安信证券 ESSENCE SECURITIES

2014 年 04 月 28 日

公司快报

证券研究报告

农业银行（601288.SH）

国有银行Ⅲ

中收增长偏慢

■**业绩符合预期：**一季度公司实现归属母公司净利润 534.3 亿元，同比增长 13.65%，营收同比增长 14%、拨备前利润同比增长 17%。一季度利息收入快速增长但非息增速偏慢，成本收入比明显下降。存贷款、资产分别比年初增长 6.1%、4.6%、5.2%。净息差较去年同期增加 18bp 至 2.96%，比去年同期提升 0.17 个百分点。

■**县域业务优势继续保持：**一季度县域存贷款增速分别为 6.76%和 4.88%，高于全行平均。目前县域存贷款占全行存贷款比例分别为 42.2%和 32.6%，受益于资金成本优势以及国家对金融服务“三农”的大力倡导，农行的县域业务优势将继续保持。

■**存款定期化继续，零售贷款占比继续略升：**活期存款占比较年初下降 1.5 个百分点至 53.2%，个贷占比较上年末提高 0.27 个百分点至 29.3%。存贷款结构变化和行业整体趋势一致。

■**手续费收入增速偏慢：**一季度实现手续费及佣金净收入268.87 亿元，同比增长3.45%。增速偏慢可能与监管原因有一定联系，但整体而言公司非息业务低于预期。

■**资产质量保持稳定：**季末不良贷款余额较上年末增加 42.1 亿元，不良率为 1.22%，与上年末持平。拨备覆盖率 362.29%，略有下降，拨贷比高达 4.4%，在所有银行中是最高的。

■**成本收入比下降明显：**一季度成本收入比 28.86%，同比下降 1.71 个百分点。和其他大行类似，农行内部预计也在进行精简增效和架构调整，有助于公司成本费用的节约和经营效率提升。

■**投资建议：**农行一季度业绩符合预期，由于优先股发行箭在弦上、且目前已被核准实施资本管理高级法，未来资本压力明显减轻。目前股价对应的 2014 年动态 PE 和 PB 分别为 4.16 和 0.81 倍，股息收益率高达 8.3%，极具配置价值，维持“增持-A”投资评级。

■**风险提示：**经济增速大幅下滑。

单位	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
EPS	0.45	0.51	0.58	0.65	0.72
PPOP	0.74	0.82	0.90	1.00	1.09
BVPS	2.31	2.60	2.98	3.41	3.88
DPS	0.16	0.18	0.20	0.22	0.25
PE	5.39	4.71	4.16	3.73	3.34
PPPOP	3.25	2.94	2.68	2.42	2.21
PB	1.04	0.93	0.81	0.71	0.62

盈利和估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
股息收益率	6.49	7.34	8.30	9.26	10.34
ROE	19.32	19.68	19.44	18.99	18.61
ROA	1.10	1.14	1.17	1.18	1.19
RORWA	2.01	1.83	1.88	1.90	1.91

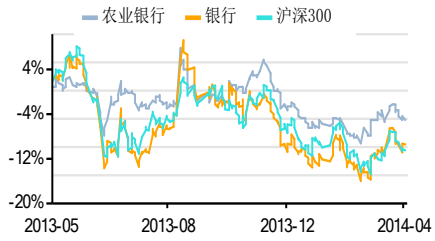
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	增持-A
	维持评级
6 个月目标价	2.75 元
股价（2014-04-25）	2.41 元

交易数据

总市值（百万元）	782,753.82
流通市值（百万元）	684,834.11
总股本（百万股）	324,794.12
流通股本（百万股）	284,163.53
12 个月价格区间	2.29/2.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.72	5.16	1.09
绝对收益	0.42	1.69	-11.07

许敏敏 分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080003

xumm@essence.com.cn

021-68765372

相关报告

拨备充足，县域业务凸显低成本优势	2014-03-26
资产质量好于同业	2013-08-30
业绩平稳	2013-03-27

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

更新时间：2014-04-26

财务报表预测和估值数据汇总(利润表(百万元))

利润表

（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	341,879	376,202	408,972	446,378	483,998
利息收入	566,063	613,384	690,377	761,424	842,386
利息支出	-224,184	-237,182	-281,405	-315,046	-358,388
净手续费及佣金收入	74,844	83,171	91,488	102,467	117,837
手续费及佣金收入	78,573	89,697	98,667	110,507	127,083
手续费及佣金支出	-3,729	-6,526	-7,179	-8,040	-9,246
其它净收入	4,987	1,795	2,800	4,500	3,800
营业总收入	421,710	461,168	503,260	553,345	605,635
营业税费	-25,374	-27,226	-30,196	-33,201	-36,338
经营费用	-155,130	-167,940	-181,174	-196,437	-215,000
拨备前利润	241,206	266,002	291,891	323,707	354,296
资产减值准备	-54,235	-52,990	-49,521	-52,858	-51,712
税前利润	187,927	214,174	243,570	272,048	303,785
所得税	-42,796	-47,963	-55,290	-62,027	-69,263
净利润	145,131	166,211	188,279	210,021	234,522
可供母公司分配净利润	145,094	166,315	188,394	210,147	234,660

