

沪港通股票

农业银行 A

2015年上半年增长乏力；维持“中性”评级

2015年上半年税后净利同比持平；2015年2季度税后净利同比跌1%

农业银行公布2015年上半年实现税后净利1043亿元，同比持平。2015年2季度税后净利同比微跌1%至502亿元。2015年2季度，在资产稳步扩张的情况下，净利息收入同比增长持稳于4%；根据我们的估算，2015年2季度农行净息差环比收窄8个基点，而净手续费收入环比下跌23%、同比下跌1%（农行报告2015年上半年结算与清算手续费收入同比减少23%；托管及其他信托服务手续费收入同比下降19%，管理层将此归因于监管政策更严格）。拨备前利润同比温和增长4%，但拨备同比增长23%。年化信用成本为89个基点（2015年1季度为97个基点，2014年为85个基点）。

资产质量压力继续向非沿海地区扩散

2015年2季度末不良贷款余额环比增加14%，不良贷款率为1.83%，环比升高18个基点。制造业和批零行业仍是不良贷款的主要来源，占到不良贷款总额的65%。我们还注意到2015年上半年采矿业不良贷款余额环比飙升了96%，交通运输、仓储及邮递服务的不良贷款余额则增长了60%。从地理区域看，2015年上半年资产质量压力继续向非沿海地区扩散，期内华中与华西的不良贷款余额环比分别增长了20%和47%。2015年上半年关注贷款和逾期超90天的贷款分别增加了16%和56%。2015年2季度末拨备覆盖率进一步下降至239%。我们认为如果资产质量继续恶化，拨备仍将承压。

2015年2季度资本水平持稳

2015年2季度末核心一级/一级/总体资本充足率分别处于9.30%、10.02%和12.95%，环比持稳。农行在2015年3月底之前完成了800亿人民币优先股的发行，帮助缓解了迫切的集资压力。其资本金比率仍是四大行中最低的。

估值：目标价4.60元，维持“买入”评级

我们的估值采用PB/ROE估值法，目标价基于15年每股账面价值3.47元人民币、1.32倍PB得出。我们假设中长期ROE为12.1%，COE为10.4%、长期增长率为5%。我们维持“买入”评级。

Equities

 中国
 银行业（除储贷业务）

12个月评级	买入
12个月目标价	Rmb4.60
股价	Rmb3.02
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	Rmb4.13-2.43
市值	Rmb967十亿/US\$151十亿
已发行股本	294,055百万 (ORDA)
流通股比例	10%
日均成交量(千股)	1,217,424
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb4,553.7
普通股股东权益(12/15E)	Rmb1,127十亿
市净率(12/15E)	0.9x
一级资本充足率	11%
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	
	UBS 市场预测
12/15E	0.60 0.57
12/16E	0.63 0.59
12/17E	0.70 0.63

崔晓雁

分析师

S1460513100002

xiaoyan.cui@ubssecurities.com

+86-213-866 8871

重要数据(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	424,964	465,771	524,126	583,460	647,549	729,113	835,437	976,815
税前利润	187,927	214,174	232,257	251,251	264,208	294,503	339,972	397,713
净利润(本地 GAAP)	145,094	166,315	179,461	194,668	204,707	228,183	263,418	308,166
净利润(UBS)	145,094	166,315	179,461	194,668	204,707	228,183	263,418	308,166
一级资本充足率%	9.7	9.2	9.5	10.7	10.9	10.9	10.7	10.6
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.45	0.51	0.55	0.60	0.63	0.70	0.81	0.95
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
股东权益回报率(UBS)	20.7	20.9	19.6	18.4	17.1	16.9	17.3	17.9
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.5	3.2	2.7	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
市净率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.1	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市盈率(UBS, 稀释后)	5.8	5.2	4.6	5.0	4.8	4.3	3.7	3.2
净股息收益率(%)	6.0	6.7	7.2	6.4	6.7	7.4	8.6	10.1

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2015年08月28日15时56分的股价(Rmb3.02)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。我们认为公司在县域等业务拥有传统优势，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。我们的目标价基于 PB/ROE 估值，维持“买入”评级。

