

## 息差平稳，新资本办法实施好于预期

农业银行 (601288.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司发布2013年一季报，一季度实现归属于母公司净利润约470亿元，同比增长8.2%。EPS0.14元，盈利增速好于预期，因息差平稳、手续费收入延续回升势头。

#### 2. 我们的分析与判断

■ **一季度净利润略高于预期，息差持平，手续费收入同比增速延续回升势头，拨备保持较高水平：**1) 利息净收入环比增加 0.7%，在四大行中处于领先水平；2) 一季度手续费净收入同比增长 22%，投资收益大幅增长非息净收入同比增 30.6%，反映了公司流动性管理效益提升；3) 费用支出有所控制，一季度成本收入比 31.2%，较上年同期下降 0.8 个百分点；4) 拨备保持较高水平，一季度信用成本 0.75%，计提资产减值损失同比增长 16%。

■ **存款优势继续维持，一季度净息差环比持平。**一季度净息差 2.78%，与 2012 年四季度持平。一季度的息差好于预期，资产与负债端贡献各占一半。一季度存款较年初增长 6.9%，处于大行领先水平；一季末活期占比 53.5%，较四季度下降约 1 个百分点。公司一季度贷款重定价表现良好，预计公司净息差仍将保持较高水平。

■ **不良继续双降。**一季末不良率 1.27%，环比下降 6BP。还原核销后不良率 1.28%，环比下降 5BP。正如我们在年报点评中指出以往单项测试分类较组合更加严格的标准，公司拨贷比 4.31%，为不良保持较低水平提供较好基础。未来 3 年公司信贷成本回归行业平均将使得公司盈利可以逐步释放。

■ **新资本办法实施后核心资本充足率较年初仅下降 40BP，融资进程或将放缓。**一季末核心资本充足率 9.27%。公司受新资本办法实施影响幅度较小，反映了信用资产结构较优。根据我们测算考虑到过渡期安排、公司较优资产结构、大型银行中领先的盈利增速，预计融资进程将以创新资本工具为主。

#### 3. 投资建议

一季度公司息差表现平稳，存款优势继续体现，不良双降，信用资产结构较优。预计公司股改红利将继续释放，公司未来三年保持较高盈利增速，融资进程放缓。维持公司评级“推荐”。

预计公司 13/14 年实现净利 1699/1962 亿元，同比增长 17%/15%，对应 EPS 为 0.52/0.60 元。以 2.69 元的股价计算，对应各年 PE 为 5.1x/4.5x，PB 为 1.02x/0.88x。

#### 分析师

黄斌辉

☎: (8610) 8357 4031

✉: huangbinhui@chinastock.com.cn

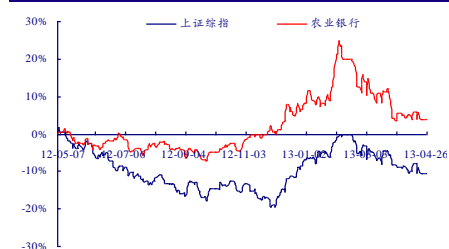
执业证书编号: S0130513030001

#### 市场数据

时间 2013.4.26

A 股收盘价(元)	2.69
A 股一年内最高价(元)	3.28
A 股一年内最低价(元)	2.38
上证指数	2,177.91
市净率	1.17
总股本(万股)	32479412
实际流通 A 股(万股)	2557059
限售的流通 A 股(万股)	26848471
流通 A 股市值(亿元)	687.85

