

农业银行 (601288)

资产质量持续改善，低估值高股息率 值得关注

买入 (维持)

投资要点

- **净息差水平与利润增速均保持在大行前列。**净利润增速保持大行前列。16年农行的净利润增速为1.86%，在国有大行中最高，一季度为1.87%，仅低于建行，盈利能力稳定。净息差水平始终位列大行第一。一季度净息差水平为2.21%，维持五大行中最高水平，主要由于县域市场个人存款的优势地位，一季度农行的个人存款占比高达58.4%，活期存款占比接近56%，处于同业较高水平。成本收入比改善最为明显。一季度，农行的成本收入比较去年同期下降2.06pc，在五大行中下降幅度最大，经营效率大幅提升。
- **传统负债压力相对较小，作为资金拆出方受益于同业利率上行。**一季度末，农行的存款余额较上年底增长6.1%，贷款余额较上年底增长4.1%，存款与贷款增速均位于大行前列，存款增速高于贷款增速，且存贷比（尽管该指标已不考核）不到65%，在五大行中最低，传统负债端有优势。另一方面，农行作为国有大行流动性充裕，是资金拆出方，充分受益于同业利率上行；同业存单发行量少，据wind数据统计，17年以来发行，且截止5月末未到期的同业存单规模不到30亿元。
- **资产质量持续改善，拨备充足为未来利润增长预留空间。**关注类贷款占比与逾期贷款占比双降；一季度，农行的不良率为2.33%，较16年末下降0.04个百分点，国有大行中下降幅度最大；16年末农行的逾期贷款占比为2.83%，较上年末下降0.31pc；关注类贷款占比为3.88%，较上年末下降0.32pc，预计17年不良贷款生成压力将有所缓解。资产质量划分标准较严格，16年末农行不良/逾期的比值约为85%，远高于中行、工行与交行；拨备覆盖率在国有大行中最高。一季度末，农行的拨备覆盖率为173.6%，远高于其它国有大行，在经济企稳的预期下，银行资产质量压力缓解，拨备充足为利润增长预留空间。

盈利预测及投资建议

农行充分受益于经济企稳回暖，资产质量有望好转，拨备充足为未来利润释放预留空间；盈利能力在大行中位于前列，净息差水平最高；MPA考核、同业存单纳入同业负债、理财纳入广义信贷考核等系列新规，对大行的影响较小；股息率在上市银行中最高，17年为4.84%。我们预计17/18年农行的归母净利润分别为1887.5亿和1977.4亿，BVPS为4.28和4.71元/股。公司目前估值0.82倍17PB，银行体系风险降低会带来估值提升，我们预计公司估值将提升至1倍PB，对应目标价为4.28元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行压力加大、同业监管力度加大。

2017年5月29日

证券分析师 马婷婷
S060051704002
021-60199607
matt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2017年5月29日)

收盘价 (元)	3.51
市盈率 (2016)	6.20
市净率 (2016)	0.86
流通 A 股市值 (百万元)	1032134

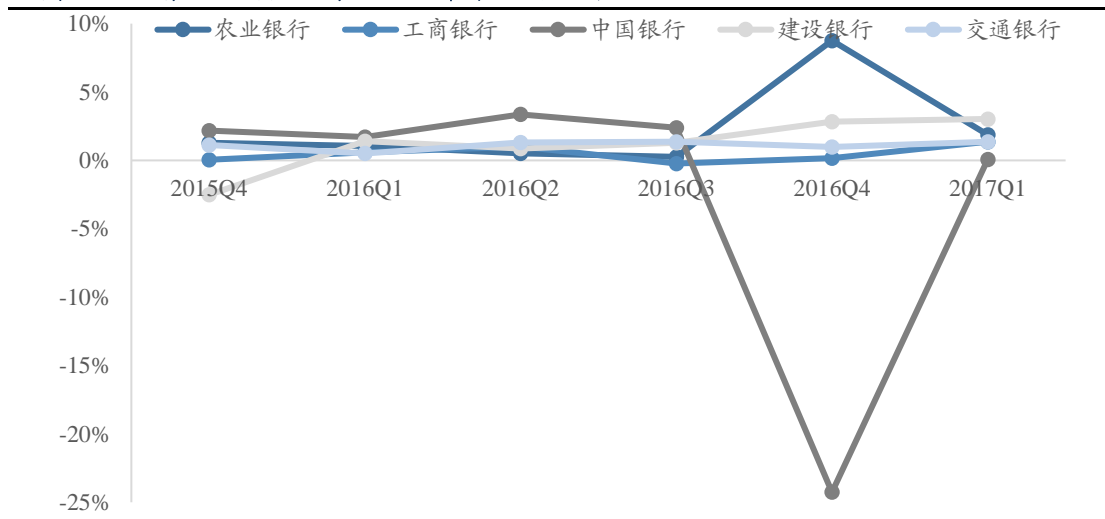
基础数据 (2016)

