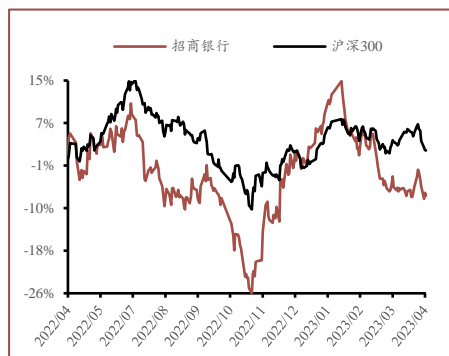


## 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-04-26
收盘价(元)	33.82
流通股本(亿股)	252.20
每股净资产(元)	34.13
总股本(亿股)	252.20

### 最近 12 月市场表现



分析师 夏昌盛

SAC 证书编号: S0160522100002  
xiacs@ctsec.com

分析师 刘斐然

SAC 证书编号: S0160522120003  
liufr@ctsec.com

### 相关报告

- 《盈利能力穿越周期，成长更具韧性》  
2023-03-26
- 《利润维持亮眼增速，资产质量平稳》  
2023-01-15

## 核心观点

- ❖ **事件:** 4月26日，招商银行披露2023年一季报：一季度实现营收906.4亿元，同比下降1.5%，实现归母净利润388.4亿元，同比增长7.8%。年化加权平均ROE为18.43%，较上年同期下降0.81pct。
- ❖ **营收增长下降符合预期，业绩增速略有放缓。** 23Q1公司营收同比下降1.5%。业务拆分来看，净利息收入增长放缓，同比增长1.7%；净手续费及佣金收入是拖累营收增长的主因，同比下降12.6%；净其他非息收入在去年低基数下同比增长14.9%。23Q1公司归母净利润同比增长7.8%，主要是信贷扩张、其他非息增长和拨备反哺支撑业绩增长，而净息差下行和中收负增对业绩增长拖累明显。
- ❖ **开门红表现较好，息差下行压力较大。** 23Q1末公司总贷款同比增长10%，具体来看，一季度信贷投放主要是对公端拉动，零售端呈现复苏态势。公司23Q1新增贷款2524.3亿元，同比多增821.8亿元。其中对公贷款、零售贷款分别新增1675.9亿元、754.3亿元，分别同比多增914.4亿元、394.4亿元。信贷结构扎实下，公司主动压降票据投放，票据贴现同比少增487亿元。零售信贷增长主要是消费贷和经营贷拉动，分别同比多增301.4亿元/185.7亿元；信用卡贷款需求也有一定回暖，同比少减140.2亿元；按揭贷款表现不佳，同比少增244.5亿元。23Q1末净息差较年初下降11p至2.29%，有资产端和负债端的双重压力。资产端，23Q1末生息资产收益率较年初下降3bp至3.86%。一方面，平均余额口径下贷款占生息资产比重下降1.3pct至63.1%，高收益资产占比降低影响资产端整体收益。另一方面，23Q1末零售贷款占比较年初下降1.03pct至53.32%，叠加占比达22.9%的按揭贷款重定价，23Q1末贷款收益率较年初下降13bp至4.41%。负债端，23Q1末计息负债成本率较年初上升7bp至1.68%，主要是存款定期化趋势影响。23Q1活期存款日均余额占客户存款日均余额比重同比下降3.31pct至60.1%，存款成本率较年初上升7bp至1.59%。为应对息差收窄压力，公司调整负债端结构，一季度揽储进展顺利，23Q1末平均余额口径下存款占计息负债比重较年初上升1.9pct至84.6%。去年九月下调存款挂牌利率同样有效降低存款成本。
- ❖ **非息收入有待恢复。** 中收方面，23Q1实现净手续费及佣金收入250.8亿元，同比下降12.6%，主要是客户避险情绪导致的大财富管理各条线收入下滑。分项目看，财富管理手续费收入同比下降13.25%，其中代理保险收入/代销理财收入/代理基金收入/代理信托计划收入/代理证券交易收入分别同比下降7.2%/23.5%/11.8%/29.8%/8.9%；资产管理手续费及佣金收入同比增长2.65%，由于子公司招银国际管理费收入增长带动；托管费收入同比下降11.57%，主要源于权益类基金及银行理财托管规模下降；银行卡手续费收入/结算与清算手续费收入分别同比下降

6.15%/14.21%。公司零售转型持续推进，23Q1 末零售客户 AUM/金葵花 AUM/私行 AUM 分别较上年末增长 3.4%/3.27%/2.48%，零售客户数/金葵花客户数/私行客户数分别较上年末增长 1.63%/4.49%/2.81%。其他非息收入方面，23Q1 实现净其他非息收入 101.5 亿元，同比增长 14.9%，主要是低基数效应抬升增速。其中，受一季度债市表现不佳影响，投资收益同比下降 15.7%；但公允价值变动损益亏损缩窄，推动净其他非息收入整体增速回升。

