



股票代码	601288.CH	1288.HK
评级	持有	持有
收盘价	人民币 3.16	港币 3.25
目标价	人民币 3.00	港币 2.99
原目标价	人民币 3.00	港币 2.90
上/下浮比例	-5%	-8.1%
目标价格基础	0.89倍15年市净率 0.72倍15年市净率	
板块评级	中立	中立

农业银行

由于拨备较低，3季度业绩高于预期

农业银行15年1-3季度归属净利润同比增长0.51%至1532亿人民币。与2季度0.8%的同比降幅相比，3季度利润增速恢复至正增长1%，高于我们的预测，这主要是因为拨备低于预期。由于不良资产余额环比上升12.29%，我们预测4季度信贷成本面临压力。此外，由于净息差下降，利息收入也令人失望。鉴于预期不良贷款持续上升以及净息差的下滑，我们将2015年全年净利润预测下调2.31%，并将16-17年净利润预测分别下调3.89%和10.27%。尽管盈利能力不及我们的预期，但我们仍维持对A股和H股的持有评级，主要是考虑到宽松的货币政策延长了清理坏账的时间，使得当前的股息收益率较有吸引力。

支撑评级的要点

- 拨备前经营利润比我们的预测低1.4%。由于资产收益率下降，15年3季度净息差由2季度的2.60%下降至2.52%。3季度存款成本仅下降1个基点，而资产收益率下降了9个基点。净利息收入环比下降，而生息资产增长1.26%。展望未来，由于在流动性充足和基准利率下调的背景下资产收益率下降，我们预测净息差将继续下滑。
- 不良资产余额环比增长12.29%。15年3季度末不良资产率由15年上半年的1.83%上升至2.02%。同期农业地区不良贷款率由2.18%上升至2.51%。尽管不良贷款余额上升，但15年3季度信贷成本由2季度的0.89%下降至0.82%，同期拨备覆盖率也从239%的水平上有所下降。我们认为15年4季度银行将面临更高的信贷成本。
- 尽管15年3季度存款同比增速由2季度的4.6%回升至7.5%，但同期贷款同比增速由11.3%下降至10.9%。我们发现15年3季度农村地区贷款增速也有所下滑。我们认为资产质量风险的上升以及疲软的需求拖累了贷款增长速度，尽管银行的借款实力强大，流动性也较为充足。虽然基准利率和存准率下调，目前我们认为未来几个月贷款增速加快的可能性依然不大。

评级面临的主要风险

- 1) 农村地区经济快速下滑；2) 农村地区金融竞争加剧；以及3) 三、四线城市房地产价格大幅下跌。

估值

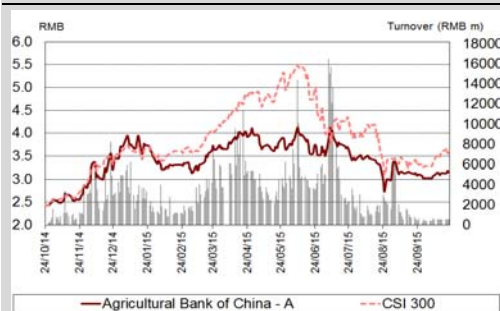
- 农业银行H股和A股分别对应0.8倍和0.93倍2015年预期市净率，与其他大型银行水平相当。鉴于农村地区资产质量风险以及缺乏客户存款定价实力，我们认为农业银行不具备吸引力。我们维持对该股的持有评级。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币百万)	462,625	520,858	545,866	557,399	544,312
变动(%)	8.9	12.6	4.8	2.1	(2.3)
净利润(人民币百万)	166,315	176,553	164,180	154,981	132,568
全面摊薄每股收益(人民币)	0.51	0.54	0.51	0.48	0.41
变动(%)	14.6	6.2	(7.0)	(5.6)	(14.5)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.560	0.581	0.601
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.53	0.52	0.43
调整幅度(%)	-	-	(3.8)	(7.7)	(4.7)
全面摊薄市盈率(倍)	6.2	5.8	6.3	6.6	7.7
每股账面价值(人民币)	2.60	3.05	3.38	3.69	3.95
价格/每股账面价值(倍)	1.22	1.04	0.93	0.86	0.80
净资产收益率(%)	20.9	19.3	15.7	13.5	10.7
每股股息(人民币)	0.18	0.18	0.19	0.17	0.15
股息率(%)	5.6	5.6	5.9	5.5	4.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.9)	1.9	(14.6)	34.9
相对新华富时A50指数	(12.0)	(7.5)	1.4	(14.2)

