

农业银行 (601288.SH) 银行业

评级：增持 维持评级

公司点评

马鲲鹏

分析师 SAC 执业编号：S1130514080003
(8621)60230253
makunpeng@gjzq.com.cn

林瑾璐

联系人
(8621)61038229
linjl@gjzq.com.cn

三季度报点评：不良生成率暂缓恶化、预计今年全年不会利润负增长

事件

农业银行发布 15 年三季度报：前三季度实现净利润 1532 亿元，同比增 0.5%，符合预期；营业收入 4073 亿元，同比增 3.4%。贷款和存款余额分别季度环比增长 1.7% 和 1.1%，资产和负债总额分别季度环比增长 1.4% 和 1.2%。不良率 2.02%，较 2Q15 上升 19bps，拨备覆盖率 218%，较 2Q15 下降 21 个百分点，拨贷比 4.41%，较 2Q15 上升 4bps。核心一级资本充足率 9.72%，资本充足率 13.21%。

评论

资产负债规模增长和盈利增速均放缓、三季度息差持续下降：前三季度净利润同比增 0.5%，符合预期。在资产质量承压而需要大力计提拨备，利率市场化、金融脱媒等导致的息差收窄的影响下，预计全年盈利增速将有所放缓，但不会出现利润负增长。根据我们测算，3Q15 息差 2.58%，同比下降 28bps、环比下降 10bps，自 4Q14 以来，息差持续收窄的趋势未有改变。资产和负债总额分别季度环比增长 1.4% 和 1.2%，增速较二季度环比均有明显下降。资产端主要是贷款投放速度有所放慢，体现在 3Q15 贷款总额环比仅增 1.7%，较 2Q15 季度 2.7% 的环比增速下降 1 个百分点，这一降幅较往年同期有所扩大。我们认为，主要原因是经济下行压力下，有效贷款需求减弱，而这也是目前银行业普遍面临的情况。在负债端，整体负债成本较高的同业负债季度环比增速 0.5%，低于存款 1.3% 的季度环比增速，我们认为这是农行主动调整其负债结构的体现。我们推测，今年以来在央行连续降息影响下，农行存款成本在原先同业较低的水平上又进一步下降。

前三季度不良率跃升，但三季度单季加回核销后不良生成率环比下降：三季度披露的不良贷款余额 1792 亿元，同比增长 12.3%，不良率较去年 9 月末的 1.29% 跃升 73bps 至 2.02%。我们测算，加回前三季度核销处置后不良率 2.29%，同比上升约 80bps，但值得注意的是，三季度单季加回核销后的不良生成率 128bps，较二季度有所下降（1Q15 和 2Q15 加回单季核销后的不良生成率分别为 86bps 和 160bps），但并不排除季节性影响。我们测算，在二季度进行约 128 亿大批量核销后，三季度继续大幅度核销约 85 亿元不良贷款，拨备覆盖率环比下降 20.7 个百分点至 218.30%。

三季度手续费收入有所下降：前三季度实现手续费及佣金净收入 666 亿元，同比仅增一个百分点，占营业收入比重 16.4%，同比下降 0.4 个百分点（15 年前三季度手续费占营业收入比重出现连续下降，1Q15、2Q15、3Q15 分别为 19.35%、15.34%、14.25%），而三季度单季度手续费收入 190 亿元，相较前两个季度超过 200 亿元的收入有明显下降（1Q15 和 2Q15 净手续费收入分别为 270 亿元和 207 亿元），主要是受监管收费政策影响，部分结算类业务收费标准下调，结算业务收入有所下滑。

资本充足率继续上升：三季度报显示，资本充足率环比上升 0.3 个百分点至 13.21%，核心一级资本充足率环比上升 0.4 个百分点至 9.72%。资本实力在同业中居于较高水平。

维持“增持”评级：农行业绩表现总体符合预期，截至 10 月 23 日收盘，农行交易在 5.7 倍 15 年 PE 和 1.0 倍 15 年 PB，维持“增持”评级。

