

证券研究报告

平安银行

推荐 (维持)

证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@pingan.com.cn

王宇轩 投资咨询资格编号
S1060513020001
021-38633846
WANGYUXUAN535@pingan.com.cn

黄耀锋 投资咨询资格编号
S1060513070007
021-38639002
HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

农业银行 (601288)

优先股方案灵活，有效夯实一级资本

事项：农行公布优先股发行计划，拟非公开向不超过 200 人发行总规模不超过 800 亿元的非累积、非参与优先股。该优先股股息率采用浮动方式。待股东大会以及监管层的审批后会进入正式的发行流程。

平安观点：

■ 有效夯实一级资本，对 EPS 摊薄不算明显

本次优先股发行规模为人民币 800 亿元，约相当于 2013 年末风险加权资产 9.07 万亿元的 0.88%。发行规模从绝对额来看超过浦发银行此前公布的 300 亿元预案，然而从发行补充力度（优先股发行规模/风险加权资产）来看，略小于浦发 1.24% 的补充力度。静态来看，以 2014 年 1 季度末一级资本充足率计算，本次发行将提升一级资本充足率近 0.8 个百分点，一级资本充足率从目前的 9.48% 提高至 10.2%（同 2013 年末资本充足率水平相比提高 0.83 个百分点，从 9.25% 提高到 10.08%）。在农行 ROE 水平保持相对稳定的情况下保障未来 3 年左右的资产规模 10% 左右的平稳扩张。以 2013 年的财务指标测算，假定获取优先股融资同比例扩大加权风险资产，发行 800 亿股股息率在 6% 的优先股将使农行 2013 年的 EPS 从 0.51 元下降至 0.5 元 ROE 下降 0.54 个百分点至 20.35%。然而我们认为动态来看，不排除公司有能力将融资资金投向收益相对更高的资产，对于业绩产生积极、正面的影响。

■ 股息率确定方式更灵活

相比广汇能源和浦发银行的优先股股息率设定方式，农行的股息率决定因素更为灵活。农行的股息率确定由基准+固定溢价决定。固定溢价的是由首次发行时，市场询价确定的股息率减去发行时相应期限的国债收益率决定。该固定溢价确定后将在未来保持不变。目前 10 年期国债基准收益率水平为 4.18%，假定本次发行时的优先股股息率为 6.5%，则固定溢价为 2.32%。假定下一期优先股股息分配时 10 年期国债基准收益率为 4.3%，则该期的优先股股息为 6.62%。较为灵活的股息方式可以使农行的资金成本更加市场化，对于农行优先股的投资者而言，更加市场化的股息率在一定程度上可以降低利率风险；对于农行而言，市场化的资金成本避免了发行时为了吸引投资者而确定的相对较高的股息率给未来增加的经营压力。

■ 对股价影响中性，暂不调整盈利预测和评级，维持推荐

农行自上市以来一直保持 35% 左右的现金分红比率，我们认为优先股补充以后农行的达标压力降低，不会影响未来现金分红的力度，投资者不必过于担心优先股股息对于普通股股息的负面影响。优先股对于农行基本面的利好因素已被市场较为充分的预期。目前行业整体在利率市场化中后期处于盈利能力缓慢下滑、行业景气度逐渐回落的阶段当中，主流市场机构对于银行业整体的投资意愿不强，增配力度不大，在市场缺乏增量资金进入的格局下，难以对股价形成重大的提振。若优先股发行时正股股息率不及优先股股息率有吸引力，不排除对于正股股价构成负面影响。我们认为优先股的投资周期更加适合养老金、寿险投资和社保等长期基金的参与，非公开发行的方式对于市场影响相对温和。维持此前农行 0.57/0.64 元的 14/15 年 EPS 预测，目前股价对应 4.2x PE 和 0.8x PB，维持“推荐”评级。