乐观情景

在此情景下，我们假设利率市场化对公司净息差冲击小于基准预期，净息差收窄速度放缓，得出每股估值 5.42 元，对应中长期 ROE13.4%，2015 年目标 PB1.56x。

悲观情景

在此情景下，我们假设利率市场化对公司净息差冲击大于基准预期，净息差收窄速度加快，得出每股估值 3.72 元，对应中长期 ROE10.8%，2015 年目标 PB1.07x。

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

买入

12 个月目标价

Rmb4.60

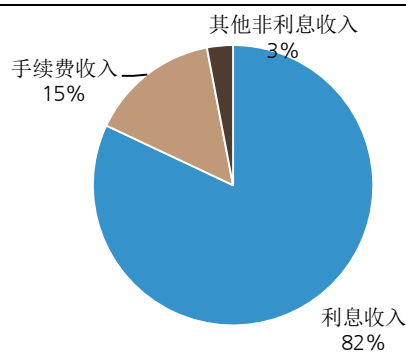
公司简介

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

农业银行县域业务实力较强，区域上更倚重西部。中国银行业不良资产自 2011 年底一直持续上升。中国政府的定向政策支持，将使流动性较为宽松，主要表现在银行间、一般贷款融资成本走低，中国政府主导的海外基建投资上升等，将有助缓解接下来 3-4 个季度中国银行业的不良资产增长带来的压力。目前行业市净率仍在 1 倍左右，我们认为这一水平已经充分体现了上述因素。因此我们认为长期来看，目前银行板块估值已到达低位，未来有望缓步回升。

营业收入分布, 2014 (%)



