

农业银行 (601288)

2015年4月29日

受息差收窄影响，净利增速下滑至1.5%

推荐 (维持)

现价: 4.11 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/40.28%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	324,794
流通 A 股(百万股)	284,164
流通 B/H 股(百万股)	40,631
总市值 (亿元)	13,181
流通 A 股市值(亿元)	11,679
每股净资产(元)	3.17
资本充足率(%)	13.25

行情走势图



证券分析师

**励雅敏** 投资咨询资格编号 S1060513010002 021-38635563 LIYAMIN860@pingan.com.cn  
**黄耀锋** 投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 HUANGYAO FENG558@pingan.com.cn

研究助理

**闵良超** 一般证券业务资格编号 S1060114070016 021-38631527 MINLIANGCHAO175@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。

投资要点

**事项:** 农业银行公布 15 年一季报。2015 年 1 季度净利润同比增 1.5%，符合我们预期：总资产 16.84 万亿元 (+9.9%,YoY/+5.4%,QoQ)。其中贷款 +12.5%YoY/+4.9%QoQ;存款+5.57%YoY/+5.59%QoQ。营业收入同比增 2.5%，手续费收入同比增 0.3%。成本收入比 28.9% (+0.01pct YoY)。不良贷款率 1.65%，环比上升 11bps。拨贷比 4.42% (+1bps,QoQ)，拨备覆盖率 268% (-18pct QoQ)。公司核心一级资本充足率 9.38% (+29bps QoQ)，资本充足率 13.25% (+43bps QoQ)。

平安观点:

■ 息差环比收窄，净利润同比仅增 1.5%

农行 15 年净利润同比增 1.5%，符合我们的预期，其中营业收入增 2.5%，我们认为息差收窄是导致农行 1 季度净利润增速下滑的主要原因，按期初期末余额测算，农行 1 季度净息差为 2.74%，环比收窄 14bps，其中受资产端收益率下降影响较大，生息资产收益率环比下降 17bps，负债成本基本保持平稳，环比还小幅降 2bps，降息因素叠加利率市场化的影响正逐步显现。手续费收入增速虽止住了过去连续 3 个季度的下降势头，但同比也仅增 0.3%，我们认为主要原因仍是自去年下半年以来国务院为降低中小企业融资成本，反复要求各大银行下调部分手续费。考虑到今年年初至今，李克强总理又多次在讲话中希望银行能够降低手续费服务于企业，我们预计农行的手续费收入的低增速将会持续。

■ 资产质量持续下降，拨备水平较为充足

15 年 1 季度，农行不良率为 1.65%，单季环比上升 11bps，我们测算农行 1 季度不良净生成率 0.88%，资产质量拐点出现仍需等待。拨备覆盖率 268%，环比下降 18pct，年化信贷成本 0.97，环比下降 17bps，拨备计提力度有所放缓，到考虑到目前农行的拨备仍然较为充足，以及拨贷比仍维持在 4.4% 的高位，未来即使面临风险进一步暴露，我们认为农行的拨备计提压力弱于同业。

■ 维持盈利预测和推荐评级

虽然从 1 季报来看农行在 2015 年经营难度加大，但考虑到去年 9 月充实优先股资本所带来的规模上升空间以及 15 年公司将迎来三农事业部制的全面改革，将进一步夯实公司的存款基础和有效应对利率市场化的冲击。我们维持农行 2015/16 年盈利预测 1.5%/6.7%，对应于 EPS 分别为 0.56/0.60。目前股价对应 15 年 PB 为 1.16 倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：县域存款竞争压力加大，资产质量恶化超预期。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	421,710	461,168	507,787	538,191	588,630
YoY(%)	11.6	9.4	10.1	6.0	9.4
净利润(百万元)	145,094	166,315	179,461	182,196	194,411
YoY(%)	19.0	14.6	7.9	1.5	6.7
ROE(%)	20.7	20.9	19.2	16.7	16.0
EPS(摊薄/元)	0.45	0.51	0.55	0.56	0.60
P/E(倍)	9.20	8.03	7.44	7.33	6.87
P/B(倍)	1.78	1.58	1.29	1.16	1.05

