

存款成本下行，地产风险缓释

2024 年 08 月 30 日

事件：8 月 29 日，招商银行发布 24H1 业绩。24H1 实现营收 1729 亿元，YoY-3.1%；归母净利润 747 亿元，YoY-1.3%；不良率 0.94%，拨备覆盖率 434%。

➤ **其他非息延续高增速，营收、净利润降幅边际收窄。**招商银行 24H1 营收、归母净利润延续同比负增长，但降幅较 24Q1 分别收窄 1.6pct、收窄 0.6pct。拆分营收来看，或得益于对上半年债市行情的较好把握，24H1 其他非息收入同比+34.8%，对营收起到较好支撑作用。息差小幅收窄，叠加有效信贷需求尚未有显著恢复，24H1 净利息收入同比-4.2%，但降幅较 24Q1 收窄 2pct。费率下降和资本市场波动影响下，24H1 中收同比-18.6%，财富管理类手续费佣金及收入同比-32.5%。资产质量稳健背景下，拨备少提对利润有一定正向贡献，24H1 计提贷款减值损失 254 亿元，同比少提 19 亿元，24H1 信用减值损失同比-13.3%。

➤ **息差小幅收窄，存款成本下行。**招商银行 24Q2 净息差 1.99%，较 Q1 收窄 3BP，息差降幅较小，显现一定韧性。**资产端**，有效信贷需求仍较弱背景下，招商银行信贷增速有所放缓，24H1 末贷款总额同比+6.2%，增速较 24Q1 下降 1.4pct。定价方面，24Q2 生息资产收益率、贷款收益率较 Q1 分别-9BP、-11BP。**负债端**，或在治理“手工补息”、存款挂牌价调降效果逐步显现的共同影响下，24Q2 存款成本率较 Q1 下降 5BP。

➤ **财富管理业务基础扎实。**当前招商银行中收的主要压力在于“量有增、但价下行”。整体来看，招行零售财富管理业务基础仍较为扎实，24H1 末管理零售 AUM 规模 14.2 万亿元、同比+10.6%，零售客户数量达到 2.02 亿户；具体来看，招行 24H1 代销非货币公募基金规模同比+89.4%、代理保费规模同比+11.8%。但费率方面，一是银保渠道代理费率下降，二是居民风险偏好降低，对代理费率相对较高的权益类产品配置需求减弱。不过在客群基础优势的基础上，若居民风险偏好能得到修复，招行中收仍有向上弹性。

➤ **零售不良率略有波动，地产风险出清进行时。**24H1 末不良率 0.94%、关注率 1.24%，较 24Q1 末分别+2BP、+10BP。具体来看：**1) 零售方面：**母公司口径下，24H1 末零售不良率 0.92%，较 24Q1 末提升 1BP，不过招行零售客群较为优质，且零售贷款风险处置周期较短，对利润影响或相对有限。**2) 地产领域：**24H1 末承担信用风险的房地产业务在总资产中高占比为 3.49%，较 24Q1 末下行 13BP；23 年末对公地产贷款不良率 4.78%，较 24Q1 末-4BP，趋势上来看，对公地产贷款不良率在 23H1 后逐步下行。

24H1 末拨备覆盖率 434%、拨贷比 4.08%，较 24Q1 末分别-2pct、+7BP，当前拨备水平仍较高，风险抵补能力较强。

➤ **投资建议：息差韧性较强，财富内功扎实**

招商银行当前中收承压给营收带来一定压力，但随着经济进一步修复、零售信贷需求逐步回暖，地产风险逐步出清、财富管理内功扎实的招商银行业绩仍有向上弹性，从而有望获得估值修复空间。预计 24-26 年 EPS 分别为 5.83、6.03、6.44 元，2024 年 8 月 29 日收盘价对应 0.8 倍 24 年 PB，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济波动超预期；资产质量恶化；经营合规风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	339,123	331,380	339,245	355,509
增长率 (%)	-1.6	-2.3	2.4	4.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	146,602	147,046	152,033	162,356
增长率 (%)	6.2	0.3	3.4	6.8
每股收益 (元)	5.81	5.83	6.03	6.44
PE	6	6	5	5
PB	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

