

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

招商银行(600036)

投资评级

上次评级

廖紫苑 银行业分析师

执业编号: S1500522110005

邮箱: liaoziyuan@cindasc.com

张晓辉 银行业分析师

执业编号: S1500523080008

邮箱: zhangxiaohui@cindasc.com

王昉朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

相关研究

规模利润稳中有进, 现金分红比例提升

高质量发展稳步推进, 大财富管理未来可期

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

业绩阶段性承压, 资产质量稳健

2024年04月29日

事件: 4月29日, 招商银行披露2024年一季报: 2024Q1归母净利润同比-1.96%(2023年同比+6.22%); 营业收入同比-4.65%(2023年同比-1.64%); 年化加权ROE 16.08%, 同比-2.35pct; 年化ROA 1.35%, 同比-15bp。

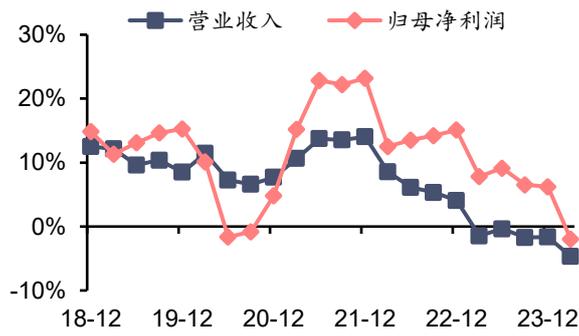
点评:

- **营收和利润增速下滑, 业绩阶段性承压。**2024Q1 招商银行营收同比-4.65%, 降幅较2023年扩大3.01pct; 归母净利润同比-1.96%, 增速较2023年下降8.19pct。公司2024Q1利润下降主要源自息差拖累, 正面贡献主要来自规模扩张、中收以外的其他非息收入和拨备反哺; 增速由正转负, 边际下滑, 主要源自拨备反哺力度下降和息差拖累加大, 正面因素主要来自其他非息收入和所得税。尽管公司业绩阶段性承压, 但2024Q1年化加权ROE保持在16%以上, 仍处于同业领先水平。
- **净息差继续收窄, 存款成本率环比下行。**2024Q1 招商银行净息差2.02%, 同比-27bp, 较2023Q4环比-2bp。其中生息资产收益率和计息负债成本率分别同比-21bp和+7bp、环比-3bp和持平。前者为息差下行的主要原因, 与LPR下调、存量房贷重定价和有效信贷需求不足影响下贷款收益率下行有关。为抵御息差收窄压力, 公司着力加强资产负债组合管理。资产端加大对优质贷款的投放力度, 贷款平均余额占生息资产的比例环比+32bp; 负债端抓低成本核心存款增长来对抗存款定期化趋势, 2024Q1存款成本率环比-1bp。整体来看, 公司息差优势仍然突出, 在已披露数据的上市银行中位居前列。
- **不良率环比下降, 资产质量稳健。**2024Q1末招商银行不良率环比-3bp至0.92%; 关注类贷款占比环比+4bp至1.14%, 但整体仍处于上市银行偏低水平; 拨备覆盖率环比-88bp至436.82%, 拨贷比环比-13bp至4.01%, 处于行业较高水平, 抵御风险和拨备反哺能力较强。分类型看, 公司口径对公贷款不良率环比-6bp至1.09%, 继续处于下行趋势, 其中表内涉房业务敞口有所上升, 但房地产业不良率环比-19bp至4.82%; 零售贷款不良率环比持平于0.91%, 其中个人住房贷款主要集中在一、二线城市且抵押物充足稳定, 整体风险可控。
- **资本较为充裕, 规模稳健扩张。**2024Q1末招商银行在高级法下核心一级资本充足率环比+34bp至14.07%, 处于较为充裕水平。充足的资本为规模稳健扩张打下了坚实的基础。2024Q1末总资产、总负债、总贷款、总存款同比增速分别较上年末+85bp、+95bp、+1bp、+37bp至9.63%、9.20%、7.57%、8.60%。
- **盈利预测:** 招商银行坚持以价值银行战略目标为引领, 立足差异化特色化高质量发展新模式, 打造各业务板块协同发展的飞轮效应, 资产负债规模稳步增长, 资产质量总体稳定。我们预计公司2024年4月29日收盘价对应2024-2026年PB分别为0.86倍、0.77倍、0.70倍。

