

## 增长平稳，负债成本优势突出

### 投资要点：

- 营收持续平稳增长，负债业务优势突出。招商银行 2013 年实现营业收入 1326 亿元，归属于母公司股东的净利润 517 亿元。公司 2013 年四季度总资产环比增长 75%，全年规模增长 18%，资产结构有所调整，全年存贷款分别增长 9.6%/15.3%，同业业务占比趋势性增加。信贷结构继续向“两小”倾斜，“两小”贷款余额合计 6155 亿元，比年初增加 2379 亿元，增幅 63%，小微企业贷款余额为同比增长 78%，小微企业贷款占零售贷款比重达到 40%，较年初提高 14%。
- 净息差环比下降 1BP 至 2.82%。公司四季度贷款收益率为 6.1%，与年中持平；存款成本率为 1.88%，较中期上升 3BP，利率市场化导致的金融脱媒和同业存款占比增加对负债成本产生了一定影响，但公司负债成本优势依旧突出。受生息资产规模扩张影响，公司净利息收入季度环比增加了 4.8%。预计 2014 年，公司 NIM 将继续平稳收窄。
- 中间业务保持良好增长态势，手续费及佣金收入年增速 48%。公司四季度手续费及佣金收入环比基本持平。全年公司实现非利息净收入 337 亿元，手续费及佣金收入增加 95 亿元，增幅 48%，位居股份制银行之首。使得非息收入占比增长了 3.36% 至 25.41%，显示了公司多元化结构将为中间收入的增长带来内生动力。公司在托管及其他受托业务佣金、银行卡手续费、财务顾问费及代理服务手续费的持续增长。2014 年，我们预计随着公司多元化战略的转移，中间业务收费水平仍能保持较高增速。
- 不良双升，预计维持与行业同等增速。公司 2013 年不良贷款余额为 183 亿元，不良率 0.83%，环比三季度分别上升 12 亿、4BP，上升速度有所放缓。公司年末拨备覆盖率 266%，环比分别下降 15%，拨贷比 2.22%，环比基本持平，信用成本 0.5%。不良贷款增量 77% 集中在制造业、批发和零售业两个行业，未来随着经济下行风险的加大，公司不良贷款生成存在一定压力，信用成本将维持在此等水平。
- 盈利预测与投资评级。公司收入增长相对平稳，非存贷款类业务扩张较快，资产质量仍然承压，配股后资本/一级资本充足率分别为 11.14%、9.3%，相对较好但资本消耗有所提速。预计 2014~16 年 EPS 分别为 2.35、2.67、2.93 元，对应 PE4.2、3.7、3.4 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示。利率市场化导致的利率上升息差收窄、资产质量大幅恶化的风险。

### 公司财务数据及预测

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	132604	150240	167969	184329
增长率(%)	17	13.3	11.8	9.74
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	51743	59039	66773	73784
增长率(%)	14.3	14.1	13.1	10.5
EPS(元)	2.03	2.35	2.67	2.93
P/E(倍)	4.9	4.2	3.7	3.4
P/B(倍)	0.92	0.80	0.69	0.61

## 招商银行 (600036.SH)

分析师：于娃丽

执业证书编号：S0050511040003

Tel：010-59355991

Email：yuwl@chinans.com.cn

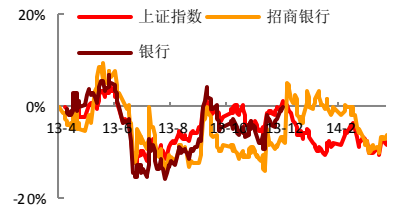
### 投资评级

本次评级：增持  
 跟踪评级：首次  
 目标价格：

### 市场数据

市价(元) 9.86  
 上市的流通 A 股(亿股) 206.29  
 总股本(亿股) 252.2  
 52 周股价最高最低(元) 14.1-9.41  
 上证指数/深证成指 2041.71/  
 7165.57  
 2013 年股息率 0%

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

数据来源：民族证券

## 分析师简介

于娃丽，2007年4月毕业于天津大学。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责银行业及上市公司的研究工作。

## 联系人简介

## 分析师承诺

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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)