

增持 维持

农业银行 (601288)

2014年5月12日

优先股推进迅速，资本压力缓解

2014年5月9日收盘价：2.40元
6个月目标价：2.64元

银行业分析师：林媛媛
SAC 执业证书编号：S0850513060005
Email: lyy9184@htsec.com
电话：0755-23962186

投资建议：农业银行优先股预案公告，优先股发行有利于补充一级资本，有利于增厚 EPS，利好公司发展，后续高级法实施亦有利中长期资本充足率提升，资本压力缓解。农行拨备水平较高，资产质量压力相对好于同业，负债方县域基础较好，近期冲击或好于其他银行。估值13年 PE4.7X/PB0.9X，14年 PE4.4X/PB0.8X，14年较国有行平均溢价0%-7%，估值与工行和建行差距不大，高于中行和交行，按行业估值未来6个月修复10%，给予目标价2.64元，对应13年 PE5.2X/PB1.0X，14年 PE4.8X/PB0.9X，安全边际较高，防御性较强，维持“增持”评级。

优先股点评：

农行优先股方案条款基本与浦发一致：

- (1) 发行规模8亿股，总规模800亿。如果分次发行首次不低于50%，后续部分2年内发行完成。
- (2) 非公开模式发行、非强制派息、非累计派息，计入权益类。
- (3) 分段浮动利率，发行利率=基准利率+固定溢价。
- (4) 转股条款：触发线：核心一级资本充足率5.125%；或两种情形中较早者发生：①中国银监会认定若不进行转股，将无法生存；②相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，将无法生存。（浦发对应条款为二级资本工具触发事件：银监会认定若不进行减记该银行将无法生存。银监会认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持该银行将无法生存。）
- (5) 投资者无回售权，5年后农行按监管规定有权赎回。
- (6) 优先股计入权益股息支付税前抵扣的可能性小，投资者优先股股息税收可能参考普通股，具体看管理层细则。
- (7) 优先股一般无表决权，仅累计3个会计年度或连续2个会计年度未按约定支付优先股股息的，优先股股东有权共同表决，表决权转股价格2.43元。

补充一级资本，有利于增厚 EPS，净资产增加。

(1) 公告静态测算按2013年底，补充一级资本0.83个百分点。2013年底核心一级资本充足率，一级资本充足率和资本充足率为9.25%/9.25%/11.86%，发行后，9.20%/10.08%/12.69%，考虑股息影响48亿，按6%股息测算。实际发行完成时，不考虑其他情况，由于风险资产增长和募集成本，预计提升略小于测算值。资本提升，有利于未来增厚EPS。(2) 计入权益，增加净资产，如按6%利率发行，增厚每股净资产14年增厚0.23元。

关于市场关注的几个点：(1) 普通股分红的影响，近几年影响可能性较小。①公告按6%股息率测算，优先股股息/13年净利润2.89%，按8%股息率测算，优先股股息/13年净利润3.85%，比例不大。②分红调整目的更多是应对资本充足率，近几年主要压力来自一级资本，优先股补充后压力缓解，高分红或仍可持续。(2) ROAE影响。与其他股权融资类似，发行优先股时点影响会拉低ROAE，随着后续杠杆体现，逐步回升，同时取决于公司和行业经营整体ROAE变动。具体从农行看，2013年ROAE为21%，预计2014年仍在20%，考虑800亿优先股静态影响，14年ROAE预计19%，后续ROAE影响取决于杠杆情况，行业和农行经营情况。

预计下半年发出。优先股预案推出较快，后续程序召开股东大会，提交银监会审批，后提交证监会审批，预计下半年发出。

风险提示：经济失速。

表1 可比上市银行盈利预测及估值 (单位: 元)

