



2015年3月25日  
市场焦点  
评级: 买入  
目标价: 5.09 港元

H-股股价 (港元) 3.80  
预测股价上升空间 33.9%  
预测 2014 年股息率 5.9%  
预测总投资回报 39.8%

过往评级&目标价 买入; 5.09 港元  
日期 3月5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)	4.10/3.14
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)	116,808
A-股(百万港元)	1,370,300
3 个月日均成交额(百万港元)	521.57
主要股东 (%):	
汇金	40.28

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

**2014 年收入组成(%)**

批发银行	53.6
零售银行	36.2
金融市场业务	8.7
其他	1.5

来源: 公司, 农银国际证券

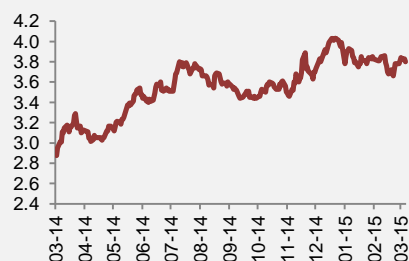
**股价表现(%)**

	绝对	相对*
1 个月	(0.8)	1.0
3 个月	-	(4.3)
6 个月	7.6	5.2

\*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

**1 年股价表现 (港元)**



# 农业银行(1288 HK)

## 以县域业务支持净息差, 重申买入

- 农行 2014 年净利润同比增长 7.9%，大致符合市场预期，与我们预测的偏差主要来自 14 年 4 季度较预期高的贷款减值损失
- 净息差按年扩大 13 个基点至 2.92%，这主要归功于其持续改善的县域业务贷存利差及同业资产负债利差
- 新增不良贷款主要是来自中国东部的制造业和批发零售业，在中国的“新常态”经济下我们相信 2015 年资产质量将保持稳定
- 农行致力通过内部增长来维持资本充足率，尽管派息比率小幅下降到 33.1%，我们认为股息收益率仍有保证。农行目前的价格相当于 15 年市账率 0.9 倍，重申买入评级

**2014 年净利润大致符合市场预期。**农行 2013 年的净利润为人民币 1794.61 亿元，大致符合市场预期（人民币 1843.81 亿元）。14 年净利息收入及营业总收入同比上升 14.3% 与 12.5%。与我们预测的偏差主要来自 14 年 4 季度较预期高的贷款减值损失。

**体现县域银行业务竞争优势。**银行 14 年净息差同比扩大 13 个基点至 2.92%，农行的县域银行业务优势起着关键作用。其县域贷存利差比银行总贷存利差高 56 基点，达到 477 个基点。14 年县域贷存利差同比小幅上升 1 个基点，相较银行总贷存利差同期收窄 4 基点。另外农行的同业资产负债利差同为净息差护航，14 年同比增加 108 个基点，至 182 个基点。然而我们预期受早前降息的递延影响，银行净息差在 2015 年将遇轻微下行压力。

**2015 年资产质量前景稳定。**不良贷款率 14 年攀升至 1.54%，较年初上升 32 个基点，当中主要源自 14 年第四季度（环比增加 25 个基点）。尽管整体资产质量仍然可控，制造业及批发零售行业不良贷款率上升较为明显，从年初的 2.86% 和 2.36% 上升到 2014 年底的 3.69% 和 5.93%。此外，新增不良贷款主要来自中国东部。长三角、珠三角和环渤海三地区合共占全部新增不良贷款的 57.5%，中国西部地区亦占 29.1%。管理层认为 2%-3% 的不良贷款率在中国经济“新常态”仍为合理水平，我们预期农行 2015 年资产质量将保持稳定。

