

农业银行 (601288.SH) 银行业

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格 (人民币): 3.20 元

息差持续收窄，风险抵补能力强

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	294,055.29
流通港股(百万股)	30,738.82
总市值(百万元)	1,039,341.17
年内股价最高最低(元)	3.95/2.74
沪深 300 指数	3218.09
上证指数	3003.92



相关报告

1. 《三季报点评：不良生成率暂缓恶化、预计今年全年不会利润负增长...》，2015.10.26

业绩概览

农业银行发布 15 年年报：全年实现营业收入 5362 亿元，同比增长 2.9%，归属母公司股东净利润 1806 亿元，同比增长 0.6%，符合预期。贷款和存款余额分别同比增长 10.0% 和 8.0%，资产和负债总额分别同比增长 11.4% 和 11.0%。15 年全年息差 2.66%，较 14 年下降 26bps。年末不良率 2.39%，环比 3Q15 上升 37bps，拨备覆盖率 189.43%，环比 3Q15 下降 28.9 个百分点，拨贷比 4.53%，环比 3Q15 上升 12bps。核心一级资本充足率 10.24%，环比 3Q15 上升 0.5 个百分点。15 年每股现金分红 0.1668 元，现金分红率 30%。

经营分析

盈利归因：在经济减速、利率汇率市场化持续推进过程中，如我们预期的，四大行归属母公司净利润增速均落在 0-1% 的范围内（工行 0.5%、建行 0.1%、中行 0.7%）。农行盈利增速介于其中。我们的盈利增速归因显示，其主要的增长压力来自息差收窄（-7.3pct）和拨备计提（-3.7pct），最终实现 0.6% 的正增长则主要是受益于生息资产规模的扩张（+8.8pct）和成本费用的有效管控（+3.8pct）。

受降息影响息差持续下降：根据我们测算，15 年单季度息差呈现持续收窄趋势，四个季度依次是 2.84%、2.69%、2.58%、2.00%，主要是受 15 年连续降息影响，资产端生息资产收益率降幅显著高于负债端付息负债成本的下降。我们的息差环比变动分析显示，下半年息差环比降幅有所扩大，主要是贷款陆续重定价导致。我们预计，16 年受利率下行影响，农行息差仍面临进一步收窄压力，但其资产负债结构的调整也将起到一定的抵消作用。

不良暴露充分，逾期贷款增速放缓，风险抵补能力较强：农行加回核销后真实不良率水平在 2.8%，与 2.39% 的披露值较为接近，主要是农行全年核销处置力度相对缓和。年末不良/90 天以上逾期贷款比例为 118%，环比 1H15 上升 9 个百分点，表明农行在不良认定上较为严格，不良暴露充分。此外，我们注意到，下半年 90 天以内逾期贷款环比增 6.2%，较上半年 26.8% 的环比增速出现回落，但资产质量压力是否得到实质性缓解仍需进一步观察。年末拨备覆盖率 189%，虽环比下降近 30 个百分点，但高于其他三大行接近 150% 监管线的拨备覆盖率水平（工行 156%、建行 153%、中行 151%），风险抵补能力仍然较强。

资本充足率持续提升显示了良好的资本实力：年末资本充足率环比 3Q15 上升 0.2 个百分点至 13.40%，核心一级资本充足率环比上升 0.5 个百分点至 10.24%，资产充足率逐季提升，显示了良好的资本实力。