发行股数(百万)	324,794
流通股(%)	12
流通股市值(人民币百万)	1,026,349
3个月日均交易额(人民币百万)	1,663
主要股东(%)	
汇金	40

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以2015年10月23日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融：银行

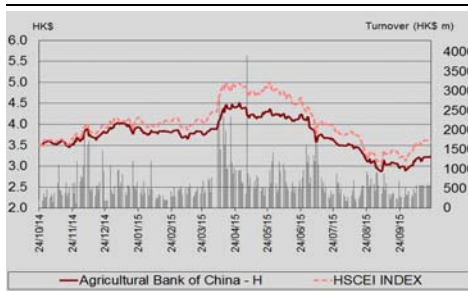
魏涛, CPA*

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080004

*袁琳、张耀冈为本报告重要贡献者

股价表现—H股


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	(12.2)	9.4	(11.2)	(2.5)
相对恒生中国企业指数	(1.9)	(2.8)	(2.0)	(5.4)
H股发行股数(百万)			324,794	
流通股(%)			100	
流通股市值(港币 百万)			865,979	
3个月日均交易额(港币 百万)			476	
主要股东(%)				
汇金			40	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2015年10月23日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日:12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币 百万)	462,625	520,858	545,866	557,399	544,312
变动(%)	8.9	12.6	4.8	2.1	(2.3)
净利润(人民币 百万)	166,315	176,553	164,180	154,981	132,568
全面摊薄每股收益(人民币)	0.51	0.54	0.51	0.48	0.41
变动(%)	14.6	6.2	(7.0)	(5.6)	(14.5)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.558	0.584	0.620
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.53	0.52	0.43
调整幅度(%)	-	-	(3.8)	(7.7)	(4.7)
全面摊薄市盈率(倍)	5.2	4.9	5.3	5.6	6.5
每股账面价值(人民币)	2.60	3.05	3.38	3.69	3.95
价格/每股账面价值(倍)	1.03	0.87	0.79	0.72	0.67
净资产收益率(%)	20.9	19.3	15.7	13.5	10.7
每股股息(人民币)	0.18	0.18	0.19	0.17	0.15
股息率(%)	6.6	6.6	7.0	6.5	5.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 15年3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	15年3季度	14年3季度	同比(%)	环比(%)
利息净收入	109,247	108,355	0.8	(0.7)
手续费收入	18,969	18,072	5.0	(8.2)
其他非息收入	2,751	(370)	NM	(44.4)
营业收入	130,967	126,057	3.9	(3.5)
营业费用	(44,659)	(42,060)	6.2	0.2
拨备前利润	86,308	83,997	2.8	(5.3)
拨备费用	(18,044)	(16,082)	12.2	(6.2)
经营利润	68,264	67,915	0.5	(5.0)
营业税	(7,128)	(7,261)	(1.8)	(3.7)
非经常性收入	1,201	1,033	16.3	NM
税前利润	62,337	61,687	1.1	(3.3)
所得税	(13,531)	(13,249)	2.1	(4.9)
净利润	48,806	48,438	0.8	(2.9)
少数股东权益	89	(31)	NM	NM
可分配净利润	48,895	48,407	1.0	(2.6)

