



股票代码	601288.CH	1288.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 2.86	港币 3.78
目标价	人民币 3.64	港币 4.71
上/下浮比例	27%	25%
目标价格基础	2013年市净率	2013年市净率
板块评级	中立	中立

农业银行

股改和上市红利推高利润增速

农业银行 2012 年净利润同比增长 19.0%，增速在四大行中处于最高水平。4 季度净息差环比上升约 6 个基点，但上市以来不良余额首次环比上升。我们认为农行独特的县域定位和稳定的存款基础将带来更高的利润增速，维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- **净利润符合预期。**农业银行 2012 年实现净利润 1,450.94 亿元，同比增长 19.0%，符合我们的预期。农行利润增速在四大行中处于最高水平，股改和上市带来的资产质量改善是推高利润增速的主要原因。
- **净息差环比上升约 6 个基点。**农行 4 季度按照期初期末余额估算的净息差环比上升约 6 个基点，这可能是得益于资产增速的放缓和对负债成本的控制。
- **4 季度手续费收入复苏。**农行 2012 年手续费净收入 748.44 亿元，同比增长 8.9%。4 季度单季度手续费净收入 167.34 亿元，同比增长 20.2%，银监会清理银行收费的负面影响在 3 季度得到缓解。
- **县域业务发展良好。**2012 年，农行县域金融业务贷款余额增长 17.0%，存款余额增长 13.5%，增速高于全行平均水平。由于加大了在县域地区的拨备力度，2012 年县域金融实现税前利润 637.16 亿元，同比增长 14.4%，略低于全行平均水平。
- **不良余额环比上升。**截至 2012 年末，农行不良贷款余额由 3 季度末的 839.51 亿元上升至 858.48 亿元，这是农行上市以来首次不良余额环比上升。不良贷款率由 3 季度末的 1.34% 继续下降至 1.33%。农行全年的信用风险成本由去年的 1.21% 下降至 0.90% 左右，拨备费用同比下降 15.6%，这是推高净利润增速的重要原因。2012 年末，农行拨备覆盖率由 3 季度末的 311.2% 上升至 326.1%，拨贷比则由 4.18% 上升至 4.35%。

评级面临的主要风险

- 1 季度净息差快速回落；地产调控导致经济复苏低于预期。

估值

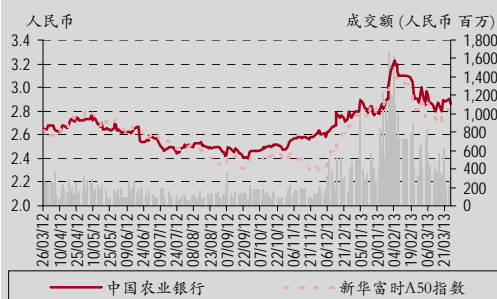
- 农行 A 股按照 2013 年预测值计算的市盈率和市净率分别为 5.81 倍和 1.09 倍，H 股相应的市盈率和市净率分别为 6.14 倍和 1.15 倍。我们认为农行独特的县域定位和稳定的存款基础将带来更高的利润增速，维持买入评级不变。

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E
营业收入(人民币 百万)	379,756	424,964	461,549	498,265	530,117
变动 (%)	29.9	11.9	8.6	8.0	6.4
净利润(人民币 百万)	121,927	145,094	159,887	168,543	176,444
变动 (%)	28.5	19.0	10.2	5.4	4.7
完全摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.45	0.49	0.52	0.54
变动 (%)	15.7	19.0	10.2	5.4	4.7
全面摊薄市盈率(倍)	7.62	6.40	5.81	5.51	5.26
每股净资产值(人民币)	2.00	2.31	2.63	2.97	3.32
市净率(倍)	1.43	1.24	1.09	0.96	0.86
净资产收益率 (%)	20.46	20.74	19.94	18.55	17.29
每股股息(人民币)	0.13	0.16	0.17	0.18	0.19
股息收益率 (%)	5.3	4.6	5.5	6.0	6.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(1)	(0)	3	8
相对新华富时 A50 指数	0	0	0	4