图表 1: 季度业绩 - 农业银行

利润表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
净利息收入	103,142	106,296	108,355	112,098	109,442	110,051	109,247	-0.7%	0.8%	317,793	328,740	3.4%
非利息收入	32,958	24,239	18,976	14,794	30,001	24,653	23,882	-3.1%	25.9%	76,173	78,536	3.1%
净手续费收入	26,887	20,961	18,072	14,203	26,978	20,665	18,969	-8.2%	5.0%	65,920	66,612	1.0%
营业收入	136,100	130,535	127,331	126,892	139,443	134,704	133,129	-1.2%	4.6%	393,966	407,276	3.4%
营业支出	(52,875)	(50,228)	(49,604)	(69,236)	(50,320)	(51,702)	(52,074)	0.7%	5.0%	(152,707)	(154,096)	0.9%
营业税金及附加	(7,253)	(7,204)	(7,261)	(7,162)	(7,655)	(7,404)	(7,128)	-3.7%	-1.8%	(21,718)	(22,187)	2.2%
拨备前营业利润 (PPOP)	83,225	80,307	77,727	57,656	89,123	83,002	81,055	-2.3%	4.3%	241,259	253,180	4.9%
资产减值损失	(13,340)	(15,599)	(16,082)	(22,950)	(20,088)	(19,233)	(18,044)	-6.2%	12.2%	(45,021)	(57,365)	27.4%
贷款和垫款减值损失	(13,180)	(13,905)	(15,961)	(22,017)	(19,933)	(18,941)	(18,336)	-3.2%	14.9%	(43,046)	(57,210)	32.9%
营业利润	69,885	64,708	61,645	34,706	69,035	63,769	63,011	-1.2%	2.2%	196,238	195,815	-0.2%
营业外收支净额	426	565	42	280	1,165	710	(674)	-194.9%	-1704.8%	1,033	1,201	16.3%
利润总额	70,311	65,273	61,687	34,986	70,200	64,479	62,337	-3.3%	1.1%	197,271	197,016	-0.1%
所得税费用	(16,789)	(14,728)	(13,249)	(7,981)	(15,881)	(14,234)	(13,531)	-4.9%	2.1%	(44,766)	(43,646)	-2.5%
净利润	53,522	50,545	48,438	27,005	54,319	50,245	48,806	-2.9%	0.8%	152,505	153,370	0.6%
少数股东权益	(92)	57	(31)	17	(203)	(46)	89	-293.5%	-387.1%	(66)	(160)	142.4%
归属母公司股东净利润	53,430	50,602	48,407	27,022	54,116	50,199	48,895	-2.6%	1.0%	152,439	153,210	0.5%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	na	na	0	0	na
普通股股东净利润	53,430	50,602	48,407	27,022	54,116	50,199	48,895	-2.6%	1.0%	152,439	153,210	0.5%

资产负债表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
贷款总额	7,552,857	7,840,907	7,997,605	8,098,067	8,496,671	8,727,449	8,873,759	1.7%	11.0%	7,997,605	8,873,759	11.0%
存款总额	12,535,428	12,809,504	12,638,575	12,533,397	13,234,003	13,406,292	13,554,404	1.1%	7.2%	12,638,575	13,554,404	7.2%
不良贷款余额	91,991	97,473	103,466	124,970	139,962	159,543	179,158	12.3%	73.2%	103,466	179,158	73.2%
贷款损失准备	333,273	337,653	346,683	358,071	375,162	381,293	391,100	2.6%	12.8%	346,683	391,100	12.8%
资产总额	15,322,116	16,006,612	15,959,249	15,974,152	16,836,530	17,459,554	17,709,510	1.4%	11.0%	15,959,249	17,709,510	11.0%
负债总额	14,416,967	15,098,875	15,000,556	14,941,533	15,711,010	16,337,512	16,534,383	1.2%	10.2%	15,000,556	16,534,383	10.2%
母公司所有者权益	903,632	906,216	957,124	1,031,066	1,123,672	1,120,329	1,173,505	4.7%	22.6%	957,124	1,173,505	22.6%
优先股	0	0	0	39,944	79,899	79,899	79,899	0.0%	na	0	79,899	na
平均生息资产	13,938,108	14,632,540	15,112,239	15,106,629	15,414,366	16,380,410	16,907,446	3.2%	11.9%	14,560,962	16,234,074	11.5%

每股数据 (元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
普通股股本 (百万股)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	0.0%	0.0%	324,794	324,794	0.0%
EPS	0.16	0.16	0.15	0.55	0.17	0.15	0.15	-2.6%	1.0%	0.47	0.47	0.5%
BVPS	2.78	2.79	2.95	3.05	3.21	3.20	3.37	5.1%	14.3%	2.95	3.37	14.3%
DPS	-	-	-	0.18	-	-	-	na	na	-	-	na
PPOP/sh	0.26	0.25	0.24	0.92	0.27	0.26	0.25	-2.3%	4.3%	0.74	0.78	4.9%

