

招商银行 (600036.SH)

业绩稳健，分红亮眼

一、亮点

➤ **业绩保持稳健。**业绩与前三季度基本持平，2023年，营收增速为-1.6%，较前三季度回升0.08pct。归母净利润增速为6.2%，较前三季度降低0.29pct。

➤ **分红亮眼，提升至历史最高值。**每股现金分红1.972元，年度分红比例提升2pct至35.01%，分红比例达到历史最高值，配置价值进一步凸显。

➤ **贷款规模稳定增长，消费贷和小微贷款表现亮眼。**2023年，贷款增速为7.67%，基本与前三季度持平。下半年以来，对公贷款规模增速放缓，零售贷款加快，其中，消费贷和小微贷款增长较快，表现较为亮眼，也反映出银行“以价换量”的消费贷营销策略有一定成效。

➤ **资产质量保持稳定，地产不良率有所下降。**不良率较前三季度小幅下滑1bp，但关注率抬升9bp，压力或主要体现在零售业务尤其是消费贷款和信用卡业务。2023年下半年以来，对公贷款不良率下滑7bp，其中地产行业不良率下降26bp、制造业不良率下降17bp，资产质量改善明显；而零售贷款不良率抬升了5bp，其中消费贷款（含信用卡）的不良率抬升29bp。

二、关注点

➤ **净息差受零售业务拖累较大。**净息差在四季度继续下滑4bp至2.15%，下降幅度与三季度相同，仍是业绩最大拖累因素。资产和负债端都面临不利的变化，尤其是零售业务。下半年以来，对公存贷利差收窄5bp，拖累仅在于资产端；而零售存贷利差大幅收窄20bp，资产端和负债端同步产生拖累。

➤ **存款增长大幅放缓。**四季度存款增长率仅为8.22%，较前三季度下滑4.34pct，压力主要在零售活期存款。原因主要在于，一是经济微观活力有待改善，企业主动扩产投资和居民加杠杆需求较弱，导致资金活化率较低。二是四季度商业银行贷款增速下滑0.3pct，导致信用创造放缓。

➤ **中收延续负增。**非息收入降幅收窄，主要受益于Q4债市行情向好，投资收益以及汇兑净收益。受银保渠道降费、资本市场疲软等因素影响，手续费及佣金净收入下滑10.78%。

➤ **投资建议：**结合年报微调预测，预计2024-2026年营收增速分别为1.83%、9.81%、9.87%（前值2024-2025年为1.82%、9.82%），归母净利润增速分别为7.3%、9.1%、9.3%（前值2024-2025年为7.6%、9.2%）。根据历史估值法，截至2024年3月26日，PB值低于0.9，近2年PB平均值为1.06，我们认为估值有望回升，给予公司2024年目标PB1倍，对应目标价40.77元，维持给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**经济下行超预期，信贷需求不足；财富管理修复不及预期，拖累中收表现；信用风险波动，资产质量出现恶化。

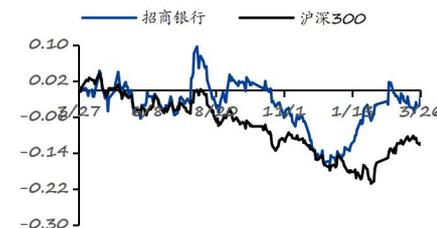
买入（维持评级）

当前价格：32.40元
目标价格：40.77元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	25,219.85/20,628.94
流通A股市值(百万元)	668,377.80
每股净资产(元)	36.71
资产负债率(%)	90.16
一年内最高/最低价(元)	36.35/26.90

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：郭其伟(S0210523080001)
gqw30259@hfzq.com.cn
联系人：谢洁仪(S0210123090012)
xjy30292@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、招商银行(600036.SH)：业绩稳健无忧，笑迎政策东风——2023年业绩快报点评——2024.01.22
- 2、招商银行(600036.SH)：深耕零售轻型战略，铸就高增势能零售龙头——2023.11.28
- 3、大财富管理卓有成效，房地产贷款风险可控——2021.10.24