**股息回报率仍有保证，重申买入。**管理层致力优先以内部增长维持资本充足率，并辅助使用优先股及次级债。派息率从 13 年 35% 轻微下降至 14 年 33.1%。尽管如此，管理层考虑优先股股息后，认为未来普通股每股股息不会低于现水平。农行目前的价格相当于 15 年市账率 0.9 倍，目标价意味着 33.9% 的上升空间，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	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
收入 (百万元人民币)	424,964	465,771	524,126	575,536	634,629
同比变化(%)	11.9	9.6	12.5	9.8	10.3
净利润 (百万元)	145,094	166,315	179,461	216,157	234,898
同比变化(%)	19.0	14.6	7.9	20.4	8.7
每股盈利 (元)	0.45	0.51	0.55	0.67	0.72
同比变化(%)	19.0	14.6	7.4	21.0	8.7
每股净资产 (元)	2.31	2.60	3.05	3.41	3.88
同比变化(%)	15.4	12.4	17.5	11.9	13.7
市盈率 (倍)	6.86	5.98	5.57	4.60	4.24
市账率 (倍)	1.33	1.18	1.00	0.90	0.79
资产回报率 (%)	20.74	20.88	19.57	20.81	19.84
股本回报率 (%)	1.16	1.20	1.18	1.26	1.23
每股股息 (元)	0.16	0.18	0.18	0.23	0.25
股息收益率 (%)	5.11	5.78	5.94	7.60	8.26

来源: 彭博、农银国际证券预测



**综合利润表(2012A-2016E)**

<b>财年截至31/12(人民币百万元)</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
净利息收入	341,879	376,202	429,891	462,426	510,286
非利息收入	83,085	89,569	94,235	113,110	124,344
其中：手续费和佣金收入	74,844	83,171	80,123	104,204	114,340
<b>运营收入</b>	<b>424,964</b>	<b>465,771</b>	<b>524,126</b>	<b>575,536</b>	<b>634,629</b>
运营成本	(167,306)	(181,146)	(223,898)	(226,013)	(250,968)
摊销	(15,496)	(17,461)	(19,328)	(22,296)	(25,194)
<b>拨备前运营利润</b>	<b>242,162</b>	<b>267,164</b>	<b>280,900</b>	<b>327,228</b>	<b>358,467</b>
贷款减值损失	(54,235)	(52,990)	(67,971)	(46,667)	(53,585)
<b>税前利润</b>	<b>187,927</b>	<b>214,174</b>	<b>232,257</b>	<b>280,560</b>	<b>304,882</b>
应交税费	(42,796)	(47,963)	(52,747)	(64,529)	(70,123)
少数股东权益	(37)	104	(49)	126	138
<b>净利润</b>	<b>145,094</b>	<b>166,315</b>	<b>179,461</b>	<b>216,157</b>	<b>234,898</b>
<b>增长率 (%)</b>					
净利息收入	11.3	10.0	14.3	7.6	10.3
非利息收入	14.5	7.8	5.2	20.0	9.9
其中：手续费和佣金收入	8.9	11.1	(3.7)	30.1	9.7
<b>运营收入</b>	<b>11.9</b>	<b>9.6</b>	<b>12.5</b>	<b>9.8</b>	<b>10.3</b>
运营成本	16.0	8.3	23.6	0.9	11.0
摊销	18.0	12.7	10.7	15.4	13.0
<b>拨备前运营利润</b>	<b>8.9</b>	<b>10.3</b>	<b>5.1</b>	<b>16.5</b>	<b>9.5</b>
贷款减值损失	(15.6)	(2.3)	28.3	(31.3)	14.8
<b>税前利润</b>	<b>18.8</b>	<b>14.0</b>	<b>8.4</b>	<b>20.8</b>	<b>8.7</b>
应交税费	18.1	12.1	10.0	22.3	8.7
少数股东权益	27.6	(381.1)	(147.1)	(356.8)	10.0
<b>净利润</b>	<b>19.0</b>	<b>14.6</b>	<b>7.9</b>	<b>20.4</b>	<b>8.7</b>
<b>每股数据 (人民币元)</b>					
每股盈利	0.45	0.51	0.55	0.67	0.72
每股净资产	2.31	2.60	3.05	3.41	3.88
每股派息	0.16	0.18	0.18	0.23	0.25
<b>主要比率 (%)</b>					
净利息收益率	2.81	2.79	2.92	2.77	2.75
净息差	2.67	2.63	2.76	2.48	2.42
成本收入比	39.37	36.30	34.56	39.27	39.55
平均资产回报率	1.16	1.20	1.18	1.26	1.23
平均股本回报率	20.74	20.88	19.57	20.81	19.84
实际税率	23.00	23.00	22.71	23.00	23.00
派息比率	35.03	35.00	33.09	35.00	35.00

