

证券研究报告—动态报告

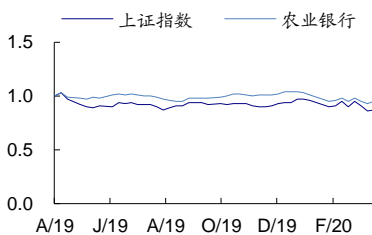
金融

银行

农业银行(601288)
买入
2019 年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	349,983/324,794
总市值/流通(百万元)	1,193,442/1,002,729
上证综指/深圳成指	2,747/9,905
12 个月最高/最低(元)	3.92/3.27

相关研究报告:

《农业银行-601288-2019 三季报点评: 净息差同比下滑, 不良率下降》——2019-10-28
 《农业银行-601288-2019 中报点评: 资产质量向好, 存款成本上升》——2019-09-02
 《农业银行-601288-深度报告: 掘金县域》——2019-07-25
 《农业银行-601288-2019 年一季报点评: 资产质量保持稳定》——2019-04-29
 《农业银行-601288-2018 年报点评: 资产质量平稳》——2019-03-31

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 陈俊良

电话: 021-60933163
 E-MAIL: chenjunliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519010001

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
资产质量稳中向好
● 盈利能力有所回落

2019 年归母净利润同比增长 4.6%。归母普通股加权平均 ROE 同比下降 1.2 个百分点至 12.4%，主要受权益乘数下降影响。2019 年 ROA 同比下降 3bps 至 0.89%。从杜邦分析来看，ROA 下降的主要原因是净息差下滑，而业务及管理费/平均资产、资产减值损失/平均资产改善，一定程度上对冲了净息差下滑的影响。

● 净息差下降，预计后续下降压力会小于 2019 年

全年日均净息差同比下降 16bps 至 2.17%。资产端来看，全年生息资产收益率与去年基本持平，贷款收益率也是持平；负债端来看，全年计息负债付息率上升 18bps，是拉低净息差的主因，基本都是因存款成本上升导致，其中小部分原因归因于行业竞争加剧，另一部分归因于创新型活期存款导致的个人活期存款利率上升。不过公司下半年已经开始对此进行调整，下半年个人活期存款利率回落，个人存款日均余额也有所下降，使得存款付息率、计息负债付息率均较上半年下降了 2bps。随着后续业务调整，我们预计公司存款成本增长趋势将回归行业均值，净息差下降幅度将小于 2019 年。

● 资产质量稳中向好

公司不良率、关注率、逾期率、不良/逾期 90 天以上贷款等数据都在好转，下半年不良生成率同比下降 21bps 至 0.55%。期末拨备覆盖率 289%，环比上升 8 个百分点。资产质量稳中向好，也使得贷款减值计提压力减小，本年贷款减值损失仅增加 1%。

● 成本管控力度加大

公司成本收入比环比下降 0.8 个百分点至 30.5%，对 ROA 形成正贡献。

● 投资建议

公司整体表现符合预期，我们维持其“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济形势持续走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

盈利预测和财务指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	598,588	627,268	659,315	706,271	754,976
(+/-%)	11.5%	4.8%	5.1%	7.1%	6.9%
净利润(百万元)	202,631	212,924	222,494	232,318	243,658
(+/-%)	4.9%	5.1%	4.5%	4.4%	4.9%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.70	0.72	0.75	0.78
总资产收益率(ROA)	0.92%	0.89%	0.86%	0.84%	0.82%
净资产收益率(ROE)	13.4%	11.8%	10.8%	10.3%	9.9%
市盈率(PE)	6.0	4.9	4.7	4.5	4.3
P/PPoP	3.1	2.9	2.8	2.6	2.5
市净率(PB)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司资产增速、净息差、资产质量三大重要驱动因素的相关指标变化情况如下：

表 1：公司重要驱动因素

	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31
生息资产同比增速	8.3%	8.0%	9.9%	9.5%	10.0%	10.0%
净息差（单季，期初期末值）	2.25%	2.21%	2.11%	2.05%	2.07%	2.08%
不良贷款率	1.60%	1.59%	1.53%	1.43%	1.42%	1.40%
拨备覆盖率	255%	255%	264%	284%	281%	289%

	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30	2018/12/31	2019/6/30	2019/12/31
关注贷款率	3.62%	3.27%	3.10%	2.74%	2.43%	2.24%
逾期率	2.61%	2.09%	1.83%	1.70%	1.50%	1.26%
不良/逾期 90 天以上贷款	118%	146%	138%	154%	152%	157%
不良生成率（半年度，年化）	0.54%	0.62%	0.59%	0.76%	0.51%	0.55%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：估值表