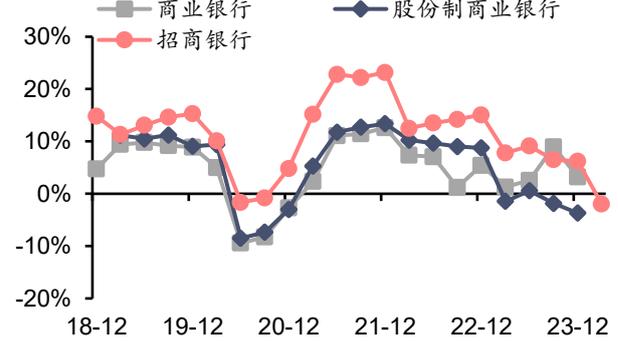
➤ **风险因素：**经济超预期下行，政策出台不及预期，资产质量显著恶化等

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	3448	3391	3479	3642	3911
增长率（%）	4.08	-1.64	2.59	4.69	7.38
归属母公司股东净利润（亿元）	1380	1466	1541	1639	1772
增长率（%）	15.08	6.22	5.09	6.38	8.13
每股收益（元）	5.47	5.81	6.11	6.50	7.03
PE（倍）	6.37	6.00	5.71	5.37	4.96
PB（倍）	1.07	0.95	0.86	0.77	0.70

资料来源：Ifind，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月29日收盘价

图 1：营收和业绩同比增速


资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

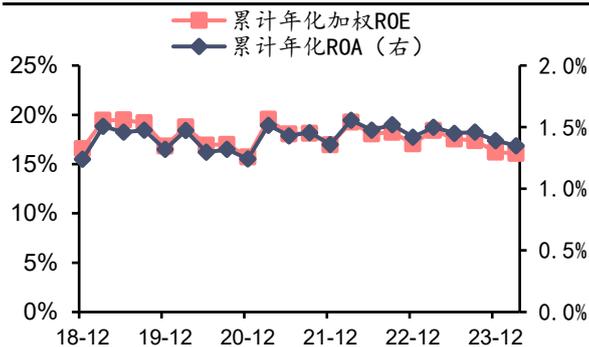
图 2：业绩累计同比增速 VS. 行业整体水平


资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

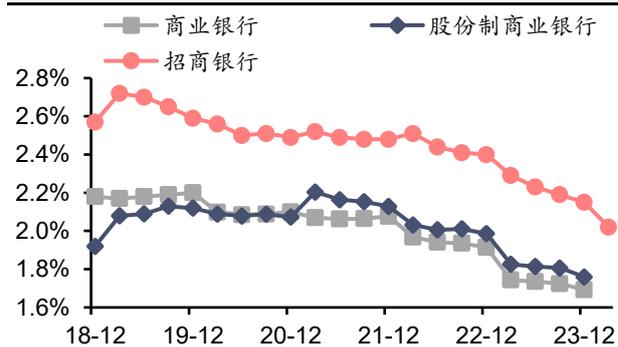
图 3：业绩增速归因分析

业绩归因分析 (累计)	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	较2023年变化pct
生息资产规模	10.81%	9.69%	9.59%	9.37%	9.62%	11.22%	11.12%	10.84%	10.43%	9.35%	-1.08
净息差	-0.60%	0.28%	-1.18%	-1.74%	-2.60%	-9.49%	-9.91%	-10.74%	-12.07%	-15.50%	-3.43
手续费及佣金净收入	2.59%	-1.59%	-2.14%	-2.54%	-2.28%	-4.95%	-4.32%	-3.70%	-2.76%	-4.14%	-1.38
其他非息收入	1.24%	0.16%	-0.14%	0.25%	-0.66%	1.74%	2.76%	1.88%	2.75%	5.64%	2.88
成本费用	0.19%	0.27%	-0.21%	-1.16%	-0.19%	-2.43%	-2.07%	-1.02%	-0.42%	-1.44%	-1.02
营业外净收入	0.21%	-0.15%	-0.08%	-0.04%	-0.09%	-0.03%	0.01%	-0.03%	0.00%	0.02%	0.02
拨备计提	6.58%	2.00%	3.73%	6.78%	7.63%	9.59%	11.09%	7.26%	9.03%	2.47%	-6.56
所得税	2.33%	1.93%	3.99%	3.53%	3.84%	2.37%	0.51%	1.99%	-0.71%	1.61%	2.33
少数股东损益	-0.16%	-0.07%	-0.03%	-0.22%	-0.19%	-0.21%	-0.07%	0.04%	-0.03%	0.04%	0.07
归母净利润	23.20%	12.52%	13.52%	14.21%	15.08%	7.82%	9.12%	6.52%	6.22%	-1.96%	-8.19

