

农业银行 (601288)

负债成本上升明显导致息差环比收窄

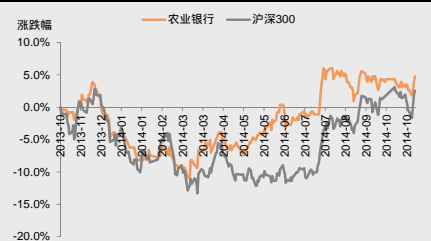
推荐 (维持)

现价: 2.50 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com
大股东/持股	中央汇金投资有限责任公司/40.28%
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	324,794
流通 A 股(百万股)	284,164
流通 B/H 股(百万股)	30,738
总市值 (亿元)	811,985
流通 A 股市值(亿元)	710,410
每股净资产(元)	2.95
资本充足率(%)	12.38

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
王宇轩	投资咨询资格编号 S1060513020001 021-38633846 WANGYUXUAN535@pingan.com.cn
黄耀锋	投资咨询资格编号 S1060513070007 021-38639002 HUANGYAOFENG558@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: 农业银行 2014 年前三季度实现归属于母公司净利润 1524 亿元,同比增长 10.5%,略低于我们预期(12%),ROA1.33%(+1BP, YoY), ROE22.34% (-0.75Pct, YoY), 净息差 2.91% (+16BPs, YoY), 成本收入比 30.8% (-1.98Pct, YoY)。不良率 1.29%(+5BPs, QoQ), 拨备覆盖率 335%(-11.3Pct, QoQ)。高级法口径下,核心一级资本充足率 8.90%,资本充足率 12.38%。

平安观点:

■ 息差环比下降主要来自于负债成本上升

农行前三季度息差水平为 2.91%,同比上升了 16BPs,拆开来(按照期初期末余额计算)生息资产收益率上升了 19BPs,付息负债成本率累计上升了 7BPs。依据我们的测算,息差环比下降了 3BPs(VS 建行+1BP, QoQ; 中行-1BPs, QoQ),主要原因是付息成本的上升。按照期初期末余额测算,三季度生息资产收益率单季上升 9BPs,付息负债成本率单季就上升了 11BPs。主要原因包括:1)存款偏离度监管使得低息的活期存款环比占比下降了 1 个百分点,从而抬升了存款成本;2)农行向央行借款项下较半年末恰好增加了 1000 亿,我们猜测农行已经使用了 SLF 的额度(成本在 3.5%);3)资产端生息资产收益率提升得益于高收益贷款的配置增加。农行目前风险偏好相对较低,贷款定价水平进一步提高有一定难度,但存款成本依然有抬升压力,息差或继续有小幅环比收窄趋势。

8 月份国家清理整顿乱收费,各大行下调了部分手续费收费,这对农行的影响较其他大行更加明显,可以看到农行前三季度手续费及佣金净收入同比下降 2.01%(大行中唯一下降的银行),主要是由于顾问和咨询业务手续费收入下降较多。

■ 资产质量仍有压力,未来拨备力度或加大

农行不良率 1.29%,环比上升 5BPs,我们测算的三季度单季不良净生成率 0.6%,环比有一定改善但仍然存在不小的压力。三季度单季信用成本 0.85% (+31BPs, YoY; 环比持平),考虑到资产质量向好的拐点仍未出现,四季度农行仍有进一步加提拨备的可能。

■ 维持盈利预测和推荐评级

我们维持农行 2014/15 年盈利预测,对应于 EPS 分别为 0.57/0.64。近期 400 亿的优先股发行完成,我们预计一级资本充足率将提高 0.4 个百分点左右。目前股价对应 14/15 年 PB 分别为 0.8x/0.7x,维持“推荐”评级。

■ 风险提示:县域存款竞争压力加大,资产质量恶化。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	421,710	461,168	495,164	534,730	584,796
YoY(%)	10.85	10.23	7.68	7.70	9.40
净利润(百万元)	145,094	166,315	185,081	207,350	226,518
YoY(%)	19.00	14.63	11.28	12.03	9.24
ROE(%)	20.74	20.88	20.41	19.77	18.64
EPS(摊薄/元)	0.45	0.51	0.57	0.64	0.70
P/E(倍)	5.6	4.9	4.4	3.9	3.6
P/B(倍)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.6

