

**中国：银行**
**2015 年 03 月 25 日**
**投资建议：**
**买入 (维持评级)**
**目标价隐含涨/跌幅：20.6%**
**日期 2015/03/24**

收盘价	RMB3.73
十二个月目标价	RMB4.50
前次目标价	RMB4.50
上海 A 股指数	3,868.9

**信息更新：**

- ▶ 3 月 24 日农行公布 2014 年业绩。
- ▶ 我们重申买入评级，维持目标价人民币 4.5 元不变，隐含 20% 的上涨空间。

**本中心观点：**

- ▶ 2014 年净息差稳健提升。但是，资产质量仍存隐忧，我们认为 2016 年农行资产质量才会开始好转。
- ▶ 我们预计 2014-16 年农行每股收益年复合增长率为 10.4%。

**公司简介：** 中国农业银行提供全面的商业银行服务。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值 (A+H 股)	US\$191,810.6 百万元
三个月平均日成交量 (H)	US\$351.1 百万元
股份总数 (百万股) (A+H)	324,794.0
A 股占总流通股数比例	90.3%
流通股比例 (H)	7.74%
大股东：持股比例	中央汇金投资有限责任公司, 40.3%

**财务展望 (每股/元)**

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	0.51	0.55	0.61	0.67
增长率 (%)	14.6	7.9	9.9	10.3
市盈率 (倍)	4.8	6.7	6.1	5.6
拨备前利润	0.81	0.91	0.98	1.06
市价对拨备前利润 (倍)	3.0	4.1	3.8	3.5
净值	2.60	3.17	3.40	3.70
市净率 (倍)	1.0	1.2	1.1	1.0
股利	0.16	0.18	0.20	0.22
股利收益率 (%)	4.3	4.8	5.4	5.9
平均总资产收益率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.2
平均净资产收益率 (%)	20.9	19.2	18.5	18.9

**报告分析师：**
**王 佳卉**

+86 21 6187 3821 nice.wang521@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

**李梦珣**

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

## 中国农业银行 (601288 CH)

### 2014 年业绩符合预期；估值具有吸引力

我们仍然看好农行，公司将继续保持稳定的盈利能力：农行 2014 年净利润与本中心预估基本一致，我们预计 2015 年农行盈利增速将高于同业。虽然我们认为还需要一定时间，农行资产质量才会好转，但农行应是政府扶持三农政策的受益者。

**2014 年业绩应令人满意：**2014 年净利润同比增长 7.9%，基本符合预期。2014 年净息差同比增长 13 个基点至 2.92%，成本收入比持续改善，同比下降 176 个基点至 34.56%。净手续费及佣金收入出现下滑（同比下降 3.7%），主要因 1）财务咨询/投行业务收入减少；2）规定要求下调服务费。2014 年农行净资产收益率相对稳定，为 19.2%，同业均值为 18.44%。

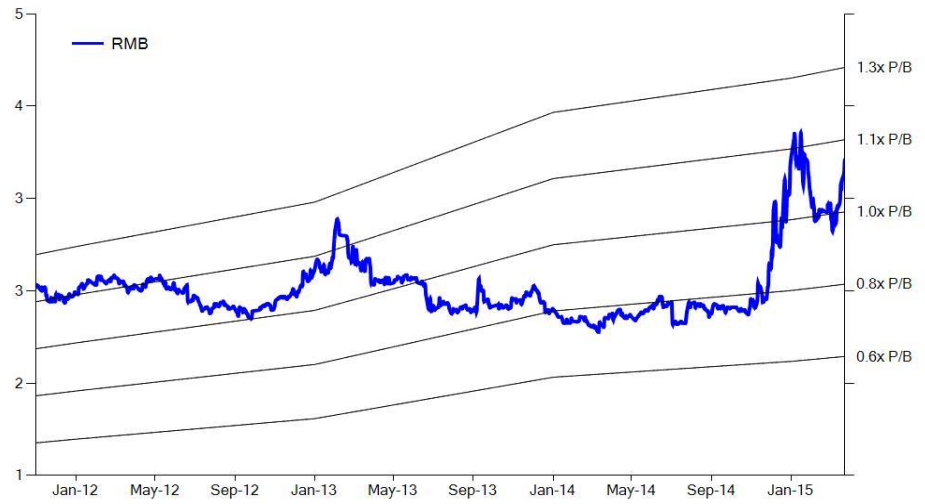
**预计资产质量最早将于 2016 年好转：**2014 年 4 季度农行不良贷款率攀升至 1.59%（环比增加 30 个基点），而不良贷款拨备率环比下降 48.54 个百分点至 286.53%。我们认为农行资产质量欠佳主要与其以三农贷款为重点有关（2014 年农行三农贷款不良贷款率同比增长 28 个基点至 1.82%）。我们认为 2015 年农行不良贷款率可能继续上升，因为短期内中国经济不太可能出现实质性复苏。但是，我们不认为农行相对较弱的资产质量将是重大风险，因为中央政府正采取扶持三农的政策。农行有望从定向宽松等扶持政策中受益。

