



中国：银行

2015年4月29日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：15.3%

日期 2015/04/28

收盘价 HK\$4.51
十二个月目标价 HK\$5.20
前次目标价 HK\$4.80
香港恒生指数 28,442.8

信息更新：

- ▶ 农行 4 月 28 日公布 2015 年 1 季度业绩，净利润同比增长 1.3%。
- ▶ 我们将目标价上调至 5.2 港元，虽然我们下调 2015/16 年每股收益增速预估，但调高了本中心长期市净率预估。

本中心观点：

- ▶ 我们认为农行不良贷款拨备的增加将有助于该行 2015 年实现盈利同比稳健增长。鉴于中国政府对三农贷款的扶持态度，我们依然看好农行。

公司简介：中国农业银行提供本外币存款、贷款、国内外结算、票据贴现、货币交易、银行担保和国债承销等服务。

股价相对香港恒生指数表现



市值 (A+H 股) RMB841,426.1 百万
三个月平均日成交量 (H) RMB(1.0) 百万
股份总数 (百万股) (A+H) 324,794.0
流通股比例 (H) 9.5%
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	0.59	0.62
增长率 (%)	14.6	7.9	6.2	5.3
市盈率 (倍)	5.9	5.6	6.1	5.8
拨备前利润	0.82	0.90	1.04	1.19
市价对拨备前利润 (倍)	3.7	3.4	3.4	3.0
净值	2.60	3.17	3.40	3.70
市净率 (倍)	1.2	1.0	1.1	1.0
股利	0.16	0.18	0.18	0.18
股利收益率 (%)	5.3	5.8	5.1	5.1
平均总资产收益率 (%)	1.2	1.2	1.1	1.1
平均净资产收益率 (%)	20.9	19.2	17.9	17.4

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：

李梦璐

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

中国农业银行股份有限公司 (1288 HK)

拨备激增导致 2015 年 1 季度业绩低于预期

我们将农行 2015/16 年每股收益同比增速预估从 9.9%/10.3% 下调至 6.2%/5.3%，系因农行 2015 年 1 季度业绩令人失望。但由于 1) 市场预期银行未来将获得券商牌照；及 2) 因经济增速放缓，2015 年货币政策应偏宽松，中国银行业整体市净率大幅攀升，因此我们将净资产收益率-增速模型中采用的长期目标市净率从 1.0 倍上调至 1.3 倍。综上所述，我们将目标价调高至 5.2 港元。

2015 年 1 季度农行净利润仅同比增长 1.3%，低于本中心预期的 6.0%，主要因该行出于谨慎考虑提高不良贷款拨备（同比增长 50.6%，交行（3328 HK；未评级）2015 年 1 季度不良贷款拨备同比下滑 0.6%，而农行去年同期同比增长 7.2%）。我们预计这将部分缓解 2015 年下半年农行的不良贷款压力。净利息收入增速下滑（2015 年 1 季度同比增长 6.1%，低于去年同期的 15.5%）主要由利息费用陡增所致（2015 年 1 季度同比增长 13.6%，高于去年同期的 9.9%）。1 季度农行资本充足率/一级资本充足率保持稳定，分别为 13.25%/9.38%。

由于三农贷款增加，2015 年 1 季度不良贷款率环比提高 11 个基点至 1.65%：农行存款增速减弱（2015 年 1 季度同比增长 5.6%，去年同期为 8.0%），而贷款持续快速增长（2015 年 1 季度同比增长 17.7%，高于去年同期的 11.5%）。我们认为，这是由于 1) A 股牛市行情及存款利率下调导致银行存款转移至股市；2) 农行应中国中央政府的要求，加大对三农的贷款投放（2015 年 1 季度三农贷款环比增长 4.5%，占总贷款的 36.2%，高于 2014 年末的 22.4%）。我们认为，三农贷款的比重增加（该部分贷款不良贷款率为 1.95%，环比上升 13 个基点）是导致农行整体不良贷款率显著提高的主因。

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。

估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2022 年 12 月 31 日。

► 权益成本(K_e)

