

2016 年 8 月 29 日

证券分析师 戴志锋

执业资格证书号码: S0600516040001

daizf@dwzq.com.cn

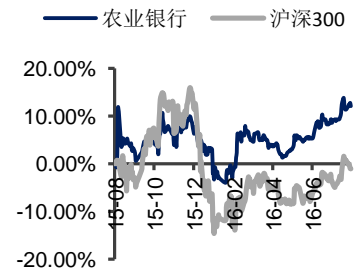
农业银行：收入较弱，资产稳定，关注管理层 增持（首次）

观点：不良净生成环比下降，关注类占比比年初下降；**不足：**营业收入同比负增长（-5%）

投资要点

- **对业绩拆分来看，息差为主要负向影响因素。**农行上半年归属母公司净利润同比增长 0.8%，对业绩拆分发现仅息差降低为负向影响因素，上半年息差 2.31%，同比降低 47bps，是导致营业收入同比负增长（-5%）的主要原因。息差下降主要是由于贷款重定价以及新增贷款利率下行影响：贷款收益率同比下降 125bps，且下降幅度大于存款成本率下降幅度（-35bps）。单季来看，2 季度净利润增速环比降低 7.7%，除受营改增价税分离影响外，还是受息差降低的影响。
- **净手续费收入增长平稳，占比提升。**公司净手续费收入同比增长 7.3%，净手续费收入占营收比重 20.1%，同比增加 2.34 个百分点。其中代理保险业务收入快增带动代理业务手续费收入同比增长 26.8%，电子银行业务收入同比增长 23%。
- **贷款结构持续调整。**上半年法人贷款余额 5.9 万亿，增速 3.3%。个人贷款，上半年余额 3.05 万亿，增速为 11.7%。法人贷款增量主要集中在基础设施和公共服务领域。其中交通运输、仓储、邮政贷款(+670 亿)、租赁、商务服务行业(+750 亿)和电力、热力、燃气类(+401 亿)三个行业贷款增量占全部公司类行业增长的 155%。制造业、批发零售业、采矿业贷款均为负增长。个人贷款主要以个人住房贷款增长为主，占比高达 70.7%。农户贷款同样保持了 16.1%的增速。
- **资产质量环比改善。**公司上半年不良率 2.4%，环比上季度持平，不良净生成率 1.14%，环比降低 22bps，公司关注类贷款占比 4.17%，比年初降低 3bps，逾期率 3.23%，比年初略增长 9bps，逾期/不良 134.6%，比年初增加 3.3 个百分点，整体未来不良风险可控。从不良贷款率行业分布来看，批发零售业与制造业不良率最高，分别为 10.9%与 5.5%；从地区分布来看，珠三角与中部地区不良率较年初降低较快，都降低 16bps，而环渤海地区与东北地区不良率上升较快，分别上升 27bps 和 20bps。拨备覆盖率 177.7%，环比降低 2.7 个百分点，拨贷比 4.26%，环比降低 6bps，拨备水平较充足。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.2
一年最低价/最高价	2.85/3.39
市净率	0.88
流通 A 股市值(百万)	940977

基础数据

每股净资产(元)	10.3
资产负债率(%)	93.19%
总股本(百万股)	324794
流通 A 股(百万股)	294055

- **净手续费收入增长平稳，占比提升。大股东变化：**2 季度中国证券金融股份有限公司增持 1.4 亿股，持股比例 0.04% 至 1.92%。

投资建议：

现价对应 16 年 P/E 5.73, P/B 0.84，农行估值与工行和建行接近，其经营弱于其他两家银行，但拨贷比高，估值合理。新管理层亮相，值得期待，如果管理改善，有估值提升空间。预测 2016/17 年净利润增速 1%/0.5%，EPS 与 BVPS 分别为 0.56/0.56 与 3.81/4.37。

