

招商银行(600036.SH)

盈利稳健增长，股息吸引力抬升

强烈推荐（维持）

股价：31.35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)	7,717
流通A股市值(亿元)	6,467
每股净资产(元)	36.71
资产负债率(%)	90.2

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】招商银行(600036.SH)*事项点评*非息收入贡献提高，资产质量保持稳健*强烈推荐20240121

【平安证券】招商银行(600036.SH)*季报点评*息差延续下行趋势，资产质量保持稳健*强烈推荐20231030

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：

3月25日，招商银行发布2023年年报，全年实现营业收入3391亿元，同比减少1.64%，实现归母净利润1466亿元，同比增长6.2%。年化加权平均ROE16.22%，较去年同期下降0.84个百分点。2023年年末总资产11.0万亿元，较上年末增长8.8%，其中贷款较上年末增长7.56%，存款较上年末增长8.22%。2023年公司利润分配预案为：每股派息1.972元（含税），分红率35.01%。

平安观点：

■ **投资收益拉动营收表现回暖，非息收入贡献提升。**招商银行2023年全年营收同比负增1.64%（vs-1.72%，23Q1-3），投资收益提升带动负增缺口有所收敛，非息收入贡献持续提升。非息收入全年同比负增1.66%（vs-4.6%，23Q1-3），其中手续费和佣金净收入同比负增10.8%（vs-11.5%，23Q1-3），负增缺口皆有所收敛，拆分中收结构来看，财富管理手续费及佣金收入同比下降7.89%（vs-6.02%，23Q1-3），其中受到银保渠道降费影响导致代理保险收入（占财富中收收入47.7%）增幅较前3季度收窄7.64个百分点至9.33%，理财产品日均规模下降则拖累了资产管理手续费收入增长，全年同比负增7.89%（vs-8.14%，23Q1-3）。由于债市4季度正向贡献以及22年4季度的基数较低，全年其他非息收入同比25.0%（vs+14.9%，23Q1-3），增速水平变化较为明显。但净利息收入延续下行趋势，全年同比负增1.63%（vs+0.10%，23Q1-3），3季度末存量按揭贷款利率调降带来的负面影响、零售业务竞争加剧以及息差水平的持续收窄都导致净利息收入增长略显乏力，与行业趋势相符。从盈利水平来看，全年归母净利润同比正增6.22%（vs+6.52%，23Q1-3），整体保持稳健。

■ **负债成本保持稳定，零售贷款略有回暖。**招商银行2023年净息差为2.15%（vs2.19%，23Q1-3），其中4季度单季度净息差环比下行7BP至2.04%，主要是受到资产端定价水平下行的拖累。公司全年资产生息率较前3季度降3BP至3.76%，其中4季度单季资产生息率较3季度下降4BP至3.68%，全年贷款收益率环比前三季度下行6BP至4.26%，4季度单季贷款收益率环比下行16BP至4.08%，贷款需求不足和降息对于定价的负面影响较为显著。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业净收入(百万元)	339,102	332,881	334,977	352,450	377,230
YOY(%)	3.7	-1.8	0.6	5.2	7.0
归母净利润(百万元)	138,012	146,602	153,216	161,167	172,367
YOY(%)	15.1	6.2	4.5	5.2	6.9
ROE(%)	17.7	16.7	15.8	15.2	14.7
EPS(摊薄/元)	5.47	5.81	6.08	6.39	6.83
P/E(倍)	5.7	5.4	5.2	4.9	4.6
P/B(倍)	0.96	0.85	0.78	0.71	0.64

成本端公司主动压降高成本存款，存款增速持续下行，全年同比增长 8.22% (vs+12.6%，23Q3)，存款定期化趋势也有所放缓，全年活期存款日均余额占客户存款日均余额较三季度末下降 0.95 个百分点，下降幅度略有收敛。公司以核心存款（不含大额存单、结构性存款等高成本存款）为主的策略保持了公司负债端成本的稳定，全年末存款成本率和 4 季度单季度存款成本率皆环比持平，分别为 1.64%/1.62%，成本控制效果预计处在同业前列。综合来看，重定价压力的集中释放以及资产端定价水平的持续下行仍将是影响息差的主要因素，净息差水平预计仍将持续承压。

规模方面仍保持稳健增长，23 年末总资产同比增长 8.79% (vs+9.90%，23Q3)，其中贷款同比增长 7.56% (vs+7.69%，23Q3)，对公贷款成为主要的贡献因素，全年增速水平快于整体水平 1.88 个百分点。但特别值得注意的是公司 4 季度零售贷款增长略有回暖，23 年末同比增长 8.73% (vs+7.11%，23Q3)，个人住房贷款和信用卡贷款是支撑增速水平提高的重要因素，分别占到 4 季度单季度增量的 34.8%/31.6%，我们预计与提前还贷现象的缓解以及 4 季度出行需求的集中释放相关。考虑到今年以来零售需求恢复斜率仍然较缓，地产销售数据仍处同比负增阶段，仍需关注后续变化。

