

現價：HK\$3.80

潜在上升空間：+13.42%

目標價：HK\$4.31→

銀行業

農業銀行 (1288.HK)

盈利低於預期

落后

同步

领先

公司估值表

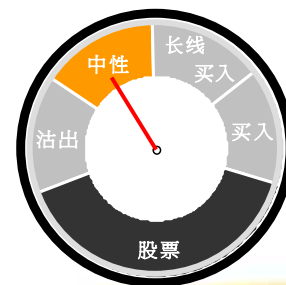
億元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主營收入	4,626	5,209	5,419	5,855	6,315
營業利潤	2,145	2,440	2,550	2,809	3,107
歸屬母公司股東淨利潤	1,663	1,795	1,896	2,088	2,309
同比增長	14.6%	7.9%	5.6%	10.1%	10.6%
每股收益 (元)	0.51	0.55	0.58	0.64	0.71
同比增長	14.5%	8.0%	5.7%	10.1%	10.6%
PE	5.94	5.50	5.21	4.73	4.27
PB	1.17	0.96	0.85	0.75	0.67
每股派息 (元)	0.18	0.18	0.19	0.21	0.23
股息率	5.82%	5.99%	6.33%	6.96%	7.70%

資料來源：公司、交銀國際

● **盈利低於預期。**2014年農行實現淨利潤1,795.10億元，同比增長8.0%，實現每股收益0.55元，低於一致預期2.6%，低於我們預期3.4%，低於預期主要是由於撥備高於預期，其次是手續費備金淨收入低於預期。根據楊青麗業內首創的淨利潤增長分析方法，盈利增長的主要驅動因素為規模擴張（8.3%），息差擴大（3.3%）。平均ROA和加權平均ROE分別達到1.18%和19.57%，同比分別下降0.02和1.32個百分點。成本收入比34.56%，比上年下降1.74個百分點，業務管理費增長7.2%，增速較13年放緩1.1個百分點。14年末總資產16.0萬億元，貸款總額8.10萬億元，存款總額12.53萬億元，較年初分別增長9.7%，12.1%，6.1%，環比分別增長0.1%，1.3%，-0.8%。賣出回購金融資產較年初大幅增長389.1%，其中4季度環比增長267.6%，但存量占負債比重較低；負債較年初增長8.9%主要驅動仍為存款（貢獻5.3%），資產增長的主要驅動為貸款（5.8%），債券（2.4%）。

● **4季度不良升幅加快。**不良餘額1,249.70億元，環比增長20.8%；不良率1.54%，環比上升0.25個百分點，升幅較前3季度加快。全年核銷及轉出不良292.22億元，同比增長1.99倍。考慮核銷後全年不良淨形成率0.92%，較上半年0.59%明顯上升。關注類占比3.84%，較中期上升0.21個百分點。逾期占比2.06%，較中期上升0.48個百分點。逾期90天以上/不良保持在75%左右的水準，顯示不良劃分較為嚴格。信用成本0.85%，同比上升0.09個百分點，主要是由於個別方式計提的撥備增加較多，期末組合撥備餘額占比79.59%，較年初下降4.86個百分點。撥備覆蓋率為286.53%，環比下降48.5個百分點；撥貸比4.42%，環比上升0.09個百分點。不良上升較大的三個行業為：批發和零售業，製造業，房地產業，合計占到全行不良增量的89.4%。區域分佈看，不良率和不良額貢獻較大的來自環渤海和西部地區。

● **息差全年同比和4季度環比均有提升。**全年淨息差2.92%，淨利差2.76%，同比分別上升13和11個基點。主要是由於：優化信貸結構，貸款平均收益率上升超過存款利率升幅，存貸利差擴大貢獻總體利差擴大6個基點；其次，債券投資業務收益率顯著提升，貢獻總體利差擴大4個基點。以期初期末餘額計算，4季度單季NIM為2.84%，環比上升10個基點。