**重申买入评级，对农行 2015 年盈利持乐观看法：**由于 3 月 17 日农行发行了 4 亿股优先股，我们预计 2015 年农行将依然拥有充足的资本。鉴于 1）降息周期结束；2）中国经济将在 2015 年底左右企稳，中国银行板块有望于 2016 年迎来盈利复苏。我们预计农行资产质量同时也将好转，预计 2015 年农行净利息收入和盈利增速将高于同业平均水平。目前该股对应 2015 年预期市净率 1.10 倍，同业均值为 1.26 倍。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

图 1：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

## 资产负债表

年初至12月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金及等价	93,096	99,759	111,962	125,658	138,224
央行及同业资产	3,820,248	3,947,428	4,120,388	4,197,706	4,448,090
交易性投资	183,380	331,068	421,855	537,538	645,046
可供出售到期投资	2,673,001	2,900,529	3,163,816	3,584,328	3,786,707
客户贷款总额	6,433,399	7,224,713	8,098,067	8,826,893	9,621,313
贷款损失准备	(279,988)	(322,191)	(358,071)	(367,077)	(374,735)
其他资产	321,206	380,796	416,135	506,780	627,186
生息资产	12,926,648	14,072,670	15,382,271	16,608,927	17,856,111
加权风险资产	7,216,178	9,065,631	10,606,788	11,455,331	12,600,864
总资产	13,244,342	14,562,102	15,974,152	17,411,826	18,891,831
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,533,397	13,598,736	14,618,641
同业负债	941,704	930,504	1,187,085	1,205,976	1,210,008
债券	192,639	142,101	121,373	122,587	123,813
其他负债	495,710	833,549	1,099,678	1,379,625	1,735,026
计息负债	11,997,278	12,884,016	13,841,855	14,927,298	15,952,461
总负债	12,492,988	13,717,565	14,941,533	16,306,923	17,687,487
少数股东权益	1,539	1,429	1,553	1,854	2,035
母公司股东权益	749,815	843,108	1,031,066	1,103,048	1,202,308
每股净值 (RMB)	2.31	2.60	3.17	3.40	3.70
期末股数 (百万股)	324,794.1	324,794.1	324,794.1	324,794.1	324,794.1

资料来源: 公司资料、元大

## 损益表

年初至12月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	341,879	376,202	429,891	463,193	499,604
非利息收入	80,942	86,959	88,942	99,163	111,186
营业收入	421,827	463,322	517,723	561,235	609,657
营业支出	(182,802)	(198,607)	(223,898)	(244,049)	(266,013)
拨备前利润	239,025	264,715	293,825	317,186	343,644
贷款减值损失	(54,628)	(52,126)	(65,063)	(63,762)	(62,487)
营业利润	184,397	212,589	228,762	253,425	281,158
税前利润	187,927	214,174	232,257	256,454	283,816
所得税费用	(42,796)	(47,963)	(52,747)	(59,077)	(66,166)
属少数股东净利润	(37)	104	(49)	(54)	(59)
属母公司股东净利润	145,094	166,315	179,461	197,323	217,591
红利	42,223	51,967	58,463	64,959	71,455
每股收益(RMB)	0.45	0.51	0.55	0.61	0.67
有效税率 (%)	22.8	22.4	22.7	23.0	23.3
每股股利 (RMB)	0.13	0.16	0.18	0.20	0.22
分红比例 (%)	29.1	31.2	32.6	32.9	32.8