我们采用中国和香港 10 年期国债收益率的加权平均值 (3.39%)、年几何平均贝塔值 1.2，预期市场收益率 4.78%，从而得出权益成本为 4.78%。

基于本中心 2015-22 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

► 三阶段股利折现率模型

图 1：股利折现率模型

	每股价值	权重(%)	备注
预测期股利 - 人民币	0.52	12.71	2015-17 年预期平均盈利增长率 = 5.31%, 股利分配率 = 29.23%
第二阶段股利 - 人民币	0.51	12.51	2018-22 年预期平均盈利增长率 = 6.13%, 股利分配率 = 24.08%
永续价值 - 人民币	3.06	74.78	盈利增长率 = 4%
合理现值(PFV) - 人民币	4.09		折现至 2015 年 4 月
每股合理价值 - 人民币	4.28		12 个月目标合理价值
每股合理价值 - 港元	5.33		港元/人民币 = 0.80

资料来源：公司资料，元大

► 合理市净率模型

我们预期农行长期净资产收益率为 5%。本中心目标市净率计算方法为 $P/B = (ROE - g) \div (K_e - g)$ ，其中 $g=4%$ ， K_e (权益成本) = 4.78%，得出 2016 年 4 月底的目标价为 5.11 港元。

► 目标价 5.2 港元，隐含 1.2 倍市净率

将市净率和股利折现率估值简单平均，我们得出农行目标价为 5.2 港元，隐含市净率 1.2 倍。

预估值调整

近期中资银行板块 H 股估值上升（目前平均市净率 1.28 倍，而 2014 年为 0.9 倍），这主要因 1) 市场预期中资银行有望获得券商牌照；2) 扶持性政策推动资金流入，其来源为 i) 大陆保险公司，经保监会批准可投资香港创业板；ii) 公募基金，经证监会批准可参与沪港通，投资标的港股。

虽然农行 2015 年 1 季度业绩差强人意，这主要因其大幅增加不良贷款拨备，我们认为这将为今年剩余三个季度盈利的平稳增长创造空间。作为国内上市同业中网点最多的银行，我们认为农行揽储的竞争优势并未减弱，2015 年 1 季度净利息收入同比下滑可能只是暂时性的。我们注意到中央政府今年对国内三农领域给予特别支持（例如额外下调存款准备金率，确保银行的三农贷款达到央行要求（但未明文规定）的水平）。

相应地，我们预计农行将继续享有中央政府的长期扶持政策。继存款保险制度从 5 月 1 日正式实施后，中国四大国有银行（包括农行）可能获得更高的信用评级，因此其存款保险费率或将低于城商行和地方银行。我们预计这将对冲未来大行净息差可能收窄的不利影响。综合而言，具有国企背景的大型银行（包括农行）的资产质量有中央政府背书，享有相对较高的信用评级（S&P 的长期评级为 A，穆迪和惠誉的评级分别为 A1/A）。

农行公布令人失望的 2015 年 1 季度盈利增速后，我们将 2015/16 年每股收益同比增速预估从 9.9%/10.3% 下调至 6.2%/5.3%。但由于 1) 市场预期银行未来将获得券商牌照；及 2) 因经济增速放缓，2015 年货币政策应偏宽松，中国银行业整体市净率大幅攀升，因此我们将净资产收益率-增速模型中采用的长期目标市净率从 1.0 倍上调至 1.3 倍。综上所述，我们将目标价调高至 5.2 港元。