图表1 盈利预测一览

	2012	2013	2014	2015E	2016E		2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>每股指标 (RMB)</b>						<b>经营管理 (%)</b>					
EPS (摊薄/元)	0.45	0.51	0.55	0.56	0.60	贷款增长率	14.3%	12.3%	12.1%	13.0%	13.5%
BVPS (摊薄/元)	2.31	2.60	3.17	3.55	3.93	生息资产增长率	13.4%	9.7%	9.7%	11.0%	12.2%
每股股利	0.16	0.18	0.18	0.18	0.20	总资产增长率	13.4%	9.9%	9.7%	10.7%	12.2%
分红率	35.0%	34.6%	32.9%	32.9%	32.9%	存款增长率	12.9%	8.7%	6.1%	10.0%	11.0%
<b>资产负债表 (Rmb mn)</b>						<b>盈利能力 (%)</b>					
贷款总额	6,433,396	7,224,713	8,098,073	9,150,822	10,386,183	付息负债增长率	13.6%	8.4%	8.6%	9.9%	10.8%
证券投资	2,856,273	3,228,284	3,582,825	3,905,279	4,288,453	净利息收入增长率	11.3%	10.0%	14.3%	6.2%	9.6%
应收金融机构的款项	1,300,233	1,443,385	1,489,285	1,578,642	1,768,154	手续费及佣金净收入	8.9%	11.1%	-3.7%	5.0%	8.0%
生息资产总额	12,923,028	14,177,993	15,555,171	17,259,974	19,371,475	营业收入增长率	11.6%	9.4%	10.1%	6.0%	9.4%
资产合计	13,244,342	14,562,102	15,974,152	17,685,636	19,849,211	拨备前利润增长率	8.9%	10.3%	12.4%	4.2%	9.3%
客户存款	10,862,935	11,811,411	12,533,397	13,786,737	15,303,278	税前利润增长率	18.8%	14.0%	8.4%	1.8%	6.7%
计息负债总额	11,997,344	13,008,280	14,125,770	15,517,485	17,187,512	净利润增长率	19.0%	14.6%	7.9%	1.5%	6.7%
负债合计	12,492,988	13,717,565	14,941,533	16,531,803	18,569,953	非息收入占比	17.7%	18.0%	15.8%	15.6%	15.4%
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	成本收入比	36.8%	36.4%	35.4%	36.4%	36.4%
股东权益合计	749,815	843,108	1,031,066	1,152,098	1,277,334	信贷成本	0.90%	0.78%	0.89%	0.89%	0.92%
<b>利润表 (Rmb mn)</b>						<b>流动性 (%)</b>					
净利息收入	341,879	376,202	429,891	456,578	500,608	所得税率	22.8%	22.4%	22.7%	22.9%	22.9%
净手续费及佣金收入	74,844	83,171	80,123	84,129	90,859	<b>盈利指标 (%)</b>					
营业收入	421,710	461,168	507,787	538,191	588,630	NIM	2.81%	2.79%	2.92%	2.81%	2.76%
营业税金及附加	-25,374	-27,226	-28,880	-30,609	-33,478	拨备前 ROAA	1.94%	1.92%	1.97%	1.86%	1.82%
拨备前利润	242,162	267,164	300,228	312,924	342,128	拨备前 ROAE	34.6%	33.5%	32.0%	28.7%	28.2%
计提拨备	-54,235	-52,990	-67,971	-76,515	-89,870	ROAA	1.16%	1.20%	1.18%	1.08%	1.04%
税前利润	187,927	214,174	232,257	236,409	252,258	ROAE	20.7%	20.9%	19.2%	16.7%	16.0%
净利润	145,094	166,315	179,461	182,196	194,411	<b>资本状况</b>					
<b>资产质量</b>						核心一级资本充足率					
NPL ratio	1.33%	1.22%	1.54%	1.75%	1.75%	0.00%	9.25%	9.09%	9.22%	9.19%	
NPLs	85,848	87,781	124,970	160,139	181,758	资本充足率	12.61%	11.86%	12.82%	12.60%	12.19%
拨备覆盖率	326%	367%	287%	245%	231%	加权风险资产-一般法	7,216,178	9,065,631	10,852,619	12,015,378	13,485,281
拨贷比	4.34%	4.48%	4.41%	4.29%	4.05%	% RWA/总资产	54.5%	62.3%	67.9%	67.9%	67.9%
一般准备/风险加权资产	3.88%	3.55%	3.30%	3.26%	3.12%						
不良贷款生成率	0.04%	0.19%	0.90%	0.90%	0.85%						
不良贷款核销率	-0.07%	-0.16%	-0.42%	-0.49%	-0.63%						

资料来源：公司公告、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替行使独立判断。

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 2015 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

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

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

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033