



2014年3月26日

市场焦

评级: 买入

目标价: 4.74 港元

H-股股价 (港元)	3.20
预测股价上升空间	48.1%
预测 2014 年股息率	7.7%
预测总投资回报	55.8%

过往评级&目标价	买入; 4.74 港元
日期	8月2日, 2013

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)	4.09/2.94
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)	98,364
A-股(百万港元)	882,977
3 个月日均成交额(百万港元)	488.39
主要股东 (%):	
汇金	40.28

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年收入组成(%)

批发银行	54.3
零售银行	38.7
金融市场业务	6.0
其他	1.0

来源: 公司, 农银国际证券

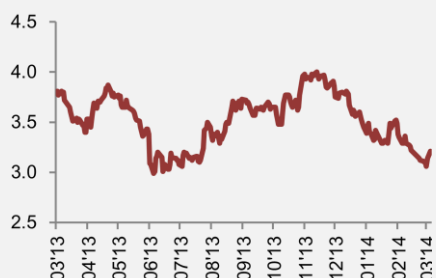
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	4.5	(0.8)
3 个月	(15.6)	(9.9)
6 个月	(13.3)	(7.5)

*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)

预计 14 年净息差走势持续改善, 维持买入评级

- 农行在 2013 年的净利润同比增长 14.6%; 在 13 年第 4 季度, 净息差随着贷款收益率的改善和存款成本的下降而有所上升。
- 截至 13 年底, 不良贷款率下降 11 个基点至 1.22%; 公司管理层预期, 14 年的不良贷款余额相比 13 年值会有轻微上升, 但是变动的幅度不会很大。
- 农行核心一级资本充足率和总资本充足率已经满足新资本规定的要求; 优先股的发行减轻了投资者对于国内银行资本状况的担忧, 并且为银行提供新的融资途径。
- 基于农行 0.85 倍的 2014 年预测市帐率、相对较快的增长以及稳健的基本面, 我们维持买入评级。我们的目标价格较现价有 48.1% 的上升空间。

2013 年净利润符合市场预期。 农行 2013 年的净利润为人民币 1663.51 亿元, 与市场预期 (人民币 1658.64 亿元) 和我们的预期 (人民币 1686.51 亿元) 相符。13 年净息差为 2.79% (农银国际估算 2.8%)。基于 13 年的数据, 我们估计 13 年第 4 季度的净息差受到 13 年下半年贷款收益率的上升以及存款成本的下降 (2013 年跌幅: 10 个基点) 的影响, 提升到 2.96%。管理层预示, 14 年首季度净息差仍有所上升, 但随后则会出现较波动的上升趋势。在 2013 年, 运营成本增幅比总收入的增幅要低, 因此成本收入比下降了 46 个基点, 达到 36.3% 的水平。而平均股本收益率则上升 15 个基点, 达到 20.98% 的水平。

资产质量优良, 且有足够拨备作为缓冲。 在 2013 年, 农行出售了 6 个不良资产包, 总计达到人民币 41 亿元 (四大行中的最低)。农行的不良贷款率下降 11 个基点至 1.22%。新的不良贷款主要来自于制造业以及批发和零售业。按地区划分, 截至 2013 年底, 浙江和温州的不良贷款率分别为 1.55% 和 2.67%。尽管管理层预期不良贷款余额在 2014 年将会略有上升, 但是整体的不良贷款率将会与 13 年底的水平相当。我们相信农行 4.46% 的拨备率 (同业内最高), 以及 367.04% 的拨备覆盖率使该行可以从容面对任何潜在的风险。

优先股提供新的融资渠道。 农行的核心一级资本充足率和总资本充足率分别为 9.25% 和 11.86%, 已经满足新资本要求的规定。接下来中国银监会关于优先股的发行计划将会为国内的银行提供新的融资渠道。我们相信这也将缓解市场对于资本充足率的担忧。我们认为, 四大银行, 包括农行, 将会带领同业以这一新的融资途径强化资本充足率。

基于目前的估值, 重申买入评级。 以农行目前的价格计算, 2014 年预期市盈率为 0.85 倍。这相当于历史平均市盈率向下调整两单位标准差。由于农行的预期增长速度在四大行中排名第一, 贷存比相对较低, 净息差在利率自由化的趋势下仍能保持稳定, 所以农行仍然是我们的首选股票。我们的目标价格为 4.74 港元, 相比现价有 48.1% 的上升空间。我们重申买入评级。