收盘日：	港元汇率	收盘价	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE		
2020/3/30	0.9086	(元)	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
601398.SH	工商银行	5.22	13.7%	13.0%	12.4%	4.1%	4.9%	4.4%	0.83	0.75	0.69	6.3	6.0	5.8
601939.SH	建设银行	6.47	13.9%	14.6%	13.9%	5.1%	4.7%	5.9%	0.85	0.77	0.70	6.5	5.5	5.3
601288.SH	农业银行	3.41	13.4%	14.6%	13.7%	5.1%	4.6%	4.5%	0.75	0.68	0.62	6.0	4.9	4.7
601988.SH	中国银行	3.52	12.0%	13.9%	13.1%	4.5%	4.1%	3.9%	0.68	0.63	0.57	6.0	4.7	4.5
601328.SH	交通银行	5.22	11.5%	11.2%	10.8%	4.9%	5.0%	4.1%	0.61	0.56	0.52	5.5	5.2	5.0
601658.SH	邮储银行	5.26	13.2%	12.0%	12.1%	9.7%	16.5%	12.7%	1.07	0.92	0.85	8.5	8.3	7.3
600036.SH	招商银行	32.65	16.6%	16.7%	16.8%	14.8%	15.3%	13.1%	1.63	1.43	1.27	10.4	9.0	8.0
601166.SH	兴业银行	16.20	14.2%	13.8%	13.4%	6.0%	8.6%	8.2%	0.76	0.69	0.62	5.7	5.2	4.8
600016.SH	民生银行	5.70	13.0%	12.2%	11.7%	1.0%	3.9%	4.8%	0.61	0.56	0.51	4.8	4.6	4.4
600000.SH	浦发银行	10.28	13.0%	12.8%	12.4%	3.1%	10.7%	6.6%	0.68	0.61	0.55	5.6	5.0	4.7
601998.SH	中信银行	5.27	11.2%	13.3%	12.7%	4.6%	7.9%	5.8%	0.64	0.58	0.53	6.0	4.5	4.3
000001.SZ	平安银行	12.94	11.4%	11.2%	10.9%	7.0%	13.6%	13.9%	1.14	0.92	0.84	10.5	9.2	8.0
601818.SH	光大银行	3.69	11.7%	15.1%	14.6%	6.7%	11.0%	9.5%	0.66	0.61	0.54	6.0	4.3	4.0
600015.SH	华夏银行	6.51	12.3%	10.1%	9.1%	5.2%	0.9%	1.2%	0.51	0.47	0.43	5.0	5.0	4.9
601169.SH	北京银行	4.87	11.6%	11.2%	11.1%	6.8%	6.2%	6.9%	0.59	0.54	0.50	5.3	5.0	4.7
601009.SH	南京银行	7.33	16.9%	16.6%	16.8%	14.5%	13.2%	13.0%	0.91	0.81	0.72	5.8	5.1	4.5
002142.SZ	宁波银行	23.28	19.0%	17.3%	16.9%	19.9%	18.5%	16.4%	1.98	1.54	1.34	12.0	10.1	8.6
600919.SH	江苏银行	6.08	12.4%	13.1%	13.5%	10.0%	15.5%	13.6%	0.68	0.62	0.56	5.8	5.0	4.4
601077.SH	渝农商行	5.30	15.2%	13.5%	12.8%	12.5%	1.4%	7.7%	0.95	0.86	0.69	6.7	6.6	6.2
002839.SZ	张家港行	5.55	9.2%	9.5%	10.1%	9.4%	14.0%	14.5%	1.06	0.99	0.92	12.0	10.5	9.2
601128.SH	常熟银行	6.90	13.3%	11.8%	12.3%	17.5%	18.6%	19.4%	1.47	1.15	1.05	12.7	10.7	9.0
平均			13.4%	13.2%	12.8%	8.3%	9.0%	8.6%	0.87	0.77	0.69	7.0	6.2	5.6