来源: 公司数据

图表 1: 农业银行 2015 年中报业绩摘要

(除非特别说明, 单位均为百万元)	Q114	Q214	Q115	Q215	q-q (%)	y-y (%)	H114	H214	H115	h-h (%)	y-y (%)
损益项目											
利息收入	165,356	172,476	180,140	183,690	2	7	337,832	361,457	363,830	1	8
利息支出	(62,214)	(66,180)	(70,698)	(73,639)	4	11	(128,394)	(141,004)	(144,337)	2	12
净利息收入	103,142	106,296	109,442	110,051	1	4	209,438	220,453	219,493	(0)	5
非利息收入	33,532	24,939	31,201	25,615	(18)	3	58,471	35,764	56,816	59	(3)
- 净手续费收入	26,887	20,961	26,978	20,665	(23)	(1)	47,848	32,275	47,643	48	(0)
- 净交易收益/亏损	1,847	951	255	433	70	(54)	2,798	(890)	688	(177)	(75)
- 投资收益/亏损	182	376	569	1,198	na	na	558	1,282	1,767	na	na
- 其他经营性收入	4,616	2,651	3,399	3,319	(2)	25	7,267	3,097	6,718	117	(8)
总经营性收入	136,674	131,235	140,643	135,666	(4)	3	267,909	256,217	276,309	8	3
经营费用	(53,023)	(50,363)	(50,355)	(51,954)	3	3	(103,386)	(120,512)	(102,309)	(15)	(1)
拨备前利润	83,651	80,872	90,288	83,712	(7)	4	164,523	135,705	174,000	28	6
减值损失	(13,340)	(15,599)	(20,088)	(19,233)	(4)	23	(28,939)	(39,032)	(39,321)	1	36
税前利润	70,311	65,273	70,200	64,479	(8)	(1)	135,584	96,673	134,679	39	(1)
所得税支出	(16,789)	(14,728)	(15,881)	(14,234)	(10)	(3)	(31,517)	(21,230)	(30,115)	42	(4)
净利润	53,522	50,545	54,319	50,245	(8)	(1)	104,067	75,443	104,564	39	0
少数股东权益	92	(57)	203	46	na	na	35	14	249	na	na
归属股东净利	53,430	50,602	54,116	50,199	(7)	(1)	104,032	75,429	104,315	38	0
资产负债表											
总资产	15,322,116	16,006,612	16,836,530	17,459,554	4	9	16,006,612	15,974,152	17,459,554	9	9
总贷款	7,552,857	7,840,907	8,496,671	8,727,449	3	11	7,840,907	8,098,067	8,727,449	8	11
不良贷款余额	91,991	97,473	139,962	159,543	14	64	97,473	124,970	159,543	28	64
减值准备	333,274	337,653	375,162	381,293	2	13	337,653	358,071	381,293	6	13
总存款	12,535,428	12,809,504	13,234,003	13,406,292	1	5	12,809,504	12,533,397	13,406,292	7	5
股东权益	903,632	906,216	1,123,672	1,120,329	(0)	24	906,216	1,031,066	1,120,329	9	24
平均生息资产	13,938,108	14,632,540	15,597,540	16,197,236	4	11	14,285,324	15,109,434	15,897,388	5	11
每股数据											
发行股本数量 (百万)	324,794	324,794	324,794	324,794	0	0	324,794	324,794	324,794	0	0
EPS (元)	0.16	0.16	0.17	0.15	(7)	(1)	0.32	0.23	0.32	38	0
BVPS (元)	2.78	2.79	3.46	3.45	(0)	24	2.79	3.17	3.45	9	24
拨备前利润/股 (元)	0.26	0.25	0.28	0.26	(7)	4	0.51	0.42	0.54	28	6
主要比率 (%)											
					q-q (pp)	y-y (pp)				h-h (pp)	y-y (pp)
ROE	24.5	22.4	20.1	17.9	(2.20)	(4.47)	23.8	15.6	19.4	3.82	(4.39)
ROA	1.43	1.29	1.32	1.17	(0.15)	(0.12)	1.36	0.94	1.25	0.30	(0.11)
净息差(NIM)	2.96	2.91	2.81	2.73	(0.08)	(0.18)	2.93	2.92	2.78	(0.13)	(0.15)
贷存比 (LDR)	60.3	61.2	64.2	65.1	0.90	3.89	61.2	64.6	65.1	0.49	3.89
不良贷款率	1.22	1.24	1.65	1.83	0.18	0.58	1.24	1.54	1.83	0.28	0.58
覆盖率	362.3	346.4	268	239.0	(29.05)	(107.4)	346.4	286.5	239.0	(47.53)	(107.4)
拨备/贷款率	4.41	4.31	4.42	4.37	(0.05)	0.06	4.31	4.42	4.37	(0.05)	0.06
信用成本	0.72	0.81	0.97	0.89	(0.08)	0.08	0.72	0.95	0.92	(0.03)	0.21
成本收入比	38.8	38.4	35.8	38.3	2.49	(0.08)	38.6	47.0	37.0	(10.01)	(1.56)
实际税率	23.9	22.6	22.6	22.1	(0.55)	(0.49)	23.2	22.0	22.4	0.40	(0.88)
净手续费收入占总收入的比例%	19.7	16.0	19.2	15.2	(3.95)	(0.74)	17.9	12.6	17.2	4.65	(0.62)
非利息收入占总收入的比例%	24.5	19.0	22.2	18.9	(3.30)	(0.12)	21.8	14.0	20.6	6.60	(1.26)
普通股一级资本充足率	9.48	8.65	9.38	9.30	(0.08)	0.65	8.65	9.09	9.30	0.21	0.65
一级资本充足率	9.48	8.65	10.10	10.02	(0.08)	1.37	8.65	9.46	10.02	0.56	1.37
总资本充足率	11.87	11.89	13.25	12.95	(0.30)	1.06	11.89	12.82	12.95	0.13	1.06

