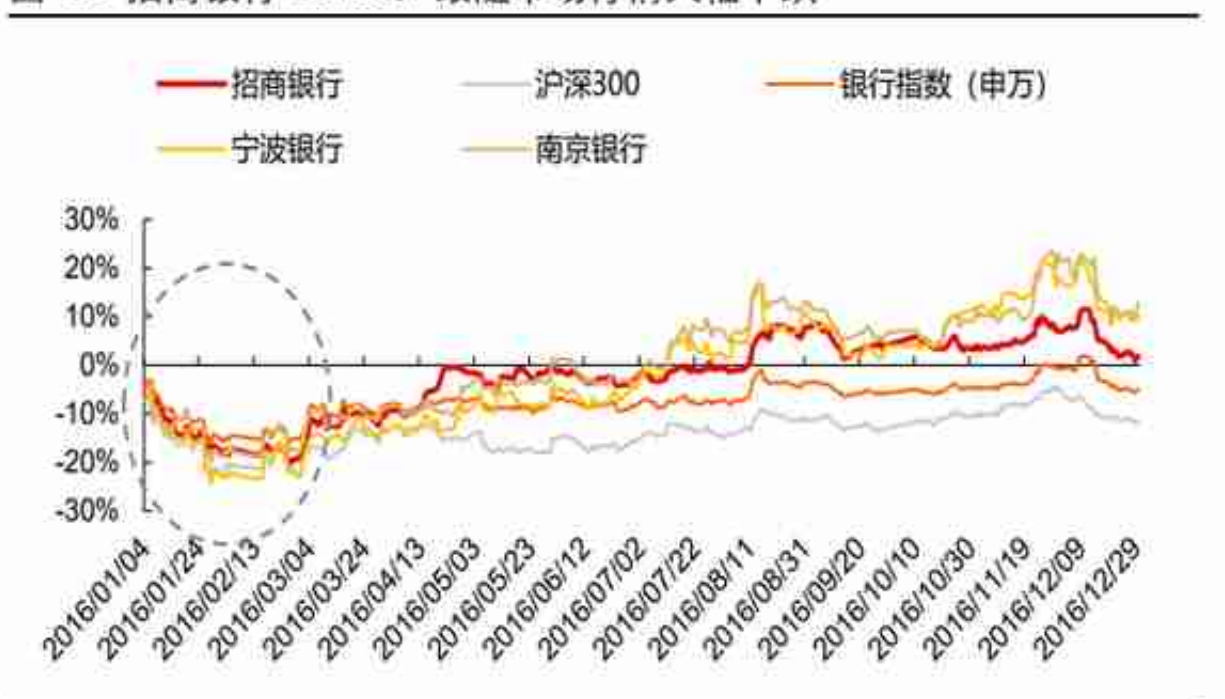


(报告出品方/作者：长江证券，马祥云)

## 招商银行 2016 年以来五轮大跌回顾

招商银行作为基本面稳健的银行龙头，2016 年以来估值不断抬升，累计涨幅大幅领先市场及银行股平均水平。2016 年以来招商银行股价共经历过五轮大跌，通常由宏观或市场因素导致，但后期都大幅反弹且超额收益亮丽。

