

银行

2025 年 04 月 25 日

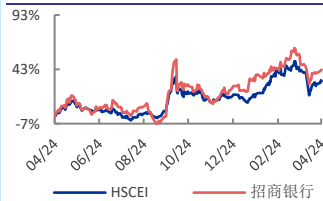
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 04 月 24 日

收盘价（港币）	44.30
恒生中国企业指数	8056.85
52 周最高/最低（港币）	50.70/27.95
H 股市值（亿港元）	11,172.39
流通 H 股（百万股）	4,590.90
汇率（人民币/港币）	1.0763

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com
林颖颖 A0230522070004
liny@swsresearch.com
冯思远 A0230522090005
fengsy@swsresearch.com

研究支持

李禹昊 A0230123070008
liyh2@swsresearch.com

联系人

李禹昊
(8621)23297818x
liyh2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

招商银行 (03968)

——攻守兼备，标杆银行静待重估

投资要点：

- **过去 3 年，在行业整体承压的背景下，招行依旧交出了盈利平稳、分红高位提升的表现，支撑优质股息属性进一步突出。**2021-2024 年招行归母净利润保持约 7.4% 的增速中枢（股份行归母净利润区间 CAGR 仅约 2.8%），2024 全年业绩同比增长 1.2%（9M24：-0.6%），增速回正也好于预期。在盈利平稳的基础上，招行 2023 年来持续提升分红水平，现阶段 35.3% 的分红率为上市银行最高，对应港股标的股息率高达 5%。高股息支撑叠加部分资金博弈复苏左侧布局，2024 年初以来至 2025 年 4 月 24 日，招行 H 累计上涨 77.5%，跑赢 Wind 香港银行指数 14pct，也吸引如中国平安等险资持续增持。
- **前期市场对招行风险有隐忧，但应该看到，前瞻处置下地产风险已平稳过峰，同业最高的拨备基础同样能保证行业第一梯队的优异资产质量延续、业绩平稳释放。**2021 年来招行便已前瞻加大地产风险处置，在稳步压降对公房地产贷款敞口的同时（在总贷款中占比由 4Q20 的 12.9% 下降至 4Q24 的 8.0%），大力核销也带动 4Q24 对公房地产不良率较 2Q23 高点下降 71bps 至 4.74%，不良贷款余额较 2Q23 下降 21% 至 136 亿，地产风险峰值已然平稳度过。现阶段零售资产质量虽略有波动，但考虑到按揭 LTV 维持低位约 37%，且招行对小微及消费贷持续强化准入和趋势研判，叠加扎实的拨备基础（4Q24 拨备覆盖率约 412%，国股行最高），预计优异资产质量仍将延续。
- **稳投放、优结构思路下实体经济、基建贷款是前期主要支撑，但 2H24 来零售贡献亦有回升；展望 2025，更积极的增速目标下，结构同步优化对量价的提振亦值得期待。**2021-2024 年招行信贷增速中枢约 7.3%，较 2018-2021 年 CAGR 放缓约 7pct，在零售需求客观偏弱的背景下，对公端是投放主力，在稳步压降地产敞口的背景下，信贷主驱动转向制造业、基建类贷款（分别贡献 2022-2024 年区间信贷增量的 24.8%、15.3%）。但受益自身扎实客群基础和去年下半年来消费刺激政策支持持续落地，零售贡献亦有回升（贡献 2024 年信贷增量 53.6%，1H24 仅贡献 43.9%），投向以消费贷/小微为主（分别新增 946/741 亿），按揭贷款新增 269 亿（4Q24 新增 325 亿）。**展望 2025，招行给出 7%-8% 的积极的目标贷款增速，而招行也将零售端作为 2025 年重点攻关方向，结合其扎实的客户资源优势，伴随消费刺激政策落地见效，我们更期待相对高收益零售信贷占比提升对资产端量价的正向提振。**
- **息差绝对水平、趋势均明显优于股份行，护城河源自同业最低且无法赶超的存款成本；后续息差仍有回落压力，企稳更需关注零售投放修复持续性。**2024 年招行息差 1.98%（股份行平均：1.62%），2020 年以来累计回落 51bps（股份行平均：-69bps）。招行息差核心支撑源自同业最低的存款成本（2024 年仅约 1.54%，好于股份行平均 50bps），背后是足以媲美大行的存款基础（2024 年末存款在总负债中占比 83%，股份行平均仅约 61%）。展望后续，客观而言在存款成本已处极低水位的背景下改善空间或较同业有限，但审慎的风险偏好下，本身偏低的贷款定价也并无进一步大幅下降空间（2020 年来贷款收益率降幅小于股份行同业约 30bps）。**核心可观察零售投放，若经济复苏好于预期、零售信贷表现明显回暖，招行贷款定价或可更早较同业企稳。**
- **投资分析意见：作为行业标杆，招行持续体现盈利稳、风险稳、分红优的出色表现，现阶段 H 股股息率对应约 5%，高股息优势突出，更有望直接受益险资蓝海资金加持；后续若政策催化持续落地，零售及地产复苏好于预期，顺周期催化下招行也有望率先启动，实际具备“攻守兼备”的稀缺特质。**预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 3.3%、5.2%、9.6%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.90 倍，综合考虑招行明显优于同业的基本面（ROE 全国性银行第一）和稀缺的“攻守兼备”属性，给予 1.13x25 年目标 PB（结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 1.4xPB），对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：经济复苏低于预期，息差持续承压；零售等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	339,123.00	337,488.00	344,327.10	359,054.26	384,466.69
同比增长率（%）	(1.64)	(0.48)	2.03	4.28	7.08
归母净利润（百万元）	146,602.00	148,391.00	153,326.11	161,290.25	176,727.73
同比增长率（%）	6.22	1.22	3.33	5.19	9.57
每股收益（元/股）	5.63	5.66	5.86	6.17	6.79
净资产收益率（%）	16.22	14.49	13.48	12.95	12.95
市盈率	.	.	.	.	.
市净率	1.12	0.99	0.90	0.83	0.75