资产负债表

（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	6,153,411	6,902,522	7,710,799	8,554,739	9,479,194
证券投资	2,851,448	3,220,098	3,534,116	3,993,395	4,621,107
其他生息资产	3,913,344	4,047,187	4,417,645	4,792,073	5,134,563
其他资产	326,139	392,295	401,604	408,214	513,456
资产总额	13,244,342	14,562,102	16,064,165	17,748,420	19,748,321
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,861,234	13,995,306	15,199,869
应付债券	192,639	266,261	321,531	349,883	387,597
其他计息负债	941,770	1,236,867	1,543,348	1,819,390	2,431,979
其他负债	495,644	403,026	369,781	477,800	469,006
负债总额	12,492,988	13,717,565	15,095,894	16,642,378	18,488,451
股东权益	749,815	843,108	966,506	1,104,152	1,257,855
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
负债和权益合计	13,244,342	14,562,102	16,064,165	17,748,420	19,748,321

YOY

（%）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
客户贷款	14.0	12.2	11.7	10.9	10.8
证券投资	8.5	12.9	9.8	13.0	15.7
生息资产	13.4	9.7	10.5	10.7	10.9
总资产	13.4	9.9	10.3	10.5	11.3
客户存款	12.9	8.7	8.9	8.8	8.6
计息负债	13.6	11.0	10.6	9.8	11.5
净利息收入	11.3	10.0	8.7	9.1	8.4
净手续费及佣金收入	8.9	11.1	10.0	12.0	15.0
营业收入增速	11.6	9.4	9.1	10.0	9.4
拨备前利润增速	9.2	10.3	9.7	10.9	9.4
税前利润增速	18.8	14.0	13.7	11.7	11.7
归属母公司利润增速	19.0	14.6	13.3	11.5	11.7

ROA Dupont

(% of AVG Assets)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入	2.74	2.71	2.67	2.64	2.58
非利息收入	0.64	0.61	0.62	0.63	0.65
营业收入	3.38	3.32	3.29	3.27	3.23
营业税费	0.20	0.20	0.20	0.20	0.19
经营费用	1.24	1.21	1.18	1.16	1.15
计提准备金前的营业利润	1.94	1.91	1.91	1.91	1.89
准备金	0.44	0.38	0.32	0.31	0.28
税前利润	1.51	1.54	1.59	1.61	1.62
所得税	0.34	0.34	0.36	0.37	0.37
税后利润	1.16	1.20	1.23	1.24	1.25
ROAA	1.16	1.20	1.23	1.24	1.25
平均权益乘数	6.02	6.06	6.31	6.53	6.71
ROAE	20.72	20.83	20.77	20.25	19.83

流动性

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
贷款/资产总额—期末	46.5	47.4	48.0	48.2	48.0
贷款/资产总额—平均	46.4	47.0	47.7	48.1	48.1
贷款/存款—期末	56.6	58.4	60.0	61.1	62.4
贷款/存款—期初	56.1	56.6	58.4	60.0	61.1
贷存比（不含贴现）	58.2	60.4	62.0	63.3	64.6

资产质量

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
不良贷款率	1.33	1.22	1.23	1.29	1.33
拨备覆盖率	326.1	367.0	360.0	350.0	340.0
拨备/贷款	4.4	4.5	4.4	4.5	4.5

资本充足率

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
加权风险资产占比	54.48	62.25	62.25	62.25	62.25
核心资本充足率	9.72	9.25	9.44	9.63	9.75
资本充足率	12.61	11.86	11.98	12.09	12.12

经营效率

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利息收入/营业收入	81.07	81.58	81.26	80.67	79.92
手续费和佣金收入/营业	17.75	18.03	18.18	18.52	19.46
非利息收入/营业收入	18.93	18.42	18.74	19.33	20.08
经营费用/营业收入	36.79	36.42	36.00	35.50	35.50
经营费用/平均资产	1.24	1.21	1.18	1.16	1.15

盈利能力

(%)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
生息率	4.66	4.53	4.63	4.61	4.61
付息率	1.99	1.87	2.01	2.04	2.10
利差	2.67	2.65	2.62	2.57	2.51
NIM	2.81	2.78	2.74	2.71	2.65
成本收入比	36.8	36.4	36.0	35.5	35.5
营业收入税率	6.0	5.9	6.0	6.0	6.0
信用成本	1.6	0.8	0.7	0.7	0.6
所得税率	22.8	22.4	22.7	22.8	22.8
股利分配率	35.0	34.6	34.5	34.5	34.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

许敏敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。