

工商银行 (601398.SH)

业绩增速改善，息差趋稳

近期，工商银行披露 2024 年三季度报告。24Q1~3 营业收入、PPOP、归母净利润同比增速分别为-3.82%、-5.28%、0.13%，增速分别较 24H1 变动+2.22、+2.9 和+2.02 个百分点，营收和盈利增速改善，年化加权平均 ROE 为 9.77%。累计业绩驱动上，规模增长、其他非息、拨备计提是主要正贡献，息差和成本收入比形成负贡献。

核心观点：

亮点：

(1) 净息差平稳。公司披露的前三季度日均净息差 1.43%，较上半年持平。考虑到近期存量按揭利率下调等影响，预计四季度净息差仍有小幅下行压力，但从趋势上看下行压力较前期减小。明年来看，息差仍面临多重下行压力，但降幅有望收窄。

(2) 不良率稳定，拨备覆盖率小幅上升。受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。Q3 末不良贷款率为 1.35%，环比持平，保持近年较低水平。不良贷款拨备覆盖率 220.30%，环比+1.87pct，资产质量整体稳健。

(3) 资产规模稳健增长。2024 年三季度末总资产同比增长 8.7%至 48.4 万亿元，增速略高于上季度末，增长更加稳健。其中贷款总额同比增长 9.0%，存款同比增长 1.8%。公司三季度末核心一级资本充足率 13.95%，较年初变化不大。

关注：(1) 存款“挤水分”影响持续，存款增速低迷。主要受金融数据“挤水分”影响，今年 Q2 开始存款增速明显回落，Q3 存款增速 1.8%，延续下滑趋势。同时，上半年工行存款定期化程度随行业上升，一方面是由于企业活期存款受“挤水分”负面影响较大，另一方面是由于需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。

(2) 手续费及佣金收入继续明显下降。Q3 手续费及佣金收入下降仍较为明显，预计仍主要是受降费政策、资本市场表现较弱、居民消费放缓等因素影响，财富管理、资产管理、担保承诺、银行卡等业务对手续费拖累仍较大。3Q24 其他非息收入 594 亿元，同比增长 17.5%，主要是公允价值变动收益增长较多。

投资建议：工商银行作为国内最大的商业银行，拥有夯实的客户基础、突出的成本优势，同时工行作为能够稳定分红的高股息品种，红利配置价值值得关注。鉴于 24 年业绩增速较 23 年略有下行，我们预测 24/25 年盈利增速为 -1.5%/-3.3%。我们维持“强烈推荐”评级。

风险提示：金融让利，息差下降；稳增长政策不及预期，经济修复不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	875734	843070	804796	791824	844743
同比增长	-2.6%	-3.7%	-4.5%	-1.6%	6.7%
营业利润(百万元)	422533	420760	412051	398611	430724
同比增长	-0.2%	-0.4%	-2.1%	-3.3%	8.1%
归母净利润(百万元)	361132	363993	358579	346886	374824
同比增长	3.5%	0.8%	-1.5%	-3.3%	8.1%

强烈推荐 (维持)

总量研究/银行

目标估值：

当前股价：6.0 元

基础数据

总股本 (百万股)	356406
已上市流通股 (百万股)	269612
总市值 (十亿元)	2138.4
流通市值 (十亿元)	1617.7
每股净资产 (MRQ)	10.9
ROE (TTM)	9.3
资产负债率	91.9%
主要股东 中央汇金投资有限责任公司	
主要股东持股比例	34.79%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《工商银行 (601398) —1H23 业绩增速平稳，资产质量向好》2023-09-05
- 《工商银行 (601398) — 1H23 业绩领先，稳健经营》2023-05-29

王先爽 S1090524100006

wangxianshuang@cmschina.com.cn

邵春雨 S1090522040001

shaochunyu@cmschina.com.cn

文雪阳 S1090524110001

wenxueyang@cmschina.com.cn

戴甜甜 S1090523070003

daitiantian@cmschina.com.cn

每股收益(元)	0.97	0.98	0.96	0.93	1.01
PE	6.2	6.1	6.2	6.4	5.9
PB	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：公司数据、招商证券

图表目录

图 1: 累计营收、PPOP、归母净利润同比增速	4
图 2: 累计同比业绩拆分（2024Q1~3）	4
图 3: 累计同比业绩拆分（2024H1）	5
图 4: 单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速	5
图 5: 单季度业绩拆分（2024Q3）	6
图 6: 净息差和净利差	8
图 7: 资本充足率情况	14
图 8: 年化 ROE、风险加权资产增速和 ROE(年化)*(1-分红率)	14
图 9: 股东数和户均持股数量（万户，万股）	15
表 1: 关键财务指标概览（单位：百万元）	3
表 2: 累计业绩同比增速	6
表 3: 单季度业绩同比增速	6
表 4: 累计 ROE 拆分	7
表 5: 单季度 ROE 拆分	7
表 6: 净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率	8
表 7: 生息资产情况（单位：百万元）	9
表 8: 计息负债情况（单位：百万元）	9
表 9: 非息收入、其他综合收益	10
表 10: 资产质量（百万元）	10
表 11: 贷款情况	11
表 12: 存款情况	11
表 13: 不良贷款情况（百万元）	12
表 14: 信用减值损失和拨备余额（百万元）	13
表 15: 手续费结构	13
附：财务预测表（单位：百万元）	16

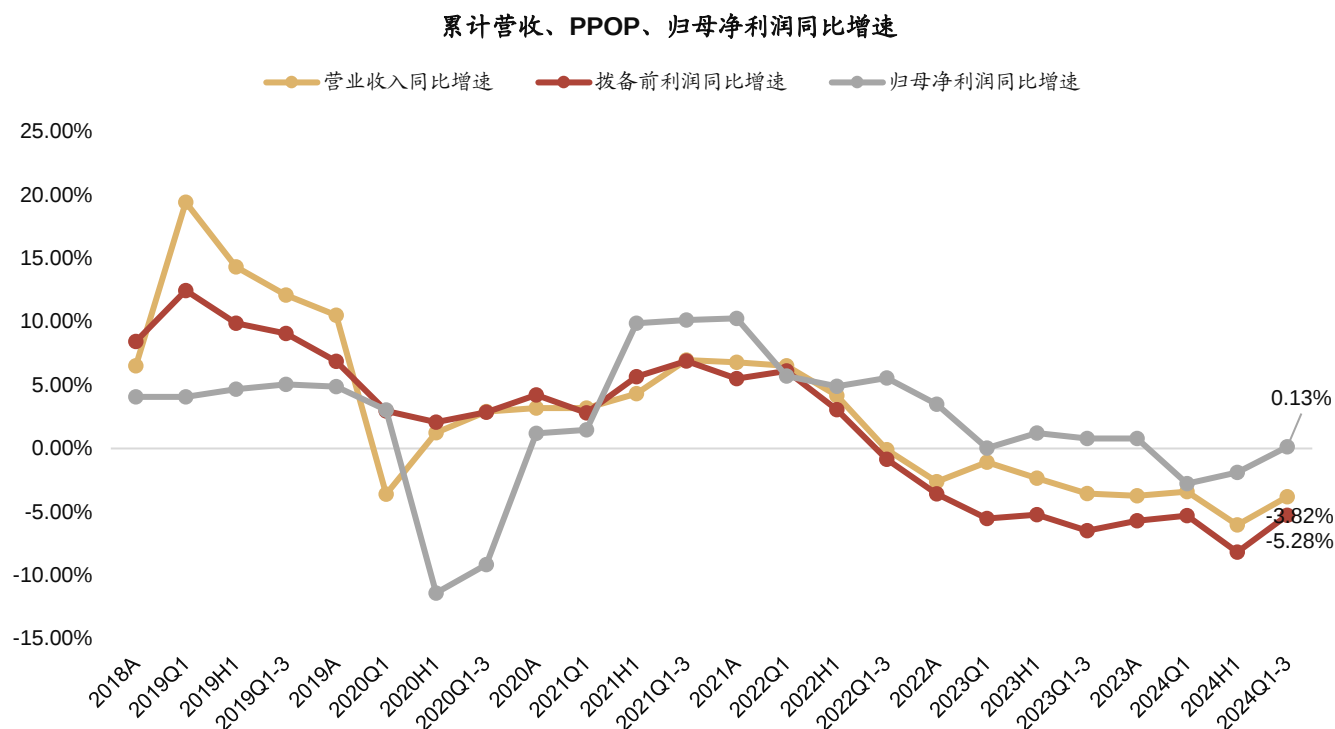
表 1: 关键财务指标概览 (单位: 百万元)