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

作为行业标杆，招商银行持续体现盈利稳、风险稳、分红优的出色表现，现阶段 H 股股息率对应约 5%，高股息优势突出，有望受益险资蓝海资金加持；后续若政策催化落地，零售及地产复苏好于预期，顺周期催化下也有望率先启动，实际具备“攻守兼备”的稀缺特质。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 3.3%、5.2%、9.6%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.90 倍，综合考虑招行明显优于同业的基本面（ROE 全国性银行第一）和稀缺的“攻守兼备”属性，给予 1.13x25 年目标 PB（结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 1.4xPB），对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

预计招商银行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为 3.3%、5.2%、9.6%。1) 规模：预计 2025-2027 年贷款同比增速分别为 7.0%、7.0%、7.0%。2) 息差：预计 2025-2027 年息差分别同比-12、-6、-1bps。3) 资产质量：预计 2025-2027 年不良率分别为 0.94%、0.94%、0.94%，拨备覆盖率分别为 404.1%、401.2%、403.4%。

有别于大众的认识

1) 市场对招商银行“攻守兼备”的稀缺特性认知尚不充分。在稳健的业绩释放和高达 35.3%分红率加持下，现阶段招商银行 H 股股息率约 5%，在短期不确定性较高的市场中，高股息安全垫更为突出；后续若刺激政策落地见效，经济底部回暖，零售及地产明显修复，招行作为优质标杆也有望率先启动、收获更高弹性，实际是“攻守兼备”的稀缺标的。

2) 市场对招商银行已平稳过峰的地产风险、仍将保持稳定的优异资产质量认知尚不充分。4Q24 招行对公房地产不良率 4.74%，较 2Q23 高点累计下行 71bps，不良贷款余额较 2Q23 下降 21%至 136 亿，地产风险峰值已然平稳度过。现阶段零售资产质量虽略有波动，但考虑到按揭 LTV 维持低位约 37%，且招行对小微及消费贷持续强化准入和趋势研判，叠加扎实的拨备基础（4Q24 约 412%），预计优异资产质量仍将持续，也保证了业绩的平稳持续释放。

股价表现的催化剂

1) 政策落地见效，零售复苏好于预期；2) 地产销售回暖趋势延续；3) PMI 持续位于枯荣线上，实体需求修复节奏好于预期。

核心假设风险

1) 经济复苏低于预期，息差持续承压；2) 零售等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 1：招行前十大股东合计持股占比 42%（剔除香港中央结算公司），第一大股东招商局轮船持股比例 13.0%（截至 4Q24）

排名	股东	持股比例
1	招商局轮船	13.0%
2	中国远洋运输	6.2%
3	深圳晏清投资	5.0%
4	招商局金控	4.6%
5	和谐健康保险	4.5%
6	深圳楚源投资	3.7%
7	中远海运	2.8%
8	中证金融	2.1%
合计		41.9%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 2：受益息差降幅收窄，2024 年利息净收入降幅逐季改善，其他非息提速同样支撑营收；成本收入比改善叠加拨备反哺，全年业绩增速回正

招商银行	2020	2021	2022	2023	1Q24	1H24	9M24	2024
营业收入同比增长	7.7%	14.0%	4.1%	-1.6%	-4.7%	-3.1%	-2.9%	-0.5%
利息净收入贡献	4.4%	6.5%	4.3%	-1.0%	-3.8%	-2.5%	-1.9%	-1.0%
其中：平均生息资产规模贡献	6.9%	6.6%	6.3%	5.6%	3.7%	3.7%	3.7%	4.1%
其中：息差变动贡献	-2.5%	-0.1%	-1.9%	-6.7%	-7.4%	-6.2%	-5.6%	-5.1%
手续费净收入贡献	3.0%	5.2%	-0.1%	-2.9%	-5.4%	-4.9%	-4.4%	-3.5%
其他净收益贡献	0.3%	2.4%	-0.2%	2.3%	4.5%	4.4%	3.4%	4.1%
营业支出贡献（成本收入比）	-2.4%	0.2%	-0.2%	-0.4%	-1.4%	-1.4%	0.3%	1.3%
拨备贡献利润	-0.6%	6.6%	7.6%	9.0%	2.5%	3.2%	1.8%	0.5%
信贷拨备贡献利润	5.7%	11.6%	-1.6%	0.8%	-0.1%	1.3%	2.7%	1.6%
非信贷拨备贡献利润	-6.3%	-5.1%	9.2%	8.2%	2.6%	1.9%	-0.9%	-1.1%
营业外收支贡献	-0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
实际税率等变化贡献	0.3%	2.3%	3.8%	-0.7%	1.6%	0.0%	0.0%	-0.1%
归母净利润同比增长	4.8%	23.2%	15.1%	6.2%	-2.0%	-1.3%	-0.6%	1.2%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 3：招行 ROE 水平显著领先同业，息差、非息收入、信用成本均明显占优

ROE拆分（2024）	招商银行	中信银行	民生银行	浦发银行	兴业银行	平安银行	股份行平均
净利息收入(+)	1.82%	1.58%	1.27%	1.24%	1.43%	1.65%	1.42%
净息差(+)	1.98%	1.77%	1.39%	1.42%	1.61%	1.87%	1.59%
有效资产占比(+)	92%	89%	91%	87%	89%	88%	90%
非息收入(+)	1.09%	0.72%	0.49%	0.61%	0.62%	0.94%	0.66%
非息收入占比(+)	37%	31%	28%	33%	30%	36%	32%
周转率(+)	2.91%	2.30%	1.76%	1.85%	2.05%	2.58%	2.08%
营业支出(-)	1.02%	0.77%	0.72%	0.58%	0.63%	0.74%	0.68%
成本收入比(-)	34%	32%	40%	30%	30%	28%	32%
信用成本(-)	0.35%	0.66%	0.59%	0.75%	0.58%	0.87%	0.68%
其他(-)	0.31%	0.18%	0.08%	0.08%	0.14%	0.24%	0.15%
ROAA	1.23%	0.69%	0.36%	0.43%	0.71%	0.73%	0.57%
杠杆倍数	11.8	14.4	14.4	14.5	14.0	13.7	14.6
ROAE	14.5%	9.9%	5.2%	6.3%	9.9%	10.1%	8.3%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 4：2024 招行对公端主要聚焦制造业、基建类，房地产延续压降；零售端凸显韧性，主要投向小微及消费贷

