

# 招商银行 (600036.SH)

## 买入 (维持评级)

### 息差微幅收窄，业绩保持稳定——2024年三季报业绩点评

#### 投资要点:

##### 业绩保持稳定

2024年前三季度的营业收入、归母净利润增速分别为-2.9%、-0.6%，较2024年H1提升0.2pct、0.7pct，表现较为平稳。贡献项来自净利息收入、手续费及佣金净收入降幅收窄，拖累项在于其他非息收入的高贡献有所回落。除了上述因素，成本费用的压降也是利润增长的驱动因素。截至前三季度，业务及管理费增速为-4.6%，同比去年同期压降近36亿元。

##### 净息差环比持平

2024年前三季度累计净息差基本与上半年持平，同比降幅也在放缓。单季来看，2024Q3净息差为1.97%，仅较2024Q2下降2bp，其中，贷款利率为3.91%，环比下降5bp，存款利率同步下降4bp，较好对冲了收益率下行带来的压力。受益于净息差同比降幅放缓，净利息收入降幅也有所收窄。

##### 中收降幅有所收窄

受益于去年下半年低基数效应，中收的拖累逐步减轻，且呈现出一定的结构性亮点，主要体现在财富管理领域上：截至2024年三季度，代销理财收入同比增长47%，主要是受代销规模增长及产品结构优化双重因素拉动；代理证券交易收入同比增长34%，主要受香港资本市场客户证券交易需求提升。

##### 零售领域资产质量有压力

截至2024年9月末，不良率基本持平，关注率较6月末抬升7bp，呈现出一定的压力。从不良生成来看，三季度不良贷款生成率略有抬升。压力主要来自零售，零售贷款逾期率为1.71%，较6月末提升10bp，个人住房按揭贷款、消费信贷类业务的逾期率都有明显的抬升。

##### 盈利预测与投资建议

结合三季报预测，预计2024-2026年营收增速分别为-2.4%、3.2%、7.1%（前值2024-2026年为-0.14%、5.37%、5.51%），归母净利润增速分别为1.1%、2.2%、6.0%（前值2024-2026年为-0.4%、5.5%、5.9%）。根据历史估值法，近3年的平均PB估值为1.11，截至2024年11月5日，PB值为0.98，我们认为估值有望回升，维持给予“买入”评级。

##### 风险提示

经济下行超预期；财富管理修复不及预期；资产质量出现恶化。

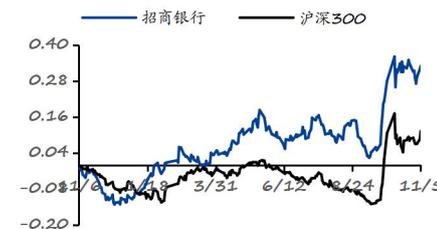
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	3448	3391	3310	3417	3661
增长率(%)	4.1	-1.6	-2.4	3.2	7.1
归属母公司股东净利润(亿元)	1380	1466	1482	1514	1605
增长率(%)	15.1	6.2	1.1	2.2	6.0
每股收益	5.3	5.6	5.9	6.0	6.4
PE	7.43	6.94	6.65	6.51	6.14
PB	1.19	1.06	0.97	0.88	0.81

数据来源: ifind、公司公告、华福证券研究所

#### 基本数据

日期	2024-11-05
收盘价:	39.08元
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)	806,179.15
每股净资产(元)	39.73
资产负债率(%)	90.05
一年内最高/最低价(元)	41.37/26.90