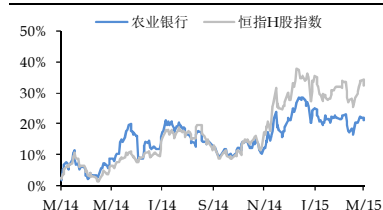
- 2014年農行實現淨利潤1,795.10億元，同比增長8.0%，每股收益0.55元，低於一致預期2.6%，低於我們預期3.4%，主要是由於撥備高於預期，其次是手續費備金淨收入低於預期。
- 不良餘額環比增長20.8%，升幅較前3季度加快。考慮核銷後全年不良淨形成率0.92%，較上半年0.59%明顯上升。逾期90天以上/不良保持在75%左右的水準，顯示不良劃分較為嚴格。息差全年同比和4季度環比均有提升，主要得益於存貸利差擴大和債券投資業務收益率提升。小微貸款繼續保持較快增速，持續壓降政策限制領域貸款；活期存款占比環比上升。手續費備金淨收入同比下降3.7%，為已公佈年報的銀行中首個下降的銀行；結構上看，主要由於顧問和諮詢費收入和結算與清算手續費收入下降較多。
- 下調盈利預測，維持中性評級和4.31港元的目標價。

股份資料

52周高位 (HK\$)	4.10
52周低位 (HK\$)	3.14
市值 (十億港幣)	1,487
發行股數 (百萬)	30,739
日成交量 (百萬港幣)	146
1個月內變化 (%)	-0.26
年初至今變化 (%)	-3.06
50天平均價 (HK\$)	3.3
200天平均價 (HK\$)	3.68
14天強弱 數	55.70

資料來源：Bloomberg

個股1年走勢圖



資料來源：Bloomberg

李珊珊 CFA

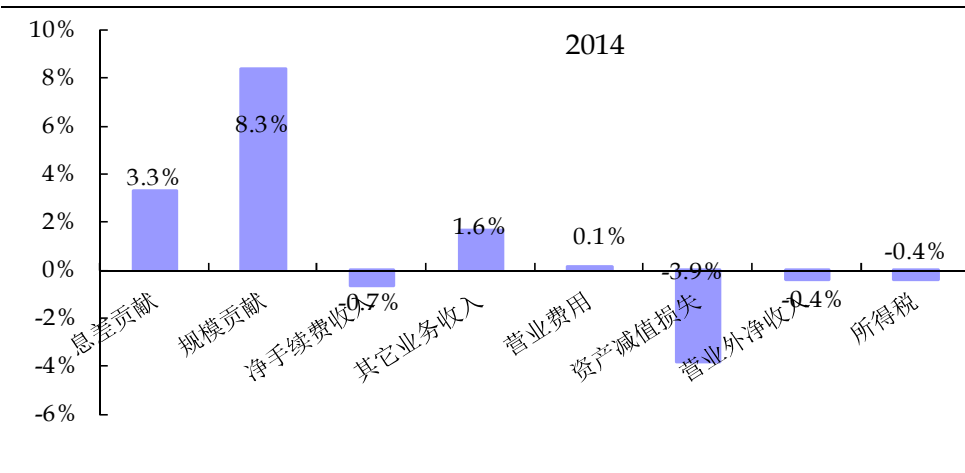
 lishanshan@bocomgroup.com
 電話：(8610) 8800 9788 - 8058