风险提示：经济下滑超预期。

中报分析表

利润表 (百万元)	1Q16	2Q16	QoQ (%) 季度环比	1H15	1H16	YoY (%) 累积同比
利息收入	168,647	161,113	(4.5%)	363,830	329,760	(9.4%)
利息支出	(66,943)	(63,860)	(4.6%)	(144,337)	(130,803)	(9.4%)
净利息收入	101,704	97,253	(4.4%)	219,493	198,957	(9.4%)
净手续费收入	28,918	22,190	(23.3%)	47,643	51,108	7.3%
净其他非息收入	2,392	1,782	(25.5%)	1,111	4,174	275.7%
净非利息收入	31,310	23,972	(23.4%)	48,754	55,282	13.4%
营业收入	133,014	121,225	(8.9%)	268,247	254,239	(5.2%)
税金及附加	(7,389)	(1,682)	(77.2%)	(15,059)	(9,071)	(39.8%)
业务及管理费	(38,573)	(39,621)	2.7%	(81,063)	(78,194)	(3.5%)
营业费用及营业税	(45,962)	(41,303)	(10.1%)	(96,122)	(87,265)	(9.2%)
营业外净收入	192	1,026	434.4%	1,875	1,218	(35.0%)
拨备前利润	87,244	80,948	(7.2%)	174,000	168,192	(3.3%)
资产减值损失	(18,168)	(18,567)	2.2%	(39,321)	(36,735)	(6.6%)
税前利润	69,076	62,381	(9.7%)	134,679	131,457	(2.4%)
所得税	(14,508)	(11,898)	(18.0%)	(30,115)	(26,406)	(12.3%)
税后利润	54,568	50,483	(7.5%)	104,564	105,051	0.5%
归属于母公司股东的净利润	54,688	50,460	(7.7%)	104,315	105,148	0.8%
资产负债 (百万元)						
贷款总额	9,261,073	9,395,838	1.5%	8,727,449	9,395,838	7.7%
生息资产	18,146,121	18,424,374	1.5%	17,264,857	18,424,374	6.7%
存款总额	14,389,805	14,524,837	0.9%	13,406,292	14,524,837	8.3%
计息负债	16,212,834	16,513,506	1.9%	15,481,189	16,513,506	6.7%
加权风险资产	11,527,195	11,629,603	0.9%	11,125,503	11,629,603	4.5%
业绩增长拆分	1Q16	2Q16		1H15	1H16	
规模增长	1.89%	2.40%		9.38%	8.87%	
净息差扩大	(70.78%)	(6.78%)		(4.58%)	(18.23%)	
非息收入	2.68%	(4.48%)		(0.51%)	4.14%	
成本	3.39%	1.64%		1.47%	1.88%	
拨备	3.81%	(2.47%)		(6.43%)	0.95%	
税收	0.36%	2.20%		1.15%	2.86%	
盈利能力_单季年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.28%	2.13%	(0.15%)	2.60%	2.13%	(0.47%)
生息资产收益率	3.78%	3.52%	(0.26%)	4.33%	3.52%	(0.81%)
计息负债成本率	1.68%	1.56%	(0.12%)	1.94%	1.56%	(0.38%)
成本收入比	29.00%	32.68%	3.68%	31.12%	32.68%	1.56%
有效税率	21.00%	19.07%	(1.93%)	22.08%	19.07%	(3.01%)
盈利能力_累积年化	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
净息差	2.28%	2.20%	(0.08%)	2.65%	2.20%	(0.5%)
手续费占比	21.74%	20.10%	(1.64%)	17.76%	20.10%	2.3%
成本收入比	29.00%	30.76%	1.76%	30.22%	30.76%	0.5%
有效税率	21.00%	20.09%	(0.91%)	22.36%	20.09%	(2.3%)
贷存比(含贴现)	64.36%	64.69%	0.33%	65.10%	64.69%	(0.4%)
ROAA	1.21%	1.15%	(0.06%)	1.25%	1.15%	(0.1%)
ROAE	18.86%	17.97%	(0.89%)	20.27%	17.97%	(2.3%)
资产质量	1Q16	2Q16	环比变动	2015 年底	1H16	比年初变动
不良贷款率	2.39%	2.40%	0.01%	2.39%	2.40%	0.01%
不良净生成率	1.36%	1.14%	(0.22%)	1.60%	1.14%	(0.46%)
不良核销转出率	40.49%	35.96%	(4.53%)	33.07%	35.96%	2.89%
关注类占比	N.A.	4.17%		4.20%	4.17%	(0.03%)
(关注+不良)/贷款总额	N.A.	6.57%		6.59%	6.57%	(0.02%)
逾期率	N.A.	3.23%		3.14%	3.23%	0.09%
逾期/不良	N.A.	134.56%		131.31%	134.56%	3.25%
风险成本(单季)	0.77%	0.83%	0.06%	3.11%	0.83%	(2.28%)
信用成本(累积)	N.A.	0.77%		0.96%	0.77%	(0.19%)
拨备覆盖率	180.43%	177.72%	(2.71%)	189.43%	177.72%	(11.71%)
拨备/贷款总额	4.32%	4.26%	(0.06%)	4.53%	4.26%	(0.27%)

