

股票代码	601288.CH	1288.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 2.98	港币 3.17
目标价	人民币 3.00	港币 2.90
原目标价	人民币 4.40	港币 4.50
上/下浮比例	1%	-9%
目标价格基础	0.9倍 15年市净率	0.7倍 15年市净率
板块评级	中立	中立

农业银行

2 季度业绩略低于预期

15 年上半年，农业银行归母净利润同比增长 0.3% 至 1,040 亿人民币。2 季度净利润同比下滑 0.8%，低于我们预期，主要是因为净息差和手续费收入较低。由于上调不良贷款余额预测和下调手续费收入预测，我们将 15-17 年利润预测分别下调 4.78%、7.15% 和 4.5%。由于资产质量恶化拖累了估值，我们将目标价下调 33%。对 H 股和 A 股重申持有评级。

支撑评级的要点

- 拨备前经营利润比我们预测低 2.2%。净息差从 1 季度的 2.74% 下滑至 2.59%，主要因为资产收益率降低。由于定期存款占比提高，存款成本持续上升。上半年手续费收入负增长。展望未来，贷款需求低迷和存款成本面临上升压力，净息差可能进一步缩窄，导致净利息收入持续下滑。较低的结算收入和资本市场相关收入或将导致手续费收入减少。
- 2 季度不良贷款余额环比上升 14%。不良贷款率从 1 季度末的 1.65% 上升至 1.83%。农村地区不良贷款率从 1.95% 上升至 2.18%。考虑到农村地区的不良贷款前景不容乐观，我们将全年的不良贷款率预测从 1.75% 上调至 2.2%。
- 农村业务的税前利润增速同比下滑 1.1%。我们认为过去一直在推动业绩增长的农村业务现今因为资产质量风险和较低的盈利能力，已成为拖累公司业绩的因素。在该行的定价体系下，农村地区的存款优势并未得到充分体现。

评级面临的主要风险

- 1) 农村地区经济大幅下滑；2) 农村金融竞争加剧；及 3) 三四线城市房价大幅下跌。

估值

- 目前，农业银行 H 股和 A 股股价分别对应 0.78 倍和 0.88 倍 2015 年预期市净率，与其他大银行估值相当。在下调利润预测的基础上，我们下调了目标价预测，同时我们认为农村地区存在较大的资产质量风险，当前客户存款议价能力较高，因此当前估值缺乏吸引力。我们对该股重申持有评级。

股价表现 — A 股



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(19.7)	(12.6)	(23.0)	21.6
相对新华富时 A50 指数	(10.4)	10.5	15.1	(16.1)

发行股数(百万)	324,794
流通股(%)	12
流通股市值(人民币 百万)	967,886
3 个月日均交易额(人民币 百万)	5,659
主要股东(%)	
汇金	40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2015 年 8 月 27 日收市价为标准

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

魏涛, CPA*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

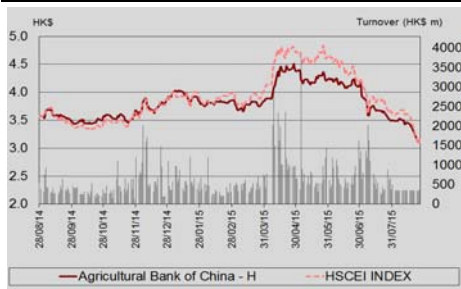
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*袁琳、张耀冈为本报告重要贡献者

投资摘要 — A 股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	462,625	520,858	537,553	538,380	521,902
变动(%)	8.9	12.6	3.2	0.2	(3.1)
净利润(人民币 百万)	166,315	179,461	164,442	157,341	134,850
全面摊薄每股收益(人民币)	0.51	0.55	0.51	0.48	0.42
变动(%)	14.6	7.9	(8.4)	(4.3)	(14.3)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.561	0.579	0.606
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.54	0.50	0.42
调整幅度(%)	-	-	(6)	(4)	-
全面摊薄市盈率(倍)	5.8	5.4	5.9	6.2	7.2
每股账面价值(人民币)	2.60	3.05	3.38	3.68	3.95
价格/每股账面价值(倍)	1.15	0.98	0.88	0.81	0.75
净资产收益率(%)	20.9	19.6	15.8	13.7	10.9
每股股息(人民币)	0.18	0.18	0.18	0.17	0.15
股息率(%)	5.9	5.9	6.1	5.9	5.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—H股