风险因素: 1) 资产质量的突然下降; 2) 利率自由化所带来的存款业务竞争; 3) 非银行金融机构所带来的竞争。

业绩和估值

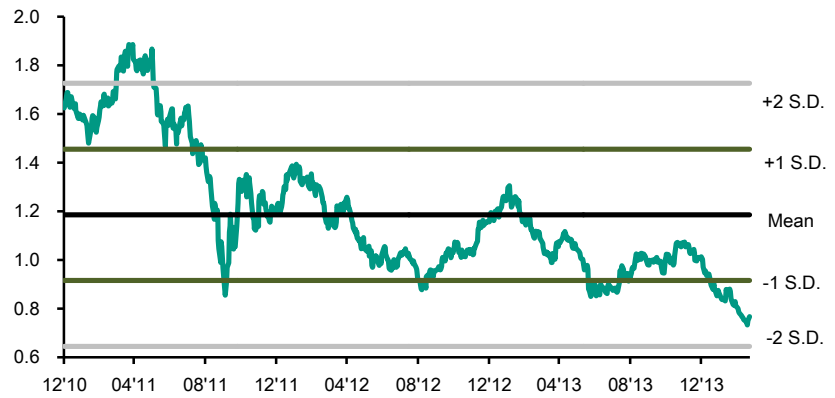
财年截至31/12	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	379,756	424,964	465,771	540,339	612,551
同比变化(%)	29.9	11.9	9.6	16.0	13.4
净利润 (百万元)	121,927	145,094	166,315	181,677	199,133
同比变化(%)	28.5	19.0	14.6	9.2	9.6
每股盈利 (元)	0.38	0.45	0.51	0.56	0.61
同比变化(%)	5.0	19.0	14.6	9.2	9.6
每股净资产 (元)	2.00	2.31	2.60	3.01	3.35
同比变化(%)	19.8	15.4	12.6	15.9	11.3
市盈率 (倍)	-	5.73	5.00	4.58	4.18
市账率 (倍)	-	1.11	0.98	0.85	0.76
资产回报率 (%)	20.5	20.7	20.9	19.9	19.3
股本回报率 (%)	1.11	1.16	1.22	1.17	1.14
每股股息 (元)	0.13	0.16	0.18	0.20	0.21
股息收益率 (%)	-	6.11	6.91	7.65	8.38

来源: 彭博, 农银国际证券预测

图表 1: 农业银行季度利润表

(人民币百万)	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	4Q13 预测	季度同 比增长 (%)	实际比 较预测	2012	2013 实际	2013 预测	年度同 比增长 (%)	实际比 较预测
净息差	2.78	2.70	2.77	2.96	2.91	0.19	(0.05)	2.81	2.79	2.80	(0.02)	(0.01)
净利息收入	89,288	90,714	95,622	100,578	115,451	5.18	14.8	341,879	376,202	391,075	10	(3.8)
非利息收入	30,553	25,489	21,226	12,301	18,450	(42.05)	50.0	83,085	89,569	95,718	8	(6.4)
总收入	119,841	116,203	116,848	112,879	133,902	(3.40)	18.6	424,964	465,771	486,794	10	(4.3)
运营成本	(46,675)	(47,396)	(48,845)	(55,691)	(73,709)	14.02	32.4	(182,802)	(198,607)	(216,625)	9	(8.3)
拨备前运营利润	73,166	68,807	68,003	57,188	60,192	(15.90)	5.3	242,162	267,164	270,168	10	(1.1)
贷款减值损失	(12,442)	(10,029)	(9,012)	(21,507)	(19,605)	138.65	(8.8)	(54,235)	(52,990)	(51,088)	(2)	3.7
税前利润	60,724	58,778	58,991	35,681	40,588	(39.51)	13.8	187,927	214,174	219,081	14	(2.2)
税费	(13,673)	(13,445)	(13,338)	(7,507)	(9,933)	(43.72)	32.3	(42,796)	(47,963)	(50,389)	12	(4.8)
少数股东权益	(40)	8	(17)	153	8	(1,000)	(94.6)	(37)	104	(41)	(381)	(355.5)
净利润	47,011	45,341	45,636	28,327	30,663	(37.93)	8.2	145,094	166,315	168,651	15	(1.4)

来源: 公司、农银国际证券估测

图表 2: 农业银行市帐率走势图 (2010 年 12 月 - 2014 年 3 月)


来源: 公司、彭博、农银国际证券预测



综合利润表(2011A-2015E)

