%	0.80%	0.87%	7bp
	核销转出额	28,379	22,389	35,031	56.5%	23.4%	9,931	10,708	10,006	12,383	12,642	2.1%
	核销转出率	74.40%	77.20%	80.52%	3.3pc	6.1pc	70.45%	75.03%	69.00%	82.14%	83.39%	1.2pc
	逾期90+偏离度	n.a	77.6%	n.a	n.a	n.a	n.a	70.8%	n.a	77.6%	n.a	n.a
拨备覆盖率	455.7%	447.6%	445.9%	-1.8pc	-9.8pc	455.7%	450.8%	448.3%	447.6%	445.9%	-1.8pc	
拨贷比	4.34%	4.27%	4.27%	0bp	-7bp	4.34%	4.32%	4.27%	4.27%	4.27%	0bp	
资本情况	核心一级资本充足率	12.85%	13.09%	13.37%	28bp	52bp	12.85%	13.68%	13.41%	13.09%	13.37%	28bp
	一级资本充足率	14.85%	14.99%	15.23%	24bp	38bp	14.85%	15.75%	15.34%	14.99%	15.23%	24bp
	资本充足率	17.17%	17.09%	17.38%	29bp	21bp	17.17%	17.77%	17.39%	17.09%	17.38%	29bp

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所。注 1: 以 22A 举例, 22Q4 单季生息资产平均余额为期初期末平均, 22A 生息资产平均余额为 22Q1、22Q2、22Q3、22Q4 平均余额的平均值。右侧 QoQ 指 22Q4 环比 22Q3 指标变化情况。

## 表附录：报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行	603,027	732,474	791,072	854,358
同业资产	631,598	694,758	764,234	840,657
贷款总额	6,051,459	6,505,318	7,123,324	7,800,039
贷款减值准备	(255,759)	(253,903)	(259,418)	(259,710)
贷款净额	5,807,154	6,251,415	6,863,905	7,540,329
证券投资	2,772,689	2,864,744	2,989,695	3,107,564
其他资产	324,444	404,373	437,568	473,390
<b>资产合计</b>	<b>10,138,912</b>	<b>10,947,764</b>	<b>11,846,474</b>	<b>12,816,298</b>
同业负债	1,075,369	1,150,645	1,231,190	1,317,373
存款余额	7,535,742	8,138,601	8,789,689	9,492,865
应付债券	223,821	247,366	278,412	313,356
其他负债	349,742	356,139	384,621	415,404
<b>负债合计</b>	<b>9,184,674</b>	<b>9,892,751</b>	<b>10,683,913</b>	<b>11,538,997</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>954,238</b>	<b>1,055,013</b>	<b>1,162,561</b>	<b>1,277,301</b>

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	218,235	215,049	219,620	236,791
净手续费收入	94,275	82,491	86,615	93,544
其他非息收入	32,273	37,114	33,505	32,404
<b>营业收入</b>	<b>344,783</b>	<b>334,654</b>	<b>339,740</b>	<b>362,739</b>
税金及附加	(3,005)	(2,796)	(2,939)	(3,192)
业务及管理费	(113,375)	(108,763)	(101,922)	(103,381)
营业外净收入	(43)	0	0	0
<b>拨备前利润</b>	<b>222,679</b>	<b>219,220</b>	<b>230,944</b>	<b>251,966</b>
资产减值损失	(57,566)	(44,318)	(60,193)	(58,450)
<b>税前利润</b>	<b>165,113</b>	<b>174,902</b>	<b>170,751</b>	<b>193,516</b>
所得税	(25,819)	(27,285)	(13,660)	(26,125)
<b>税后利润</b>	<b>139,294</b>	<b>147,617</b>	<b>157,091</b>	<b>167,391</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>138,012</b>	<b>146,762</b>	<b>156,181</b>	<b>166,422</b>
<b>归属母公司普通股股东净利润</b>	<b>134,399</b>	<b>145,103</b>	<b>154,522</b>	<b>164,763</b>

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>业绩增长</b>				
利息净收入增速	7.02%	-1.46%	2.13%	7.82%
手续费净增速	-0.18%	-12.50%	5.00%	8.00%
非息净收入增速	-0.62%	-5.49%	0.43%	4.85%
拨备前利润增速	3.80%	-1.55%	5.35%	9.10%
归属母公司净利润增速	15.08%	6.34%	6.42%	6.56%
<b>盈利能力</b>				
ROAE	17.06%	16.58%	15.80%	15.14%
ROAA	1.42%	1.39%	1.37%	1.35%
RORWA	2.54%	2.35%	2.26%	2.22%
生息率	3.88%	3.71%	3.61%	3.60%
付息率	1.62%	1.71%	1.69%	1.69%
净利差	2.26%	2.01%	1.91%	1.90%
净息差	2.40%	2.15%	2.04%	2.03%
成本收入比	32.88%	32.50%	30.00%	28.50%
<b>资本状况</b>				
资本充足率	17.77%	17.48%	17.75%	17.97%
核心资本充足率	15.75%	15.35%	15.68%	15.97%
风险加权系数	57.62%	60.70%	60.70%	60.70%
股息支付率	32.61%	33.00%	33.00%	33.00%

### 主要财务比率

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>资产质量</b>				
不良贷款余额	58,004	62,383	67,068	73,166
不良贷款净生成率	0.83%	0.82%	0.82%	0.82%
不良贷款率	0.96%	0.96%	0.94%	0.94%
拨备覆盖率	451%	407%	387%	355%
拨贷比	4.32%	3.90%	3.64%	3.33%
<b>流动性</b>				
贷存比	80.30%	79.93%	81.04%	82.17%
贷款/总资产	59.69%	59.42%	60.13%	60.86%
平均生息资产/平均总资产	94.91%	94.82%	94.64%	94.64%
<b>每股指标 (元)</b>				
EPS	5.33	5.75	6.13	6.53
BVPS	32.71	36.68	40.90	45.42
每股股利	1.74	1.90	2.02	2.16
<b>估值指标</b>				
P/E	5.92	5.48	5.15	4.83
P/B	0.96	0.86	0.77	0.69
P/PPOP	3.57	3.63	3.44	3.16
股息收益率	5.51%	6.02%	6.41%	6.84%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>