

招商银行(600036.SH)

息差延续下行趋势，资产质量保持稳健

强烈推荐（维持）

股价：31.53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)	7,832
流通A股市值(亿元)	6,504
每股净资产(元)	35.36
资产负债率(%)	90.4

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)*半年报点评*业绩稳健增长，静待零售复苏*强烈推荐20230827

【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

证券分析师

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

研究助理

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



事项：

10月27日，招商银行发布2023年三季报，前三季度实现营业收入2603亿元，同比减少1.7%，实现归母净利润1139亿元，同比增长6.5%。年化加权平均ROE17.4%，较去年同期下降0.8个百分点。2023年3季度末总资产10.67万亿元，较上年末增长5.22%，其中贷款较上年末增长6.68%，存款较上年末增长5.90%。

平安观点：

■ 息差下行拖累营收放缓，财富中收延续负增。招商银行2023年前三季度营收同比负增1.72% (vs-0.35%，23H1)，息差收窄以及投资收益波动拖累营收负增缺口持续扩大，前三季度净利息收入同比增长0.10% (vs+1.21%，23H1)。非息收入方面，公司前三季度其他非息收入同比增长14.9% (vs+24.3%，23H1)，金融市场波动预计对投资收益造成了一定负面影响。此外，公司前三季度手续费及佣金净收入同比负增11.5% (vs-11.8%，23H1)，整体保持平稳，分项来看，三季度财富管理手续费及佣金收入同比减少6.02% (vs-10.2%，23H1)，特别是能看到代理保险收入由于保障型保险销量及占比提升带来的代理保险收入 (yoy+16.9%，23Q1-3)的快速提高为财富中收企稳提供了支撑，但考虑到目前银保费率的下行，未来仍需关注代理保险业务提供的收入弹性。此外，营收负增缺口的扩大以及拨备支撑的减弱使得前三季度归母净利润增速较上半年下行2.60个百分点至6.52%，利润增速有所放缓。

■ 净息差降幅收窄，规模稳健扩张以量补价。招商银行2023年前三季度净息差为2.19% (vs2.23%，23H1)，三季度单季度净息差环比下行5BP至2.11%，收窄幅度趋缓。息差下行预计主要是受到资产端定价下行拖累，公司3季度单季生息资产收益率环比2季度下行8BP至3.72%，贷款收益率环比下行7BP至4.24%，LPR的连续下调以及贷款需求不足均对定价水平造成了一定的冲击。成本端压力有所缓释，单季度计息负债成本率环比下行1BP至1.73%，负债成本逆势改善，整体好于预期，但同时注意到存款定期化趋势使得三季度单季度存款成本率环比2季度上行1BP至1.64%，幅度相对可控。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业净收入(百万元)	326,873	339,102	331,509	348,689	376,130
YOY(%)	13.9	3.7	-2.2	5.2	7.9
归母净利润(百万元)	119,922	138,012	144,539	152,348	163,903
YOY(%)	23.2	15.1	4.7	5.4	7.6
ROE(%)	17.5	17.7	16.7	15.9	15.4
EPS(摊薄/元)	4.76	5.47	5.73	6.04	6.50
P/E(倍)	6.6	5.8	5.5	5.2	4.9
P/B(倍)	1.09	0.96	0.87	0.79	0.71

规模方面仍保持稳健增长,3季度末总资产同比增长9.90%(vs+10.4%,23H1),其中贷款同比增长7.69%(vs+7.14%,23H1)。信贷结构上,对公需求不足的情况下,3季度票据和零售成为规模扩张的主要支撑力量,3季度末票据贴现和零售贷款环比2季度末增长16.5%/1.77%,高于整体贷款规模增速14.9pct/0.2pct,零售贷款和票据贴现3季度末占比环比2季度末提升0.10pct/1.04pct至52.5%/8.1%。负债端来看,存款规模同比增长12.6%(vs+14.1%,23H1),3季度存款出现了同比负增情况。从存款结构上来看,存款定期化趋势延续,活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例为58.0%(vs59.1%,23H1),与行业趋势相符。