增量 (亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
小微	302	177	176	36	487	310	260	145	427	136	73	105
按揭	97	41	51	(36)	(148)	42	(101)	176	(149)	13	80	325
信用卡	(165)	307	370	(71)	(25)	238	140	160	(192)	27	76	208
消费贷	151	128	129	55	452	249	257	34	529	233	136	48
其他	(24)	(12)	(12)	(12)	(13)	(8)	(9)	(9)	(10)	(9)	(6)	(7)
零售贷款	360	641	714	(27)	754	831	547	507	606	400	359	679
制造业	187	248	241	562	649	155	(29)	338	463	(218)	319	301
批零	97	88	(82)	226	163	(110)	(38)	167	177	(64)	14	173
房地产	93	(101)	(82)	(133)	16	(203)	(155)	(88)	202	(70)	(97)	(78)
租赁及商业服务业	39	(4)	(116)	(70)	111	71	51	(9)	82	66	(85)	93
基建类	186	90	18	218	451	(47)	(63)	272	572	90	(39)	231
其他对公	160	319	(131)	96	287	184	42	31	295	57	36	171
公司贷款	762	640	(151)	899	1,676	49	(191)	711	1,790	(140)	148	890
票据贴现	591	450	75	(259)	94	(777)	750	(494)	275	(638)	(245)	(309)
总贷款	1,703	1,731	638	613	2,524	103	1,105	724	2,671	(379)	261	1,260
存量 (占比)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
小微	19.8%	20.0%	20.1%	20.2%	21.3%	21.7%	22.1%	22.2%	23.1%	23.2%	23.2%	23.0%
按揭	46.2%	45.3%	44.4%	44.4%	42.9%	41.9%	40.9%	40.8%	39.7%	39.2%	39.1%	39.2%
信用卡	27.7%	28.1%	28.6%	28.4%	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%	26.7%	26.5%	26.4%	26.5%
消费贷	5.7%	6.0%	6.3%	6.5%	7.8%	8.3%	9.0%	8.9%	10.3%	10.9%	11.1%	11.1%
其他	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
零售贷款	54.9%	54.3%	55.0%	54.4%	53.3%	54.6%	54.5%	54.7%	53.4%	54.3%	54.7%	54.6%
制造业	17.3%	18.0%	19.3%	21.2%	22.5%	23.1%	23.2%	23.9%	24.0%	23.3%	24.4%	24.8%
批零	7.8%	8.0%	7.6%	8.4%	8.5%	8.0%	7.9%	8.3%	8.5%	8.2%	8.3%	8.6%
房地产	18.7%	17.6%	17.3%	15.9%	14.8%	13.9%	13.3%	12.5%	12.4%	12.2%	11.8%	11.1%
租赁及商业服务业	8.3%	8.0%	7.5%	6.8%	6.8%	7.1%	7.4%	7.1%	7.0%	7.3%	6.9%	7.0%
基建类	36.0%	35.3%	35.7%	35.2%	34.6%	34.3%	34.3%	34.4%	34.3%	34.8%	34.5%	34.2%
其他对公	11.9%	13.1%	12.6%	12.5%	12.8%	13.6%	13.9%	13.6%	13.8%	14.1%	14.2%	14.4%
公司贷款	36.1%	36.1%	35.5%	36.7%	37.9%	37.9%	36.9%	37.6%	38.9%	38.9%	39.0%	39.6%
票据贴现	9.0%	9.5%	9.5%	9.0%	8.8%	7.4%	8.5%	7.6%	7.8%	6.8%	6.4%	5.8%
总贷款	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 5：4Q24 招行活期存款占比回升至 52.2%，领先同业的零售客群基础是低存款成本的核心护城河

增量-亿元	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
活期存款	412	2,222	-1,414	4,133	-751	295	-2,736	475	-745	1,019	-2,489	4,998
公司活期	84	1,429	-1,832	1,418	-87	436	-1,836	307	-1,346	1,721	-2,105	3,006
零售活期	328	794	419	2,715	-664	-141	-901	168	601	-703	-384	1,992
定期存款	2,918	1,348	1,943	324	3,113	2,288	2,239	1,274	3,591	1,209	3,187	-1,359
公司定期	1,778	609	1,226	-986	1,418	1,076	822	155	2,265	-664	2,387	-1,235
零售定期	1,140	739	717	1,309	1,695	1,213	1,417	1,120	1,326	1,873	800	-124
总存款	3,330	3,571	529	4,457	2,361	2,584	-497	1,749	2,847	2,228	698	3,639
存量-占比	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
活期存款	63.7%	63.6%	61.1%	63.0%	60.1%	58.5%	55.5%	54.9%	52.1%	52.0%	48.7%	52.2%
公司活期	39.8%	39.8%	37.0%	36.7%	35.4%	34.8%	32.8%	32.4%	29.7%	31.0%	28.3%	30.5%
零售活期	23.8%	23.7%	24.1%	26.3%	24.7%	23.7%	22.7%	22.4%	22.4%	21.0%	20.4%	21.8%
定期存款	36.4%	36.4%	38.9%	37.0%	39.9%	41.5%	44.5%	45.1%	47.9%	48.0%	51.3%	47.8%
公司定期	23.7%	23.4%	24.9%	22.1%	23.3%	23.9%	25.1%	24.7%	26.6%	25.1%	27.7%	25.2%
零售定期	12.6%	13.0%	14.0%	14.9%	16.6%	17.6%	19.5%	20.4%	21.3%	22.9%	23.6%	22.6%
总存款	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 6：4Q24 招行净息差约 1.94%，资产定价虽仍有压力，但相对积极的是负债端低位再现改善

