



2016年8月30日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 4.56 港元

H-股股价 (港元) 3.11
预测股价上升空间 46.62%
预测股息率 6.66%
预测总投资回报 53.28%

过往评级及目标价 买入; 4.56 港元
日期 4月21日, 2016

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)	3.35/2.50
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)	95,598
A-股(百万港元)	1,086,091
3 个月日均成交额(百万港元)	315.57
主要股东 (%)	
汇金	40.03

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2016 年上半年收入组成(%)

公司银行	49.6
零售银行	38.2
资金业务	7.8
其他	4.4

来源: 公司, 农银国际证券

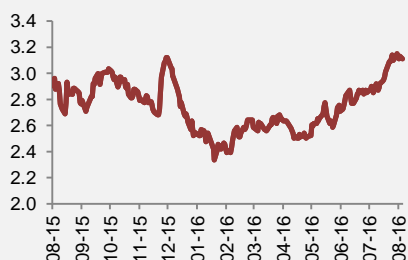
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	9.1	4.7
3 个月	17.2	6.9
6 个月	30.1	8.9

*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)

业务结构改善, 足够的风险及资本缓冲能力; 重申买入评级

- 尽管农行 2016 年上半年盈利增长持平, 从非利息收入占比上升及零售贷款贡献度提高可看到业务结构正持续改善
- 贷款重新定价正接近尾声, 然而随着营改增的延续影响, 净息差在 2016 年下半年仍轻见压力
- 随着不良贷款处理的力度加大, 不良贷款率保持可控, 农行较高的风险缓冲能力将有效抵御未来几个季度增加拨备的压力
- 明确的业务方向和强劲的资本水平有助维持派息率, 重申买入评级

尽管 2016 年上半年盈利增长持平, 业务结构正在改善。 农行 2016 年上半年归属于母公司股东的净利润(净利润)为人民币 1,051.48 亿, 同比增长 0.8%, 占我们全年预测的 58.14%。主要受净息差收窄影响, 低盈利增长趋势持续至 2016 年上半年。随着净利息收入同比下降 9.36% 和净手续费收入同比上升 7.27%, 净手续费收入对营业收入占比逐步增长 2.23 个百分点至 19.47%。代理业务手续费为主要增长动力来源同比上升 26.8%, 或占总净手续费收入的 37.6%。另外电子银行业务收入亦见较明显增长, 同比上升 22.9%。

净息差于下半年将轻微受压。 受较早前降息所引致贷款重新定价及营改增所影响, 农行 2016 年上半年净息差同比收窄 47 个基点至 2.31%。尽管平均贷款收益率在 2016 年上半年同比下跌 125 个基点, 管理层透露, 其平均贷款收益率在二季度实际上环比已保持稳定。这标志着先前由降息所致的贷款重新定价已经接近尾声。然而, 随着营改增改革在 2016 年上半年开始生效, 其对净息差计算的影响将会延伸致 2016 年下半年。综合这两个因素, 我们预期农行净息差在 2016 年下半年仍会轻微受压。

业务组合持续优化。 舍弃较高速的增长, 农行在 2016 年上半年锐意以优化业务组合为其发展重点。除了强化收入结构, 贷款结构在 2016 年上半年亦见显著变化。从业务分部看, 上半年新增贷款主要为零售贷款, 其中企业贷款和零售贷款在上半年分别环比增加 2.19% 和 11.7%。就行业看, 企业贷款中相对高风险的行业, 如制造业和批发零售业的贷款余额分别在上半年环比出现 1.37% 和 8.3% 的负增长。新增企业贷款主要投放在风险较低的公用事业和交通运输等行业。在零售贷款上, 风险相对较低的按揭贷款则为其增长主要动力来源(2016 年上半年环比上升 16.14%)。我们相信这说明了农行在贷款结构正跟随谨慎的风险考虑而逐步转变。

强大风险缓冲抵御贷款拨备压力。 农行的不良贷款率在 2016 年上半年仅环比微升 1 个基点至 2.4%, 明显地, 农行在今年上半年加大力度处理其不良贷款组合。同时, 关注类贷款比率环比下降 3 个基点到 4.17%。我们相信农行下半年在处理不良贷款的工作上将进一步加快, 以控制总体不良贷款率在温速上升。尽管如此, 凭籍农行的高拨备率与拨备覆盖率(2016 年 6 月底分别为 4.26% 及 177.72%), 我们认为其强大的风险缓冲将能有效抵销未来几个季度在贷款拨备的压力。