32.93 元



分析师 余金鑫

执业证书：S0100521120003

邮箱：yujinxin@mszq.com

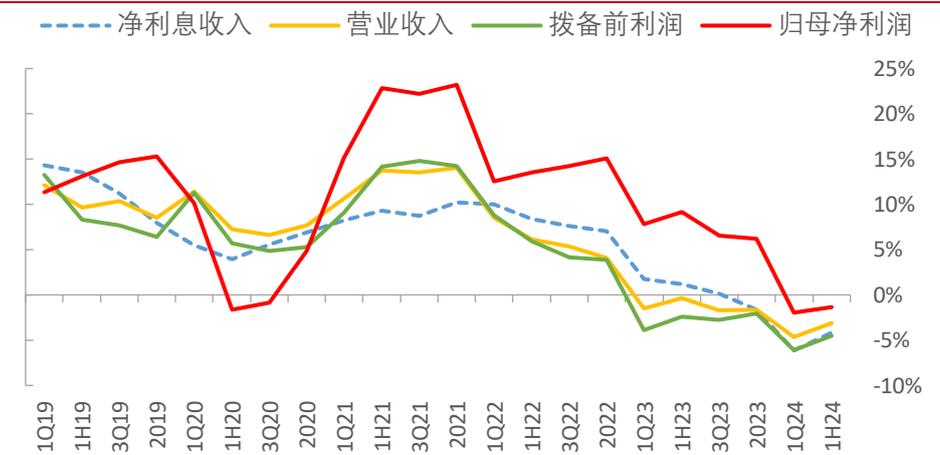
研究助理 马月

执业证书：S0100123070037

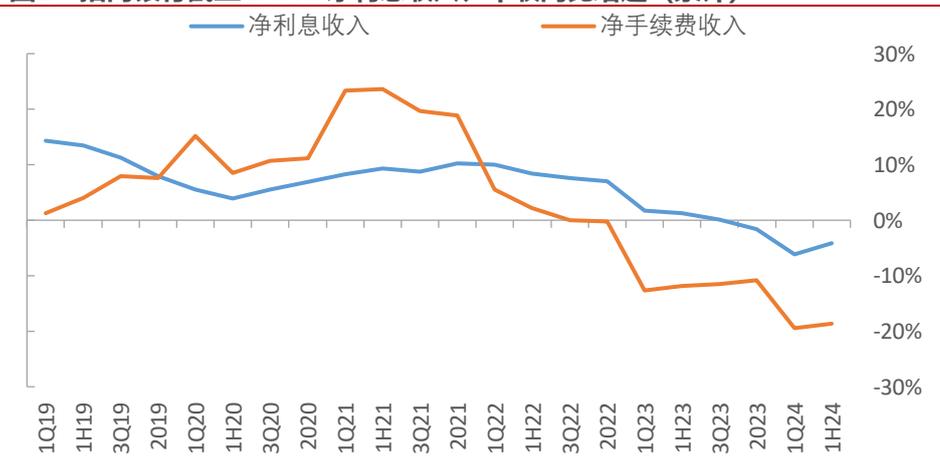
邮箱：mayue@mszq.com

相关研究

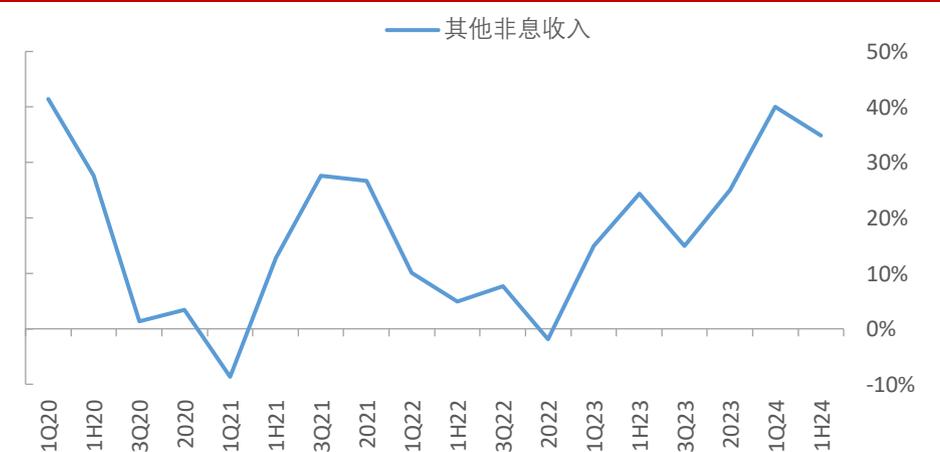
1. 招商银行 (600036.SH) 2023 年年报点评：地产风险加速出清，零售 AUM 同增 9.9%-2024/03/26
2. 招商银行 (600036.SH) 2023 年三季报点评：中收增速企稳，资产质量稳健-2023/10/29
3. 招商银行 (600036.SH) 2023 年中报点评：业绩增速边际向上，零售信贷投放回暖-2023/08/27