资本状况	1Q16	2Q16	环比变动	1H15	1H16	同比变动
核心一级资本充足率	10.21%	10.06%	(0.15%)	9.30%	10.06%	0.76%
一级资本充足率	10.90%	10.75%	(0.15%)	10.02%	10.75%	0.73%
资本充足率	13.11%	12.81%	(0.30%)	12.95%	12.81%	(0.14%)

数据来源：wind 资讯，公司公告，东吴证券研究所

盈利预测表

每股指标	2014	2015	2016E	2017E
PE	5.79	5.76	5.70	5.67
PB	1.05	0.97	0.84	0.73
EPS	0.55	0.56	0.56	0.56
BVPS	3.05	3.48	3.81	4.37
每股股利	0.18	0.17	0.17	0.17
盈利能力	2014	2015	2016E	2017E
净息差	2.85%	2.62%	2.59%	2.46%
贷款收益率	6.15%	5.61%	5.60%	5.40%
生息资产收益率	4.63%	4.35%	4.30%	4.09%
存款付息率	1.82%	1.79%	1.76%	1.66%
计息负债成本率	1.99%	1.95%	1.90%	1.82%
ROAA	1.18%	1.07%	0.97%	0.88%
ROAE	19.13%	16.11%	14.90%	13.78%
成本收入比	35.45%	34.02%	36.50%	36.50%
业绩与规模增长	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	14.27%	1.45%	10.04%	5.03%
营业收入	10.11%	3.30%	9.83%	5.15%
拨备前利润	12.38%	4.93%	5.13%	5.03%
归属母公司净利润	7.90%	0.62%	1.04%	0.46%
净手续费收入	-3.66%	3.03%	8.00%	5.00%
贷款余额	12.09%	10.03%	11.00%	11.00%
生息资产	9.72%	11.17%	10.79%	10.64%
存款余额	6.11%	8.02%	11.00%	11.00%
计息负债	8.59%	10.49%	11.78%	10.64%
资产质量	2014	2015	2016E	2017E
不良率	1.54%	2.39%	2.35%	2.29%
拨备覆盖率	286.61%	189.15%	184.06%	185.73%
拨贷比	4.42%	4.53%	4.32%	4.25%
不良净生成率	0.92%	1.60%	1.00%	0.90%

利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	429,891	436,140	479,925	504,086
手续费净收入	80,123	82,549	89,153	93,611
营业收入	507,787	524,561	576,125	605,800
业务及管理费	(179,992)	(178,443)	(210,285)	(221,117)
拨备前利润	300,228	315,029	331,201	347,846
拨备	(67,971)	(84,172)	(94,000)	(109,557)
税前利润	232,257	230,857	237,201	238,289
税后利润	179,510	180,774	182,645	183,483
归属母公司净利润	179,461	180,582	182,453	183,291
资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E
贷款总额	8,098,067	8,909,918	9,890,009	10,977,910
债券投资	3,568,251	4,496,133	5,125,592	5,638,151
同业资产	1,489,285	1,673,984	1,874,862	2,062,348
生息资产	15,786,706	17,550,702	19,445,151	21,514,113
资产总额	15,974,152	17,791,393	19,721,342	21,848,540
存款	12,533,397	13,538,360	15,027,580	16,680,613
同业负债	1,267,206	1,687,063	1,940,122	2,095,332
发行债券	325,167	382,742	478,428	526,270
计息负债	14,125,770	15,608,165	17,446,130	19,302,216
负债总额	14,941,533	16,579,508	18,481,069	20,425,625
股本	324,794	324,794	324,794	324,794
归属母公司股东权益	991,122	1,130,192	1,238,330	1,420,813
所有者权益总额	1,032,619	1,211,885	1,240,272	1,422,915
资本状况:	2014	2015	2016E	2017E
资本充足率	12.82%	13.40%	11.88%	11.58%
核心资本充足率	9.90%	10.24%	9.13%	9.20%
杠杆率	15.47	14.68	15.90	15.35
RORWA	1.80%	1.66%	1.55%	1.35%
风险加权系数	67.94%	61.75%	64.06%	66.50%

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

