

农业银行 (601288)

证券研究报告
2017年10月31日

业绩逐季上行, 看 35%上行空间

事件:

农行10月30日收盘披露了2017年三季报。前三季度实现归母净利润1600.1亿元, YoY +3.8%; 营收4083.9亿元, YoY +5.8%; 期末不良贷款率1.97%, 较年初下降0.4个百分点; 期末资产规模达20.92万亿元。

点评:

业绩增速逐季上行, 业绩反转趋势明确

3Q17净利润增速达3.87%, 较1H17提升0.32个百分点, 业绩逐季上行。3Q单季度同比增速上行至4.89%, 业绩反转趋势明确。受代理财政部委托资产处置业务到期影响, 净利润同比增速上升不大。明年同比基数该因素消除, 随着资产质量改善, 净息差回升, 业绩增速有望显著上升。

资产规模增长稳健。9月末资产规模较年初增长6.9%, 同比增长9.8%, 与中小行规模扩张显著放缓不同, 农行资产规模仍然稳健增长。资产端来看, 前三季度压缩同业资产3565亿, 贷款则增加了9250亿, 贷款增长较好。

不良率大降, 资产质量改善显著

9月末不良贷款2098亿元, 较年初下降210亿元, 不良贷款率则下降0.4个百分点至1.97%, 为2015年以来首次降至2%以下, 且仍处于下降通道。

上半年关注贷款与逾期贷款余额与比例双降。1H17关注贷款余额较年初减少5亿元, 关注贷款率3.62%, 较年初下降26BP; 逾期贷款率2.61%, 较年初下降22BP。作为前瞻指标, 预示着农行未来资产质量有望大幅改善。

负债成本优势显著, 息差处于上升通道

负债成本率优势显著。1H17付息负债成本率1.53%, 同比下降14BP, 主要是定期存款到期重定价, 测算3Q17进一步下行至1.45%。计息负债中存款占比达88%, 存款中活期占比达57.1%, 较1H17有所提升。前三季度存款增加了1.33万亿, 压缩同业负债约3500亿, 负债结构优势显著。农行存款持续增长, 与不少中小行存款负增长相对比, 优势显著。

息差处于上升通道。测算, 农行3Q17净息差2.21%, 环比回升6BP。农行净息差自1Q17以来持续上升。随着贷款利率及债券投资票息上升, 资产端收益率有望明显上升, 而农行负债成本稳定, 净息差有望较大改善。

投资建议: 重申买入评级, 目标价5.06元/股

农行3Q17净利润增速达3.9%, 且在资产质量大幅改善背景下还加大了拨备计提, 实际改善更大。不良贷款率几年来首次降至2%以下且仍在快速下降, 负债成本率低且存款增长较好, 业绩增速有望回到两位数。

重申买入评级, 目标估值1.2倍17PB, 对应股价5.06元/股, 较当前股价存35%上行空间。

风险提示: 经济超预期下行导致资产质量大幅恶化。

| 财务数据和估值 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 5362 | 5060 | 5325 | 5922 | 6649 |
| 增长率(%) | 2.9 | (5.6) | 5.2 | 11.2 | 12.3 |
| 归属母公司股东净利润(亿元) | 1808 | 1841 | 1921 | 2170 | 2479 |
| 增长率(%) | 0.6 | 1.9 | 4.4 | 13.0 | 14.3 |
| 每股收益(元) | 0.56 | 0.57 | 0.59 | 0.67 | 0.76 |
| 市盈率(P/E) | 6.73 | 6.60 | 6.33 | 5.60 | 4.90 |
| 市净率(P/B) | 1.07 | 0.98 | 0.89 | 0.77 | 0.67 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

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 | 3.74元 |
| 目标价格 | 5.06元 |
| 上次目标价 | 5.09元 |

基本数据

| | |
|-------------|--------------|
| A股总股本(百万股) | 294,055.29 |
| 流通A股股本(百万股) | 294,055.29 |
| A股总市值(百万元) | 1,099,766.80 |
| 流通A股市值(百万元) | 1,099,766.80 |
| 每股净资产(元) | 3.93 |
| 资产负债率(%) | 93.40 |
| 一年内最高/最低(元) | 3.96/3.09 |