#### 股价走势图



资料来源: 中国银河证券研究部, Wind

表 1: 农业银行 2013 年一季报业绩分析

	单季					YoY %	QoQ %
	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1		
<b>资产总计</b>	<b>12559332</b>	<b>12901412</b>	<b>13061873</b>	<b>13244342</b>	<b>14267738</b>	<b>13.6</b>	<b>7.7</b>
贷款总额	5927750	6109728	6244975	6433399	6769873	14.2	5.2
逾期贷款	-	85008	-	87905	-	-	-
关注类	-	308038	-	295451	-	-	-
不良贷款总额	85014	84508	83951	85848	85683	0.8	-0.2
债券投资	2761205	2717194	2813533	2851448	3022790	9.5	6.0
同业往来资产	1292009	1474233	1311502	1300233	1660136	28.5	27.7
生息资产	12243062	12566045	12675033	12918203	13889641	13.4	7.5
<b>负债合计</b>	<b>11865348</b>	<b>12209586</b>	<b>12334828</b>	<b>12492988</b>	<b>13467419</b>	<b>13.5</b>	<b>7.8</b>
存款	10143971	10604586	10791157	10862935	11611336	14.5	6.9
同业往来负债	964187	1047213	963509	941704	1080116	12.0	14.7
计息负债	11236337	11789139	11895481	11997278	12895669	14.8	7.5
<b>所有者权益合计</b>	<b>693984</b>	<b>691826</b>	<b>727045</b>	<b>751354</b>	<b>800319</b>	<b>15.3</b>	<b>6.5</b>
利息收入	137183	141074	142231	145575	145914	6.4	0.2
利息支出	51348	59224	56683	56929	56626	10.3	-0.5
<b>利息净收入</b>	<b>85835</b>	<b>81850</b>	<b>85548</b>	<b>88646</b>	<b>89288</b>	<b>4.0</b>	<b>0.7</b>
手续费及佣金收入	21898	18248	20125	18302	26649	21.7	45.6
手续费及佣金支出	628	589	944	1568	658	4.8	-58.0
<b>手续费净收入</b>	<b>21270</b>	<b>17659</b>	<b>19181</b>	<b>16734</b>	<b>25991</b>	<b>22.2</b>	<b>55.3</b>
其他非息收入合计	(138)	3257	1762	106	1613	-1268.8	1421.7
<b>非息净收入</b>	<b>21132</b>	<b>20916</b>	<b>20943</b>	<b>16840</b>	<b>27604</b>	<b>30.6</b>	<b>63.9</b>
<b>营业收入</b>	<b>106967</b>	<b>102766</b>	<b>106491</b>	<b>105486</b>	<b>116892</b>	<b>9.3</b>	<b>10.8</b>
营业支出	40537	42775	45720	51472	43560	7.5	-15.4
拨备前利润	66430	59991	60771	54014	73332	10.4	35.8
资产减值损失	10733	12039	10849	20614	12442	15.9	-39.6
<b>营业利润</b>	<b>55697</b>	<b>47952</b>	<b>49922</b>	<b>33400</b>	<b>60890</b>	<b>9.3</b>	<b>82.3</b>
税前利润	56135	47867	50972	32953	60724	8.2	84.3
所得税	12675	10805	11379	7937	13673	7.9	72.3
实际税率	22.6%	22.6%	22.3%	24.1%	22.5%	-0.3	-6.5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>43454</b>	<b>37045</b>	<b>39584</b>	<b>25011</b>	<b>47011</b>	<b>8.2</b>	<b>88.0</b>
贷存比	55.68%	54.97%	55.45%	56.65%	55.79%		
关注类	-	5.07%	-	4.59%	-		
不良贷款率	1.44%	1.39%	1.34%	1.33%	1.27%		
不良贷款覆盖率	283.39%	296.26%	311.20%	326.14%	340.55%		
不良贷款覆盖率	4.09%	4.12%	4.18%	4.35%	4.31%		
单季信用风险成本	0.75%	0.81%	0.70%	1.32%	0.75%		
风险加权系数	-	52.78%	-	54.48%	59.93%		
资本充足率	12.01%	12.02%	12.07%	12.61%	11.98%		
核心资本充足率	9.60%	9.65%	9.76%	9.67%	9.27%		
营业费用/营业收入	32.01%	35.55%	36.84%	42.78%	31.21%		
生息资产收益率	4.38%	4.55%	4.51%	4.55%	4.51%		
计息负债成本率	1.68%	2.06%	1.91%	1.91%	1.91%		
NIS	2.70%	2.49%	2.59%	2.64%	2.59%		
NIM	2.91%	2.64%	2.71%	2.77%	2.66%		
NIM(日均)	2.97%	2.73%	2.76%	2.78%	2.78%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 新资本办法影响因素分析