主要指标 (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	QoQ	YoY	9M14	9M15	YoY
ROA	1.43%	1.29%	1.21%	0.68%	1.32%	1.17%	1.11%	-0.1pct	-0.1pct	1.33%	1.21%	-0.1pct
ROE	24.47%	22.37%	20.78%	11.33%	21.70%	19.27%	18.33%	-0.9pct	-2.5pct	22.58%	19.98%	-2.6pct
净息差	2.96%	2.91%	2.87%	2.97%	2.84%	2.69%	2.58%	-10bps	-28bps	2.91%	2.70%	-21bps
成本收入比	33.52%	32.96%	33.25%	48.92%	30.60%	32.89%	33.76%	0.9pct	0.5pct	33.25%	32.39%	-0.9pct
有效税率	23.88%	22.56%	21.48%	22.81%	22.62%	22.08%	21.71%	-0.4pct	0.2pct	22.69%	22.15%	-0.5pct
贷存比	60.25%	61.21%	63.28%	64.61%	64.20%	65.10%	65.47%	0.4pct	2.2pct	63.28%	65.47%	2.2pct
不良贷款率	1.22%	1.24%	1.29%	1.54%	1.65%	1.83%	2.02%	19bps	73bps	1.29%	2.02%	73bps
拨备覆盖率	362.29%	346.41%	335.07%	286.53%	268.05%	238.99%	218.30%	-20.7pct	-116.8pct	335.07%	218.30%	-116.8pct
拨贷比	4.41%	4.31%	4.33%	4.42%	4.42%	4.37%	4.41%	4bps	7bps	4.33%	4.41%	7bps
信用成本	0.18%	0.18%	0.20%	0.27%	0.24%	0.22%	0.21%	-1bps	1bps	0.57%	0.67%	11bps
非利息收入/营业收入	24.22%	18.57%	14.90%	11.66%	21.51%	18.30%	17.94%	-0.4pct	3.0pct	19.33%	19.28%	-0.1pct
净手续费收入/营业收入	19.76%	16.06%	14.19%	11.19%	19.35%	15.34%	14.25%	-1.1pct	0.1pct	16.73%	16.36%	-0.4pct
核心一级资本充足率	9.48%	8.65%	8.90%	9.09%	9.38%	9.30%	9.72%	0.4pct	0.8pct	8.90%	9.72%	na
一级资本充足率	9.48%	8.65%	8.90%	9.46%	10.10%	10.02%	10.43%	0.4pct	1.5pct	8.90%	10.43%	1.5pct
资本充足率	11.87%	11.89%	12.38%	12.82%	13.25%	12.95%	13.21%	0.3pct	0.8pct	12.38%	13.21%	0.8pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2：财务数据及预测 - 农业银行