4. 招商银行 (600036.SH) 2023 年一季报点评：资产质量向好，信贷投放提速-2023/04/26
5. 招商银行 (600036.SH) 2022 年年报点评：息差环比回升，涉房敞口收缩-2023/03/25

图1：招商银行截至 24H1 业绩同比增速（累计）


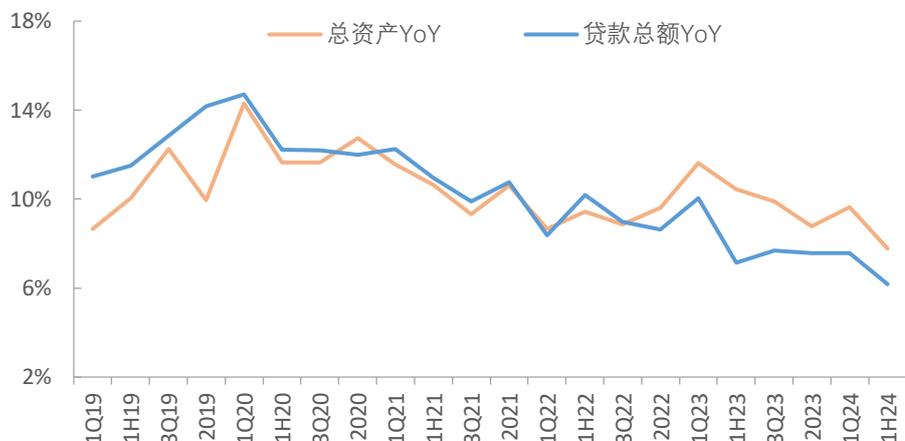
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图2：招商银行截至 24H1 净利息收入、中收同比增速（累计）


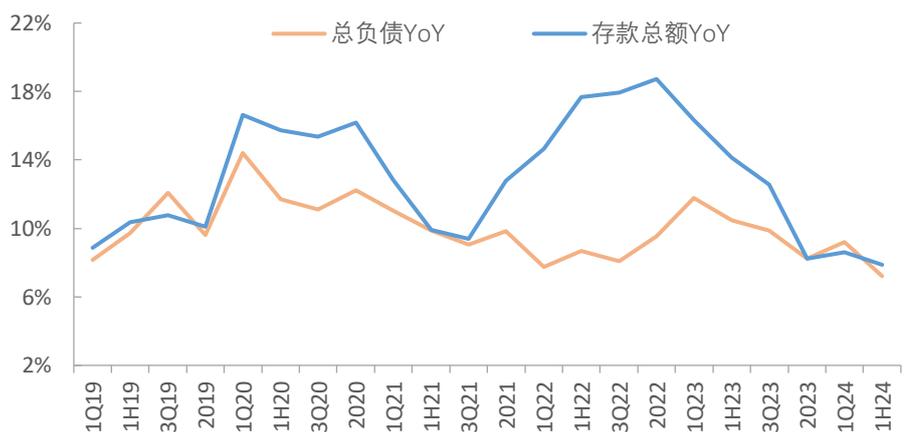
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图3：招商银行截至 24H1 其他非息收入同比增速（累计）