来源：公司、农银国际证券估测



综合资产负债表(2012A-2016E)

财年截至31/12(人民币百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
现金及等价物	2,613,111	2,603,802	2,743,065	3,048,432	3,287,099
存放或拆放同业及其他金融机构款项	1,300,233	1,443,385	1,489,285	1,911,626	2,208,091
投资	2,851,448	3,220,098	3,575,630	3,906,938	4,266,369
贷款和垫款净额	6,153,411	6,902,522	7,739,996	8,694,037	9,743,734
<b>总生息资产</b>	<b>12,918,203</b>	<b>14,169,807</b>	<b>15,547,976</b>	<b>17,561,032</b>	<b>19,505,293</b>
物业及设备	141,490	150,859	154,950	172,718	172,718
其他非生息资产	184,649	241,436	271,226	356,204	356,204
<b>总资产</b>	<b>13,244,342</b>	<b>14,562,102</b>	<b>15,974,152</b>	<b>18,089,955</b>	<b>20,034,216</b>
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,533,397	14,877,736	16,545,598
同业及其他金融机构存放款项	934,139	903,821	1,136,185	732,095	658,886
次级债务	192,639	266,261	325,167	342,944	377,239
<b>总计息负债</b>	<b>11,989,713</b>	<b>12,981,493</b>	<b>13,994,749</b>	<b>15,952,776</b>	<b>17,581,722</b>
当期所得税负债	40,419	44,263	41,338	53,558	53,558
递延所得税负债	15	8	43	12	12
其他负债	462,841	691,801	905,403	973,425	1,137,240
<b>总负债</b>	<b>12,492,988</b>	<b>13,717,565</b>	<b>14,941,533</b>	<b>16,979,771</b>	<b>18,772,531</b>
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
一般准备	425,021	518,314	706,272	783,724	935,091
少数股东权益	1,539	1,429	1,553	1,667	1,800
<b>股东权益合计</b>	<b>751,354</b>	<b>844,537</b>	<b>1,032,619</b>	<b>1,110,185</b>	<b>1,261,685</b>
<b>增长率 (%)</b>					
现金及等价物	5.1	(0.4)	5.3	11.1	7.8
存放或拆放同业及其他金融机构款项	48.8	11.0	3.2	28.4	15.5
投资	8.5	12.5	11.0	9.3	9.2
贷款和垫款净额	13.7	12.2	12.1	12.3	12.1
<b>总生息资产</b>	<b>13.3</b>	<b>9.6</b>	<b>9.7</b>	<b>12.9</b>	<b>11.1</b>
<b>总资产</b>	<b>13.4</b>	<b>9.9</b>	<b>9.7</b>	<b>13.2</b>	<b>10.7</b>
客户存款	12.9	8.7	6.1	18.7	11.2
同业及其他金融机构存放款项	29.0	(3.2)	25.7	(35.6)	(10.0)
次级债务	61.4	38.2	22.1	5.5	10.0
<b>总计息负债</b>	<b>14.6</b>	<b>8.3</b>	<b>7.8</b>	<b>14.0</b>	<b>10.2</b>
<b>总负债</b>	<b>13.3</b>	<b>9.8</b>	<b>8.9</b>	<b>13.6</b>	<b>10.6</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>15.4</b>	<b>12.4</b>	<b>22.3</b>	<b>7.5</b>	<b>13.7</b>
<b>主要比率 (%)</b>					
贷存比	59.22	61.17	64.61	61.13	61.57
核心资本充足率	na	9.25	9.09	9.78	10.04
总资本充足率	12.61	11.86	12.82	11.95	12.19
不良贷款率	1.33	1.20	1.54	1.27	1.30
不良贷款增长	-1.73	1.24	42.37	15.44	14.87
净坏账支出比	0.90	0.76	0.85	0.55	0.56
贷款拨备率	4.35	4.50	4.42	4.40	4.35
拨备覆盖率	326.14	370.71	286.53	346.66	334.20

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