

沪港通股票

农业银行 A

维持“中性”评级，近期缺乏催化剂

存款成本优势显著，网均和人均效率仍较低

公司凭借网点覆盖面广、零售客户积累多的优势，存款成本长期保持同业最低水平，2014年中期存款成本比上市银行平均存款成本低 44bps，比大行平均存款成本低 26bps，差距相比三年前有所扩大。我们认为资金成本优势将有力支撑公司保持较高的息差水平。同时，公司运营效率仍处于较低水平。2014年中期公司人均资产和拨备前利润较大行平均低 31%，机构平均资产和机构平均拨备前利润较大行平均低 48%。

三季度净息差小幅收窄，拨备水平仍处行业前列

三季度公司净利润同比增速下滑至 6% (VS 二季度 13%)，总资产环比基本持平，与大行趋势基本一致。我们估算三季度净息差环比收窄 3bps 至 2.87%，或受到市场流动性宽松影响；受手续费监管政策影响，手续费及佣金净收入同比下降 2%。我们估算前三季度信贷成本同比上升 18bps 至 82bps。拨备覆盖率为 335%，拨贷比为 4.33%，公司拨备水平仍处于行业前列。考虑中国银行业资产质量问题仍处于爆发中段，我们预计未来信贷成本及不良核销将继续加大。

受降息及存款定价上浮提升影响下调公司 2015 年盈利预测

考虑到 11 月降息的直接影响，我们下调公司未来净息差预测，预计公司 15 年息差将下行 8bps；考虑降息对于资产负债表的修复支撑，我们下调 15 年信贷成本假设 6bps。我们相应调整公司 14/15/16 年 EPS 预测至 0.56/0.60/0.63 元 (原 0.56/0.54/0.51 元)。

估值：上调目标价至 3.13 元，维持“中性”评级

考虑到行业特性，我们改用 PB/ROE 估值法进行估值。我们分析受利率市场化、资产质量压力等因素影响，预计公司中长期 ROE 将回落至 10.7%，低于行业平均；我们在 2015 年行业平均 PB0.94X 的基础上给予 9% 的折价得到目标 PB0.85X，得到目标价 3.13 元，对应 15 年 PE 为 5.2X。目前股价对应 15 年 PB/PE 为 0.84X/5.16X 倍。维持公司“中性”评级。

Equities

 中国
 银行业 (除储贷业务)

 12 个月评级 **中性**
 保持不变

 12 个月目标价 **Rmb3.13**
 之前: **Rmb2.70**

 股价 **Rmb3.10**

路透代码: 601288.SS 彭博代码 601288 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb3.36-2.29
市值	Rmb1,001 十亿/US\$162 十亿
已发行股本	294,055 百万 (ORDA)
流通股比例	10%
日均成交量(千股)	450,088
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,274.8
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1,025 十亿
市净率 (12/14E)	1.0x
一级资本充足率	10%

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.56	0.56	-0.12	0.57
12/15E	0.54	0.60	12.24	0.61
12/16E	0.51	0.63	21.91	0.66

 甘宗卫
 分析师

 S1460513090001
 zongwei.gan@ubssecurities.com
 +86-105-832 8755

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	379,756	424,964	465,771	519,654	565,274	619,177	698,864	802,565
税前利润	158,201	187,927	214,174	235,479	251,763	262,404	289,303	325,640
净利润 (本地 GAAP)	121,927	145,094	166,315	182,573	195,193	203,467	224,351	252,562
净利润 (UBS)	121,927	145,094	166,315	182,573	195,193	203,467	224,351	252,562
一级资本充足率%	9.5	9.7	9.2	9.8	9.9	9.9	9.9	9.7
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.38	0.45	0.51	0.56	0.60	0.63	0.69	0.78
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
股东权益回报率(UBS)	20.5	20.7	20.9	19.5	17.6	16.1	15.9	16.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.9	3.5	3.2	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1
市净率	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
市净率(UBS)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
市盈率(UBS, 稀释后)	7.1	5.8	5.2	5.5	5.2	4.9	4.5	4.0
净股息收益率(%)	4.9	6.0	6.7	6.3	6.6	6.9	7.6	8.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2014 年 12 月 16 日 17 时 56 分的股价(Rmb3.10)得出。