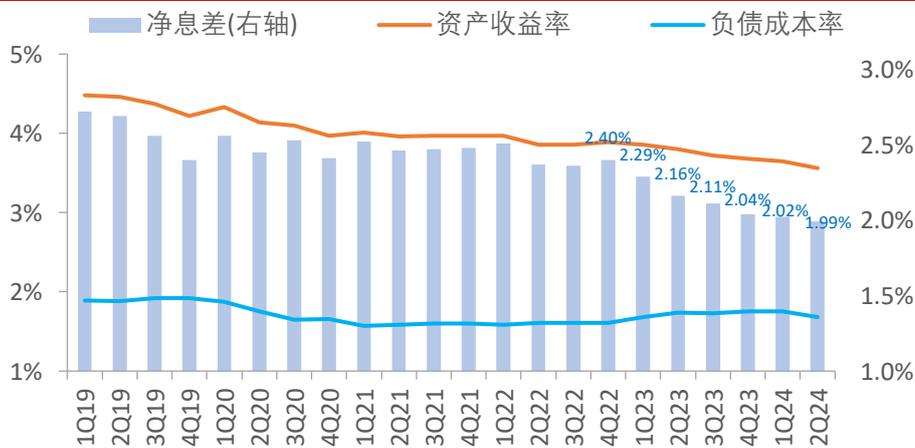
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图4：招商银行截至 24H1 末总资产、贷款总额同比增速


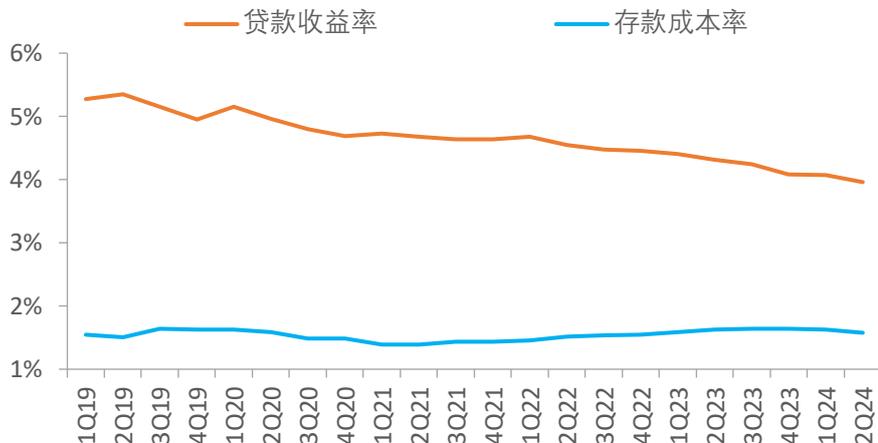
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图5：招商银行截至 24H1 末总负债、存款总额同比增速


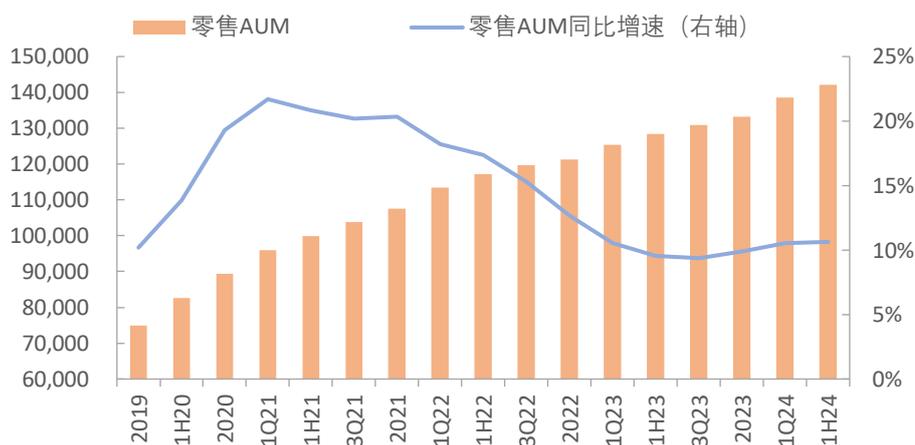
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图6：招商银行截至 2Q24 净息差及两端分解（披露值，单季）


