

# 招商银行 (600036)

证券研究报告  
2023年04月27日

## ROE 保持高水平，资产质量指标或现拐点

### 净利润稳步增长，ROE 保持高水平

招商银行发布 2023 一季报，23Q1 营收和归母净利润分别同比下降 1.47%、增长 7.82%，同比增速较 22 年末有所放缓。招行 23Q1 单季营收增速较 22Q4 单季下滑 1.61pct，主要原因一是息差收窄拖累利息净收入增长；二是手续费及佣金收入同比下降 12.6%，对营收形成拖累。23Q1 末公司加权平均净资产收益率（年化）ROE 达 18.43%，盈利能力处于行业高水平。

### AUM 双位数增长，息差短暂承压

公司 23Q1 财富管理收入同比下降 13.25%，主要受客户投资情绪低迷影响。不过公司 AUM 基本盘依旧稳固，23Q1 招行零售 AUM 在高基数下同比增长 10.55%，其中私行 AUM、金葵花及以上客户 AUM 分别同比增长 11.01%、10.08%，同比增速的放缓幅度已较上季度有所收窄。随着居民收入预期改善、投资情绪修复，公司财富管理业务营收有望修复。

23Q1 公司净息差 2.29%，在资负两端共同作用下环比收窄 8bp。1) 资产端：23Q1 末公司生息资产收益率环比 22Q4 单季下降 2bp 至 3.86%，其中贷款收益率下降 5bp 至 4.41%，我们预计与本年年初按揭贷款重定价等因素有关。2) 负债端：计息负债成本率环比提升 6bp，其中存款成本率环比 22Q4 单季提升 4bp，公司在季报中披露，受资本市场震荡及客户投资偏好影响，客户增加投资定期存款产品，23Q1 活期存款日均余额占客户存款日均余额的比例同比下降 3.31pct 至 60.10%，我们认为存款付息率提升与此有关。

### 资产质量指标出现拐点，表外房地产业务规模压降

公司资产质量指标出现拐点，23Q1 末不良率、关注率、逾期率分别为 0.95%、1.12%、1.23%，环比下降 1bp、9bp、6bp，不良+关注率自 21 年末以来首次下行。公司 23Q1 不良贷款生成率（年化）1.09%，同比下降 7bp。风险抵补能力方面，公司 23Q1 末拨备覆盖率为 448.32%，环比下降 2.47pct，但仍远高于行业平均水平。

23Q1 公司继续收缩房地产业务存量，23Q1 末公司表内外房地产业务余额计 4,631.73 亿元，较上年末下降 0.03%；其中表外房地产业务余额较 22 年末下降 8.84%。受部分高负债房地产客户风险进一步释放的影响，公司房地产业务不良贷款率较 22 年末上升 56bp 至 4.55%，考虑到公司 85%以上的房地产开发贷款余额分布在一、二线城市城区，且公司房地产不良贷款生成节奏同比有所放缓，随着房地产行业向良性循环演进，我们预计公司涉房资产风险暴露或可控。

### 投资建议：压力逐步释放，静待拐点

招商银行零售业务基础扎实，随着居民消费和财富管理需求转暖，公司基本面加速修复可期。考虑到行业短期的营收压力较大，适当调整公司 2023-2025 年归母净利润同比增速为 9.82%、13.41%、15.19%，我们看好公司的成长性和经济复苏下的增长潜力，维持“买入”评级。

**风险提示：**经济下行超预期，财富管理修复不及预期，信用风险波动

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	3313	3448	3672	4027	4481
增长率（%）	14.04	4.08	6.51	9.65	11.29
归属母公司股东净利润（亿元）	1199	1380	1516	1719	1980
增长率（%）	23.20	15.08	9.82	13.41	15.19
每股收益（元）	4.61	5.26	6.01	6.82	7.85
市盈率(P/E)	7.34	6.43	5.63	4.96	4.31
市净率(P/B)	1.17	1.03	0.92	0.82	0.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	银行/股份制银行 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.63 元
目标价格	45.83 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	20,628.94
流通 A 股股本(百万股)	20,628.94
A 股总市值(百万元)	673,122.46
流通 A 股市值(百万元)	673,122.46
每股净资产(元)	34.13
资产负债率(%)	90.58
一年内最高/最低(元)	42.70/26.30

### 作者

**郭其伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521030001  
guoqiwei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《招商银行-年报点评报告:经历内外大考，零售“尖子生”韧性依旧》  
2023-03-27
- 《招商银行-公司点评:业绩韧性十足，“零售之王”alpha 属性有望增强》  
2023-01-15
- 《招商银行-季报点评:不良生成率趋稳，涉房风险敞口继续收缩》  
2022-10-31

## 财务预测摘要

人民币亿元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						<b>收入增长</b>					
净利息收入	2039	2182	2381	2655	2972	净利润增速	23.2%	15.1%	9.82%	13.41%	15.19%
手续费及佣金	944	943	962	1010	1111	拨备前利润增速	14.4%	3.8%	7.2%	9.6%	11.3%
其他收入	3	3	3	4	4	税前利润增速	21.0%	11.4%	10.1%	13.4%	13.8%
营业收入	3313	3448	3672	4027	4481	营业收入增速	14.0%	4.1%	6.51%	9.65%	11.29%
营业税及附加	28	30	32	33	35	净利息收入增速	10.2%	7.0%	9.1%	11.5%	12.0%
业务管理费	1169	1220	1285	1409	1568	手续费及佣金增速	18.8%	-0.2%	2.0%	5.0%	10.0%
拨备前利润	2145	2227	2387	2617	2913	营业费用增速	13.7%	4.4%	5.3%	9.7%	11.3%
计提拨备	664	576	569	556	566	<b>规模增长</b>					
税前利润	1482	1651	1818	2062	2347	生息资产增速	10.6%	10.5%	11.0%	11.0%	11.0%
所得税	273	258	291	330	352	贷款增速	11.1%	8.8%	12.6%	11.0%	11.0%
净利润	1199	1380	1516	1719	1980	同业资产增速	29.7%	-21.0%	10.1%	-6.4%	11.0%
<b>资产负债表</b>						证券投资增速	5.2%	27.4%	6.1%	15.1%	11.0%
贷款总额	55700	60515	68102	75387	83458	其他资产增速	11.0%	-12.3%	5.0%	5.0%	5.0%
同业资产	7994	6316	6953	6508	7224	计息负债增速	9.8%	10.1%	11.0%	11.0%	10.9%
证券投资	21770	27727	29414	33859	37583	存款增速	12.7%	18.9%	7.9%	7.0%	10.9%
生息资产	88790	98145	108941	120924	134226	同业负债增速	-7.5%	-13.4%	70.3%	11.0%	10.9%
非生息资产	3701	3244	3407	3577	3756	股东权益增速	18.5%	10.2%	10.7%	11.1%	11.7%
总资产	92490	101389	112347	124501	137982	<b>存款结构</b>					
客户存款	63852	75906	81913	87611	97171	活期	66.3%	63.0%	62.98%	62.98%	62.98%
其他计息负债	16880	12992	16777	21903	24293	定期	33.7%	37.0%	37.02%	37.02%	37.02%
非计息负债	3102	2949	3097	3251	3414	其他	0.0%	0.0%	0.00%	0.00%	0.00%
总负债	83833	91847	101787	112765	124877	<b>贷款结构</b>					
股东权益	8657	9542	10560	11736	13104	企业贷款(不含贴现)	38.6%	39.3%	39.26%	39.26%	39.26%
<b>每股指标</b>						个人贷款	53.6%	52.2%	52.25%	52.25%	52.25%
每股净利润(元)	4.61	5.26	6.01	6.82	7.85	<b>资产质量</b>					
每股拨备前利润(元)	8.51	8.83	9.47	10.38	11.55	不良贷款率	0.91%	0.96%	0.95%	0.93%	0.92%
每股净资产(元)	29.01	32.71	36.66	41.21	46.49	正常	98.25%	97.83%			
每股总资产(元)	366.74	402.02	445.47	493.66	547.11	关注	0.84%	1.21%			
P/E	7.34	6.43	5.63	4.96	4.31	次级	0.31%	0.38%			
P/PPOP	3.98	3.83	3.57	3.26	2.93	可疑	0.37%	0.39%			
P/B	1.17	1.03	0.92	0.82	0.73	损失	0.23%	0.19%			
P/A	0.09	0.08	0.08	0.07	0.06	拨备覆盖率	483.87%	450.79%	440.95%	419.80%	394.47%
<b>利率指标</b>						<b>资本状况</b>					
净息差(NIM)	2.48%	2.40%	2.37%	2.38%	2.40%	资本充足率	17.48%	17.77%	18.16%	18.19%	18.28%
净利差(Spread)	2.39%	2.31%	2.27%	2.28%	2.30%	核心资本充足率	12.66%	13.68%	14.28%	14.49%	14.75%
贷款利率	4.67%	4.46%	4.46%	4.46%	4.46%	资产负债率	90.64%	90.59%	90.60%	90.57%	90.50%
存款利率	1.41%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%	<b>其他数据</b>					
生息资产收益率	3.98%	3.89%	3.87%	3.88%	3.88%	总股本(亿)	252.20	252.20	252.20	252.20	252.20
计息负债成本率	1.59%	1.59%	1.61%	1.61%	1.58%						
<b>盈利能力</b>											
ROAA	1.36%	1.42%	1.42%	1.45%	1.51%						
ROAE	17.49%	17.73%	17.33%	17.50%	17.90%						
拨备前利润率	2.44%	2.30%	2.23%	2.21%	2.22%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com