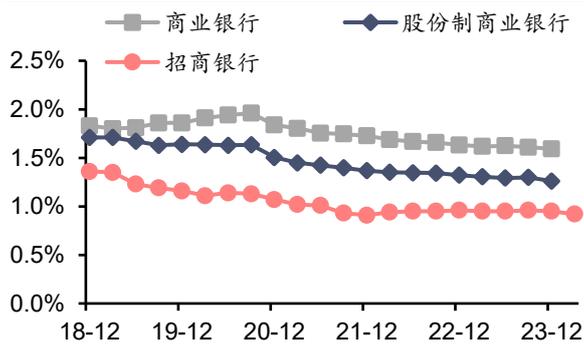
资料来源：Ifind、公司公告、信达证券研发中心

图 4：累计年化加权 ROE 和 ROA


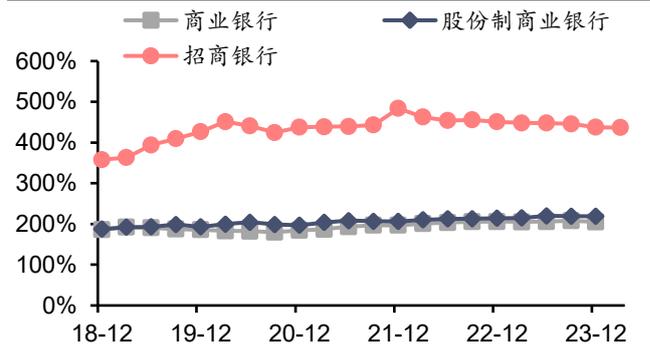
资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

图 5：净息差 VS. 行业平均


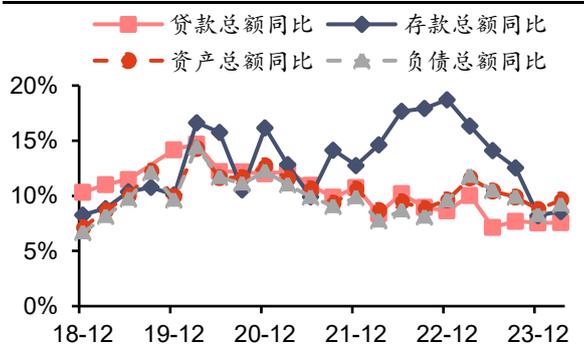
资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

图 6：不良率 VS. 行业


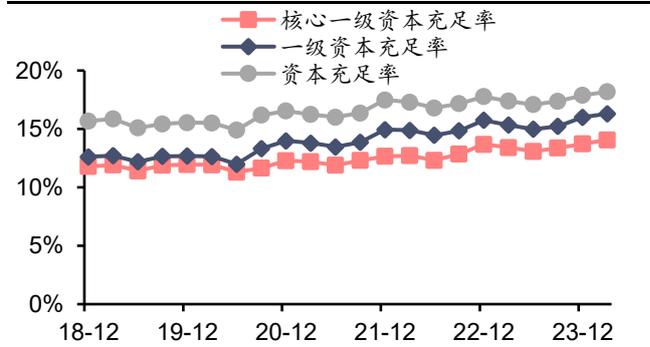
资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