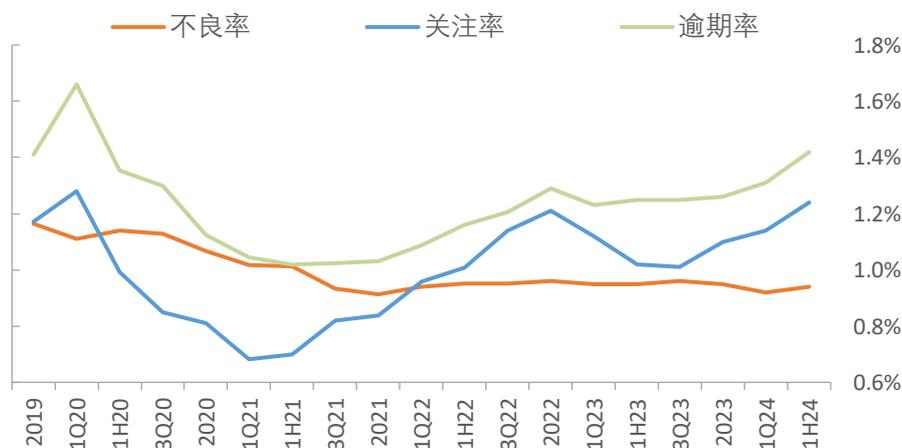
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图7：招商银行截至 2Q24 贷款收益率、存款成本率（披露值，单季）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