萬麗 CFA

 wanli@bocomgroup.com
 電話：(8610) 8800 9788 - 8051

- **小微貸款繼續保持較快增速，持續壓降政策限制領域貸款；活期存款占比環比上升。**小微企業貸款餘額 9,749.20 億元，較上年末增速 19.9%（未納入個人經營性貸款），高於全行貸款增速 7.8 個百分點；個人貸款較上年末增長 14.5%，其中個人住房貸款占個貸增量的 85.3%。票據貼現增長 69.5%。平臺、「兩高一剩」貸款分別下降 150 億元和 103 億元，壓降潛在風險客戶貸款 671 億元。房地產貸款占比 7.2%，較年初下降 0.2 個百分點。融資平臺貸款逐步減少，期末餘額 3335 億，占比 4.1%，不良率 0.2%，撥備覆蓋率 2000%。從存款客戶結構上看，個人存款占比 59.2%，較年初上升 0.6 個百分點；活期存款占比 52.3%，較年初下降 2.3 個百分點，較 3 季度末上升 1.5 個百分點，為 14 年 1 季度以來首次環比上升。
- **縣域金融存貸款占比較年初略升，不良率升幅慢于全行整體。**縣域金融貸款占比 32.7%，較年初略升 0.2 個百分點，環比持平；存款占比 42.4%，較年初略升 0.4 個百分點，環比上升 0.3 個百分點。縣域金融業務實現稅前利潤 768.20 億元，同比下降 0.6%，主要由於公司調整了內部資金轉移計價利率，手續費及傭金淨收入減少以及資產減值損失有所增加。期末縣域金融業務不良率 1.82%，較上年末上升 0.28 個百分點，升幅慢于全行整體水準；撥備覆蓋率 298.52%，撥貸比 5.44%。
- **手續費及傭金淨收入同比下降 3.7%。**2014 年手續費及傭金淨收入 801.23 億元，同比下降 3.7%，為已公佈年報的銀行中首個下降的銀行；占比 15.29%，下降 2.57 個百分點。結構上看，主要是由於顧問和諮詢費收入較上年減少 53.40 億元，下降 32.6%，主要是財務顧問等投行業務收入有所下降；其次結算與清算手續費收入較上年減少 16.37 億元，下降 7.2%，主要是由於受收費監管政策影響，部分結算類業務收費標準下調。銀行卡手續費收入增長較為穩定，同比增速 21.0%。個人理財產品餘額為 8,253.65 億元，較 2013 年末增長 41.4%；對公理財產品餘額為 3,321.32 億元，較 2013 年末增長 24.8%；表外核算理財產品 6,729.83 億元。
- **互聯網金融上線磐雲平臺，創新試點資料網貸。**正式上線互聯網金融綜合服務平臺（即磐雲平臺），初步形成具有農行特色的「平臺+數據+金融」的互聯網金融綜合服務體系。2014 年，在同業中率先創新的互聯網融資產品「資料網貸」正式試點，完全基於交易資料決策而提供純線上自助信貸服務，主要面向非傳統信貸客戶。目前規模尚小，截止 2014 年末，累計通過大資料決策自動挖掘出 1,629 家小微企業，發放貸款 4,631.61 萬元，餘額 3,010.23 萬元。
- **維持中性評級。**2014 年，發行兩期信貸資產證券化產品，金額總計 101.25 億元，位居國有大型商業銀行第二位。2014 年公司率先在境內資本市場發行 400 億元優先股，成功發行 300 億元減記型二級資本債，年末核心一級和總資本充足率分別為 9.09% 和 12.82%，環比分別上升 0.19 和 0.44 個百分點。我們主要上調了信用成本假設，下調 15-16 年盈利預測 3.2%/2.6%，預計 15-16 年盈利分別增長 5.6%/10.1%，目前 15 年 PE 和 PB 分別為 5.21 和 0.85 倍。維持中性評級和 4.31 港元的目標價。