图 3：招商银行 2016Q1 跟随市场行情大幅下跌



资料来源：Wind，长江证券研究所

头条@以是

2018~2019 年复盘：市场内忧外患，招行行稳致远

交易因素：2016

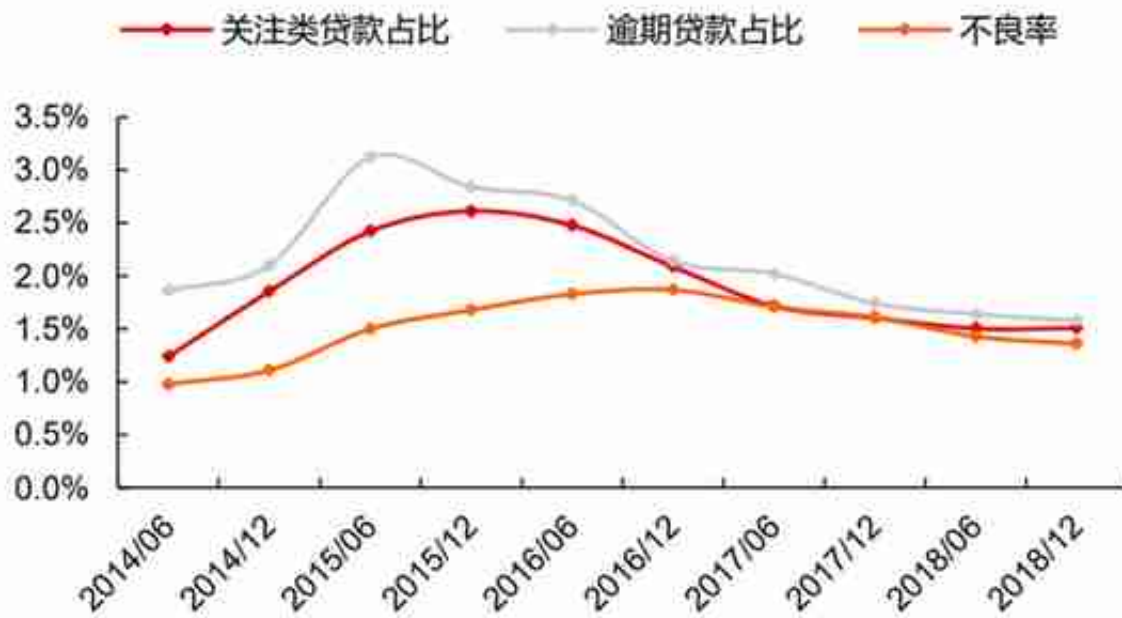
年初市场深度调整后开始企稳，以消费为代表的价值股持续上涨，银行股估值也有所回升。

宏观因素：

供给侧改革深化+房地产市场上行（房地产信贷大幅增长），对经济拉动作用逐步显现，经济预期开始回暖。

经营因素：招商银行 2016 年经营特征是深化零售转型+出清资产质量，因此财务指标并不算非常亮眼，全年收入、归母净利润增速仅为+4.1%、+7.6%，这导致其年内反弹幅度不及宁波银行、南京银行等彼时基本面更强势的优质城商行。

图 7：招商银行 2016 年不良率上升源于充分暴露隐含不良



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条@认是

2018~2019 年复盘：市场内忧外患，招行行稳致远

2018/07/03 招商银行股价自年初高点累计下跌 30%，2019/01/03 再次较前期反弹高点 累计下跌 22%：

宏观因素：1) 美联储加息背景下，全球股市深度下跌，同时中美贸易冲突 3 月正式打响并持续升级；2) 国内金融去杠杆冲击市场，表外社融“坍塌式”下滑，经济面临新一轮下行压力，股票市场全年持续调整。

