



2013年8月29日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 4.74 港元

H-股股价 (港元) 3.29
预测股价上升空间 44.07%
预测股息率 6.91%
预测总投资回报 50.98%

最近评级&目标价 买入; 4.74 港元
日期 2013年8月29日

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)	4.44/2.72
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)	101,131
A-股(百万港元)	912,913
3 个月日均成交额(百万港元)	1,616.47
主要股东 (%)	
汇金	40.27

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013 年上半年税前收入组成 (%)

批发银行	66.25
零售银行	27.15
金融市场业务	5.94
其他	0.66

来源: 公司, 农银国际证券

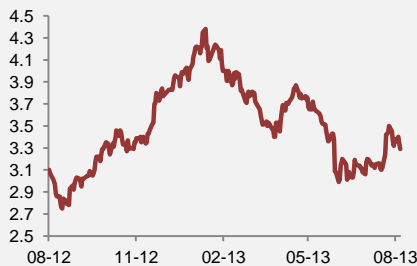
股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	4.7	5.2
3 个月	(9.0)	(6.2)
6 个月	(14.6)	(12.1)

*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)

拥有良好资产素质, 增长最为快速的大型商业银行;
维持“买入”评级

- 由于农行 2 季度贷款拨备较预期低, 净利润比我们预测值高 13%。
- 管理层预期下半年资产质量的走势审慎乐观。特别在市场最为关注中国东部地区的贷款质量。农行在 2 季度实现低于行业平均的不良贷款率。
- 我们预期下半年的净息差走势平稳, 并在佣金和手续费收入驱动下业绩有望带来惊喜。
- 目前农行的 2013 年预测市账率估值为 0.99 倍。作为中国银行业中增长最快的大型商业银行, 我们的目标价 4.74 港元, 较现价有 44.1% 的上升空间, 重申“买入”评级。

2 季度盈利超预期。 农行公布 2 季度的净利润达到 453.41 亿元(人民币,下同), 同时超越市场和我们的预期。其中, 比市场预测值高 8.6%, 比我们的预测值高 13%。期内的收入同比增速 12.5% 与我们的预期一致, 导致净利润超预期的主要原因是低贷款拨备, 期内农行的贷款拨备比我们的预测低 23%。6 月底, 农行的贷款拨备率高达 4.3%, 仍远高于的 2.5% 监管要求。受益于低拨备, 2 季度净利润同比增长高达 22.39%。农行上半年的净利润达到我们全年利润预测值的 54.8%。

管理层对资产质量前景展望审慎乐观。 农行的不良贷款率从 3 月底的 1.27% 下降了 2 个基点至 6 月底的 1.25%, 尤其是, 2 季度东部地区的不良贷款率低于行业平均值。期内, 江苏、浙江、和温州的不良贷款率分别为 0.77%、1.47% 和 2%。同时, 上半年的关注类贷款占总贷款的比率也较去年下半年下降了 47 个基点至 4.12%, 而且逾期贷款占总贷款的比率保持稳定在 1.4% 水平。管理层对下半年资产质量的走势展现出审慎乐观的态度。

明确的稳定下半年净息差的措施。 由于贷款的重新定价和期内的高资金成本, 我们估计 2 季度农行的净息差收窄了 8 个基点, 至 2.70%。管理层期望通过实施一系列的措施来保持下半年的净息差水平与上半年的 2.74% 相若, 措施主要包括加强核心存款基础、控制存款成本以及逐步调整资产配置, 即提高高收益资产类别的比重。这些措施在上半年业绩中已经有所体现, 我们看到 6 月底农行的存贷比提高至 60%。相比去年年底, 上半年的贷款增速为 8%, 而存款增速为 5.7%。

