

2015年03月25日

郑春明

C0059@capital.com.tw

目标价(元) 4.20

公司基本资讯

产业别	银行
A 股价(2015/3/25)	3.64
上证综指(2015/3/25)	3660.73
股价 12 个月高/低	3.95/2.35
总发行股数(百万)	324794.12
A 股数(百万)	284163.53
A 市值(亿元)	11822.51
主要股东	中央汇金投资有 限责任公司 (40.28%)
每股净值(元)	3.17
股价/账面净值	1.15
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	10.0 13.4 63.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-7-31	2.49	买入

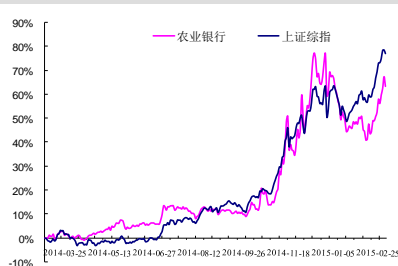
产品组合

净利息收入	82.5%
手续费净收入	15.4%
其他净收入	2.1%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	15.4%
基金	8.1%
财务公司	0.0%

股价相对大盘走势



农业银行(601288.SH)

Buy 买入 (维持)

年报点评：成本优势明显，不良虽升但仍可控

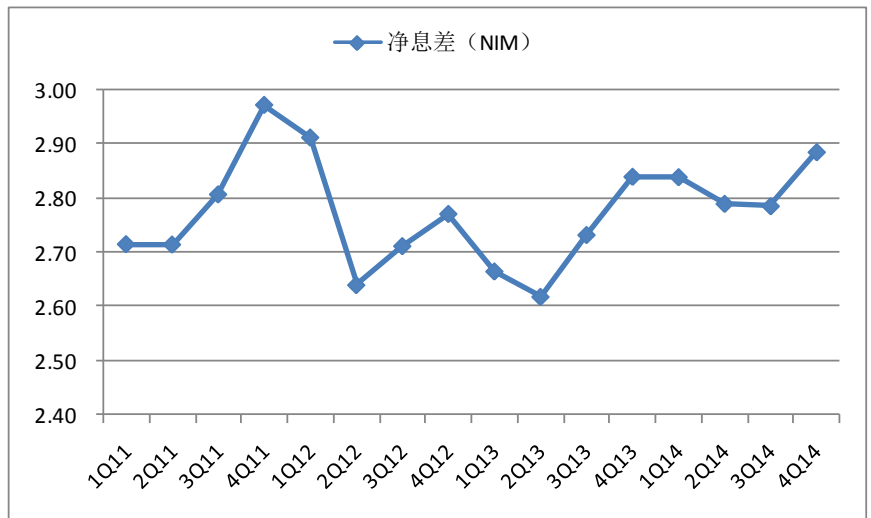
结论与建议：

农行发布 2014 年年报，公司全年实现净利润 1794.6 亿元，YOY 增长 7.9%，符合预期。Q4 单季度实现净利润 270.2 亿元，YOY 衰退 4.6%，单季度利润负增长主要由于拨备支出的增加，环比多提了 68.7 亿元，单季度信用成本 1.18%，环比提升 0.33 个百分点。2014 年股息率达 5.0%，具备吸引力，维持买入。