发行股数(百万)	294,055
流通股 (%)	12.5
流通股市值(人民币 百万)	91,892
3 个月日均交易额(人民币 百万)	268
主要股东 (%)	
汇金	40

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 26 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 银行

尹劲桦

(8621) 2032 8590

jinhua.yin@bocichina.com

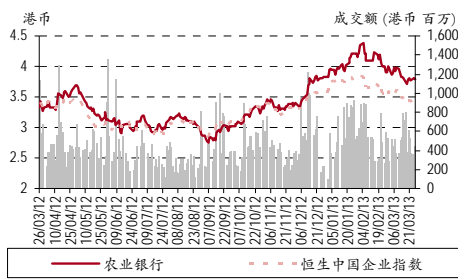
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120024

袁琳, CFA*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120005

股价表现 — H 股


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4)	(3)	(1)	14
相对恒生中国企业指数	4	(2)	3	10

发行股数(百万)	30,739
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	91,295
3 个月日均交易额(港币 百万)	444

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
 以 2013 年 3 月 26 日收市价为标准

投资摘要 — H 股

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E
营业收入(人民币 百万)	379,756	424,964	461,549	498,265	530,117
变动(%)	29.9	11.9	8.6	8.0	6.4
净利润(人民币 百万)	121,927	145,094	159,887	168,543	176,444
变动(%)	28.5	19.0	10.2	5.4	4.7
完全摊薄每股收益(人民币)	0.38	0.45	0.49	0.52	0.54
变动(%)	15.7	19.0	10.2	5.4	4.7
全面摊薄市盈率(倍)	8.06	6.77	6.14	5.83	5.57
每股净资产值(人民币)	2.00	2.31	2.63	2.97	3.32
市净率(倍)	1.51	1.31	1.15	1.02	0.91
净资产收益率(%)	20.46	20.74	19.94	18.55	17.29
每股股息(人民币)	0.13	0.16	0.17	0.18	0.19
股息收益率(%)	5.1	4.3	5.2	5.7	6.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2011 年	同比变动 (%)	2012 年 4 季度	2011 年 4 季度	同比变动 (%)
净利息收入	341,879	307,199	11.3	88,646	83,835	5.7
手续费收入	74,844	68,750	8.9	16,734	13,926	20.2
其他非息收入	8,241	3,807	116.5	1,831	2,127	(13.9)
营业收入	424,964	379,756	11.9	107,211	99,888	7.3
营业费用	(157,428)	(136,123)	15.7	(47,303)	(44,029)	7.4
拨备前营业利润	267,536	243,633	9.8	59,908	55,859	7.2
拨备费用	(54,235)	(64,225)	(15.6)	(20,614)	(22,786)	(9.5)
营业利润	213,301	179,408	18.9	39,294	33,073	18.8
营业税	(25,374)	(21,207)	19.6	(6,341)	(5,542)	14.4
非经常项目损益	0	0	-	0	0	-
税前利润	187,927	158,201	18.8	32,953	27,531	19.7
所得税	(42,796)	(36,245)	18.1	(7,937)	(6,351)	25.0
净利润	145,131	121,956	19.0	25,016	21,180	18.1
少数股东权益	(37)	(29)	27.6	(5)	(10)	(50.0)
归属于母公司的净利润	145,094	121,927	19.0	25,011	21,170	18.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 2012 年实际业绩与预测对比

(人民币, 百万)	2012 年实际	2012 年预测	差异(%)
净利息收入	341,879	337,476	1.3
手续费收入	74,844	73,993	1.1
其他非息收入	8,241	7,891	4.4
营业收入	424,964	419,360	1.3
营业费用	(157,428)	(155,279)	1.4
拨备前营业利润	267,536	264,082	1.3
拨备费用	(54,235)	(52,541)	3.2
营业利润	213,301	211,541	0.8
营业税	(25,374)	(23,479)	8.1
非经常项目损益	0	0	-
税前利润	187,927	188,061	(0.1)
所得税	(42,796)	(44,713)	(4.3)
净利润	145,131	143,348	1.2
少数股东权益	(37)	(28)	34.5
归属于母公司的净利润	145,094	143,321	1.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 农行资产质量变化

