

农业银行(601288)

资产质量改善力度最大，业绩弹性高 买入（维持）

2017年10月31日

证券分析师 马婷婷

执业证书编号:

S0600517040002

021-60199607

matt@dwzq.com.cn

事件: 2017年前三季度实现营业收入4083.9亿,同比增长5.76%;实现归母净利润1600.1亿,同比增长3.79%;不良率1.97%,较6月末下降0.22pc。

投资要点

■ **利润增速提升，成本优势带动 Q3 净息差持续回升。利润增长逐季提速。**前三季度归母净利润同比增长3.79%，其中Q3实现净利润514.17亿，同比增长4.89%；拨备前利润增速为5.48%，均较Q2有所提升。**收入端：利息净收入稳步增长，基数效应导致手续费收入继续下滑。营业收入同比增长5.76%。**规模增长及净息差回升驱动利息净收入同比增长8.77%，其中Q3单季同比增13.89%，增速较Q2提升2.72pc，单季改善明显。手续费及佣金净收入同比下降20.51%，主要由于代理财政部委托资产处置业务于16年底到期，预计基数效应将会持续影响全年中收增速。**Q3净息差继续回升趋势。**根据期初期末平均余额口径测算得出Q3净息差较Q2上升6bps，增幅继续扩大。在资产端保持稳定的情况下，粗略估算收益率小幅有所提升；且农行核心存款来源稳定，低成本负债大幅增加（Q3活期存款增加近2700亿），叠加高成本同业负债规模继续减少等因素，净息差进一步回升。预计在未来存款竞争加剧的情况下，农行存款端成本优势将持续显现。

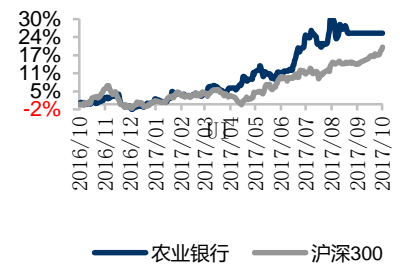
■ **存贷款继续高增长，同业资产及负债规模净减少。资产端：贷款稳步增长，同业资产净减少，债券投资大幅增加。**9月末总资产规模为20.92万亿，较6月末增长1.7%。贷款较6月末增长2400亿，增幅为2.4%。结构上来看，Q3个人贷款投放新增1667亿，占比较6月末提升0.79pc至36.14%；同业资产规模较6月末净减少127亿，占比下降至5.59%；债券投资增加1100亿，其中可供出售和持有至到期投资大幅增加，交易性金融资产有所减少。非标投资规模基本保持稳定。**负债端：存款大幅增加，同业负债连续三个季度净减少。**9月末存款总额为16.37万亿，较6月末大幅增加2652亿，其中活期存款增加近2700亿，占比提升0.73pc至57.11%；低成本负债规模持续增长，成本端优势凸显。同业负债净减少390亿，占比下降至6.71%，连续三个季度压缩同业负债。

■ **不良余额与不良率双降，拨备覆盖率大幅提升。**9月末，不良贷款余额为2098.34亿，较6月末净减少186亿；不良率1.97%，较6月末下降0.22pc，国有大行中下降幅度最大。其中，县域不良贷款率为2.62%，较6月末下降0.14pc。在资产质量向好的情况下，农行加大拨备计提力度，Q3单季计提资产减值准备269.26亿，环比多计提约59亿；**拨备覆盖率较6月末大幅提升12.49pc至194.29%**，在国有大行中处于最高水平，风险抵御能力进一步增强。

■ **盈利预测与投资评级：**农业银行业绩稳定增长，息差回升、负债优势显著，盈利能力增强。资产质量指标全线向好，不良率大幅下降，不良贷款余额均净减少，资产质量改善力度在国有银行中最大。预计17/18/19年其归母净利润分别为1924.89/2031.97/2183.47亿，BVPS为4.24/4.68/5.17元/股，给予目标价4.67元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，金融监管力度超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.74
一年最低/最高价	2.94/3.96
市净率(倍)	0.95
流通A股市值(百万元)	1,099,766