交易因素：民企信用风险大幅上升、股权质押风险全面升级，融资条件收紧，市场风险偏好大幅降低。

经营因素：2018 年 4 月资管新规正式出台，银行表外理财开始整改，企业表外融资流动性风险开始暴露，市场对其潜在冲击无法充分预期。

图 11: 2017~2018 年商业银行净息差持续上行



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

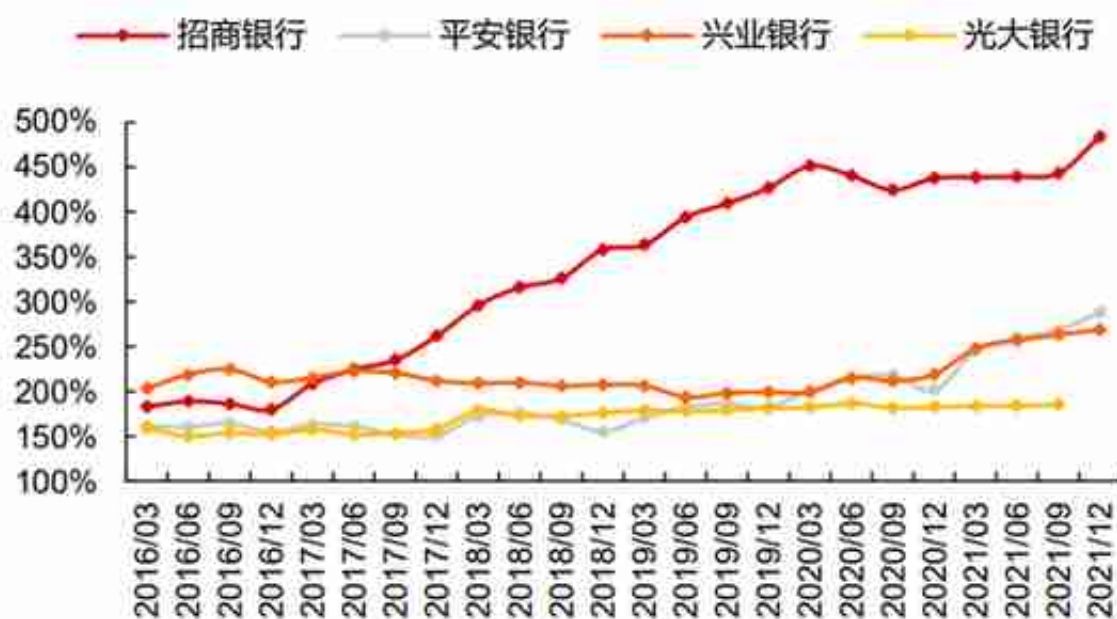
头条 @ 认罪

尽管外部环境承压，但招商银行自身在 2018~2019 年开始展现零售银行龙头风采，经营业绩越发优异，股价自 2019/01/03 低点至 2020 年初大幅上涨 69%，动态估值也重新回到与 2017 年高点接近的 1.67xPB：

收入增速：

1) 招商银行资产扩张速度始终稳健，强调“不以规模论英雄”，2017~2018 年营业收入增速持续上行主要源于净息差扩张、利息净收入加速增长，尽管中收增速受银行理财整改影响，但把握金融市场利率下行机会，扩大投资收益，拉升非利息净收入增速；2) 零售银行红利开始显现，零售 AUM 不断扩张，零售信贷聚焦按揭贷款+优质客户信用卡，实现低风险+可观收益率。

图 16: 招商银行拨备覆盖率加速拉开和同业差距



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条@求是

## 2020 年复盘：疫情冲击全球+零售金融迎接考验

2020/03/19 招商银行股价自年初高点累计下跌 29%，源于疫情冲击全球+零售风险全面升级：

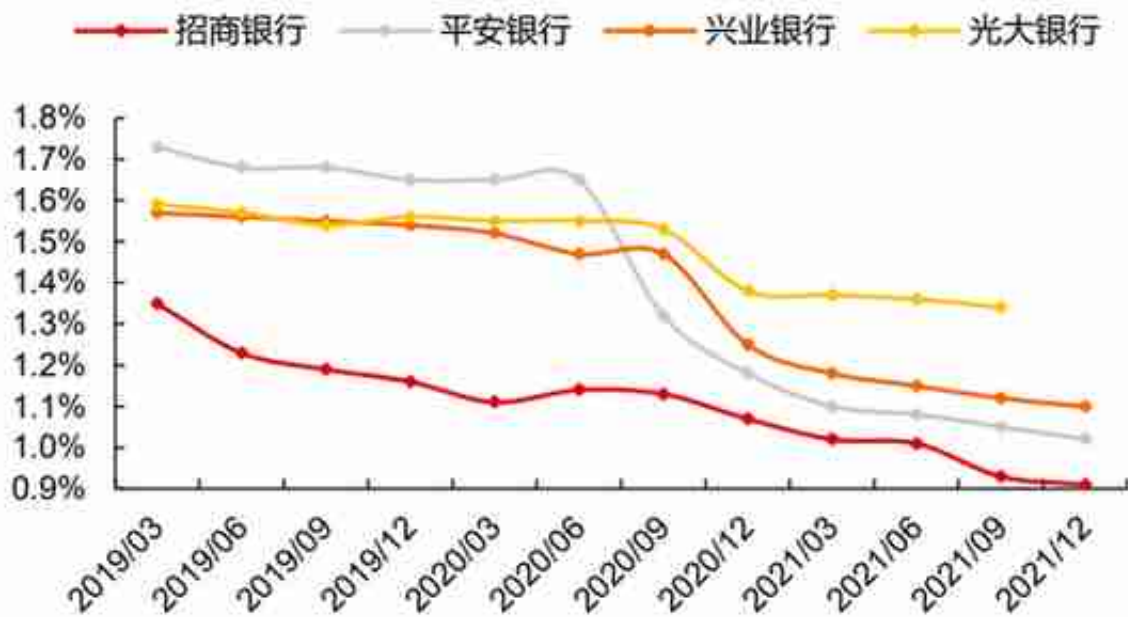
**宏观因素：**疫情冲击导致全球市场普跌，投资者对经济预期充满不确定性，对深度绑定宏观经济的大型银行基本面悲观。

