

银行

2014年04月27日

# 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”

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入

维持

市场数据:	2014年04月25日
收盘价(元)	2.41
一年内最高/最低(元)	2.8/2.27
上证指数/深证成指	2037/7324
市净率	0.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	684834

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)——息差环比持续改善，拨备释放贡献利润增长超预期》 2014/03/26

《农业银行(601288)——息差环比改善，中收增速放缓，资产质量稳定，维持“增持”》 2013/10/31

证券分析师

陆怡雯 A0230513100002  
luyw@swsresearch.com

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>

盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

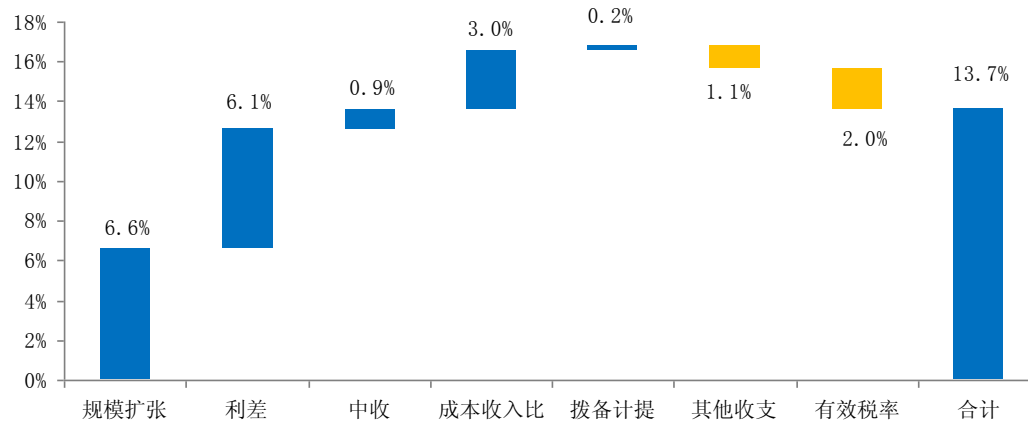
	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股 收益	总资产 收益率	净资产 收益率	市盈率	市净 率
2012	421,710	10.8%	145,094	19.0%	0.45	1.10%	19.4%	5.39	1.04
2013	461,168	10.2%	166,315	14.6%	0.51	1.14%	19.7%	4.71	0.93
2014Q1	136,100	14.1%	53,430	13.7%	0.16	1.43%	24.5%		
2014E	496,415	7.6%	181,861	9.3%	0.56	1.14%	16.7%	4.32	0.72
2015E	557,809	12.4%	200,326	10.2%	0.61	1.16%	16.4%	3.92	0.64

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:

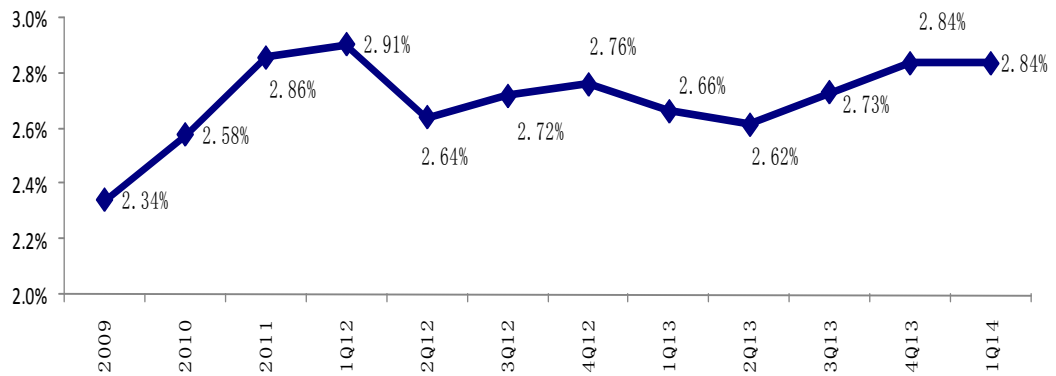
- 2014年1季度，公司实现归属于股东净利润534.3亿元，同比增长13.65%，基本符合我们预期的12.8%。2014年1季度公司实现并表后每股收益0.16元，每股净资产2.78元，年化ROAA1.43%，ROAE24.47%，同比分别上升6bps、18bps。
- 规模扩张、息差和成本收入比改善是利润增长的最重要因素。
- 规模扩张贡献利润增长6.6%，是贡献利润的最主要因素。1季度，生息资产规模同比增长7.2%，其中，贷款同比增长11.4%，增速环比下降0.7个百分点，个人贷款环比增长5.7%，高于公司贷款3.8%的增速；同业资产环比上升6.7%，主要由于公司增加了拆出资金的配置，环比增24%，而买入返售金融资产小幅压缩0.2%；证券投资环比增长2.9%，其中应收账款类债券投资环比增4.1%。负债方面，存款同比增8.0%，环比增6.1%；同业负债基本与去年末持平。
- 息差同比改善，对利润贡献6.05%。1季度公司净息差2.84%，同比上升4bps，环比与4季度持平。生息资产收益率环比4季度持平；公司继续保持负债端的优势，计息负债成本率环比小幅下降1bp。
- 成本收入比进一步改善，贡献利润增长2.97%。公司继续提升经营效率，1季度成本收入比29.68%，同比下降1.53%。
- 资产质量平稳，拨备贡献利润增长0.25%。1季度不良率1.22%，与13年末持平。信贷成本同比小幅下降3bps至0.76%，拨备覆盖率362.29%，拨贷比4.41%，分别环比小幅下降4.75%、5bps，拨备仍较为充分，风险总体可控。
- 资本充足率小幅提升，未来优先股的积极筹划、银监会核准农行实施资本管理高级方法等，都将提高核心资本充足率，降低资本压力。1季度，公司核心一级资本充足率和资本充足率为9.48%和11.87%，分别环比提升23bps和1bp。
- 维持“买入”评级，优先股和资本管理高级方法有望缓解资本压力，同时拨备仍有较大释放空间。维持14/15年净利润增速9.3%/10.2%，对应14/15年PE4.32X/3.92X，PB0.72X/0.64X，估值优势显著。

图 1：规模扩张、息差上升和成本收入比改善是利润增长的最重要因素



资料来源：公司 2014 年 1 季报、申万研究

图 2：2014 年 1 季度，公司单季净息差环比持平



资料来源：公司 2014 年 1 季报、申万研究

	2012	2013	2014E	2015E		2012	2013	2014E	2015E
<b>每股指标</b>					<b>经营管理 (%)</b>				
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	3.33	3.75	生息资产增长率	13.4%	9.7%	9.9%	8.0%
每股股利	0.13	0.16	0.18	0.20	总资产增长率	13.4%	9.95%	9.75%	7.91%
股息派发率	35%	35%	35%	35%	存款增长率	12.9%	8.7%	8.0%	7.0%
<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>					付息负债增长率				
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%	6.0%	11.8%
其他生息资产	6,764,792	7,267,285	7,853,509	8,187,526	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	15,982,276	17,246,133	营业收入增长率	10.8%	10.2%	7.6%	12.4%
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%	7.4%	10.5%
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%	8.9%	10.2%
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%	9.3%	10.2%
总股本	324,794	324,794	325,990	325,990	非息收入占比	17.7%	18.0%	19.3%	19.7%
股东权益	749,815	843,108	1,087,080	1,223,755	成本收入比	36.8%	36.4%	36.5%	37.5%
<b>利润表 (人民币百万元)</b>					信贷成本				
净利息收入	341,879	376,202	398,768	445,815	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	<b>盈利能力 (%)</b>				
营业收入合计	421,710	461,168	496,415	557,809	平均贷款收益率	6.4%	6.0%	6.1%	6.2%
营业费用	-155,130	-167,940	-181,191	-209,178	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	286,813	316,920	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	233,206	256,880	存贷利差	4.6%	4.2%	4.3%	4.4%
净利润 (归属母公司)	145,094	166,315	181,861	200,326	净利差	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%
<b>资本状况 (%)</b>					净息差				
核心资本充足率	9.64%	9.25%	11.29%	11.78%	拨备前ROA	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
资本充足率	12.61%	11.86%	13.75%	14.08%	拨备前ROE	32.3%	31.7%	26.4%	25.9%
资产风险权重平均系数	54.48%	62.25%	60.00%	60.00%	拨备前ROAA	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
<b>资产质量 (%)</b>					拨备前ROAE				
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%	16.7%	16.4%
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%	18.8%	17.3%
损失	0.2%	0.1%	-	-	<b>流动性 (%)</b>				
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%	48.3%	50.1%
拨贷比	4.35%	4.46%	4.52%	4.61%	债券投资/总资产	21.5%	22.1%	22.8%	23.6%