(人民币, 百万)	09年 1季度	10年 1季度	10年 2季度	10年 3季度	10年 4季度	11年 1季度	11年 2季度	11年 3季度	11年 4季度	12年 1季度	12年 2季度	12年 3季度	12年 4季度
不良贷款余额	120,241	109,543	107,086	99,438	100,405	91,698	90,048	87,956	87,358	85,014	84,508	83,951	85,848
不良贷款率 (%)	2.91	2.46	2.32	2.08	2.03	1.76	1.67	1.60	1.55	1.44	1.39	1.34	1.33
关注类贷款余额	324,810		312,220		316,671		310,163		314,657		308,038		295,451
关注贷款率 (%)	7.85		6.75		6.39		5.76		5.59		5.07		4.59
逾期贷款余额	78,150		82,281		75,744		72,886		73,463		85,008		87,905
逾期贷款率 (%)	1.89		1.78		1.53		1.35		1.30		1.40		1.37
年化信用风险成本 (%)	NA	0.79	0.98	1.10	0.89	0.96	1.17	1.01	1.64	0.75	0.80	0.70	1.41
拨备覆盖率 (%)	105.37	123.25	136.11	159.70	168.05	197.44	217.58	237.89	263.10	283.39	296.26	311.20	326.1
拨贷比 (%)	3.06	3.03	3.15	3.32	3.40	3.47	3.64	3.81	4.08	4.09	4.12	4.18	4.35

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

损益表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013 E	2014 E	2015 E
净利息收入	307,199	341,879	370,586	399,410	422,568
净手续费及佣金收入	68,750	74,844	81,898	88,884	96,580
其他非息收入	3,807	8,241	9,065	9,972	10,969
营业收入	379,756	424,964	461,549	498,265	530,117
营业费用	(136,123)	(157,428)	(169,273)	(181,847)	(193,397)
拨备前经营利润	243,633	267,536	292,276	316,418	336,720
损失准备	(64,225)	(54,235)	(58,956)	(69,460)	(77,146)
营业利润	179,408	213,301	233,321	246,958	259,574
其他业务收入	0	0	0	0	0
营业税	(21,207)	(25,374)	(26,367)	(28,900)	(31,511)
税前利润	158,201	187,927	206,953	218,058	228,063
所得税	(36,245)	(42,796)	(47,036)	(49,482)	(51,582)
税后利润	121,956	145,131	159,918	168,576	176,481
少数股东损益	(29)	(37)	(30)	(33)	(37)
净利润	121,927	145,094	159,887	168,543	176,444
+/-%	28.5	19.0	10.2	5.4	4.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	158,201	187,927	206,953	218,058	228,063
非现金项目	76,510	65,304	75,589	87,545	95,729
其他变动	(74,283)	6,564	7,230	5,705	5,703
经营活动产生现金流	160,428	259,795	289,772	311,308	329,495
经营性资产的增减	92,844	299,311	554,734	328,709	291,848
营业活动产生现金流	253,272	559,106	844,505	640,018	621,343
投资及融资回报	77,953	(6,583)	(7,145)	(5,621)	(5,621)
其他项目	(30,268)	(40,324)	(42,337)	(44,538)	(46,429)
投资活动产生现金流	300,957	512,199	795,024	589,858	569,293
投资	(105,371)	(132,448)	(185,997)	(201,479)	(218,970)
自由现金流	195,586	379,751	609,026	388,379	350,323
收购活动	1,356	0	0	0	0
投资者可用现金	196,942	379,751	609,026	388,379	350,323
融资活动产生的净现金	32,614	41,942	(123,729)	(59,045)	(61,813)
汇兑损益	(3,066)	(2,759)	(2,483)	(2,235)	(2,012)
现金增/(减)	226,490	418,934	482,814	327,099	286,499