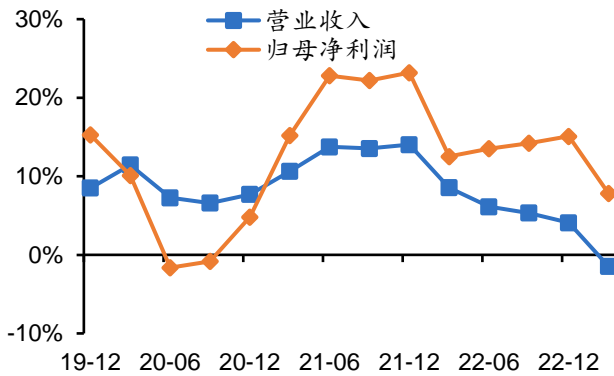
- ❖ **资产质量边际改善，拨备仍居股份行第一。**23Q1 末不良贷款率 0.95%，较年初下降 1bp。对公不良率较年初持平为 1.25%，主要是部分高负债房企风险进一步释放，对公地产不良率较年初上升 56bp 至 4.55%。零售资产质量在经济复苏背景下有改善迹象，零售不良率较年初下降 1bp 至 0.89%，其中经营贷/消费贷款/信用卡不良率分别较年初下降 2bp/11bp/1bp 至 0.62%/0.97%/1.76%；受地产风险影响按揭不良率较年初上升 1bp 至 0.36%。动态来看，23Q1 不良生成率较年初下降 6bp 至 1.09%。此外，随经济复苏基础不断巩固，居民还款能力修复，23Q1 末关注率较年初下降 9bp 至 1.12%，逾期率较年初下降 6bp 至 1.23%。23Q1 末拨备覆盖率较年初下降 2.47pct 至 448.32%，但仍保持股份行第一的高位，风险抵御和反哺利润能力扎实。
- ❖ **投资建议：零售龙头银行，业绩回升可期。**一季度银行面临业绩低点已在市场预期以内。作为零售龙头银行，招商银行一季度零售信贷投放和零售资产质量已出现明显边际改善。随经济复苏进程持续推进，公司业绩有望稳健回升。我们预计公司 2023-24 年归母净利润同比增长 16.2%、16.9%，对应 2023-24 年 PB 估值 0.91 倍、0.79 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**经济复苏不及预期，政策力度不及预期，地产风险化解不足，银行资产质量恶化

#### 盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	331,253	344,783	381,037	418,107	455,258
收入增长率(%)	14.0%	4.1%	10.5%	9.7%	8.9%
归母净利润(百万元)	119,922	138,012	160,391	187,535	214,672
净利润增长率(%)	23.2%	15.1%	16.2%	16.9%	14.5%
EPS(元/股)	4.69	5.41	6.30	7.37	8.45
PE	7.21	6.26	5.37	4.59	4.00
ROE(%)	17.49%	17.70%	18.14%	18.55%	18.47%
PB	1.17	1.03	0.91	0.79	0.69

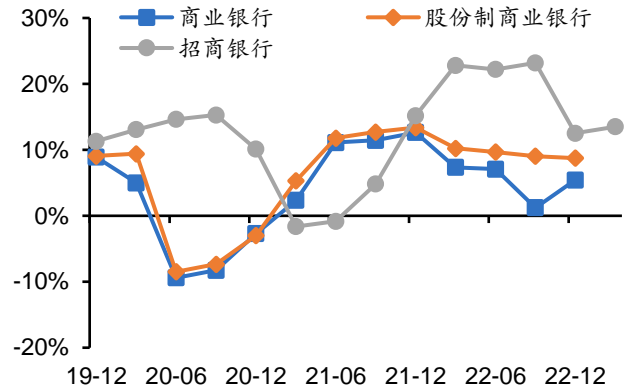
数据来源：wind 数据，财通证券研究所

图1.营收和归母净利同比增速



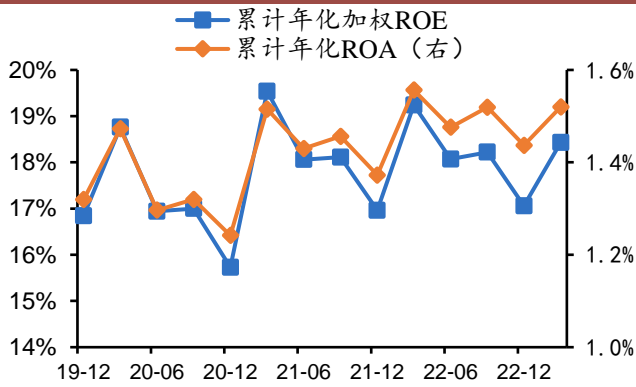
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图2.累计业绩同比增速 VS.行业平均