关键财务指标	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
营业收入同比增速	-2.63%	-1.09%	-2.35%	-3.55%	-3.73%	-3.41%	-6.03%	-3.82%
拨备前利润同比增速	-3.59%	-5.53%	-5.22%	-6.49%	-5.70%	-5.29%	-8.18%	-5.28%
归母净利润同比增速	3.49%	0.02%	1.21%	0.79%	0.79%	-2.78%	-1.89%	0.13%
净息差 (披露值)	1.92%	1.77%	1.72%	1.67%	1.61%	1.48%	1.43%	1.43%
净利差 (披露值)	1.73%		1.52%		1.41%		1.24%	
生息资产收益率 (披露值)	3.54%		3.56%		3.45%		3.28%	
计息负债成本率 (披露值)	1.82%		2.04%		2.04%		2.04%	
净息差 (测算值)	1.97%	1.76%	1.72%	1.68%	1.65%	1.48%	1.45%	1.44%
净利差 (测算值)	1.86%	1.65%	1.61%	1.57%	1.53%	1.37%	1.34%	1.33%
生息资产收益率 (测算值)	3.64%	3.56%	3.55%	3.55%	3.53%	3.33%	3.32%	3.25%
计息负债成本率 (测算值)	1.78%	1.91%	1.95%	1.98%	2.00%	1.95%	1.99%	1.92%
单季度净息差 (测算值)	1.78%	1.76%	1.67%	1.58%	1.45%	1.48%	1.37%	1.44%
单季度净利差 (测算值)	1.67%	1.65%	1.57%	1.47%	1.34%	1.37%	1.27%	1.34%
ROA (年化)	0.97%	0.89%	0.84%	0.86%	0.87%	0.76%	0.75%	0.78%
ROE (年化)	11.43%	11.22%	10.51%	10.56%	10.66%	10.06%	9.53%	9.77%
杠杆率	8.32%	8.05%	7.74%	7.70%	7.95%	7.68%	7.80%	7.71%
总资产增速	12.62%	12.70%	12.71%	12.47%	12.84%	13.24%	7.89%	8.71%
风险加权资产增速	2.47%	5.91%	9.58%	10.47%	10.87%	8.37%	3.63%	4.19%
ROE(年化)*(1-分红率)	7.85%	7.71%	7.22%	7.26%	7.33%	6.91%	6.62%	6.79%
ROE(年化)*(1-分红率)-风险加权资产增速	5.39%	1.80%	-2.36%	-3.21%	-3.55%	-1.46%	3.00%	2.60%
成本收入比	25.01%	19.95%	22.29%	24.02%	26.96%	20.78%	23.65%	25.05%
存贷比	76.70%	77.78%	74.70%	77.02%	76.70%	79.26%	80.90%	81.22%
贷款同比增速	12.31%	13.53%	13.21%	12.54%	12.38%	11.60%	10.06%	8.97%
存款同比增速	12.97%	14.34%	14.01%	12.92%	12.22%	9.54%	2.20%	1.80%
贷款/生息资产	61.08%	60.80%	60.25%	60.14%	60.45%	59.75%	61.38%	60.39%
存款/计息负债	85.20%	85.48%	85.85%	85.68%	84.02%	82.02%	81.04%	80.37%
贷款较年初增量	2,545,067	1,312,893	2,079,609	2,569,942	2,874,170	1,283,678	1,751,068	2,009,423
存款较年初增量	3,428,717	2,113,383	3,503,281	4,110,335	3,650,683	1,513,906	586,142	1,071,662
不良贷款率	1.38%	1.38%	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%
拨备覆盖率	209.47%	213.57%	218.62%	216.22%	213.97%	216.31%	218.43%	220.30%
关注贷款率	1.95%		1.79%		1.85%		1.92%	
关注率+不良率	3.33%	1.38%	3.15%	1.36%	3.21%	1.36%	3.27%	1.35%
逾期贷款率	1.22%		1.18%		1.27%		1.34%	
逾期 90 天以上/不良	59.23%		55.24%		63.14%		66.62%	
逾期 1 年以上/损失	250.36%		172.77%		87.61%		106.02%	
逾期/不良	88.44%		86.60%		93.47%		99.47%	
重组贷款率	0.11%		0.13%		0.32%		0.43%	
逾期率+重组率	1.34%		1.31%		1.58%		1.77%	
(重组+逾期)/不良	96.60%		96.51%		116.87%		131.06%	
不良净生成率 1 (测算值)	0.49%		0.48%		0.40%		0.43%	
不良净生成率 2 (测算值)	0.91%	1.36%	1.14%	0.92%	0.70%	1.17%	0.90%	
不良核销转出率 1 (测算值)	29.02%		23.75%		22.73%		21.41%	
不良核销转出率 2 (测算值)	62.39%	83.27%	76.12%	61.94%	47.00%	71.27%	58.50%	-265.29%
核心一级资本充足率	14.04%	13.70%	13.20%	13.39%	13.72%	13.78%	13.84%	13.95%
一级资本充足率	15.64%	15.22%	14.67%	14.83%	15.17%	15.18%	15.25%	15.23%
资本充足率	19.26%	18.79%	18.45%	18.79%	19.10%	19.21%	19.16%	19.25%
流动性覆盖率	118.27%	112.59%	123.42%	123.03%	122.03%	126.61%	133.65%	138.20%
净稳定性资金比例	128.82%		129.18%		130.56%	129.46%	128.26%	129.66%
股东数 (户)	623,785	603,975	556,400	559,736	537,953	506,004	506,882	574,704

资料来源: Wind, 招商证券

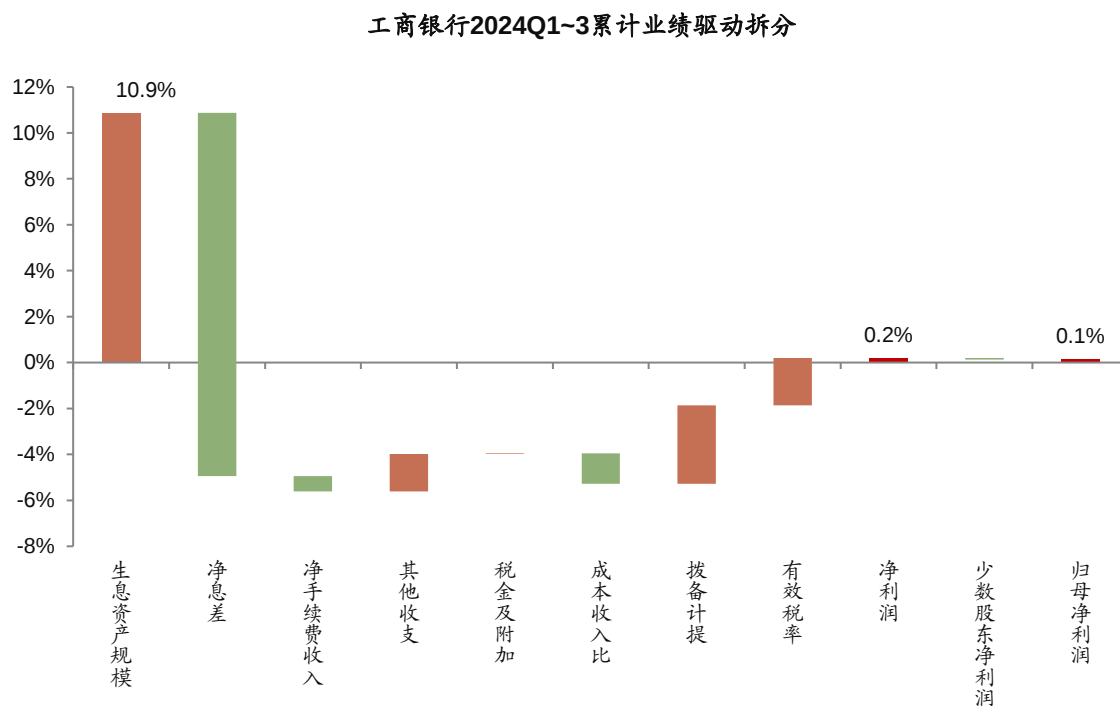
注: 不良净生成率 1=(不良贷款增量+本期核销及转出 (披露值))/期初贷款余额; 不良净生成率 2=(不良贷款增量+本期核销测算值)/期初贷款余额; 不良核销转出率 1=本期核销及转出 (披露值)/期初不良贷款余额; 不良核销转出率 2=本期核销测算值/期初不良贷款余额

