

**评级：增持(维持)**

市场价格：3.33

目标价格：3.50—3.66

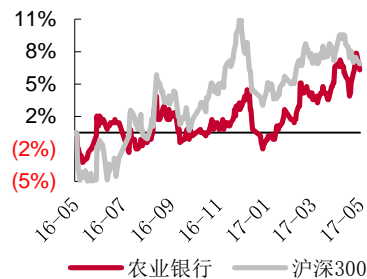
分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	324,794
流通股本(百万股)	294,055
市价(元)	3.33
市值(百万元)	1,081,564
流通市值(百万元)	979,204

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 农业银行 2016 年报点评：3 月中泰金股，看好资金端优势 (2017.4.19)
- 2 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)
- 3 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)
- 4 银行 16 年报系列深度 3—16 年，银行的资产负债有哪些变化？ (2017.4.25)

**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	6.03	5.99	5.88	5.75	5.56
PEG	0.76	0.99	3.16	2.49	1.62
P/B	1.09	0.96	0.87	0.76	0.67

备注：

**投资要点**

- **1 季报亮点：**1、资金端有优势，付息率环比下降，存款保持较快增速；2、不良率环比下降；3、拨贷比保持在高位（4%）。

**1 季报不足：**1、手续费增速持续放缓，同比降 12%。2、汇兑损益下降较多。

- **投资建议：**农业银行 16、17E PB 0.89X/0.77X（国有行 0.87X/0.77X）；PE 5.97X/5.83X（国有行 6.35X/6.25X）。农行拨备前利润好于市场预期，农行业是我们纳入中泰证券 3 月金股组合的唯一一只银行股，继续看好。2 月中旬以来，我们只推荐大银行板块，坚定而持续地推荐。3 月中泰金股是农行，4 月是工行。这段时间，持有大行，是有绝对收益的；相对银行板块和大盘，大银行有明显的相对收益。

目前监管环境下，选择金融企业的标准：1、负债端有优势的；2、合规经营的。大银行目前估值 17 年 PB0.76 倍，基本面稳定，中长期持有，仍会有稳定的收益。当市场没有好选择时，重视大银行的配置价值！

- **季报点评：**

- **1 季报概述。**农业银行 1Q17 营收、拨备前利润、净利润同比增速分别为-1.6%、6%、1.9%。

- **1 季度净息差环比持平：收益率、付息率均有下降**

1 季度净利息收入环比增长 3.2%，生息资产环增 3.9%，可推净息差环比平稳，我们测算的单季年化净息差环比持平。资产收益率与资金成本均有下降：生息资产收益环比下降 3bp，计息负债付息率环比下降 4bp。

- **1 季度资产负债环比变化：资产端债券投资、同业资产占比下降，存款环比增长 6%**

1 季度资产负债增速变化：贷款环增 4%、债券投资环比增长 6.6%（交易类环比增长 20%、持有至到期投资环比增长 8.7%）；存款环比增长 6.1%、同业负债环比下降 11%（同业存放环比下降 26%、卖出回购环比下降 32%，卖出回购债券减少）。1 季度资产负债结构变化：贷款、债券投资占比提升 0.1%、0.7%，同业资产占比下降 0.4%。负债端存款、发债占比提升 1.4%、

0.2%；同业负债占比下降 1.7%。

■ **手续费增速放缓，占比营收 19%**

1Q16、1H16、1-3Q16、2016 全年、1Q17 净手续费收入同比增长 7.2%、7.3%、9.8%、10.2%、-11.9%。1 季度净手续费收入环增 43%。手续费支出同比增长 51.5%，原因为银行卡手续费支出增加。

净其他非息收入同增-8.1%，主要为汇兑净损益下降较多，同比下降 89%（汇率波动导致外汇敞口汇兑收益减少）。

■ **成本收入比下降**

1Q17 成本收入比 29.35%，环比下降 5.83%，同比增加 0.4%。业务及管理费用同比增长-0.43%、环比增长-31%。

■ **资产质量较平稳**

**1 季度不良净生成平稳。**1 季度不良率 2.33%，环比下降 4bp、同比下降 6 bp。1Q17 累计年化不良净生成 0.8%（测算值）、环比下降 0.33%。1 季度核销力度减弱，环比下降 13.53%。

■ **拨备对不良覆盖能力增强**

拨贷比充足、远高于同业水平，1Q17 为 4.05%，环比下降 7bp。存量拨备对不良覆盖能力较去年 4 季度增强，1Q17 拨备覆盖率 173.6%，环比上升 20bp。

■ **资本充足率保持稳定**

风险加权资产同增 5.4%，环比增长 2.5%。核心一级资本充足率 10.5%，环比上升 12bp，同比上升 29bp；资本充足率 13.21%，环比上升 17bp，同比上升 10bp。

■ **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	2015A	2016A	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
PE	5.99	5.88	5.75	5.56	净利息收入	436,140	398,104	420,277	457,713
PB	0.96	0.87	0.76	0.67	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
<b>盈利能力</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
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
<b>业绩与规模增长</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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%	<b>资本状况</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>资产质量</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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。