佣金和手续费收入驱动下, 下半年业绩有望带来惊喜。 上半年, 佣金和手续费收入同比增速达到 22.3%, 占总收入的比重上升到 20.16% (去年同期为 18.46%)。尽管期内佣金和手续费收入大幅增长的部分原因为低基数效应, 但是在结算和财富管理服务的佣金和手续费收入驱动下, 我们认为该行的强劲增长势头将能够持续。此外, 管理层证实农行已经满足 8 号文的要求。作为中国增长最快的大型商业银行, 农行是我们的首选股份之一。按照现价, 农行的 2013 年预测市账率估值为 0.99 倍, 现价相较我们的目标价 4.74 港元有 44.1% 的上升空间。因此, 我们重申“买入”评级。

风险因素: 1) 资产质量急剧恶化; 2) 利率自由化所引发的存款争夺战; 3) 来自非银行金融机构的冲击上升。

业绩和估值

财年截至31/12	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	379,756	424,964	486,794	540,339	612,551
同比变化 (%)	29.9	11.9	14.5	11.0	13.4
净利润 (百万元)	121,927	145,094	168,651	181,677	199,133
同比变化 (%)	28.5	19.0	16.2	7.7	9.6
每股盈利 (元)	0.38	0.45	0.52	0.56	0.61
同比变化 (%)	5.0	19.0	16.2	7.7	9.6
每股净资产 (元)	2.00	2.31	2.65	3.01	3.35
同比变化 (%)	19.8	15.4	14.7	13.8	11.3
市盈率 (倍)	-	5.89	5.07	4.71	4.29
市账率 (倍)	-	1.14	0.99	0.87	0.78
资产回报率 (%)	20.5	20.7	20.9	19.8	19.3
股本回报率 (%)	1.11	1.16	1.20	1.16	1.14
每股股息 (元)	0.13	0.16	0.18	0.20	0.21
股息收益率 (%)	-	5.95	6.91	7.44	8.15

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)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E	2Q13A	实际比 较预测	同比 (%)	环比 (%)
净息差	2.97	2.73	2.76	2.78	2.78	2.75	2.70	(0.05)	(0.03)	(0.08)
净利息收入	85,835	81,850	85,548	88,646	89,288	90,607	90,714	0.12	10.83	1.60
非利息收入	21,634	21,461	21,425	18,565	30,553	24,964	25,489	2.10	18.77	(16.57)
总收入	107,469	103,311	106,973	107,211	119,841	115,570	116,203	0.55	12.48	(3.04)
运营成本	(40,601)	(43,405)	(45,152)	(53,644)	(46,675)	(50,806)	(47,396)	(6.71)	9.19	1.54
拨备前运营利润	66,868	59,906	61,821	53,567	73,166	64,764	68,807	6.24	14.86	(5.96)
贷款减值损失	(10,733)	(12,039)	(10,849)	(20,614)	(12,442)	(13,102)	(10,029)	(23.45)	(16.70)	(19.39)
税前利润	56,135	47,867	50,972	32,953	60,724	51,662	58,778	13.77	22.79	(3.20)
税费	(12,675)	(10,805)	(11,379)	(7,937)	(13,673)	(11,521)	(13,445)	16.70	24.43	(1.67)
少数股东权益	(6)	(17)	(9)	(5)	(40)	(9)	8	(190.50)	(147.06)	(120.00)
净利润	43,454	37,045	39,584	25,011	47,011	40,132	45,341	12.98	22.39	(3.55)

来源:公司, 农银国际证券预测

图表 2: 农业银行市帐率走势图 (12/2010- 8/2013)


