

报告原因：有信息公布需要点评

买入

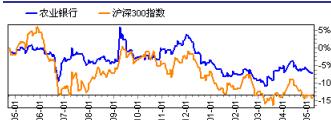
维持

市场数据：	2014年05月08日
收盘价（元）	2.39
一年内最高/最低（元）	2.8/2.27
上证指数/深证成指	2015/7170
息率（分红/股价）	-
流通A股市值（百万元）	679151

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2014年03月31日
每股净资产（元）	2.78
资产负债率%	94.09
总股本/流通A股(百万)	324794/284164
流通B股/H股(百万)	-/30739

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《农业银行(601288)——资本压力有望缓解，利润增速领先可比同业，维持“买入”》 2014/04/27

《农业银行(601288)——息差环比持续改善，拨备释放贡献利润增长超预期》 2014/03/26

证券分析师

徐冰玉 A0230513080008
xuby@swsresearch.com

农业银行 (601288)

——优先股发行将提升资本水平助力公司业绩增长

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	总资产收益率	净资产收益率	市盈率	市净率
2013	461,168	10.2%	166,315	14.6%	0.51	1.14%	19.7%	4.67	0.92
2014Q1	136,100	14.1%	53,430	13.7%	0.16	1.43%	24.5%		
2014E	495,676	7.5%	181,517	9.1%	0.56	1.14%	17.3%	4.29	0.74
2015E	556,321	12.3%	199,646	10.0%	0.61	1.16%	16.9%	3.90	0.66

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **农业银行董事会2014年第四次会议审议通过优先股发行预案。**本次发行方案主要内容包括：(1)发行规模：不超过800亿，境内市场发行；(2)非公开发行，发行对象不超过200人，同时可根据市场情况分次发行，首次发行不低于总发行规模50%；(3)股息率：包括基准利率和固定溢价两个部分，基准利率以国债收益率（期限尚未确定）为准，固定溢价根据市场询价结果，一旦决定未来不变。首次询价确定股息率减去国债利率即固定溢价。下一股息支付周期的股息率随基准利率变化，固定溢价不变；(4)强制转股：核心一级资本充足率低于5.125%，或公司无法正常生存时触发转股条件；(5)回售与赎回：无回售条款，投资者不能向农行回售，但农行在优先股发行5年后，在每个付息日公司有赎回权；(6)其他条款：非强制股息，非累计股息，非参与剩余价值分配，日常无表决权，但公司累计三个年度或连续两个会计年度不按约定分配股息时，优先股东转换成普通股恢复表决权。
- **2014年，优先股发行后，公司一级资本充足率将提升0.87%至10.12%，资本充足率预计提升0.62%至12.48%，对应2014年风险加权资产增长13%。**一级资本补充到位，既缓解监管资本达标的压力，又有利于公司风险加权资产较快增长，14年净利润增速将因此提升0.4%。
- **股息率决定普通股EPS和ROE摊薄程度。**最后优先股股息率将根据询价结果而定，我们预期在6%-8%之间。在银行经营压力日益变大，ROE处于回归社会各行业平均水平过程中，股息率较难设定在8%以上。若股息率为6%，则14年普通股EPS减少0.02元（影响约为2.5%），ROE下降约1.3%；若股息率为8%，则14年普通股EPS仍减少约0.02元（影响约在3.4%），ROE下降约1.5%。
- **优先股发行有利公司长远发展，同时减缓二级市场再融资压力。**虽然优先股将摊薄普通股东EPS和ROE水平，但鉴于监管资本要求对银行属硬约束，较低的资本水平将影响公司各项业务正常开展，同时监管不达标很可能面临监管处罚，对公司经营造成损害，所以一级资本补充较普通股短期摊薄更属当务之急。同时银行优先股的非公开发行，主要面向保险资管、社保基金和资金充裕的大企业，可极大缓解二级市场再融资压力。因为前期市场对农行发行优先股已在估值上有充分反映，故此次发行预案的公布应已包含在市场对当前股价的预期之中。

联系人

高燕芸
(8621)23297818x7255
gaoyy@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