- **资产质量保持平稳,风控可控拨备无虞。**招商银行3季度末不良率环比半年末抬升1BP至0.96%,年化不良生成率1.03%(vs1.04%,23H1),表现相对平稳,结构上仍主要来自于信用卡贷款(占3季度单季度不良生成额比重61.8%)。从前瞻性指标来看,3季度末关注率环比2季度末下降1BP至1.01%,逾期率环比半年末持平于1.25%,潜在压力相对可控。拨备绝对水平维持高位,3季度末拨备覆盖率环比2季度末下降1.77个百分点至446%,拨贷比为4.27%,环比持平,风险抵补能力保持充足。
- **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。考虑到今年以来零售需求修复斜率放缓叠接持续降息对于息差的负面影响,我们小幅下调公司23-25年盈利预测,预计公司23-25年EPS分别为5.73/6.04/6.50元(原23-25年EPS分别为6.15/6.91/7.69元),对应盈利增速分别为4.7%/5.4%/7.6%(原23-25年盈利增速分别为12.3%/12.4%/11.3%),目前招行股价对应23-25年PB分别为0.87x/0.79x/0.71x,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年三季度报核心指标

	百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
利润表 (累计)	营业收入	91,990	179,091	264,833	344,784	90,636	178,460	260,279
	YoY	8.5%	6.1%	5.34%	4.08%	-1.5%	-0.35%	-1.72%
	利息净收入	54,464	107,692	162,130	218,235	55,409	108,996	162,286
	YoY	10.0%	8.4%	7.6%	7.0%	1.7%	1.2%	0.10%
	中收收入	28,695	53,405	75,752	94,275	25,079	47,091	67,027
	YoY	5.5%	2.2%	0.0%	-0.2%	-12.6%	-11.8%	-11.5%
	信用减值损失	21,523	41,477	50,167	57,566	16,421	31,209	39,743
	YoY	4.8%	-1.0%	-10.8%	-13.2%	-23.7%	-24.8%	-20.8%
	拨备前利润	65,890	125,101	179,551	222,658	63,313	122,093	174,928
YoY	8.7%	5.8%	3.8%	3.8%	-3.9%	-2.4%	-2.57%	
归母净利润	36,022	69,420	106,922	138,012	38,839	75,752	113,890	
YoY	12.5%	13.5%	14.2%	15.1%	7.8%	9.1%	6.52%	
利润表 (单季)	营业收入	91,990	87,101	85,742	79,951	90,636	87,824	81,819
	YoY	8.5%	3.7%	3.7%	0.1%	-1.5%	0.8%	-4.58%
	归母净利润	36,022	33,398	37,502	31,090	38,839	36,913	38,138
	YoY	12.5%	14.6%	15.5%	18.2%	7.8%	10.5%	1.70%
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	10,668,009
	YoY	8.7%	9.4%	8.9%	9.6%	11.6%	10.4%	9.90%
	贷款总额	5,758,105	5,931,807	5,994,374	6,051,459	6,335,975	6,355,439	6,455,546
	YoY	8.4%	10.2%	9.0%	8.6%	10.0%	7.14%	7.69%
	公司贷款	2,236,745	2,301,082	2,285,454	2,375,616	2,552,869	2,576,860	2,543,865
	占比	39%	39%	38%	39%	40%	41%	39.41%
	零售贷款	3,025,461	3,090,374	3,163,669	3,161,789	3,237,444	3,329,545	3,388,636
	占比	53%	52%	53%	52%	51%	52%	52.5%
	票据贴现	495,899	540,351	545,251	514,054	545,662	449,034	523,045
	占比	9%	9%	9%	8%	9%	7%	8.10%
	存款总额	6,680,094	7,037,185	7,090,067	7,535,742	7,771,878	8,030,232	7,980,492
	YoY	14.6%	17.7%	17.9%	18.7%	16.3%	14.1%	12.6%
活期存款	4,251,880	4,474,124	4,332,740	4,746,035	4,700,412	4,700,412	4,426,779	
占比	64%	64%	61%	63%	59%	59%	55%	
定期存款	2,428,214	2,563,061	2,757,327	2,789,707	3,329,820	3,329,820	3,553,713	
占比	36%	36%	39%	37%	41%	41%	45%	
财务比率 (%)	净息差	2.51	2.44	2.41	2.40	2.29	2.23	2.19
	贷款收益率	4.68	4.62	4.57	4.54	4.41	4.36	4.32
	存款成本率	1.46	1.49	1.51	1.52	1.59	1.61	1.62
	成本收入比	26.10	27.76	29.15	32.88	27.59	29.07	30.09
	ROE (年化)	19.24	18.07	18.22	17.06	18.43	17.55	17.38
资产质量指标 (%)	不良率	0.94	0.95	0.95	0.96	0.95	0.95	0.96
	关注率	0.96	1.01	1.14	1.21	1.12	1.02	1.01
	拨备覆盖率	462.68	454.06	455.67	450.79	448.32	447.63	445.86
	拨贷比	4.35	4.32	4.34	4.32	4.27	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	13.37
	一级资本充足率	14.89	14.46	14.85	15.75	15.34	14.99	15.23
	资本充足率	17.29	16.80	17.17	17.77	17.39	17.09	17.38
业务指标 (亿元)	零售AUM	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354	128,382	130,804
	YoY	18.2%	17.4%	15.3%	12.7%	10.5%	9.6%	9.4%
	私人银行客户数 (户)	125,183	130,029	133,388	134,800	138,588	143,177	146,090
	YoY	17.1%	16.2%	13.9%	10.4%	10.7%	10.1%	9.5%
	私人银行AUM	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864	40,158	41,095
	YoY	17.3%	16.6%	14.6%	11.7%	11.0%	10.1%	9.9%
理财产品余额	28,200	28,800	29,600	26,700	24,600	25,300	25,800	
YoY		9.1%	6.1%	-4.0%	-12.8%	-12.2%	-12.8%	

