

招商银行(600036.SH)

非息拖累营收放缓，持续关注零售回暖进程

强烈推荐（维持）

股价：33.82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)	8,569
流通A股市值(亿元)	6,977
每股净资产(元)	34.13
资产负债率(%)	90.6

行情走势图



相关研究报告

【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

研究助理

黄韦涵 一般证券从业资格编号
S1060121070072
HUANGWEIHAN235@pingan.com.cn
许淼 一般证券从业资格编号
S1060123020012
XUMIAO533@pingan.com.cn

事项：

招商银行发布一季报，2023年一季度实现营业收入906亿元，同比减少1.47%，实现归母净利润388亿元，同比增长7.82%。年化ROE18.4%，同比减少81BP。一季度末总资产10.5万亿元，较年初增长3.65%，其中贷款较年初增长4.70%，存款较年初增长3.13%。

平安观点：

■ 营收整体承压，中收下滑拖累非息收入。招行一季度归母净利润同比增长7.82% (+15.1%，22A)，增速水平有所下滑，在营收整体承压的背景下，拨备对于盈利水平的支撑逐渐加大，一季度信用减值损失同比下降23.7% (-13.2%，22A)。一季度营业收入同比减少1.47% (+4.08%，22A)，财富管理增长乏力叠加息差收窄拖累整体水平。居民投资意愿偏弱，风险偏好降低，非利息收入同比下降6.13% (-0.62%，22A)，其中手续费及佣金净收入同比下降12.6% (-0.18%，22A)，延续去年四季度下行趋势。分项来看，财富管理手续费、银行卡手续费以及结算手续费下滑是拖累中收的主要原因，分别同比下降13.3%/6.15%/14.2%。利息收入方面，一季度同比增长1.74% (+7.02%，22A)，息差收窄带来的压力较大，贷款规模的快增一定程度上缓解了价格水平下滑带来的影响。

■ 单季息差环比降幅扩大，规模扩张以量补价。招行一季度净息差2.29%，环比22Q4单季净息差下降8BP，降幅整体符合预期，刚性负债成本扰动明显。一季度计息负债成本率环比四季度上行6BP至1.68%，其中存款成本率环比四季度上行4BP至1.59%，定期化趋势仍在延续，活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例环比下降1.53%。资产端来看，贷款重定价叠加新发生业务收益率下行带来的负面影响逐步显现，贷款收益率环比四季度下降5BP至4.41%，但金融市场同业业务收益率的上升一定程度抵消了贷款收益率的影响，生息资产收益率环比四季度下行2BP至3.86%。规模上来看，“开门红”效果显著，资产规模同比增长11.6% (+9.60%，22A)，贷款规模同比增长10.0% (+8.64%，22A)，其中零售贷款同比增长7.01% (+5.82%，22A)，得益于公司丰富的项目储备和企业贷款需求的恢复，一季度对公贷款同比增长14.1% (10.5%，22A)。存款规模同比增长16.3% (18.7%，22A)，增速绝对水平仍处高位。

	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)	7.1	6.2	5.5	4.9	4.4
P/B(倍)	1.17	1.03	0.93	0.83	0.73

- **零售风险持续暴露，风控可控拨备无虞。**招商银行一季度不良率 0.95%，较年初下降 1BP，年化不良生成率 1.09%（1.15%，22A），整体不良生成压力有所减弱，但零售贷款风险暴露仍在持续，我们测算一季度零售贷款（不含信用卡）年化不良生成率 0.43%，环比抬升 5BP，信用卡贷款年化不良生成率 4.75%，环比抬升 48BP，主要是来自于去年疫情带来的滞后性影响。不过从前瞻性指标来看，一季度关注率和逾期率分别较年初分别下降了 9BP/6BP 至 1.12%/1.23%，整体风险可控。拨备方面，一季度拨备覆盖率和拨贷比分别较年初下降 2.47%/5BP 至 448%/4.27%，虽有所下滑但拨备绝对水平处于同业前列，风险抵补能力保持平稳。
- **投资建议：短期承压不改业务韧性，零售复苏支撑业绩增长。**22 年以来，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 0.93x/0.83x/0.73x，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年一季度报财务报表核心指标