招商银行-季度收益率/成本率	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
净息差	2.51%	2.37%	2.36%	2.37%	2.29%	2.16%	2.11%	2.04%	2.02%	1.99%	1.97%	1.94%
生息资产收益率												
总贷款	4.68%	4.55%	4.48%	4.46%	4.41%	4.31%	4.24%	4.08%	4.07%	3.96%	3.91%	3.70%
投资	3.28%	3.24%	3.21%	3.24%	3.27%	3.22%	3.18%	3.21%	3.17%	3.12%	3.06%	2.99%
存放央行	1.41%	1.49%	1.57%	1.62%	1.65%	1.67%	1.72%	1.75%	1.70%	1.67%	1.70%	1.61%
同业资产	2.11%	1.78%	2.04%	2.49%	2.75%	2.85%	2.37%	3.23%	3.09%	2.92%	2.66%	2.62%
生息资产	3.97%	3.86%	3.86%	3.88%	3.86%	3.80%	3.72%	3.68%	3.65%	3.56%	3.49%	3.33%
付息负债成本率												
总存款	1.46%	1.52%	1.54%	1.55%	1.59%	1.63%	1.64%	1.64%	1.63%	1.58%	1.54%	1.40%
同业负债	1.65%	1.58%	1.58%	1.73%	1.97%	2.16%	1.99%	2.24%	2.26%	2.15%	2.04%	1.87%
应付债券	2.91%	2.95%	3.08%	3.09%	3.07%	3.12%	3.35%	3.45%	3.19%	2.90%	3.03%	3.05%
央行借款	2.36%	2.35%	2.35%	2.19%	2.12%	2.18%	2.16%	2.15%	2.18%	2.17%	2.17%	1.99%
其他	4.03%	4.08%	3.80%	3.28%	4.11%	3.69%	3.57%	3.73%	3.81%	3.72%	3.50%	3.20%
付息负债	1.58%	1.61%	1.61%	1.62%	1.68%	1.74%	1.73%	1.75%	1.75%	1.68%	1.64%	1.50%

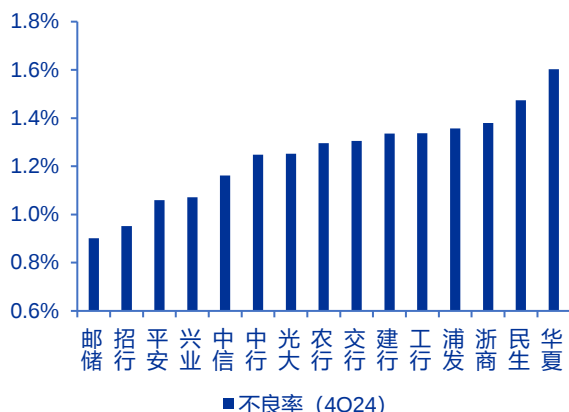
资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 7：招行低成本存款优势显著，在此基础上风险偏好并未过度下沉、贷款收益率相较同业相对落后

贷款收益率	2020	2021	2022	2023	2024	生息资产收益率	2020	2021	2022	2023	2024
招行	4.89%	4.67%	4.54%	4.26%	3.91%	招行	4.13%	3.98%	3.89%	3.76%	3.50%
中信	5.31%	4.99%	4.81%	4.56%	4.24%	中信	4.47%	4.24%	4.11%	3.95%	3.73%
民生	5.35%	4.96%	4.53%	4.32%	3.95%	民生	4.53%	4.21%	3.91%	3.80%	3.55%
浦发	5.09%	4.69%	4.55%	4.26%	3.88%	浦发	4.30%	4.06%	3.96%	3.82%	3.57%
兴业	5.30%	5.03%	4.81%	4.57%	4.20%	兴业	4.47%	4.36%	4.14%	4.00%	3.72%
光大	5.37%	5.11%	4.98%	4.75%	4.22%	光大	4.59%	4.42%	4.26%	4.07%	3.73%
华夏	5.34%	5.13%	4.85%	4.74%	4.38%	华夏	4.66%	4.52%	4.28%	4.02%	3.76%
平安	6.65%	6.09%	5.90%	5.43%	4.54%	平安	5.10%	4.95%	4.83%	4.58%	3.97%
浙商	5.59%	5.36%	5.12%	4.87%	4.45%	浙商	4.68%	4.61%	4.39%	4.16%	3.77%
股份行平均	5.50%	5.17%	4.95%	4.69%	4.23%	股份行平均	4.60%	4.42%	4.23%	4.05%	3.72%
招行-股份行平均	-0.61%	-0.50%	-0.41%	-0.43%	-0.32%	招行-股份行平均	-0.07%	-0.21%	-0.33%	-0.25%	-0.18%
存款成本率	2020	2021	2022	2023	2024	付息负债成本率	2020	2021	2022	2023	2024
招行	1.55%	1.41%	1.52%	1.62%	1.54%	招行	1.73%	1.59%	1.61%	1.73%	1.64%
中信	2.10%	2.00%	2.06%	2.12%	1.89%	中信	2.29%	2.25%	2.19%	2.20%	2.02%
民生	2.26%	2.18%	2.29%	2.31%	2.14%	民生	2.41%	2.40%	2.40%	2.43%	2.27%
浦发	2.10%	2.01%	2.10%	2.16%	1.97%	浦发	2.33%	2.29%	2.24%	2.33%	2.20%
兴业	2.26%	2.22%	2.26%	2.24%	1.98%	兴业	2.36%	2.34%	2.31%	2.34%	2.17%
光大	2.30%	2.22%	2.30%	2.32%	2.18%	光大	2.39%	2.35%	2.33%	2.39%	2.28%
华夏	1.88%	1.90%	2.03%	2.06%	1.96%	华夏	2.18%	2.26%	2.21%	2.25%	2.15%
平安	2.23%	2.04%	2.09%	2.20%	2.07%	平安	2.32%	2.21%	2.16%	2.27%	2.14%
浙商	2.64%	2.47%	2.29%	2.24%	2.10%	浙商	2.69%	2.54%	2.35%	2.35%	2.25%
股份行平均	2.22%	2.13%	2.18%	2.21%	2.04%	股份行平均	2.37%	2.33%	2.27%	2.32%	2.18%
招行-股份行平均	-0.67%	-0.72%	-0.66%	-0.58%	-0.50%	招行-股份行平均	-0.64%	-0.74%	-0.67%	-0.59%	-0.54%