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
资产					
现金及等价物	79,811	93,096	84,671	87,212	89,828
存放央行	2,407,271	2,520,015	2,603,781	2,891,300	3,205,321
存放同业	873,997	1,300,233	1,939,900	2,256,957	2,532,837
短期投资	8,524	4,825	5,308	5,838	6,422
总客户贷款	5,639,928	6,433,399	7,271,532	8,142,080	9,101,323
减: 拨备	(229,842)	(279,988)	(338,944)	(408,403)	(485,549)
证券投资	2,628,052	2,851,448	2,936,032	3,133,986	3,350,129
对联营企业投资	134	108	108	108	108
净固定资产	131,815	141,490	113,781	99,296	83,622
其他资产	137,887	179,716	191,991	205,472	220,283
总资产	11,677,577	13,244,342	14,808,160	16,413,846	18,104,324
负债及权益					
客户存款	9,622,026	10,862,935	12,175,348	13,519,796	14,988,165
同业存放	816,365	941,770	1,082,644	1,190,902	1,250,905
其他借款	119,390	192,639	124,922	124,922	124,922
总借款	10,557,781	11,997,344	13,382,914	14,835,620	16,363,992
其他负债	470,008	495,644	570,001	613,467	660,923
总负债	11,027,789	12,492,988	13,952,916	15,449,087	17,024,915
普通股股本(面值)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
准备金	193,721	216,533	264,508	315,081	368,025
其他权益	131,086	208,488	264,388	323,313	385,000
总股东权益	649,601	749,815	853,690	963,188	1,077,820
少数股东权益	187	1,539	1,554	1,571	1,589
已运用资本	649,788	751,354	855,244	964,759	1,079,409
总负债及权益	11,677,577	13,244,342	14,808,160	16,413,846	18,104,324

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 (%) — A/H 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
生息资产收益率	4.35	4.59	4.40	4.35	4.28
资金成本	1.65	1.99	1.92	1.99	2.06
利差	2.70	2.60	2.48	2.36	2.22
净息差	2.82	2.77	2.66	2.56	2.44
其他收入总收入	19.11	19.55	19.71	19.84	20.29
成本收入比	35.84	37.05	36.67	36.50	36.48
有效税率	30.34	32.02	32.44	31.71	32.00
增长					
贷款增长率	13.78	14.07	13.03	11.97	11.78
存款增长率	8.26	12.90	12.08	11.04	10.86
资产增长率	12.96	13.42	11.81	10.84	10.30
流动性					
贷存比	58.61	59.22	59.72	60.22	60.72
贷款/付息资金	57.90	58.19	59.12	59.67	60.22
贷款/总资产	48.30	48.57	49.10	49.60	50.27
核心负债/总负债	65.52	66.45	66.58	66.52	66.70
资产质量					
不良贷款率	1.55	1.33	1.51	1.74	1.96
一般拨备率	201.26	265.29	227.49	204.71	193.47
专项准备覆盖率	61.84	60.85	82.08	83.33	78.78
总拨备覆盖率	263.10	326.14	309.58	288.04	272.25
信用风险成本	1.21	0.90	0.86	0.90	0.89
关注类贷款比例	5.58	4.59	7.62	8.39	9.17
拨备贷款比	4.08	4.35	4.66	5.02	5.33
资本充足率					
权益资产比率	5.56	5.67	5.78	5.88	5.96
盈余资本	0.44	1.11	0.59	0.53	0.81
总资本充足率	11.94	12.61	12.09	12.03	12.31
核心资本充足率	9.50	9.67	9.50	9.55	9.59
回报率					
资产收益率	1.11	1.16	1.14	1.08	1.02
净资产收益率	20.46	20.74	19.94	18.55	17.29
已运用资本收益率	20.46	20.71	19.90	18.52	17.26
结构性已运用资本收益率	18.01	18.55	17.44	15.80	14.77

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371