来源: 公司数据、瑞银证券

农业银行 A (601288.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利息收入	341,879	376,202	429,891	463,605	7.8	500,106	7.9	551,301	620,758	717,360
非利息收入总额	83,085	89,569	94,235	119,855	27.2	147,443	23.0	177,812	214,679	259,455
总盈利	424,964	465,771	524,126	583,460	11.3	647,549	11.0	729,113	835,437	976,815
现金支出总额	(167,306)	(181,146)	(204,570)	(223,852)	-9.4	(245,689)	-9.8	(273,889)	(311,127)	(361,132)
折旧前营业利润	257,658	284,625	319,556	359,608	12.5	401,861	11.7	455,224	524,309	615,683
折旧和摊销(除商誉)	(15,496)	(17,461)	(19,328)	(21,201)	-9.7	(23,044)	-8.7	(25,047)	(27,225)	(29,591)
拨备前营业利润	242,162	267,164	300,228	338,407	12.7	378,816	11.9	430,176	497,085	586,092
总拨备	(54,235)	(52,990)	(67,971)	(87,155)	-28.2	(114,608)	-31.5	(135,673)	(157,113)	(188,379)
拨备后营业利润	187,927	214,174	232,257	251,251	8.2	264,208	5.2	294,503	339,972	397,713
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)	187,927	214,174	232,257	251,251	8.2	264,208	5.2	294,503	339,972	397,713
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税后利润	187,927	214,174	232,257	251,251	8.2	264,208	5.2	294,503	339,972	397,713
税项	(42,796)	(47,963)	(52,747)	(56,532)	-7.2	(59,447)	-5.2	(66,263)	(76,494)	(89,485)
税后利润	145,131	166,211	179,510	194,720	8.5	204,761	5.2	228,240	263,478	308,228
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	(37)	104	(49)	(51)	-5.0	(54)	-5.0	(57)	(60)	(63)
净利润(本地 GAAP)	145,094	166,315	179,461	194,668	8.5	204,707	5.2	228,183	263,418	308,166
净利润(不计优先股股息)	145,094	166,315	179,461	194,668	8.5	204,707	5.2	228,183	263,418	308,166
净利润(UBS)	145,094	166,315	179,461	194,668	8.5	204,707	5.2	228,183	263,418	308,166
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(本地 GAAP, 基本)	0.45	0.51	0.55	0.60	8.5	0.63	5.2	0.70	0.81	0.95
每股收益(UBS 稀释后)	0.45	0.51	0.55	0.60	8.5	0.63	5.2	0.70	0.81	0.95
拨备前营业利润(稀释后)	0.75	0.82	0.92	1.04	12.7	1.17	11.9	1.32	1.53	1.80
每股股息净值	0.16	0.18	0.18	0.19	5.4	0.20	5.2	0.22	0.26	0.30
每股账面价值	2.31	2.60	3.05	3.47	13.7	3.91	12.6	4.41	4.99	5.60
每股账面价值(UBS)	2.30	2.59	3.05	3.46	13.7	3.90	12.7	4.40	4.99	5.60
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
银行资产(年底)	13,244,342	14,562,102	15,974,152	17,612,540	10.3	19,486,779	10.6	21,825,318	24,772,283	28,390,830
银行资产(平均)	12,460,960	13,903,222	15,268,127	16,793,346	10.0	18,549,660	10.5	20,656,049	23,298,801	26,581,557
总资产(年底)	13,244,342	14,562,102	15,974,152	17,612,540	10.3	19,486,779	10.6	21,825,318	24,772,283	28,390,830
风险加权资产(RWA)(年底)	7,216,178	9,065,631	10,852,619	11,320,867	4.3	12,409,817	9.6	13,925,424	15,859,988	18,174,986
风险加权资产(RWA)(平均)	6,802,277	8,140,905	9,959,125	11,086,743	11.3	11,865,342	7.0	13,167,620	14,892,706	17,017,487
客户贷款	6,153,411	6,902,522	7,739,996	8,580,650	10.9	9,577,138	11.6	10,820,538	12,395,276	14,411,983
客户贷款(平均)	5,781,749	6,527,967	7,321,259	8,160,323	11.5	9,078,894	11.3	10,198,838	11,607,907	13,403,630
生息资产(平均)	12,147,615	13,463,690	14,697,379	16,200,971	10.2	17,949,427	10.8	19,990,876	22,513,491	25,679,809
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,533,397	13,712,518	9.4	15,128,380	10.3	16,897,144	19,121,660	21,911,583
普通股权益(年底)	749,815	843,108	991,122	1,126,677	13.7	1,269,091	12.6	1,431,768	1,622,167	1,819,435
普通股权益(平均)	699,708	796,462	917,115	1,058,900	15.5	1,197,884	13.1	1,350,429	1,526,968	1,720,801