	2012							影响		CAR		
	操作风险资本	风险资产要求	核心资本净额	风险加权资产	盈利	分红率	分红	操作风险	分红	QoQ*		
	a	b=12.5*a	c	d	e	f	g=e*f	h=b/d	i=g/c	j=(1+i)/(h+1)	k	l=k-j*(c/d)
工行	69649	870613	1010463	9511205	238532	35.0%	83559	9.2%	8.3%	99.2%	0.38%	0.46%
建行	59066	738328	864588	7637705	193179	34.7%	67003	9.7%	7.7%	98.3%	-0.40%	-0.20%
中行	48554	606921	764261	7253230	139432	35.0%	48851	8.4%	6.4%	98.2%	-1.01%	-0.81%
农行	54493	681162	697804	7216178	145094	35.0%	50830	9.4%	7.3%	98.0%	-0.40%	-0.21%
交行	18926	236579	364457	3242504	58373	30.5%	17823	7.3%	4.9%	97.8%	-0.93%	-0.68%
华夏	4890	61125	71167	873214	12796	25.2%	3219	7.0%	4.5%	97.7%	-0.55%	-0.36%
民生	12012	150154	164227	2020011	37563	11.3%	4255	7.4%	2.6%	95.5%	-0.32%	0.05%
中信	11107	138843	193714	2012759	31032	22.6%	7018	6.9%	3.6%	96.9%	-0.27%	0.02%
浦发	10036	125453	168072	1874230	34186	30.0%	10259	6.7%	6.1%	99.4%	-0.52%	-0.47%
招行	14045	175563	176401	2077755	45273	30.0%	13594	8.4%	7.7%	99.3%	0.11%	0.17%
平安	4371	54634	76896	895593	13403	6.5%	871	6.1%	1.1%	95.3%	-1.31%	-0.90%
兴业	9547	119341	162416	1748294	34718	20.9%	7240	6.8%	4.5%	97.8%	-0.74%	-0.53%
光大	7076	88449	110469	1383605	23591	9.9%	2345	6.4%	2.1%	96.0%	-0.45%	-0.13%
宁波	1211	15137	21907	190661	4068	17.7%	721	7.9%	3.3%	95.7%	-1.42%	-0.93%
南京	1094	13676	22454	185107	4013	30.1%	1207	7.4%	5.4%	98.1%		
北京	3209	40112	70974	651141	11675	30.2%	3520	6.2%	5.0%	98.9%	-0.97%	-0.85%
中位	10572	132148	166149	1943494	34452	30.0%	7129	7.3%	4.9%	97.9%	-0.52%	-0.36%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 3: 农业银行关键财务数据及预测**