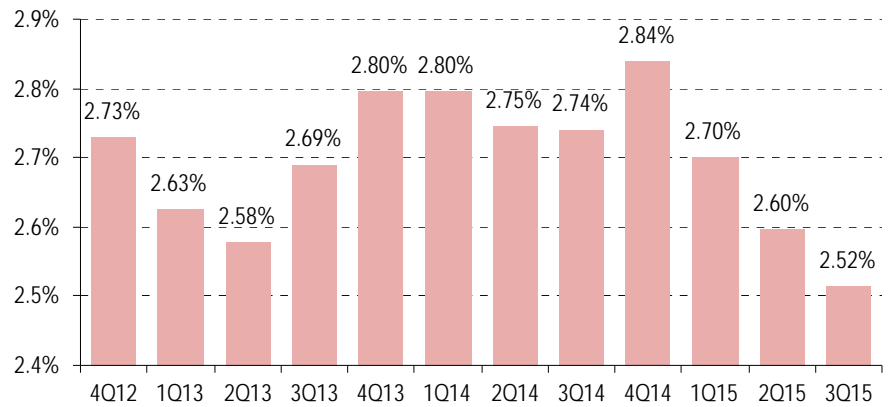
资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 2. 15年上半年实际业绩与中银国际预测之比较

(人民币, 百万)	实际	预测	差异(%)
利息净收入	109,247	110,063	(0.7)
手续费收入	18,969	17,565	8.0
其他非息收入	2,751	4,950	(44.4)
营业收入	130,967	132,579	(1.2)
营业费用	(44,659)	(45,077)	(0.9)
拨备前利润	86,308	87,502	(1.4)
拨备费用	(18,044)	(19,233)	(6.2)
经营利润	68,264	68,269	(0.0)
营业税	(7,128)	(7,236)	(1.5)
非经常性收入	1,201	0	NM
税前利润	62,337	61,033	2.1
所得税	(13,531)	(13,473)	0.4
净利润	48,806	47,560	2.6
少数股东权益	89	(46)	NM
可分配净利润	48,895	47,514	2.9

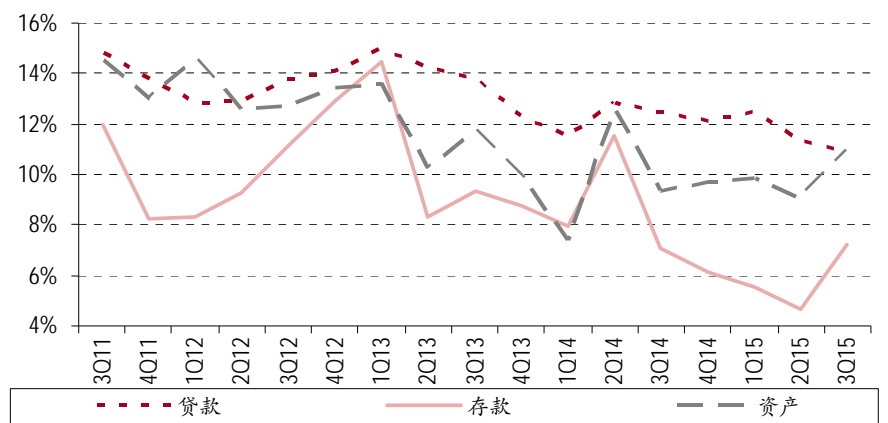
资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 3. 净息差变动



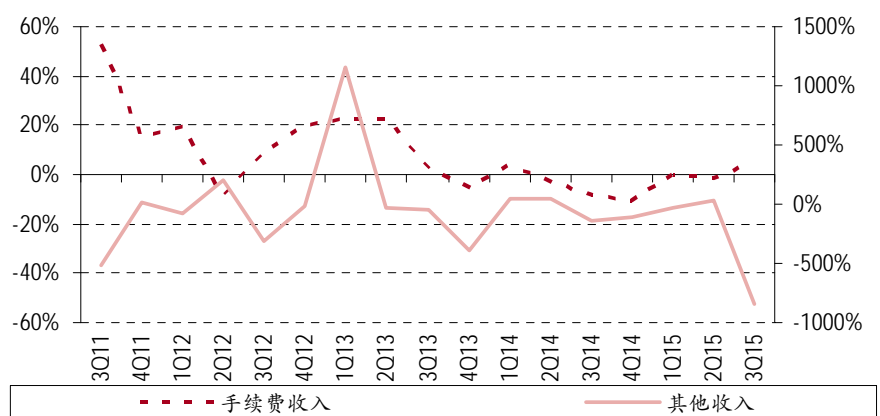
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 4. 存款、贷款和资产同比增长