**交易因素：**外资持股比例较高，由于全球市场大幅波动，外资因流动性压力出逃造成交易层面的抛售压力。

**经营因素：**国内停工停产、GDP 下滑造成居民收入突发性承压。招商银行作为零售银行龙头，市场对其大量信用卡、消费贷等零售信贷资产的风险状况非常担忧，管理层也提出“反思零售”，强调未来坚持“零售一体”的同时更注重对公&同业“两翼发展”。



图 22：招商银行与平安银行 2020H2 不良率明显改善



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条@求是

### 招商银行 2020Q1

起主动在每季度财报中披露零售信贷风险状况，投资者从疫情初期即可逐季度跟踪观察信用卡等资产的风险变化情况。尽管 2020Q2 零售风险明显暴露，但管理层在一季报中已经前瞻性提示，充分平滑市场预期，良好的市场预期管理也对下半年估值持续回升起到非常重要的正向作用。

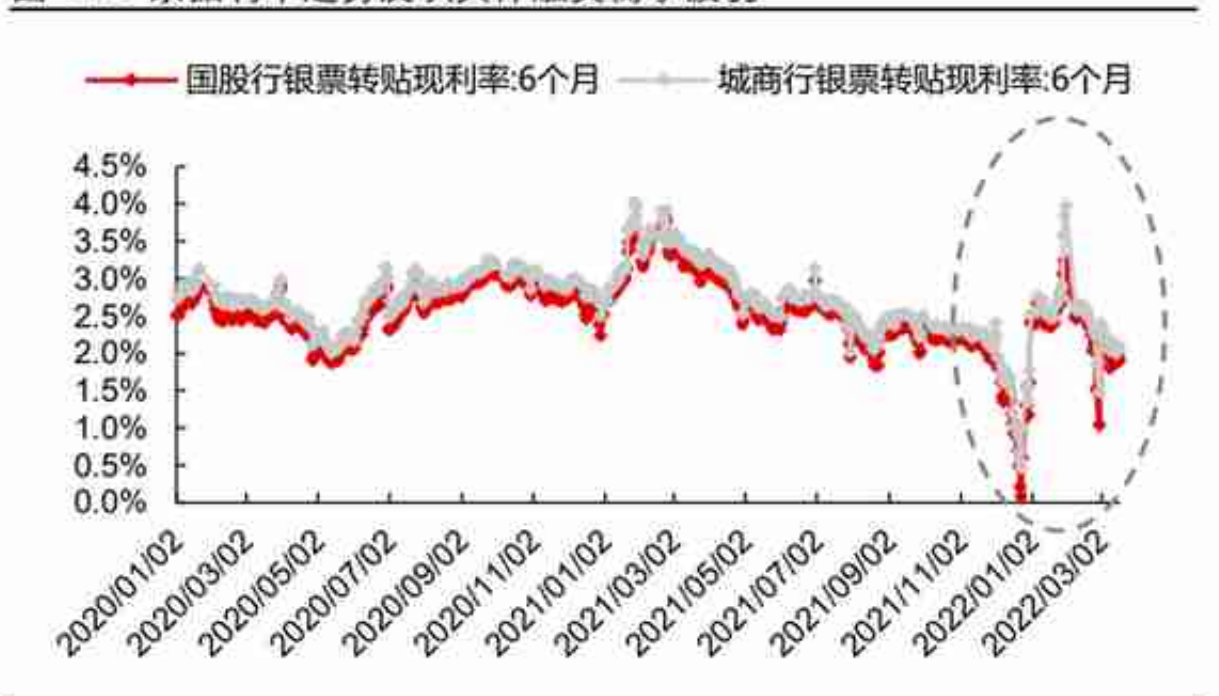
2021 年招商银行零售风险指标持续改善，同时在 2020

年疫情期间出清存量资产质量，2021

年进一步出清表外问题资产，实现不良新生成率维持于历史低位

0.95%。叠加财富管理高速扩张拉动中收增长，基本面表现强劲推动估值水平于 2021/05/26 创历史新高，达到 2.02xPB。（报告来源：未来智库）

图 28：票据利率走势反映实体融资需求疲弱



资料来源：Wind，长江证券研究所

头条 @ 认是

2021~2022 年招商银行面临的房地产信用风险冲击，和 2020 年零售风险存在相似之处：

宏观因素：经济都面临下行压力，2020 年是疫情冲击，2022 年是更深层次的内生下行压力和房地产拖累。