业绩和估值

财年截至31/12	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入 (百万元人民币)	524,126	540,862	570,926	610,252	648,001
同比变化(%)	12.5	3.2	5.6	6.9	6.2
净利润 (百万元)	179,461	180,582	180,864	187,800	194,872
同比变化(%)	7.9	0.6	0.2	3.8	3.8
每股盈利 (元)	0.55	0.56	0.56	0.58	0.60
同比变化(%)	7.9	0.6	0.2	3.8	3.8
每股净资产 (元)	3.05	3.48	3.85	4.23	4.62
同比变化(%)	17.5	14.1	10.5	9.9	9.3
市盈率 (倍)	4.69	4.66	4.65	4.48	4.32
市账率 (倍)	0.85	0.74	0.67	0.61	0.56
平均净资产回报率 (%)	19.15	16.12	14.20	13.38	12.67
平均总资产回报率 (%)	1.18	1.07	0.96	0.90	0.84
每股股息(税前) (元)	0.18	0.17	0.17	0.18	0.19
股息收益率 (%)	7.02	6.44	6.66	6.92	7.18

来源: 彭博、农银国际证券预测



稳健的资本水平维持派息比例。截至 2016 年 6 月，农行的核心一级资本充足率及资本充足率分别为 10.06% 和 12.81%，我们认为这资本水平反映农行并没有明显的资金压力。未来资本状况将通过内生资产及持续开拓低资本需求的业务来维持。虽然管理层明确表示短期内并无股票增资计划，农行仍会在未来几年通过发行人民币 800 亿的二级金融工具来充实其资本水平。我们深信农行在 2016-17 年可维持其稳定的派息比例。

清晰业务发展方向;重申买入评级。农行现时估值为 2016 年预测市净率的 0.67 倍。我们认为农行管理层明确利用三农业务的竞争优势并同时致力发展其网上业务平台的业务发展方向将为农行带来更大的公司价值。重申买入评级。