资料来源: 公司资料、元大

## 杜邦分析

至12月31日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
利息净收入	2.74	2.71	2.82	2.77	2.75
非利息收入	0.65	0.63	0.58	0.59	0.61
营业收入	3.39	3.33	3.39	3.36	3.36
营业支出	(1.47)	(1.43)	(1.47)	(1.46)	(1.47)
拨备前利润	1.92	1.90	1.92	1.90	1.89
资产减值损失	(0.44)	(0.37)	(0.43)	(0.38)	(0.34)
营业利润	1.48	1.53	1.50	1.52	1.55
营业外项目	0.02	0.03	0.01	0.02	0.02
税前利润	1.51	1.54	1.52	1.54	1.56
所得税费用	(0.34)	(0.34)	(0.35)	(0.35)	(0.36)
属少数股东及首选股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	1.16	1.20	1.18	1.18	1.20
杠杆倍数 (倍)	17.80	17.46	16.29	15.64	15.75
净资产收益率 (%)	20.74	20.88	19.15	18.49	18.88

资料来源: 公司资料、元大

## 增长动能

至12月31日 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
存款增长率	12.90	8.73	6.11	8.50	7.50
放款增长率	14.30	12.30	12.09	9.00	9.00
净利息收益率	2.80	2.79	2.92	2.90	2.90
净利息收入增长率	11.29	10.04	14.27	7.75	7.86
手续费收入增长率	8.86	11.13	(3.66)	12.71	12.70
非利息收入增长率	15.46	7.43	2.28	11.49	12.12
非利息收入比营业收入	19.19	18.77	17.18	17.67	18.24
营业收入增长率	12.32	9.84	11.74	8.40	8.63
成本收入比	43.34	42.87	43.25	43.48	43.63
营业支出增长率	16.19	8.65	12.73	9.00	9.00
拨备前利润增长率	9.54	10.75	11.00	7.95	8.34
贷款减值损失/平均贷款总额	0.91	0.76	0.85	0.75	0.68
资产减值损失/平均生息资产	0.45	0.39	0.44	0.40	0.36
营业利润增长率	18.12	15.29	7.61	10.78	10.94
净利润增长率 (属母公司股东)	19.00	14.63	7.90	9.95	10.27
每股收益增长率	19.00	14.63	7.89	9.95	10.27
每股股利增长率	160.00	23.08	12.50	11.11	10.00

资料来源: 公司资料、元大

## 资本、资产品质及流动性

至12月31日 (%)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
核心资本充足率	9.64	9.25	9.67	9.58	9.49
资本充足率	12.61	11.86	12.65	12.69	12.75
不良贷款率	1.33	1.22	1.28	1.33	1.31
拨备覆盖率	3.26	3.67	3.45	3.13	2.96
贷存款比例	59.22	61.17	64.61	64.91	65.82
贷款净额/总资产	48.57	49.61	50.69	50.69	50.93
交易性投资/总资产	1.38	2.27	2.64	3.09	3.41
可供出售到期投资/总资产	20.18	19.92	19.81	20.59	20.04
客户存款/总资产	82.02	81.11	78.46	78.10	77.38
同业负债/总资产	7.11	6.39	7.43	6.93	6.40
债券/总资产	1.45	0.98	0.76	0.70	0.66
母公司股东权益/总资产	5.66	5.79	6.45	6.34	6.36

资料来源: 公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 中国农业银行 (601288 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/11/20	2.54	3.40	3.40	买入	王佳卉
2	2015/01/14	3.73	4.50	4.50	买入	王佳卉

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	202	49%
持有-超越同业	104	25%
持有-落后同业	44	11%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	6	1%
总计：	411	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