



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

孙洁妮

证券投资咨询业务证书编号：S1300514090001
(8610)66229335
jieni.sun@bocichina.com

农业银行息差优势明显不良率有上升

今年以来，农业银行(601288.CH/人民币 2.48, 谨慎买入; 1288.HK/港币 3.58, 持有)盈利能力持续增长，资产质量可控，其活期存款占比依然存在优势，信贷议价能力继续减弱，我们仍然看好农业银行在4季度的表现。

支撑评级的要点

- 盈利能力增长，由于定价上的优势，以及净利息收入增长的拉动，净利息收入同比增长16.4%。新增贷款6,162亿元，同业业务规模仍在扩张。贷款的投放有向小微企业倾斜，小微贷同比增长12%。
- 资产质量仍然可控，不良率小幅上升，但是公司的超标拨贷比却会给核心一级资本充足率带来一定的压力。可喜的是，我们能够预期到未来的拨备会逐渐释放。
- 6月末活期存款占比继续下降，尽管存款付息率提升至1.81%，但在同业中仍然处在较低水平，农行在这一点上持续保持了其优势。
- 由于受政策的影响，手续费收入增长放缓。净利息收入同比增长16.35%，推动这一增长的驱动力在于生息资产的扩张和净息差同比的改善。管理层表示，将进一步提升贷款在生息资产中的比重，对于资产端收益率的提高有一定价值。
- 手续费收入增速减少，原因可能在于政策因素导致4季度至今一直在影响这块业务。
- 基于目前行业内信贷投放的谨慎态度，我们认为下半年贷款定价水平的提高会有一定难度，存款成本上升会有小幅抬升，息差在未来会有继续收窄的趋势。
- 尽管农行的核心一级资本充足率收到分红提出因素以及超额贷款损失准备口径计算的影响，较1季度有一定程度下降，但是我们认为影响可控。顾问，咨询等收费项目可能也会有受国家引导和规范背景影响，增速会放缓。

估值

- 因而我们觉得基于之前市场对于农行较好的优于同业的评级，对于其的投资态度仍然需要谨慎，相比其他三大行，其仍然有优点，盈利能力不错，股价绝对水平较低，拨贷比相对较高，估值便宜，所以建议抱着审慎但仍乐观的投资态度。

图表 1. 利润表&资产负债表&现金流量表&关键比率摘要

(人民币, 万元)	2015-12-31	2014-12-31	2014-06-30	2013-12-31	2012-12-31
利润表摘要					
营业收入	55,675,405	50,749,849	26,663,500	46,262,500	42,196,400
同比(%)	10	10	13	10	12
营业成本					
营业利润	28,753,640	25,499,760	13,459,300	21,301,200	18,697,100
同比(%)			13	14	19
利润总额	26,195,931	23,894,830	13,558,400	21,417,400	18,792,700
同比(%)			13	14	19
净利润			10,406,700	16,621,100	14,513,100
归属母公司股东的净利润	20,242,453	18,489,086	10,403,200	16,631,500	14,509,400
同比(%)	9	11	13	15	19
非经常性损益			19,000	65,600	116,200
扣非后归属母公司股东的净利润			10,384,200	16,565,900	14,393,200
同比(%)			13	15	19
研发费用					
EBIT					
EBIT(反推法)					
EBITDA					
EBITDA(反推法)					
资产负债表摘要					
流动资产					
固定资产			14,812,600	15,085,900	14,149,000
长期股权投资				100	10,800
资产总计			1,600,661,200	1,456,210,200	1,324,434,200
同比(%)			13	10	13
流动负债					
非流动负债					
负债合计			1,509,887,500	1,371,756,500	1,249,298,800
同比(%)			12	10	13
股东权益			90,773,700	84,453,700	75,135,400
归属母公司股东的权益			90,621,600	84,310,800	74,981,500
同比(%)			15	12	15
资本公积金			9,243,800	7,600,100	9,787,200
盈余公积金			6,068,900	6,063,200	4,399,600
未分配利润			27,249,900	24,348,200	20,848,800
现金流量表摘要					
销售商品提供劳务收到的现金					
经营活动现金净流量			47,959,800	3,287,900	34,077,900
购建固定无形长期资产支付的现金			901,900	2,817,000	2,787,000
投资支付的现金			42,138,400	89,109,700	92,276,500
投资活动现金净流量			(10,371,200)	(18,433,600)	(3,392,600)
吸收投资收到的现金					15,200
取得借款收到的现金					
筹资活动现金净流量			319,300	1,506,400	403,700
现金净增加额			37,973,500	-13,913,700	31,082,900
期末现金余额			119,353,400	81,379,900	95,293,600
折旧与摊销			933,400	1,746,100	1,549,600
关键比率					
ROE(摊薄)(%)	19.60	20.50	11.48	19.73	19.35
ROE(加权)(%)			11.52	20.89	20.74
扣非后 ROE(摊薄)(%)			11.46	19.65	19.20
ROA(%)	1.21	1.21	0.68	1.20	1.16
ROIC(%)					
销售毛利率(%)					

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

续 图表 1. 利润表&资产负债表&现金流量表&关键比率摘要

(人民币, 万元)	2015-12-31	2014-12-31	2014-06-30	2013-12-31	2012-12-31
关键比率					
销售净利率(%)			39.03	35.93	34.39
EBIT Margin					
EBITDA Margin(%)					
资产负债率(%)			94.33	94.20	94.33
资产周转率(倍)			0.02	0.03	0.03
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)					
每股指标					
EPS(稀释)	0.62	0.57	0.32	0.51	
EPS(基本)			0.32	0.51	0.45
扣非后 EPS(基本)			0.32	0.51	0.44
每股净资产 BPS	3.45	2.99	2.79	2.60	2.31
每股销售额 SPS			0.82	1.42	1.30
每股经营现金流 OCFPS			1.48	0.10	1.05
每股现金净流量 CFPS			1.17	(0.43)	0.96
P/E(TTM)			4.74	4.94	6.44
P/E(LYR)	3.96	4.34		4.84	6.27
P/B(MRQ)			0.90	0.96	1.21

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371