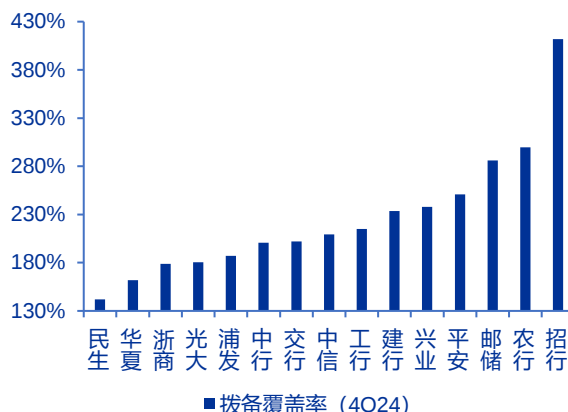
资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 1: 4Q24 招行不良率 0.95%，仅高于邮储银行，为全国银行第二低



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 2: 4Q24 招行拨备覆盖率约 412%，为全国银行最高水平



资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 8: 2024 年来，招行重点领域如房地产等风险持续改善

母行口径	不良贷款余额 (亿元)									不良率 (%)								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ
公司贷款	283	287	284	267	272	268	264	261	-0.9%	1.25	1.26	1.26	1.15	1.09	1.08	1.05	1.01	-5 bps
房地产	152	172	159	146	150	145	141	136	-3.8%	4.55	5.45	5.31	5.01	4.82	4.78	4.80	4.74	-6 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	283	279	285	305	311	319	329	350	6.2%	0.89	0.86	0.86	0.91	0.91	0.92	0.94	0.98	4 bps
小微	42	40	40	46	48	51	53	65	24.2%	0.62	0.56	0.55	0.61	0.60	0.63	0.65	0.79	15 bps
按揭	49	49	49	51	52	54	63	68	8.1%	0.36	0.35	0.36	0.37	0.38	0.40	0.46	0.48	3 bps
信用卡	155	142	156	164	163	164	164	166	0.7%	1.76	1.57	1.69	1.75	1.78	1.78	1.77	1.75	-3 bps
消费贷	24	27	29	33	37	39	39	41	5.7%	0.97	0.99	0.97	1.09	1.03	1.04	0.99	1.04	4 bps
其他	12	12	12	12	11	11	11	10	-5.5%	9.92	10.54	11.15	12.00	12.96	14.07	15.02	15.83	80 bps
总贷款	566	566	570	572	583	587	593	611	3.0%	0.95	0.95	0.94	0.93	0.91	0.92	0.92	0.93	1 bps
母行口径	关注贷款余额 (亿元)									关注率 (%)								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ
公司贷款	213	192	157	181	201	209	213	186	-13.0%	0.94	0.85	0.70	0.78	0.81	0.84	0.85	0.72	-14 bps
票据贴现	1	1	0	0	0	0	0	0	-	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0 bps
零售贷款	417	404	430	487	515	547	600	639	6.5%	1.31	1.24	1.29	1.44	1.50	1.58	1.71	1.79	8 bps
小微	23	21	25	26	29	34	39	40	2.3%	0.34	0.29	0.34	0.35	0.36	0.43	0.49	0.49	0 bps
按揭	105	95	115	131	144	158	175	179	2.6%	0.77	0.69	0.85	0.95	1.06	1.16	1.27	1.28	0 bps
信用卡	279	279	277	314	323	335	363	396	9.1%	3.16	3.08	3.01	3.35	3.53	3.64	3.91	4.17	26 bps
消费贷	9	9	12	15	18	20	23	23	2.3%	0.35	0.34	0.39	0.51	0.52	0.54	0.58	0.58	1 bps
其他	1	1	1	1	0	0	0	0	2.3%	0.81	0.73	0.78	0.74	0.54	0.62	0.62	0.70	9 bps
总贷款	630	597	587	668	717	756	813	825	1.4%	1.06	1.00	0.96	1.08	1.11	1.18	1.27	1.26	-1 bps
母行口径	逾期贷款余额 (亿元)									逾期率 (%)								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ
公司贷款	301	300	264	259	263	296	247	244	-1.3%	1.33	1.32	1.18	1.11	1.05	1.19	0.99	0.94	-5 bps
票据贴现	0	0	0	0	0	0	0	0	-	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-
零售贷款	419	423	425	477	519	558	601	623	3.7%	1.32	1.29	1.28	1.41	1.51	1.61	1.71	1.74	3 bps
小微	45	44	47	52	56	63	69	80	16.6%	0.66	0.63	0.64	0.70	0.71	0.78	0.84	0.97	13 bps
按揭	61	66	68	75	82	94	112	114	2.0%	0.45	0.48	0.50	0.54	0.60	0.69	0.81	0.81	0 bps
信用卡	274	270	264	299	324	339	358	419	16.9%	3.11	2.98	2.87	3.20	3.53	3.69	3.86	4.42	55 bps
消费贷	27	31	34	39	46	50	51	52	1.6%	1.09	1.13	1.13	1.31	1.30	1.33	1.31	1.31	0 bps
其他	12	12	12	12	11	11	11	10	-4.8%	9.97	10.61	11.24	12.11	12.94	14.25	15.26	16.20	94 bps
总贷款	720	723	689	736	736	854	847	867	2.3%	1.21	1.21	1.13	1.19	1.14	1.33	1.32	1.32	0 bps
母行口径	不良生成率 (累计, 年化, bps)									不良生成率 (单季, 年化, bps)								
	1Q23	1H23	9M23	2023	1Q24	1H24	9M24	2024	YoY	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	QoQ
公司贷款	56	52	56	59	51	44	43	46	-14	47	46	62	69	51	39	36	55	19
零售(除信用卡)	44	38	38	39	52	51	57	64	24	33	32	37	43	52	51	67	83	16
信用卡	475	457	439	425	431	436	426	418	-7	447	440	406	388	431	438	421	411	-10
总贷款	110	104	103	103	103	100	102	105	2	98	97	99	101	103	98	101	114	13