		股价	P/E		P/B		P/POP				
			2012	2013	2014E	2012	2013	2014E	2012	2013	2014E
601398.SH	工商银行	3.45	5.06	4.62	4.38	1.07	0.95	0.81	3.52	3.22	2.98
601939.SH	建设银行	3.97	5.14	4.62	4.40	1.05	0.92	0.81	3.41	3.07	2.86
601288.SH	农业银行	2.40	5.37	4.69	4.37	1.04	0.92	0.81	3.22	2.92	2.68
601988.SH	中国银行	2.61	5.23	4.65	4.34	0.85	0.76	0.66	3.52	3.09	2.86
601328.SH	交通银行	3.72	4.73	4.43	4.17	0.72	0.66	0.59	3.06	2.79	2.57
600036.SH	招商银行	9.91	4.72	5.55	4.77	1.07	1.08	0.90	3.77	3.65	3.09
601998.SH	中信银行	4.51	6.80	5.39	4.76	1.04	0.91	0.79	3.86	3.27	2.85
600000.SH	浦发银行	9.76	5.33	4.45	3.92	1.01	0.88	0.75	3.44	2.72	2.40
600016.SH	民生银行	7.65	5.78	5.13	4.53	1.29	1.06	0.88	3.62	3.09	2.69
601166.SH	兴业银行	9.87	3.61	4.56	3.98	0.73	0.93	0.78	2.46	2.98	2.67
601818.SH	光大银行	2.43	4.17	4.21	3.84	0.86	0.73	0.64	2.63	2.88	2.54
600015.SH	华夏银行	8.28	4.43	4.76	4.18	0.76	0.86	0.74	2.69	3.02	2.59
000001.SZ	平安银行	11.05	4.22	6.91	5.65	0.91	1.23	1.05	3.15	4.49	3.59
601169.SH	北京银行	7.45	5.62	4.87	4.26	0.91	0.84	0.69	3.51	3.17	2.83
601009.SH	南京银行	7.85	5.81	5.18	4.46	0.94	0.87	0.70	4.04	3.62	3.12
002142.SZ	宁波银行	9.10	6.45	5.41	5.33	1.19	1.03	0.87	4.25	3.48	3.40
上市银行平均		5.15	4.96	4.46	0.96	0.91	0.78	3.38	3.22	2.86	
国有银行		5.11	4.65	4.36	0.98	0.88	0.76	3.35	3.02	2.79	
股份银行		4.88	5.12	4.45	0.96	0.96	0.82	3.20	3.27	2.80	
城商行		5.96	5.16	4.68	1.01	0.91	0.75	3.93	3.43	3.12	
		评级	EPS		BVPS		PPOP				
			2012	2013	2014E	2012	2013	2014E	2012	2013	2014E
601398.SH	工商银行	增持	0.68	0.75	0.79	3.23	3.64	4.28	0.98	1.07	1.16
601939.SH	建设银行	增持	0.77	0.86	0.90	3.80	4.30	4.93	1.17	1.29	1.39
601288.SH	农业银行	增持	0.45	0.51	0.55	2.31	2.60	2.98	0.75	0.82	0.90
601988.SH	中国银行	增持	0.50	0.56	0.60	3.09	3.44	3.97	0.74	0.85	0.91
601328.SH	交通银行	增持	0.79	0.84	0.89	5.14	5.68	6.35	1.22	1.33	1.45
600036.SH	招商银行	买入	2.10	2.05	2.39	9.29	10.55	12.38	3.02	3.12	3.68
601998.SH	中信银行	增持	0.66	0.84	0.95	4.34	4.93	5.69	1.17	1.38	1.58
600000.SH	浦发银行	增持	1.83	2.19	2.49	9.63	11.11	12.96	2.83	3.59	4.07