风险因素: 1) 来自非银行金融机构的竞争; 2) 资产质量严重恶化, 贷款需求转为疲弱; 3) 影响银行的经营和盈利能力的新政策

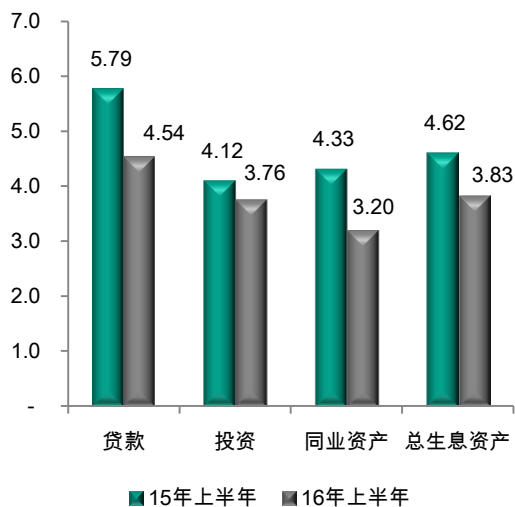
图表 1: 已公布 2016 年中期业绩中资银行关键指标

	农业 银行	建设 银行	交通 银行	招商 银行	中信 银行	光大 银行	浙商 银行	重庆 银行	青岛 银行	哈尔滨 银行	锦州 银行
同比增长率 (%)											
净利息收入	(9.36)	(6.07)	(4.10)	1.39	7.42	1.62	31.40	15.10	25.45	21.60	65.95
净手续费及佣金收入	7.27	5.57	8.14	22.87	21.83	2.51	123.24	23.89	20.46	33.53	219.87
营业收入	(5.00)	(0.72)	2.01	8.63	12.04	3.28	51.56	14.69	23.82	24.40	67.76
营业费用	(7.82)	(9.51)	(4.98)	(0.27)	(0.50)	(1.89)	43.45	(11.18)	27.17	3.44	7.72
资产减值损失	(6.58)	13.00	29.27	23.99	43.10	18.71	75.29	98.57	58.58	123.44	(3.72)
税前利润	(2.39)	0.40	0.43	4.87	3.85	1.03	41.69	10.08	16.09	13.60	164.97
净利润	0.80	1.15	0.90	6.84	4.49	1.22	42.37	10.45	17.49	15.04	164.51
每股收益 (人民币/股)	0.00	0.00	0.00	6.87	0.00	(5.71)	0.00	(4.41)	(13.89)	15.79	100.00
较 2015 年末增减 (%)											
总资产	5.00	7.69	11.19	1.14	9.46	18.85	14.54	7.35	10.59	7.44	16.81
贷款	5.75	6.13	7.07	7.16	8.72	12.65	18.88	14.28	11.46	29.62	11.87
存款	7.29	7.37	5.57	3.39	8.56	9.20	24.91	12.25	9.52	7.78	17.03
权益总额	4.57	4.24	3.30	4.81	3.84	2.62	27.13	5.68	2.78	3.48	22.57
每股账面价值 (人民币/股)	4.02	2.77	3.43	4.82	3.85	2.98	2.63	5.68	1.69	(7.64)	22.57
主要财务比率 (%)											
净息差(年化)	2.31	2.32	1.97	2.58	2.05	1.88	2.10	2.47	2.36	2.68	3.78
净手续费营业收入占比	19.47	22.72	21.96	40.49	27.17	29.52	25.07	19.41	15.95	18.41	5.39
成本收入比	30.03	22.24	25.61	23.34	24.86	27.49	25.29	19.03	28.43	24.85	14.37
平均资产回报率(年化)	1.15	1.41	1.00	1.28	0.89	0.95	0.86	1.23	1.28	1.16	1.94
平均股本回报率(年化)	17.63	17.80	14.08	19.07	14.66	14.55	16.88	18.64	14.98	14.36	28.03
核心一级资本充足率	10.06	13.06	10.92	10.44	8.89	8.54	10.16	10.31	11.25	10.34	9.12
资本充足率	12.81	15.09	13.18	12.46	11.26	10.87	11.72	12.33	13.49	13.26	10.75
不良贷款率	2.40	1.63	1.54	1.83	1.40	1.50	1.33	0.96	1.26	1.54	1.10
贷款拨备率	4.26	2.48	2.32	3.45	2.20	2.25	3.06	2.65	2.71	2.46	4.20
拨备覆盖率	177.72	151.63	150.45	189.11	156.99	150.25	229.27	274.97	216.05	159.73	382.66
增减(百分点)											
净息差(同比)	(0.47)	(0.35)	(0.30)	(0.18)	(0.27)	(0.39)	(0.35)	(0.11)	0.02	-	0.62
净手续费营业收入占比(同比)	2.23	1.35	1.25	4.25	2.18	(0.22)	11.50	1.44	(0.44)	1.26	2.56
成本收入比(同比)	0.46	(0.99)	(0.26)	(1.01)	(1.19)	0.80	0.67	(4.81)	3.29	(3.33)	(6.09)
平均资产回报率(同比)	(0.10)	(0.10)	(0.12)	(0.05)	(0.17)	(0.18)	-	(0.10)	(0.04)	0.09	0.92
平均股本回报率(同比)	(2.33)	(2.38)	(1.47)	(1.33)	(2.13)	(2.75)	(0.25)	(3.76)	(4.64)	0.36	10.26
核心一级资本充足率(环比)	(0.18)	(0.07)	(0.22)	0.51	(0.23)	0.04	0.81	(0.18)	(1.23)	(0.80)	0.16
资本充足率(环比)	(0.59)	(0.30)	(0.31)	0.55	(0.61)	0.03	0.68	0.70	(1.55)	1.62	0.25
不良贷款率(环比)	0.01	0.05	0.03	0.15	(0.03)	(0.11)	0.10	(0.01)	0.07	0.14	0.07
贷款拨备率(环比)	(0.27)	0.09	(0.03)	0.45	(0.19)	(0.27)	0.11	0.28	(0.10)	0.03	0.38
拨备覆盖率(环比)	(11.71)	0.64	(5.12)	10.16	(10.82)	(6.14)	(11.56)	30.99	(20.08)	(14.10)	13.53