交易因素：风险暴露初期，招商银行估值都处于历史高位（2019 年末 1.67xPB、2021 年中期 2.02xPB），本身存在下行空间。

经营因素：

招商银行作为大型股份行，在零售信贷和房地产领域的敞口规模都较高，导致其直面风险冲击。

房地产风险和零售风险相比也存在诸多差异，我们认为有利有弊、风险可控：

宏观影响更深：房地产作为宏观经济的支柱型产业，与各行业联系紧密，如果出现风险波及范围较大，但这也存在正面影响，因为监管层必定会充分重视、持续关注房地产风险，并调动各方资源全力化解风险。

图 30：招商银行其他类型的房地产业务规模有所降低



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条 @ 财经

我们对招商银行资产质量保持乐观的核心原因在于，近年来已经建立起雄厚的风险防范体系，全方位涵盖表内外各类资产，与传统银行同业只围绕表内贷款建立拨备减值相比，风险抵补能力大幅领先。

基于 2021

年年报，可以看到招商银行共设有表内贷款、金融投资、同业资产、表外预期信用损失四大减值准备体系，且传统表内贷款的拨备覆盖率四季度大幅提高，预计前瞻性计提以防范今年新生成的不良资产。

图 34：房地产开发贷款 2021Q2~Q4 持续被压降



资料来源：中国人民银行，长江证券研究所

头条@求是

四季度房地产政策“纠偏”以来，首先看到的是住房按揭贷款新增投放回暖，但实际上主要是在10、11月集中补投放此前积压的项目（房贷额度管控导致2021Q2以来居民购房贷款往往需要等待半年才能放款）。

新增角度，由于四季度以来房地产销售数据持续下滑（2022年1-2月百强房企销售额同比下滑43.4%），因此住房按揭贷款再次增长乏力，从2月信贷数据中“居民中长期贷款”历史首次负增长可以印证。