- **业绩总体符合预期：**公司 2014 年全年实现营收约为 5208.6 亿元，YOY 增长 12.6%，实现净利润 1794.6 亿元，YOY 增长 7.9%，Q4 单季度营收增长 14.0%、净利润减少 4.6%，总体符合我们的预期。单季度利润负增长主要由于拨备支出的增加，Q4 环比多提了 68.7 亿元，单季度信用成本 1.18%，环比提升 0.33 个百分点。
- **息差环比回升：**收入增长主要来自于息差，我们测算息差环比回升 10BP 至 2.89%，从绝对值来看也普遍高于股份制银行，源于公司的负债成本显著低于同业，这得益于公司在县域地区良好的客户基础与广泛的网点分布，Q4 息差回升带动净利息收入同比增长 15.3%；另一方面，农行全年手续费收入受到监管影响有所下滑，主要原因是下半年以来国务院为降低中小企业融资成本，要求各大银行下调部分手续费率，农行主要下调财务顾问及结算业务收费，全年手续费收入同比降 3.7%至 801.2 亿元，不过我们判断政策负面影响已渐渐消化，2015 年增速将回归常态。
- **规模增长放缓：**从资产负债表来看，2014 年末生息资产与计息负债分别增 9.7%、8.3%，增速均放缓至个位数，一方面负债端积极应对存款偏离度新规考核，顺势放缓了高息负债增长；另一方面资产端对于一些产能过剩的传统产业信贷趋于谨慎。
- **资产质量仍有充足的调节空间：**资产质量方面，年末公司不良余额约为 1249.7 亿元，环比增 215 亿元左右，不良率 1.54%，环比升 25BP；受不良拖累，拨备覆盖率 286.53%，环比再降近 50 个百分点；不过目前公司拨备水平在上市银行中仍较高，拨贷比 4.42%，公司应对资产质量仍有较大的调节空间。年末资本充足率和核心一级资本充足率分别为 12.82%、9.09%，均符合监管要求，且公司第二期优先股方案预计年内将会落地，未来一段时间资本压力不大。
- **盈利预测与投资建议：**公司作为具备县域特色的国有大行，具备天然的低成本优势，业绩有望延续稳步增长，公司第二期 400 亿元优先股有望年内发行完毕，将有效补充其他一级资本。预计公司 2015/2016 年净利润分别增长 6%、5%左右，分别为 1906、2006 亿元，目前股价对应 2015 年 PE、PB 分别为 6.2X、1.0X，估值在行业中处于较低水平，维持买入。
- **风险提示：**利率市场化进程加速；宏观经济超预期下行

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015E	2016E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	145,094	166,315	179,461	190,601	200,596
同比增减	%	18.97%	14.63%	7.90%	6.21%	5.24%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.45	0.51	0.55	0.59	0.62
同比增减	%	18.97%	14.63%	7.90%	6.21%	5.24%
市盈率(P/E)	X	8.15	7.11	6.59	6.20	5.89
股利 (DPS)	RMB 元	0.16	0.18	0.18	0.20	0.22
股息率 (Yield)	%	4.30%	4.86%	5.00%	5.49%	6.04%

图1 净息差企稳回升



资料来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业收入	421,964	462,625	520,858	546,979	566,552
净利息收入	341,879	376,202	429,891	463,558	477,611
净手续费及佣金收入	74,844	83,171	80,123	87,663	93,559
营业支出	234,993	249,613	289,914	324,804	332,629
营业利润	234,993	249,613	289,914	324,804	332,629
拨备前净利润总额	241,206	266,002	298,915	312,120	323,087
资产准备支出	54,235	52,990	67,971	89,945	89,164
利润总额	187,927	214,174	232,257	224,342	236,101
减：所得税	42,796	47,963	52,747	33,651	35,415
净利润	145,094	166,315	179,461	190,601	200,596

附二：合并资产负债表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
现金及存放央行款项	2,613,111	2,603,802	2,743,065	2,880,218	3,024,229
存放同业款项	262,233	397,678	572,805	601,445	631,518
交易性金融资产	178,555	322,882	414,660	435,393	457,163
持有到期投资	1,308,796	1,523,815	1,710,950	1,796,498	1,886,322
可供出售金融资产	755,503	781,311	927,903	974,298	1,023,013
客户贷款	6,153,411	6,902,522	7,739,996	8,126,996	8,533,346
固定资产	141,490	150,859	154,950	162,698	170,832
其它资产	34,795	37,102	39,757	41,745	43,832
资产总计	13,244,342	14,562,102	15,974,152	16,772,860	17,611,503
同业存放款项	784,352	729,354	831,141	872,698	916,333
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,533,397	13,160,067	13,818,070
负债合计	12,492,988	13,717,565	14,941,533	15,688,610	16,473,040
股本(百万股)	324,794	324,794	324,794	341,034	358,085
股东权益总额	751,354	844,537	1,032,619	1,084,250	1,138,462
负债和所有者权益总计	13,244,342	14,562,102	15,974,152	16,772,860	17,611,503

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2012	2013	2014	2015E	2016E
经营活动产生的现金流量净额	340779	32879	34615	36,346	38,163
投资活动产生的现金流量净额	-33926	-184336	-140425	-147,446	-154,819
筹资活动产生的现金流量净额	4037	15064	30822	32,363	33,981
现金及现金等价物净增加额	310829	-139137	-75558	-79,336	-83,303

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。