

东兴证券股份有限公司林瑾璐,田馨宇近期对招商银行进行研究并发布了研究报告《Q4息差环比小幅改善,财富管理业务稳健发展》,本报告对招商银行给出买入评级,当前股价为34.16元。

招商银行(600036)

事件:3月24日,招商银行公布2022年年报(此前已公布业绩快报),2022年实现营收、拨备前利润、净利润3,447.8、2,284.0、1,380.1亿,分别同比增长4.1%、4.4%、15.1%。加权平均ROE为17.06%,同比提升0.1pct。点评如下:

非息拖累营收增速小幅放缓,拨备反哺净利润增速回升。2022年实现营收3,447.8亿,同比增速较前三季度下降1.2pct至4.1%,主要受非息收入拖累;净利润增速较前三季度提升0.9pct至15.1%。具体拆解来看:

利息净收入:同比增7%(增速环比下滑0.6%)。主要由于信贷规模增长放缓、净息差环比进一步收窄,但降幅均已有所收敛。

非息净收入:同比下降0.62%(增速环比下滑2.5pct)。①财富管理拖累中收小幅下滑,零售客群基础夯实:手续费净收入942.8亿,同比下降0.2%;主要是受财富管理中收下影响(同比下降14.3%)。其中,代销基金、信托产品收入下降明显,主要是由于去年资本市场震荡下行,代理基金、特别是股票型基金规模下降,另外公司主动压降融资类信托产品;代理保险收入实现较快增长,同比增51.3%,占财富管理收入比重升至40.2%。但零售客群拓展成效良好,客户基础进一步夯实。年末零售客户1.84亿户,零售AUM12.1万亿元,较年初分别增长6.36%和12.68%。其中,金葵花及以上客户数、AUM同比分别增长12.84%和11.66%,私行客户数和AUM同比分别增长10.43%和11.74%。预计随着2023年资本市场回暖,财富管理中收有望恢复性增长。②资本市场波动,其他非息收入同比下降:全年实现其他非息收入322.7亿,同比下降1.87%。其中,受资本市场债市波动影响,投资收益同比下降6.01%,公允价值变动损益同比减少27.7亿,为主要拖累项。

拨备:2022年公司减少了信用减值损失计提反哺利润,同比少计提92.1亿,同比下降14.0%;净利润增速同比增15.1%,环比提升0.9pct。其中,主要是减少了金融投资、同业资产拨备计提。

贷款增速放缓,存款增长亮眼。截止2022年末,贷款同比增8.6%,较三季度末放缓0.4pct;贷款单季环比仅增0.95%,其中对公贷款环比增3.95%,零售贷款环比下降0.06%,票据贴现环比下降5.72%。年末存款同比增18.7%,增速创近年来新高;结构上看,活期存款占比63.0%,环比有所回升,负债优势进一步巩固。展望2023年,消费复苏有望提振零售信贷需求,带动信贷总量、结构逐步改善。

四季度净息差环比小幅回升。2022年净息差为2.4%，环比下降1BP（降幅有所收窄）；其中，4Q22单季度息差环比回升1BP至2.37%。拆分来看，单季息差环比回升主要贡献来自同业利差走阔（环比+30BP），而存贷利差持续收窄（环比-3BP）。展望2023年，预计净息差收窄压力依然存在，一方面是按揭贷款重定价影响一季度息差；另一方面，今年以来新发放贷款定价延续下行趋势。但考虑到存款成本在利率传导下有望逐渐回落，息差下行压力或将有所缓释。

资产质量总体保持稳健，对公房地产、零售贷款有所承压。年末不良贷款率为0.96%，环比上升1BP。其中，对公贷款不良率环比下降13BP至1.25%，主要是房地产行业风险持续暴露（对公房地产贷款不良率3.99%，环比上升67BP）。零售贷款不良率环比上升7BP至0.9%，其中信用卡、消费贷不良率环比分别上升10BP、13BP至1.77%、1.08%，主要是疫情影响。从不良生成情况来看，2022年不良贷款生成率1.15%，较前三季度上升2BP。从前瞻性指标来看，年末关注贷款占比1.21%，环比上升7BP。展望2023年，随着地产融资政策优化以及销售改善，预计房地产领域不良生成同比下降，风险逐步出清；零售贷款方面，随着疫情影响消退、经济及消费复苏，不良生成情况将逐步改善，预计全年资产质量保持平稳。

投资建议：2022年公司承受地产风险暴露，以及疫情影响下零售业务景气度下行的双重压力，营收增速有所放缓，拨备反哺净利润实现稳健增长，ROE进一步提升，资产质量保持稳健。展望后续，随着经济及消费复苏，零售贷款、财富管理需求回暖，招行零售优势有望凸显，催化基本面与估值修复。预计2023-2025年净利润增速分别为14.1%、14.9%、15.3%，对应BVPS分别为38.9、46.1、54.4元/股。2023年3月27日收盘价34.43元/股，对应0.88倍2023年PB。我们看好招行领先业务模式、运营模式、组织模式，大财富管理价值循环链有望持续发力，巩固公司市场竞争力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，货币政策、金融监管政策预期外转向，对银行经营环境造成影响，银行扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

证券之星数据中心根据近三年发布的研报数据计算，中信建投证券马鲲鹏研究员团队对该股研究较为深入，近三年预测准确度均值高达99.53%，其预测2023年度归属净利润为盈利1380.12亿，根据现价换算的预测PE为6.54。

最新盈利预测明细如下：