基础数据

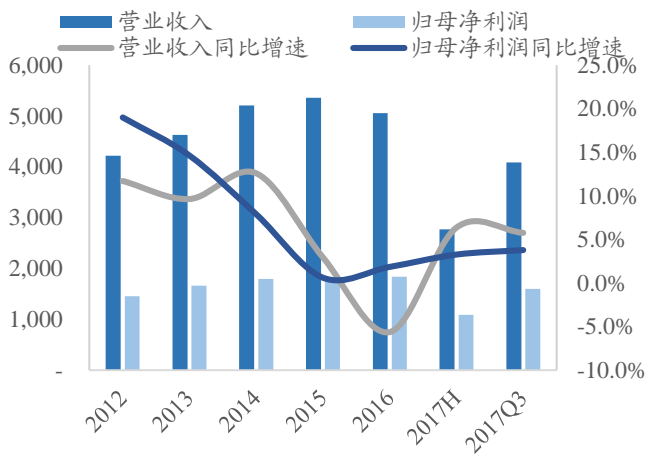
每股净资产(元)	4.08
资本负债率(%)	93.26
总股本(百万股)	324,794
流通A股(百万股)	294,055

相关研究

1. 银行业研究框架暨中报总结 -20170903
2. 农业银行2017年中报点评:业绩稳健增长,资产质量改善力度最大 -20170831

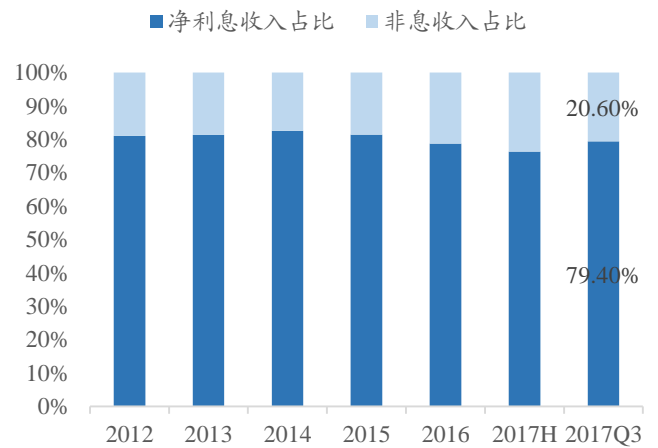
盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	497,503	532,204	569,087	612,302
同比 (%)	-5.16%	6.98%	6.93%	7.59%
净利润 (百万元)	183,941	192,489	203,197	218,347
同比 (%)	1.86%	4.65%	5.56%	7.46%
ROE (%)	14.53%	13.85%	13.27%	12.98%
每股收益 (元)	0.57	0.59	0.63	0.67
P/E	6.60	6.31	5.98	5.56
P/B	0.98	0.88	0.80	0.72

图表1: 农业银行收入和利润增速 (亿元)



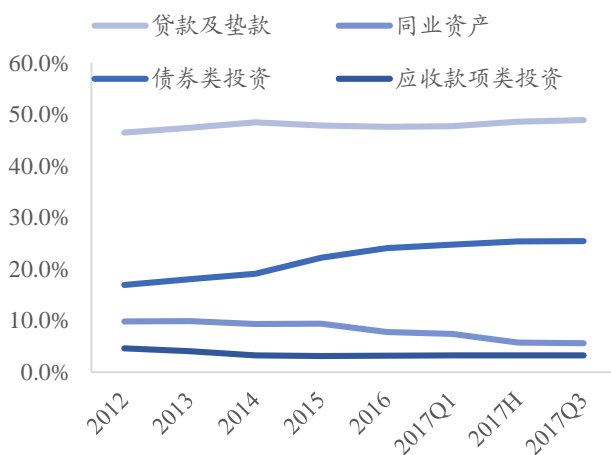
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表2: 农业银行利息收入和非息收入占比