图 7：拨备覆盖率 VS. 行业


资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

图 8：规模扩张同比增速


资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

图 9：各级资本充足率


资料来源：公司公告、Ifind、信达证券研发中心

单位:亿元

利润表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	2182	2147	2201	2287	2435
手续费及佣金	943	841	866	936	1048
其他收入	323	403	412	420	428
营业收入	3448	3391	3479	3642	3911
营业税及附加	30	30	31	33	34
业务管理费	1220	1210	1241	1299	1395
拨备前利润	2227	2181	2237	2342	2515
计提拨备	576	415	381	368	380
税前利润	1651	1766	1856	1974	2135
所得税	258	286	301	320	346
归母净利润	1380	1466	1541	1639	1772

资产负债表

贷款净额	60515	65089	70856	77485	85089
同业资产	6316	5607	5542	5662	6554
证券投资	27727	31939	34636	37430	39597
生息资产	98145	106902	115454	125268	136542
非生息资产	3244	3383	3552	3730	3916
总资产	101389	110285	119006	128997	140458
客户存款	75906	82405	89375	97221	106167
其他计息负债	12992	14460	15157	16090	17283
非计息负债	2949	2563	2691	2826	2967
总负债	91847	99428	107223	116137	126417
股东权益	9542	10857	11783	12860	14041

每股指标

每股净利润(元)	5.47	5.81	6.11	6.50	7.03
每股拨备前利润(元)	8.83	8.65	8.87	9.29	9.97
每股净资产(元)	32.71	36.71	40.73	45.03	49.71
每股总资产(元)	402.02	437.29	471.87	511.49	556.93
P/E (倍)	6.37	6.00	5.71	5.37	4.96
P/PPOP (倍)	3.95	4.03	3.93	3.76	3.50
P/B (倍)	1.07	0.95	0.86	0.77	0.70
P/A (倍)	0.09	0.08	0.07	0.07	0.06

利率指标

净息差(NIM)	2.40%	2.15%	2.04%	1.96%	1.92%
净利差(Spread)	2.28%	2.03%	1.91%	1.83%	1.78%
生息资产收益率	3.89%	3.76%	3.68%	3.64%	3.62%
计息负债成本率	1.61%	1.73%	1.76%	1.81%	1.83%

收入同比	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	15.1%	6.2%	5.1%	6.4%	8.1%
拨备前利润	3.8%	-2.1%	2.6%	4.7%	7.4%
税前利润	11.4%	7.0%	5.1%	6.4%	8.1%
营业收入	4.1%	-1.6%	2.6%	4.7%	7.4%
净利息收入	7.0%	-1.6%	2.5%	3.9%	6.5%
手续费及佣金	-0.2%	-10.8%	3.0%	8.0%	12.0%
营业费用	4.4%	-0.9%	2.6%	4.7%	7.4%

规模同比

生息资产	10.5%	8.9%	8.0%	8.5%	9.0%
贷款净额	8.8%	7.7%	8.9%	9.4%	9.9%
同业资产	-21.0%	-11.2%	-1.2%	2.2%	15.8%
证券投资	27.4%	15.2%	8.4%	8.1%	5.8%
其他资产	-12.3%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
计息负债	10.1%	9.0%	7.9%	8.4%	8.9%
存款	18.9%	8.6%	8.5%	8.8%	9.2%
同业负债	-13.4%	18.0%	7.1%	6.7%	8.1%
股东权益	10.2%	13.8%	8.5%	9.1%	9.2%

资产质量

不良贷款率	0.96%	0.95%	0.92%	0.91%	0.90%
正常	97.83%	97.96%			
关注	1.21%	1.10%			
次级	0.38%	0.25%			
可疑	0.39%	0.33%			
损失	0.19%	0.36%			
拨备覆盖率	450.8%	437.7%	437.0%	435.1%	429.2%

资本状况

资本充足率	17.77%	17.88%	18.39%	18.51%	18.56%
核心一级资本充足率	13.68%	13.73%	14.40%	14.69%	14.90%
本充足率					
资产负债率	90.59%	90.16%	90.10%	90.03%	90.00%

盈利能力

ROAA	1.42%	1.39%	1.34%	1.32%	1.32%
ROAE	17.73%	16.75%	15.78%	15.16%	14.83%
拨备前利润	2.30%	2.06%	1.95%	1.89%	1.87%

其他数据

总股本(亿)	252	252	252	252	252
--------	-----	-----	-----	-----	-----

研究团队简介

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券，五年银行业研究经验。2022年11月加入信达证券研发中心，从事金融业研究工作。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。