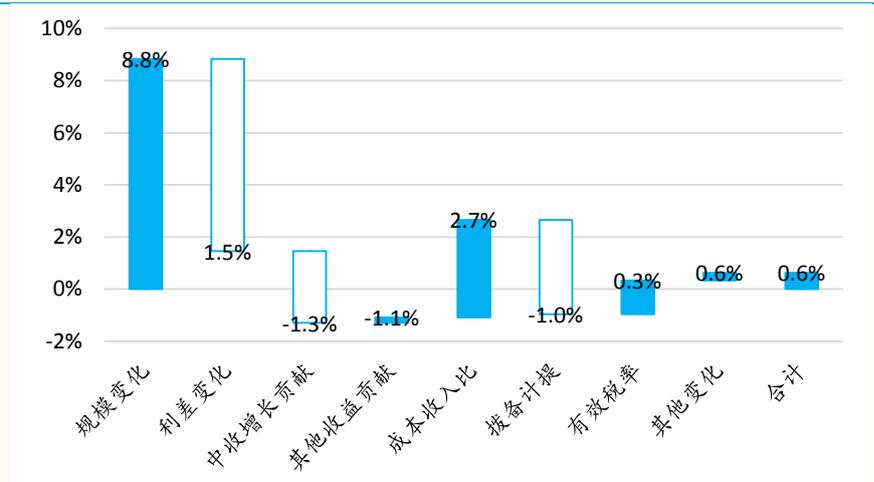
盈利预测及投资建议

我们维持 16/17 年归属母公司股东净利润增速 -2.7%/1.3% 的预测，目前股价对应 0.9 倍 16 年 PB，6.1 倍 16 年 PE，考虑到农行绝对股价较低，股息分红率较高，维持“增持”评级。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

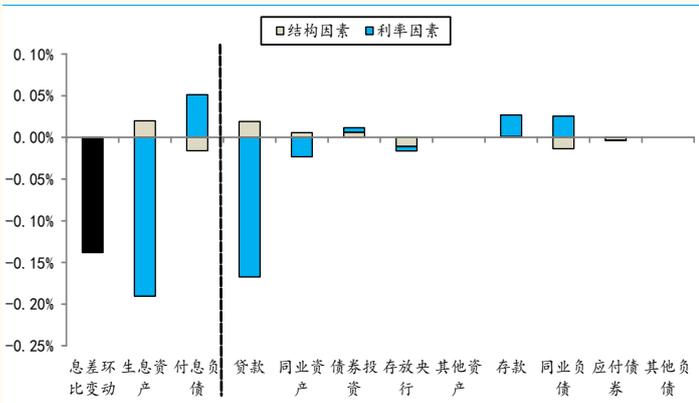
林瑾璐 联系人
(8621)61038229
linjl@gjzq.com.cn

图表 1: 盈利增速归因分析 (2015 全年)



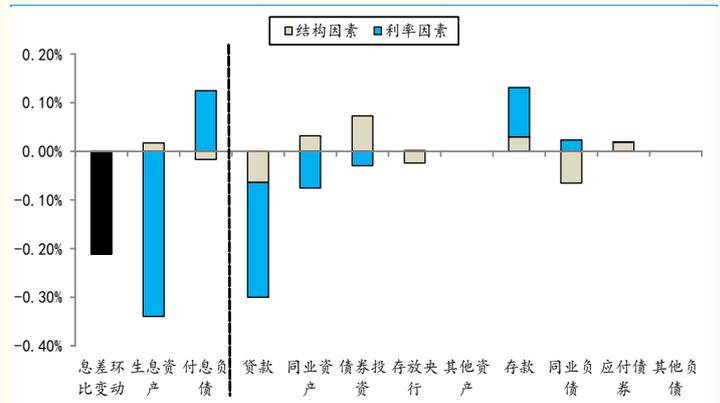
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 2: 息差环比变动因素分析 (1H15)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 3: 息差环比变动因素分析 (2H15)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 4: 年度及季度业绩 - 农业银行