600016.SH	民生银行	1.32	1.49	1.69	5.94	7.20	8.67	2.11	2.47	2.84	
601166.SH	兴业银行	增持	2.73	2.16	2.48	13.43	10.56	12.59	4.61	3.80	4.25
601818.SH	光大银行	增持	0.58	0.58	0.63	2.83	3.31	3.77	0.92	0.84	0.96
600015.SH	华夏银行	增持	1.87	1.74	1.98	10.91	9.66	11.21	3.08	2.74	3.19
000001.SZ	平安银行	增持	2.62	1.60	1.96	13.93	10.36	12.15	4.04	2.83	3.54
601169.SH	北京银行	增持	1.33	1.53	1.75	8.15	8.90	10.86	2.12	2.35	2.63
601009.SH	南京银行	增持	1.35	1.51	1.76	8.36	9.05	11.25	1.94	2.17	2.52
002142.SZ	宁波银行	增持	1.41	1.68	1.71	7.67	8.85	10.41	2.14	2.61	2.68
上市银行平均		1.31	1.31	1.47	7.00	7.13	8.40	2.05	2.08	2.36	
国有银行		0.64	0.70	0.75	3.51	3.93	4.50	0.97	1.07	1.16	
股份银行		1.71	1.58	1.82	8.79	8.46	9.93	2.72	2.60	3.01	
城商行		1.36	1.57	1.74	8.06	8.93	10.84	2.07	2.37	2.61	
		ROAA	ROAE		ROWA		RORWA				
			2012	2013	2014E	2012	2013	2014E	2012	2013	2014E
601398.SH	工商银行	1.4%	1.4%	1.4%	22.9%	21.9%	19.9%	2.7%	2.4%	2.2%	
601939.SH	建设银行	1.5%	1.5%	1.4%	21.9%	21.3%	19.6%	2.7%	2.5%	2.1%	
601288.SH	农业银行	1.2%	1.2%	1.2%	20.7%	20.8%	19.7%	2.1%	2.0%	1.8%	
601988.SH	中国银行	1.2%	1.2%	1.2%	18.0%	18.0%	16.9%	2.1%	2.0%	1.7%	
601328.SH	交通银行	1.2%	1.1%	1.0%	17.9%	15.6%	14.9%	2.0%	1.7%	1.4%	
600036.SH	招商银行	1.5%	1.4%	1.4%	24.8%	22.2%	20.8%	2.4%	2.1%	2.0%	
601998.SH	中信银行	1.1%	1.2%	1.1%	16.4%	18.3%	18.1%	1.7%	1.7%	1.6%	
600000.SH	浦发银行	1.2%	1.2%	1.2%	20.8%	21.3%	20.8%	2.0%	1.9%	1.8%	
600016.SH	民生银行	1.4%	1.3%	1.4%	25.3%	23.2%	21.7%	2.1%	2.0%	2.0%	
601166.SH	兴业银行	1.2%	1.2%	1.2%	24.4%	22.3%	21.5%	2.3%	2.1%	1.9%	
601818.SH	光大银行	1.2%	1.1%	1.2%	22.4%	20.0%	18.0%	1.9%	1.8%	1.6%	
600015.SH	华夏银行	0.9%	1.0%	1.0%	18.5%	19.3%	19.0%	1.6%	1.6%	1.5%	
000001.SZ	平安银行	0.9%	0.9%	0.9%	16.9%	15.5%	15.4%	1.6%	1.5%	1.5%	
601169.SH	北京银行	1.1%	1.1%	1.1%	19.1%	18.0%	17.7%	2.1%	1.8%	1.6%	
601009.SH	南京银行	1.3%	1.2%	1.1%	17.4%	17.5%	17.5%	2.3%	2.0%	1.8%	
002142.SZ	宁波银行	1.3%	1.2%	1.1%	19.9%	20.4%	18.7%	2.4%	2.1%	1.9%	
上市银行平均		1.2%	1.2%	1.2%	20.5%	19.7%	18.8%	2.1%	1.9%	1.8%	
国有银行		1.3%	1.3%	1.2%	20.3%	19.5%	18.2%	2.3%	2.1%	1.9%	
