规模快速扩张，盈利增长平稳

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

投资要点：

- 营收增长较快，存款增速良好。招商银行 2014 年一季度实现营业收入 409 亿元，同比增长 32.5%；归属于母公司股东的净利润 149 亿元，同比增长 14.8%。公司 2014 年一季度总资产比年初增长 9.7%，贷款增长 6.9%，规模扩张速度较快，同业业务占比趋势性增加；存款增速加快，比年初增长 10.2%；受贷款产品种类调整，“两小”贷款规模增速放缓，贷款余额 5981 亿元，比年初增加 331 亿元，增幅 5.86%，占一般性贷款的比重为 29.9%。
- 净息差环比下降 14BP 至 2.65%。从资产端来看，升息资产收益率环比上涨 13BP；从负债端看，受同业存拆放款项和客户存款成本率上升影响，计息负债成本率环比上涨 34BP，导致 2014 年一季度净利差及净息差环比均下降 0.14 个百分点；受生息资产规模扩张增速低于计息负债影响，公司净利息收入季度环比下降了 0.6 个百分点。预计二季度，公司 NIM 仍可能小幅收窄。
- 中间业务保持良好增长态势，手续费及佣金收入同比增 79%。公司一季度实现净手续费及佣金收入 109 亿元，同比增长 79%，单季度环比增长 55%，主要是信贷承诺及贷款业务佣金、托管及其他受托业务佣金、财务顾问收入增加，净手续费及佣金收入在营业收入中的占比为 28%，同比上升 7 个百分点，公司中间业务表现出色。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，信用成本维持高位。公司 2014 年一季度不良贷款余额为 196 亿元，不良率 0.92%，环比分别上升 15 亿、2BP，上升速度有所放缓。公司加大了拨备计提力度，2014 年一季度资产减值准备 74 亿元，抵消了不良上涨的压力，使得拨备覆盖率环比上升 2BP 至 268%。同时公司继续加大不良处置力度，共核销处置 26 亿元，信用成本环比上涨 74BP 至 1.24%。预计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，信用成本将维持在高位。
- 盈利预测与投资评级。公司规模扩张速度较快，维持了较高收入增长，盈利增速相对平稳，带来资本消耗增加，资本/一级资本充足率分别为 10.9%、9.09%，环比下降。预计 2014～16 年 EPS 分别为 2.35、2.67、2.93 元，对应 PE4.3、3.8、3.4 倍，维持“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)	132,604	150,240	167,969	184,329
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)	73,969	73,969	73,969	73,969
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	4.3	3.8	3.4
P/B(倍)	1.0	0.8	0.7	0.6

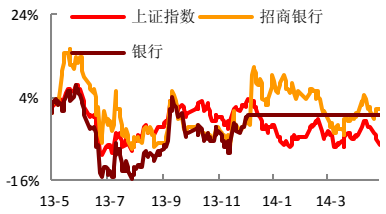
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	

市场数据

市价(元)	10.06
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	2003.49/ 7240.46
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 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)