

导语：多重隐忧下的招商银行，尚未走出估值低迷期。

(人民币百万元)	2022年	2021年	变动额
净利息收入	218,235	203,919	14,316
净手续费及佣金收入	94,275	94,447	(172)
其他净收入	32,273	32,887	(614)
业务及管理费	(113,375)	(109,727)	(3,648)
税金及附加	(3,005)	(2,772)	(233)
信用减值损失	(56,751)	(65,962)	9,211
其他资产减值损失	(815)	(393)	(422)
其他业务成本	(5,681)	(4,380)	(1,301)
营业外收支净额	(43)	154	(197)
利润总额	165,113	148,173	16,940
所得税费用	(25,819)	(27,339)	1,520

从商业模式来看，商业银行运营逻辑主要是通过吸储、发行债券、向央行和银行同业拆借低成本资金，进而向客户贷款、进行投资、借给银行同业或者其他金融机构来赚取较高的收益。因此，净利息收入属于商业银行最为重要的收入来源。

净利息收入由生息资产规模以及净息差两个因素决定。其中，生息资产规模增速与宏观经济状况密切相关，基本上跟随M2变化趋势。2010-2021年期间，招行的生息资产复合增速为12.96%，略高于同期M2复合增速（11.41%）。

净息差也就是银行贷款利息与存款利息的差额，属于反映商业银行综合经营能力和盈利效率最为关键的指标。数据显示，2020年-2021年，招商银行净息差分别为2.4%、2.39%。2022年，招商银行净息差为2.28%，同比下降11个基点。自2020年以来，招商银行净息差就处于下降通道，主要受到贷款基准利率下行以及存贷利率刚性两方面的影响。

(人民币百万元，百分比除外)	2022年			2021年		
	平均余额	利息支出	平均成本率%	平均余额	利息支出	平均成本率%
公司客户存款						
活期	2,631,389	27,749	1.05	2,396,802	21,873	0.91
定期	1,755,394	46,698	2.66	1,485,640	39,854	2.68
小计	4,386,783	74,447	1.70	3,882,442	61,727	1.59
零售客户存款						
活期	1,655,088	6,073	0.37	1,453,378	5,110	0.35
定期	913,786	25,316	2.77	637,653	17,495	2.74

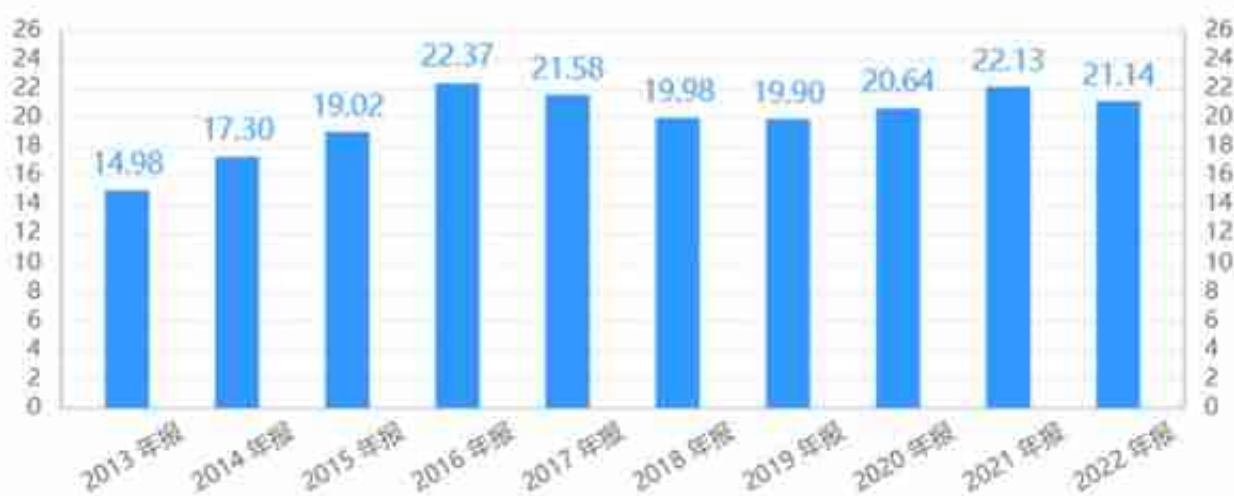
2023年，招行的净息差表现依然不太乐观。招行行长王良在回答瑞银集团分析师有关未来息差变化趋势时表示，贷款的重定价会使银行净息差收窄幅度比较大，净息