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	杜邦分析	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
利息净收入	2422	3072	3419	3695	4097	净利息收入	2.34%	2.63%	2.58%	2.47%	2.46%
非息净收入	483	705	798	911	1028	非净利息收入	0.47%	0.60%	0.60%	0.61%	0.62%
营业收入	2904	3777	4217	4606	5125	营业收入	2.81%	3.23%	3.18%	3.08%	3.07%
营业支出	1276	1568	1805	1985	2199	营业支出	1.23%	1.34%	1.36%	1.33%	1.32%
拨备前利润	1628	2210	2412	2621	2927	拨备前利润	1.58%	1.89%	1.82%	1.75%	1.75%
拨备	434	642	542	420	385	拨备	0.42%	0.55%	0.41%	0.28%	0.23%
税前利润	1207	1582	1879	2200	2542	税前利润	1.17%	1.35%	1.42%	1.47%	1.52%
净利润	949	1219	1451	1699	1962	税收	0.25%	0.31%	0.32%	0.34%	0.35%
EPS	0.29	0.38	0.45	0.52	0.60	ROA	0.92%	1.04%	1.10%	1.14%	1.18%
每股拨备前利润	0.50	0.68	0.74	0.81	0.90	权益倍数	19.1	18.0	17.7	17.4	16.9
<b>资产负债表</b>						ROE	17.50%	18.77%	19.35%	19.75%	19.87%
资产总额	103374	116776	132443	149518	166801	<b>资产负债比例</b>					
贷款	47880	53989	61534	68711	76499	生息资产/总资产	97.7%	97.5%	97.5%	97.5%	97.5%
其他生息资产	53084	59891	67648	77036	86150	贷款/生息资产	47.4%	47.4%	47.6%	47.1%	47.0%
其他资产	24	29	33	38	42	债券/生息资产	25.0%	23.1%	22.1%	25.9%	26.1%
负债总额	97952	110278	124930	140900	156908	同业资产/生息资产	6.9%	7.7%	10.1%	9.7%	9.7%
存款	88879	96220	108629	122208	135651	计息负债/总负债	97.7%	95.7%	96.0%	96.0%	96.0%
其他计息负债	6828	9358	11344	13056	14980	存款/计息负债	92.9%	91.1%	90.5%	90.3%	90.1%
其他负债	2245	4700	4956	5636	6276	同业融资/带息负债	6.5%	7.7%	7.8%	8.0%	8.3%
股东权益	5421	6496	7498	8602	9878	应付债券/带息负债	0.7%	1.1%	1.6%	1.6%	1.7%
<b>盈利能力</b>						贷存比	53.9%	56.1%	56.6%	56.2%	56.4%
生息资产收益率	3.81%	4.40%	4.66%	4.46%	4.52%	<b>资本充足率</b>					
计息负债成本率	1.30%	1.65%	1.99%	1.91%	2.01%	资本充足率	11.59%	11.94%	12.61%	12.31%	13.30%
净利差	2.51%	2.76%	2.67%	2.55%	2.51%	核心资本充足率	9.75%	9.50%	9.67%	9.67%	10.63%
净息差	2.58%	2.86%	2.81%	2.69%	2.66%	加权风险资产	53837	63884	72162	89711	100080
贷款收益率	5.48%	6.33%	6.73%	6.35%	6.38%	加权风险资产系数	52.1%	54.7%	54.5%	60.0%	60.0%
存款成本率	1.15%	0.22%	1.72%	1.62%	1.73%	<b>资产质量</b>					
存贷利差	4.32%	6.10%	5.01%	4.73%	4.65%	不良贷款余额	1004	874	858	1019	1239
成本收入比	38.59%	35.89%	36.79%	37.00%	36.80%	不良贷款率	2.03%	1.55%	1.43%	1.41%	1.54%
<b>增长率</b>						不良拨备覆盖率	168.1%	263.1%	326.1%	340.9%	327.5%
生息资产	16.3%	12.8%	13.4%	12.8%	11.6%	不良贷款拨备率	43.36%	35.00%	55.00%	40.00%	30.00%
贷款	19.4%	12.8%	14.0%	11.7%	11.3%	信用风险成本	1.18%	1.16%	0.90%	0.60%	0.49%
债券	-3.4%	4.0%	8.5%	32.5%	12.5%	<b>收入构成</b>					
总资产	16.4%	13.0%	13.4%	12.9%	11.6%	净利息收入/营业收入	83.38%	81.33%	81.07%	80.22%	79.94%
计息负债	16.0%	10.3%	13.6%	12.7%	11.4%	非净利息收入/营业收入	16.62%	18.67%	18.93%	19.78%	20.06%
存款	18.5%	8.3%	12.9%	12.5%	11.0%	贷款利息收入/利息收入	67.35%	68.15%	68.70%	67.41%	66.51%
利息净收入	33.3%	26.9%	11.3%	8.1%	10.9%	债券利息收入/利息收入	21.88%	17.82%	17.16%	18.91%	20.16%
非息净收入	18.8%	46.1%	13.2%	14.1%	12.8%	同业往来/利息收入	3.50%	6.19%	6.52%	7.65%	7.44%
营业收入	30.7%	30.1%	11.6%	9.2%	11.3%	<b>公司描述</b>					
营业支出	17.7%	22.9%	15.1%	10.0%	10.8%	机构数	23486	23468			
拨备前利润	43.0%	35.7%	9.2%	8.7%	11.7%	其中: 县域机构					
净利润	46.0%	28.5%	19.0%	17.1%	15.5%	员工数(万人)	44	45			

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**黄斌辉，银行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

A 股：工商银行（601398）、中国银行（601939）、中国银行（601988）、交通银行（601328）、招商银行（600036）、兴业银行（601166）、民生银行（600016）、深发展 A（000001）、浦发银行（600000）、华夏银行（600015）、中信银行（601998）、北京银行（601169）、宁波银行（002142）、南京银行（601009）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄	010-83574171	<a href="mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn">fuchuxiong@chinastock.com.cn</a>
上海地区：何婷婷	021-20252612	<a href="mailto:hetingting@chinastock.com.cn">hetingting@chinastock.com.cn</a>
深广地区：詹璐	0755-83453719	<a href="mailto:zhanlu@chinastock.com.cn">zhanlu@chinastock.com.cn</a>