圖表 1：2014 盈利驅動因素分解



資料來源：公司報表

圖表 2：資產負債較年初增速以及同比增速

	較年初增長				較去年同期增長				
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	YoY - 4Q14
存放央行	4.6%	-1.9%	4.2%	-0.6%	8.7%	10.1%	8.5%	5.1%	5.1%
存放拆同業	41.3%	55.1%	31.2%	45.5%	13.8%	51.6%	34.5%	38.7%	38.7%
買入返售	19.6%	-3.6%	-7.3%	-9.5%	-0.2%	1.9%	-23.1%	-30.9%	-30.9%
債券投資	6.0%	8.6%	14.6%	12.9%	2.9%	5.9%	10.5%	11.0%	11.0%
貸款淨額	5.3%	8.0%	10.5%	12.2%	4.6%	8.7%	10.8%	12.1%	12.1%
生息資產合計	7.5%	7.3%	9.8%	9.8%	5.1%	10.0%	9.7%	9.7%	9.7%
非生息資產	12.4%	11.2%	22.4%	17.4%	7.0%	4.0%	5.1%	9.4%	9.4%
資產合計	7.7%	7.4%	10.2%	9.9%	5.2%	9.9%	9.6%	9.7%	9.7%
向中央銀行借款	6.1%	36.4%	66.7%	57.6%	17.3%	35.6%	962x	769x	769x
同業存放	15.5%	8.1%	3.0%	-3.2%	1.8%	26.6%	23.7%	16.9%	16.9%
客戶存款	6.9%	5.7%	8.6%	8.7%	6.1%	8.5%	7.0%	6.1%	6.1%
賣出回購金融資產款	-81.1%	86.4%	-71.1%	251.0%	-57.1%	362.6%	33.1%	389.1%	389.1%
發行債券	6.0%	15.2%	22.5%	38.2%	0.5%	3.4%	24.4%	22.1%	22.1%
其它負債	22.5%	88.7%	135.1%	92.9%	-5.7%	0.5%	13.7%	21.6%	21.6%
付息負債合計	7.7%	7.2%	10.0%	9.5%	5.3%	10.1%	9.4%	8.9%	8.9%
非付息負債	12.0%	18.4%	17.0%	19.6%	-2.4%	8.8%	6.4%	10.0%	10.0%
負債合計	7.8%	7.5%	10.2%	9.8%	5.1%	10.1%	9.4%	8.9%	8.9%

資料來源：公司報表 交銀國際

圖表 3：資產負債較年初增速分解

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
存放央行	0.9%	-0.4%	0.8%	-0.1%	1.5%	1.7%	1.5%	0.9%
存拆放同業	1.5%	2.0%	1.1%	1.7%	0.7%	2.5%	1.7%	1.9%
買入返售	1.2%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	0.0%	0.1%	-1.2%	-1.6%
債券投資	1.3%	1.9%	3.1%	2.8%	0.6%	1.3%	2.3%	2.4%
貸款淨額	2.5%	3.7%	4.9%	5.7%	2.2%	4.1%	5.1%	5.8%
生息資產合計	7.4%	7.2%	9.7%	9.7%	5.1%	9.9%	9.6%	9.6%
非生息資產	0.4%	0.4%	0.7%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%
資產合計	7.7%	7.4%	10.2%	9.9%	5.2%	9.9%	9.6%	9.7%
向中央銀行借款	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	0.6%
同業存拆放	1.2%	0.6%	0.2%	-0.2%	0.1%	1.8%	1.6%	1.1%
客戶存款	6.0%	5.0%	7.5%	7.6%	5.3%	7.3%	6.0%	5.3%
賣出回購金融資產款	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	-0.1%	0.7%	0.1%	0.8%
發行債券	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.0%	0.1%	0.5%	0.4%
其它負債	0.3%	1.1%	1.7%	1.2%	-0.1%	0.0%	0.3%	0.5%
付息負債合計	7.5%	7.0%	9.8%	9.3%	5.2%	9.8%	9.2%	8.6%
非付息負債	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	-0.1%	0.3%	0.2%	0.3%
負債合計	7.8%	7.5%	10.2%	9.8%	5.1%	10.1%	9.4%	8.9%