(%)	今年	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(19.1)	(10.7)	(27.0)	(12.4)
相对恒生中国企业指数	(1.4)	1.5	6.0	(1.5)
H股发行股数(百万)	324,794			
流通股(%)	100			
流通股市值(港币 百万)	851,383			
3 个月日均交易额(港币 百万)	766			
主要股东(%)	40			
汇金	40			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2015 年 8 月 27 日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	462,625	520,858	537,553	538,380	521,902
变动(%)	8.9	12.6	3.2	0.2	(3.1)
净利润(人民币 百万)	166,315	179,461	164,442	157,341	134,850
全面摊薄每股收益(人民币)	0.51	0.55	0.51	0.48	0.42
变动(%)	14.6	7.9	(8.4)	(4.3)	(14.3)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.575	0.604	0.633
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.54	0.50	0.42
调整幅度(%)	-	-	(6)	(4)	-
全面摊薄市盈率(倍)	5.1	4.7	5.2	5.4	6.3
每股账面价值(人民币)	2.60	3.05	3.38	3.68	3.95
价格/每股账面价值(倍)	1.01	0.86	0.78	0.71	0.66
净资产收益率(%)	20.9	19.6	15.8	13.7	10.9
每股股息(人民币)	0.18	0.18	0.18	0.17	0.15
股息率(%)	6.8	6.8	7.0	6.7	5.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 15 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2015 年上半年	2014 年上半年	同比(%)	环比(%)
利息净收入	219,493	209,438	4.8	0.6
手续费收入	47,643	47,848	(0.4)	(23.4)
其他非息收入	9,173	10,623	(13.6)	17.2
营业收入	276,309	267,909	3.1	(3.5)
营业费用	(87,250)	(88,929)	(1.9)	4.3
拨备前利润	189,059	178,980	5.6	(7.0)
拨备费用	(39,321)	(28,939)	35.9	(4.3)
经营利润	149,738	150,041	(0.2)	(7.7)
营业税	(15,059)	(14,457)	4.2	(3.3)
非经常性收入	0	0	NA	NA
税前利润	134,679	135,584	(0.7)	(8.1)
所得税	(30,115)	(31,517)	(4.4)	(10.4)
净利润	104,564	104,067	0.5	(7.5)
少数股东权益	(249)	(35)	611.4	(77.3)
可分配净利润	104,315	104,032	0.3	(7.2)

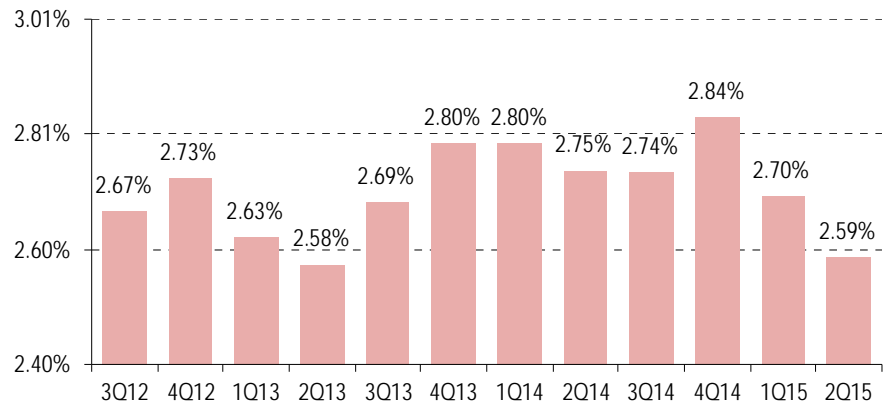
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 15 年上半年实际业绩与中银国际预测之比较