利润表 (百万元)						同比增速 (%)				
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利息收入	376,202	429,891	453,814	470,007	485,285	10.0%	14.3%	5.6%	3.6%	3.3%
非利息收入	86,423	90,967	95,061	97,912	100,360	7.9%	5.3%	4.5%	3.0%	2.5%
净手续费收入	83,171	80,123	81,084	82,057	82,878	11.1%	-3.7%	1.2%	1.2%	1.0%
营业收入	462,625	520,858	548,875	567,919	585,645	9.6%	12.6%	5.4%	3.5%	3.1%
营业支出	(197,459)	(221,943)	(231,930)	(245,846)	(263,055)	9.2%	12.4%	4.5%	6.0%	7.0%
营业税	(27,226)	(28,880)	(30,324)	(31,840)	(33,432)	7.3%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	265,166	298,915	316,944	322,073	322,590	9.9%	12.7%	6.0%	1.6%	0.2%
资产减值损失	(52,990)	(67,971)	(79,996)	(89,020)	(86,057)	-2.3%	28.3%	17.7%	11.3%	-3.3%
贷款减值损失	(52,126)	(65,063)	(76,826)	(85,565)	(82,256)	-4.6%	24.8%	18.1%	11.4%	-3.9%
营业利润	212,176	230,944	236,948	233,053	236,533	13.5%	8.8%	2.6%	-1.6%	1.5%
营业外收支净额	1,998	1,313	1,510	1,661	1,827	109.0%	-34.3%	15.0%	10.0%	10.0%
利润总额	214,174	232,257	238,458	234,714	238,360	14.0%	8.4%	2.7%	-1.6%	1.6%
所得税	(47,963)	(52,747)	(53,653)	(52,811)	(53,631)	12.1%	10.0%	1.7%	-1.6%	1.6%
净利润	166,211	179,510	184,805	181,904	184,729	14.5%	8.0%	2.9%	-1.6%	1.6%
少数股东权益	104	(49)	(51)	(54)	(57)	-381.1%	-147.1%	5.0%	5.0%	5.0%
归属股东净利润	166,315	179,461	184,754	181,850	184,672	14.6%	7.9%	2.9%	-1.6%	1.6%
优先股股息	0	0	4,800	4,800	4,800	na	na	na	na	na
普通股股东净利润	166,315	179,461	179,954	177,050	179,872	14.6%	7.9%	0.3%	-1.6%	1.6%
资产负债表 (百万元)										
贷款总额	7,224,713	8,098,067	9,069,835	10,158,215	10,666,126	12.3%	12.1%	12.0%	12.0%	5.0%
存款总额	11,811,411	12,533,397	13,661,403	14,890,929	15,635,475	8.7%	6.1%	9.0%	9.0%	5.0%
不良贷款余额	87,781	124,970	192,354	233,694	273,261	2.3%	42.4%	53.9%	21.5%	16.9%
贷款损失准备	322,191	358,071	409,146	451,447	486,849	15.1%	11.1%	14.3%	10.3%	7.8%
资产总额	14,562,102	15,974,152	17,556,047	19,227,529	20,508,376	9.9%	9.7%	9.9%	9.5%	6.7%
负债总额	13,717,565	14,941,533	16,407,746	18,026,817	19,241,200	9.8%	8.9%	9.8%	9.9%	6.7%
母公司所有者权益	843,108	1,031,066	1,146,592	1,198,833	1,265,108	12.4%	22.3%	11.2%	4.6%	5.5%
优先股	0	39,944	80,000	80,000	80,000	na	na	na	na	na
平均生息资产	13,463,690	14,697,379	16,413,110	17,905,374	19,373,048	10.8%	9.2%	11.7%	9.1%	8.2%
每股数据 (元)										
普通股股本 (百万股)	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EPS	0.51	0.55	0.55	0.55	0.55	14.6%	7.9%	0.3%	-1.6%	1.6%
BVPS	2.60	3.05	3.28	3.44	3.65	12.4%	17.6%	7.6%	4.9%	5.9%
DPS	0.18	0.18	0.19	0.18	0.19	13.1%	2.8%	2.8%	-1.6%	1.6%
PPOP/sh	0.82	0.92	0.98	0.99	0.99	9.9%	12.7%	6.0%	1.6%	0.2%
主要指标 (%)										
ROA	1.20%	1.18%	1.10%	0.99%	0.93%	0.03%	-0.02%	-0.07%	-0.11%	-0.06%
ROE	20.88%	20.00%	17.92%	16.27%	15.68%	0.15%	-0.88%	-2.08%	-1.65%	-0.59%
净息差	2.79%	2.92%	2.76%	2.62%	2.50%	-0.02%	0.13%	-0.16%	-0.14%	-0.12%
成本收入比	36.80%	37.07%	36.73%	37.68%	39.21%	-0.03%	0.27%	-0.34%	0.95%	1.53%
有效税率	22.39%	22.71%	22.50%	22.50%	22.50%	-0.38%	0.32%	-0.21%	0.00%	0.00%
贷存比	61.17%	64.61%	66.39%	68.22%	68.22%	1.94%	3.44%	1.78%	1.83%	0.00%
不良贷款率	1.22%	1.54%	2.12%	2.30%	2.56%	-0.12%	0.33%	0.58%	0.18%	0.26%
拨备覆盖率	367.04%	286.53%	212.70%	193.18%	178.16%	40.90%	-80.51%	-73.82%	-19.53%	-15.02%
拨贷比	4.46%	4.42%	4.51%	4.44%	4.56%	0.11%	-0.04%	0.09%	-0.07%	0.12%
信用成本	0.76%	0.85%	0.90%	0.89%	0.79%	-0.14%	0.09%	0.05%	0.00%	-0.10%
非利息收入/营业收入	18.68%	17.46%	17.32%	17.24%	17.14%	-0.30%	-1.22%	-0.15%	-0.08%	-0.10%
净手续费收入/营业收入	17.98%	15.38%	14.77%	14.45%	14.15%	0.24%	-2.60%	-0.61%	-0.32%	-0.30%
核心一级资本充足率	9.25%	9.09%	8.81%	8.89%	8.97%	na	-0.16%	-0.27%	0.08%	0.09%
一级资本充足率	9.25%	9.46%	9.52%	9.56%	9.61%	-0.42%	0.21%	0.06%	0.05%	0.05%
资本充足率	11.86%	12.82%	11.94%	11.72%	11.47%	-0.75%	0.96%	-0.88%	-0.22%	-0.24%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD