

中间业务增长显著 不良生成放缓

投资要点：

- **盈利增速超预期。**招商银行 2015 年 1 季度实现营业收入 507 亿元，同比增长 24%，主要是由于中间业务的高速增长所致；拨备计提仍维持在较高水平，归属于母公司股东的净利润 172 亿元，同比增长 15%，高于市场预期，每股收益 0.68 元。2015 年 1 季度公司资产规模 4.9 万亿，较年初增长 3.7%，存款及贷款同比分别增长 0.8%、4.3%；存款增速放缓。
- **中间业务增长仍维持高速，成为营收持续增长的重要因素。**招商银行一季度手续费及佣金收入 156 亿，较去年同期上升 49%，在营业收入占比中提升了 5.2 个百分点至 31.8%，主要是财富管理、代理基金等业务的快速增长所致，其中财富管理手续费及佣金收入 64 亿元，同比增长 82.60%。
- **净息差季度环比上升 18BP。**招商银行凭借其在零售业务方面的优势，零售低成本活期存款占比上升，同时流动性较为宽松环境下同业资金成本率也明显下降，共同推动负债端成本率下行，带动 NIM 同比上升 14BP，1 季度单季环比上升 18BP；但由于公司存款增速放缓，将制约贷款投放力度，且利率市场化推高负债成本，或将使 2015 年净息差持续增长面临较大的压力。
- **不良贷款生成速度放缓。**招商银行 2015 年 1 季度不良贷款余额 322 亿元；不良贷款率 1.24%，比年初分别上升 47 亿、13BP，加之 1 季度核销 40 亿，新增不良贷款与 2014 年 4 季度基本持平，不良贷款生成速度有所放缓；针对产能过剩行业贷款进一步加大拨备计提，公司 1 季度计提拨备 77 亿元，不良贷款拨备覆盖率 220%，比年初下降 9.7 个百分点；贷款拨备率 2.97%，比年初上升 0.2 个百分点。
- **盈利预测与投资评级。**2015 年上招商银行将发展重点回归到其具有优势的零售领域，同时公司的员工持股计划不仅提升公司的资本充足率，而且对公司的战略发展起到了正面的效果，公司的盈利能力值得期待。目前高级计量法计算的公司资本/一级资本充足率分别为 12.12%、10.28%。预计 2015~17 年 EPS 分别为 2.44、2.66、2.90 元（未摊薄），维持“买入”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	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	165,863	187,093	207,187	225,213
增长率(%)	25.1	12.8	10.7	8.7
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	56,049	61,542	67,142	73,252
增长率(%)	8.1	9.8	9.1	9.1
EPS(元)	2.22	2.44	2.66	2.90
P/E(倍)	8.3	7.6	6.9	6.4
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3

数据来源：民族证券

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

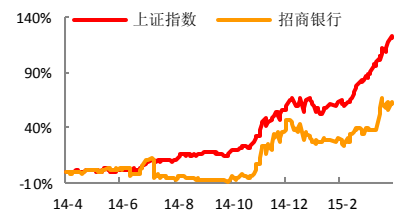
投资评级

本次评级：买入
跟踪评级：维持
目标价格：

市场数据

市价(元) 18.36
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) 19.45-9.63
上证指数/深证成指 4476.22/
14707.25
2014 年股息率 0%

52 周相对市场改变



相关研究

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)