資料來源：公司報表 交銀國際

圖表 4：資產負債同比增速分解

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
存放央行	1.4%	0.1%	1.1%	-0.1%	0.6%	2.0%	0.6%	0.9%
存拆放同業	2.3%	2.1%	0.8%	1.7%	0.8%	2.2%	2.1%	1.9%
買入返售	0.6%	-1.6%	-0.2%	-0.6%	-1.7%	-0.2%	-1.3%	-1.6%
債券投資	2.1%	2.9%	3.5%	2.8%	2.0%	2.2%	2.0%	2.4%
貸款淨額	6.6%	6.3%	6.3%	5.7%	5.2%	6.0%	5.8%	5.8%
生息資產合計	13.4%	10.2%	11.8%	9.7%	7.3%	12.5%	9.6%	9.6%
非生息資產	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.3%	0.0%	0.3%
資產合計	13.6%	10.2%	11.8%	9.9%	7.4%	12.5%	9.3%	9.7%
同業存拆放	1.0%	-0.2%	0.0%	-0.2%	-1.2%	1.0%	1.1%	1.1%
客戶存款	12.4%	7.2%	8.2%	7.6%	6.9%	9.8%	6.1%	5.3%
賣出回購金融資產款	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.8%	0.2%	0.8%
發行債券	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.4%
其它負債	-1.5%	1.5%	2.0%	1.2%	0.7%	0.1%	-0.2%	0.5%
付息負債合計	12.5%	9.2%	11.0%	9.3%	6.9%	12.1%	8.7%	8.6%
非付息負債	1.0%	0.8%	0.7%	0.5%	0.1%	0.3%	0.2%	0.3%
負債合計	13.5%	10.0%	11.6%	9.8%	7.1%	12.4%	8.9%	8.9%

資料來源：公司報表 交銀國際

圖表 5：單季利潤表主要指標同比和環比增長

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
同比								
一、營業淨收入	11.6%	12.4%	9.2%	5.5%	14.1%	12.9%	9.4%	14.0%
淨利息收入	4.0%	10.6%	11.6%	13.8%	15.5%	17.2%	13.3%	11.5%
手續費及傭金淨收入	22.2%	22.4%	2.6%	-5.0%	3.4%	-3.0%	-8.1%	-10.7%
二、營業支出	14.0%	4.1%	1.6%	6.0%	8.9%	19.6%	14.1%	19.3%
業務及管理費	6.6%	5.8%	2.0%	16.9%	7.7%	3.3%	5.2%	11.1%
資產減值準備支出	15.9%	-16.7%	-16.9%	4.3%	7.2%	55.5%	78.5%	6.7%
三、營業利潤	10.4%	14.1%	11.6%	4.4%	17.0%	13.5%	14.6%	3.8%
撥備前利潤	9.3%	21.9%	17.8%	4.4%	19.0%	6.3%	4.8%	2.0%
四、稅前利潤	8.2%	22.8%	15.7%	8.3%	15.8%	11.1%	4.6%	-1.9%
減：所得稅	7.9%	24.4%	17.2%	-5.4%	22.8%	9.5%	-0.7%	6.3%
五、淨利潤	8.3%	22.3%	15.3%	12.6%	13.8%	11.5%	6.1%	-4.1%
歸屬於母公司股東的淨利潤	8.2%	22.4%	15.3%	13.3%	13.7%	11.6%	6.1%	-4.6%
環比								
一、營業淨收入	12.9%	-3.1%	0.7%	-4.4%	22.3%	-4.1%	-2.5%	-0.3%
淨利息收入	0.7%	1.6%	5.4%	5.2%	2.5%	3.1%	1.9%	3.5%
手續費及傭金淨收入	55.3%	-16.9%	-8.9%	-19.2%	69.1%	-22.0%	-13.8%	-21.4%
二、營業支出	-19.2%	-2.2%	0.7%	32.8%	-16.7%	7.5%	-4.0%	40.3%
業務及管理費	-19.2%	6.0%	3.4%	31.9%	-25.6%	1.7%	5.4%	39.3%
資產減值準備支出	-39.6%	-19.4%	-10.1%	138.6%	-38.0%	16.9%	3.1%	42.7%
三、營業利潤	35.8%	-6.6%	-1.0%	-16.9%	52.2%	-9.4%	0.0%	-25.8%
撥備前利潤	82.3%	-4.0%	0.6%	-40.7%	107.9%	-14.3%	-0.8%	-43.7%
四、稅前利潤	84.3%	-3.2%	0.4%	-39.5%	97.1%	-7.2%	-5.5%	-43.3%
減：所得稅	72.3%	-1.7%	-0.8%	-43.7%	123.6%	-12.3%	-10.0%	-39.8%
五、淨利潤	88.1%	-3.7%	0.7%	-38.3%	90.0%	-5.6%	-4.2%	-44.2%
歸屬於母公司股東的淨利潤	88.0%	-3.6%	0.7%	-37.9%	88.6%	-5.3%	-4.3%	-44.2%

