

农业银行 (601288)

证券研究报告
2019年10月28日

营收增速有所减缓，资产质量改善明显

事件：10月25日，农业银行披露19年3季报。营收4749.8亿，YoY +3.8%；拨备前利润3422.4亿，YoY +4.3%；归母净利润1806.7亿，YoY +5.3%；ROE达14.11%(年化)，同比下降1.44 pct；不良率1.41%，拨备覆盖率281.3%。

点评：

营收及 PPOP 增速有所下滑

营收4749.8亿，YoY +3.8%。农行16年营收负增长(YoY -5.6%)，之后随着不良出清和业务调整，17年上5%台阶，18年上10%台阶，而3Q19随着净利息收入增速走弱，有所下降。

3Q19净利息收入3604.7亿，YoY +1.4%。拨备前利润3422.4亿，YoY +4.3%；因3Q19减轻了拨备计提力度(YoY +0.9%)，仍保证了5.3%的归母净利润增速。

净息差略有下降

我们测算3Q19净息差为2.14%，季度环比下降2 bp，我们预计是资产负债结构调整导致资产收益率下行所致。截至3Q19，贷款占生息资产比例较1H19下降1.33 pct至53.39%，证券投资占比下降10 bp至30.59%，存放央行占比上升0.94 pct至11.32%，同业资产占比上升50 bp至4.7%。负债端，在市场利率下行之际，增配了同业负债：同业负债占计息负债比例较1H19上升31 bp至10.24%，发债占比上升37 bp至4.6%，存款占比下降68 bp至85.16%。随着贷款利率下行，我们预计息差仍将承压。

资产端扩张较快，存款增速平稳

贷款和投资增速均较高。19Q3贷款13.32万亿，YoY +13.1%，证券投资额7.44万亿，YoY +11.3%。其中，贷款投放力度较大，YoY +10.33%。拆分来看，对公贷款7.2万亿，YoY +11.5%，个贷5.25万亿，YoY +16.23%。个贷增速稳定在较高水平，16年以来就没有下过15%，零售转型步伐坚定。存款增速稳步上行。3Q19存款余额18.50万亿，YoY +7.0%，较18年同期上升。其中活期存款YoY +5.92%，定期存款YoY +7.39%。

资产质量持续改善，拨备计提力度下降

资产质量仍处于15年来持续改善的趋势中。3Q19的不良率为1.41%，较1H19下降2BP，继续改善。拨备覆盖率281.26%，较1H19下降2.39 pct。拨贷比较1H19下降5BP到3.97%，拨备计提力度有所下降。

投资建议：净利润增速持续回升，资产质量改善明显

农行归母净利润增速Q1/Q2/Q3依次为4.3%/4.9%/5.3%，持续回升；不良贷款自1H16高点以来，连续13个季度下降，改善明显。我们预计19-21年净利润增速为4.5%/4.2%/4.0%，对应EPS为0.61/0.63/0.66元，维持目标估值1倍19年PB，目标价4.97元/股，维持买入评级。

风险提示：利率市场化推进使息差持续收窄；政策收紧使“资产荒”加剧

投资评级

行业	银行/银行
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.66元
目标价格	4.97元

基本数据

A股总股本(百万股)	319,244.21
流通A股股本(百万股)	294,055.29
A股总市值(百万元)	1,168,433.81
流通A股市值(百万元)	1,076,242.38
每股净资产(元)	4.91
资产负债率(%)	92.27
一年内最高/最低(元)	3.94/3.38

作者

廖志明	分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001	
liaozhiming@tfzq.com	
朱于敢	分析师
SAC执业证书编号：S1110518090006	
zhuyugan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

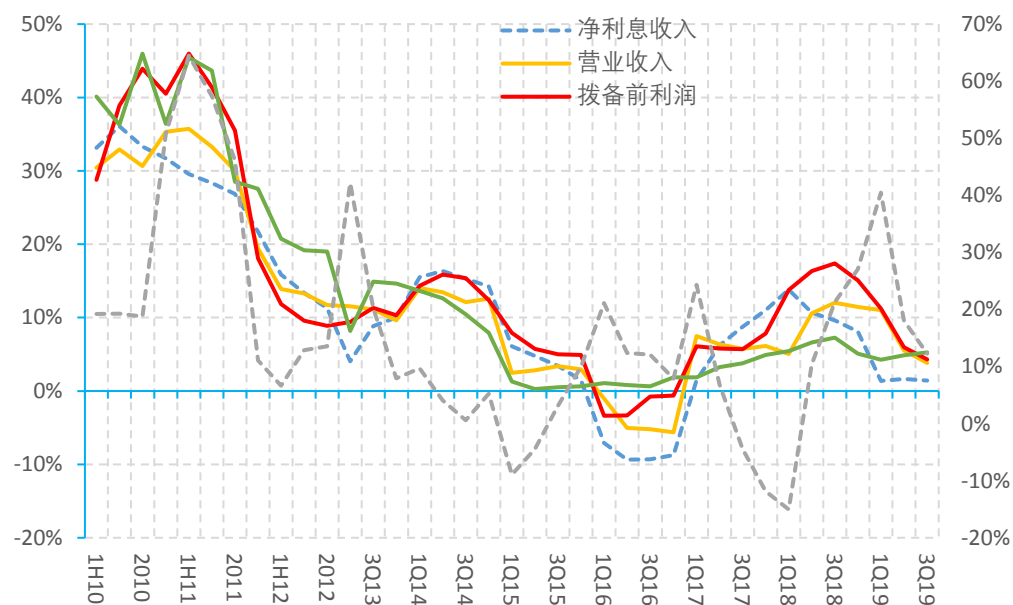
- 1 《农业银行-半年报点评:资产质量持续改善，理财规模较快扩张》 2019-09-01
- 2 《农业银行-季报点评:中收增速亮眼，资产质量优化》 2019-04-29
- 3 《农业银行-年报点评报告:息差优势保持，不良继续出清》 2019-03-30

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	5370	5986	6307	6698	7073
增长率(%)	6.1	11.5	5.4	6.2	5.6
归属母公司股东净利润(亿元)	1930	2028	2118	2208	2297
增长率(%)	4.9	5.1	4.5	4.2	4.0
每股收益(元)	0.59	0.58	0.61	0.63	0.66
市盈率(P/E)	6.16	6.32	6.05	5.80	5.58
市净率(P/B)	0.88	0.81	0.74	0.65	0.59

资料来源：wind，天风证券研究所

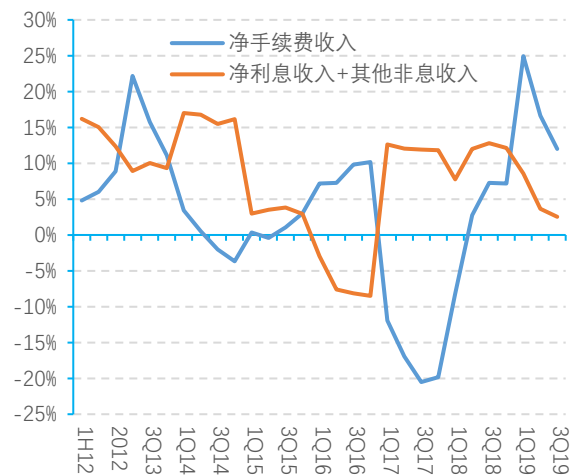


图 1: 3Q19 农行营收及 PPOP 增速有所下降, 净利润增速较 19Q1 有所提升



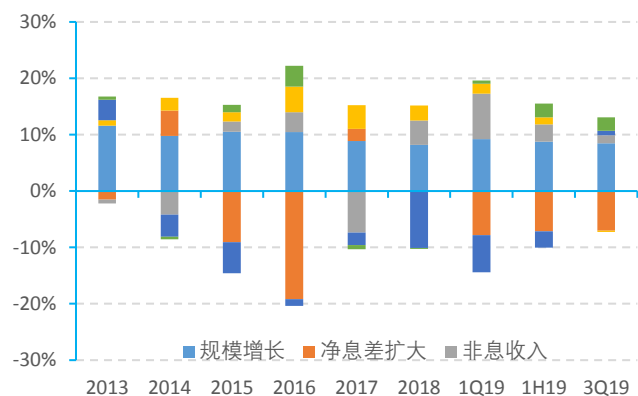
资料来源: 银行财报, 天风证券研究所

图 2: 3Q19 农行净利息收入回落, 中收保持在较高水平



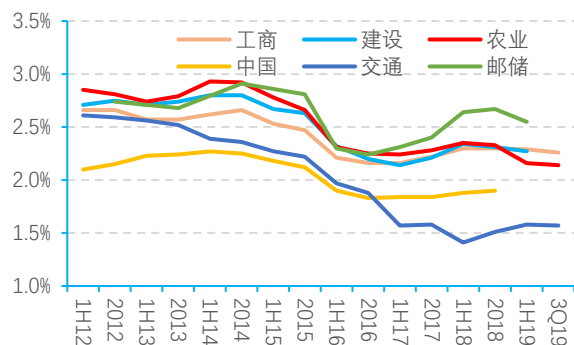
资料来源: 银行财报, 天风证券研究所

图 3: 3Q19 农行净利润增速主要由规模扩张和非息收入支撑



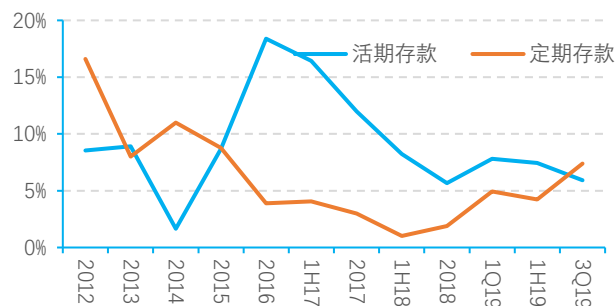
资料来源: 银行财报, 天风证券研究所

图 4: 3Q19 农行净息差略有下降



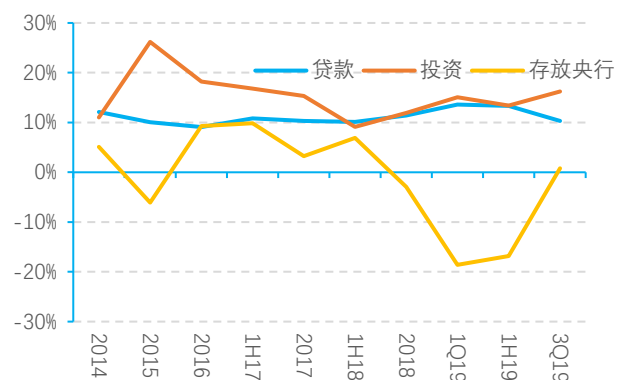
资料来源: 银行财报, 天风证券研究所

图 5: 19Q3 农业银行定期存款同比增速有所上行



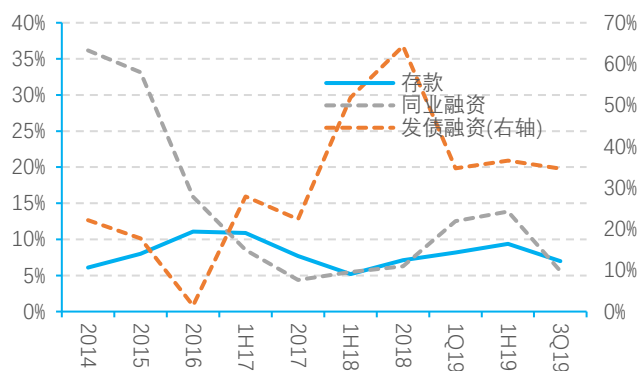
资料来源: 银行财报, 天风证券研究所

图 6：3Q19 农行存放央行和投资增速均较高



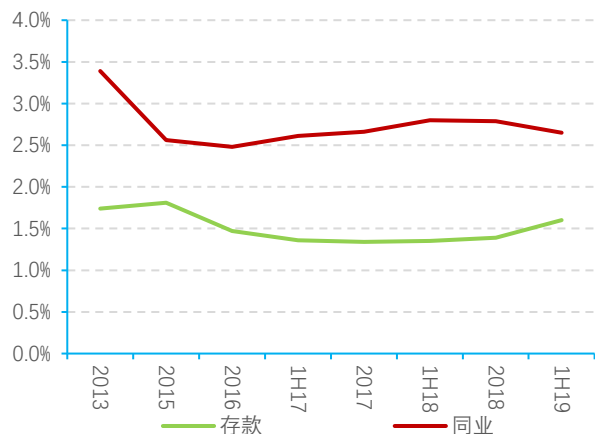
资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 7：3Q19 农行存款增速略有降低



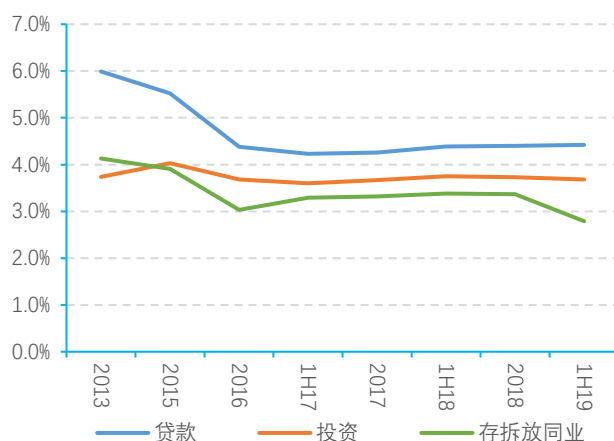
资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 8：1H19 农行存款付息率有所上行



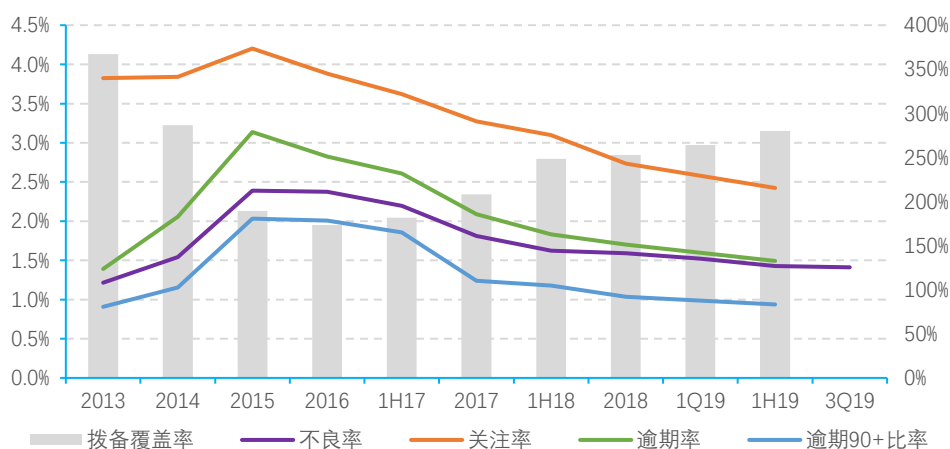
资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 9：1H19 农行贷款收益率保持平稳，投资收益率略有下滑



资料来源：银行财报，天风证券研究所

图 10：19Q3 农行资产质量持续改善中，拨备覆盖率上升



资料来源：银行财报，天风证券研究所

财务预测摘要

人民币亿元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
利润表						收入增长					
净利息收入	4419	4778	5026	5340	5634	净利润增速	4.9%	5.1%	4.5%	4.2%	4.0%
手续费及佣金	729	781	813	853	896	拨备前利润增速	11.1%	14.4%	5.4%	6.8%	5.9%
其他收入	222	427	468	504	543	税前利润增速	5.7%	5.1%	10.7%	4.6%	3.7%
营业收入	5370	5986	6307	6698	7073	营业收入增速	6.1%	11.5%	5.4%	6.2%	5.6%
营业税及附加	(50)	(53)	(63)	(67)	(71)	净利息收入增速	11.0%	8.1%	5.2%	6.3%	5.5%
业务管理费	(1770)	(1872)	(1966)	(2064)	(2167)	手续费及佣金增速	-19.8%	7.2%	4.0%	5.0%	5.0%
拨备前利润	3551	4061	4278	4567	4835	营业费用增速	1.1%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
计提拨备	(982)	(1369)	(1280)	(1396)	(1502)	规模增长					
税前利润	2395	2517	2785	2913	3021	生息资产增速	8.1%	8.3%	7.2%	7.3%	6.7%
所得税	(463)	(490)	(668)	(706)	(725)	贷款增速	10.3%	11.4%	9.0%	8.0%	8.0%
净利润	1930	2028	2118	2208	2297	同业资产增速	-23.0%	-12.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负债表						证券投资增速	15.4%	11.9%	6.0%	8.0%	6.0%
贷款总额	107206	119407	130153	140566	151811	其他资产增速	-10.2%	-14.5%	62.5%	67.7%	60.6%
同业资产	11759	10327	10327	10327	10327	计息负债增速	7.6%	8.5%	8.6%	9.3%	9.5%
证券投资	61527	68851	72982	78820	83550	存款增速	7.7%	7.1%	9.0%	9.0%	9.0%
生息资产	208374	225655	241886	259558	277025	同业负债增速	-5.4%	2.1%	-2.0%	0.0%	0.0%
非生息资产	6203	5306	8624	14462	23219	股东权益增速	8.2%	17.2%	9.0%	12.1%	11.2%
总资产	210534	226095	245653	269001	294945	存款结构					
客户存款	161943	173463	189075	206091	224639	活期	58.4%	57.6%	57.58%	57.58%	57.58%
其他计息负债	25155	29488	31289	34717	39050	定期	38.6%	36.7%	36.69%	36.69%	36.69%
非计息负债	9142	6396	7035	7739	8513	其他	3.1%	5.7%	5.74%	5.74%	5.74%
总负债	196240	209347	227399	248547	272202	贷款结构					
股东权益	14294	16748	18253	20453	22743	企业贷款(不含贴现)	60.9%	54.6%	54.56%	54.56%	54.56%
每股指标						个人贷款	37.4%	39.1%	39.08%	39.08%	39.08%
每股净利润(元)	0.59	0.58	0.61	0.63	0.66	资产质量					
每股拨备前利润(元)	1.09	1.16	1.22	1.30	1.38	不良贷款率	1.81%	1.59%	1.35%	1.23%	1.22%
每股净资产(元)	4.15	4.54	4.97	5.60	6.26	正常	94.92%	95.45%	97.32%	97.37%	97.42%
每股总资产(元)	64.82	64.60	70.19	76.86	84.27	关注	3.27%	2.73%	2.68%	2.63%	2.58%
P/E	6.2	6.3	6.0	5.8	5.6	次级	0.36%	0.38%			
P/PPOP	3.3	3.2	3.0	2.8	2.6	可疑	1.23%	1.06%			
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	损失	0.22%	0.15%			
P/A	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	拨备覆盖率	208.37%	256.11%	275.84%	289.61%	285.64%
利率指标						资本状况					
净息差(NIM)	2.28%	2.33%	2.15%	2.13%	2.10%	资本充足率	13.74%	15.12%	15.14%	15.28%	15.39%
净利差(Spread)	2.15%	2.20%	2.22%	2.24%	2.26%	核心资本充足率	10.63%	11.55%	11.81%	12.13%	12.42%
贷款利率	4.26%	4.40%	4.45%	4.50%	4.55%	资产负债率	93.21%	92.59%	92.57%	92.40%	92.29%
存款利率	1.34%	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%	其他数据					
生息资产收益率	3.68%	3.82%	3.84%	3.86%	3.88%	总股本(亿)	3247.94	3499.83	3499.83	3499.83	3499.83
计息负债成本率	1.53%	1.62%	1.64%	1.66%	1.68%						
盈利能力											
ROAA	0.95%	0.93%	0.90%	0.86%	0.81%						
ROAE	14.93%	13.81%	12.72%	11.93%	11.07%						
拨备前利润率	1.75%	1.86%	1.81%	1.77%	1.71%						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com