资料来源：公司财报，申万宏源研究

表 9：截至 4Q24，招行零售客户数约 2.1 亿户，零售 AUM 突破 14.9 万亿，持续稳步夯实的客群基础及管理规模在经济修复和零售复苏大潮中弹性更足

AUM (亿元)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
零售AUM	113,393	117,177	119,596	121,230	125,354	128,400	130,804	133,211	138,572	142,031	143,449	149,267
金葵花及以上客户AUM	92,563	95,714	97,604	98,666	101,895	104,682	106,638	108,197	112,431	115,804	117,017	122,243
其中：私行客户	35,008	36,479	37,410	37,924	38,864	40,158	41,144	-	-	-	-	-
零售AUM-YoY	18.2%	17.4%	15.3%	12.7%	10.5%	9.6%	9.4%	9.9%	10.5%	10.6%	9.7%	12.1%
金葵花及以上客户AUM-YoY	17.5%	16.4%	14.4%	11.7%	10.1%	9.4%	9.3%	9.7%	10.3%	10.6%	9.7%	13.0%
其中：私行客户-YoY	17.3%	16.6%	14.6%	11.7%	11.0%	10.1%	10.0%	-	na	na	na	na
金葵花及以上客户AUM占比	81.6%	81.7%	81.6%	81.4%	81.3%	81.5%	81.5%	81.2%	81.1%	81.5%	81.6%	81.9%
私行客户占比	30.9%	31.1%	31.3%	31.3%	31.0%	31.3%	31.5%	-	-	-	-	-

客户数 (万户)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
零售客户数	17,600	17,800	18,200	18,400	18,700	19,000	19,400	19,700	19,900	20,200	20,600	21,000
金葵花及以上客户数	389.5	402.4	409.5	414.3	433.0	444.2	452.9	464.1	486.9	499.6	506.6	523.6
其中：私行客户	12.5	13.0	13.3	13.5	13.9	14.3	14.6	14.9	15.3	15.8	16.0	16.9

客户增量 (万户)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
零售客户数	300	200	400	200	300	300	400	300	200	300	400	400
金葵花及以上客户数	22.3	12.9	7.1	4.8	18.6	11.2	8.8	11.1	22.9	12.7	6.9	17.0
其中：私行客户	0.31	0.48	0.34	0.14	0.38	0.46	0.29	0.27	0.43	0.53	0.11	0.95

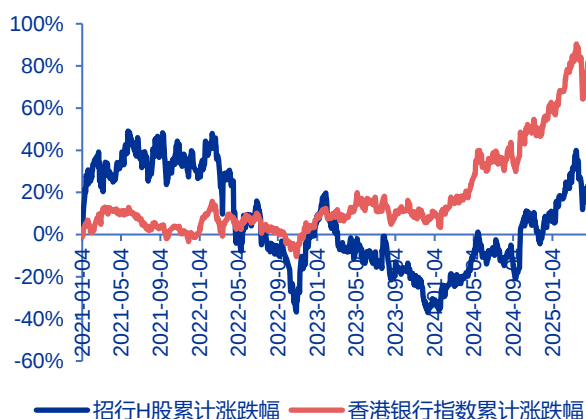
资料来源：公司财报，申万宏源研究

投资分析意见：攻守兼备标杆，首次覆盖给予“买入”评级

2024 年以来，受益高股息（招行 H 股股息率 5%）、博弈经济复苏考量下提前布局超跌催化，招行已收获一轮估值修复。2024 年初以来至 2025 年 4 月 24 日，招行 H 累计上涨 77.5%，跑赢 Wind 香港银行指数 14pct，绝对及相对收益突出。究其原因，一方面前期超跌叠加分红率提升至 35%，高股息优势进一步突出、收获资金青睐；另一方面，稳增长政策预期下，招行凭借其优秀的基本面和板块标杆属性，在博弈经济复苏的思路下同样获资金左侧布局。

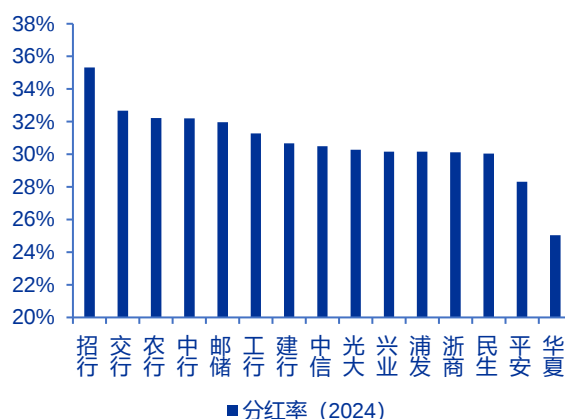
尤为需要关注的是，今年以来招行 H 股持续收获险资等中长期资金增持甚至举牌（据港交所披露，1 月 10 日-3 月 26 日，中国平安对招行 H 股持股比例由 4.97% 提升至 11.41%，两次触发举牌，以区间均价计算增持金额约 133 亿港元），我们认为这一趋势仍将持续，确定性增量资金将继续推动标杆银行估值修复。

图 3：2024 年来，受益高股息催化及博弈经济复苏双重因素，招商银行已收获一轮估值修复



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2024 年招行分红率高位提升至 35.3%，位列国股行第一