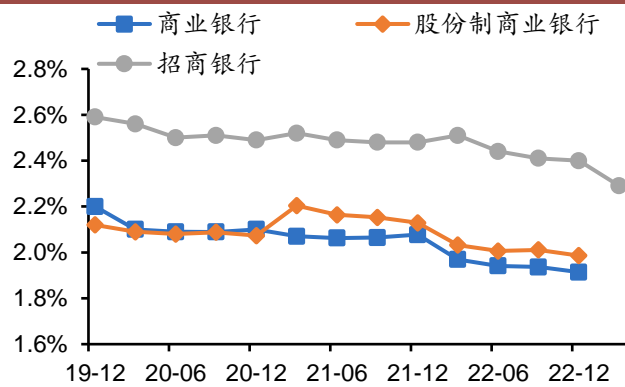
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图3.ROE 和 ROA



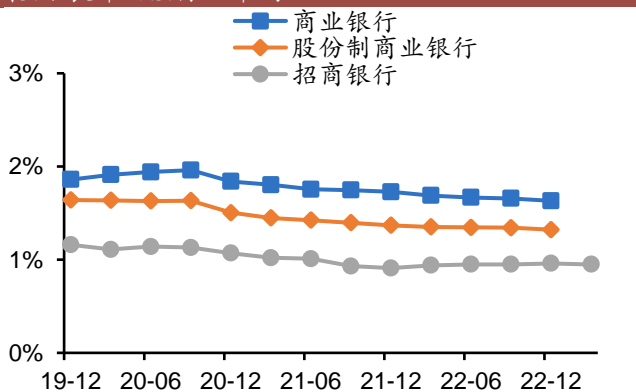
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图4.净息差 (最新口径) VS.行业平均



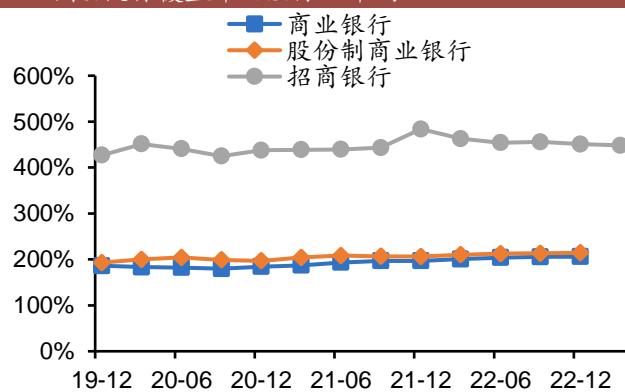
数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图5.不良率 VS.行业平均