图 1：累计营收、PPOP、归母净利润同比增速



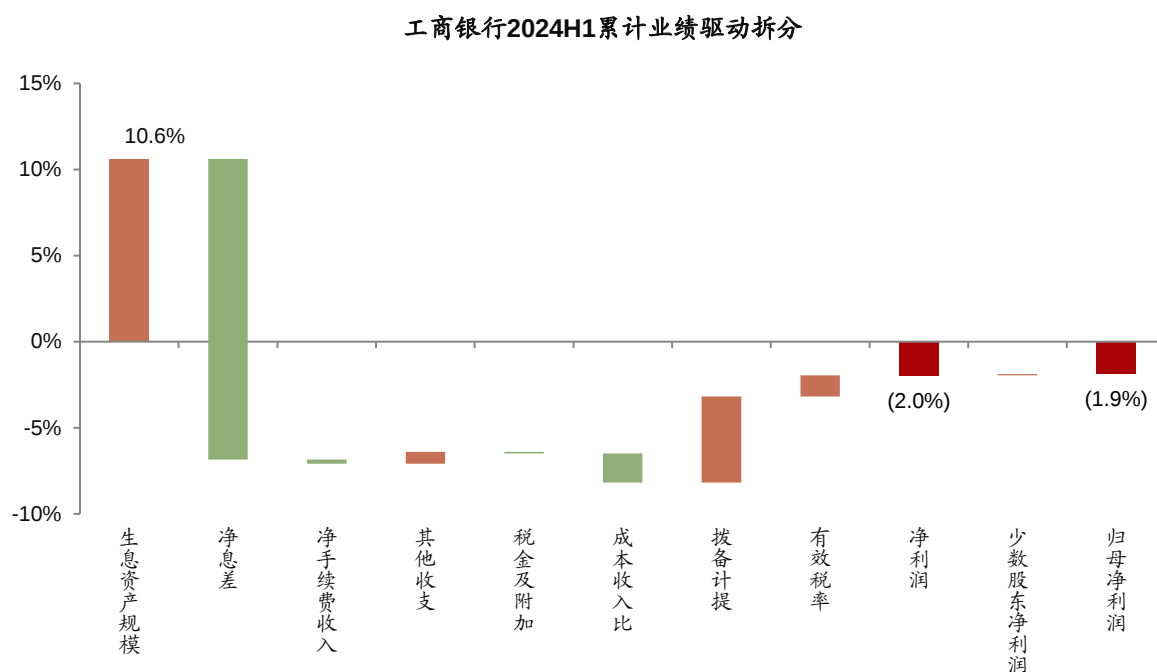
资料来源：Wind，招商证券

图 2：累计同比业绩拆分（2024Q1~3）



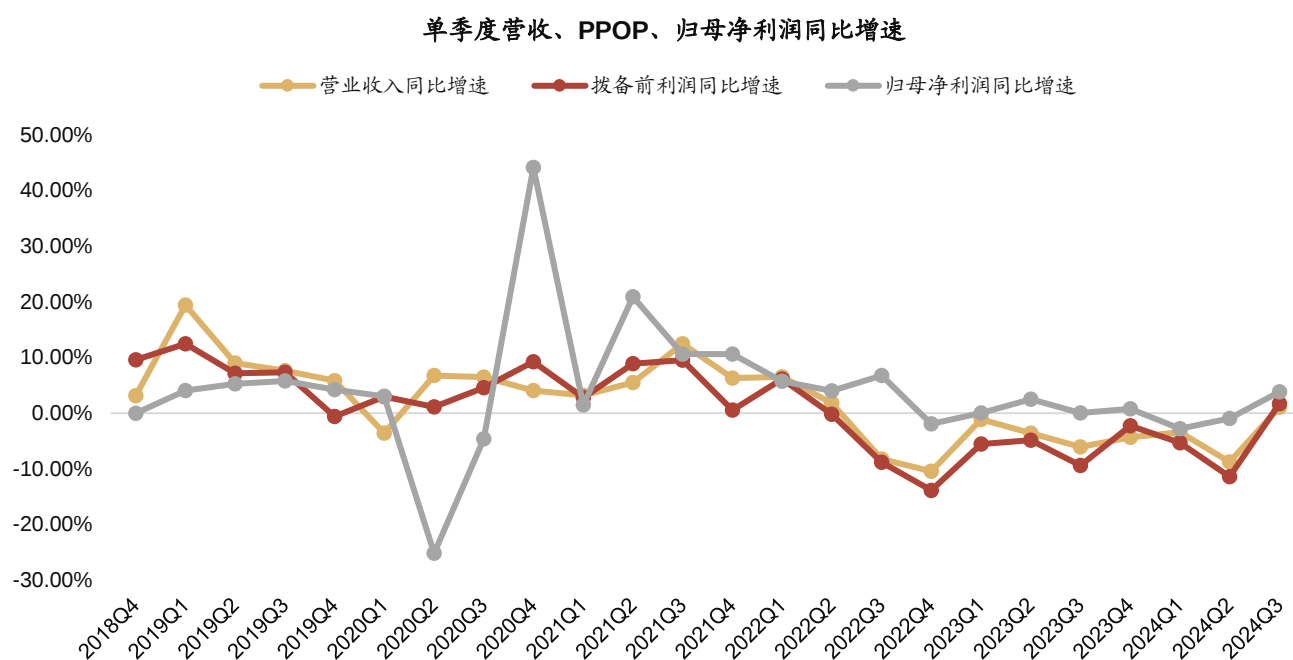
资料来源：Wind，招商证券

图 3：累计同比业绩拆分（2024H1）



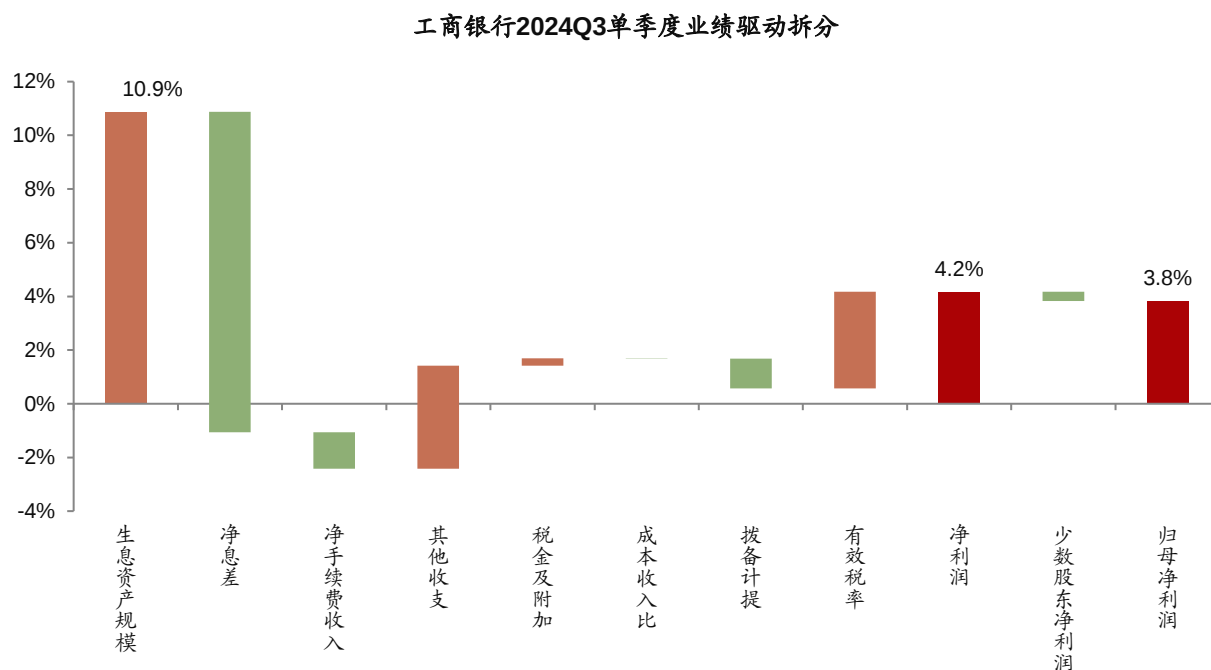
资料来源：Wind，招商证券

图 4：单季度营收、PPOP、归母净利润同比增速



资料来源：Wind，招商证券

图 5：单季度业绩拆分（2024Q3）



资料来源：Wind，招商证券

表 2：累计业绩同比增速

	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
营业收入同比增速	-2.63%	-1.09%	-2.35%	-3.55%	-3.73%	-3.41%	-6.03%	-3.82%
净利息收入同比增速	0.44%	-4.79%	-3.89%	-4.72%	-5.34%	-4.16%	-6.84%	-4.94%
非息收入同比增速	-11.02%	11.20%	2.66%	0.59%	2.34%	-1.25%	-3.58%	-0.03%
净手续费收入同比增速	-2.83%	-2.86%	-3.39%	-6.07%	-7.71%	-2.83%	-8.25%	-8.98%
其他非息收入同比增速	-20.18%	62.01%	17.20%	16.83%	26.23%	2.15%	5.67%	17.53%
营业支出同比增速	-4.16%	0.39%	-2.31%	-4.19%	-6.82%	-3.13%	-8.39%	-5.66%
拨备前利润同比增速	-3.59%	-5.53%	-5.22%	-6.49%	-5.70%	-5.29%	-8.18%	-5.28%
利润总额同比增速	-0.55%	-3.81%	-3.02%	-3.15%	-0.65%	-3.88%	-3.18%	-1.86%
净利润同比增速	3.09%	0.50%	1.10%	0.81%	0.83%	-2.98%	-1.96%	0.20%
归母净利润同比增速	3.49%	0.02%	1.21%	0.79%	0.79%	-2.78%	-1.89%	0.13%