#### 一年内股价相对走势



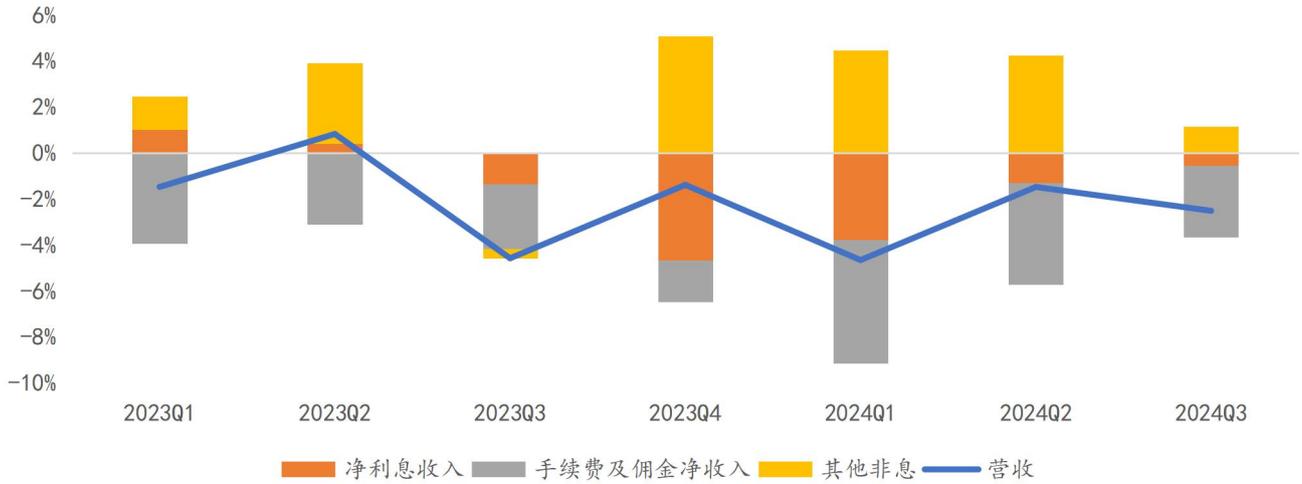
#### 团队成员

分析师: 张宇(S0210524050005)  
zy30521@hfzq.com.cn  
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

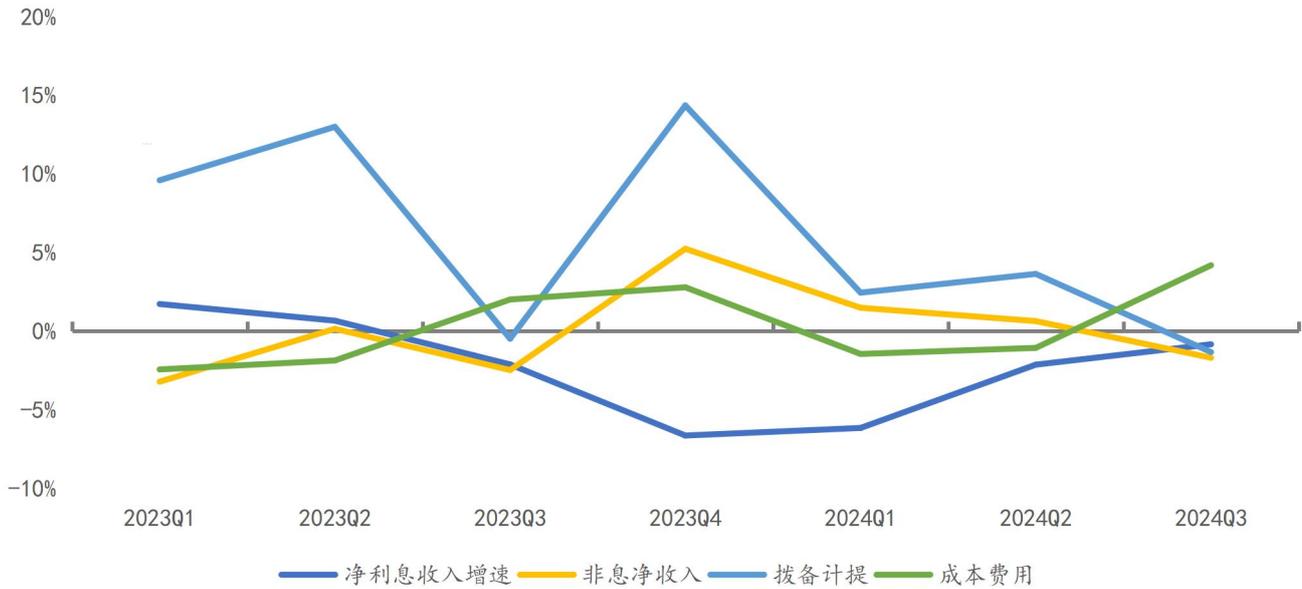
- 业绩进入修复区间——2024半年度业绩点评——2024.09.05
- 业绩稳健，分红亮眼——2024.03.27
- 招商银行(600036.SH): 业绩稳健无忧，笑迎政策东风——2023年业绩快报点评——2024.01.22