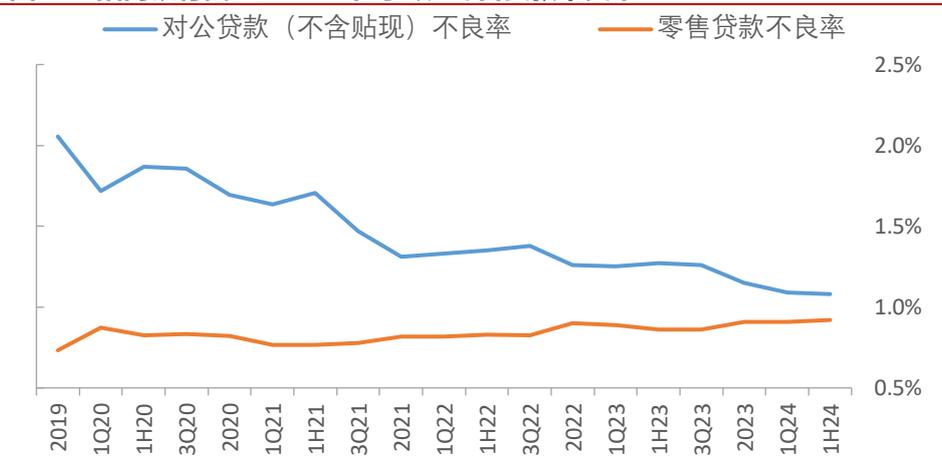
图8：招商银行截至 24H1 末零售 AUM（亿元）及同比增速


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图9：招商银行截至 24H1 末不良率、关注率、逾期率


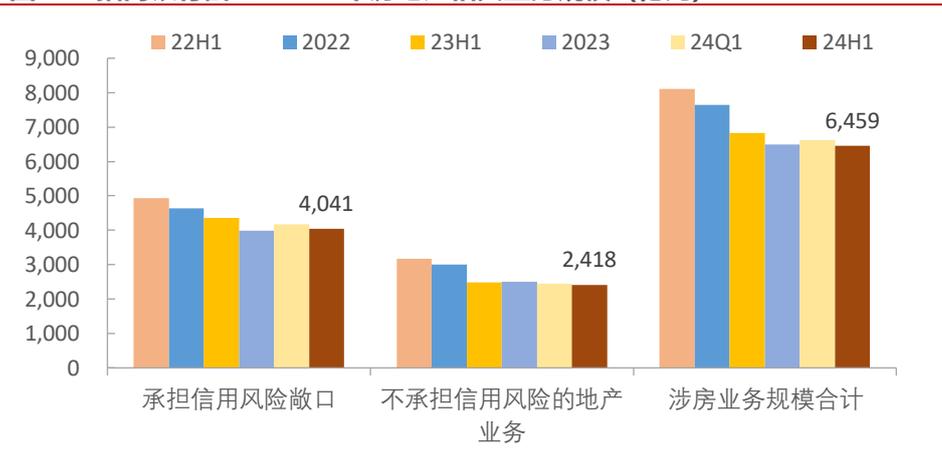
资料来源：公司财报，民生证券研究院

图10: 招商银行截至 24H1 末对公、零售贷款不良率



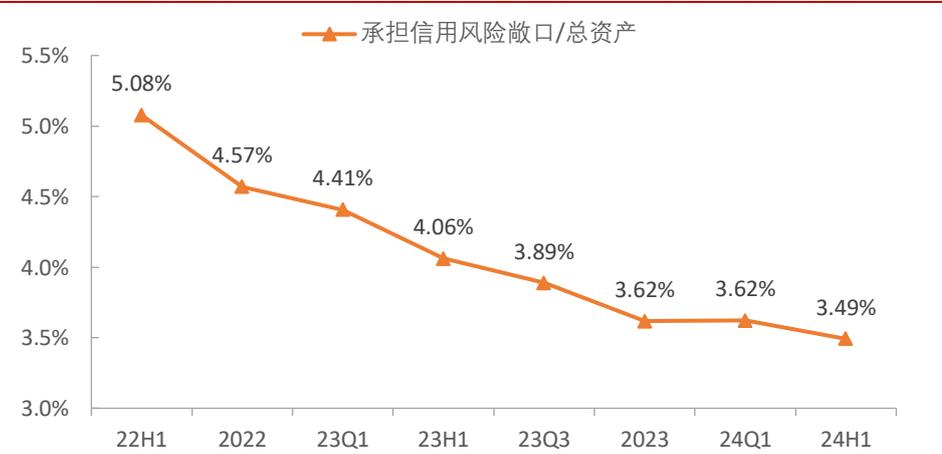
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图11: 招商银行截至 24H1 末房地产相关业务规模 (亿元)



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图12: 招商银行截至 24H1 末承担信用风险的房地产业务在总资产中占比



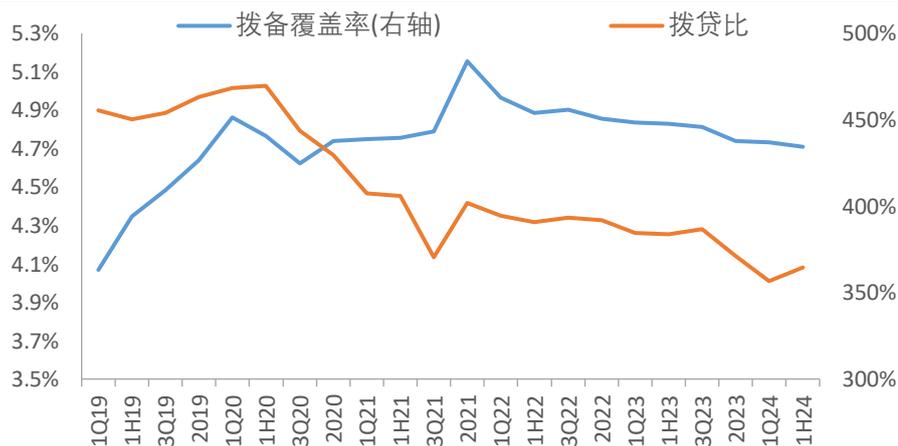
资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图13: 招商银行截至 24H1 末对公房地产不良贷款率



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

图14: 招商银行截至 24H1 末拨备水平



资料来源: 公司财报, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利息收入	2,147	2,144	2,187	2,290
手续费及佣金	841	757	719	719
其他收入	403	413	486	546
营业收入	3,391	3,314	3,392	3,555
营业税及附加	-30	-30	-31	-32
业务管理费	-1,118	-1,104	-1,091	-1,088
拨备前利润	2,181	2,112	2,197	2,355
计提拨备	-415	-343	-368	-401
税前利润	1,766	1,768	1,829	1,953
所得税	-286	-283	-293	-313
归母净利润	1,466	1,470	1,520	1,624