百万元		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
利润表 (累计)	营业收入	84,751	168,749	251,410	331,253	91,990	179,091	264,833	344,784	90,636
	YoY	10.6%	13.7%	13.5%	14.0%	8.5%	6.1%	5.34%	4.08%	-1.5%
	利息净收入	49,524	99,341	150,638	203,919	54,464	107,692	162,130	218,235	55,409
	YoY	8.2%	9.3%	8.7%	10.2%	10.00%	8.40%	7.63%	7.02%	1.74%
	中收收入	27,202	52,254	75,734	94,447	28,695	53,405	75,752	94,275	25,079
	YoY	23.3%	23.6%	19.7%	18.8%	5.50%	2.20%	0.02%	-0.18%	-12.6%
	信用减值损失	20,545	41,880	56,266	66,355	21,523	41,477	50,167	57,566	16,421
	YoY	0.9%	3.6%	7.1%	2.0%	4.8%	-1.0%	-10.8%	-13.2%	-23.7%
	拨备前利润	60,638	118,203	172,922	214,528	65,890	125,101	179,551	222,658	63,313
	YoY	9.7%	14.4%	15.0%	14.4%	8.7%	5.8%	3.8%	3.8%	-3.9%
归母净利润	32,015	61,150	93,615	119,922	36,022	69,420	106,922	138,012	38,839	
YoY	15.2%	22.8%	22.2%	23.2%	12.5%	13.5%	14.2%	15.1%	7.8%	
利润表 (单季)	营业收入	84,751	83,998	82,661	79,843	91,990	87,101	85,742	79,951	90,636
	YoY	10.6%	17.1%	13.1%	15.6%	8.5%	3.7%	3.7%	0.1%	-1.5%
	归母净利润	32,015	29,135	32,465	26,307	36,022	33,398	37,502	31,090	38,839
YoY	15.2%	32.5%	21.1%	26.8%	12.5%	14.6%	15.5%	18.2%	7.8%	
资产负债表	总资产	8,664,641	8,885,886	8,917,440	9,249,021	9,415,379	9,724,996	9,707,111	10,137,080	10,508,752
	YoY	11.6%	10.6%	9.3%	10.6%	8.7%	9.4%	8.86%	9.60%	11.6%
	贷款总额	5,312,529	5,382,998	5,501,177	5,570,034	5,758,105	5,931,807	5,994,374	6,051,459	6,335,975
	YoY	12.3%	11.0%	9.9%	10.8%	8.4%	10.2%	8.97%	8.64%	10.0%
	公司贷款		2,091,932	2,093,782	2,150,938	2,236,745	2,301,082	2,285,454	2,375,616	2,552,869
	占比		39%	38%	39%	39%	39%	38%	39%	40%
	零售贷款		2,864,990	2,947,966	2,987,791	3,025,461	3,090,374	3,163,669	3,161,789	3,237,444
	占比		53%	54%	54%	53%	52%	53%	52%	51%
票据贴现		426,076	459,429	431,305	495,899	540,351	545,251	514,054	545,662	
占比		8%	8%	8%	9%	9%	9%	8%	9%	
存款总额	5,827,214	5,980,165	6,011,965	6,347,078	6,680,094	7,037,185	7,090,067	7,535,742	7,771,878	
YoY	12.8%	9.9%	9.4%	12.8%	14.6%	17.7%	17.9%	18.7%	16.3%	
财务比率 (%)	净息差	2.52	2.49	2.48	2.48	2.51	2.44	2.41	2.40	2.29
	贷款收益率	4.73	4.71	4.68	4.67	4.68	4.62	4.57	4.54	4.41
	存款成本率	1.39	1.39	1.40	1.41	1.46	1.49	1.51	1.52	1.59
	成本收入比	26.54	27.95	29.15	33.12	26.10	27.76	29.15	32.88	27.59
	ROE (年化)	19.52	18.06	18.11	16.96	19.24	18.07	18.22	17.06	18.43
资产质量指标 (%)	不良率	1.02	1.01	0.93	0.91	0.94	0.95	0.95	0.96	0.95
	关注率	0.73	0.70	0.82	0.84	0.96	1.01	1.14	1.21	1.12
	拨备覆盖率	438.88	439.46	443.14	483.87	462.68	454.06	455.67	450.79	448.32
	拨贷比	4.47	4.45	4.13	4.42	4.35	4.32	4.34	4.32	4.27
资本充足指标 (%)	核心一级资本充足率	10.60	10.46	10.77	11.17	11.15	10.73	11.18	11.52	11.36
	一级资本充足率	11.99	11.84	12.12	13.19	13.06	12.60	12.93	13.25	12.99
	资本充足率	13.53	13.38	13.65	14.71	14.50	14.03	14.36	14.68	14.41
业务指标 (亿元)	零售AUM (亿元)	95,946.18	99,850	103,741	107,588	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354
	YoY		20.8%		20.3%	18.2%	17.4%	15.3%	12.7%	10.5%
	私人银行客户数 (户)	106,887	111,947	117,109	122,064	125,183	130,029	133,388	134,800	138,588
	YoY		23.0%		22.1%	17.1%	16.2%	13.9%	10.4%	10.7%
	私人银行AUM (亿元)	29,840	31,292	32,655	33,939	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864
	YoY		25.3%		22.3%	17.3%	16.6%	14.6%	11.7%	11.0%
理财产品余额 (亿元)		26,400	27,900	27,800	28,200	28,800	29,600	26,700	24,600	
YoY		10.9%		13.5%		9.1%	6.1%	-4.0%	-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	10,805,936	11,898,367	13,090,874
资产合计	10,138,912	11,163,155	12,291,700	13,523,628
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	10,116,098	11,126,820	12,227,650
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	936,768	1,027,888	1,143,554	1,272,251
股东权益合计	945,503	1,037,473	1,154,217	1,284,115
负债和股东权益合	10,138,912	11,163,155	12,291,700	13,523,628

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
净利润	139,294	156,473	175,890	195,707
归母净利润	138,012	155,033	174,271	193,906

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%	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%
盈利能力				
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%
流动性				
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%
资本状况				
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
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033