资料来源：Wind，招商证券

表 3：单季度业绩同比增速

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入同比增速	-10.44%	-1.09%	-3.62%	-6.08%	-4.34%	-3.41%	-8.75%	1.05%
净利息收入同比增速	-7.49%	-4.79%	-2.97%	-6.37%	-7.33%	-4.16%	-9.51%	-1.07%
非息收入同比增速	-20.79%	-18.01%	-19.38%	-18.17%	-5.41%	-1.25%	-6.27%	9.96%
净手续费收入同比增速	-14.66%	-2.86%	-4.02%	-12.94%	-15.03%	-2.83%	-14.91%	-11.05%
其他非息收入同比增速	-28.05%	62.01%	-8.58%	15.85%	62.53%	2.15%	9.27%	50.14%
营业支出同比增速	-13.56%	0.39%	-4.85%	-8.77%	-16.05%	-3.13%	-13.59%	1.50%
拨备前利润同比增速	-13.86%	-5.53%	-4.87%	-9.39%	-2.27%	-5.29%	-11.39%	1.68%
利润总额同比增速	-7.38%	-3.81%	-2.15%	-3.39%	7.46%	-3.88%	-2.41%	0.57%
净利润同比增速	-2.43%	0.50%	1.75%	0.29%	0.88%	-2.98%	-0.85%	4.17%
归母净利润同比增速	-1.92%	0.02%	2.52%	0.03%	0.80%	-2.78%	-0.92%	3.82%

资料来源：Wind，招商证券

表 4: 累计 ROE 拆分

	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
营业收入	2.46%	2.23%	2.15%	2.07%	2.00%	1.91%	1.83%	1.80%
净利息收入	1.86%	1.65%	1.62%	1.59%	1.55%	1.40%	1.37%	1.37%
净手续费收入	0.35%	0.40%	0.35%	0.31%	0.28%	0.34%	0.29%	0.26%
其他非息收入	0.25%	0.18%	0.18%	0.16%	0.16%	0.17%	0.17%	0.17%
营业支出	1.33%	1.19%	1.17%	1.07%	1.00%	1.02%	0.98%	0.91%
税金及附加	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%
业务及管理费	0.61%	0.44%	0.48%	0.50%	0.54%	0.40%	0.43%	0.45%
减值损失	0.49%	0.64%	0.59%	0.47%	0.36%	0.52%	0.44%	0.37%
营业利润	1.12%	1.04%	0.97%	0.99%	1.00%	0.88%	0.86%	0.88%
营业外净收入	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1.13%	1.04%	0.98%	1.00%	1.00%	0.89%	0.86%	0.88%
所得税	0.16%	0.15%	0.14%	0.14%	0.13%	0.12%	0.11%	0.11%
年化 ROA	0.97%	0.89%	0.84%	0.86%	0.87%	0.76%	0.75%	0.78%
杠杆率	11.84	12.61	12.52	12.34	12.31	13.18	12.77	12.61
年化 ROE	11.43%	11.22%	10.51%	10.56%	10.66%	10.06%	9.53%	9.77%

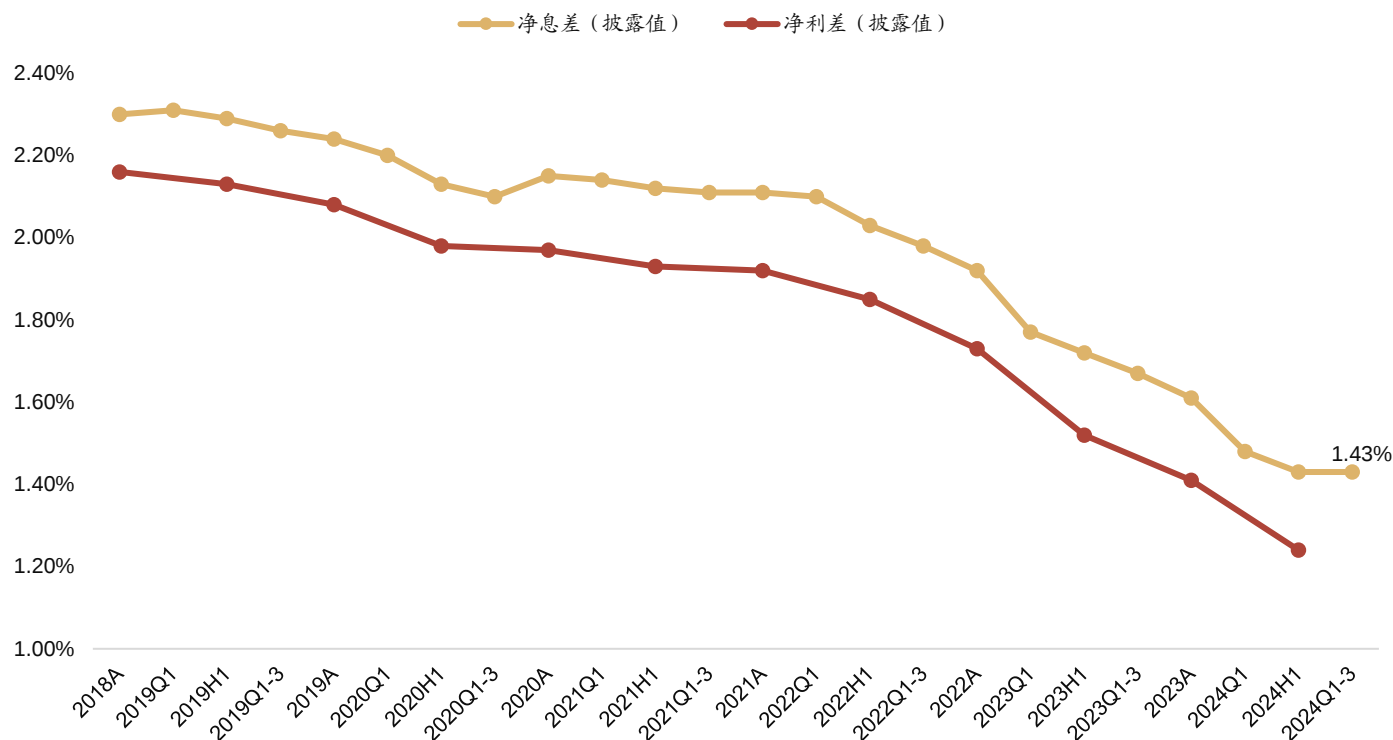
资料来源: Wind, 招商证券

表 5: 单季度 ROE 拆分

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
营业收入	2.21%	2.23%	2.11%	1.94%	1.82%	1.91%	1.75%	1.77%
净利息收入	1.78%	1.65%	1.62%	1.57%	1.46%	1.40%	1.33%	1.40%
净手续费收入	0.25%	0.40%	0.32%	0.25%	0.19%	0.34%	0.24%	0.20%
其他非息收入	0.18%	0.18%	0.18%	0.13%	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
营业支出	1.14%	1.19%	1.18%	0.89%	0.80%	1.02%	0.93%	0.82%
税金及附加	0.03%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
业务及管理费	0.80%	0.44%	0.52%	0.54%	0.67%	0.40%	0.47%	0.49%
减值损失	0.14%	0.64%	0.55%	0.24%	0.03%	0.52%	0.37%	0.23%
营业利润	1.07%	1.04%	0.93%	1.05%	1.02%	0.88%	0.82%	0.95%
营业外净收入	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
利润总额	1.07%	1.04%	0.93%	1.05%	1.02%	0.89%	0.83%	0.96%
所得税	0.06%	0.15%	0.13%	0.15%	0.12%	0.12%	0.10%	0.10%
年化 ROA	1.01%	0.89%	0.81%	0.91%	0.90%	0.76%	0.73%	0.85%
杠杆率	11.84	12.61	12.52	12.34	12.31	13.18	12.77	12.61
年化 ROE	2.21%	2.23%	2.11%	1.94%	1.82%	1.91%	1.75%	1.77%

资料来源: Wind, 招商证券

图 6：净息差和净利差



资料来源：Wind，招商证券

表 6：净息差、净利差、生息资产收益率、计息负债成本率

累计 (披露值)	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
净息差	1.92%	1.77%	1.72%	1.67%	1.61%	1.48%	1.43%	1.43%
净利差	1.73%		1.52%		1.41%		1.24%	
生息资产收益率	3.54%		3.56%		3.45%		3.28%	
计息负债成本率	1.82%		2.04%		2.04%		2.04%	
单季度 (测算值)	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
净息差	1.78%	1.76%	1.67%	1.58%	1.45%	1.48%	1.37%	1.44%
净利差	1.67%	1.65%	1.57%	1.47%	1.34%	1.37%	1.27%	1.34%
生息资产收益率	3.54%	3.56%	3.53%	3.46%	3.29%	3.33%	3.20%	3.14%
计息负债成本率	1.87%	1.91%	1.96%	2.00%	1.95%	1.95%	1.94%	1.79%
生息资产平均收益率	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
发放贷款	4.05%		3.95%		3.81%		3.52%	
投资类资产	3.31%		3.37%		3.30%		3.20%	
存放央行	1.52%		1.66%		1.67%		1.70%	
同业资产	1.93%		2.88%		2.81%		3.02%	
计息负债平均付息率	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
存款	1.75%		1.90%		1.89%		1.84%	
同业负债	1.86%		2.48%		2.55%		2.73%	
发行债券	3.17%		3.78%		3.77%		3.59%	

资料来源：Wind，招商证券

表 7: 生息资产情况 (单位: 百万元)

余额结构 (分母为总资产)	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
贷款	58.60%	58.35%	57.92%	57.96%	58.36%	57.50%	59.08%	58.10%
投资类资产	26.58%	26.25%	25.77%	25.89%	26.51%	25.70%	27.57%	27.49%
FVTPL	1.80%	2.09%	1.86%	1.65%	1.82%	1.82%	1.94%	1.67%
AC	19.27%	18.66%	18.42%	18.84%	19.70%	18.95%	20.02%	19.43%
FVOCI	5.50%	5.50%	5.49%	5.41%	4.99%	4.93%	5.61%	6.39%
存放央行	8.65%	8.54%	8.41%	8.47%	9.04%	8.30%	7.70%	7.75%
同业资产	4.81%	5.78%	6.70%	6.49%	5.24%	7.31%	4.61%	5.22%
同比增速	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
总生息资产	13.32%	13.56%	13.66%	13.47%	13.55%	13.56%	8.05%	8.54%
贷款	12.31%	13.53%	13.21%	12.54%	12.38%	11.60%	10.06%	8.97%
投资类资产	13.71%	15.69%	10.62%	13.43%	12.56%	10.88%	15.40%	15.40%
FVTPL	14.71%	19.08%	6.20%	7.86%	13.58%	-1.33%	12.65%	10.02%
AC	11.76%	10.82%	4.77%	9.94%	15.36%	15.02%	17.23%	12.12%
FVOCI	20.76%	34.30%	38.57%	29.78%	2.43%	1.51%	10.22%	28.44%
存放央行	10.63%	2.25%	9.65%	11.12%	17.92%	10.03%	-1.18%	-0.48%
同业资产	27.90%	23.36%	33.70%	22.39%	22.78%	43.42%	-25.78%	-12.66%
单季增量	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总生息资产	224,813	2,335,129	1,636,425	891,289	285,429	2,658,033	-455,831	1,172,411
贷款	302,562	1,312,893	766,716	490,333	304,228	1,283,678	467,390	258,355
投资类资产	372,619	505,385	222,454	263,041	331,496	383,717	755,537	302,761
FVTPL	35,793	164,977	-66,555	-80,819	79,475	56,180	48,010	-110,251
AC	13,366	207,577	203,126	333,818	427,933	212,680	411,570	-36,508
FVOCI	323,460	132,831	85,883	10,042	-175,912	114,857	295,957	449,520
存放央行	38,226	160,851	82,810	94,972	275,768	-93,734	-320,431	120,142
同业资产	-452,801	520,977	497,890	-37,876	-546,588	1,140,552	-1,310,317	350,915

资料来源: Wind, 招商证券

备注: FVTPL 为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产; AC 为以摊余成本计量的金融资产或者债权投资; FVOCI 为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产或者 (其他债权投资+其他权益工具投资)。

表 8: 计息负债情况 (单位: 百万元)

余额结构	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
存款	75.41%	76.09%	76.42%	76.39%	75.00%	73.60%	72.39%	71.54%
向央行借款	0.37%	0.47%	0.51%	0.54%	0.52%	0.44%	0.46%	0.40%
同业负债	9.49%	9.03%	8.57%	8.75%	9.82%	11.85%	12.23%	12.28%
发行债券	2.29%	2.58%	2.69%	2.71%	3.06%	3.06%	3.37%	3.94%
同比增速	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
总计息负债	13.64%	13.92%	13.52%	13.35%	13.80%	14.16%	8.26%	8.53%
存款	12.97%	14.34%	14.01%	12.92%	12.22%	9.54%	2.20%	1.80%
向央行借款	266.99%	308.34%	235.73%	147.55%	58.71%	8.13%	-2.84%	-18.83%
同业负债	14.40%	0.69%	-1.33%	7.76%	16.69%	48.56%	53.91%	52.55%
发行债券	14.48%	32.13%	37.83%	34.98%	51.20%	34.40%	35.27%	58.18%
单季增量	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总计息负债	67,361	2,360,193	1,456,046	787,004	234,225	2,822,278	-632,360	958,034
存款	-221,010	2,113,383	1,389,898	607,054	-459,652	1,513,906	-927,764	485,520
向央行借款	48,972	49,892	29,011	14,966	-8,276	-19,790	6,708	-23,767
同业负债	147,229	36,632	-53,703	150,339	494,354	1,252,829	120,310	178,560
发行债券	12,468	178,526	90,008	31,554	163,736	87,799	131,162	318,952

资料来源: Wind, 招商证券

表 9：非息收入、其他综合收益

累计占比（/营收）	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
净手续费及佣金收入	14.77%	17.79%	16.42%	15.24%	14.16%	17.90%	16.03%	14.42%
投资收益	4.74%	3.83%	5.28%	5.78%	5.44%	4.19%	5.15%	4.96%
公允价值变动损益	-1.32%	1.93%	1.09%	0.02%	0.32%	2.72%	2.00%	1.89%
汇兑净损益	-0.43%	-0.53%	-1.19%	-1.16%	-0.92%	-1.77%	-1.32%	-0.75%
其他业务收入	3.22%	2.99%	3.11%	3.12%	3.31%	3.55%	3.48%	3.37%
其他综合收益	-2.34%	-12.25%	-1.35%	-1.95%	-0.48%	4.44%	5.93%	3.53%
单季度占比（/营收）	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
净手续费及佣金收入	2.70%	17.79%	7.37%	3.96%	2.39%	17.90%	6.67%	3.66%
投资收益	0.77%	3.83%	3.33%	2.15%	0.98%	4.19%	2.96%	1.51%
公允价值变动损益	-0.19%	1.93%	0.11%	-0.73%	0.30%	2.72%	0.57%	0.55%
汇兑净损益	-0.16%	-0.53%	-0.92%	-0.34%	-0.03%	-1.77%	-0.39%	0.14%
其他业务收入	1.50%	2.99%	1.59%	0.99%	0.90%	3.55%	1.63%	1.04%
其他综合收益	-0.74%	-12.25%	4.88%	-1.03%	1.03%	4.44%	3.61%	-0.45%

资料来源：Wind，招商证券

表 10：资产质量（百万元）

资产质量	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
不良贷款率	1.38%	1.38%	1.36%	1.36%	1.36%	1.36%	1.35%	1.35%
拨备覆盖率	209.47%	213.57%	218.62%	216.22%	213.97%	216.31%	218.43%	220.30%
拨贷比	2.90%	2.95%	2.97%	2.94%	2.90%	2.94%	2.95%	2.97%
不良贷款余额	321,170	337,591	343,605	349,995	353,502	370,888	375,350	377,955
关注类贷款余额	451,628		453,373		482,705		534,165	
逾期贷款余额	284,031		297,549		330,424		373,366	
逾期 90 天以上贷款余额	190,229		189,811		223,188		250,063	
重组贷款余额	26,229		34,074		82,723		118,579	
关注贷款率	1.95%		1.79%		1.85%		1.92%	
关注率+不良率	3.33%	1.38%	3.15%	1.36%	3.21%	1.36%	3.27%	1.35%
逾期贷款率	1.22%		1.18%		1.27%		1.34%	
逾期 90 天以上/不良	59.23%		55.24%		63.14%		66.62%	
逾期 1 年以上/损失	250.36%		172.77%		87.61%		106.02%	
逾期/不良	88.44%		86.60%		93.47%		99.47%	
重组贷款率	0.11%		0.13%		0.32%		0.43%	
（重组+逾期）/贷款	1.34%		1.31%		1.58%		1.77%	
（重组+逾期）/不良	96.60%		96.51%		116.87%		131.06%	
不良净新生成率 1（测算值）	0.49%		0.48%		0.40%		0.43%	
不良净新生成率 2（测算值）	0.91%	1.36%	1.14%	0.92%	0.70%	1.17%	0.90%	
不良核销转出率 1（测算值）	29.02%		23.75%		22.73%		21.41%	
不良核销转出率 2（测算值）	62.39%	83.27%	76.12%	61.94%	47.00%	71.27%	58.50%	-265.29%