利润表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
净利息收入	103,142	106,296	108,355	112,098	109,442	110,051	109,247	107,400	-1.7%	-4.2%	429,891	436,140	1.5%
非利息收入	32,958	24,239	18,976	14,794	30,001	24,653	23,882	21,492	-10.0%	45.3%	90,967	100,028	10.0%
净手续费收入	26,887	20,961	18,072	14,203	26,978	20,665	18,969	15,937	-16.0%	12.2%	80,123	82,549	3.0%
营业收入	136,100	130,535	127,331	126,892	139,443	134,704	133,129	128,892	-3.2%	1.6%	520,858	536,168	2.9%
营业支出	(52,875)	(50,228)	(49,604)	(69,236)	(50,320)	(51,702)	(52,074)	(65,029)	24.9%	-6.1%	(221,943)	(219,125)	-1.3%
营业税金及附加	(7,253)	(7,204)	(7,261)	(7,162)	(7,655)	(7,404)	(7,128)	(6,888)	-3.4%	-3.8%	(28,880)	(29,075)	0.7%
拨备前营业利润 (PPOP)	83,225	80,307	77,727	57,656	89,123	83,002	81,055	63,863	-21.2%	10.8%	298,915	317,043	6.1%
资产减值损失	(13,340)	(15,599)	(16,082)	(22,950)	(20,088)	(19,233)	(18,044)	(26,807)	48.6%	16.8%	(67,971)	(84,172)	23.8%
贷款和垫款减值损失	(13,180)	(13,905)	(15,961)	(22,017)	(19,933)	(18,941)	(18,336)	(24,687)	34.6%	12.1%	(65,063)	(81,897)	25.9%
营业利润	69,885	64,708	61,645	34,706	69,035	63,769	63,011	37,056	-41.2%	6.8%	230,944	232,871	0.8%
营业外收支净额	426	565	42	280	1,165	710	(674)	(3,215)	377.0%	-1248.2%	1,313	(2,014)	-253.4%
利润总额	70,311	65,273	61,687	34,986	70,200	64,479	62,337	33,841	-45.7%	-3.3%	232,257	230,857	-0.6%
所得税费用	(16,789)	(14,728)	(13,249)	(7,981)	(15,881)	(14,234)	(13,531)	(6,437)	-52.4%	-19.3%	(52,747)	(50,083)	-5.1%
净利润	53,522	50,545	48,438	27,005	54,319	50,245	48,806	27,404	-43.9%	1.5%	179,510	180,774	0.7%
少数股东权益	(92)	57	(31)	17	(203)	(46)	89	(32)	-136.0%	-288.2%	(49)	(192)	291.8%
归属母公司股东净利润	53,430	50,602	48,407	27,022	54,116	50,199	48,895	27,372	-44.0%	1.3%	179,461	180,582	0.6%
优先股股息	0	0	0	0	0	0	0	4,600	na	na	0	4,600	na
普通股股东净利润	53,430	50,602	48,407	27,022	54,116	50,199	48,895	22,772	-53.4%	-15.7%	179,461	175,982	-1.9%

资产负债表 (百万元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	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	8,909,918	0.4%	10.0%	8,098,067	8,909,918	10.0%
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	13,538,360	-0.1%	8.0%	12,533,397	13,538,360	8.0%
不良贷款余额	91,991	97,473	103,466	124,970	139,962	159,543	179,158	212,867	18.8%	70.3%	124,970	212,867	70.3%
贷款损失准备	333,273	337,653	346,683	358,071	375,162	381,293	391,100	403,243	3.1%	12.6%	358,071	403,243	12.6%
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	17,791,393	0.5%	11.4%	15,974,152	17,791,393	11.4%
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	16,579,508	0.3%	11.0%	14,941,533	16,579,508	11.0%
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	1,210,091	3.1%	17.4%	1,031,066	1,210,091	17.4%
优先股	0	0	0	39,944	79,899	79,899	79,899	79,899	0.0%	100.0%	39,944	79,899	100.0%
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	21,440,055	26.8%	41.9%	14,697,379	16,383,048	11.5%

每股数据 (元)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
普通股股本 (百万股)	324,794	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	0.54	259.9%	-1.9%	0.55	0.54	-1.9%
BVPS	2.78	2.79	2.95	3.05	3.21	3.20	3.37	3.48	3.3%	14.0%	3.05	3.48	14.0%
DPS	-	-	-	0.18	-	-	-	0.16	na	-10.8%	0.18	0.16	-10.8%
PPOP/sh	0.26	0.25	0.24	0.92	0.27	0.26	0.25	0.98	291.1%	6.1%	0.92	0.98	6.1%

主要指标 (%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	QoQ	YoY	2014	2015	YoY
ROA	1.43%	1.29%	1.21%	0.68%	1.32%	1.17%	1.11%	0.62%	-0.5pct	-0.1pct	1.18%	1.07%	-0.1pct
ROE	24.47%	22.37%	20.78%	11.33%	21.70%	19.27%	18.33%	8.23%	-10.1pct	-3.1pct	20.00%	16.99%	-3.0pct
净息差	2.96%	2.91%	2.87%	2.97%	2.84%	2.69%	2.58%	2.00%	-58bps	-96bps	2.92%	2.66%	-26bps
成本收入比	33.52%	32.96%	33.25%	48.92%	30.60%	32.89%	33.76%	45.11%	11.3pct	-3.8pct	37.07%	35.45%	-1.6pct
有效税率	23.88%	22.56%	21.48%	22.81%	22.62%	22.08%	21.71%	19.02%	-2.7pct	-3.8pct	22.71%	21.69%	-1.0pct
贷存比	60.25%	61.21%	63.28%	64.61%	64.20%	65.10%	65.47%	65.81%	0.3pct	1.2pct	64.61%	65.81%	1.2pct
不良贷款率	1.22%	1.24%	1.29%	1.54%	1.65%	1.83%	2.02%	2.39%	37bps	85bps	1.54%	2.39%	85bps
拨备覆盖率	362.29%	346.41%	335.07%	286.53%	268.05%	238.99%	218.30%	189.43%	-28.9pct	-97.1pct	286.53%	189.43%	-97.1pct
拨贷比	4.41%	4.31%	4.33%	4.42%	4.42%	4.37%	4.41%	4.53%	12bps	10bps	4.42%	4.53%	10bps
信用成本	0.18%	0.18%	0.20%	0.27%	0.24%	0.22%	0.21%	0.28%	7bps	0bps	0.85%	0.96%	11bps
非利息收入/营业收入	24.22%	18.57%	14.90%	11.66%	21.51%	18.30%	17.94%	16.67%	-1.3pct	5.0pct	17.46%	18.66%	1.2pct
净手续费收入/营业收入	19.76%	16.06%	14.19%	11.19%	19.35%	15.34%	14.25%	12.36%	-1.9pct	1.2pct	15.38%	15.40%	0.0pct
核心一级资本充足率	9.48%	8.65%	8.90%	9.09%	9.38%	9.30%	9.72%	10.24%	0.5pct	1.1pct	9.09%	10.24%	1.1pct
一级资本充足率	9.48%	8.65%	8.90%	9.46%	10.10%	10.02%	10.43%	10.96%	0.5pct	1.5pct	9.46%	10.96%	1.5pct
资本充足率	11.87%	11.89%	12.38%	12.82%	13.25%	12.95%	13.21%	13.40%	0.2pct	0.6pct	12.82%	13.40%	0.6pct

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 5：财务数据及预测 - 农业银行

利润表 (百万元)						同比增速 (%)				
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
净利息收入	376,202	429,891	436,140	448,579	463,196	10.0%	14.3%	1.5%	2.9%	3.3%
非利息收入	86,423	90,967	100,028	105,029	110,281	7.9%	5.3%	10.0%	5.0%	5.0%
净手续费收入	83,171	80,123	82,549	85,025	87,576	11.1%	-3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
营业收入	462,625	520,858	536,168	553,608	573,476	9.6%	12.6%	2.9%	3.3%	3.6%
营业支出	(197,459)	(221,943)	(219,125)	(230,081)	(236,984)	9.2%	12.4%	-1.3%	5.0%	3.0%
营业税	(27,226)	(28,880)	(29,075)	(30,529)	(32,055)	7.3%	6.1%	0.7%	5.0%	5.0%
拨备前营业利润 (PPOP)	265,166	298,915	317,043	323,527	336,493	9.9%	12.7%	6.1%	2.0%	4.0%
资产减值损失	(52,990)	(67,971)	(84,172)	(94,413)	(104,127)	-2.3%	28.3%	23.8%	12.2%	10.3%
贷款减值损失	(52,126)	(65,063)	(81,897)	(91,683)	(100,851)	-4.6%	24.8%	25.9%	11.9%	10.0%
营业利润	212,176	230,944	232,871	229,114	232,365	13.5%	8.8%	0.8%	-1.6%	1.4%
营业外收支净额	1,998	1,313	(2,014)	(2,215)	(2,437)	109.0%	-34.3%	-253.4%	10.0%	10.0%
利润总额	214,174	232,257	230,857	226,899	229,928	14.0%	8.4%	-0.6%	-1.7%	1.3%
所得税	(47,963)	(52,747)	(50,083)	(51,052)	(51,734)	12.1%	10.0%	-5.1%	1.9%	1.3%
净利润	166,211	179,510	180,774	175,846	178,195	14.5%	8.0%	0.7%	-2.7%	1.3%
少数股东权益	104	(49)	(192)	(202)	(212)	-381.1%	-147.1%	291.8%	5.0%	5.0%
归属股东净利润	166,315	179,461	180,582	175,645	177,983	14.6%	7.9%	0.6%	-2.7%	1.3%
优先股股息	0	0	4,600	4,600	4,600	na	na	na	0.0%	0.0%
普通股股东净利润	166,315	179,461	175,982	171,045	173,383	14.6%	7.9%	-1.9%	-2.8%	1.4%

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
贷款总额	7,224,713	8,098,067	8,909,918	9,800,910	10,781,001	12.3%	12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
存款总额	11,811,411	12,533,397	13,538,360	14,621,429	15,791,143	8.7%	6.1%	8.0%	8.0%	8.0%
不良贷款余额	87,781	124,970	212,867	248,418	282,378	2.3%	42.4%	70.3%	16.7%	13.7%
贷款损失准备	322,191	358,071	403,243	443,471	498,013	15.1%	11.1%	12.6%	10.0%	12.3%
资产总额	14,562,102	15,974,152	17,791,393	19,590,981	21,549,797	9.9%	9.7%	11.4%	10.1%	10.0%
负债总额	13,717,565	14,941,533	16,579,508	18,310,063	20,187,743	9.8%	8.9%	11.0%	10.4%	10.3%
母公司所有者权益	843,108	1,031,066	1,210,091	1,278,944	1,359,883	12.4%	22.3%	17.4%	5.7%	6.3%
优先股	0	39,944	79,899	79,899	79,899	na	na	na	na	na
平均生息资产	13,463,690	14,697,379	16,383,048	18,293,352	19,946,912	10.8%	9.2%	11.5%	11.7%	9.0%

每股数据 (元)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
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	0.54	0.53	0.53	14.6%	7.9%	-1.9%	-2.8%	1.4%
BVPS	2.60	3.05	3.48	3.69	3.94	12.4%	17.6%	14.0%	6.1%	6.8%
DPS	0.18	0.18	0.16	0.16	0.16	13.1%	2.8%	-10.8%	-2.7%	1.4%
PPOP/sh	0.82	0.92	0.98	1.00	1.04	9.9%	12.7%	6.1%	2.0%	4.0%

主要指标 (%)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2013	2014	2015	2016E	2017E
ROA	1.20%	1.18%	1.07%	0.94%	0.87%	0.03%	-0.02%	-0.10%	-0.13%	-0.07%
ROE	20.88%	20.00%	16.99%	14.75%	14.04%	0.15%	-0.88%	-3.02%	-2.24%	-0.70%
净息差	2.79%	2.92%	2.66%	2.45%	2.32%	-0.02%	0.13%	-0.26%	-0.21%	-0.13%
成本收入比	36.80%	37.07%	35.45%	36.05%	35.73%	-0.03%	0.27%	-1.62%	0.60%	-0.31%
有效税率	22.39%	22.71%	21.69%	22.50%	22.50%	-0.38%	0.32%	-1.02%	0.81%	0.00%
贷存比	61.17%	64.61%	65.81%	67.03%	68.27%	1.94%	3.44%	1.20%	1.22%	1.24%
不良贷款率	1.22%	1.54%	2.39%	2.53%	2.62%	-0.12%	0.33%	0.85%	0.15%	0.08%
拨备覆盖率	367.04%	286.53%	189.43%	178.52%	176.36%	40.90%	-80.51%	-97.09%	-10.92%	-2.15%
拨贷比	4.46%	4.42%	4.53%	4.52%	4.62%	0.11%	-0.04%	0.10%	0.00%	0.09%
信用成本	0.76%	0.85%	0.96%	0.98%	0.98%	-0.14%	0.09%	0.11%	0.02%	0.00%
非利息收入/营业收入	18.68%	17.46%	18.66%	18.97%	19.23%	-0.30%	-1.22%	1.19%	0.32%	0.26%
净手续费收入/营业收入	17.98%	15.38%	15.40%	15.36%	15.27%	0.24%	-2.60%	0.01%	-0.04%	-0.09%
核心一级资本充足率	9.25%	9.09%	10.24%	10.26%	10.82%	na	-0.16%	1.15%	0.03%	0.56%
一级资本充足率	9.25%	9.46%	10.96%	10.98%	11.53%	-0.42%	0.21%	1.51%	0.02%	0.55%
资本充足率	11.86%	12.82%	13.40%	13.01%	13.56%	-0.75%	0.96%	0.57%	-0.39%	0.55%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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