数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

图6.拨备覆盖率 VS.行业平均



数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利率指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利息收入	203,919	218,235	238,335	258,409	279,062	净息差	2.35%	2.27%	2.25%	2.22%	2.20%
利息收入	327,056	353,380	385,900	418,830	452,354	生息资产收益率	3.98%	3.89%	3.95%	3.97%	3.99%
利息支出	-123,137	-135,145	-147,564	-160,422	-173,291	贷款及垫款	4.67%	4.54%	4.48%	4.47%	4.46%
净手续费收入	94,447	94,275	105,588	117,203	127,751	债券投资	3.35%	3.24%	3.83%	3.90%	4.00%
净其他非息收入	28,507	32,273	37,114	42,495	48,445	存放央行	1.46%	1.52%	1.50%	1.63%	1.68%
营业收入	331,253	344,783	381,037	418,107	455,258	同业资产	1.93%	2.09%	1.58%	1.59%	1.59%
税金及附加	-7,152	-3,005	-3,156	-3,435	-3,708	计息负债成本率	1.59%	1.60%	1.62%	1.64%	1.65%
业务及管理费	-109,727	-113,375	-118,122	-117,070	-116,091	存款	1.41%	1.52%	1.66%	1.70%	1.72%
营业外净收入	154	-43	-45	-47	-50	同业负债	1.90%	1.64%	1.30%	1.20%	1.12%
拨备前利润	214,528	222,679	259,714	297,554	335,410	应付债券	3.05%	2.99%	2.26%	2.74%	3.40%
资产减值损失	-66,355	-57,566	-62,239	-66,601	-70,913	资产负债结构	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	148,173	165,113	197,475	230,953	264,497	贷款/生息资产	61.2%	60.0%	59.7%	59.6%	59.5%
所得税	-27,339	-25,819	-35,546	-41,572	-47,609	债券投资/生息资产	23.9%	27.9%	27.8%	28.1%	28.4%
税后利润	120,834	139,294	161,930	189,381	216,887	存放央行/生息资产	6.1%	5.8%	6.5%	6.6%	6.6%
少数股东净利润	912	1,282	1,538	1,846	2,215	同业/生息资产	8.8%	6.3%	6.0%	5.7%	5.5%
归母净利润	119,922	138,012	160,391	187,535	214,672	其他资产/总资产	4.1%	2.9%	2.7%	2.7%	2.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	存款/计息负债	79.0%	85.3%	86.5%	87.4%	88.3%
贷款总额	5,570,034	6,062,913	6,638,890	7,236,390	7,851,483	同业负债/计息负债	15.4%	12.2%	11.1%	10.2%	9.5%
贷款减值准备	-246,104	-261,476	-275,036	-288,013	-300,713	发行债券/计息负债	5.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%
贷款净额	5,335,391	5,807,154	6,363,854	6,948,377	7,550,770	营业收入结构	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
债券投资	2,176,997	2,815,204	3,096,724	3,406,397	3,747,037	净利息收入	61.6%	63.3%	62.5%	61.8%	61.3%
存放央行款项	553,898	587,818	727,727	800,499	872,544	净手续费收入	28.5%	27.3%	27.7%	28.0%	28.1%
同业资产	799,372	631,598	663,178	696,337	731,154	净其他非息收入	8.6%	9.4%	9.7%	10.2%	10.6%
其他资产	383,363	297,138	303,130	328,867	316,133	利息收入结构	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产总额	9,100,301	10,097,533	11,126,519	12,139,623	13,202,217	贷款	76.6%	75.2%	74.9%	74.5%	74.2%
存款	9,249,021	10,138,912	11,154,613	12,180,477	13,217,637	债券投资	17.1%	18.6%	19.8%	20.0%	20.4%
同业负债	6,347,078	7,535,742	8,364,674	9,201,141	10,029,244	存放央行款项	2.4%	2.4%	2.4%	2.6%	2.6%
发行债券	1,241,315	1,075,369	1,075,369	1,075,369	1,075,369	同业资产	3.8%	3.8%	2.9%	2.8%	2.8%
其他负债	446,645	223,821	235,012	246,763	259,101	利息支出结构	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债总额	348,302	349,742	403,127	438,470	473,488	存款	68.5%	80.0%	80.8%	82.1%	83.2%
股本或实收资本	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	同业负债	20.9%	12.3%	14.2%	13.1%	12.1%
资本公积	67,523	65,435	65,435	65,435	65,435	发行债券	10.2%	7.3%	5.0%	4.8%	4.7%
盈余公积	82,137	97,985	114,178	133,116	154,805	资产质量	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
一般风险准备	115,288	132,471	116,668	128,335	141,169	不良贷款率	0.91%	0.95%	0.96%	0.96%	0.95%
未分配利润	428,592	492,971	610,628	721,771	848,360	拨备覆盖率	486.11%	451.20%	430.83%	415.60%	402.19%
外币报表折算差额	12,942	13,975	8,000	8,000	8,000	拨贷比	4.42%	4.31%	4.14%	3.98%	3.83%
少数股东权益	6,936	8,735	9,259	9,815	10,404	不良贷款净生成率	0.64%	0.83%	0.90%	0.89%	0.88%
股东权益	858,745	948,503	1,067,172	1,208,920	1,370,032	资本充足	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
所有者权益总额	865,681	957,238	1,076,431	1,218,735	1,380,435	资本充足率	17.48%	17.77%	18.20%	18.76%	19.35%
利息收入(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	核心资本充足率	12.66%	13.68%	14.37%	15.28%	16.18%
发放贷款	250,662	265,601	288,966	312,194	335,705	权益乘数	10.68	10.59	10.36	9.99	9.57
债券投资	56,059	65,808	76,264	83,890	92,279	盈利能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
存放央行款项	7,792	8,482	9,340	10,850	11,879	ROAA	1.36%	1.42%	1.51%	1.61%	1.69%
同业资产	12,543	13,489	11,329	11,896	12,491	ROAE	17.49%	17.70%	18.14%	18.55%	18.47%
其他利息收入						每股指标(元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
利息收入合计	327,056	353,380	385,900	418,830	452,354	EPS	4.69	5.41	6.30	7.37	8.45
利息支出(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS	29.01	32.83	37.28	42.90	49.29
存款	-84,332	-105,836	-119,253	-131,744	-144,228	每股红利	1.52	1.74	1.91	2.23	2.55
同业负债	-25,718	-16,309	-20,970	-20,970	-20,970	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
发行债券	-12,532	-9,662	-7,341	-7,708	-8,094	P/E	7.21	6.26	5.37	4.59	4.00
其他利息支出	-555	-510				P/B	1.17	1.03	0.91	0.79	0.69
利息支出合计	-123,137	-132,317	-147,564	-160,422	-173,291	P/PPPOP	3.98	3.83	3.28	2.87	2.54

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所



## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。