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(年底)	751,354	844,537	1,032,619	1,208,253	17.0	1,350,759	11.8	1,513,528	1,704,019	1,901,379
股东资金总额(股权、优先股及少数股权)(平均)	700,571	797,946	938,578	1,120,436	19.4	1,279,506	14.2	1,432,143	1,608,774	1,802,699
有形资产净值	749,973	843,156	1,031,238	1,206,872	17.0	1,349,378	11.8	1,512,147	1,702,638	1,899,998
Balance sheet structure (%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
贷款/银行资产(年底)	46.5	47.4	48.5	48.7	0.5	49.1	0.9	49.6	50.0	50.8
存款/银行资产(年底)	82.0	81.1	78.5	77.9	-0.8	77.6	-0.3	77.4	77.2	77.2
存贷比	56.6	58.4	61.8	62.6	1.3	63.3	1.2	64.0	64.8	65.8
股东资金总额/银行资产(年底)	5.7	5.8	6.5	6.9	6.1	6.9	1.0	6.9	6.9	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)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
资本充足率 (Rmb 百万)								
一级资本	697,804	838,473	1,026,152	1,206,928	1,349,342	1,512,019	1,702,418	1,926,287
总资本	910,048	1,074,966	1,391,559	1,240,193	1,393,496	1,571,329	1,781,074	2,028,093
风险加权资产 (RWA) (年底)	7,216,178	9,065,631	10,852,619	11,320,867	12,409,817	13,925,424	15,859,988	18,174,986
核心资本(一级资本)充足率%	9.7	9.2	9.1	10.0	10.2	10.3	10.2	10.2
一级资本充足率%	9.7	9.2	9.5	10.7	10.9	10.9	10.7	10.6
总资本充足率%	12.6	11.9	12.8	11.0	11.2	11.3	11.2	11.2
有形权益	748,434	841,727	989,741	1,125,296	1,267,710	1,430,387	1,620,786	1,818,054
权益对资产比率%	5.7	5.8	6.2	6.4	6.5	6.6	6.5	6.4
有形权益对有形资产比率%	5.7	5.8	6.2	6.4	6.5	6.6	6.5	6.4
资产质量 (Rmb 百万)								
不良资产	85,848	87,781	124,970	159,370	197,782	233,647	270,985	314,304
风险准备金总额	279,988	322,191	358,071	402,523	464,812	536,289	620,285	724,209
不良贷款率	1.3	1.2	1.5	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
拨备覆盖率	326.1	367.0	286.5	252.6	235.0	229.5	228.9	230.4
拨备: 平均贷款余额	0.9	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3	1.4	1.4
不良资产净值与股东资金比率	(25.8)	(27.8)	(22.6)	(20.1)	(19.8)	(20.0)	(20.5)	(21.6)
盈利能力								
净息差(平均资产)	2.74	2.71	2.82	2.76	2.70	2.67	2.66	2.70
拨备与营业利润比率	22.4	19.8	22.6	25.8	30.3	31.5	31.6	32.1
股东权益回报率(UBS 盈利)	20.7	20.9	19.6	18.4	17.1	16.9	17.3	17.9
经调整的资产收益率	20.8	20.9	19.6	18.4	17.1	16.9	17.3	17.9
风险加权资产收益率 (UBS 经调整)	2.13	2.04	1.80	1.76	1.73	1.73	1.77	1.81
资产收益率	1.16	1.20	1.18	1.16	1.10	1.10	1.13	1.16
生产率								
成本收入比	43.0	42.6	42.7	42.0	41.5	41.0	40.5	40.0
成本与平均资产比率	1.47	1.43	1.47	1.46	1.45	1.45	1.45	1.47
薪酬费用比	28.1	28.2	27.1	25.8	24.6	23.3	21.7	19.9
增长率(%)								
营业收入	11.9	9.6	12.5	11.3	11.0	12.6	14.6	16.9
拨备前营业利润	8.9	10.3	12.4	12.7	11.9	13.6	15.6	17.9
净利润 (UBS)	19.0	14.6	7.9	8.5	5.2	11.5	15.4	17.0
每股股息净值	19.0	13.1	2.8	5.4	5.2	11.5	15.4	17.0
总资产(年底)	13.4	9.9	9.7	10.3	10.6	12.0	13.5	14.6
客户贷款	13.7	12.2	12.1	10.9	11.6	13.0	14.6	16.3
客户存款	12.9	8.7	6.1	9.4	10.3	11.7	13.2	14.6
Value (x)								
市值/收入	2.0	1.9	1.6	1.7	1.5	1.3	1.2	1.0
市值/存款	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
股价/拨备前营业利润(稀释后)	3.5	3.2	2.7	2.9	2.6	2.3	2.0	1.7
市盈率(本地 GAAP, 基本)	5.8	5.2	4.6	5.0	4.8	4.3	3.7	3.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	5.8	5.2	4.6	5.0	4.8	4.3	3.7	3.2
净股息收益率(%)	6.0	6.7	7.2	6.4	6.7	7.4	8.6	10.1
市净率	1.1	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
市净率(UBS)	1.1	1.0	0.8	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+52.3%
预测股息收益率	6.4%
预测股票回报率	+58.7%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	+50.1%