股份银行		1.2%	1.2%	1.2%	21.2%	20.3%	19.4%	1.9%	1.8%	1.7%	
城商行		1.2%	1.1%	1.1%	18.8%	18.6%	18.0%	2.2%	2.0%	1.7%	
		净利润增速	净利润收入增速		营业收入增速		营业净收入增长				
			2012	2013	2014E	2012	2013	2014E	2012	2013	2014E
601398.SH	工商银行	14.5%	10.1%	5.3%	15.2%	6.1%	8.5%	12.5%	9.2%	8.2%	
601939.SH	建设银行	14.1%	11.1%	5.0%	16.0%	10.3%	7.8%	14.9%	10.2%	7.6%	
601288.SH	农业银行	19.0%	14.6%	7.3%	11.3%	10.0%	9.3%	11.6%	9.4%	9.4%	
601988.SH	中国银行	12.3%	12.5%	7.1%	12.7%	10.4%	5.9%	9.9%	11.1%	8.3%	
601328.SH	交通银行	15.1%	6.7%	6.3%	17.1%	8.8%	8.4%	15.4%	9.7%	8.7%	
600036.SH	招商银行	25.3%	14.3%	16.4%	15.8%	11.9%	14.8%	17.9%	17.0%	18.5%	
601998.SH	中信银行	0.7%	26.2%	13.2%	15.9%	13.5%	12.7%	16.2%	16.9%	15.0%	
600000.SH	浦发银行	25.3%	19.7%	13.5%	19.4%	16.1%	11.8%	22.0%	20.1%	13.8%	
600016.SH	民生银行	34.5%	12.6%	13.4%	19.0%	7.6%	8.8%	26.9%	12.4%	15.3%	
601166.SH	兴业银行	36.1%	18.7%	14.6%	42.3%	18.9%	6.9%	46.3%	25.0%	10.9%	
601818.SH	光大银行	30.6%	13.2%	10.5%	27.4%	1.2%	11.8%	30.0%	8.9%	12.5%	
600015.SH	华夏银行	38.8%	21.2%	13.7%	16.7%	10.1%	15.6%	18.6%	13.7%	16.2%	
000001.SZ	平安银行	30.4%	13.6%	22.3%	30.6%	23.2%	17.1%	34.1%	31.3%	22.4%	
601169.SH	北京银行	30.5%	15.3%	14.5%	31.2%	6.8%	12.2%	34.2%	10.2%	13.3%	
601009.SH	南京银行	25.0%	12.1%	16.3%	18.2%	18.2%	7.2%	22.1%	14.9%	13.6%	
002142.SZ	宁波银行	25.0%	19.1%	14.5%	34.9%	22.2%	9.3%	30.3%	23.5%	14.3%	
增速直接平均		23.6%	15.1%	12.1%	21.5%	12.2%	10.5%	22.7%	15.2%	13.0%	
上市银行平均		15.0%	12.4%	6.2%	14.4%	9.1%	8.0%	12.9%	9.9%	8.5%	
国有银行		27.7%	17.4%	14.7%	23.4%	12.8%	12.4%	26.5%	18.2%	15.6%	
股份银行		26.8%	15.5%	15.1%	28.1%	15.7%	9.6%	28.9%	16.2%	13.7%	
加总增速	上市银行		17.4%	12.8%	8.2%	16.3%	9.9%	9.1%	15.7%	11.8%	10.2%
	国有银行		14.9%	11.4%	6.0%	14.2%	8.9%	8.1%	12.6%	9.8%	8.4%
	股份银行		25.6%	17.3%	14.4%	22.2%	12.6%	11.9%	25.3%	17.7%	

信息披露

分析师声明

林媛媛：银行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：工商银行、建设银行、中国银行、农业银行、交通银行、招商银行、浦发银行、兴业银行、华夏银行、平安银行、北京银行、南京银行、宁波银行

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 -5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。