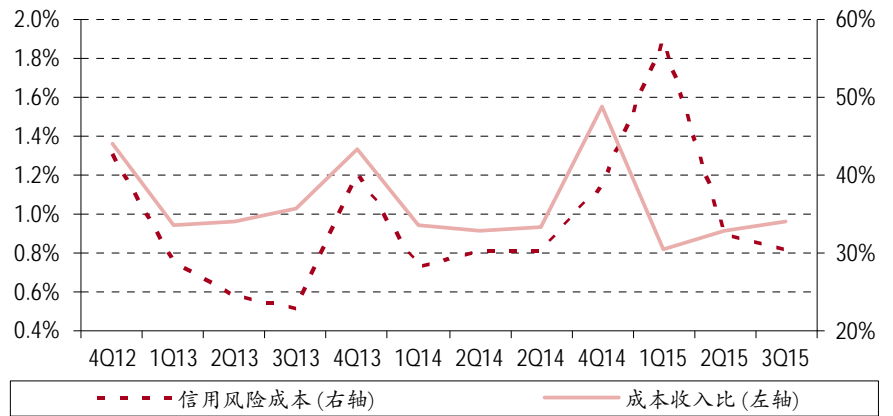
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 手续费收入和其他收入同比增速



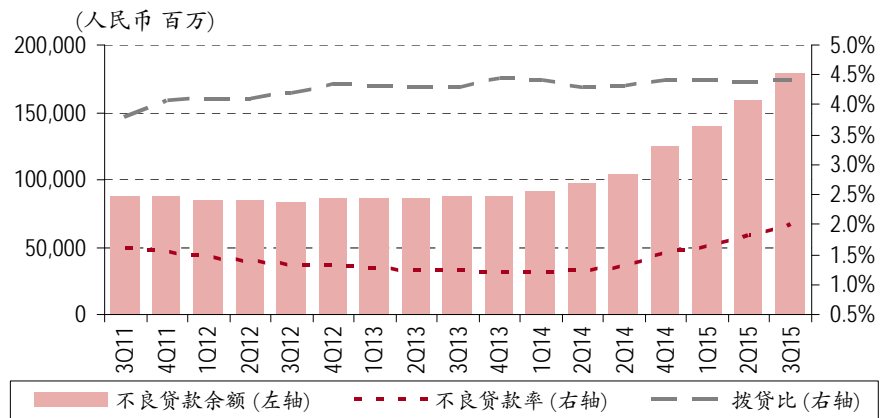
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 成本收入比率及信贷成本