投资主题

农业银行 A

投资理由

农业银行拥有较强资金来源优势，经营效率有待进一步提升。具体分析：1) 农行在网点、自助机、和业务范围方面拥有领先优势，存款成本持续处于低位；2) 县域业务占比及增速较高，或有助于存贷利差保持大行较高水平；3) 网均及人均效率处于大行较低水平，有待进一步提升。我们对公司 15 年盈利预测略低于市场一致预期，源于对公司信贷成本预期略高于市场预期。我们认为公司在县域等业务另有拥有传统优势，看好公司在利率市场化和金融脱媒背景下拥有的资金成本优势、及较高的拨备优势。但同时，公司面临人均及网均效率和资本充足水平进一步提升的压力。目标价基于 PB/ROE 估值。目前估值较同业略有折价反映基本面实力仍有待提升，评级“中性”。

乐观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升低于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，得出每股估值 3.65 元。

悲观情景

在此情景下，我们假设公司不良率回升高于基准预期，利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，得出每股估值 2.65 元。

近期催化剂

正面：若县域业务保持较快增长，带来贷款定价水平提升好于预期；

负面：经济下行可能带来县域等业务资产质量恶化超出预期。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb3.13

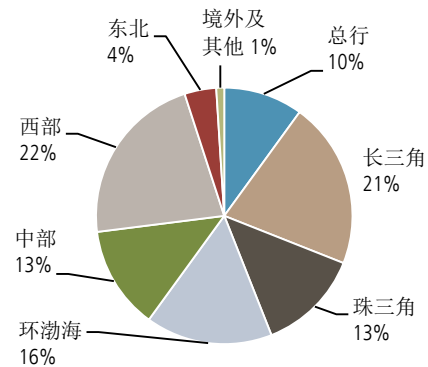
公司简介

中国农业银行股份有限公司是中国四大国有银行之一，历史上曾经是提供农业建设融资的专业银行。农业银行总部位于北京，提供广泛的商业银行产品和服务，网点覆盖全国主要地区，是拥有网点数最多的国有银行。2010 年 7 月在上海和香港两地上市。

行业展望

考虑利率市场化加快、中期资产质量压力、及金融脱媒等因素的影响，我们认为，中国银行业景气度呈下行趋势，未来几年 ROE 或将逐步回落。对于农业银行，我们关注其较强资金来源优势，以及未来经营效率和资本实力的改善。

收入按地区分布, 2013 (%)



来源：公司数据

盈利预测

单位：百万人民币	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	424,964	465,771	519,654	565,274	619,177
净利息收入	341,879	376,202	426,841	458,973	492,751
非利息收入	83,085	89,569	92,813	106,301	126,425
营业费用	182,802	198,607	218,255	234,589	253,863
拨备前利润	242,162	267,164	301,400	330,685	365,314
税前利润	187,927	214,174	235,479	251,763	262,404
净利润	145,094	166,315	182,573	195,193	203,467
每股盈利 (元)	0.45	0.51	0.56	0.60	0.63
每股净资产 (元)	2.31	2.60	3.16	3.68	4.10
每股股利 (元)	0.16	0.18	0.20	0.21	0.21