表 1：农行发行优先股影响测算——有利公司业绩绩增长，略摊薄普通股 EPS 和 ROE

	净利润增速		普通股 EPS		普通股 ROE	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015
不发优先股	8.72%	9.65%	0.56	0.61	20.0%	19.1%
发行优先股，票面利率 6%	9.1%	10.0%	0.54	0.60	18.7%	17.4%
发行优先股，票面利率 8%	9.1%	10.0%	0.54	0.59	18.5%	17.3%
优先股对普通股影响(股息 6%)	-	-	-2.51%	-1.97%	-1.28%	-1.70%
优先股对普通股影响(股息 8%)	-	-	-3.39%	-2.77%	-1.45%	-1.84%

资料来源：申万研究

	2012	2013	2014E	2015E		2012	2013	2014E	2015E	
每股指标	经营管理 (%)									
每股净利润	0.45	0.51	0.56	0.61	贷款增长率 (毛额)	14.3%	12.3%	12.0%	12.0%	
每股净资产	2.31	2.60	3.22	3.63	生息资产增长率	13.4%	9.7%	9.7%	8.1%	
每股股利	0.13	0.16	0.18	0.20	总资产增长率	13.4%	9.9%	9.5%	7.9%	
股息派发率	35%	35%	35%	35%	存款增长率	12.9%	8.7%	8.0%	7.0%	
资产负债表 (人民币百万元)						付息负债增长率	13.6%	8.4%	8.0%	6.8%
贷款余额 (净额)	6,153,411	6,902,522	7,725,880	8,644,841	净利息收入增长率	11.3%	10.0%	5.8%	11.6%	
其他生息资产	6,764,792	7,267,285	7,813,565	8,147,022	手续费及佣金净收入增长率	8.9%	11.1%	15.0%	15.0%	
总资产	13,244,342	14,562,102	15,942,332	17,205,628	营业收入增长率	10.8%	10.2%	7.5%	12.3%	
存款余额	10,862,935	11,811,411	12,756,324	13,649,267	拨备前利润增长率	8.9%	10.3%	7.2%	10.4%	
其他付息负债	1,134,409	1,196,869	1,286,261	1,350,232	税前利润增长率	18.8%	14.0%	8.7%	10.0%	
总负债	12,492,988	13,717,565	14,893,727	16,020,869	净利润增长率	19.0%	14.6%	9.1%	10.0%	
总股本	324,794	324,794	325,594	325,594	非息收入占比	17.7%	18.0%	19.3%	19.8%	
股东权益	749,815	843,108	1,047,136	1,183,251	成本收入比	36.8%	36.4%	36.5%	37.5%	
利润表 (人民币百万元)						信贷成本	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%
净利息收入	341,879	376,202	398,029	444,327	有效税率	22.9%	22.8%	22.0%	22.0%	
手续费及佣金净收入	74,844	83,171	95,647	109,994	盈利能力 (%)					
营业收入合计	421,710	461,168	495,676	556,321	平均贷款收益率	6.4%	6.0%	6.1%	6.2%	
营业费用	-155,130	-167,940	-180,922	-208,620	平均生息资产收益率	4.7%	4.5%	4.4%	4.5%	
拨备前利润	242,162	267,164	286,373	316,047	平均存款付息率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	
资产减值准备	-54,235	-52,990	-53,607	-60,040	平均付息负债付息率	2.0%	1.9%	1.9%	2.0%	
税前利润	187,927	214,174	232,765	256,007	存贷利差	4.6%	4.2%	4.3%	4.4%	
净利润 (归属母公司)	145,094	166,315	181,517	199,646	净利差	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	
资本状况 (%)						净息差	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
核心资本充足率	9.64%	9.25%	10.12%	10.69%	拨备前ROA	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	
资本充足率	12.61%	11.86%	12.48%	12.90%	拨备前ROE	32.3%	31.7%	27.3%	26.7%	
资产风险权重平均系数	54.48%	62.25%	64.50%	64.00%	拨备前ROAA	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	
资产质量 (%)						拨备前ROAE	34.6%	33.5%	30.3%	28.3%
正常	94.1%	94.6%	-	-	ROA	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	
关注	4.6%	4.1%	-	-	ROE	19.4%	19.7%	17.3%	16.9%	
次级	0.5%	0.4%	-	-	ROAA	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
可疑	0.7%	0.7%	-	-	ROAE	20.7%	20.9%	19.2%	17.9%	
损失	0.2%	0.1%	-	-	流动性 (%)					
不良贷款比例	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	准备金率	24.1%	22.0%	22.0%	22.0%	
不良贷款余额 (亿元)	85,848	87,781	94,097	104,252	存贷比例 (含贴现)	59.2%	61.2%	63.4%	66.4%	
逾期贷款比例					存贷比例 (不含贴现)	58.5%	60.7%	58.4%	60.8%	
贷款减值准备覆盖率	326%	367%	389%	401%	贷款/总资产	46.5%	47.4%	48.5%	50.2%	
拨贷比	4.35%	4.46%	4.52%	4.61%	债券投资/总资产	21.5%	22.1%	22.8%	23.7%	