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	2013E	2014E	2015E
净利息收入	307,199	341,879	391,075	431,105	489,928
非利息收入	72,557	83,085	95,718	109,234	122,623
其中：手续费和佣金收入	68,750	74,844	86,783	99,074	111,458
运营收入	379,756	424,964	486,794	540,339	612,551
运营成本	(144,200)	(167,306)	(198,805)	(235,951)	(280,083)
摊销	(13,130)	(15,496)	(17,820)	(19,959)	(22,354)
拨备前运营利润	222,426	242,162	270,168	284,429	310,114
贷款减值损失	(64,225)	(54,235)	(51,088)	(48,427)	(51,437)
运营利润	158,201	187,927	219,081	236,003	258,678
税前利润	158,201	187,927	219,081	236,003	258,678
应交税费	(36,245)	(42,796)	(50,389)	(54,281)	(59,496)
少数股东权益	(29)	(37)	(41)	(45)	(49)
净利润	121,927	145,094	168,651	181,677	199,133
增长率 (%)					
净利息收入	26.9	11.3	14.4	10.2	13.6
非利息收入	44.8	14.5	15.2	14.1	12.3
其中：手续费和佣金收入	49.0	8.9	16.0	14.2	12.5
运营收入	29.9	11.9	14.5	11.0	13.4
运营成本	23.4	16.0	18.8	18.7	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	11.6	5.3	9.0
贷款减值损失	47.9	(15.6)	(5.8)	(5.2)	6.2
运营利润	31.0	18.8	16.6	7.7	9.6
税前利润	31.0	18.8	16.6	7.7	9.6
应交税费	40.3	18.1	17.7	7.7	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	16.2	7.7	9.6
每股数据 (人民币元)					
每股盈利	0.38	0.45	0.52	0.56	0.61
每股净资产	2.00	2.31	2.65	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	2.80	2.82	2.87
净息差	2.73	2.67	2.53	2.58	2.61
成本收入比	38.0	39.4	40.8	43.7	45.7
平均资产回报率	1.11	1.16	1.20	1.16	1.14
平均股本回报率	20.5	20.7	20.9	19.8	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	2013E	2014E	2015E
现金及等价物	2,487,082	2,613,111	2,760,767	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	1,597,406	1,970,087	2,352,118
投资	2,628,052	2,851,448	3,094,142	3,365,717	3,647,778
垫款净额	5,410,086	6,153,411	6,981,597	7,873,099	8,806,640
总生息资产	11,399,217	12,918,203	14,433,911	16,131,129	17,917,209
物业及设备	131,815	141,490	152,809	163,506	174,951
其他非生息资产	146,545	184,649	222,718	264,197	313,419
总资产	11,677,577	13,244,342	14,809,438	16,558,832	18,405,579
客户存款	9,622,026	10,862,935	12,108,887	13,365,321	14,781,619
同业及其他金融机构存放款项	724,286	934,139	1,167,674	1,424,562	1,709,474
次级债务	119,390	192,639	231,167	265,842	305,718
总计息负债	10,465,702	11,989,713	13,507,727	15,055,725	16,796,811
当期所得税负债	37,868	40,419	44,461	48,907	53,798
递延所得税负债	27	15	18	22	26
其他负债	524,192	462,841	395,323	473,246	463,561
总负债	11,027,789	12,492,988	13,947,529	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	535,437	654,326	764,633
少数股东权益	187	1,539	1,678	1,812	1,957
股东权益合计	649,788	751,354	861,908	980,932	1,091,384
增长率 (%)					
现金及等价物	19.4	5.1	5.7	5.8	6.4
存放或拆放同业及其他金融机构款项	25.1	48.8	22.9	23.3	19.4
投资	4.0	8.5	8.5	8.8	8.4
垫款净额	13.0	13.7	13.5	12.8	11.9
总生息资产	12.9	13.3	11.7	11.8	11.1
总资产	13.0	13.4	11.8	11.8	11.2
客户存款	8.3	12.9	11.5	10.4	10.6
同业及其他金融机构存放款项	24.2	29.0	25.0	22.0	20.0
次级债务	91.5	61.4	20.0	15.0	15.0
总计息负债	9.8	14.6	12.7	11.5	11.6
总负债	12.6	13.3	11.6	11.7	11.1
股东权益合计	19.8	15.4	14.7	13.8	11.3
主要比率 (%)					
贷存比	58.6	59.2	60.4	61.7	62.5
核心资本充足率	9.5	9.7	9.4	9.8	9.8
总资本充足率	11.9	12.6	12.4	12.8	12.9
不良贷款率	1.55	1.33	1.52	1.60	1.66
不良贷款增长	(13.0)	(1.7)	29.6	19.0	15.7
净坏账支出比	1.2	0.9	0.7	0.6	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	295.8	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 2013 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