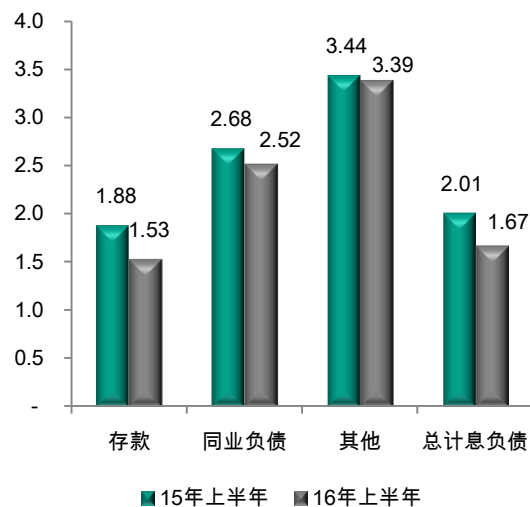
注:截至 2016 年 8 月 29 日, 工行及中行仍未公布 2016 年上半年业绩
来源: 公司报告、农银国际证券



图表 2: 农业银行资产收益率(%)



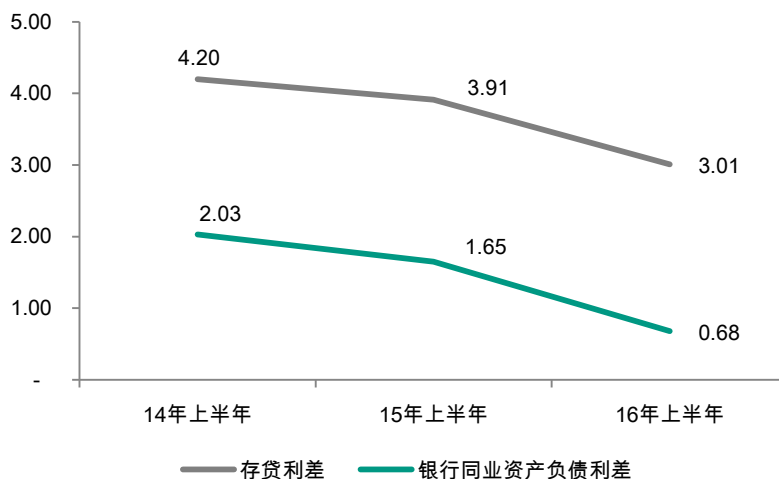
图表 3: 农业银行负债成本(%)



来源: 公司报告、农银国际证券

来源: 公司报告、农银国际证券

图表 4: 利差分析 (%)



来源: 公司报告、农银国际证券

图表 5: 农业银行市净率 (%)



来源: 彭博、农银国际证券预测



综合利润表(2014A-2018E)

截至12月31日(人民币百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利息收入	429,891	436,140	459,230	491,016	521,327
非利息收入	94,235	104,722	111,695	119,236	126,674
其中：手续费和佣金收入	80,123	82,549	86,953	91,352	95,289
运营收入	524,126	540,862	570,926	610,252	648,001
运营成本	(204,570)	(206,200)	(220,779)	(236,409)	(252,091)
摊销	(19,328)	(19,633)	(20,615)	(21,645)	(22,511)
拨备前运营利润	300,228	315,029	329,532	352,197	373,398
贷款减值损失	(67,971)	(84,172)	(94,332)	(107,912)	(119,831)
税前利润	232,257	230,857	235,200	244,286	253,567
应交税费	(52,747)	(50,083)	(54,096)	(56,186)	(58,320)
-少数股东权益	(49)	(192)	(240)	(300)	(375)
净利润	179,461	180,582	180,864	187,800	194,872
减：优先股股息	-	(2,400)	(4,600)	(4,600)	(4,600)
归属于公司普通股股东净利润	179,461	178,182	176,264	183,200	190,272
增长率(%)					
净利息收入	14.3	1.5	5.3	6.9	6.2
非利息收入	5.2	11.1	6.7	6.8	6.2
其中：手续费和佣金收入	(3.7)	3.0	5.3	5.1	4.3
运营收入	12.5	3.2	5.6	6.9	6.2
运营成本	12.9	0.8	7.1	7.1	6.6
摊销	10.7	1.6	5.0	5.0	4.0
拨备前运营利润	12.4	4.9	4.6	6.9	6.0
贷款减值损失	28.3	23.8	12.1	14.4	11.0
税前利润	8.4	(0.6)	1.9	3.9	3.8
应交税费	10.0	(5.1)	8.0	3.9	3.8
-少数股东权益	(147.1)	291.8	25.0	25.0	25.0
净利润	7.9	0.6	0.2	3.8	3.8
每股数据(人民币元)					
每股盈利	0.55	0.56	0.56	0.58	0.60
每股净资产	3.05	3.48	3.85	4.23	4.62
每股派息	0.18	0.17	0.17	0.18	0.19
主要比率(%)					
净利息收益率	2.92	2.66	2.48	2.39	2.28
净息差	2.76	2.49	2.27	2.16	2.08
成本收入比	39.03	38.12	38.67	38.74	38.90
平均资产回报率	1.18	1.07	0.96	0.90	0.84
平均股本回报率	19.15	16.12	14.20	13.38	12.67
实际税率	22.71	21.69	23.00	23.00	23.00
派息率	32.94	30.00	31.00	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(2014A-2018E)