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

图表 44: 农业银行动态 PB



来源: 瑞银证券估算

图表 45: 农业银行动态 PE



来源: 瑞银证券估算

农业银行 A (601288.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利息收入	307,199	341,879	376,202	426,841	13.5	458,973	7.5	492,751	548,376	623,298
非利息收入总额	72,557	83,085	89,569	92,813	3.6	106,301	14.5	126,425	150,488	179,267
总盈利	379,756	424,964	465,771	519,654	11.6	565,274	8.8	619,177	698,864	802,565
现金支出总额	(144,200)	(167,306)	(181,146)	(198,699)	-9.7	(212,881)	-7.1	(229,984)	(260,268)	(300,159)
折旧前营业利润	235,556	257,658	284,625	320,956	12.8	352,393	9.8	389,193	438,596	502,406
折旧和摊销(除商誉)	(13,130)	(15,496)	(17,461)	(19,556)	-12.0	(21,708)	-11.0	(23,878)	(26,266)	(28,893)
拨备前营业利润	222,426	242,162	267,164	301,400	12.8	330,685	9.7	365,314	412,330	473,513
总拨备	(64,225)	(54,235)	(52,990)	(65,921)	-24.4	(78,923)	-19.7	(102,911)	(123,027)	(147,874)
拨备后营业利润	158,201	187,927	214,174	235,479	9.9	251,763	6.9	262,404	289,303	325,640
来自联营及合资公司的利润(税前)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他税前项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润(UBS)	158,201	187,927	214,174	235,479	9.9	251,763	6.9	262,404	289,303	325,640
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	158,201	187,927	214,174	235,479	9.9	251,763	6.9	262,404	289,303	325,640
税项	(36,245)	(42,796)	(47,963)	(52,983)	-10.5	(56,647)	-6.9	(59,041)	(65,093)	(73,269)
税后利润	121,956	145,131	166,211	182,496	9.8	195,116	6.9	203,363	224,210	252,371
股息(优先)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股股息	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
少数股东权益	(29)	(37)	104	77	-26.3	77	0.0	104	141	192
净利润(本地 GAAP)	121,927	145,094	166,315	182,573	9.8	195,193	6.9	203,467	224,351	252,562
净利润(不计优先股股息)	121,927	145,094	166,315	182,573	9.8	195,193	6.9	203,467	224,351	252,562
净利润(UBS)	121,927	145,094	166,315	182,573	9.8	195,193	6.9	203,467	224,351	252,562
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.38	0.45	0.51	0.56	9.8	0.60	6.9	0.63	0.69	0.78
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.45	0.51	0.56	9.8	0.60	6.9	0.63	0.69	0.78
拨备前营业利润(稀释后)	0.68	0.75	0.82	0.93	12.8	1.02	9.7	1.12	1.27	1.46
每股股息净值	0.13	0.16	0.18	0.20	11.0	0.21	4.7	0.21	0.24	0.27
每股账面价值	2.00	2.31	2.60	3.16	21.5	3.68	16.7	4.10	4.58	5.09
每股账面价值(UBS)	2.00	2.30	2.59	3.15	21.6	3.68	16.7	4.10	4.58	5.09
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
银行资产(年底)	11,677,577	13,244,342	14,562,102	16,128,876	10.8	17,769,155	10.2	19,546,870	21,772,709	24,555,334
银行资产(平均)	11,007,492	12,460,960	13,903,222	15,345,489	10.4	16,949,016	10.4	18,658,012	20,659,789	23,164,021
总资产(年底)	11,677,577	13,244,342	14,562,102	16,128,876	10.8	17,769,155	10.2	19,546,870	21,772,709	24,555,334
风险加权资产(RWA)(年底)	6,388,375	7,216,178	9,065,631	9,882,871	9.0	11,055,425	11.9	12,450,700	14,062,632	16,188,012
风险加权资产(RWA)(平均)	5,886,035	6,802,277	8,140,905	9,474,251	16.4	10,469,148	10.5	11,753,063	13,256,666	15,125,322
客户贷款	5,410,086	6,153,411	6,902,522	7,703,465	11.6	8,532,939	10.8	9,541,024	10,747,755	12,351,763
客户贷款(平均)	5,099,047	5,781,749	6,527,967	7,302,994	11.9	8,118,202	11.2	9,036,982	10,144,390	11,549,759
生息资产(平均)	10,773,045	12,147,615	13,463,690	14,779,103	9.8	16,370,191	10.8	18,140,686	20,208,198	22,753,785
客户存款	9,622,026	10,862,935	11,811,411	12,902,795	9.2	14,135,276	9.6	15,518,124	17,214,628	19,293,670
普通股权益(年底)	649,601	749,815	843,108	1,024,757	21.5	1,196,120	16.7	1,332,740	1,487,557	1,653,403
普通股权益(平均)	595,836	699,708	796,462	933,932	17.3	1,110,438	18.9	1,264,430	1,410,148	1,570,480
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(年底)	649,788	751,354	844,537	1,026,308	21.5	1,197,750	16.7	1,334,462	1,489,371	1,655,309
股东资金总额(股权、优先股及少数股 权)(平均)	596,012	700,571	797,946	935,422	17.2	1,112,029	18.9	1,266,106	1,411,916	1,572,340
有形资产净值	649,788	749,973	843,156	1,024,927	21.6	1,196,369	16.7	1,333,081	1,487,990	1,653,928
Balance sheet structure (%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
贷款/银行资产(年底)	46.3	46.5	47.4	47.8	0.8	48.0	0.5	48.8	49.4	50.3
存款/银行资产(年底)	82.4	82.0	81.1	80.0	-1.4	79.5	-0.6	79.4	79.1	78.6
存贷比	56.2	56.6	58.4	59.7	2.2	60.4	1.1	61.5	62.4	64.0
股东资金总额/银行资产(年底)	5.6	5.7	5.8	6.4	9.7	6.7	5.9	6.8	6.8	6.7