主要风险: 1) 净手续费和佣金收入增速的降幅高于预期，2015 年 1 季度净手续费和佣金收入仅同比微幅增长 (+0.3%)；2) 中国经济形势持续恶化。

图 2：12 个月预期市净率区间图



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	2014A	2015F	2016F
现金及等价	2,875,344	3,001,480	3,315,870	3,434,433	3,447,436
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	10,852,619	11,720,829	12,892,911
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	2014A	2015F	2016F
利息净收入	341,879	376,202	429,891	465,876	504,576
非利息收入	80,942	86,959	88,942	85,783	85,867
营业收入	421,827	463,322	517,723	550,538	589,311
营业支出	(182,802)	(198,607)	(223,898)	(212,703)	(202,068)
拨备前利润	239,025	264,715	293,825	337,835	387,243
贷款减值损失	(54,628)	(52,126)	(65,063)	(91,088)	(122,969)
营业利润	184,397	212,589	228,762	246,747	264,274
业外项目	3,530	1,585	3,495	3,029	2,659
税前利润	187,927	214,174	232,257	249,776	266,932
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	190,645	200,707
红利	42,223	51,967	58,463	58,463	58,463
每股收益 (RMB)	0.45	0.51	0.55	0.59	0.62
有效税率 (%)	22.8	22.4	22.7	23.7	24.8
每股股利 (RMB)	0.13	0.16	0.18	0.18	0.18
分红比例 (%)	29.1	31.2	32.6	30.7	29.1

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	2014A	2015F	2016F
利息净收入	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8
非利息收入	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
营业收入	3.4	3.3	3.4	3.3	3.2
营业支出	(1.5)	(1.4)	(1.5)	(1.3)	(1.1)
拨备前利润	1.9	1.9	1.9	2.0	2.1
资产减值损失	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.7)
营业利润	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
业外项目	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
所得税费用	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
属少数股东及首选股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产收益率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
杠杆倍数 (倍)	17.80	17.46	16.29	15.64	15.75
净资产收益率 (%)	20.7	20.9	19.2	17.9	17.4

资料来源：公司资料、元大

增长动能

至12月31日 (%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
存款增长率	12.9	8.7	6.1	8.5	7.5
放款增长率	14.3	12.3	12.1	9.0	9.0
净利息收益率	2.8	2.8	2.9	2.9	2.9
净利息收入增长率	11.3	10.0	14.3	8.4	8.3
手续费收入增长率	8.9	11.1	(3.7)	(1.6)	(1.6)
非利息收入增长率	15.5	7.4	2.3	(3.6)	0.1
非利息收入比营业收入	19.2	18.8	17.2	15.6	14.6
营业收入增长率	12.3	9.8	11.7	6.3	7.0
成本收入比	43.3	42.9	43.2	38.6	34.3
营业支出增长率	16.2	8.6	12.7	(5.0)	(5.0)
拨备前利润增长率	9.5	10.7	11.0	15.0	14.6
贷款减值损失/平均贷款总额	0.9	0.8	0.8	1.1	1.3
资产减值损失/平均生息资产	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7
营业利润增长率	18.1	15.3	7.6	7.9	7.1
净利润增长率 (属母公司股东)	19.0	14.6	7.9	6.2	5.3
每股收益增长率	19.0	14.6	7.9	6.2	5.3
每股股利增长率	160.0	23.1	12.5	0.0	0.0

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	2014A	2015F	2016F
核心资本充足率	9.6	9.2	9.1	9.0	8.9
资本充足率	12.6	11.9	12.8	13.2	12.8
不良贷款率	1.3	1.2	1.5	1.6	1.6
拨备覆盖率	326.1	367.0	286.5	260.4	246.2
贷存款比例	59.2	61.2	64.6	64.9	65.8
贷款净额/总资产	48.6	49.6	50.7	50.7	50.9
交易性投资/总资产	1.4	2.3	2.6	3.1	3.4
可供出售到期投资/总资产	20.2	19.9	19.8	20.6	20.0
客户存款/总资产	82.0	81.1	78.5	78.1	77.4
同业负债/总资产	7.1	6.4	7.4	6.9	6.4
债券/总资产	1.5	1.0	0.8	0.7	0.7
母公司股东权益/总资产	5.7	5.8	6.5	6.3	6.4

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的分析师，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。

中国农业银行股份有限公司 (1288 HK - 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	2014/11/25	3.45	4.30	4.30	买入	王佳卉
2	2015/01/14	3.45	4.80	4.80	买入	王佳卉
3	2015/04/29	3.45	5.20	5.20	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	183	44%
持有-超越同业	107	26%
持有-落后同业	52	12%
卖出	9	2%
评估中	59	14%
限制评级	8	2%
总计:	418	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