

评级: 增持 (维持)

市场价格: 3.25

目标价格: 3.41-3.58

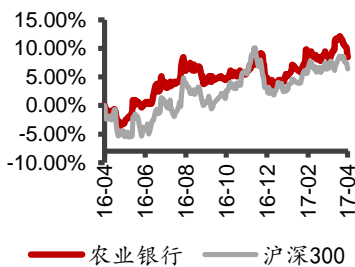
分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	324794
流通股本(百万股)	294055
市价(元)	3.25
市值(百万元)	1,050,163
流通市值(百万元)	955,680

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 银行 16 年报系列深度 1-多维度看资产质量: 企稳迹象明显 (2017.4.11)
- 2 银行 16 年报系列深度 2--不断拆分看收入端: 增速会持续平稳 (2017.4.12)

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	507,787	524,561	497,503	526,888	566,363
增长率 yoy%	10.1%	3.3%	-5.2%	5.9%	7.5%
净利润	179,461	180,582	183,941	188,190	194,646
增长率 yoy%	7.9%	0.6%	1.9%	2.3%	3.4%
每股收益 (元)	0.55	0.56	0.57	0.58	0.60
净资产收益率	19.13%	16.11%	14.53%	13.32%	12.15%
P/E	5.88	5.85	5.74	5.61	5.42
PEG	0.74	9.75	3.02	2.44	1.59
P/B	1.07	0.93	0.85	0.74	0.65

备注:

投资要点

- **年报亮点:** 1、4 季度资产质量改善, 不良净生成等指标均改善; 2、拨备较充分: 拨贷比 4.1%, 拨备覆盖率 173%; 3、核心资本充足率提升。年报不足: 4 季度净利息收入表现平淡。
- **年报概述。** 农业银行 1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年营收同比增速分别为 -2.9%、-5.2%、-4.9%、-5.2%; 拨备前利润同增-3.4%、-3.3%、-0.8%、-0.6%; 净利润增速 1.1%、0.8%、0.6%、1.9%。
- **4 季度息差环比平稳, 未体现资金端优势。** 4 季度净利息收入环比增长 0.8%, 贷款环增 1.1%, 生息资产环增 2.6%, 可推知 4 季度日均净息差较为平稳。4 季度测算净息差环比下降 3bp, 生息资产收益率环比下降 2bp, 计息负债付息率环比持平。**4 季度资产增速变化: 同业资产环比增长较快 (26.4%)。** 其中存放、拆放同业环增 34.5%、34.3%。4 季度资产负债结构变化: 资产端贷款、债券投资占比均下降, 分别下降 0.8%、0.03%; 同业资产占比升 1.5%。负债端同业负债占比升 2.7% (向银行借款环增 122.1%、卖出回购环增 115.1%), 存款、发债占比降 2.5%、0.2%。

2016 年全年日均余额净息差较 2015 年下降 41bp, 生息资产收益率、计息负债付息率分别较去年下降 72bp、33bp, 净利差下降 39bp。

- **贷款端结构调整。** 生息资产同增 9.8%, 贷款同增 9.1%, 债券投资同增 18.2%; **资产负债增速: 对公贷款同增 3.2%、个贷同增 22.4% (住房按揭同增 33%)。** **负债端活期存款同增 18.4%, 零售贷款带来增量较多;** 定期存款同比增长 3.9%; 同业负债同增 15.9% (向央行借款同增 380%、卖出回购同增 132%)。资产结构变化: 制造业、建筑业、批零行业贷款发放同比下降 11%、13%、23%; 金融业、租赁、水利环境和公共设施业、交运同增 61%、21%、17%、14%。
- **净手续费增长较平稳。** 1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年净手续费收入同比增长 7.2%、7.3%、9.8%、10.2%。4 季度净手续费收入下降 19.2%。手续费占比较大的是代理业务 (44%) 与银行卡手续费 (22%), 2016 年分别同比增长 37.5%、-2.8%。半年报代理业务同增 26.8%, 银行卡手续费同增-5.6%; 银行卡手续费增速下滑趋势得到遏制。
- **不良净生成稳中有降, 其他指标有所改善。** 4 季度不良率 2.37%, 环比下降

2bp。1Q16-4Q16 单季测算不良净生成 1.36%、0.93%、1.35%、0.98%（测算存在一定误差）；2016 累计年化不良净生成 1.13%，较 1-3Q16 下降 11bp，总体看 4 季度不良净生成平稳且略有下降。4 季度核销减少，环比下降 2.26%，全年核销转出率较年中增加 2.91%。其他不良指标有所改善：年底关注类贷款占比总贷款 3.88%，较年中下降 29bp，逾期率 2.83%，较年中下降 0.4%。对不良的认定也趋严：逾期 90 天以上占比不良贷款 84.52%，较年中下降 6.28%。

