

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

研究助理: 王鸿行

wanghx@ccnew.com 021-50588666-8041

利息净收入较快增长, 资产质量向好

——农业银行(601288)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-09-05)

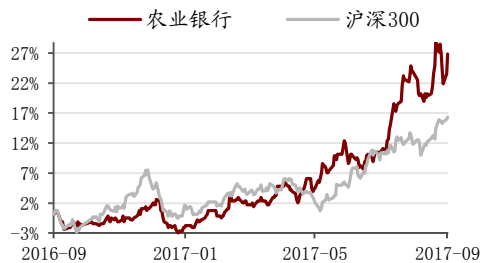
发布日期: 2017年09月06日

收盘价(元)	3.85
一年内最高/最低(元)	3.96/3.09
沪深300指数	3857.05
市净率(倍)	0.95
总市值(亿元)	12,504.57
流通市值(亿元)	11,321.13

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	3.93
总资产(亿元)	205,735.86
所有者权益(亿元)	13,552.00
净资产收益率(%)	8.37
总股本(亿股)	3,247.94
H股(亿股)	307.39

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

事件: 农业银行于2017年8月30日公布2017年半年度报告。

- **净利润增速延续17年一季度以来的回升态势。**17年上半年, 公司营业收入与净利润分别为2769.53与1086.70亿元, 分别同比增长6.4%与3.4%。营业收入与净利润增速均延续17年一季度以来的回升态势。其中, 净利润增速分别较16年与17年一季度回升1.62与1.22个百分点, 为15年一季度以来最高值。公司净利润增速回升主要原因是: 利息净收入在资产规模扩张与净息差企稳回升双重驱动下实现6.2%的较快增长。
- **利息净收入较快增长, 但手续费及佣金净收入下降。**17年上半年, 公司利息净收入同比增长6.2%, 分别较16年与17年一季度提升14.94与4.24个百分点。利息净收入占营业收入的比重为76.30%, 较17年一季度提升6.75个百分点。收入端, 贷款与投资利息收入主要在规模增长驱动下分别增长2.2%与14.73%; 存放央行款项利息收入主要因客户存款增长致法定存款准备金规模增加而增长5%; 存放与拆放同业利息收入主要因规模收缩而下降14.10%。支出端, 在存款规模增长情况下, 存款利息支出因重定价及存款期限结构变化影响下平均付息率下降17bps而减少1.6%; 同业存放与拆入利息支出主要因规模收缩而减少5.51%; 其他付息负债利息支出主要因与央行开展的借贷便利规模扩大而增长16.9%。公司营业收入中, 手续费及佣金净收入与其他非息收益分别下降16.9%与增长124.47%, 合计占营业收入的比重为23.7%。其中, 手续费及佣金收入下降的主要原因有: 代理业务手续费因代理财政委托资产处置业务于16年末到期而下降27.8%; 结算及清算手续费因公司主动让利而下降31.9%; 顾问与咨询费收入因财务业务顾问收入减少而下降14.6%; 其他非息收益增长强劲的主要原因是: 农银人寿保费收入、衍生工具投资收益、汇兑收益与公允价值变动收益实现较快增长。
- **拨备计提力度加大, 风险抵补水平改善。**17年上半年, 公司计提各类资产减值损失446.97亿元, 同比增长21.67%。其中, 贷款减值损失为414.15亿元, 同比增长18.07%。受益于此, 公司拨备覆盖率较16年末提高8.4个百分点至181.80%, 风险抵补水平有所改善。
- **资产质量向好趋势较为明显。**17年6月底, 公司不良贷款率为2.19%, 较16年末下降0.18个百分点, 主要因不良贷款余额较大的制造业和批发与零售业不良率下降。先行指标关注类贷款占比为3.62%, 较16年末下降0.26个百分点。17年上半年, 贷款迁徙率

全面下降，正常类、关注类、次级类与可疑类贷款迁徙率分别为 2.00%、16.01%、68.39%与 3.55%，分别较 16 年末分别下降 1、8.85、20.84 与 6.2 个百分点。公司贷款不良率、关注类贷款占比及贷款迁徙率下降意味着资产质量向好趋势较为明显。