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
贷款总额	65,089	69,970	75,428	81,311
同业资产	5,607	6,280	6,908	7,668
证券投资	31,939	35,772	40,065	44,672
生息资产	109,314	119,102	129,869	141,568
非生息资产	3,667	4,050	4,408	4,886
总资产	110,285	120,371	131,374	143,399
客户存款	82,405	90,481	99,529	109,482
其他计息负债	10,673	11,384	11,786	12,204
非计息负债	6,349	6,667	7,200	7,776
总负债	99,428	108,531	118,515	129,462
股东权益	10,857	11,840	12,860	13,937

每股指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股净利润(元)	5.81	5.83	6.03	6.44
每股拨备前利润(元)	8.65	8.37	8.71	9.34
每股净资产(元)	36.71	40.59	44.60	48.85
每股总资产(元)	437.29	477.28	520.91	568.59
P/E	6	6	5	5
P/PPOP	4	4	4	4
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7
P/A	0.08	0.07	0.06	0.06

利率指标	2023A	2024E	2025E	2026E
净息差(NIM)	2.05%	1.88%	1.76%	1.69%
净利差(Spread)	2.03%	1.89%	1.81%	1.75%
贷款利率	4.26%	4.08%	3.96%	3.88%
存款利率	1.62%	1.60%	1.58%	1.57%
生息资产收益率	3.76%	3.60%	3.50%	3.43%
计息负债成本率	1.73%	1.71%	1.69%	1.68%

盈利能力	2023A	2024E	2025E	2026E
ROAA	1.40%	1.29%	1.22%	1.19%
ROAE	16.75%	15.08%	14.15%	13.78%

收入增长	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润增速	6.2%	0.3%	3.4%	6.8%
拨备前利润增速	-2.1%	-3.2%	4.0%	7.2%
税前利润增速	7.0%	0.1%	3.4%	6.8%
营业收入增速	-1.6%	-2.3%	2.4%	4.8%
净利息收入增速	-1.6%	-0.1%	2.0%	4.7%
手续费及佣金增速	-10.8%	-10.0%	-5.0%	0.0%
营业费用增速	-1.4%	-1.2%	-1.2%	-0.3%

规模增长	2023A	2024E	2025E	2026E
生息资产增速	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
贷款增速	7.6%	7.5%	7.8%	7.8%
同业资产增速	-11.2%	12.0%	10.0%	11.0%
证券投资增速	15.2%	12.0%	12.0%	11.5%
其他资产增速	1.8%	10.5%	8.8%	10.9%
计息负债增速	6.9%	9.4%	9.3%	9.3%
存款增速	9.4%	9.8%	10.0%	10.0%
同业负债增速	-5.8%	5.0%	3.0%	3.0%
股东权益增速	13.8%	9.1%	8.6%	8.4%

存款结构	2023A	2024E	2025E	2026E
活期	54.9%	54.4%	54.1%	54.0%
定期	45.1%	45.6%	45.9%	46.0%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

贷款结构	2023A	2024E	2025E	2026E
企业贷款(不含贴现)	39.9%	39.9%	39.3%	38.8%
个人贷款	52.8%	52.3%	52.6%	53.6%
票据贴现	7.2%	7.7%	8.0%	7.5%

资产质量	2023A	2024E	2025E	2026E
不良贷款率	0.95%	0.93%	0.91%	0.91%
正常	97.95%	97.99%	98.03%	98.04%
关注	1.10%	1.08%	1.06%	1.05%
次级	0.26%	0.25%	0.24%	0.23%
可疑	0.33%	0.32%	0.31%	0.30%
损失	0.36%	0.36%	0.36%	0.38%
拨备覆盖率	437.7%	425.4%	420.9%	411.8%

资本状况	2023A	2024E	2025E	2026E
资本充足率	17.88%	18.13%	18.23%	18.27%
核心一级资本充足率	13.73%	14.27%	14.65%	14.96%
资产负债率	90.16%	90.16%	90.21%	90.28%

其他数据	2023A	2024E	2025E	2026E
总股本(亿元)	252.2	252.2	252.2	252.2

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测; 注: 利润表负值表示对营收、利润负向影响

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026