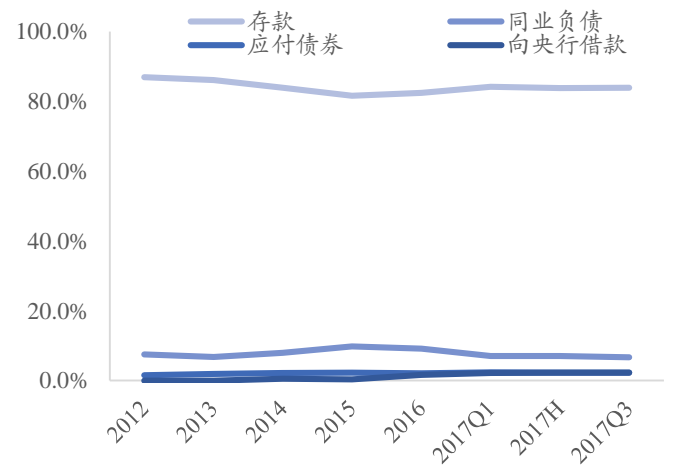
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表3: 农业银行资产端配置情况



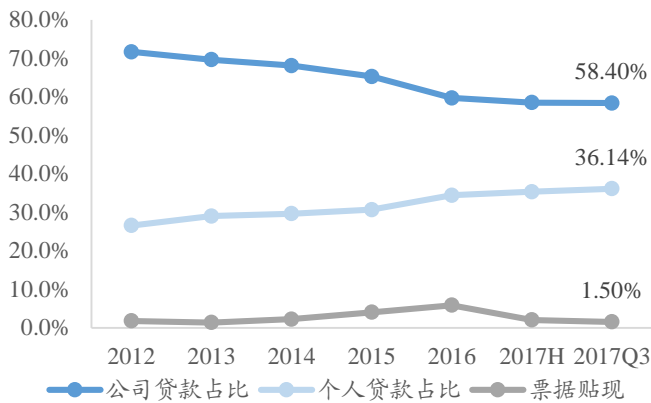
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表4: 农业银行负债端配置情况



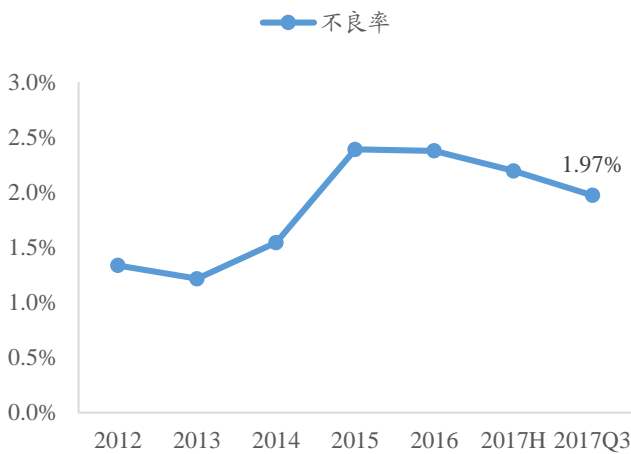
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表5: 农业银行贷款结构



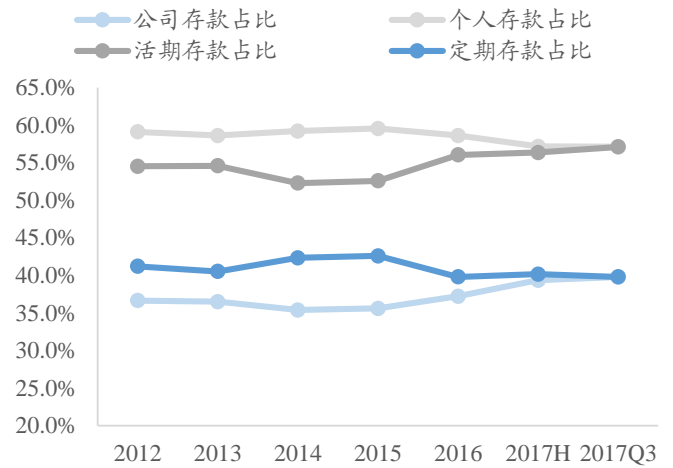
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表7: 农业银行资产质量情况



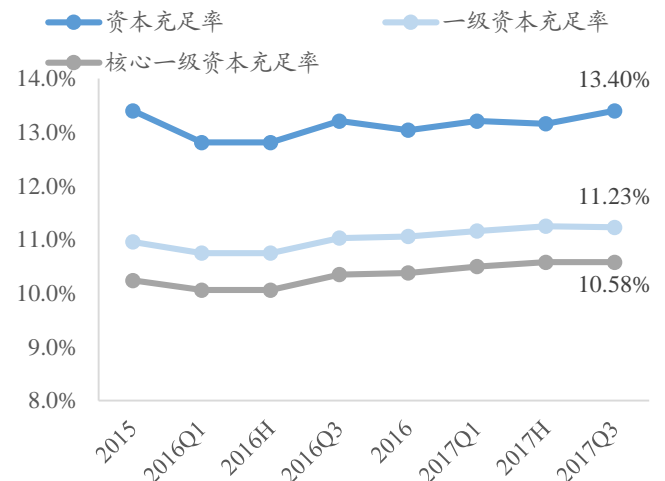
数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表6: 农业银行存款结构