**附：估值比较表**

	收盘价	EPS				每股净资产			
		2012年	2013年	E2014年	E2015年	2012年	2013年	E2014年	E2015年
工行	3.45	0.68	0.75	0.82	0.90	3.22	3.63	4.18	4.80
建行	3.97	0.77	0.86	0.56	0.61	3.77	4.26	4.90	5.58
农行	2.41	0.45	0.51	0.94	1.00	2.31	2.60	3.33	3.75
中行	2.61	0.50	0.56	0.63	0.70	2.95	3.31	3.72	4.18
交行	3.73	0.79	0.84	0.89	0.98	5.12	5.65	6.29	7.00
招商	10.07	2.10	2.05	2.39	2.71	9.29	10.53	12.30	14.41
中信	4.93	0.66	0.84	0.97	1.13	4.24	4.82	5.54	6.38
民生	7.82	1.32	1.49	2.58	2.98	5.75	6.97	7.12	8.54
兴业	10.22	2.73	2.16	1.40	1.56	13.35	10.49	12.52	14.86
浦发	9.84	1.83	2.19	2.50	2.84	9.52	10.96	12.87	15.08
华夏	8.47	1.87	1.74	2.03	2.32	10.90	9.59	11.22	13.07
平安	11.25	2.62	1.60	2.02	2.47	16.55	11.77	13.63	15.91
北京	7.54	1.33	1.53	1.75	1.94	8.14	9.36	10.76	12.31
南京	7.72	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	E2014年	E2015年	2012年	2013年	E2014年	E2015年
工行	增持	5.06	4.62	4.21	3.83	1.07	0.95	0.82	0.72
建行	增持	5.14	4.62	4.23	3.96	1.05	0.93	0.81	0.71
农行	买入	5.39	4.71	4.32	3.92	1.04	0.93	0.72	0.64
中行	增持	5.23	4.65	4.13	3.71	0.88	0.79	0.70	0.63
交行	中性	4.75	4.45	4.19	3.82	0.73	0.66	0.59	0.53
招商	增持	4.80	4.91	4.21	3.71	1.08	0.96	0.82	0.70
中信	增持	7.43	5.89	5.07	4.36	1.16	1.02	0.89	0.77
民生	增持	5.92	5.25	5.59	5.03	1.36	1.12	1.10	0.92
兴业	买入	3.74	4.72	4.09	3.60	0.77	0.97	0.82	0.69
浦发	增持	5.37	4.49	3.82	3.30	1.03	0.90	0.76	0.65
华夏	买入	4.53	4.86	4.17	3.66	0.78	0.88	0.76	0.65
平安	买入	4.30	7.03	5.57	4.55	0.68	0.96	0.83	0.71
北京	增持	5.68	4.93	4.32	3.88	0.93	0.81	0.70	0.61
南京	增持	5.71	5.10	4.49	3.73	0.93	0.82	0.72	0.62
A股平均水平		5.23	4.99	4.46	3.91	0.97	0.90	0.79	0.68
国有银行		5.20	4.65	4.22	3.86	1.01	0.90	0.76	0.67
股份制银行		5.11	5.20	4.59	4.00	0.95	0.93	0.82	0.70
城商行		6.07	5.25	4.77	3.89	1.06	0.91	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](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://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惟一因素。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。