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3448	3391	3453	3792	4166
增长率(%)	4.08	-1.64	1.83	9.81	9.87
净利润(百万元)	1380	1466	1574	1716	1876
增长率(%)	15.08	6.22	7.33	9.07	9.29
EPS(元/股)	5.26	5.63	6.24	6.81	7.44
市盈率(P/E)	6.16	5.75	5.19	4.76	4.36
市净率(P/B)	0.99	0.88	0.79	0.72	0.65

数据来源：公司公告、华福证券研究所

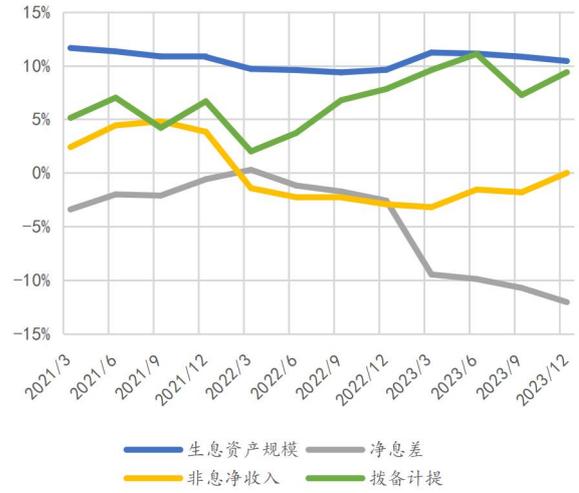


图表 1: 招商银行营收和归母净利润增速



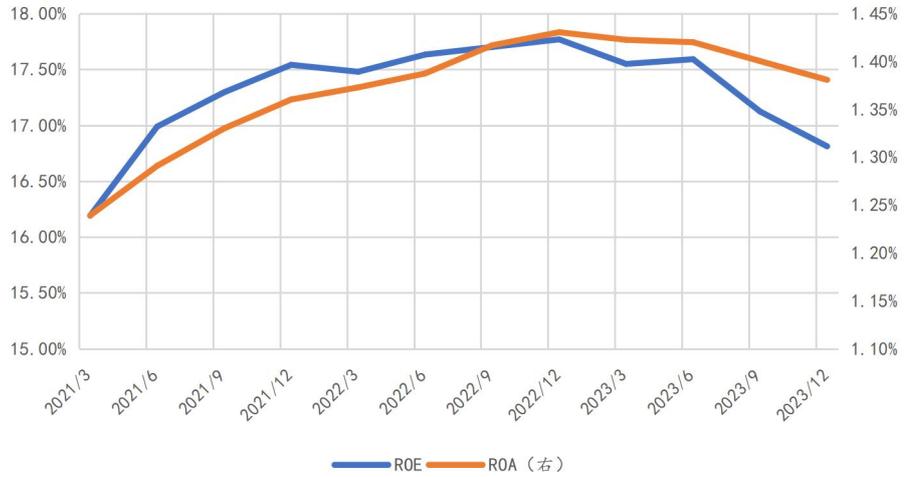
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 2: 招商银行利润归因分析



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 3: 招商银行 ROE 和 ROA



数据来源: ifind, 华福证券研究所



图表 4: 招商银行净息差



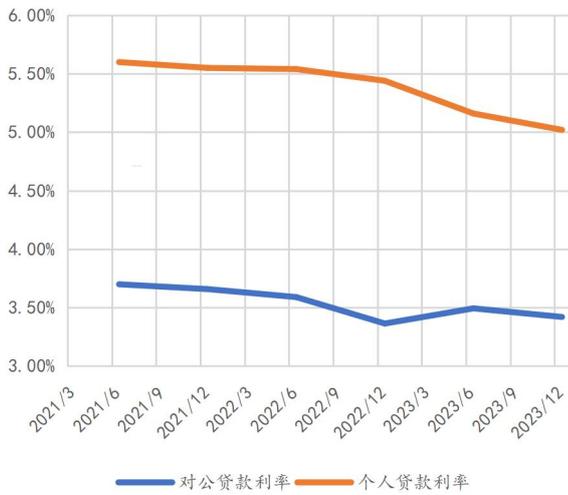
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 5: 招商银行生息资产收益率和计息负债成本率