每股净资产 (元)	4.06
资产负债率 (%)	93.25%
总股本 (百万股)	324794
流通 A 股 (百万股)	294055

相关报告

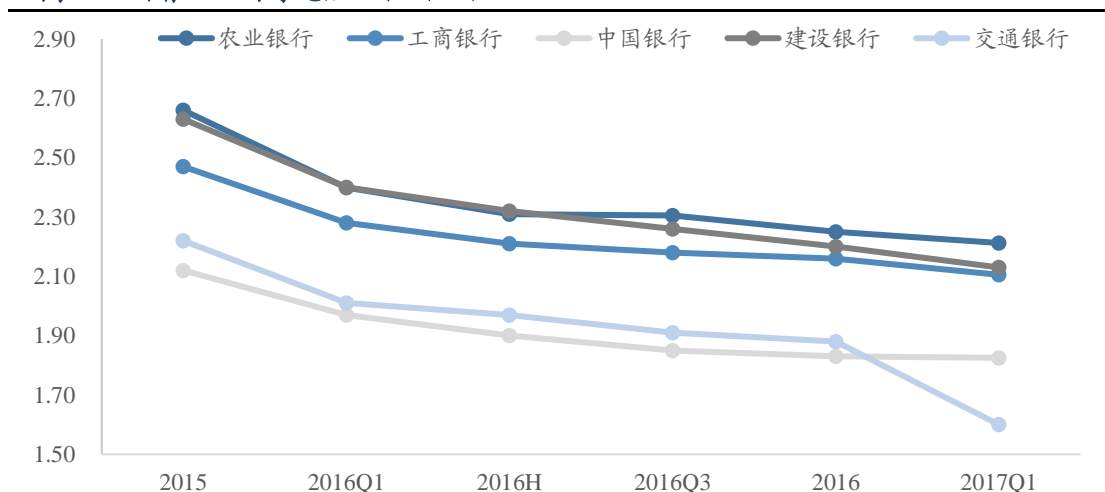
1. 行业周报：16年同业理财扩张明显，严监管下增速或将放缓 20170521
2. 行业周报：银监会通报监管重点工作，市场情绪缓和 20170514
3. 4月金融数据及社融数据点评：社融新增超预期，中长期信贷需求旺盛，表外融资增速回落 20170513

图表 1: 国有五大行归母净利润(单季)同比增速



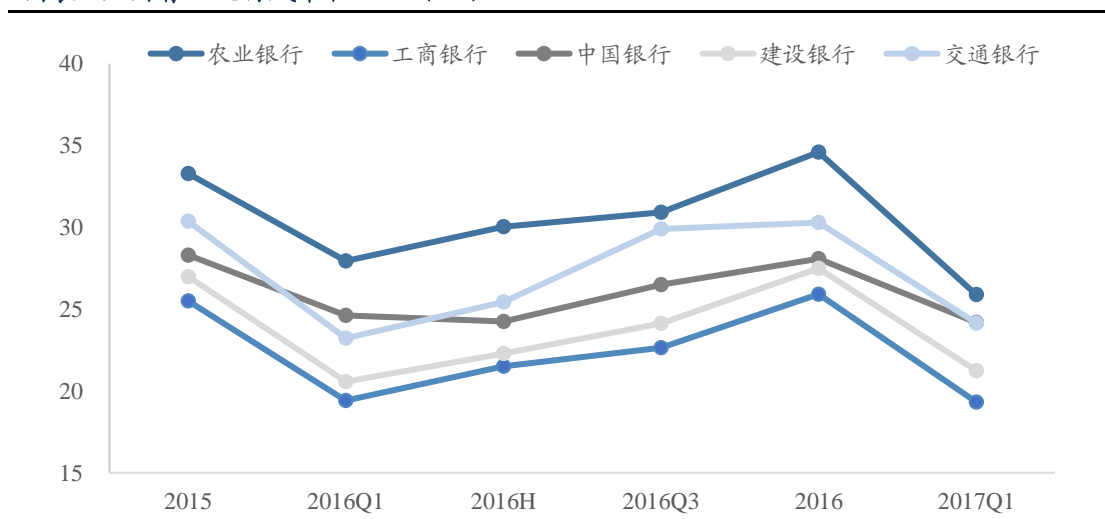
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 国有五大行净息差比较 (%)



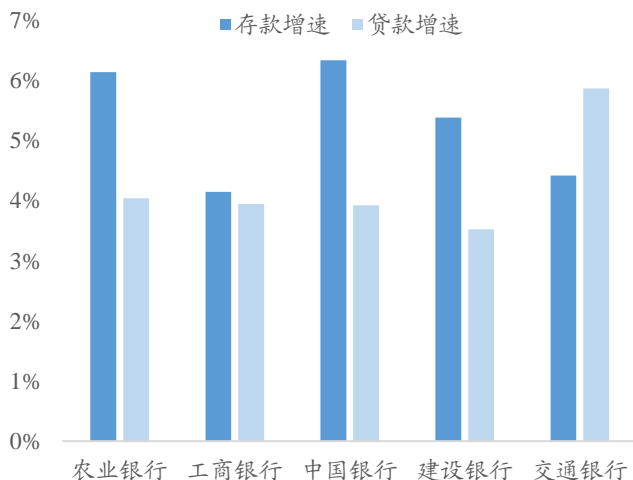
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 国有五大行成本收入比 (%)



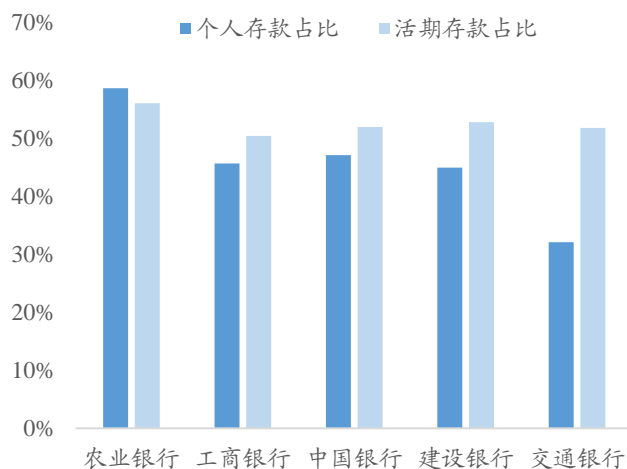
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 国有五大行 17Q1 存贷款余额较 16 年末增速



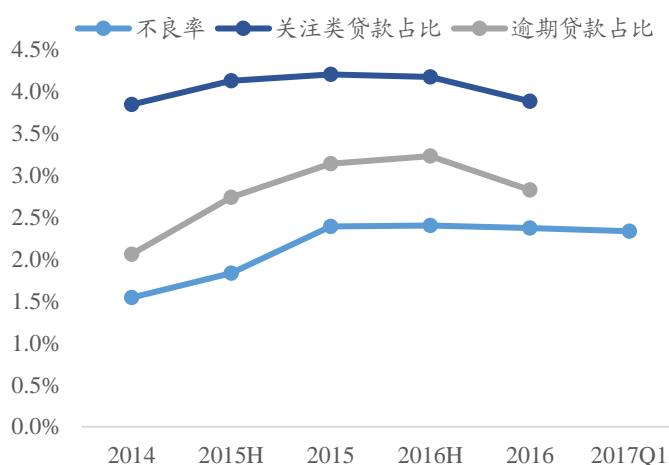
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 国有五大行 16 年末个人及活期存款占比



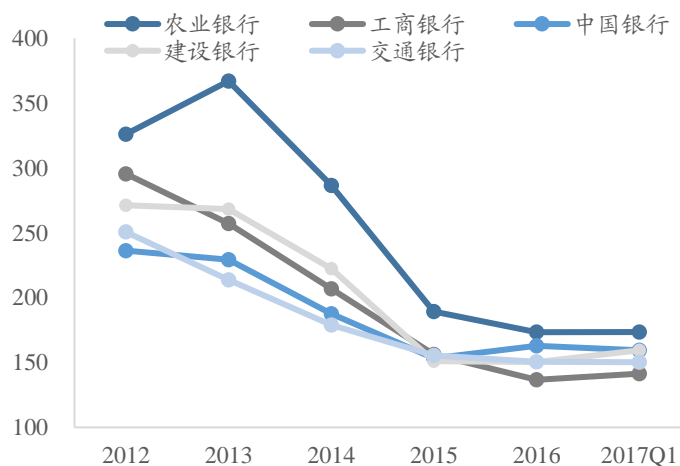
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 农业银行资产质量分析



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 国有五大行拨备覆盖率 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 国有大行估值情况

代码	个股	PE		PB		股息率
		2016	2017E	2016	2017E	
601288.SH	农业银行	6.38	6.04	0.92	0.82	4.84%
601398.SH	工商银行	6.79	6.51	0.99	0.88	4.48%
601988.SH	中国银行	6.85	6.44	0.83	0.77	4.54%
601939.SH	建设银行	6.92	6.68	1.01	0.91	4.36%
601328.SH	交通银行	6.93	6.71	0.80	0.72	4.40%
	国有银行	6.63	6.52	6.23	0.88	4.53%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表9: 盈利预测

每股指标	2015A	2016A	2017E	2018E	利润表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
P/E	6.31	6.20	6.04	5.77	净利息收入	436,140	398,104	429,722	458,491
P/B	1.01	0.92	0.82	0.75	净手续费收入	82,549	90,935	95,391	98,253
EPS	0.56	0.57	0.58	0.61	其他非息收入	5,872	8,464	6,565	5,355
BVPS	3.48	3.81	4.28	4.71	营业收入	524,561	497,503	531,769	562,192
每股股利	0.17	0.17	0.17	0.18	税金及附加	(29,075)	(11,449)	(12,159)	(12,961)
盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	业务及管理费	(178,443)	(175,013)	(186,917)	(197,779)
ROAE	16.12%	14.55%	13.55%	12.85%	营业外净收入	(2,014)	2,029	1,135	1,079
ROAA	1.07%	0.98%	0.93%	0.91%	拨备前利润	315,029	313,070	333,826	352,529
RORWA	1.64%	1.55%	1.55%	1.51%	资产减值损失	(84,172)	(86,446)	(94,758)	(102,075)
生息率	4.24%	3.54%	3.58%	3.62%	税前利润	230,857	226,624	239,067	250,454
付息率	1.90%	1.57%	1.60%	1.66%	所得税	(50,083)	(42,564)	(50,204)	(52,595)
净利差	2.34%	1.97%	1.98%	1.96%	税后利润	180,774	184,060	188,863	197,859
净息差	2.60%	2.15%	2.14%	2.13%	归属母公司净利润	180,582	183,941	188,750	197,740
成本收入比	34.02%	35.18%	35.15%	35.18%	资产负债表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
业绩增长	2015A	2016A	2017E	2018E	存放央行	2,587,057	2,811,653	3,008,954	3,249,670
净利息收入	1.45%	-8.72%	7.94%	6.69%	同业资产	1,673,984	1,526,665	1,419,199	1,320,219
净手续费	3.03%	10.16%	4.90%	3.00%	贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,400,014	11,024,015
净非息收入	13.51%	12.42%	2.57%	1.62%	贷款减值准备	(403,243)	(400,275)	(394,456)	(388,706)
拨备前利润	4.93%	-0.62%	6.63%	5.60%	贷款净额	8,506,675	9,319,364	10,005,558	10,635,308
归属母公司净利润	0.62%	1.86%	2.61%	4.76%	证券投资	4,512,047	5,333,535	5,863,375	6,719,803
营业收入	3.30%	-5.16%	6.89%	5.72%	其他资产	511,630	578,844	619,120	668,776
资产质量(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	资产合计	17,791,393	19,570,061	20,916,205	22,593,776
不良贷款余额	212,867	230,834	247,360	264,896	同业负债	1,687,063	1,954,949	2,035,656	2,205,765
不良贷款净生成率	1.60%	1.13%	1.12%	1.12%	存款余额	13,538,360	15,038,001	16,090,661	17,377,914
不良贷款率	2.39%	2.37%	2.38%	2.40%	应付债券	382,742	388,215	394,000	400,000
拨备覆盖率	189%	173%	159%	147%	其他负债	971,343	867,305	923,585	996,561
拨贷比	4.53%	4.12%	3.79%	3.53%	负债合计	16,579,508	18,248,470	19,443,902	20,980,240
资本充足率	13.40%	13.04%	13.59%	13.34%	股东权益合计	1,211,885	1,321,591	1,472,302	1,613,536

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