资料来源：公司财报，申万宏源研究

作为行业标杆，招商银行持续体现盈利稳、风险稳、分红优的出色表现，现阶段 H 股股息率对应约 5%，高股息优势突出，更有望直接受益险资蓝海资金加持；后续若政策催化持续落地，零售及地产复苏好于预期，顺周期催化下招行也有望率先启动，实际具备“攻守兼备”的稀缺特质。预计 2025-2027 年归母净利润增速分别为 3.3%、5.2%、9.6%，当前股价对应 2025 年 PB 为 0.90 倍，综合考虑招行明显优于同业的基本面（ROE 全国性银行第一）和稀缺的“攻守兼备”属性，给予 1.13x25 年目标 PB（结合 PB-BAND 分析，过去 10 年中枢水平约 1.4xPB），对应上行空间 25%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：经济复苏低于预期，息差持续承压；零售等尾部风险暴露，资产质量超预期劣化。

表 10：可比公司估值表（收盘价截至 2025 年 4 月 24 日）

银行	不良率		拨备覆盖率		ROE		PB-H股		股息率-H股	
	3Q24	4Q24	3Q24	4Q24	9M24	2024	24A	25E	24A	25E
中信银行	1.17%	1.16%	216.0%	209.4%	9.99%	9.92%	0.45	0.43	6.3%	6.5%
民生银行	1.48%	1.48%	146.3%	149.0%	6.69%	5.19%	0.26	0.25	5.8%	6.8%
中国光大银行	1.25%	1.25%	170.7%	153.6%	10.24%	7.93%	0.37	0.35	6.3%	6.5%
浙商银行	1.43%	1.43%	175.3%	173.3%	10.38%	8.49%	0.38	0.36	6.9%	6.9%
平均	1.31%	1.30%	178.0%	172.3%	9.32%	7.88%	0.37	0.35	6.3%	6.7%
招商银行	0.94%	0.95%	432.2%	412.0%	15.38%	14.49%	0.99	0.90	4.9%	5.0%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

表 11: 招商银行盈利预测表

Income statement 利润表 (百万元, RMB mn)						同比增速 (%)				
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net interest income 净利息收入	214,669	211,277	218,116	225,271	241,318	-1.6%	-1.6%	3.2%	3.3%	7.1%
Non-interest income 非利息收入	124,454	126,211	126,211	133,784	143,149	-1.7%	1.4%	0.0%	6.0%	7.0%
Net fee income 净手续费收入	84,108	72,094	72,094	79,303	87,234	-10.8%	-14.3%	0.0%	10.0%	10.0%
Operating income 营业收入	339,123	337,488	344,327	359,054	384,467	-1.6%	-0.5%	2.0%	4.3%	7.1%
Operating expenses 营业支出	(120,991)	(117,650)	(116,709)	(116,709)	(119,043)	-0.9%	-2.8%	-0.8%	0.0%	2.0%
Taxes and surcharges 营业税	(2,963)	(2,950)	(2,927)	(3,052)	(3,268)	-1.4%	-0.4%	-0.8%	4.3%	7.1%
PPOP 拨备前营业利润	218,132	219,838	227,618	242,345	265,424	-2.1%	0.8%	3.5%	6.5%	9.5%
Impairment losses on assets 资产减值损失	(41,469)	(40,819)	(43,242)	(50,673)	(55,493)	-28.0%	-1.6%	5.9%	17.2%	9.5%
Loan impairment charges 贷款减值损失	(46,635)	(43,608)	(44,915)	(52,179)	(57,300)	3.3%	-6.5%	3.0%	16.2%	9.8%
Operating profit 营业利润	176,663	179,019	184,376	191,673	209,931	7.0%	1.3%	3.0%	4.0%	9.5%
Other operating income/(expense), net 营业外收支净额	(45)	(367)	(385)	(405)	(425)	4.7%	715.6%	5.0%	5.0%	5.0%
Profit before taxation 利润总额	176,618	178,652	183,991	191,268	209,506	7.0%	1.2%	3.0%	4.0%	9.5%
Income tax 所得税	(28,612)	(29,093)	(29,439)	(28,690)	(31,426)	10.8%	1.7%	1.2%	-2.5%	9.5%
Net profit 净利润	148,006	149,559	154,553	162,578	178,080	6.3%	1.0%	3.3%	5.2%	9.5%
Minority interest 少数股东权益	(1,404)	(1,168)	(1,226)	(1,288)	(1,352)	na	na	na	na	na
NPAT 归属股东净利润	146,602	148,391	153,326	161,290	176,728	6.2%	1.2%	3.3%	5.2%	9.6%
AT1 shareholders 优先股股息	4,558	5,581	5,581	5,581	5,581	-13.0%	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%
NPAT-ordinary shareholders 普通股股东净利润	142,044	142,810	147,745	155,709	171,147	7.0%	0.5%	3.5%	5.4%	9.9%
Balance sheet 资产负债表 (百万元, RMB mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Total loans 贷款总额	6,508,865	6,888,315	7,370,497	7,886,432	8,438,482	7.6%	5.8%	7.0%	7.0%	7.0%
Total deposits 存款总额	8,155,438	9,096,587	9,778,831	10,512,243	11,300,662	8.2%	11.5%	7.5%	7.5%	7.5%
NPLs 不良贷款余额	61,579	65,610	69,175	74,515	79,412	6.2%	6.5%	5.4%	7.7%	6.6%
Loan provisions 贷款损失准备	269,534	270,301	279,570	298,946	320,331	3.1%	0.3%	3.4%	6.9%	7.2%
Total assets 资产总额	11,028,483	12,152,036	13,025,060	13,962,089	14,978,020	8.8%	10.2%	7.2%	7.2%	7.3%
Total liabilities 负债总额	9,942,754	10,918,561	11,689,677	12,516,568	13,403,313	8.3%	9.8%	7.1%	7.1%	7.1%
Equity attributable to parent company 母公司所有者权益	1,076,370	1,226,014	1,327,548	1,437,295	1,566,071	13.8%	13.9%	8.3%	8.3%	9.0%
Other equity instruments 优先股及其他	150,446	180,446	180,446	180,446	180,446	24.9%	19.9%	0.0%	0.0%	0.0%
Interest earning assets (avg. balance) 平均生息资产	9,987,796	10,686,141	11,715,691	12,513,174	13,461,663	10.0%	7.0%	9.6%	6.8%	7.6%
Per share data (Yuan) 每股数据 (元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Shares 普通股股本 (百万股)	25,220	25,220	25,220	25,220	25,220	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	5.63	5.66	5.86	6.17	6.79	7.0%	0.5%	3.5%	5.4%	9.9%
BVPS	36.71	41.46	45.48	49.84	54.94	12.2%	12.9%	9.7%	9.6%	10.2%
DPS	1.97	2.00	2.07	2.18	2.40	13.5%	1.4%	3.5%	5.4%	9.9%
PPOP/sh	8.65	8.72	9.03	9.61	10.52	-2.1%	0.8%	3.5%	6.5%	9.5%
Main indicators 主要指标 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ROA	1.40%	1.29%	1.23%	1.20%	1.23%	-0.04%	-0.11%	-0.06%	-0.02%	0.03%
ROE	16.2%	14.5%	13.5%	13.0%	13.0%	-0.83%	-1.74%	-1.01%	-0.52%	0.00%
NIM 净息差	2.15%	1.98%	1.86%	1.80%	1.79%	-0.25%	-0.17%	-0.12%	-0.06%	-0.01%
Cost-to-income ratio 成本收入比	34.80%	33.99%	33.04%	31.65%	30.11%	0.27%	-0.82%	-0.94%	-1.39%	-1.54%
Effective tax rate 有效所得税率	16.20%	16.28%	16.00%	15.00%	15.00%	0.56%	0.08%	-0.28%	-1.00%	0.00%
LDR 贷存比	79.81%	75.72%	75.37%	75.02%	74.67%	-0.49%	-4.09%	-0.35%	-0.35%	-0.35%
NPL ratio 不良率	0.95%	0.95%	0.94%	0.94%	0.94%	-0.01%	0.01%	-0.01%	0.01%	0.00%
Provision coverage ratio 拨备覆盖率	437.70%	411.98%	404.15%	401.19%	403.38%	-13.09%	-25.72%	-7.83%	-2.96%	2.19%
Provision ratio 拨贷比	4.14%	3.92%	3.79%	3.79%	3.80%	-0.18%	-0.22%	-0.13%	0.00%	0.01%
Credit cost 信用成本	0.74%	0.65%	0.63%	0.68%	0.70%	-0.03%	-0.09%	-0.02%	0.05%	0.02%
Non-interest income/operating income 非息收入占比	36.70%	37.40%	36.65%	37.26%	37.23%	0.00%	0.70%	-0.74%	0.61%	-0.03%
Net fee income/operating income 净手续费收入占比	24.80%	21.36%	20.94%	22.09%	22.69%	-2.54%	-3.44%	-0.42%	1.15%	0.60%
Core tier 1 CAR 核心一级资本充足率	13.73%	14.86%	15.25%	15.18%	15.21%	0.05%	1.13%	0.39%	-0.06%	0.03%
Tier 1 CAR 一级资本充足率	16.01%	17.48%	17.63%	17.35%	17.18%	0.26%	1.47%	0.15%	-0.28%	-0.17%
CAR 资本充足率	17.88%	19.05%	18.71%	18.43%	18.27%	0.11%	1.17%	-0.34%	-0.28%	-0.17%