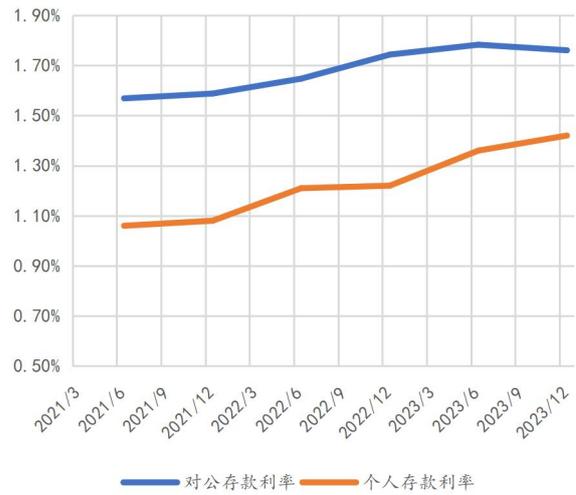
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 6: 招商银行贷款利率



数据来源: ifind, 华福证券研究所

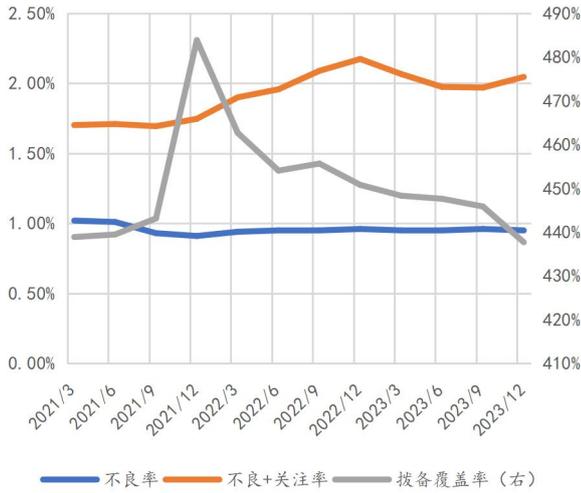
图表 7: 招商银行存款利率



数据来源: ifind, 华福证券研究所



图表 8: 招商银行资产质量



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 9: 招商银行不良生成和信贷成本



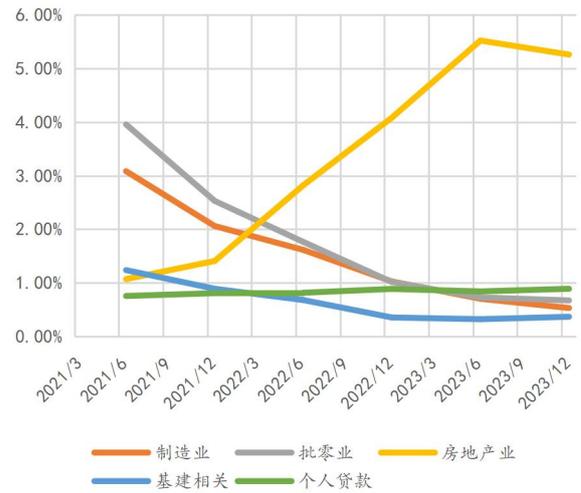
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 10: 招商银行分产品不良率