- **潜在资产质量压力可控，拨备水平维持高位。** 招商银行 23 年末不良率环比 3 季度末下降 1BP 至 0.95%，年化不良生成率环比持平于 1.03%，资产质量绝对指标仍处低位。但前瞻性指标存在一定波动，23 年末关注率较 3 季度末上升 9BP 至 1.10%，逾期率较 3 季度末上升 1BP 至 1.26%，零售及对公业务均有一定的扰动，全年末零售贷款关注率较 3 季度末上升 15BP 至 1.44%，特别是信用卡贷款关注率较 3 季度末上升 34BP 至 3.35%，23 年末对公贷款关注率 0.78% (vs0.70%，23Q3)，潜在资产质量压力有所提升，但考虑到公司严格审慎的风险评估标准、资产质量指标绝对低位水平以及后续稳增长政策对于经济的修复作用，预计资产质量压力相对可控。招商银行拨备绝对水平维持高位，23 年末拨备覆盖率和拨贷比分别环比 3 季度末下降 8.16pct/13bp 至 438%/4.14%，虽有所下降但绝对水平仍处高位，风险抵补能力保持充足。
- **投资建议：短期承压不改业务韧性，分红稳定彰显股息价值。** 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，招行小幅上调其分红率至 35.01%，按照目前股价对应的股息率将达到 6.29%，股息吸引力持续抬升。考虑到今年以来零售需求修复斜率放缓叠加持续降息对于息差的负面影响，我们小幅下调公司 24-25 年盈利预测，并新增 26 年盈利预测，预计公司 24-26 年 EPS 分别为 6.08/6.39/6.83 元(原 24-25 年 EPS 分别为 6.04/6.50 元)，对应盈利增速分别为 4.5%/5.2%/6.9%(原 24-25 年盈利增速分别为 5.4%/7.6%)，目前招行股价对应 24-26 年 PB 分别为 0.78x/0.71x/0.64x，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年报核心指标

	百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
利润表 (累计)	营业收入	91,990	179,091	264,833	344,784	90,636	178,460	260,279	339,123
	YoY	8.5%	6.1%	5.34%	4.08%	-1.5%	-0.4%	-1.72%	-1.64%
	利息净收入	54,464	107,692	162,130	218,235	55,409	108,996	162,286	214,669
	YoY	10.0%	8.4%	7.6%	7.0%	1.7%	1.2%	0.1%	-1.6%
	中收收入	28,695	53,405	75,752	94,275	25,079	47,091	67,027	84,108
	YoY	5.5%	2.2%	0.0%	-0.2%	-12.6%	-11.8%	-11.5%	-10.8%
	信用减值损失	21,523	41,477	50,167	57,566	16,421	31,209	39,743	41,469
	YoY	4.8%	-1.0%	-10.8%	-13.2%	-23.7%	-24.8%	-20.8%	-28.0%
	拨备前利润	65,890	125,101	179,551	222,658	63,313	122,093	174,928	218,087
YoY	8.7%	5.8%	3.8%	3.8%	-3.9%	-2.4%	-2.6%	-2.1%	
归母净利润	36,022	69,420	106,922	138,012	38,839	75,752	113,890	146,602	
YoY	12.5%	13.5%	14.2%	15.1%	7.8%	9.1%	6.5%	6.2%	
利润表 (单季)	营业收入	91,990	87,101	85,742	79,951	90,636	87,824	81,819	78,844
	YoY	8.5%	3.7%	3.7%	0.1%	-1.5%	0.8%	-4.6%	-1.4%
	归母净利润	36,022	33,398	37,502	31,090	38,839	36,913	38,138	32,712
YoY	12.5%	14.6%	15.5%	18.2%	7.8%	10.5%	1.7%	5.2%	
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	11,028,483
	YoY	8.7%	9.4%	8.9%	9.6%	11.6%	10.4%	9.9%	8.8%
	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	6,508,865
	YoY	8.4%	10.2%	9.0%	8.6%	10.0%	7.1%	7.7%	7.6%
	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	2,599,855
	占比	39%	39%	38%	39%	40%	41%	39%	40%
	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	3,437,883
	占比	53%	52%	53%	52%	51%	52%	52%	53%
	票据贴现	495,899	540,351	545,251	514,054	545,662	449,034	523,045	471,127
	占比	9%	9%	9%	8%	9%	7%	8%	7%
	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	8,155,438
YoY	14.6%	17.7%	17.9%	18.7%	16.3%	14.1%	12.6%	8.2%	
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	4,474,297	
占比	64%	64%	61%	63%	59%	59%	55%	55%	
定期存款	2,428,214	2,563,061	2,757,327	2,789,707	3,071,466	3,329,820	3,553,713	3,681,141	
占比	36%	36%	39%	37%	41%	41%	45%	45%	
财务比率 (%)	净息差	2.51	2.44	2.41	2.40	2.29	2.23	2.19	2.15
	贷款收益率	4.68	4.62	4.57	4.54	4.41	4.36	4.32	4.26
	存款成本率	1.46	1.49	1.51	1.52	1.59	1.61	1.62	1.62
	成本收入比	26.10	27.76	29.15	32.88	27.59	29.07	30.09	32.96
	ROE (年化)	19.24	18.07	18.22	17.06	18.43	17.55	17.38	16.22
资产质量指标 (%)	不良率	0.94	0.95	0.95	0.96	0.95	0.95	0.96	0.95
	关注率	0.96	1.01	1.14	1.21	1.12	1.02	1.01	1.10
	拨备覆盖率	462.68	454.06	455.67	450.79	448.32	447.63	445.86	437.70
	拨贷比	4.35	4.32	4.34	4.32	4.27	4.27	4.27	4.14
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	13.73
	一级资本充足率	14.89	14.46	14.85	15.75	15.34	14.99	15.23	16.01
	资本充足率	17.29	16.80	17.17	17.77	17.39	17.09	17.38	17.88
业务指标 (亿元)	零售AUM	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354	128,382	130,804	133,211
	YoY	18.2%	17.4%	15.3%	12.7%	10.5%	9.6%	9.4%	9.9%
	私人银行客户数 (户)	125,183	130,029	133,388	134,800	138,588	143,177	146,090	148,842
	YoY	17.1%	16.2%	13.9%	10.4%	10.7%	10.1%	9.5%	10.4%
理财产品余额	28,200	28,800	29,600	26,700	24,600	25,300	25,800	25,500	
YoY	9.1%	6.1%	-4.0%	-12.8%	-12.2%	-12.8%	-12.8%	-4.5%	

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	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	6,522,286	7,009,714	7,533,569	8,096,573
证券投资	3,193,920	3,513,312	3,864,643	4,251,108
应收金融机构的款	560,709	644,815	741,538	852,768
生息资产总额	10,690,186	11,643,425	12,677,392	13,807,429
资产合计	11,028,483	12,011,887	13,078,575	14,244,373
客户存款	8,240,498	8,982,143	9,790,536	10,671,684
计息负债总额	9,686,452	10,563,863	11,521,158	12,565,634
负债合计	9,942,754	10,840,436	11,801,470	12,854,273
股本	25,220	25,220	25,220	25,220
归母股东权益	1,076,370	1,161,354	1,266,096	1,378,117
股东权益合计	1,085,729	1,171,452	1,277,105	1,390,100
负债和股东权益合	11,028,483	12,011,887	13,078,575	14,244,373

资产质量

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
NPLratio	0.95%	0.94%	0.94%	0.92%
NPLs	61,579	65,891	70,816	74,488
拨备覆盖率	438%	408%	386%	372%
拨贷比	4.16%	3.83%	3.63%	3.42%
一般准备/风险加权资	3.52%	3.22%	3.01%	2.81%
不良贷款生成率	0.59%	0.59%	0.50%	0.50%
不良贷款核销率	-0.53%	-0.52%	-0.43%	-0.45%

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	214,669	214,241	227,383	247,615
净手续费及佣金收入	84,108	86,631	90,963	95,511
营业净收入	332,881	334,977	352,450	377,230
营业税金及附加	-2,963	-3,350	-3,524	-3,772
拨备前利润	218,087	219,092	230,523	246,734
计提拨备	-41,278	-34,507	-36,358	-39,075
税前利润	176,618	184,586	194,165	207,658
净利润	148,006	154,683	162,710	174,018
归母净利润	146,602	153,216	161,167	172,367

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营管理				
贷款增长率	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
生息资产增长率	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
总资产增长率	8.8%	8.9%	8.9%	8.9%
存款增长率	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%
付息负债增长率	9.0%	9.1%	9.1%	9.1%
净利息收入增长率	-1.6%	-0.2%	6.1%	8.9%
手续费及佣金净收入增长	-10.8%	3.0%	5.0%	5.0%
营业净收入增长率	-1.8%	0.6%	5.2%	7.0%
拨备前利润增长率	-2.1%	0.5%	5.2%	7.0%
税前利润增长率	7.0%	4.5%	5.2%	6.9%
归母净利润增长率	6.2%	4.5%	5.2%	6.9%
非息收入占比	25.3%	25.9%	25.8%	25.3%
成本收入比	33.6%	33.6%	33.6%	33.6%
信贷成本	0.66%	0.51%	0.50%	0.50%
所得税率	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
盈利能力				
NIM	2.15%	1.97%	1.92%	1.92%
拨备前 ROAA	2.06%	1.90%	1.84%	1.81%
拨备前 ROAE	21.6%	19.6%	19.0%	18.7%
ROAA	1.39%	1.33%	1.28%	1.26%
ROAE	16.7%	15.8%	15.2%	14.7%
流动性				
贷存比	35.01%	35.01%	35.01%	35.01%
贷款/总资产	79.15%	78.04%	76.95%	75.87%
债券投资/总资产	59.14%	58.36%	57.60%	56.84%
银行同业/总资产	28.96%	29.25%	29.55%	29.84%
资本状况	5.08%	5.37%	5.67%	5.99%
核心一级资本充足率				
资本充足率 (权重法)	13.73%	12.08%	12.25%	12.38%
加权风险资产(¥,mn)	14.96%	14.93%	14.87%	14.78%
RWA/总资产	7,652,723	8,335,113	9,075,293	9,884,246

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。

免责声明：

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 2024 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

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

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