(人民币, 百万)	实际	预测	差异(%)
利息净收入	219,493	222,712	(1.4)
手续费收入	47,643	48,560	(1.9)
其他非息收入	9,173	7,601	20.7
营业收入	276,309	278,874	(0.9)
营业费用	(87,250)	(85,551)	2.0
拨备前利润	189,059	193,322	(2.2)
拨备费用	(39,321)	(42,185)	(6.8)
经营利润	149,738	151,137	(0.9)
营业税	(15,059)	(15,179)	(0.8)
非经常性收入	0	0	NA
税前利润	134,679	135,959	(0.9)
所得税	(30,115)	(30,757)	(2.1)
净利润	104,564	105,201	(0.6)
少数股东权益	(249)	(406)	(38.7)
可分配净利润	104,315	104,795	(0.5)

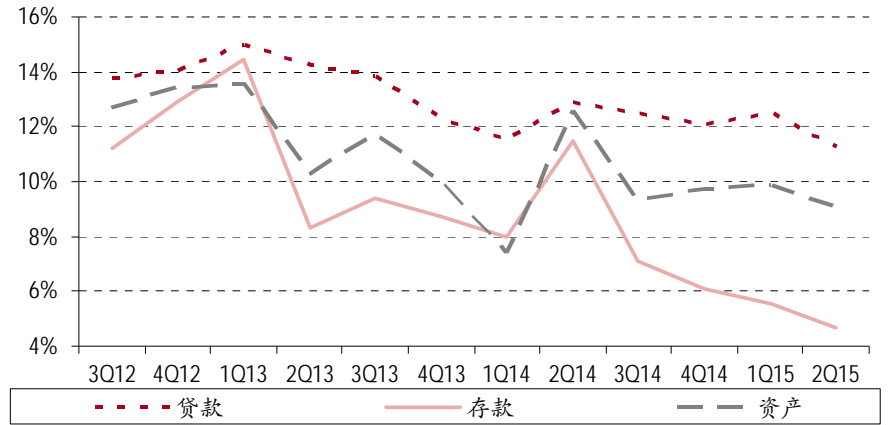
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 3. 净息差变动



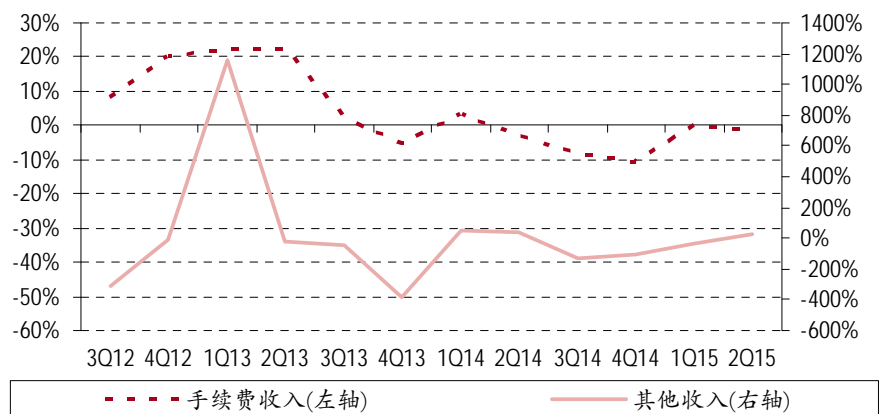
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 存款、贷款和资产同比增速预测



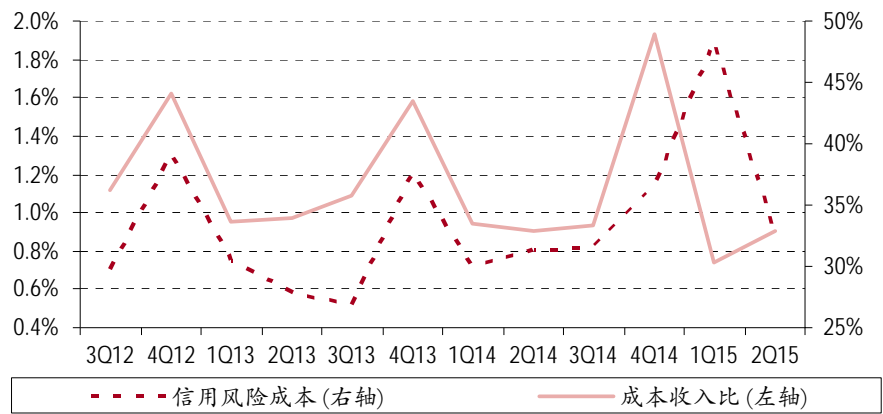
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 手续费收入和其他收入同比增速



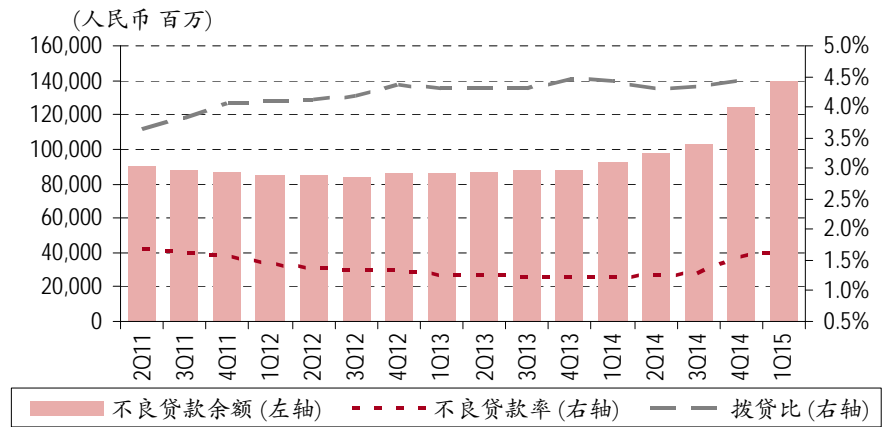
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 成本收入比率和信贷成本



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 不良贷款率和拨备贷款率



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	376,202	429,891	438,297	429,958	403,334
净手续费及佣金	83,171	80,123	87,328	95,301	104,135
其他非息收入	3,252	10,844	11,928	13,121	14,433
营业收入	462,625	520,858	537,553	538,380	521,902
营业费用	(196,623)	(221,943)	(236,004)	(248,624)	(254,853)
拨备前经营利润	266,002	298,915	301,549	289,756	267,048
贷款损失拨备	(52,990)	(67,971)	(87,417)	(86,546)	(94,598)
经营利润	213,012	230,944	214,132	203,210	172,451
营业税	1,162	1,313	1,379	1,448	1,520
非经常性项目	214,174	232,257	215,511	204,657	173,976
税前利润	(47,963)	(52,747)	(46,233)	(42,476)	(34,281)
所得税	166,211	179,510	169,278	162,182	139,694
税后利润	104	(49)	(37)	(40)	(44)
净利润	166,315	179,461	169,242	162,141	139,650
优先股股息	0	0	(4,800)	(4,800)	(4,800)
可归属于普通股股东的净利润	166,315	179,461	164,442	157,341	134,850
变动(%)	15	8	(8)	(4)	(14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及央行存款	422,871	491,169	565,051	612,056	659,242
同业资产	1,117,120	922,980	503,189	710,802	969,686
衍生金融工具	6,414	5,142	6,401	6,401	6,401
贷款	1,357,057	1,593,148	1,807,618	1,986,221	2,169,614
减: 拨备	(36,375)	(43,896)	(59,210)	(83,488)	(118,056)
长期投资	752,259	1,358,737	2,527,242	2,828,934	3,170,589
固定资产	1,682	1,704	1,704	1,704	1,704
折旧	7,276	9,916	10,072	10,073	9,904
其他资产	49,131	67,499	62,739	54,769	45,816
总资产	3,677,435	4,406,399	5,424,806	6,127,471	6,914,900
负债及权益					
客户存款	2,170,345	2,267,780	2,536,957	2,749,041	2,961,873
同业负债	1,167,597	1,477,799	2,133,892	2,536,368	3,017,360
其他借款	67,901	185,787	185,787	185,787	185,787
总付息债务	3,405,843	3,931,366	4,856,636	5,471,196	6,165,020
其他负债	70,421	213,937	255,481	305,622	360,279
总负债	3,476,264	4,145,303	5,112,117	5,776,818	6,525,299
普通股股本	19,052	19,052	19,052	19,052	19,052
资本公积	88,349	106,317	117,452	128,587	139,722
留存收益	92,368	119,607	146,592	172,946	200,238
总股东权益	199,769	244,976	283,096	320,585	359,012
少数股东权益	0	12,958	26,000	26,000	26,000
优先股	1,402	3,162	3,593	4,068	4,589
总权益	201,171	261,096	312,689	350,653	389,601
总负债及权益	3,677,435	4,406,399	5,424,806	6,127,471	6,914,900