■ 风险因素：资产质量恶化侵蚀 ROE。

图表1 盈利预测一览

	2011	2012	2013	2014E	2015E		2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标						经营管理 (%)					
每股净利润	0.38	0.45	0.51	0.57	0.64	贷款增长率 (毛额)	13.78%	14.07%	12.30%	10.00%	10.00%
每股净资产	2.00	2.31	2.60	2.99	3.47	生息资产增长率	12.90%	13.37%	9.65%	11.00%	10.00%
每股股利	0.15	0.13	0.16	0.18	0.16	总资产增长率	12.96%	13.42%	9.95%	11.00%	10.00%
股息派发率	52%	35%	35%	35%	35%	存款增长率	8.26%	12.90%	8.73%	9.50%	9.50%
资产负债表 (人民币百万元)						付息负债增长率	10.31%	13.64%	8.43%	10.68%	9.48%
贷款余额 (净额)	5,410,086	6,153,411	6,902,522	7,584,478	8,342,473	净利息收入增长率	26.86%	11.29%	10.04%	8.33%	8.32%
其他生息资产	5,989,131	6,769,492	7,267,285	8,144,008	8,958,861	手续费及佣金净收入增长率	49.04%	8.86%	11.13%	4.76%	4.76%
总资产	11,677,577	13,244,342	14,562,102	16,163,933	17,780,327	营业收入增长率	30.41%	10.85%	10.23%	7.68%	7.70%
存款余额	9,622,026	10,862,935	11,811,411	12,933,495	14,162,177	拨备前利润增长率	35.50%	8.87%	10.32%	5.89%	8.75%
其他付息负债	935,755	1,134,409	1,196,869	1,463,830	1,599,613	税前利润增长率	31.03%	18.79%	13.97%	10.84%	12.03%
总负债	11,027,789	12,492,988	13,717,565	15,191,725	16,651,517	净利润增长率	28.52%	19.00%	14.63%	11.28%	12.03%
总股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	非息收入占比	18.20%	17.75%	18.03%	17.60%	17.07%
股东权益	649,601	749,815	843,108	970,700	1,127,220	成本收入比	35.89%	36.79%	36.42%	37.00%	36.50%
利润表 (人民币百万元)						信贷成本	1.21%	0.90%	0.76%	0.60%	0.50%
净利息收入	307,199	341,879	376,202	407,530	441,451	有效税率	21.39%	22.91%	22.77%	22.00%	22.00%
手续费及佣金净收入	68,750	74,844	83,171	87,134	91,279	盈利能力 (%)					
营业收入合计	377,731	421,710	461,168	495,164	534,730	平均贷款收益率	6.04%	6.41%	5.99%	6.05%	6.11%
营业费用	-135,561	-155,130	-167,940	-183,211	-195,176	平均生息资产收益率	4.40%	4.66%	4.56%	4.50%	4.50%
拨备前利润	222,426	242,162	267,164	282,901	307,659	平均存款付息率	1.52%	1.84%	1.74%	1.82%	1.84%
资产减值准备	-64,225	-54,235	-52,990	-45,516	-41,723	平均付息负债付息率	1.65%	1.99%	1.91%	1.94%	2.00%
税前利润	158,201	187,927	214,174	237,385	265,936	存贷利差	4.52%	4.57%	4.25%	4.24%	4.27%
净利润 (归属母公司)	121,927	145,094	166,315	185,081	207,350	净利差	2.75%	2.67%	2.65%	2.56%	2.50%
资本状况 (%)						净息差	2.86%	2.81%	2.79%	2.73%	2.67%
核心资本充足率	9.49%	9.68%	9.25%	10.93%	11.54%	拨备前ROA	1.90%	1.83%	1.83%	1.75%	1.73%
资本充足率	11.94%	12.61%	11.86%	13.31%	13.76%	拨备前ROE	34.24%	32.30%	31.69%	29.14%	27.29%
资产风险权重平均系数	54.71%	54.48%	62.25%	55.00%	55.00%	拨备前ROAA	2.02%	1.94%	1.92%	1.84%	1.81%
资产质量 (%)						拨备前ROAE	37.33%	34.61%	33.54%	31.19%	29.33%
正常	92.9%	94.1%	95.0%			ROA	1.04%	1.10%	1.14%	1.15%	1.17%
关注	5.6%	4.6%	3.8%			ROE	18.77%	19.35%	19.73%	19.07%	18.39%
次级	0.6%	0.5%	0.4%			ROAA	1.11%	1.16%	1.20%	1.20%	1.22%
可疑	0.8%	0.7%	0.7%			ROAE	20.46%	20.74%	20.88%	20.41%	19.77%
损失	0.2%	0.2%	0.1%			流动性 (%)					
不良贷款比例	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	准备金率	25.85%	24.06%	22.04%	21.00%	21.00%
不良贷款余额 (亿元)	87,358	85,848	87,781	94,160	95,836	存贷比例 (含贴现)	58.61%	59.22%	61.17%	61.45%	61.73%
贷款减值准备覆盖率	263%	326%	367%	385%	417%	存贷比例 (不含贴现)	56.96%	58.46%	60.71%	57.37%	57.60%
拨贷比	4.08%	4.35%	4.46%	4.56%	4.57%	贷款/总资产	46.33%	46.46%	47.40%	46.92%	46.92%

资料来源: WIND、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031