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表8: 农业银行资本充足情况



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

农业银行财务预测表 (单位: 百万元)

每股指标	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
EPS	0.57	0.59	0.63	0.67	净利息收入	398,104	428,258	460,367	495,562
BVPS	3.81	4.24	4.68	5.17	净手续费收入	90,935	95,482	100,256	108,276
每股股利	0.17	0.18	0.19	0.20	其他非息收入	8,464	8,464	8,464	8,464
P/E	6.60	6.31	5.98	5.56	营业收入	497,503	532,204	569,087	612,302
P/B	0.98	0.88	0.80	0.72	税金及附加	(11,449)	(16,204)	(20,230)	(23,394)
业绩增长率	2016A	2017E	2018E	2019E	业务及管理费	(175,013)	(187,220)	(200,195)	(215,397)
净利息收入	-8.72%	7.57%	7.50%	7.64%	营业外净收入	2,029	2,029	2,029	2,029
净手续费收入	10.16%	5.00%	5.00%	8.00%	拨备前利润	313,070	330,809	350,691	375,540
营业收入	-5.16%	6.98%	6.93%	7.59%	资产减值损失	(86,446)	(93,653)	(99,725)	(105,195)
拨备前利润	-0.62%	5.67%	6.01%	7.09%	税前利润	226,624	237,156	250,966	270,345
归母净利润	1.86%	4.65%	5.56%	7.46%	所得税	(42,564)	(44,542)	(47,638)	(51,857)
盈利能力	2016A	2017E	2018E	2019E	税后利润	184,060	192,614	203,328	218,488
净息差 (测算)	2.15%	2.15%	2.18%	2.20%	归母净利润	183,941	192,489	203,197	218,347
生息资产收益率	3.55%	3.58%	3.62%	3.66%	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
计息负债成本率	1.59%	1.59%	1.60%	1.61%	存放央行	2,811,653	3,008,469	3,219,062	3,476,586
ROAA	0.99%	0.96%	0.95%	0.96%	同业资产	1,526,665	1,451,504	1,384,829	1,325,986
ROAE	14.53%	13.85%	13.27%	12.98%	贷款总额	9,719,639	10,400,014	11,024,015	11,575,215
成本收入比	35.18%	35.18%	35.18%	35.18%	贷款减值准备	(400,275)	(388,833)	(375,216)	(359,752)
资产质量	2016A	2017E	2018E	2019E	贷款净额	9,319,364	10,011,180	10,648,798	11,215,463
不良贷款余额	230,834	237,884	242,415	244,452	证券投资	5,333,535	5,652,396	6,109,325	6,901,858
不良贷款净生成率	1.13%	1.07%	1.05%	1.03%	其他资产	578,844	613,357	651,105	698,588
不良贷款率	2.37%	2.29%	2.20%	2.11%	资产合计	19,570,061	20,736,906	22,013,118	23,618,481
拨备覆盖率	173.40%	163.46%	154.78%	147.17%	存款余额	15,038,001	16,090,661	17,217,007	18,594,368
拨贷比	4.12%	3.74%	3.40%	3.11%	同业负债	1,663,897	1,557,912	1,468,565	1,394,798
资本情况	2016A	2017E	2018E	2019E	应付债券	388,215	427,037	448,388	470,808
资本充足率	13.04%	13.51%	13.82%	14.21%	负债合计	18,248,470	19,277,916	20,408,581	21,856,452
一级资本充足率	11.06%	11.53%	11.95%	12.45%	股东权益合计	1,321,591	1,458,990	1,604,537	1,762,029
风险加权系数	60.59%	60.59%	60.59%	59.59%	负债及股东权益合计	19,570,061	20,736,906	22,013,118	23,618,481

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

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>