



2015年8月28日

市场焦点

评级: 买入

目标价: 5.38 港元

H-股股价 (港元) 3.17  
 预测股价上升空间 69.72%  
 预测 2015 年股息率 7.39%  
 预测总投资回报 77.11%

过往评级&目标价 买入; 5.38 港元  
 日期 7月16日, 2015

研究员: 欧宇恒  
 电话: (852) 2147 8802  
 邮件: johannesau@abci.com.hk

**主要数据**

52 周高/低价(港元)	4.55/3.08
发行股数 (百万)	324,794
H-股(百万)	30,739
A-股(百万)	294,055
市值	
H-股(百万港元)	97,442
A-股(百万港元)	1,059,816
3 个月日均成交额(百万港元)	641.83
主要股东 (%):	
汇金	40.28

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

**1H15 年收入组成(%)**

批发银行	52.6
零售银行	37.1
金融市场业务	7.7
其他	2.6

来源: 公司, 农银国际证券

**股价表现(%)**

	绝对	相对*
1 个月	(9.7)	1.8
3 个月	(20.4)	0.0
6 个月	(12.9)	(1.0)

\*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

**1 年股价表现 (港元)**



来源: 彭博

# 农业银行(1288 HK)

## 积极加强风险缓冲能力, 重申买入

- 农行 15 年上半年净利润占我们全年预测的 54.8%，这意味着如果手续费收入势头在 15 年下半年有所恢复，全年盈利可为我们带来惊喜
- 持续增加贷款拨备反映资产质量压力加大，并同时为了加强抗风险能力
- 15 年上半年净息差同比收窄 15 个基点，我们认为县域业务较底的存款成本仍为农行的关键竞争优势
- 考虑低估值和高股息收益率，农行仍为我们行业首选之一。农行目前的价格相当于 16 年预测市账率 0.63 倍，重申买入评级

**手续费收入增长持平导致利润增长放缓。**农行 15 年上半年的净利润为人民币 1043.15 亿元，同比增长 0.3%，并占我们全年预测的 54.8%。其中净利息收入同比增长 4.8%，手续费收入则同比持平。手续费收入增长动力主要来自代理佣金收入（同比增加 22%）、银行卡手续费（同比增加 12.4%）及电子银行服务费（同比增加 13.5%），但另一方面来自结算与清算及顾问和咨询的手续费收入则见下滑。然而，如果农行下半年手续费收入势头能有所恢复，全年净利润将有望超出我们预期。

**1H15 仍见高贷款拨备。**与同业情况相似，自 14 年下半年起高贷款拨备成为利润增长放缓的主要原因之一。农行 15 年上半年贷款拨备同比上升 35.9%。尽管农行不良贷款率在 15 年上半年增幅略高于我们预期(环比上升 29 个基点至 1.83%，当中县域银行业务的不良贷款率环比上升 36 个基点至 2.18%)，我们认为农行实为借此机会提高拨备以增强其抗风险能力。截至 2015 年 6 月底，农行拨备覆盖率和拨备率分别为 238.99%和 4.37%，在行业中属高水平。

**县域银行业务有助面对净息差的挑战。**我们乐于见到农行净息于 15 年上半年同比只收窄 15 个基点至 2.78%，当中贷款收益率受降息周期重定价影响同比下降 22 个基点，而存款成本则同比上升 7 个基点。我们认为农行的县域银行业务相对较低的存款成本仍为农行的关键竞争优势，有助面对降息周期及中国经济新常态所带来的冲击。