資料來源：公司報表 交銀國際

圖表 6：農行資產品質分析

	2010	2011	2012	2013	2014Q1	2014H	2014Q3	2014	2015E	2016E	2017E
不良貸款率	2.32%	1.55%	1.33%	1.22%	1.22%	1.24%	1.29%	1.54%	1.67%	1.69%	1.71%
關注類占比	6.75%	5.59%	4.59%	3.82%		3.63%		3.84%	4.03%	4.11%	4.19%
不良貸款增長	-10.94%	-12.99%	-1.73%	2.25%	4.80%	11.04%	17.87%	42.37%	20.88%	12.63%	11.81%
加回核銷及轉出不良增長	-10.93%	-12.71%	2.86%	13.65%		24.45%		75.66%	39.58%	25.01%	20.60%
不良淨形成率	-0.64%	-0.26%	0.04%	0.18%		0.59%		0.92%	0.61%	0.42%	0.35%
逾期貸款占比	1.78%	1.31%	1.37%	1.39%		1.57%		2.06%			
加回核銷及轉出逾期增長	5.3%	-2.6%	25.1%	25.4%		34.5%		95.0%			
逾期貸款增長	5.3%	-3.0%	19.7%	14.2%		22.8%		65.9%			
信貸成本	0.90%	1.17%	0.91%	0.76%	0.71%	0.72%	0.75%	0.85%	0.73%	0.70%	0.65%
撥備覆蓋率	136.1%	263.1%	326.1%	367.0%	362.3%	346.4%	335.1%	286.5%	263.0%	261.8%	262.5%
撥備充足率	153.9%	232.1%	262.5%	275.9%		267.5%		249.2%	237.6%	237.1%	239.5%
貸款準備金率	3.15%	4.08%	4.35%	4.46%	4.41%	4.31%	4.33%	4.42%	4.39%	4.43%	4.49%
組合撥備占比	62.1%	76.5%	81.34%	84.44%		84.51%		79.59%			
正常類貸款遷徙率	1.6%	2.3%	2.49%	2.53%		1.67%		3.60%			
關注類貸款遷徙率	2.0%	2.6%	4.65%	4.36%		4.06%		4.99%			
次級類貸款遷徙率	12.8%	14.8%	21.79%	37.24%		49.64%		42.53%			
可疑類貸款遷徙率	2.7%	5.4%	4.96%	8.62%		6.92%		10.10%			

