

农业银行 (601288)

息差收窄拖累营收放缓，拨备压力好于对标同业

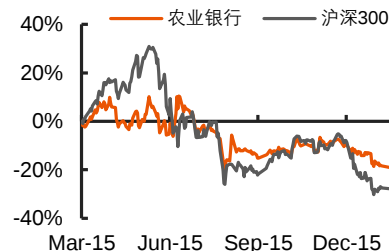
推荐（维持）

现价：3.20 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com
大股东/持股	汇金公司/40.41%
实际控制人/持股	汇金公司/%
总股本(百万股)	324,794
流通 A 股(百万股)	294,055
流通 B/H 股(百万股)	30,739
总市值(亿元)	10,124
流通 A 股市值(亿元)	9,410
每股净资产(元)	3.48
资本充足率(%)	13.40

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
HUANGYAOFENG558@PINGAN.CO
M.CN

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
021-20661426
YUANZHEQI052@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：15 年实现净利润 1808 亿元，同比增 0.7%，总资产规模达到 17.8 万亿，同比增 11.4%，贷款同比增速 10%，存款同比增速 8%，净利息收入同比增 1.5%，手续费及佣金收入同比增 3%，收入成本比 33.3%，同比减 1.3pct，不良贷款率 2.39%，环比增 37BP，同比增 85BP，NIM2.66%，同比减 26BP，环比 6 月末下降 12BP，拨备覆盖率 189%，环比减 29pct，核心一级资本充足率 10.24%，环比增 52BP，分红率 30%。

平安观点：

■ 利息收入增速放缓，手续费收入小幅回暖

农业银行 15 年净利润同比增 0.7%，营收同比增 3.3%，其中利息收入同比增 1.5%，增速逐季放缓，主要受到息差持续收窄的负面影响，手续费收入则从此前手续费率调整的负面影响中逐步走出，15 年同比增 3%（vs14 年-3.7%），从细项来看，增长较快的有代理业务和银行卡业务，分别同比增 25%/7%，理财业务规模增长明显，理财余额达到 1.58 万亿，收入增长 30%，对中收起到明显贡献。公司成本收入比同比下降近 1 个百分点至 33%，成本管控力度明显提升。

■ 息差收窄幅度高于同业，16 年有望小幅改善

公司公布的净息差环比上半年末下降 12 个 bp 至 2.66%，全年息差收窄 26BP，这一降幅明显高于其他大行的水平，主要原因在于 1）公司在同业资产的配置比例较高，受资金利率下行影响较大（同业利差环比年初收窄 47 个 BP），2）公司存量负债中包括结构化存款在内的高息负债占比较高，使得公司存贷利差的收窄幅度也更为明显，全年收窄 50BP，3）公司贷款结构中的大企业客户的占比较高，拉低了贷款定价水平，预计随着今年结构化存款的逐步到期以及公司对投资收益率管控幅度的提升，16 年息差收窄幅度会有比较明显的收缩。

■ 不良仍处于上行通道，拨备压力好于对标大行

公司 2015 年不良率为 2.39%，环比上升 37BP，根据我们测算，公司 4 季度单季不良生成率年化后为 2.18%，较 3 季度末 1.27% 的水平明显反弹，全年不良生成率为 1.49%，较 14 年提升 59BP，显示资产压力依然较大。公司 15 年拨备覆盖率 189%，环比降 29pct，公司拨贷比为 4.53%，环比上升 12BP，高于监管要求的 2.5%，相比于其他大行接近 150% 的拨备覆盖率水平，农行的拨备计提压力较小。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	507,787	524,561	556,368	589,016	649,349
YoY(%)	10.1	3.3	6.1	5.9	10.2
净利润(百万元)	179,461	180,582	181,265	182,988	185,820
YoY(%)	7.9	0.6	0.4	1.0	1.5
ROE(%)	19.2	16.1	14.2	13.1	12.1
EPS(摊薄/元)	0.55	0.56	0.56	0.56	0.57
P/E(倍)	5.79	5.76	5.73	5.68	5.59
P/B(倍)	1.05	0.92	0.83	0.75	0.69

■ **投资建议：维持“推荐”评级**

16 年农行资产质量仍将继续承压，但从目前来看监管层对于拨备覆盖率指标存在调降的可能，这或将使得农行的净利润避免负增长，由此我们上调公司 16 年盈利预测至 0.4%（原预测-2.3%）。农行整体经营稳健，公司目前股价对应 16/17 年 PB 0.83x/0.75x，PE5.7x/5.7x，股息率 5.3%，估值仍然具有一定吸引力，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：资产质量风险大幅暴露。**

图表1 公司盈利预测

	2014	2015A	2016E	2017E	2018E		2014	2015A	2016E	2017E	2018E
每股指标 (RMB)						经营管理 (%)					
EPS (摊薄/元)	0.55	0.56	0.56	0.56	0.57	贷款增长率	12.1%	10.0%	11.0%	11.0%	13.5%
BVPS (摊薄/元)	3.05	3.48	3.87	4.26	4.67	生息资产增长率	9.7%	11.2%	10.9%	10.6%	11.7%
每股股利	0.18	0.17	0.17	0.17	0.17	总资产增长率	9.7%	11.4%	10.5%	10.6%	11.7%
分红率	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	存款增长率	6.1%	8.0%	11.0%	11.0%	11.0%
资产负债表 (Rmb mn)						付息负债增长率	8.6%	10.5%	10.7%	10.7%	10.8%
贷款总额	8,098,073	8,909,909	9,889,999	10,977,899	12,459,915	净利息收入增长率	14.3%	1.5%	5.6%	5.9%	11.2%
证券投资	3,582,825	4,528,085	4,972,366	5,460,239	5,995,980	手续费及佣金净收入增	-3.7%	3.0%	8.0%	5.0%	5.0%
应收金融机构的款项	1,489,285	1,673,984	1,874,942	2,062,436	2,268,680	营业收入增长率	10.1%	3.3%	6.1%	5.9%	10.2%
生息资产总额	15,555,171	17,295,801	19,179,784	21,217,896	23,708,659	拨备前利润增长率	12.4%	4.9%	1.9%	5.9%	10.3%
资产合计	15,974,152	17,791,393	19,652,792	21,741,169	24,293,357	税前利润增长率	8.4%	-0.6%	2.0%	1.0%	1.5%
客户存款	12,533,397	13,538,360	15,027,580	16,680,613	18,515,481	净利润增长率	7.9%	0.6%	0.4%	1.0%	1.5%
计息负债总额	14,125,770	15,608,165	17,281,607	19,138,981	21,200,501	非息收入占比	15.8%	15.7%	16.0%	15.9%	15.1%
负债合计	14,941,533	16,579,508	18,313,835	20,273,931	22,695,854	成本收入比	35.4%	34.0%	36.4%	36.4%	36.4%
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	信贷成本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东权益合计	1,031,066	1,210,091	1,336,975	1,465,066	1,595,138	所得税率	22.7%	21.7%	22.9%	22.9%	22.9%
利润表 (Rmb mn)						盈利能力 (%)					
净利息收入	429,891	436,140	460,595	487,942	542,643	NIM	2.92%	2.66%	2.53%	2.42%	2.42%
净手续费及佣金收入	80,123	82,549	89,153	93,611	98,291	拨备前 ROAA	1.97%	1.87%	1.71%	1.64%	1.63%
营业收入	507,787	524,561	556,368	589,016	649,349	拨备前 ROAE	32.0%	28.1%	25.2%	24.3%	24.5%
营业税金及附加	-28,880	-29,075	-30,838	-32,648	-35,992	ROAA	1.18%	1.07%	0.97%	0.88%	0.81%
拨备前利润	300,228	315,029	320,927	339,877	374,897	ROAE	19.2%	16.1%	14.2%	13.1%	12.1%
计提拨备	-67,971	-84,172	-85,540	-102,253	-133,596	流动性 (%)					
税前利润	232,257	230,857	235,387	237,624	241,301	分红率	32.9%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	179,461	180,582	181,265	182,988	185,820	贷存比	64.6%	65.81%	65.81%	65.81%	67.29%
资产质量						贷款/总资产	50.7%	50.08%	50.32%	50.49%	51.29%
NPL ratio	1.54%	2.39%	2.50%	2.55%	2.60%	债券投资/总资产	22.4%	25.45%	25.30%	25.11%	24.68%
NPLs	124,970	212,867	247,250	279,936	323,958	银行同业/总资产	9.3%	9.41%	9.54%	9.49%	9.34%
拨备覆盖率	287%	189%	174%	168%	171%	资本状况					
拨贷比	4.41%	4.53%	4.34%	4.28%	4.45%	核心一级资本充足率2	9.09%	10.24%	10.31%	10.28%	10.06%
一般准备/风险加权资产	3.30%	3.67%	3.54%	3.50%	3.69%	资本充足率	12.82%	13.40%	13.17%	12.86%	12.38%
不良贷款生成率	0.90%	1.49%	1.00%	0.90%	0.80%	加权风险资产-一般法	10,852,619	10,986,302	12,135,728	13,425,314	15,001,308
不良贷款核销率	-0.42%	-0.46%	-0.63%	-0.59%	-0.42%	% RWA/总资产	67.9%	61.8%	61.8%	61.8%	61.8%

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±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±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 2016 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	上海	北京
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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033