图表 1: 招商银行单季营收增速拆分



数据来源: ifind、华福证券研究所

图表 2: 招商银行单季归母净利润增速拆分



数据来源: ifind、华福证券研究所



图表 3: 财务预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表 (亿元)</b>						
净利息收入	2,039	2,182	2,147	2,069	2,101	2,248
手续费及佣金	944	943	841	757	818	899
其他收入	3	3	4	5	5	5
营业收入	3,313	3,448	3,391	3,310	3,417	3,661
营业税及附加	28	30	30	31	33	34
业务管理费	1,169	1,220	1,210	1,181	1,219	1,306
拨备前利润	2,145	2,227	2,181	2,129	2,197	2,354
计提拨备	664	576	415	344	373	421
税前利润	1,482	1,651	1,766	1,785	1,824	1,933
所得税	273	258	286	289	296	313
归母净利润	1,199	1,380	1,466	1,482	1,514	1,605
<b>资产负债表 (亿元)</b>						
贷款总额	55,700	60,515	65,089	70,601	75,597	80,996
同业资产	7,994	6,316	5,607	7,603	8,135	8,705
证券投资	21,770	27,727	31,939	32,193	34,447	36,858
生息资产	88,790	98,145	106,902	114,976	123,024	131,636
非生息资产	3,701	3,244	3,383	3,721	4,093	4,503
总资产	92,490	101,389	110,285	118,697	127,117	136,138
客户存款	63,852	75,906	82,405	88,360	94,321	100,669
其他计息负债	16,880	12,992	14,460	15,593	16,645	17,765
非计息负债	3,102	2,949	2,563	2,947	3,390	3,898
总负债	83,833	91,847	99,428	106,901	114,355	122,332
股东权益	8,657	9,542	10,857	11,796	12,762	13,807
<b>每股指标</b>						
每股净利润(元)	4.61	5.26	5.63	5.87	6.00	6.36
每股拨备前利润(元)	8.51	8.83	8.65	8.44	8.71	9.33
每股净资产(元)	29.01	32.71	36.71	40.41	44.21	48.32
每股总资产(元)	367	402	437	471	504	540
P/E	8.48	7.43	6.94	6.65	6.51	6.14
P/PPOP	4.59	4.43	4.52	4.63	4.49	4.19
P/B	1.35	1.19	1.06	0.97	0.88	0.81
P/A	0.11	0.10	0.09	0.08	0.08	0.07
<b>利率指标</b>						
净息差(NIM)	2.48%	2.40%	2.15%	1.92%	1.82%	1.82%
净利差(Spread)	2.39%	2.28%	2.03%	1.81%	1.70%	1.70%
贷款利率	3.8%	3.9%	3.8%	3.39%	3.26%	3.26%
存款利率	1.1%	1.2%	1.4%	1.30%	1.26%	1.26%
生息资产收益率	3.98%	3.89%	3.76%	3.46%	3.36%	3.36%
计息负债成本率	1.59%	1.61%	1.73%	1.65%	1.65%	1.66%
<b>盈利能力</b>						
ROAA	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%
ROAE	17.5%	17.7%	16.7%	15.2%	14.2%	13.8%
拨备前利润率	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.8%

数据来源: ifind、华福证券研究所



图表 4: 财务预测 (续表)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>收入增长</b>						
归母净利润增速	23.2%	15.1%	6.2%	1.1%	2.2%	6.0%
拨备前利润增速	14.4%	3.8%	-2.1%	-2.4%	3.2%	7.1%
税前利润增速	21.0%	11.4%	7.0%	1.1%	2.2%	6.0%
营业收入增速	14.0%	4.1%	-1.6%	-2.4%	3.2%	7.1%
净利息收入增速	10.2%	7.0%	-1.6%	-3.6%	1.5%	7.0%
手续费及佣金增速	18.8%	-0.2%	-10.8%	-10.0%	8.0%	10.0%
营业费用增速	13.7%	4.4%	-0.9%	-2.4%	3.2%	7.1%
<b>规模增长</b>						
生息资产增速	10.6%	10.5%	8.9%	7.6%	7.0%	7.0%
贷款净额增速	11.1%	8.8%	7.7%	8.5%	7.0%	7.0%
同业资产增速	29.7%	-21.0%	-11.2%	35.6%	7.0%	7.0%
证券投资增速	5.2%	27.4%	15.2%	0.8%	7.0%	7.0%
其他资产增速	11.0%	-12.3%	4.3%	10.0%	10.0%	10.0%
计息负债增速	9.8%	10.1%	9.0%	7.3%	6.7%	6.7%
存款增速	12.7%	18.9%	8.6%	7.2%	6.7%	6.7%
同业负债增速	-7.5%	-13.4%	18.0%	-42.7%	6.7%	6.7%
股东权益增速	18.5%	10.2%	13.8%	8.6%	8.2%	8.2%
<b>存款结构</b>						
活期	66.3%	63.0%	54.9%	54.9%	54.9%	54.9%
定期	33.7%	37.0%	45.1%	45.1%	45.1%	45.1%
其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>贷款结构</b>						
企业贷款(不含贴现)	38.6%	39.3%	47.2%	47.2%	47.2%	47.2%
个人贷款	53.6%	52.2%	52.8%	52.8%	52.8%	52.8%
<b>资产质量</b>						
不良贷款率	0.91%	0.96%	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%
正常	98.3%	97.8%	98.0%			
关注	0.8%	1.2%	1.1%			
次级	0.3%	0.4%	0.3%			
可疑	0.4%	0.4%	0.3%			
损失	0.2%	0.2%	0.4%			
拨备覆盖率	483.9%	450.8%	437.7%	433.7%	441.6%	456.3%
<b>资本状况</b>						
资本充足率	17.5%	17.8%	17.9%	18.2%	18.2%	18.3%
核心一级资本充足率	12.7%	13.7%	13.7%	14.3%	14.6%	14.9%
资产负债率	90.6%	90.6%	90.2%	90.1%	90.0%	89.9%
<b>其他数据</b>						
总股本(亿)	252	252	252	252	252	252

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：hfyjs@hfzq.com.cn