资料来源：Wind，招商证券

表 11: 贷款情况

余额结构	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
个人贷款	38.20%	37.89%	38.44%	36.43%	35.48%	33.51%	33.17%	31.74%
住房按揭贷款	30.76%	30.17%	30.79%	28.87%	27.71%	25.20%	24.11%	22.15%
消费贷款	0.99%	0.91%	0.91%	0.94%	1.01%	1.04%	1.26%	1.38%
经营性贷款	2.80%	3.29%	3.40%	3.68%	4.01%	4.70%	5.16%	5.65%
信用卡贷款	3.66%	3.52%	3.35%	2.95%	2.76%	2.57%	2.64%	2.56%
票据贴现	2.18%	1.61%	2.55%	3.99%	4.95%	4.17%	4.94%	5.34%
公司贷款	59.61%	60.50%	59.00%	59.58%	59.57%	62.31%	61.89%	62.92%
制造业	9.23%	9.43%	8.72%	9.08%	8.91%	9.92%	9.41%	9.64%
批发和零售业	2.95%	3.11%	2.71%	2.89%	2.62%	2.97%	2.90%	3.04%
传统基建	26.43%	26.56%	26.90%	26.48%	26.72%	26.93%	27.66%	27.62%
房地产业	5.15%	4.98%	4.51%	4.22%	4.21%	4.06%	3.89%	3.95%
租赁和商务服务业	8.15%	8.41%	8.42%	8.60%	8.53%	9.08%	9.19%	9.15%
建筑业	1.57%	1.81%	1.66%	1.90%	1.69%	1.94%	1.77%	1.94%
余额增速	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
个人贷款	11.46%	11.90%	11.66%	7.44%	3.67%	4.13%	5.06%	4.23%
住房按揭贷款	10.88%	9.97%	11.07%	6.89%	1.09%	-1.16%	-2.23%	-3.28%
消费贷款	-5.06%	-4.33%	1.96%	15.72%	25.12%	24.46%	40.07%	46.86%
经营性贷款	50.81%	51.03%	34.66%	24.99%	32.40%	44.75%	44.85%	32.19%
信用卡贷款	0.54%	6.87%	1.57%	-6.38%	-7.54%	-1.22%	7.74%	9.53%
票据贴现	-3.69%	-25.08%	29.89%	176.27%	117.67%	18.40%	12.09%	40.90%
公司贷款	11.52%	12.28%	9.84%	10.02%	13.38%	18.41%	16.77%	11.14%
制造业	3.78%	5.63%	4.86%	7.56%	14.77%	23.68%	18.70%	6.93%
批发和零售业	2.25%	7.38%	1.85%	3.86%	8.79%	16.22%	24.36%	12.71%
传统基建	15.74%	16.05%	12.93%	11.38%	11.56%	15.15%	16.36%	12.87%
房地产业	5.51%	4.45%	-2.71%	-5.45%	4.73%	8.93%	3.86%	7.28%
租赁和商务服务业	21.17%	19.10%	14.64%	14.36%	13.84%	19.51%	21.01%	10.83%
建筑业	2.74%	17.22%	17.46%	17.57%	14.16%	15.52%	17.94%	10.04%

资料来源: Wind, 招商证券

表 12: 存款情况

余额结构	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
公司存款	52.06%	51.40%	51.12%	51.57%	49.87%	50.29%	49.14%	47.24%
公司定期	22.08%	21.35%	22.23%	23.92%	22.42%	26.31%	26.81%	25.46%
公司活期	29.98%	30.05%	28.88%	27.65%	27.46%	23.98%	22.33%	21.79%
个人存款	46.89%	47.49%	47.92%	47.46%	49.45%	49.01%	50.22%	52.13%
个人定期	25.99%	27.13%	27.25%	28.09%	29.08%	30.76%	31.78%	33.83%
个人活期	20.90%	20.37%	20.67%	19.38%	20.37%	18.25%	18.44%	18.29%
余额增速	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
公司存款	7.62%	3.40%	2.99%	10.16%	10.05%	11.14%	10.49%	-4.02%
公司定期	3.66%	-1.13%	5.62%	23.03%	13.74%	25.35%	34.09%	-1.15%
公司活期	10.73%	6.89%	1.05%	1.01%	7.21%	-1.16%	-8.79%	-7.17%
个人存款	11.29%	8.31%	7.18%	9.72%	16.38%	17.67%	13.89%	8.68%
个人定期	5.11%	5.83%	9.95%	13.68%	20.35%	24.82%	22.54%	12.38%
个人活期	20.07%	11.80%	3.73%	4.45%	11.15%	7.31%	1.54%	2.44%

资料来源: Wind, 招商证券

表 13：不良贷款情况（百万元）

不良贷款额	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
个人贷款	39,541	36,229	38,542	45,587	49,555	55,686	60,757	79,419
对公贷款	253,815	270,980	254,887	270,375	271,615	287,919	292,745	295,931
制造业	65,361	68,786	61,602	64,477	58,944	55,007	55,359	50,258
批发和零售业	60,272	53,024	38,558	30,019	31,696	30,427	29,886	31,492
交通运输、仓储和邮政业	20,683	21,853	24,762	24,008	19,324	20,225	17,530	17,468
电力、热力、燃气及水生产和供应业	3,977	4,987	8,653	9,324	8,406	8,702	12,537	10,135
水利、环境和公共设施管理业	8,425	7,506	11,379	20,323	23,864	22,542	20,493	20,409
房地产业	16,238	31,911	33,820	38,762	44,531	51,226	40,957	45,585
租赁和商务服务业	31,242	37,469	33,824	39,116	38,188	46,779	43,958	45,388
建筑业	8,636	7,852	5,538	7,357	7,513	9,308	14,078	15,647
不良率	2022A	2023Q1	2023H1	2023Q1-3	2023A	2024Q1	2024H1	2024Q1-3
个人贷款	0.56%	0.48%	0.49%	0.56%	0.60%	0.66%	0.70%	0.90%
对公贷款	2.29%	2.24%	2.09%	2.03%	1.96%	1.83%	1.81%	1.69%
制造业	3.80%	3.65%	3.42%	3.18%	2.85%	2.19%	2.26%	1.87%
批发和零售业	10.97%	8.52%	6.89%	4.64%	5.21%	4.05%	3.95%	3.72%
交通运输、仓储和邮政业	0.78%	0.76%	0.82%	0.75%	0.58%	0.56%	0.46%	0.44%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.37%	0.45%	0.75%	0.77%	0.64%	0.59%	0.74%	0.57%
水利、环境和公共设施管理业	0.72%	0.56%	0.82%	1.36%	1.56%	1.32%	1.18%	1.06%
房地产业	1.69%	3.20%	3.63%	4.12%	4.56%	4.99%	4.04%	4.14%
租赁和商务服务业	2.06%	2.23%	1.94%	2.03%	1.93%	2.04%	1.83%	1.78%
建筑业	2.95%	2.17%	1.61%	1.73%	1.91%	1.89%	3.04%	2.89%

资料来源：Wind，招商证券

表 14: 信用减值损失和拨备余额 (百万元)

信用减值损失	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
总资产	202,668	124,547	202,623	133,849	182,677	122,255	150,816	102,069
贷款	171,830	102,257	168,267	97,868	143,173	108,546	143,422	94,526
金融投资						10,941		1,768
其他						2,768		5,775
信用减值损失/资产期初余额	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
总资产	0.67%	0.37%	0.61%	0.38%	0.52%	0.31%	0.38%	0.23%
贷款	1.03%	0.55%	0.90%	0.47%	0.69%	0.47%	0.62%	0.36%
金融投资						0.10%		0.01%
其他						0.05%		0.09%
拨备余额	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
总资产	553,046	614,815	637,393	720,750	797,251	887,235	884,252	954,237
贷款	531,161	590,949	603,983	654,124	672,762	751,196	756,391	819,886
金融投资	7,541	9,526	12,327	38,470	40,665	51,871	48,287	50,213
其他	14,344	14,340	21,083	28,156	83,831	84,168	79,574	84,138
拨备余额/资产余额	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
总资产	1.66%	1.75%	1.81%	1.86%	2.01%	2.03%	1.98%	2.03%
贷款	2.85%	2.96%	2.92%	2.93%	2.90%	2.97%	2.90%	2.95%
金融投资	0.09%	0.11%	0.13%	0.38%	0.39%	0.46%	0.41%	0.39%
其他	0.23%	0.23%	0.40%	0.45%	1.43%	1.18%	1.18%	1.34%