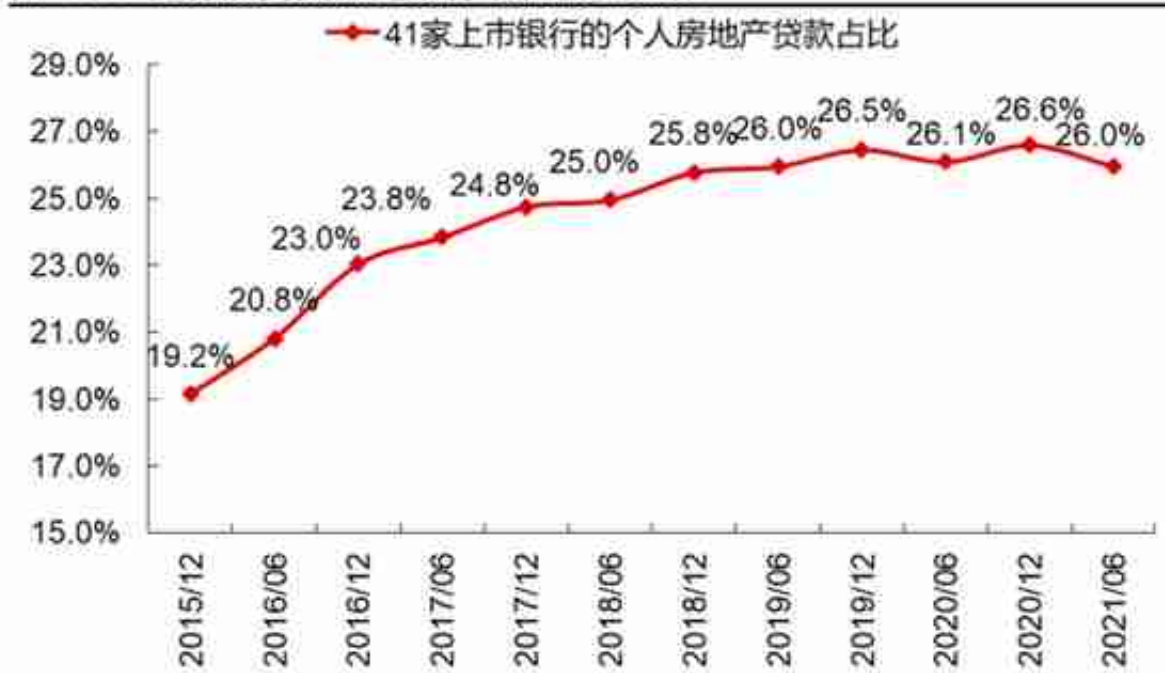
2021年底以来政策“纠偏”，市场预期底部企稳

2021年10

月以来，监管层多次表态维护房地产良性循环，房地产“政策底”确立，但当前矛盾在于：1）房企新增投资需求冰冷；2）高风险房企或民企融资困难；3）房地产销售短期难以回暖。