图表1 盈利预测一览

	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						经营管理 (%)					
每股净利润	0.45	0.51	0.57	0.64	0.70	贷款增长率 (毛额)	14.07%	12.30%	10.00%	10.00%	10.00%
每股净资产	2.31	2.60	2.99	3.47	4.01	生息资产增长率	13.37%	9.65%	11.00%	10.00%	10.00%
每股股利	0.13	0.16	0.18	0.16	0.16	总资产增长率	13.42%	9.95%	11.00%	10.00%	10.00%
股息派发率	35%	35%	35%	35%	35%	存款增长率	12.90%	8.73%	9.50%	9.50%	9.50%
资产负债表 (人民币百万元)						付息负债增长率	13.64%	8.43%	10.68%	9.48%	9.49%
贷款余额 (净额)	6,153,411	6,902,522	7,584,478	8,342,473	9,175,769	净利息收入增长率	11.29%	10.04%	8.33%	8.32%	10.36%
其他生息资产	6,769,492	7,267,285	8,144,008	8,958,861	9,855,699	手续费及佣金净收入增长率	8.86%	11.13%	4.76%	4.76%	4.75%
总资产	13,244,342	14,562,102	16,163,933	17,780,327	19,558,359	营业收入增长率	10.85%	10.23%	7.68%	7.70%	9.40%
存款余额	10,862,935	11,811,411	12,933,495	14,162,177	15,507,584	拨备前利润增长率	8.87%	10.32%	5.89%	8.75%	9.34%
其他付息负债	1,134,409	1,196,869	1,463,830	1,599,613	1,749,704	税前利润增长率	18.79%	13.97%	10.84%	12.03%	9.24%
总负债	12,492,988	13,717,565	15,191,725	16,651,517	18,253,782	净利润增长率	19.00%	14.63%	11.28%	12.03%	9.24%
总股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	非息收入占比	17.75%	18.03%	17.60%	17.07%	16.35%
股东权益	749,815	843,108	970,700	1,127,220	1,302,908	成本收入比	36.79%	36.42%	37.00%	36.50%	36.50%
利润表 (人民币百万元)						信贷成本	0.90%	0.76%	0.60%	0.50%	0.50%
净利息收入	341,879	376,202	407,530	441,451	487,181	有效税率	22.91%	22.77%	22.00%	22.00%	22.00%
手续费及佣金净收入	74,844	83,171	87,134	91,279	95,615	盈利能力 (%)					
营业收入合计	421,710	461,168	495,164	534,730	584,796	平均贷款收益率	6.41%	5.99%	6.05%	6.11%	6.11%
营业费用	-155,130	-167,940	-183,211	-195,176	-213,450	平均生息资产收益率	4.66%	4.56%	4.50%	4.50%	4.50%
拨备前利润	242,162	267,164	282,901	307,659	336,405	平均存款付息率	1.84%	1.74%	1.82%	1.84%	1.84%
资产减值准备	-54,235	-52,990	-45,516	-41,723	-45,895	平均付息负债付息率	1.99%	1.91%	1.94%	2.00%	2.00%
税前利润	187,927	214,174	237,385	265,936	290,510	存贷利差	4.57%	4.25%	4.24%	4.27%	4.27%
净利润 (归属母公司)	145,094	166,315	185,081	207,350	226,518	净利差	2.67%	2.65%	2.56%	2.50%	2.50%
资本状况 (%)						净息差	2.81%	2.79%	2.73%	2.67%	2.68%
核心资本充足率	9.68%	9.25%	10.93%	11.54%	12.13%	拨备前ROA	1.83%	1.83%	1.75%	1.73%	1.72%
资本充足率	12.61%	11.86%	13.31%	13.76%	13.37%	拨备前ROE	32.30%	31.69%	29.14%	27.29%	25.82%
资产风险权重平均系数	54.48%	62.25%	55.00%	55.00%	55.00%	拨备前ROAA	1.94%	1.92%	1.84%	1.81%	1.80%
资产质量 (%)						拨备前ROAE	34.61%	33.54%	31.19%	29.33%	27.69%
正常	94.1%	95.0%				ROA	1.10%	1.14%	1.15%	1.17%	1.16%
关注	4.6%	3.8%				ROE	19.35%	19.73%	19.07%	18.39%	17.39%
次级	0.5%	0.4%				ROAA	1.16%	1.20%	1.20%	1.22%	1.21%
可疑	0.7%	0.7%				ROAE	20.74%	20.88%	20.41%	19.77%	18.64%
损失	0.2%	0.1%				流动性 (%)					
不良贷款比例	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	准备金率	24.06%	22.04%	21.00%	21.00%	21.00%
不良贷款余额 (亿元)	85,848	87,781	94,160	95,836	98,179	存贷比例 (含贴现)	59.22%	61.17%	61.45%	61.73%	62.01%
贷款减值准备覆盖率	326%	367%	385%	417%	448%	存贷比例 (不含贴现)	58.46%	60.71%	57.37%	57.60%	57.86%
拨贷比	4.35%	4.46%	4.56%	4.57%	4.58%	贷款/总资产	46.46%	47.40%	46.92%	46.92%	46.91%

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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 2014 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	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	