收入增长或将出现缺口。

王良同时表示，如果说2022年对银行的主要挑战是风险，今年则是营收端的挑战。为了弥补净息收入的缺口，一是靠业务增量，二要靠非息收入。

分季度来看，招商银行营收逐季放缓趋势明显，王良对营收端的担忧不难理解。不过，由于资本市场的剧烈波动，招商银行2022年非息净收入及占比均出现了同比下滑，该行想要利用非息收入弥补净息收入的缺口恐怕也并不容易。

600036.SH[招商银行]-按产品(项目)分类



不难看出，招商银行2022年非息净收入及占比均出现下滑，这在招商银行发展历史上非常罕见。对此，王良在年报业绩会中表示，去年由于特殊环境的影响，资本市场波动使招行代销基金规模和收入都下降了40%多，给我们非利息净收入、财富管理收入增长都带来了负面的影响。

自田惠宇事件之后，有关招行未来的发展战略就成为市场热议的话题。从年报及业绩发布会上披露的内容来看，招商银行的零售转型、“大财富管理”等战略仍在持续推进与执行。

值得一提的是，招行董事长缪建民首次提出了“价值银行”的概念，并表示招商银行未来要“加快模式转型，做强重资本业务，做大轻资本业务”。

缪建民同时表示，过去银行业快速发展吃到了三个红利：一是经济高速增长；二是房地产市场繁荣；三是利差比较高。如今，经济从高速增长进入了高质量发展，房地产市场从增量市场转为存量市场，同时利差不断收窄，这就给商业银行的发展提出了新的挑战。

可以看到的是，招行高管对商业银行现阶段的问题可谓洞若观火。尤其是房地产市场的下行，对商业银行的营收及资产质量均造成了较大的冲击。就高度依赖房地产行业的招行而言，这一冲击尤为突出。

3

不良双升护城河变窄

作为零售战略的开创者和领先者，招商银行在业内素有“零售之王”的美誉。相比公司贷款，零售贷款业务有着更高的收益率和较低的不良率，尤其是信用卡贷款、消费贷等业务贷款利率会明显高于企业贷款。此外，零售业务对资产和负债两端都有帮助，能够有效降低招行银行的负债成本，进而取得优于同行的净息差水平。

不过，招商银行的零售转型也受到过度依赖个人房贷、不良率上升等挑战和质疑。尤其是2020年以来，招商银行零售业务开始面临到“个人住房贷款撞监管红线”、大额信用减值等多种压力，零售贷款业务增速明显放缓。

从贷款类型来看，招商银行的零售贷款分成小微贷款、个人住房贷款、信用卡贷款以及其他。其中，房地产贷款一直在招商银行零售业务中占据重要位置。截至2020年末，招商银行个人住房贷款余额12748.15亿元，占贷款和垫款总额比例为25.35%。

2020年末，中国人民银行、中国银保监会联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（银发[2020]322号）。根据文件要求，招商银行属于第二档的中资中型银行，房地产贷款和个人住房贷款占比上限分别为27.5%和20%。由此计算，招商银行个人住房贷款占比超出监管红线5.4个百分点。

值得一提的是，除了零售业务之外，招商银行对公贷款同样对房地产行业存在较高的依赖度。截至2020年末，招商银行房地产贷款占总贷款比例分别为33.1%，超出房地产集中度管理上限5.6个百分点。

2021年以来，在融资收紧的影响下，房企债务违约增多，招商银行的房地产风险敞口受到外界强烈关注。根据2022年年报数据，截至2022年末，招商银行不良贷款总额580.04亿元，较上年末增加71.42亿元；不良贷款率0.96%，较上年末上升0.05个百分点。

房地产行业贷款成为招商银行不良率双升的一个主要诱因。对公贷款方面，截至去年年底，招商银行房地产贷款余额为3759.8亿元，同比下降222.62亿元；房地产不良贷款约153.4亿元，同比增加96亿元以上；不良率为4.08%，同比上升2.67个百

分点，不良率在其所有行业贷款中最高。

个人房贷方面，截至去年末，招商银行个人住房贷款不良率0.35%，较上年末上升0.07个百分点；关注率0.75%，较上年末上升0.39个百分点；逾期率0.50%，较上年末上升0.22个百分点。



截至2022年末，招商银行零售贷款不良率为0.89%，较去年同期提升了0.8个百分点。其中，信用卡贷款不良余额156.50亿元，信用卡贷款不良贷款率1.77%，较上年末上升0.12个百分点。

零售业务一直是招商银行的一块金字招牌，并为其赢得了“零售之王”的美誉。但随着房地产行业的下行以及零售业务整体不良率的攀升，招商银行贷款投放方向愈发面临到挑战与压力。另一方面，相比资产规模的扩张，招商银行资产质量的持续走低已经成为外界更为关心的问题。显然，招商银行如果不主动求变，昨天的“护城河”就有可能变成明天的“沼泽地”。