风险声明

我们认为，影响中国银行业的主要风险包括：1) 宏观经济的下行风险以及由此带来的资产质量风险；2) 与资本金和流动性、银行表外活动相关的监管风险；3) 资金结构恶化，潜在的贷款展期、资产存续期增长导致资产负债表的流动性转弱；4) 中期内利率市场化及对银行盈利能力的压力。

我们认为公司层面具体风险在于：农行的乡镇地区银行业务敞口明显高于同业。从历史看，乡镇地区银行业务往往比城市地区银行业务的风险更高、回报更低。我们预计乡镇地区银行业务占农行贷款余额的比例将升高，这有可能导致其贷款减值费用结构性升高。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	13%	20%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 06 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：崔晓雁。

涉及报告中提及的公司的披露

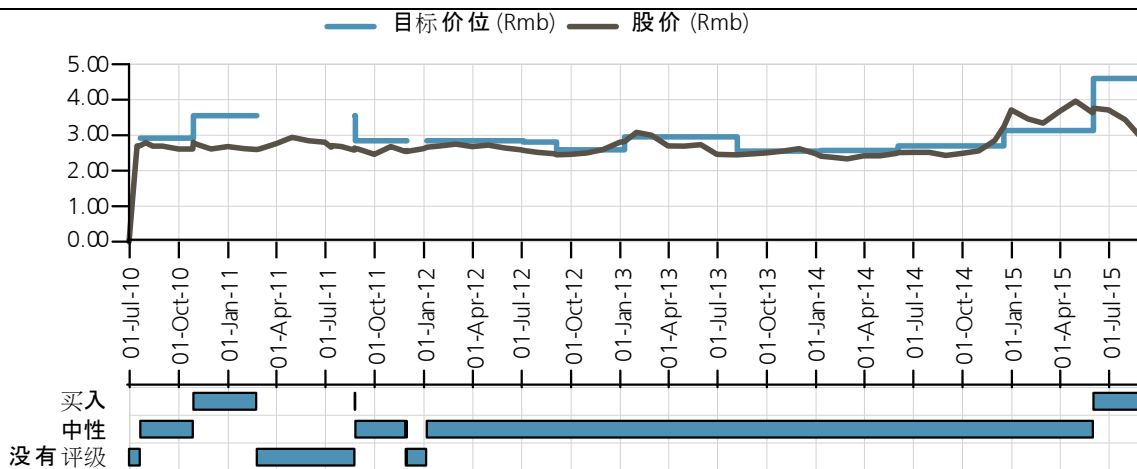
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
农业银行 A ¹⁶	601288.SS	买入	不适用	Rmb2.98	2015 年 08 月 27 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities (Hong Kong) Limited 是这家公司在香港上市股票的做市商。
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

农业银行 A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 8 月 27 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格仅作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理人员(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

德国: 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所管理委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

南非: 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由UBS Securities

Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 016/09/2014 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发(除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号：231087)分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231098)分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号：231127)分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007)于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：**由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：NSE 资本市场-INB230951431，NSE 期货与期权-INF230951431，NSE 货币衍生产品-INE230951431，BSE 资本市场-INB010951437；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM00010809；以及研究服务。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