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

农业银行 A (601288.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	606,896	697,804	838,473	968,582	1,099,945	1,236,565	1,391,382	1,567,102
总资本	763,010	910,048	1,074,966	1,217,410	1,360,500	1,511,072	1,682,008	1,878,982
风险加权资产 (RWA) (年底)	6,388,375	7,216,178	9,065,631	9,882,871	11,055,425	12,450,700	14,062,632	16,188,012
核心资本(一级资本)充足率%	9.5	9.7	9.2	9.8	9.9	9.9	9.9	9.7
一级资本充足率%	9.5	9.7	9.2	9.8	9.9	9.9	9.9	9.7
总资本充足率%	11.9	12.6	11.9	12.3	12.3	12.1	12.0	11.6
有形权益	649,601	748,434	841,727	1,023,376	1,194,739	1,331,359	1,486,176	1,652,022
权益对资产比率%	5.6	5.7	5.8	6.4	6.7	6.8	6.8	6.7
有形权益对有形资产比率%	5.6	5.7	5.8	6.3	6.7	6.8	6.8	6.7
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	87,358	85,848	87,781	107,155	138,929	176,299	209,831	232,499
风险准备金总额	229,842	279,988	322,191	372,611	425,781	490,512	570,639	669,633
不良贷款率	1.5	1.3	1.2	1.3	1.6	1.8	1.9	1.8
拨备覆盖率	263.1	326.1	367.0	347.7	306.5	278.2	272.0	288.0
拨备: 平均贷款余额	1.2	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
不良资产净值与股东资金比率	(21.9)	(25.8)	(27.8)	(25.9)	(23.9)	(23.5)	(24.2)	(26.4)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.79	2.74	2.71	2.78	2.71	2.64	2.65	2.69
拨备与营业利润率	28.9	22.4	19.8	21.9	23.9	28.2	29.8	31.2
股东权益回报率(UBS 盈利)	20.5	20.7	20.9	19.5	17.6	16.1	15.9	16.1
经调整的资产收益率	20.5	20.8	20.9	19.6	17.6	16.1	15.9	16.1
风险加权资产收益率(UBS 经调整)	2.07	2.13	2.04	1.93	1.86	1.73	1.69	1.67
资产收益率	1.11	1.16	1.20	1.19	1.15	1.09	1.09	1.09
生产率								
成本收入比	41.4	43.0	42.6	42.0	41.5	41.0	41.0	41.0
成本与平均资产比率	1.43	1.47	1.43	1.42	1.38	1.36	1.39	1.42
薪酬费用比	26.9	28.1	28.2	27.6	27.3	26.8	25.9	24.6
增长率(%)								
营业收入	29.9	11.9	9.6	11.6	8.8	9.5	12.9	14.8
拨备前营业利润	35.5	8.9	10.3	12.8	9.7	10.5	12.9	14.8
净利润(UBS)	28.5	19.0	14.6	9.8	6.9	4.2	10.3	12.6
每股股息净值	-13.9	19.0	13.1	11.0	4.7	4.0	10.5	12.8
总资产(年底)	13.0	13.4	9.9	10.8	10.2	10.0	11.4	12.8
客户贷款	13.0	13.7	12.2	11.6	10.8	11.8	12.6	14.9
客户存款	8.3	12.9	8.7	9.2	9.6	9.8	10.9	12.1
Value (x)								
市值/收入	2.3	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6	1.4	1.2
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.9	3.5	3.2	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1
市盈率(本地 GAAP, 基本)	7.1	5.8	5.2	5.5	5.2	4.9	4.5	4.0
市盈率(UBS, 稀释后)	7.1	5.8	5.2	5.5	5.2	4.9	4.5	4.0
净股息收益率(%)	4.9	6.0	6.7	6.3	6.6	6.9	7.6	8.6
市净率	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
市净率(UBS)	1.3	1.1	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。