資料來源：公司報表 交銀國際

圖表 7：農行盈利預測變動

	2015E			2016E		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
營業淨收入	5,457	5,419	-0.7%	5,964	5,855	-1.8%
其中：淨利息收入	4,424	4,390	-0.8%	4,807	4,719	-1.8%
其中：手續費及備金淨收入	944	906	-4.1%	1,059	996	-6.0%
營業利潤	2,597	2,550	-1.8%	2,847	2,809	-1.4%
撥備前利潤總額	3,152	3,108	-1.4%	3,445	3,401	-1.3%
歸屬母公司股東淨利潤	1,958	1,896	-3.2%	2,143	2,088	-2.6%
每股收益	0.60	0.58	-3.2%	0.66	0.64	-2.6%
關鍵假設	變動百分點			變動百分點		
貸款增長	12.1%	11.7%	-0.4%	11.4%	11.3%	-0.1%
存款增長	11.2%	8.8%	-2.4%	10.1%	8.3%	-1.8%
生息資產增速	10.84%	9.50%	-1.3%	9.82%	9.38%	-0.4%
付息負債增速	10.82%	9.57%	-1.3%	9.78%	8.86%	-0.9%
NIM	2.60%	2.65%	0.05%	2.56%	2.61%	0.04%
成本收入比	35.2%	35.3%	0.1%	35.1%	34.5%	-0.6%
淨手續費收入增長率	13.33%	13.02%	-0.3%	12.18%	10.00%	-2.2%
信用成本	0.70%	0.73%	0.03%	0.68%	0.70%	0.02%

資料來源：公司報表

公司背景

農業銀行為四大國有商業銀行之一，2010年7月“A+H”兩地上市。

主要財務指標和預測表 (億元人民幣，百分比除外)

資產負債簡表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
資產					
貸款總額	72,247	80,981	90,455	100,677	111,248
貸款淨額	69,025	77,400	86,482	96,222	106,253
債券投資	32,201	35,756	39,332	42,478	45,452
買入返售	7,371	5,094	5,502	5,887	6,181
存放央行	25,040	26,311	26,581	28,049	29,441
存放同業拆出	7,063	9,799	11,072	12,069	13,035
生息資產總計	143,922	157,941	172,943	189,160	205,356
非生息資產	4,921	5,381	5,973	6,571	6,899
總資產	148,843	163,322	178,916	195,731	212,255
負債					
存款總額	118,114	125,334	136,363	147,682	159,201
同業存放拆入	9,037	10,561	12,567	14,452	16,476
應付債券	2,663	3,252	3,252	3,252	3,252
其它	3,063	3,725	4,395	5,099	5,812
計息負債總計	133,145	144,983	158,861	172,940	187,367
非計息負債	4,030	4,433	4,450	5,240	5,175
總負債	137,176	149,415	163,311	178,179	192,542
股本	3,248	3,248	3,248	3,248	3,248
股東權益	8,445	10,326	11,632	13,096	14,719
負債股東權益	145,621	159,742	174,943	191,275	207,261

損益表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
營業淨收入	4,626	5,209	5,419	5,855	6,315
利息收入	6,134	6,993	7,246	7,821	8,443
利息支出	-2,372	-2,694	-2,856	-3,102	-3,369
淨利息收入	3,762	4,299	4,390	4,719	5,074
手續費收入	897	879	984	1,083	1,180
手續費支出	-65	-78	-79	-87	-94
手續費淨收入	832	801	906	996	1,086
其它淨收益	33	108	124	140	155
二、營業支出	-2,482	-2,768	-2,869	-3,046	-3,208
業務及管理費	-1,679	-1,800	-1,913	-2,020	-2,134
營業稅金附加	-272	-289	-302	-327	-354
資產減值準備	-530	-680	-654	-699	-720
三、營業利潤	2,145	2,440	2,550	2,809	3,107
營業外淨收入	43	52	55	58	60
撥備前利潤	2,672	3,002	3,108	3,401	3,709
四、稅前利潤	2,142	2,323	2,454	2,702	2,989
減：所得稅	-480	-527	-557	-614	-679
五、淨利潤	1,662	1,795	1,897	2,089	2,310
歸屬本行股東	1,663	1,795	1,896	2,088	2,309

主要估值指標

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.51	0.55	0.58	0.64	0.71
每股淨資產	2.60	3.18	3.58	4.03	4.53
P/POP	3.7	3.3	3.2	2.9	2.7
P/E	5.94	5.50	5.21	4.73	4.27
P/B	1.17	0.96	0.85	0.75	0.67
分紅率	34.6%	32.9%	32.9%	32.9%	32.9%
股息率	5.82%	5.99%	6.33%	6.96%	7.70%