附：估值比较表

	收盘价 2014/5/8	EPS				每股净资产			
		2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
工行	3.43	0.68	0.75	0.82	0.90	3.22	3.63	4.18	4.80
建行	3.96	0.77	0.86	0.56	0.61	3.77	4.26	4.90	5.58
农行	2.39	0.45	0.51	0.94	1.00	2.31	2.60	3.21	3.63
中行	2.61	0.50	0.56	0.63	0.70	2.95	3.31	3.72	4.18
交行	3.71	0.79	0.84	0.89	0.98	5.12	5.65	6.29	7.00
招商	9.89	2.10	2.05	2.39	2.71	9.29	10.53	12.30	14.41
中信	4.54	0.66	0.84	0.97	1.13	4.24	4.82	5.54	6.38
民生	7.67	1.32	1.49	2.58	2.98	5.75	6.97	7.12	8.54
兴业	9.83	2.73	2.16	1.40	1.56	13.35	10.49	12.52	14.86
浦发	9.75	1.83	2.19	2.50	2.84	9.52	10.96	12.87	15.08
华夏	8.29	1.87	1.74	2.03	2.32	10.90	9.59	11.22	13.07
平安	10.93	2.62	1.60	2.02	2.47	16.55	11.77	13.63	15.91
北京	7.47	1.33	1.53	1.75	1.94	8.14	9.36	10.76	12.31
南京	7.84	1.35	1.51	1.72	2.07	8.29	9.40	10.74	12.38
投资评级		PE				PB			
		2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
工行	增持	5.03	4.59	4.18	3.81	1.07	0.95	0.82	0.71
建行	增持	5.13	4.61	4.22	3.95	1.05	0.93	0.81	0.71
农行	买入	5.35	4.67	4.29	3.90	1.04	0.92	0.74	0.66
中行	增持	5.23	4.65	4.13	3.71	0.88	0.79	0.70	0.63
交行	中性	4.72	4.42	4.17	3.80	0.73	0.66	0.59	0.53
招商	增持	4.71	4.82	4.14	3.65	1.06	0.94	0.80	0.69
中信	增持	6.84	5.42	4.66	4.01	1.07	0.94	0.82	0.71
民生	增持	5.81	5.15	5.48	4.93	1.33	1.10	1.08	0.90
兴业	买入	3.60	4.54	3.94	3.46	0.74	0.94	0.79	0.66
浦发	增持	5.32	4.44	3.78	3.27	1.02	0.89	0.76	0.65
华夏	买入	4.44	4.76	4.08	3.58	0.76	0.86	0.74	0.63
平安	买入	4.18	6.83	5.41	4.42	0.66	0.93	0.80	0.69
北京	增持	5.63	4.88	4.28	3.85	0.92	0.80	0.69	0.61
南京	增持	5.80	5.18	4.56	3.79	0.95	0.83	0.73	0.63
A 股平均水平		5.15	4.91	4.38	3.84	0.96	0.89	0.77	0.67
国有银行		5.18	4.63	4.21	3.84	1.01	0.90	0.77	0.68
股份制银行		4.95	5.05	4.46	3.89	0.92	0.91	0.80	0.68
城商行		6.09	5.27	4.74	3.91	1.06	0.93	0.80	0.69

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；

增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；

减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。