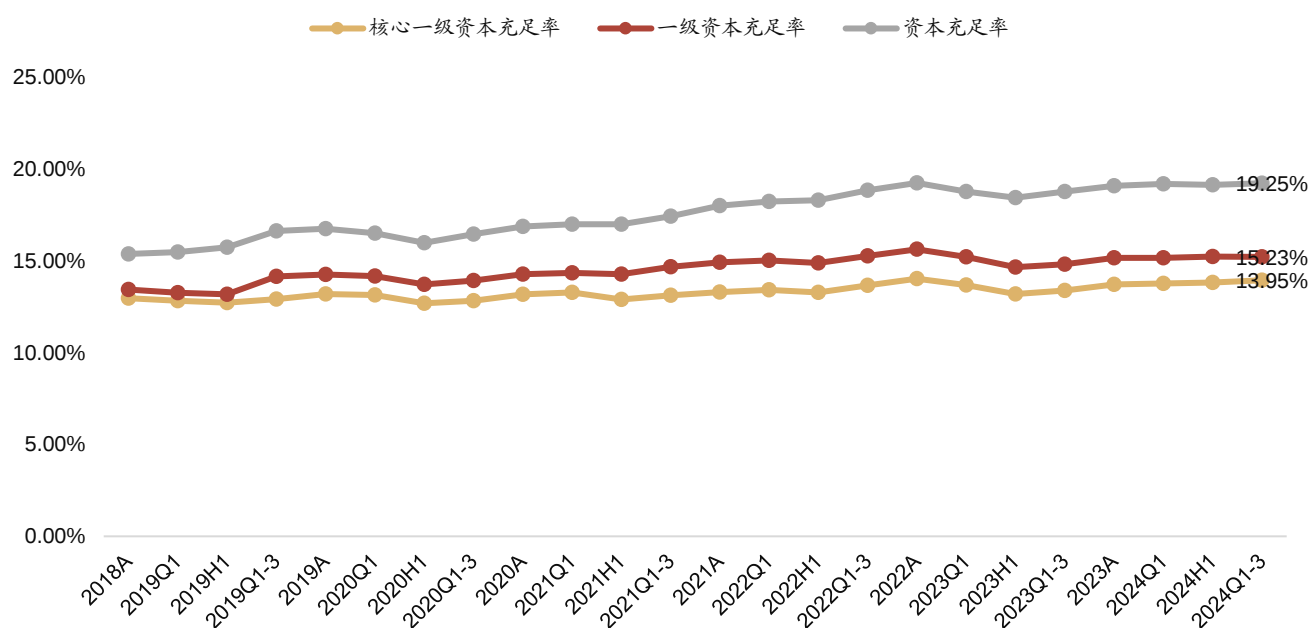
资料来源: Wind, 招商证券

表 15: 手续费结构

手续费收入增速	2020A	2021H1	2021A	2022H1	2022A	2023H1	2023A	2024H1
手续费收入	0.22%	1.25%	1.40%	0.50%	-1.96%	-1.54%	-5.44%	-7.27%
代理业务	1.70%	13.15%	11.81%	6.02%	4.76%	8.20%	2.96%	4.59%
理财业务	9.24%	3.04%	-0.04%	-0.10%	-10.50%	-11.40%	-15.02%	-23.02%
托管业务	7.72%	12.24%	15.81%	1.91%	-0.33%	-4.74%	-8.21%	-5.98%
支付结算业务	4.77%	8.57%	5.55%	10.19%	10.10%	0.88%	-0.05%	7.23%
咨询顾问业务	-10.06%	2.17%	4.45%	-14.12%	-12.62%	5.35%	2.42%	8.47%
担保承诺业务	-6.78%	-5.42%	-3.42%	-8.16%	-9.77%	-11.99%	-17.12%	-49.22%
银行卡业务	-60.42%	-19.45%	-10.44%	8.24%	6.34%	17.89%	0.96%	-10.64%
其他	16.14%	-0.19%	-4.71%	6.92%	11.47%	-8.53%	-9.64%	4.44%
手续费支出	-2.05%	9.63%	1.62%	4.71%	5.41%	16.96%	12.37%	0.79%
零售 AUM 同比增速	9.59%	7.10%	6.00%	8.01%	10.02%	11.77%	10.99%	8.63%