图 40：住房按揭贷款是银行表内权重业务



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

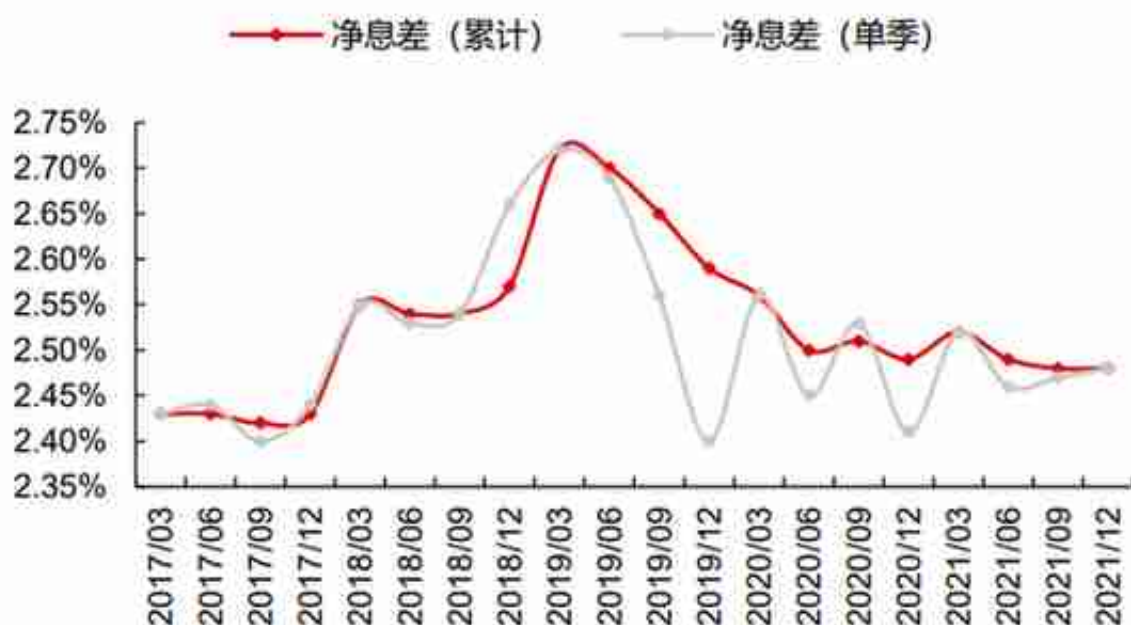
头条@从量

## 招商银行已建立全方位风险抵补体系

2021年招商银行业绩增长强劲：1) 营业收入增速回升至 14.04% (前三季度 13.54%)，其中利息净收入同比增速上行至 10.21% (前三季度 8.74%)，在经济下行+市场降息环境中表现相当强劲；2) 归母净利润加速增长 23.2% (前三季度 22.21%)。

我们判断高增长源于：1) 净息差保持韧性；2) 非利息净收入 (尤其是财富管理收) 增长强劲；3) 资产质量仍然保持优异，信用成本率回落释放净利润。

图 43：2021 年招商银行净息差基本稳定



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条@认是

2021 年全年非利息净收入同比增长 20.75%，其中手续费净收入同比增长 18.82%，中收表现强劲主要受益于财富管理业务。2021 年末招商银行零售 AUM 达 10.76 万亿元，较期初大幅增长 20.33%。基于庞大的客群积淀和 AUM 积累，拉动各项佣金收入增长，财富管理综合竞争力明显领先同业。

资产质量方面，2021 年末招商银行不良率下行至 0.91%，环比三季度末下降 2BP，拨备覆盖率大幅提高至 483.87%，环比三季度末上升 40.73pct，我们认为是未雨绸缪前瞻

性计提减值，以应对未来潜在不良暴露（例如房地产风险）。

房地产领域，受部分高负债企业风险暴露影响，2021

年末表内对公房地产贷款不良率较 2020 年末上升 1.11pct 至

1.41%，是不良金额增加最明显的行业。同时披露不承担

信用风险的房地产业务（理财出资/委托贷款/代销/主承销债务工具等）余额合计 4120.78 亿元，较上年末下降 20.61%，较三季度末也下降 14%，敞口明显收紧。

图 53：招商银行 2021 年表内贷款的信用成本率保持低位



资料来源：公司财务报告，长江证券研究所

头条@求是

## 盈利预测及投资分析

我们预测招商银行 2022、2023 年营业收入同比增长 8.12%、11.70%，2022 年预测增速有所走低，主要考虑外部宏观环境因素。一方面稳增长背景下贷款利率仍有下行压力，导致净息差小幅收窄；另一方面今年金融市场波动加大，公募基金等权益型产品销售遇冷，这可能造成财富管理中收在 2021 年高基数下增速明显下行。我们预测招商银行 2022、2023 年归母净利润同比增长 17.18%、17.41%。收入增速降低情况下，净利润仍维持高增长，主要凭借近年来大幅强化的风险抵补体系（表内贷款、表内外非贷款等各线均充分计提减值准备）。

我们认为当前时点，招商银行投资价值突出：

- 1) 房地产风险预期已经触底，近期高层多次表态，我们预计下半年房地产市场回暖、信用风险软着陆，投资者不再悲观。
- 2) 解析过去两年财报，招商银行已经建立了表内外全方位的风险准备体系，2021 Q4 前瞻计提表内贷款拨备，应对今年潜在不良，同时仍能够保持净利润高速增长

长，2022、2023 年 ROE 预计继续上行。

3) 财富管理业务 2022 年虽然可能受金融市场环境和高基数影响，收入增速降低，但长期依然具备高成长空间。基于 2021/03/18 收盘价，招商银行 2022 年 A 股、H 股 PB 估值为 1.41X、1.52X，PE 估值为 8.61X、9.30X。

( 本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。 )

精选报告来源：【未来智库】。[未来智库 - 官方网站](#)