- **拨备计提力度小幅上升。**2016 年累积信用成本 0.85%，较年中上升 8bp，较年初下降 11bp。拨贷比 4.12%，环比下降 1bp，较年中下降 0.14%。存量拨备对不良覆盖能力上升，2016 年拨备覆盖率 173.4%，环比上升 0.67%。
- **核心资本充足率提升。**全年风险加权资产环比增 0.3%、同比增 7.9%。核心一级资本充足率 10.38%，环比上升 3bp，较年初上升 14bp；2016 年资本充足率 13.04%，环比下降 17bp，较年初下降 36bp。
- **投资建议：**公司 16、17E PB 0.85X/0.74X（国有行 0.85X/0.75X）；PE 5.74X/5.61X（国有行 6.19X/6.09X）。农行拨备覆盖率、拨贷比高于其他国有行；定位转型全面金融服务商、轻资本型业务。我们看好农行资金端的优势，将其列入 3 月份中泰金股。同时，今年需重视大银行的配置价值，大银行的基本面向会好于市场预期：目前的经济趋势和结构对大型银行是更有利的。大行确定企稳的基本面+低估值（17 年 PB0.75 倍），全年带来稳稳的收益；尤其在市场没有方向，预期收益不高时，大银行配置价值尤为显现。
- **风险提示：**经济下滑超预期。

图表：农业银行盈利预测表

每股指标	2015	2016	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E
PE	5.85	5.74	5.61	5.42	净利息收入	436,140	398,104	420,277	457,713
PB	0.93	0.85	0.74	0.65	手续费净收入	82,549	90,935	97,300	99,246
EPS	0.56	0.57	0.58	0.60	营业收入	524,561	497,503	526,888	566,363
BVPS	3.48	3.81	4.38	4.98	业务及管理费	(178,443)	(175,013)	(178,088)	(192,563)
每股股利	0.17	0.17	0.17	0.18	拨备前利润	315,029	313,070	334,506	356,717
盈利能力	2015	2016	2017E	2018E	拨备	(84,172)	(86,446)	(94,008)	(107,975)
净息差	2.62%	2.16%	2.08%	2.08%	税前利润	230,857	226,624	240,497	248,742
贷款收益率	5.61%	4.41%	4.42%	4.40%	税后利润	180,774	184,060	188,309	194,765
生息资产收益率	4.35%	3.57%	3.56%	3.55%	归属母公司净利润	180,582	183,941	188,190	194,646
存款付息率	1.79%	1.46%	1.45%	1.44%	资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E
计息负债成本率	1.95%	1.57%	1.63%	1.61%	贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,497,210	11,315,993
ROAA	1.07%	0.99%	0.91%	0.85%	债券投资	4,496,133	5,333,535	6,293,571	7,206,139
ROAE	16.11%	14.53%	13.32%	12.15%	同业资产	1,673,984	1,526,665	1,450,332	1,305,299
成本收入比	34.02%	35.18%	33.80%	34.00%	生息资产	17,550,702	19,279,885	21,078,784	22,960,219
业绩与规模增长	2015	2016	2017E	2018E	资产总额	17,791,393	19,570,061	21,834,798	24,158,052
净利息收入	1.45%	-8.72%	5.57%	8.91%	存款	13,538,360	15,038,001	16,692,181	18,428,168
营业收入	3.30%	-5.16%	5.91%	7.49%	同业负债	1,687,063	1,954,949	2,052,696	2,257,966
拨备前利润	4.93%	-0.62%	6.85%	6.64%	发行债券	382,742	388,215	465,858	535,737
归属母公司净利润	0.62%	1.86%	2.31%	3.43%	计息负债	15,608,165	17,381,165	19,210,736	21,221,871
净手续费收入	3.03%	10.16%	7.00%	2.00%	负债总额	16,579,508	18,248,470	20,328,821	22,457,006
贷款余额	10.03%	9.09%	8.00%	7.80%	股本	324,794	324,794	324,794	324,794
生息资产	11.17%	9.85%	9.33%	8.93%	归属母公司股东权益	1,210,091	1,318,193	1,502,299	1,697,064
存款余额	8.02%	11.08%	11.00%	10.40%	所有者权益总额	1,211,885	1,321,591	1,505,978	1,701,046
计息负债	10.49%	11.36%	10.53%	10.47%	资本状况	2015	2016	2017E	2018E
资产质量	2015	2016	2017E	2018E	资本充足率	13.40%	13.04%	12.69%	12.28%
不良率	2.39%	2.37%	2.37%	2.27%	核心资本充足率	10.24%	10.38%	10.38%	10.27%
拨备覆盖率	189.15%	173.28%	170.55%	173.82%	杠杆率	14.68	14.81	14.50	14.20
拨贷比	4.53%	4.12%	4.05%	3.94%	RORWA	1.66%	1.61%	1.48%	1.33%
不良净生成率	1.60%	1.13%	0.90%	0.90%	风险加权系数	61.75%	60.58%	62.44%	64.90%

资料来源：公司年报，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。