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 11: 招商银行分行业不良率



数据来源: ifind, 华福证券研究所


图表 12: 财务预测摘要

人民币(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					收入增长				
净利息收入	2,147	2,188	2,429	2,696	归母净利润增速	6.2%	7.3%	9.1%	9.3%
手续费及佣金	841	858	944	1,038	拨备前利润增速	-2.1%	1.8%	9.8%	9.9%
其他收入	4	4	4	4	税前利润增速	7.0%	7.3%	9.1%	9.3%
营业收入	3,391	3,453	3,792	4,166	营业收入增速	-1.6%	1.8%	9.8%	9.9%
营业税及附加	30	31	33	34	净利息收入增速	-1.6%	1.9%	11.0%	11.0%
业务管理费	1,210	1,232	1,353	1,486	手续费及佣金增速	-10.8%	2.0%	10.0%	10.0%
拨备前利润	2,181	2,221	2,439	2,679	营业费用增速	-0.9%	1.8%	9.8%	9.9%
计提拨备	415	325	371	420	规模增长				
税前利润	1,766	1,896	2,068	2,260	生息资产增速	8.9%	11.0%	11.0%	11.0%
所得税	286	307	335	366	贷款净额增速	7.7%	12.0%	11.0%	11.0%
归母净利润	1,466	1,574	1,716	1,876	同业资产增速	-11.2%	39.9%	11.0%	11.0%
资产负债表					证券投资增速	15.2%	4.0%	11.0%	11.0%
贷款总额	65,089	72,879	80,887	89,783	其他资产增速	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
同业资产	5,607	7,847	8,710	9,668	计息负债增速	9.0%	11.0%	11.0%	11.0%
证券投资	31,939	33,225	36,880	40,937	存款增速	8.6%	10.9%	11.0%	11.0%
生息资产	106,902	118,661	131,714	146,202	同业负债增速	18.0%	-40.7%	11.0%	11.0%
非生息资产	3,383	3,721	4,093	4,503	股东权益增速	13.8%	9.5%	9.5%	9.5%
总资产	110,285	122,382	135,807	150,705	存款结构				
客户存款	82,405	91,415	101,487	112,664	活期	54.9%	54.9%	54.9%	54.9%
其他计息负债	14,460	16,132	17,909	19,882	定期	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
非计息负债	2,563	2,947	3,390	3,898	其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总负债	99,428	110,494	122,786	136,444	贷款结构				
股东权益	10,857	11,888	13,021	14,261	企业贷款(不含贴				
每股指标(元)					现)	39.9%	39.9%	39.9%	39.9%
每股净利润	5.63	6.24	6.81	7.44	个人贷款	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
每股拨备前利润	8.65	8.81	9.67	10.62	资产质量				
每股净资产	36.71	40.77	45.24	50.13	不良贷款率	0.95%	0.95%	0.95%	0.95%
每股总资产	437	485	538	598	正常	98.0%			
P/E	5.75	5.19	4.76	4.36	关注	1.1%			
P/PPOP	3.75	3.68	3.35	3.05	次级	0.3%			
P/B	0.88	0.79	0.72	0.65	可疑	0.3%			
P/A	0.07	0.07	0.06	0.05	损失	0.4%			
利率指标					拨备覆盖率	437.7%	431.4%	430.2%	430.0%
净息差	2.15%	2.00%	2.00%	2.00%	资本状况				
净利差	2.03%	1.87%	1.87%	1.87%	资本充足率	17.9%	17.8%	17.4%	17.0%
贷款利率	3.9%	3.76%	3.76%	3.76%	核心资本充足率	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
存款利率	1.4%	1.45%	1.40%	1.40%	资产负债率	90.2%	90.3%	90.4%	90.5%
生息资产收益率	3.76%	3.69%	3.69%	3.69%	其他数据				
计息负债成本率	1.73%	1.82%	1.82%	1.82%	总股本(亿)	252	252	252	252
盈利能力									
ROA	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%					
ROE	16.7%	16.1%	15.8%	15.6%					
拨备前利润率									
拨备前利润率	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%					

数据来源: ifind, 华福证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn