

2016年05月08日

农业银行 (601288.SH)

资产质量持续承压，拨备水平领先大行

■事件：农业银行公布2016年一季度报告。公司一季度总资产达到18.41万亿元，较年初增长3.50%，实现营业收入1380.46亿元，同比降低1.00%，实现归属于母公司净利润546.88亿元，同比增长1.06%；不良率2.39%，与年初持平；拨备覆盖率180.43%，较年初下降9pc。

■息差拖累利息净收入，营收首次出现负增长。公司一季度受到贷款重定价影响，净息差同比下降36BP，是所有16家上市银行中净息差降幅最高的。公司利息净收入占营业收入比例为74%，同比下降7pc。预计随着二季度以后，重定价因素影响逐步消退，净利息收入表现将会有所改善。公司一季度手续费及佣金净收入同比增长7.19%，增长主要来源于代理业务手续费收入和电子银行业务收入的较快增长。

■资产结构持续优化，同业压缩投资上升。公司资产结构持续优化，压缩了同业资产，贷款投资双轮驱动生息资产增长。公司一季度贷款环比增长3.9%，同业资产环比下降8.5%，投资类资产环比增长6.5%。考虑到合意资产荒的状况短期内难以改善，预计2016年公司仍会加大配置投资类资产。

■不良率维持高位，拨备计提谨慎。公司一季度末不良贷款率为2.39%，与年初持平，不良率仍为所有上市银行中最高。县域不良贷款率居高不下，达到3.03%，基本与上年持平。县域金融业务拨备覆盖率为177.34%，比上年末下降7.13pc。公司不良率虽一直维持高位，但拨备计提保持审慎，拨备覆盖率180.43%，位列五大行第一。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。

■投资建议：增持-A投资评级，6个月目标价3.3元。我们预计公司2016年-2018年的收入增速分别为2%、3%、3.1%，净利润增速分别为0.1%、0.9%、1.3%；首次给予增持-A的投资评级，6个月目标价为3.3元，相当于2016年5.89倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济下滑风险，资产质量下滑风险。

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	520,858	536,168	546,891	563,298	580,760
净利润	179,510	180,774	180,955	182,583	184,957
每股收益(元)	0.55	0.56	0.56	0.56	0.57
每股净资产(元)	3.05	3.48	4.26	4.88	5.86

盈利和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	5.61	5.57	5.56	5.51	5.44
市净率(倍)	1.02	0.89	0.73	0.64	0.53
净资产收益率	17.38%	14.92%	13.09%	11.53%	9.72%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

国有银行

投资评级 增持-A

首次评级

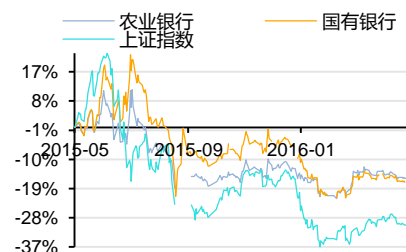
6个月目标价：3.30元

股价(2016-05-06) 3.10元

交易数据

总市值(百万元)	1,006,861.76
流通市值(百万元)	911,571.41
总股本(百万股)	324,794.12
流通股本(百万股)	294,055.29
12个月价格区间	2.89/4.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.65	0.75	11.78
绝对收益	-2.52	6.16	-17.11

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-35082987

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表(百万)						成长性					
净利息收入	429,891	436,140	438,757	441,828	445,363	净利息收入增长率	14.27%	1.45%	0.60%	0.70%	0.80%
净手续费及佣金收入	80,123	82,549	85,851	89,886	94,290	净手续费及佣金收入增长率	-3.66%	3.03%	4.00%	4.70%	4.90%
营业收入	520,858	536,168	546,891	563,298	580,760	营业收入增长率	12.59%	2.94%	2.00%	3.00%	3.10%
拨备前利润	300,228	315,029	324,480	333,565	343,906	拨备前利润增长率	12.38%	4.93%	3.00%	2.80%	3.10%
税前利润	232,257	230,857	230,857	231,550	233,865	税前利润增长率	8.44%	-0.60%	0.00%	0.30%	1.00%
净利润	179,510	180,774	180,955	182,583	184,957	净利润增长率	8.00%	0.70%	0.10%	0.90%	1.30%
资产负债表(百万)						贷款总额增长率	12.09%	10.03%	9.50%	9.80%	10.50%
贷款总额	8,098,067	8,909,918	9,756,360	10,712,484	11,837,294	生息资产增长率	10.65%	11.35%	9.90%	10.40%	11.00%
生息资产	14,913,897	16,606,226	18,250,242	20,148,268	22,364,577	资产总额增长率	9.70%	11.38%	10.00%	10.60%	11.30%
资产总额	15,974,152	17,791,393	19,570,532	21,645,009	24,090,895	存款增长率	6.11%	8.02%	8.90%	9.80%	10.00%
存款	12,533,397	13,538,360	14,743,274	16,188,115	17,806,926	计息负债增长率	8.89%	10.62%	9.00%	10.10%	10.50%
计息负债	14,498,263	16,038,608	17,482,083	19,247,773	21,268,789	负债总额增长率	8.92%	10.96%	9.70%	10.30%	10.60%
负债总额	14,941,533	16,579,508	18,187,720	20,061,055	22,187,527	不良贷款率	1.54%	2.39%	2.42%	2.35%	2.38%
股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	EPS(摊薄/元)	0.55	0.56	0.56	0.56	0.57
所有者权益总额	1,032,619	1,211,885	1,382,812	1,583,953	1,903,367	BVPS(摊薄/元)	3.05	3.48	4.26	4.88	5.86
						净资产收益率	17.38%	14.92%	13.09%	11.53%	9.72%

资料来源: Wind 资讯 安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034