資料來源：公司報表 交銀國際

主要指標

資產品質	2013	2014	2015E	2016E	2017E
五級分類不良(億)	878	1,250	1,511	1,701	1,902
不良較年初增長	2.3%	42.4%	20.9%	12.6%	11.8%
加回核銷後不良增	13.6%	75.7%	39.6%	25.0%	20.6%
不良貸款率	1.22%	1.54%	1.67%	1.69%	1.71%
撥備覆蓋率	367.0%	286.5%	263.0%	261.8%	262.5%
貸款準備金率	4.46%	4.42%	4.39%	4.43%	4.49%
撥備充足率	275.9%	249.2%	237.6%	237.1%	239.5%
不良淨生成率	0.18%	0.92%	0.61%	0.42%	0.35%
信貸成本	0.76%	0.85%	0.73%	0.70%	0.65%
逾期貸款增長	14.2%	65.9%			
加回核銷後逾期增	25.4%	95.0%			
逾期貸款占比	1.39%	2.06%			

成長性

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
貸款較年初增長	12.3%	12.1%	11.7%	11.3%	10.5%
存款較年初增長	8.7%	6.1%	8.8%	8.3%	7.8%
資產較年初增長	9.9%	9.7%	9.5%	9.3%	8.4%
生息資產較年初增	9.8%	9.7%	9.5%	9.4%	8.6%
計息負債較年初增	9.5%	8.9%	9.6%	8.9%	8.3%
撥備前利潤同比增	10.3%	12.4%	3.5%	9.4%	9.0%
稅前利潤同比增長	14.0%	8.4%	5.7%	10.1%	10.6%
淨利潤同比增長	14.6%	7.9%	5.6%	10.1%	10.6%
淨利息收入同比增	10.0%	14.3%	2.1%	7.5%	7.5%
手續費備金淨收入增	11.1%	-3.7%	13.0%	10.0%	9.0%

業務結構

淨利息收入	81.3%	82.5%	81.0%	80.6%	80.4%
手續費備金淨收入	18.0%	15.4%	16.7%	17.0%	17.2%

管理和盈利能力

成本收入比	-36.3%	-34.6%	-35.3%	-34.5%	-33.8%
生息資產收益率	4.38%	4.54%	4.38%	4.32%	4.28%
計息負債成本率	-1.83%	-1.90%	-1.88%	-1.87%	-1.87%
NIS(期初期末)	2.55%	2.65%	2.50%	2.45%	2.41%
NIM	2.69%	2.79%	2.65%	2.61%	2.57%
NIS(公司公佈)	2.65%	2.76%			
NIM	2.79%	2.92%			
ROAE	20.84%	19.12%	17.27%	16.89%	16.60%
ROAA	1.20%	1.18%	1.13%	1.14%	1.16%
RORWA	2.04%	1.80%	1.67%	1.68%	1.69%

資金和風險控制

核心資本充足率	9.25%	9.09%	9.37%	9.65%	9.85%
資本充足率	11.86%	12.82%	12.44%	12.46%	12.40%
貸款/存款	61.2%	64.6%	66.3%	68.2%	69.9%
單一最大客戶比例	3.33%	5.23%			
最大十家客戶比例	13.22%	14.43%			

資產負債結構

貸款/總資產	47.4%	48.5%	49.4%	50.3%	51.3%
貸款/存款	61.2%	64.6%	66.3%	68.2%	69.9%
資產負債率	94.2%	93.5%	93.4%	93.2%	92.9%
債券投資/總資產	22.1%	22.4%	22.5%	22.2%	21.9%
活期存款占比	54.6%	52.3%	52.3%	52.3%	52.3%

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%
 長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%
 中性: 預期股價波幅在±20%之間
 沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上
 同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
 落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli
 李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan
 萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong
 朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang
 吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing
 張兩璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma
 毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu
 劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau
 謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse
 過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng
 周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。