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 7. 不良贷款率和拨备贷款率



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利息收入	376,202	429,891	446,610	448,977	425,744
净手续费及佣金	83,171	80,123	87,328	95,301	104,135
其他非息收入	3,252	10,844	11,928	13,121	14,433
营业收入	462,625	520,858	545,866	557,399	544,312
营业费用	(196,623)	(221,943)	(237,437)	(251,800)	(258,463)
拨备前经营利润	266,002	298,915	308,430	305,599	285,849
贷款损失拨备	(52,990)	(70,879)	(93,138)	(105,170)	(116,075)
经营利润	213,012	228,036	215,291	200,429	169,774
营业税	1,162	1,313	1,379	1,448	1,520
非经常性项目	214,174	229,349	216,670	201,876	171,299
税前利润	(47,963)	(52,747)	(47,654)	(42,055)	(33,886)
所得税	166,211	176,602	169,017	159,821	137,412
税后利润	104	(49)	(37)	(40)	(44)
净利润	166,315	176,553	168,980	159,781	137,368
优先股股息	0	0	(4,800)	(4,800)	(4,800)
可归属于普通股股东的净利润	166,315	176,553	164,180	154,981	132,568
变动(%)	15	6	(7)	(6)	(14)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
资产					
现金及央行存款	2,603,802	2,743,065	2,705,439	2,662,286	2,582,907
同业资产	1,443,385	1,489,285	1,724,646	1,642,311	1,423,478
衍生金融工具	8,186	7,195	7,915	8,706	9,577
贷款	7,224,713	8,098,067	9,272,785	9,899,442	10,435,209
减: 拨备	(322,191)	(358,071)	(376,985)	(401,748)	(421,775)
长期投资	3,220,098	3,575,630	3,923,970	4,330,234	4,800,731
固定资产	1	1	1	1	4
折旧	150,859	154,950	146,933	135,591	121,704
其他资产	233,249	264,030	278,649	294,907	312,961
总资产	14,562,102	15,974,152	17,683,354	18,571,729	19,264,796
负债及权益					
客户存款	11,811,411	12,533,397	13,714,722	14,220,903	14,571,891
同业负债	930,608	1,267,206	1,618,242	1,856,571	2,067,057
其他借款	266,261	325,167	325,167	325,167	325,167
总付息债务	13,008,280	14,125,770	15,658,130	16,402,641	16,964,115
其他负债	709,285	815,763	844,609	888,733	935,147
总负债	13,717,565	14,941,533	16,502,739	17,291,375	17,899,261
普通股股本	324,794	324,794	324,794	324,794	324,794
资本公积	274,832	336,339	388,401	436,677	478,230
留存收益	243,482	329,989	385,848	437,292	480,897
总股东权益	843,108	991,122	1,099,044	1,198,763	1,283,921
少数股东权益	0	39,944	80,000	80,000	80,000
优先股	1,429	1,553	1,571	1,591	1,614
总权益	844,537	1,032,619	1,180,615	1,280,354	1,365,535
总负债及权益	14,562,102	15,974,152	17,683,354	18,571,729	19,264,796

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表-(A/H) (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	214,174	232,257	221,195	202,974	172,397
非现金项目	21,139	30,444	422	8,365	11,513
其他变化	(101,758)	(123,053)	12,113	12,111	12,104
流动资金的变动	(103,420)	(105,603)	585,126	119,422	53,333
经营活动产生的净现金流	30,135	34,045	818,855	342,873	249,347
投资活动产生的净现金流	(184,336)	(140,425)	(362,251)	(413,962)	(476,243)
融资活动产生的净现金流	15,064	30,822	(37,558)	(73,191)	(65,339)
现金增/(减)	(139,137)	(75,558)	419,046	(144,280)	(292,236)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 -(A/H)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
生息资产收益率	4.5	4.6	4.5	4.3	4.1
资金成本	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
利差	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0
净息差	2.7	2.8	2.7	2.5	2.3
非息收入/总收入	18.7	17.5	18.2	19.5	21.8
成本收入比	42.5	42.6	43.5	45.2	47.5
有效税率	22.4	23.0	22.0	20.8	19.8
增长率					
贷款增长率	12.3	12.1	14.5	6.8	5.4
存款增长率	8.7	6.1	9.4	3.7	2.5
资产增长率	9.9	9.7	10.7	5.0	3.7
可持续增长率	25.0	18.4	12.7	7.9	4.9
流动性					
贷存比	61.2	64.6	67.6	69.6	71.6
贷款资金比	59.8	63.0	66.0	68.1	70.0
贷款资产比	49.6	50.7	52.4	53.3	54.2
核心负债/总负债	66.9	66.6	65.4	66.9	54.2
资产质量					
不良贷款率	1.2	1.5	2.1	3.0	4.0
总拨备覆盖率	367.0	286.5	191.0	136.0	100.6
贷款拨备率	4.5	4.4	4.1	4.1	4.0
新增不良贷款形成率	0.2	1.1	1.7	1.9	2.2
信用成本	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1
资本充足率					
权益资产比率	5.8	6.2	6.2	6.5	6.7
核心一级资本充足率	9.2	9.1	8.2	8.3	9.1
一级资本充足率	9.2	9.5	8.5	8.6	9.4
总资本充足率	11.9	12.8	11.9	11.6	12.1
回报率					
资产回报率	1.2	1.2	1.0	0.9	0.7
股本回报率	20.9	19.3	15.7	13.5	10.7
已运用资本收益率	16.8	14.3	11.4	10.0	8.3
风险加权资产回报率	2.0	1.8	1.4	1.1	0.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371