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

价值评估 (倍)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
P/E	4.9	4.7	4.5	4.3	净利息收入	486,871	510,994	551,748	595,118
P/B	0.7	0.6	0.6	0.5	利息收入	859,141	911,304	979,671	1,052,560
P/PPoP	2.9	2.8	2.6	2.5	利息支出	372,270	400,310	427,924	457,443
市值/总资产(A股)	4.8%	4.5%	4.2%	3.9%	资产准备支出	138,605	142,763	159,802	177,378
股息收益率(税后)	5.3%	5.6%	5.8%	6.1%	拨备后净利息收入	348,266	368,230	391,946	417,739
					手续费净收入	86,926	94,850	101,052	106,387
每股指标 (元)					其他经营净收益				
EPS	0.70	0.72	0.75	0.78	53,471	53,471	53,471	53,471	53,471
BVPS	5.00	5.54	6.10	6.69	营业净收入	627,268	659,315	706,271	754,976
PPoPPS	1.16	1.20	1.29	1.38	营业费用	222,358	238,265	255,883	272,815
DPS	0.18	0.19	0.20	0.21	营业外净收入	271	271	271	271
盈利驱动					拨备前利润				
存款增长	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%	404,910	421,049	450,388	482,161	
贷款增长	11.9%	8.0%	8.0%	8.0%	总利润	266,576	278,557	290,857	305,054
存贷比	72%	73%	73%	74%	所得税	53,652	56,063	58,539	61,396
盈利资产增长	10.0%	7.1%	7.1%	7.1%	少数股东利润	826	826	826	826
贷款收益率	4.41%	4.37%	4.37%	4.37%	净利润	212,924	222,494	232,318	243,658
债券收益率	3.23%	3.10%	3.10%	3.10%	资产负债表 (百万元)				
资产生息率	3.67%	3.61%	3.62%	3.63%	现金及存放同业	1,320,728	1,363,717	1,359,302	1,344,791
存款成本率	1.53%	1.53%	1.53%	1.53%	央行准备金	2,699,895	2,886,137	3,085,227	3,298,050
负债付息率	3.42%	3.26%	3.26%	3.26%	拆放金融企业	146,748	151,524	151,034	149,421
净息差(NIM)	2.08%	2.02%	2.04%	2.05%	贷款	12,819,610	13,794,721	14,888,865	16,065,824
净利差(SPREAD)	1.93%	1.86%	1.87%	1.88%	贷款拨备	-509,936	-601,189	-658,718	-725,565
非利息收入比重	22%	22%	22%	21%	债券投资	7,422,930	7,951,287	8,514,258	9,114,516
费用收入比(含税金及附加)	35.4%	36.1%	36.2%	36.1%	固定资产	152,484	152,500	152,508	152,512
拨备支出/平均贷款	1.14%	1.07%	1.11%	1.15%	递延税款净额	113,293	113,293	113,293	113,293
有效所得税率	20%	20%	20%	20%	其他资产	202,600	235,923	271,437	309,309
收入盈利增长					盈利资产				
净利息收入增长	1.9%	5.0%	8.0%	7.9%	24,409,911	26,147,386	27,998,686	29,972,603	
手续费收入增长	11.2%	9.1%	6.5%	5.3%	总资产	24,878,288	26,649,102	28,535,925	30,547,717
营业净收入增长	4.8%	5.1%	7.1%	6.9%	金融企业存放	2,491,005	2,662,838	2,846,524	3,042,881
拨备前利润增长	4.6%	4.0%	7.0%	7.1%	存款	18,542,861	19,821,973	21,189,320	22,650,989
净利润增长	5.1%	4.5%	4.4%	4.9%	应付款项	776,448	830,008	887,264	948,468
资产盈利能力					发行债券				
RoAE	11.8%	10.8%	10.3%	9.9%	1,108,212	1,184,658	1,266,377	1,353,734	
RoAA	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	付息负债	22,142,078	23,669,469	25,302,222	27,047,604
RoAA(拨备前)	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%	总负债	22,918,526	24,499,478	26,189,485	27,996,072
RoRWA	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	实收资本	349,983	349,983	349,983	349,983
资产质量					公积金				
不良资产率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	173,556	173,556	173,556	173,556	
拨备覆盖率	289%	297%	302%	308%	一般准备	277,016	316,549	357,833	401,141
拨备余额/全部贷款	3.8%	4.2%	4.2%	4.3%	未分配利润	741,101	869,846	1,002,835	1,141,087
资本					少数股东权益				
资本充足率	16%	15%	15%	15%	11,407	11,407	11,407	11,407	
一级资本充足率	13%	13%	13%	13%	所有者权益	1,959,762	2,149,625	2,346,439	2,551,645
财务杠杆(倍)	12.7	12.4	12.2	12.0	贷款结构				
风险加权资产比重	62%	62%	62%	62%	2019A	2020E	2021E	2022E	
核心一级资本充足率	11.2%	11.6%	11.9%	12.2%	企业贷款	56%			
					票据贴现	3%			
					个人贷款	41%			
					存款结构				
					2019A	2020E	2021E	2022E	
					企业活期	26%			
					企业定期	11%			
					储蓄活期	31%			
					储蓄定期	27%			
					其他存款	5%			

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032