

2011年12月23日

睿智投资



招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

圣诞快乐，新年进步

招银国际研究部祝贺大家欢度圣诞及渡过愉快新年，多谢大家在过去一年的支持，并祝愿大家有一个美好的2012年。今天的睿智投资为2011年的最后一版，下周将会暂停出版。

我们2012年1月3日再见。



农业银行 (1288 HK, 3.32 港元, 未评级) - 负债业务优势巨大, 资产质量持续改善

- ❖ **网点分布广阔的全国第三大银行。**中国农业银行(农行)以存贷款规模计是国内第三大银行(仅次于工行和建行),拥有世界上为数最多的零售客户基础(3.2亿)和 260 万企业用户。农行在全国拥有数量最多分布最广泛的网点覆盖,拥有约 2.36 万个网点。截止 2010 年底,农行总资产达 10.34 万亿元(人民币·下同),分别较工行少 23.2%,较建行少 4.4%。依托县域的广阔网络,农行将显著受惠于城市化进程和农村地区的经济转型调整。
- ❖ **存款优势大惠及息差。**县域地区的广阔网络覆盖给农行带来了大量廉价的资金来源,令息差受惠,因活期存款占比较高使得资金成本相对较低。农行的息差水平高于同业平均值,且在四大行中位列第一。展望未来,息差继续上行空间虽然有限,但农行由于企业贷款重定价期限较长,我们预计明年上半年息差才会见顶。另外,稳定的资金来源和较低的存贷比使得农行可以从容投放贷款而不受存贷比挟制。
- ❖ **贷款质量持续改善,拨备充分。**今年三季度农行不良贷款余额和不良率继续实现“双降”。不良余额降至 880 亿元,不良率降至 1.6%,拨备覆盖率升至 237.9%,已经基本追赶上其他国有大行的水平。在很多中小银行都在头痛如何达到监管要求的 2.5%拨贷比水平时候,农行的拨贷比已经远高于 2.5%达到 3.81%(当然,这与农行资产质量相对不佳有关系)。我们认为,随着不良贷款清收工作的有效开展,未来不良率仍有继续下降的空间。当其他银行在担忧是否需要加大计提的时候,农行未来甚至有施放拨备而增加利润的可能。
- ❖ **中间业务快速增长。**今年上半年手续费净收入同比大幅增长 65%,占营业收入的比重达到 20%,已经接近其他大行的水平。三季度,非息收入增长有所放缓,手续费净收入达 548 亿元,按年增长 61%。
- ❖ **农行目前股价对应 2011 年 6.6 倍市盈率和 2012 年 5.5 倍市盈率,同时对应 2011 年 1.4 倍市净率和 2012 年 1.3 倍市净率。考虑到农行在负债业务上的优势和未来施放拨备的潜在可能性,我们认为估值偏低。**

农业银行-H (1288 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$3.32
目标价	N.A.
市值(港币百万)	1,040,383
过去 3 月平均交易(港币百万)	709.9
52 周高/低(港币)	4.85/2.26
发行股数(百万股)	30,739
主要股东	中央汇金(40.0%)

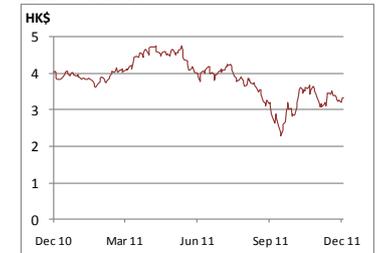
来源: HKE, 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	3.7%	2.7%
3 月	15.3%	12.1%
6 月	-13.8%	2.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11F	FY12F	FY13F
营业额(人民币百万元)	223,637	292,253	378,865	439,672	528,334
净利润(人民币百万元)	64,992	94,873	137,126	162,873	202,304
每股收益(人民币)	0.20	0.29	0.42	0.50	0.62
每股收益变动(%)	26.3	46.0	44.5	18.8	24.2
市盈率(x)	14.6	9.7	6.6	5.5	4.4
市帐率(x)	2.8	1.7	1.4	1.3	1.0
股息率(%)	N/A	1.9	6.1	7.3	9.0
权益收益率(%)	21.2	21.4	23.1	23.9	25.5
净财务杠杆率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。