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	214,174	232,257	215,511	204,657	173,976
非现金项目	21,139	30,444	504	(9,539)	(9,221)
其他变化	(101,758)	(123,053)	12,113	12,111	12,104
流动资金的变动	(103,420)	(105,603)	306,682	(61,880)	(70,975)
经营活动产生的净现金流	30,135	34,045	534,810	145,349	105,883
投资活动产生的净现金流	(184,336)	(140,425)	(362,251)	(413,962)	(476,243)
融资活动产生的净现金流	15,064	30,822	(36,065)	(73,633)	(65,754)
现金增/(减)	(139,137)	(75,558)	136,494	(342,247)	(436,114)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 -(A/H)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	4.6	4.4	4.3	4.0
资金成本	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1
利差	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0
净息差	2.7	2.8	2.7	2.5	2.3
非息收入/总收入	18.7	17.5	18.5	20.1	22.7
成本收入比	42.5	42.6	43.9	46.2	48.8
有效税率	22.4	22.7	21.5	20.8	19.7
增长率					
贷款增长率	12.3	12.1	11.0	6.7	5.4
存款增长率	8.7	6.1	6.0	3.7	2.4
资产增长率	9.9	9.7	6.7	4.0	3.1
可持续增长率	25.0	18.8	12.9	7.2	6.1
流动性					
贷存比	61.2	64.6	67.6	69.6	71.6
贷款资金比	59.8	63.0	66.0	68.0	70.0
贷款资产比	49.6	50.7	52.7	54.1	55.3
核心负债/总负债	66.9	66.6	66.3	68.6	55.3
资产质量					
不良贷款率	1.2	1.5	2.2	3.0	3.7
总拨备覆盖率	367.0	286.5	192.7	134.1	102.9
贷款拨备率	4.5	4.4	4.2	4.1	3.9
新增不良贷款形成率	0.2	1.1	1.7	1.9	1.9
信用成本	0.8	0.9	1.0	0.9	1.0
资本充足率					
权益资产比率	5.8	6.2	6.4	6.8	7.0
核心一级资本充足率	9.2	9.1	8.4	8.7	9.6
一级资本充足率	9.2	9.5	8.8	9.0	9.9
总资本充足率	11.9	12.8	12.3	12.0	12.7
回报率					
资产回报率	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
股本回报率	20.9	19.6	15.8	13.7	10.9
已运用资本收益率	16.8	14.6	11.5	10.2	8.5
风险加权资产回报率	2.0	1.8	1.4	1.2	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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士，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