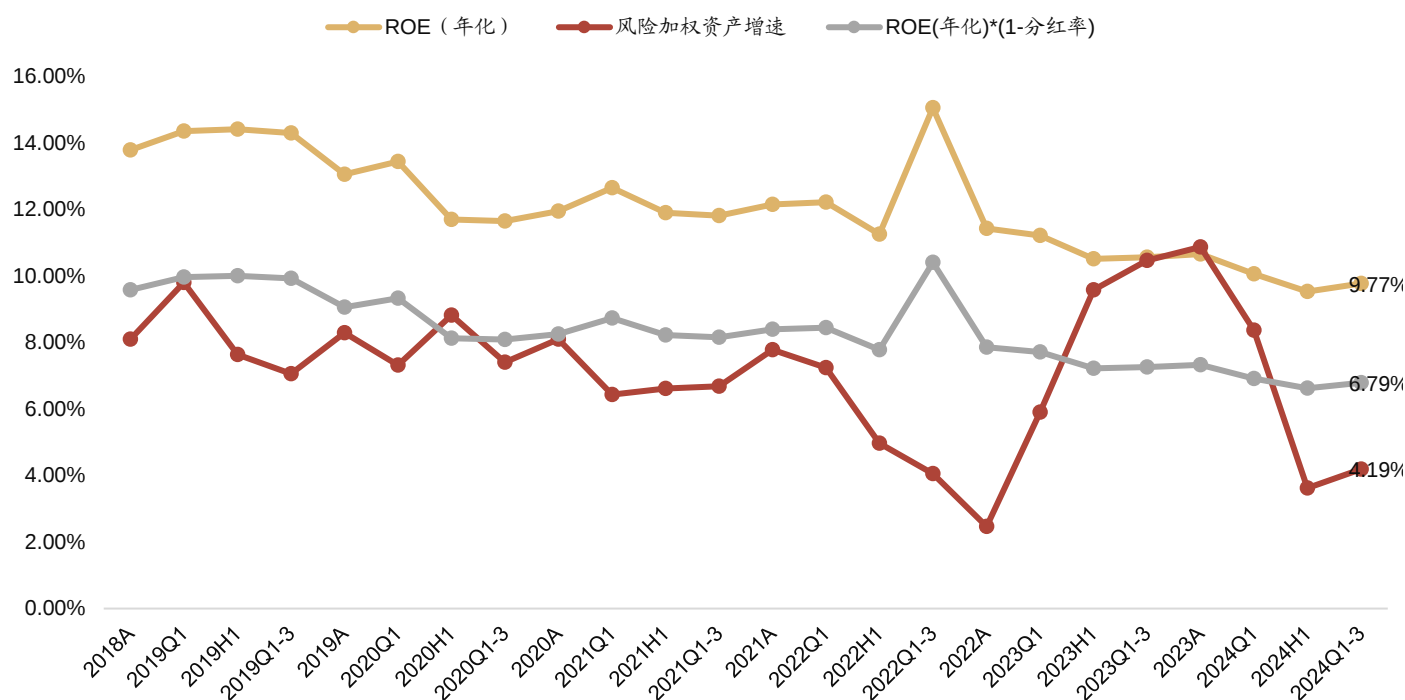
资料来源: Wind, 招商证券

图 7：资本充足率情况



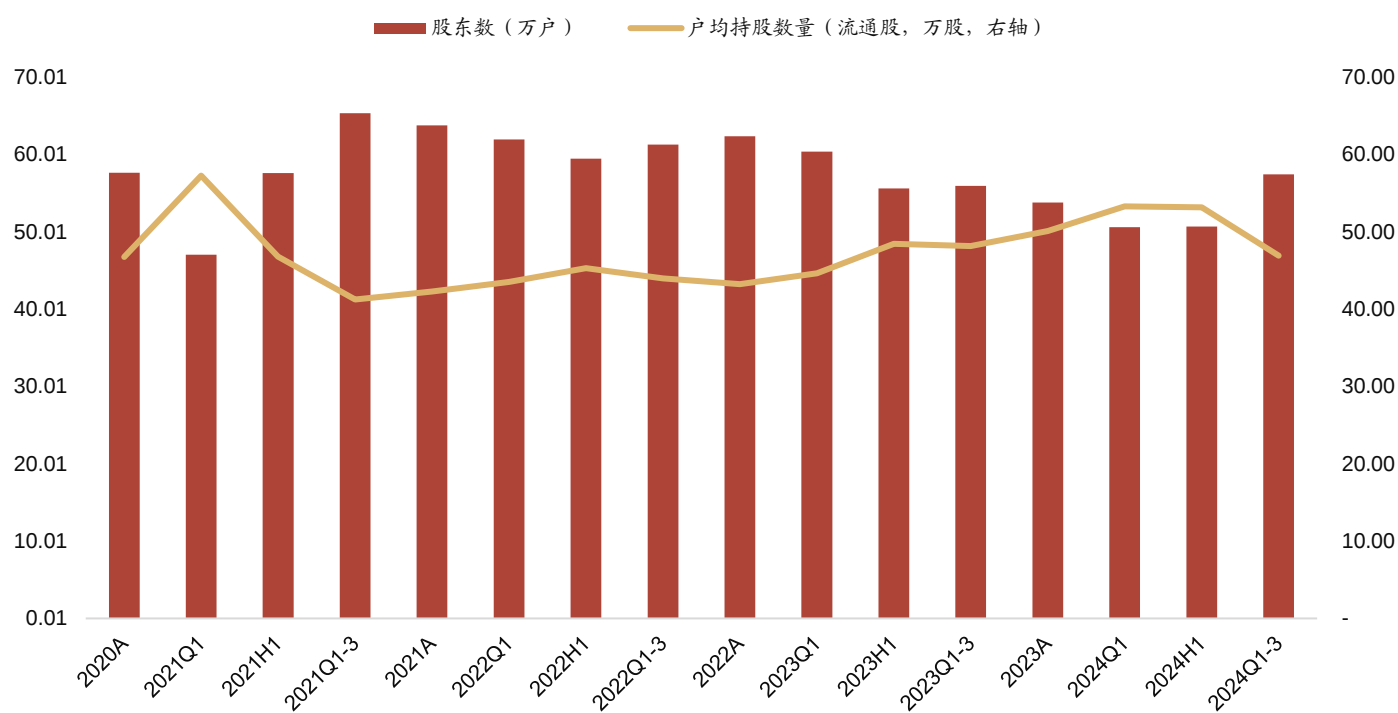
资料来源：Wind，招商证券

图 8：年化 ROE、风险加权资产增速和 ROE(年化)*(1-分红率)



资料来源：Wind，招商证券

图 9：股东数和户均持股数量（万户，万股）



资料来源：Wind，招商证券

附：财务预测表（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
价值评估（倍）						利润表					
P/E	6.2	6.1	6.2	6.4	5.9	净利息收入	691,985	655,013	614,609	576,776	610,563
P/B	0.68	0.63	0.58	0.55	0.51	利息收入	1,278,674	1,405,039	1,431,502	1,485,157	1,590,656
P/PPOP	3.52	3.73	3.80	3.86	3.56	利息支出	586,689	750,026	816,893	908,381	980,094
每股指标						净手续费收入	129,325	119,357	109,808	118,593	128,081
EPS	0.93	0.94	0.96	0.93	1.01	净其他非息收入	54,424	68,700	80,379	96,455	106,100
BVPS	8.81	9.55	10.29	10.94	11.68	营业收入	875,734	843,070	804,796	791,824	844,743
PPOPPS	1.70	1.61	1.58	1.55	1.69	营业支出	453,201	422,310	392,745	393,213	414,020
DPS	0.30	0.31	0.32	0.30	0.33	税金及附加	10,097	10,662	8,048	7,918	8,447
股息支付率	32.63%	32.69%	32.69%	32.69%	32.69%	业务及管理费	228,085	227,266	201,199	197,956	202,738
股息收益率	5.06%	5.11%	5.25%	5.07%	5.50%	营业利润	422,533	420,760	412,051	398,611	430,724
驱动性因素						营业外净收入	2,187	1,206	1,206	1,206	1,206
贷款增速	12.31%	12.38%	9.00%	8.00%	8.00%	拨备前利润	607,397	572,782	563,189	553,589	601,198
存款增速	12.97%	12.22%	1.90%	8.00%	7.00%	资产减值损失	182,677	150,816	149,932	153,773	169,268
生息资产增速	13.21%	13.42%	7.60%	8.47%	7.92%	利润总额	424,720	421,966	413,257	399,817	431,930
计息负债增速	13.49%	13.92%	8.46%	10.79%	10.34%	所得税	62,610	56,850	53,723	51,976	56,151
平均贷款收益率	4.05%	3.81%	3.50%	3.40%	3.35%	净利润	362,110	365,116	359,534	347,841	375,779
平均生息资产收益	3.48%	3.37%	3.11%	2.99%	2.96%	归母净利润	361,132	363,993	358,579	346,886	374,824
平均存款付息率	1.75%	1.89%	1.80%	1.78%	1.70%	资产负债表					
平均计息负债付息	1.80%	2.02%	1.98%	2.01%	1.96%	贷款总额	23,212,312	26,086,482	28,434,265	30,709,007	33,165,727
净息差(NIM)-测算1	1.88%	1.57%	1.34%	1.16%	1.14%	贷款减值准备	672,755	756,388	831,817	903,176	981,662
净利差(NIS)-测算1	1.68%	1.35%	1.13%	0.98%	0.99%	贷款净额	22,539,557	25,329,094	27,602,448	29,805,830	32,184,066
净手续费收入增速	-2.83%	-7.71%	-8.00%	8.00%	8.00%	投资类资产	10,527,292	11,849,668	13,390,125	14,729,137	15,907,468
净非息收入/营收	20.98%	22.31%	23.63%	27.16%	27.72%	存放央行	3,427,892	4,042,293	3,757,388	4,057,979	4,342,038
成本收入比	25.01%	26.96%	25.00%	25.00%	24.00%	同业资产	1,906,571	2,340,974	2,106,877	2,233,289	2,411,952
拨备支出/平均贷款	22.05%	22.99%	23.90%	26.75%	29.92%	其他资产	2,223,464	2,243,499	4,288,606	4,733,399	5,207,221
实际所得税率	14.74%	13.47%	13.00%	13.00%	13.00%	生息资产	39,074,067	44,319,417	47,688,655	51,729,413	55,827,186
业绩年增速率						资产合计	39,609,657	44,697,079	48,186,585	53,184,260	58,508,101
净利息收入	0.4%	-5.3%	-6.2%	-6.2%	5.9%	存款	29,870,491	33,521,174	34,158,076	36,890,722	39,473,073
净手续费收入	-2.8%	-7.7%	-8.0%	8.0%	8.0%	向央行借款	145,781	231,374	194,525	194,525	194,525
净其他非息增速	-20.2%	26.2%	17.0%	20.0%	10.0%	同业负债	3,760,342	4,387,964	6,581,946	7,898,335	9,478,002
营业收入	-2.6%	-3.7%	-4.5%	-1.6%	6.7%	发行债券	905,953	1,369,777	1,917,688	2,492,994	3,240,892
营业支出	-4.2%	-6.8%	-7.0%	0.1%	5.3%	计息负债	34,682,567	39,510,289	42,852,235	47,476,577	52,386,493
拨备前利润	-3.6%	-5.7%	-1.7%	-1.7%	8.6%	负债合计	36,095,831	40,920,491	44,177,562	48,944,924	54,006,693
利润总额	-0.5%	-0.6%	-2.1%	-3.3%	8.0%	股东权益合计	3,513,826	3,776,588	4,009,023	4,239,335	4,501,408
净利润	3.1%	0.8%	-1.5%	-3.3%	8.0%	加权风险资产	22,225,272	24,641,631	25,627,296	26,652,388	27,718,484
归母净利润	3.5%	0.8%	-1.5%	-3.3%	8.1%	资产质量					
盈利能力						信用成本率	0.83%	0.61%	0.55%	0.52%	0.53%
ROAA	0.97%	0.87%	0.77%	0.69%	0.67%	不良贷款率	1.38%	1.36%	1.38%	1.41%	1.43%
ROAE	11.43%	10.66%	9.72%	8.77%	8.93%	不良净生成率	0.49%	0.40%	0.43%	0.43%	0.43%
RORWA	1.65%	1.56%	1.43%	1.33%	1.38%	拨备覆盖率	209%	214%	212%	209%	207%
资本状况						拨贷比	2.90%	2.90%	2.93%	2.94%	2.96%
资本充足率	19.26%	19.10%	19.42%	19.66%	19.98%	流动性					
一级资本充足率	15.64%	15.17%	15.35%	15.48%	15.67%	存贷比	77.71%	77.82%	83.24%	83.24%	84.02%
核心一级资本充足	14.04%	13.72%	14.11%	14.44%	14.83%	贷款/总资产	58.60%	58.36%	59.01%	57.74%	56.69%
风险加权系数	56.11%	55.13%	53.18%	50.11%	47.38%	投资类资产/总	26.58%	26.51%	27.79%	27.69%	27.19%
杠杆率	11.27	11.84	12.02	12.55	13.00	同业资产/总资	4.81%	5.24%	4.37%	4.20%	4.12%

数据来源：Wind，招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。