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	10,806,570	11,896,236	13,089,496
资产合计	10,138,912	11,163,810	12,289,499	13,522,205
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
负债合计	9,184,674	10,123,848	11,146,536	12,268,429
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	945,503	1,030,443	1,132,500	1,242,299
股东权益合计	954,238	1,039,962	1,142,963	1,253,776
负债和股东权益合	10,138,912	11,163,810	12,289,499	13,522,205

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%	438%	424%	411%
拨贷比	4.33%	4.11%	3.90%	3.70%
一般准备/风险加权资	3.77%	3.56%	3.34%	3.14%
不良贷款生成率	0.83%	0.60%	0.60%	0.60%
不良贷款核销率	-0.71%	-0.53%	-0.54%	-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	215,662	228,599	251,586
净手续费及佣金收入	94,275	84,848	89,090	93,544
营业净收入	339,102	331,509	348,689	376,130
营业税金及附加	-3,005	-3,315	-3,487	-3,761
拨备前利润	222,679	217,315	228,579	246,571
计提拨备	-56,751	-44,393	-46,315	-50,483
税前利润	165,113	172,922	182,264	196,088
净利润	139,294	145,882	153,763	165,426
归母净利润	138,012	144,539	152,348	163,903

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营管理				
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%	-1.2%	6.0%	10.1%
手续费及佣金净收入增长	-0.2%	-10.0%	5.0%	5.0%
营业净收入增长率	3.7%	-2.2%	5.2%	7.9%
拨备前利润增长率	3.8%	-2.4%	5.2%	7.9%
税前利润增长率	11.4%	4.7%	5.4%	7.6%
归母净利润增长率	15.1%	4.7%	5.4%	7.6%
非息收入占比	27.8%	25.6%	25.5%	24.9%
成本收入比	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%
信贷成本	0.97%	0.70%	0.67%	0.67%
所得税率	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
盈利能力				
NIM	2.40%	2.15%	2.07%	2.07%
拨备前 ROAA	2.30%	2.04%	1.95%	1.91%
拨备前 ROAE	24.7%	22.0%	21.1%	20.8%
ROAA	1.42%	1.36%	1.30%	1.27%
ROAE	17.7%	16.7%	15.9%	15.4%
流动性				
贷存比	33.01%	33.01%	33.01%	33.01%
贷款/总资产	79.95%	76.44%	73.74%	71.76%
债券投资/总资产	59.86%	59.25%	58.67%	58.12%
银行同业/总资产	27.35%	27.32%	27.30%	27.29%
资本状况	6.23%	6.51%	6.80%	7.10%
核心一级资本充足率				
资本充足率(权重法)	13.68%	11.73%	11.86%	11.97%
加权风险资产(¥,mn)	14.68%	14.60%	14.47%	14.34%
RWA/总资产	6,941,350	7,643,021	8,413,695	9,257,636

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±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±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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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