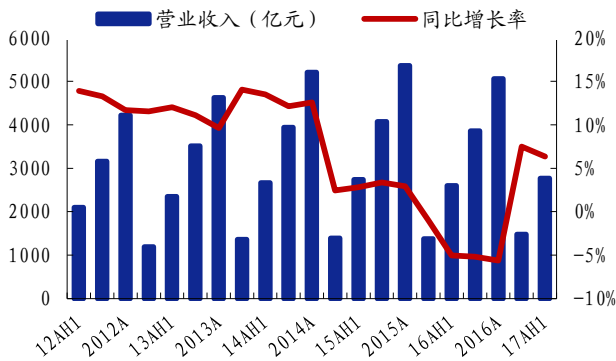
- **净息差有回升趋势。**17 年上半年，公司净息差为 2.24%，较 17 年一季度回升 3bps。下半年，随着营改增价税分离影响的淡出，净息差有望继续延续稳中向好的态势。公司净利息收入占营业收入的比重位列四大行之首且较大幅度高于行业平均水平，因此净息差改善对公司营业收入增速改善作用相对大部分银行更加明显。
- **履行大行责任，持续提升综合化金融服务能力。**17 年上半年，公司积极履行国有大行责任，响应一系列国家产业政策，持续提升综合化金融服务能力。具体事项包括：围绕发改委“十三类”工程包，做好重大规划对接和 PPP 项目库对接；支持雄安新区建设，打造具有农行特色的金融服务体系；积极服务“一带一路”，支持中国企业“走出去”和国际产能合作；全面推动京津冀协同发展项目建设；围绕长江经济带发展战略，大力支持沿江综合立体交通走廊建设和特色优势产业集群建设。
- **首次给予“增持”评级。**预计公司 17-18 年的 BVPS 为 4.38 与 4.87 元，按 9 月 5 日 3.85 元的收盘价计算，对应 PB 分别为 0.88 与 0.79 倍。目前公司 0.98 倍 PB(LF) 接近行业平均水平，首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险提示：经济增长不及预期、系统性风险、金融监管超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	536,168	506,016	540,749	550,842	579,017
增长比率	2.94%	-5.62%	6.86%	1.87%	5.11%
净利润(百万元)	180,774	184,060	191,954	201,474	213,391
增长比率	0.70%	1.82%	4.29%	4.96%	5.91%
BVPS(元)	3.73	4.06	4.38	4.87	5.39
市净率(倍)	1.03	0.95	0.88	0.79	0.71

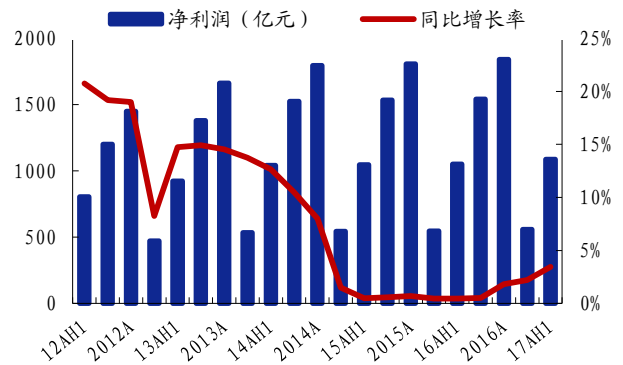
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增长率



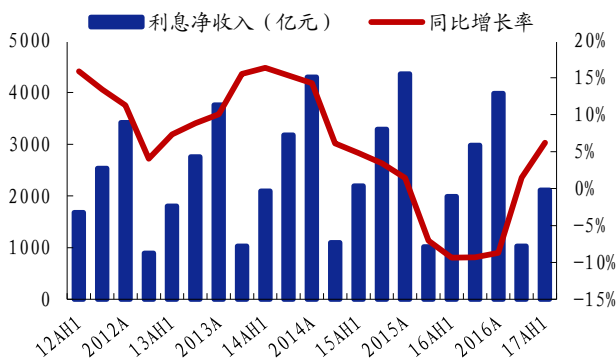
资料来源: WIND, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增长率