资料来源: Wind, 公司财报, 申万宏源研究

表 12：港股重点上市银行估值比较表（收盘价日期：2025 年 4 月 24 日）

上市银行	代码	收盘价 (港元)	自由流通市值 (亿港元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				24A	25E	24A	25E	24A	25E	24A	25E	24A	25E
工商银行	1398.HK	5.40	4,687	5.10	4.96	0.49	0.46	10.0%	9.6%	0.78%	0.74%	6.1%	6.3%
建设银行	0939.HK	6.81	6,644	4.82	4.73	0.50	0.47	10.7%	10.2%	0.85%	0.82%	6.4%	6.5%
农业银行	1288.HK	4.68	1,439	5.79	5.50	0.59	0.55	10.5%	10.3%	0.68%	0.66%	5.6%	5.9%
中国银行	3988.HK	4.33	3,621	5.35	5.18	0.49	0.46	9.6%	9.2%	0.75%	0.71%	6.0%	6.2%
邮储银行	1658.HK	4.79	762	5.51	5.43	0.53	0.50	9.9%	9.5%	0.53%	0.49%	5.9%	6.0%
招商银行	3968.HK	44.15	1,671	7.24	7.00	0.99	0.90	14.5%	13.5%	1.29%	1.23%	4.9%	5.0%
中信银行	0998.HK	6.09	703	4.83	4.71	0.45	0.43	9.9%	9.4%	0.75%	0.74%	6.3%	6.5%
民生银行	1988.HK	3.59	273	5.22	4.46	0.27	0.26	5.2%	5.9%	0.42%	0.47%	5.8%	6.7%
中国光大银行	6818.HK	3.21	151	4.78	4.61	0.37	0.35	7.9%	7.7%	0.61%	0.62%	6.3%	6.6%
重庆银行	1963.HK	6.98	42	4.70	4.35	0.42	0.39	9.2%	9.2%	0.68%	0.66%	6.4%	6.9%
重庆农村商业银行	3618.HK	5.64	123	5.24	4.95	0.47	0.45	9.4%	9.3%	0.80%	0.79%	5.8%	6.2%
H 股板块平均				5.29	5.13	0.54	0.50	10.4%	10.0%	0.81%	0.78%	6.0%	6.2%

资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

注：股息收益率=预测 DPS/收盘价，预测 DPS=归属普通股股东净利润*分红率/总股本，其中分红率假设持平最新报告期、归属普通股股东净利润及股本来自盈利预测。

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。