财年截至31/12(人民币百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
净利息收入	307,199	341,879	376,202	431,105	489,928
非利息收入	72,557	83,085	89,569	109,234	122,623
其中：手续费和佣金收入	68,750	74,844	83,171	99,074	111,458
运营收入	379,756	424,964	465,771	540,339	612,551
运营成本	(144,200)	(167,306)	(181,146)	(235,951)	(280,083)
摊销	(13,130)	(15,496)	(17,461)	(19,959)	(22,354)
拨备前运营利润	222,426	242,162	267,164	284,429	310,114
贷款减值损失	(64,225)	(54,235)	(52,990)	(48,427)	(51,437)
运营利润	158,201	187,927	214,174	236,003	258,678
税前利润	158,201	187,927	214,174	236,003	258,678
应交税费	(36,245)	(42,796)	(47,963)	(54,281)	(59,496)
少数股东权益	(29)	(37)	104	(45)	(49)
净利润	121,927	145,094	166,315	181,677	199,133
增长率 (%)					
净利息收入	26.9	11.3	10.0	14.6	13.6
非利息收入	44.8	14.5	7.8	22.0	12.3
其中：手续费和佣金收入	49.0	8.9	11.1	19.1	12.5
运营收入	29.9	11.9	9.6	16.0	13.4
运营成本	23.4	16.0	8.3	30.3	18.7
摊销	16.2	18.0	15.0	12.0	12.0
拨备前运营利润	35.5	8.9	10.3	6.5	9.0
贷款减值损失	47.9	(15.6)	(2.3)	(8.6)	6.2
运营利润	31.0	18.8	14.0	10.2	9.6
税前利润	31.0	18.8	14.0	10.2	9.6
应交税费	40.3	18.1	12.1	13.2	9.6
少数股东权益	(14.7)	27.6	10.0	10.0	10.0
净利润	28.5	19.0	14.6	9.2	9.6
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	0.38	0.45	0.51	0.56	0.61
每股净资产	2.00	2.31	2.60	3.01	3.35
每股派息	0.13	0.16	0.18	0.20	0.21
主要比率 (%)					
净利息收益率	2.85	2.81	2.79	2.82	2.87
净息差	2.73	2.67	2.65	2.58	2.61
成本收入比	38.0	39.4	36.3	43.7	45.7
平均资产回报率	1.11	1.16	1.22	1.17	1.14
平均股本回报率	20.5	20.7	20.9	19.9	19.3
实际税率	22.9	23.0	23.0	23.0	23.0
派息比率	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0

来源：公司、农银国际证券估测



综合资产负债表(2011A-2015E)

财年截至31/12(人民币百万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
现金及等价物	2,487,082	2,613,111	2,603,802	2,922,227	3,110,672
存放或拆放同业及其他金融机构款项	873,997	1,300,233	975,351	1,970,087	2,352,118
投资	2,628,052	2,851,448	3,228,284	3,365,717	3,647,778
贷款和垫款净额	5,410,086	6,153,411	6,902,522	7,873,099	8,806,640
总生息资产	11,399,217	12,918,203	13,709,959	16,131,129	17,917,209
物业及设备	131,815	141,490	150,859	163,506	174,951
其他非生息资产	146,545	184,649	701,284	264,197	313,419
总资产	11,677,577	13,244,342	14,562,102	16,558,832	18,405,579
客户存款	9,622,026	10,862,935	11,811,411	13,365,321	14,781,619
同业及其他金融机构存放款项	724,286	934,139	903,717	1,424,562	1,709,474
次级债务	119,390	192,639	266,261	265,842	305,718
总计息负债	10,465,702	11,989,713	12,981,389	15,055,725	16,796,811
当期所得税负债	37,868	40,419	44,263	48,907	53,798
递延所得税负债	27	15	8	22	26
其他负债	524,192	462,841	691,905	473,246	463,561
总负债	11,027,789	12,492,988	13,717,565	15,577,900	17,314,196
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
一般准备	324,807	425,021	518,314	654,326	764,633
少数股东权益	187	1,539	1,429	1,812	1,957
股东权益合计	649,788	751,354	844,537	980,932	1,091,384
增长率 (%)					
现金及等价物	19.4	5.1	(0.4)	12.2	6.4
存放或拆放同业及其他金融机构款项	25.1	48.8	(25.0)	102.0	19.4
投资	4.0	8.5	13.2	4.3	8.4
贷款和垫款净额	13.0	13.7	12.2	14.1	11.9
总生息资产	12.9	13.3	6.1	17.7	11.1
总资产	13.0	13.4	9.9	13.7	11.2
客户存款	8.3	12.9	8.7	13.2	10.6
同业及其他金融机构存放款项	24.2	29.0	(3.3)	57.6	20.0
次级债务	91.5	61.4	38.2	(0.2)	15.0
总计息负债	9.8	14.6	8.3	16.0	11.6
总负债	12.6	13.3	9.8	13.6	11.1
股东权益合计	19.8	15.4	12.4	16.1	11.3
主要比率 (%)					
贷存比	58.6	59.2	61.2	61.7	62.5
核心资本充足率	9.5	9.7	9.3	9.8	9.8
总资本充足率	11.9	12.6	11.9	12.8	12.9
不良贷款率	1.55	1.33	1.22	1.60	1.66
不良贷款增长	(13.0)	(1.7)	2.3	19.0	15.7
净坏账支出比	1.2	0.9	0.7	0.7	0.6
贷款拨备率	4.1	4.4	4.5	4.6	4.6
拨备覆盖率	263.1	326.1	367.0	283.5	277.4

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/或与其有联系的公司，曾在过去 12 个月内就投资银行服务向本报告提及的某些公司收取任何补偿或委托。

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其任何附属机构、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 2014 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