**股息回报率仍有保证, 重申买入。**现时农行的 15 年预测股息收益率为 7.39%。考虑其较强的抗风险能力及县城业务优势，农行仍是我们行业首选之一。农行目前的价格相当于 16 年预测市账率 0.63 倍，重申买入评级。

**风险因素:** 1) 利率市场化步伐快于预期; 2) 来自非银行金融机构的竞争; 3) 资产质量严重恶化，贷款需求转为疲弱; 4) 影响银行的经营和盈利能力的新政策。

**业绩和估值**

财年截至31/12	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元人民币)	465,771	524,126	572,975	629,938	688,808
同比变化(%)	9.6	12.5	9.3	9.9	9.3
净利润 (百万元)	166,315	179,461	190,207	206,736	221,491
同比变化(%)	14.6	7.9	6.0	8.7	7.1
每股盈利 (元)	0.51	0.55	0.59	0.64	0.68
同比变化(%)	14.6	7.9	6.0	8.7	7.1
每股净资产 (元)	2.60	3.17	3.58	4.02	4.49
同比变化(%)	12.4	22.3	12.7	12.4	11.8
市盈率 (倍)	4.95	4.59	4.33	3.98	3.72
市账率 (倍)	0.98	0.80	0.71	0.63	0.56
资产回报率 (%)	20.88	19.15	17.35	16.76	16.02
股本回报率 (%)	1.20	1.18	1.12	1.09	1.05
每股股息 (元)	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21
股息收益率 (%)	6.98	7.18	7.39	7.78	8.34

来源: 彭博、农银国际证券预测



**综合利润表 (2013A-2017E)**

截至12月31日 (人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利息收入	376,202	429,891	466,540	510,269	556,434
非利息收入	89,569	94,235	106,435	119,669	132,375
其中：手续费和佣金收入	83,171	80,123	90,285	101,445	114,151
<b>运营收入</b>	<b>465,771</b>	<b>524,126</b>	<b>572,975</b>	<b>629,938</b>	<b>688,808</b>
运营成本	(181,146)	(204,570)	(233,682)	(266,109)	(302,922)
摊销	(17,461)	(19,328)	(21,647)	(24,245)	(24,245)
<b>拨备前运营利润</b>	<b>267,164</b>	<b>300,228</b>	<b>317,646</b>	<b>339,584</b>	<b>361,641</b>
贷款减值损失	(52,990)	(67,971)	(70,554)	(71,018)	(73,914)
<b>税前利润</b>	<b>214,174</b>	<b>232,257</b>	<b>247,091</b>	<b>268,565</b>	<b>287,727</b>
应交税费	(47,963)	(52,747)	(56,831)	(61,770)	(66,177)
-少数股东权益	104	(49)	(54)	(59)	(59)
<b>净利润</b>	<b>166,315</b>	<b>179,461</b>	<b>190,207</b>	<b>206,736</b>	<b>221,491</b>
<b>增长率 (%)</b>					
净利息收入	10.0	14.3	8.5	9.4	9.0
非利息收入	7.8	5.2	12.9	12.4	10.6
其中：手续费和佣金收入	11.1	(3.7)	12.7	12.4	12.5
<b>运营收入</b>	<b>9.6</b>	<b>12.5</b>	<b>9.3</b>	<b>9.9</b>	<b>9.3</b>
运营成本	8.3	12.9	14.2	13.9	13.8
摊销	12.7	10.7	12.0	12.0	12.0
<b>拨备前运营利润</b>	<b>10.3</b>	<b>12.4</b>	<b>5.8</b>	<b>6.9</b>	<b>6.5</b>
贷款减值损失	(2.3)	28.3	3.8	0.7	4.1
<b>税前利润</b>	<b>14.0</b>	<b>8.4</b>	<b>6.4</b>	<b>8.7</b>	<b>7.1</b>
应交税费	12.1	10.0	7.7	8.7	7.1
-少数股东权益	(381.1)	(147.1)	10.0	10.0	10.0
<b>净利润</b>	<b>14.6</b>	<b>7.9</b>	<b>6.0</b>	<b>8.7</b>	<b>7.1</b>
<b>每股数据 (人民币元)</b>					
每股盈利	0.51	0.55	0.59	0.64	0.68
每股净资产	2.60	3.17	3.58	4.02	4.49
每股派息	0.18	0.18	0.19	0.20	0.21
<b>主要比率 (%)</b>					
净利息收益率	2.79	2.92	2.83	2.77	2.70
净息差	2.64	2.76	2.47	2.30	2.12
成本收入比	38.89	39.03	40.78	42.24	43.98
平均资产回报率	1.20	1.18	1.12	1.09	1.05
平均股本回报率	20.88	19.15	17.35	16.76	16.02
实际税率	22.39	22.71	23.00	23.00	23.00
派息率	34.57	32.94	32.00	31.00	31.00