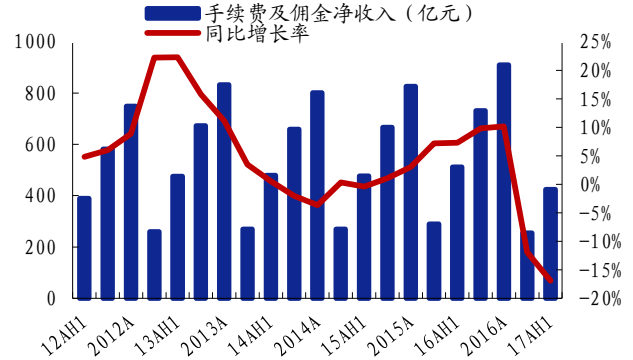
资料来源: WIND, 中原证券

图 3: 2012-17 年公司利息净收入及增长率



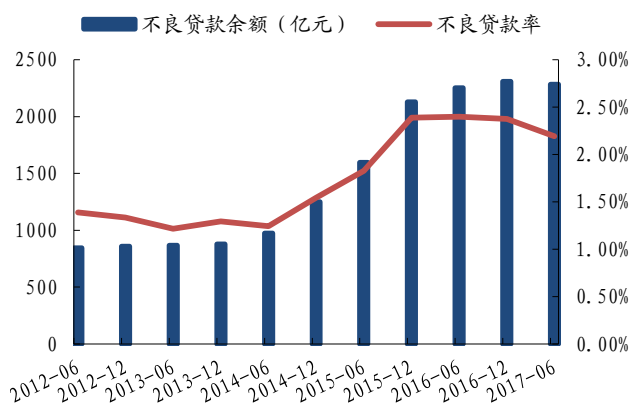
资料来源: WIND, 中原证券

图 4: 2012-17 年公司手续费及佣金净收入及增长率



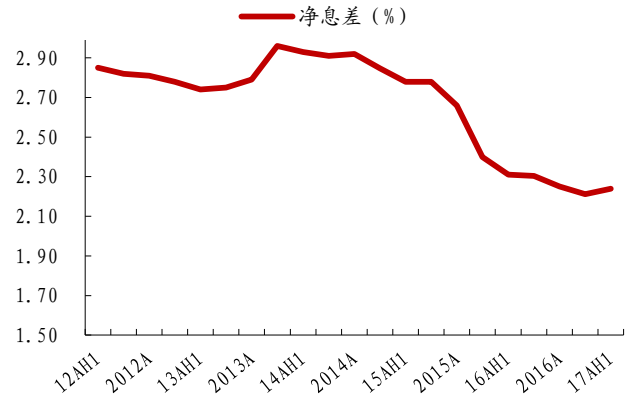
资料来源: WIND, 中原证券

图 5: 2012-17 年公司不良贷款余额及不良贷款率



资料来源: WIND, 中原证券

图 6: 2012-17 年公司净息差



资料来源: WIND, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	2,587,057	2,811,653	2,919,099	3,003,610	3,066,083	EPS (摊薄)	0.56	0.57	0.59	0.62	0.66
同业资产	1,673,984	1,526,665	1,198,155	1,232,843	1,258,485	BVPS	3.73	4.06	4.38	4.87	5.39
证券投资	4,512,047	5,333,535	5,581,110	4,421,388	2,858,403	P/E	6.92	6.80	6.53	6.22	5.88
贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,805,071	11,982,533	13,320,853	P/B	1.03	0.95	0.88	0.79	0.71
贷款损失准备	403,243	400,275	444,949	511,011	589,506						
贷款净额	8,506,675	9,319,364	10,360,122	11,471,522	12,731,347	盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生息资产总额	17,683,006	19,391,492	20,503,435	20,640,374	20,503,824	ROAA	1.07%	0.98%	0.95%	0.97%	1.02%
总资产	17,791,393	19,570,061	20,743,604	20,901,501	20,794,733	ROAE	16.12%	14.51%	13.99%	13.39%	12.77%
同业负债	1,626,464	1,663,897	1,745,830	1,256,288	615,559	净利差 (SPREAD)	2.38%	1.99%	2.00%	2.04%	2.13%
存款	13,538,360	15,038,001	16,312,094	16,784,346	17,133,447	净息差 (NIM)	2.58%	2.16%	2.15%	2.18%	2.28%
应付债券	382,742	388,215	439,986	439,986	439,986	信贷成本	1.00%	0.94%	1.01%	1.09%	1.07%
付息负债	15,547,566	17,090,113	18,497,910	18,480,620	18,188,992	成本收入比	33.28%	34.59%	32.31%	31.93%	30.59%
总负债	16,579,508	18,248,470	19,318,761	19,315,851	19,038,854	所得税有效税率	21.69%	18.78%	17.70%	17.78%	17.78%
少数股东权益	1,794	3,398	3,466	3,838	4,321						
母公司所有者权益	1,210,091	1,318,193	1,421,378	1,581,813	1,751,558	资产质量	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
						不良贷款率	2.39%	2.37%	2.08%	1.82%	1.66%
利润表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	不良贷款净生成率	1.04%	0.19%	-0.06%	-0.07%	0.03%
利息收入	725,793	657,190	703,340	724,090	737,106	拨备覆盖率	189.43%	173.40%	197.65%	234.75%	266.15%
利息支出	289,653	259,086	273,596	280,561	272,841	拨备/贷款总额	4.53%	4.12%	4.12%	4.26%	4.43%
利息净收入	436,140	398,104	429,743	443,529	464,265						
手续费净收入	82,549	90,935	66,440	69,036	71,623	资本	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他非息收入	17,479	16,977	25,179	38,276	43,129	资本充足率	13.40%	13.04%	13.66%	14.97%	16.57%
营业收入	536,168	506,016	540,749	550,842	579,017	核心资本充足率	10.24%	10.38%	11.72%	12.95%	14.43%
营业费用与税金	207,518	186,462	179,928	181,744	182,983	杠杆倍数	14.68	14.81	14.54	13.16	11.83
资产减值损失	84,172	86,446	103,367	124,062	136,495						
营业利润	232,871	224,595	232,086	245,035	259,539	业绩增长率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外收支净额	-2,014	2,029	1,159	0	0	利息净收入	1.45%	-8.72%	7.95%	3.21%	4.68%
利润总额	230,857	226,624	233,245	245,035	259,539	营业收入	2.94%	-5.62%	6.86%	1.87%	5.11%
所得税	50,083	42,564	41,291	43,561	46,148	拨备前利润	6.06%	-1.89%	7.85%	10.03%	7.30%
净利润	180,774	184,060	191,954	201,474	213,391	净利润	0.70%	1.82%	4.29%	4.96%	5.91%
母公司所有者利润	180,582	183,941	191,596	201,009	212,786						

资料来源: 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。