截至12月31日(人民币百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
现金及等价物	2,743,065	2,587,057	2,663,848	2,764,860	2,891,441
存放或拆放同业及其他金融机构款项	1,489,285	1,673,984	1,906,987	2,163,561	2,436,078
投资	3,575,630	4,512,047	5,415,435	6,403,357	7,480,990
垫款净额	7,739,996	8,506,675	9,320,267	10,107,523	10,965,136
总生息资产	15,547,976	17,279,763	19,306,537	21,439,300	23,773,645
物业及设备	154,950	156,178	159,302	162,488	165,737
其他非生息资产	271,226	355,452	414,310	481,042	555,941
总资产	15,974,152	17,791,393	19,880,149	22,082,830	24,495,323
客户存款	12,533,597	13,538,360	14,677,451	15,809,834	16,926,586
同业及其他金融机构存放款项	1,136,185	1,598,259	1,997,824	2,437,345	2,924,814
次级债务	325,167	382,742	451,636	523,897	602,482
计息负债总额	13,994,949	15,519,361	17,126,910	18,771,076	20,453,882
应交税费	41,338	38,097	35,049	32,596	30,640
递延所得税负债	43	111	139	173	217
其他负债	905,203	1,021,939	1,378,433	1,806,740	2,400,767
总负债	14,941,533	16,579,508	18,540,531	20,610,586	22,885,506
普通股股本	364,738	404,693	404,693	404,693	404,693
优先股股本	39,994	79,899	79,899	79,899	79,899
其他股东权益	626,334	725,499	852,962	985,279	1,122,497
少数股东权益	1,553	1,794	2,063	2,373	2,728
股东权益合计	1,032,619	1,211,885	1,339,617	1,472,244	1,609,817
增长率(%)					
现金及等价物	5.3	(5.7)	3.0	3.8	4.6
存放或拆放同业及其他金融机构款项	3.2	12.4	13.9	13.5	12.6
投资	11.0	26.2	20.0	18.2	16.8
垫款净额	12.1	9.9	9.6	8.4	8.5
总生息资产	9.7	11.1	11.7	11.0	10.9
总资产	9.7	11.4	11.7	11.1	10.9
客户存款	6.1	8.0	8.4	7.7	7.1
同业及其他金融机构存放款项	25.7	40.7	25.0	22.0	20.0
次级债务	22.1	17.7	18.0	16.0	15.0
总计息负债	7.8	10.9	10.4	9.6	9.0
总负债	8.9	11.0	11.8	11.2	11.0
股东权益合计	22.3	17.4	10.5	9.9	9.3
主要比率(%)					
贷存比	64.03	65.04	65.60	66.01	66.86
核心资本充足率	9.09	10.24	10.92	10.98	10.83
总资本充足率	12.82	13.40	14.07	14.15	13.97
不良贷款率	1.53	2.39	2.60	2.80	2.90
不良贷款增长	42.82	71.50	19.20	16.94	12.51
信贷成本	0.85	0.96	0.98	1.04	1.06
贷款拨备率	4.50	4.40	4.50	4.62	4.75
拨备覆盖率	288.48	189.43	173.08	165.00	163.79

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

市场回报是市场五年平均回报率

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 2016 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)28682183