数据来源：公司，农银国际证券估测



综合资产负债表 (2013A-2017E)

截至12月31日 (人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及等价物	2,603,802	2,743,065	2,928,429	3,155,225	3,400,855
存放或拆放同业及其他金融机构款项	1,443,385	1,489,285	1,737,322	2,041,882	2,412,369
投资	3,220,098	3,575,630	4,010,371	4,494,661	5,003,649
垫款净额	6,902,522	7,739,996	8,702,318	9,744,063	10,871,014
<b>总生息资产</b>	<b>14,169,807</b>	<b>15,547,976</b>	<b>17,378,442</b>	<b>19,435,831</b>	<b>21,687,887</b>
物业及设备	150,859	154,950	165,797	177,402	189,820
其他非生息资产	241,436	271,226	321,619	381,398	452,315
<b>总资产</b>	<b>14,562,102</b>	<b>15,974,152</b>	<b>17,865,858</b>	<b>19,994,632</b>	<b>22,330,022</b>
客户存款	11,811,411	12,533,597	13,328,044	14,165,905	15,073,349
同业及其他金融机构存放款项	903,821	1,136,185	1,386,146	1,635,652	1,897,356
次级债务	266,261	325,167	390,200	460,436	529,502
<b>计息负债总额</b>	<b>12,981,493</b>	<b>13,994,949</b>	<b>15,104,390</b>	<b>16,261,994</b>	<b>17,500,207</b>
应交税费	44,263	41,338	45,472	50,019	55,021
递延所得税负债	8	43	52	62	74
其他负债	691,801	905,203	1,552,751	2,375,462	3,313,522
<b>总负债</b>	<b>13,717,565</b>	<b>14,941,533</b>	<b>16,702,665</b>	<b>18,687,537</b>	<b>20,868,824</b>
股本	324,794	364,738	364,738	364,738	364,738
一般准备	518,314	666,328	796,778	940,545	1,094,503
少数股东权益	1,429	1,553	1,677	1,811	1,956
<b>股东权益合计</b>	<b>844,537</b>	<b>1,032,619</b>	<b>1,163,193</b>	<b>1,307,095</b>	<b>1,461,198</b>
<b>增长率 (%)</b>					
现金及等价物	(0.4)	5.3	6.8	7.7	7.8
存放或拆放同业及其他金融机构款项	11.0	3.2	16.7	17.5	18.1
投资	12.9	11.0	12.2	12.1	11.3
垫款净额	12.2	12.1	12.4	12.0	11.6
<b>总生息资产</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.8</b>	<b>11.6</b>
<b>总资产</b>	<b>9.9</b>	<b>9.7</b>	<b>11.8</b>	<b>11.9</b>	<b>11.7</b>
客户存款	8.7	6.1	6.3	6.3	6.4
同业及其他金融机构存放款项	(3.2)	25.7	22.0	18.0	16.0
次级债务	38.2	22.1	20.0	18.0	15.0
<b>总计息负债</b>	<b>8.3</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>	<b>7.7</b>	<b>7.6</b>
<b>总负债</b>	<b>9.8</b>	<b>8.9</b>	<b>11.8</b>	<b>11.9</b>	<b>11.7</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>12.4</b>	<b>22.3</b>	<b>12.7</b>	<b>12.4</b>	<b>11.8</b>
<b>主要比率 (%)</b>					
贷存比	60.70	64.03	67.60	71.09	74.42
核心资本充足率	9.25	9.09	10.38	10.42	10.43
总资本充足率	11.86	12.82	14.41	14.38	14.33
不良贷款率	1.20	1.53	1.56	1.60	1.65
不良贷款增长	1.24	42.82	14.52	14.70	14.75
坏账支出净额比	0.76	0.85	0.83	0.74	0.69
贷款拨备率	4.50	4.50	4.40	4.35	4.30
拨备覆盖率	370.71	288.48	281.77	271.80	261.08

数据来源: 公司, 农银国际证券估测

## 权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司  
电话：(852) 2868 2183