作者

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

林瑾璐 分析师
SAC执业证书编号: S1110517090002
linjinlu@tfzq.com

股价走势

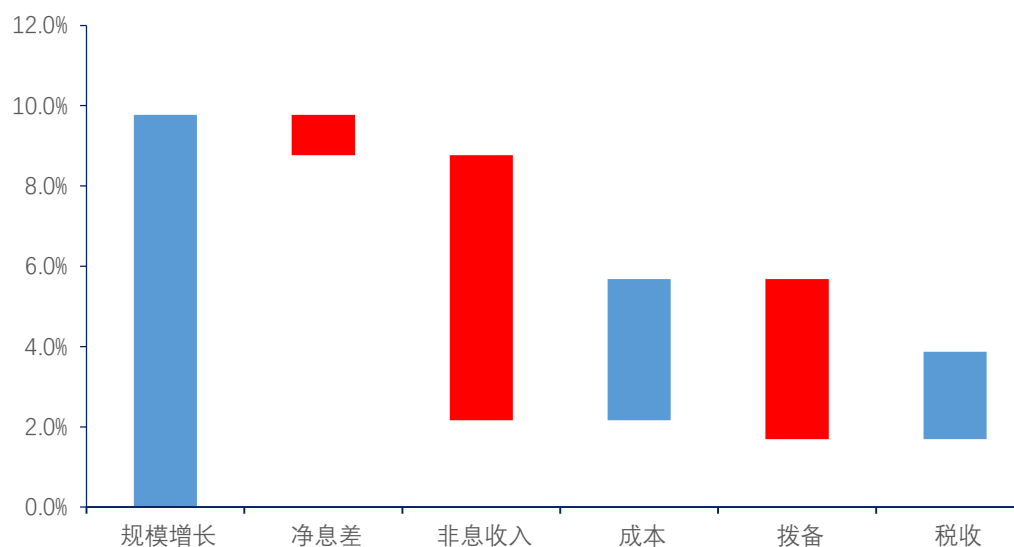


资料来源: 贝格数据

相关报告

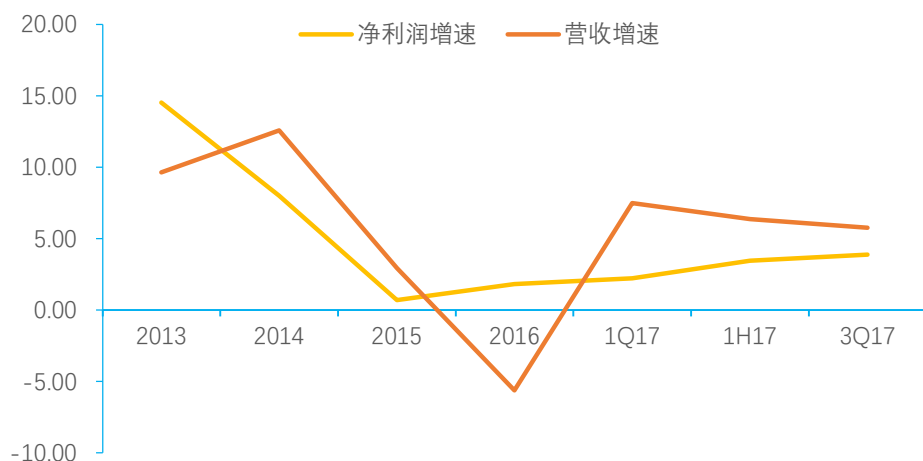
- 《农业银行-半年报点评:不良生成显著改善,看30%上行空间》2017-08-31
- 《农业银行-首次覆盖报告:不良与息差双拐点,价值仍被显著低估》2017-08-28

图 1：规模驱动为主，净息差拖累大幅减轻（驱动因子分解）



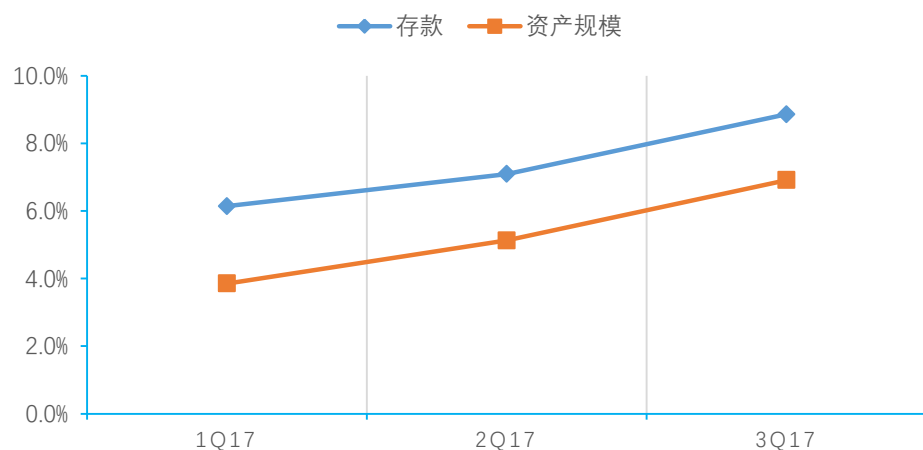
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 2：农行净利润增速自 2015 年触底以来持续回升（%）



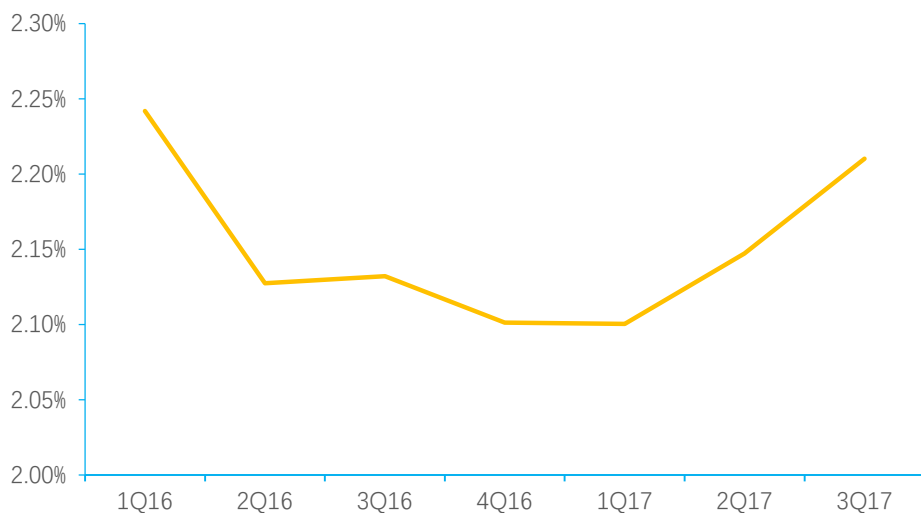
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 3：农行存款及资产规模增长较好（较年初增幅）



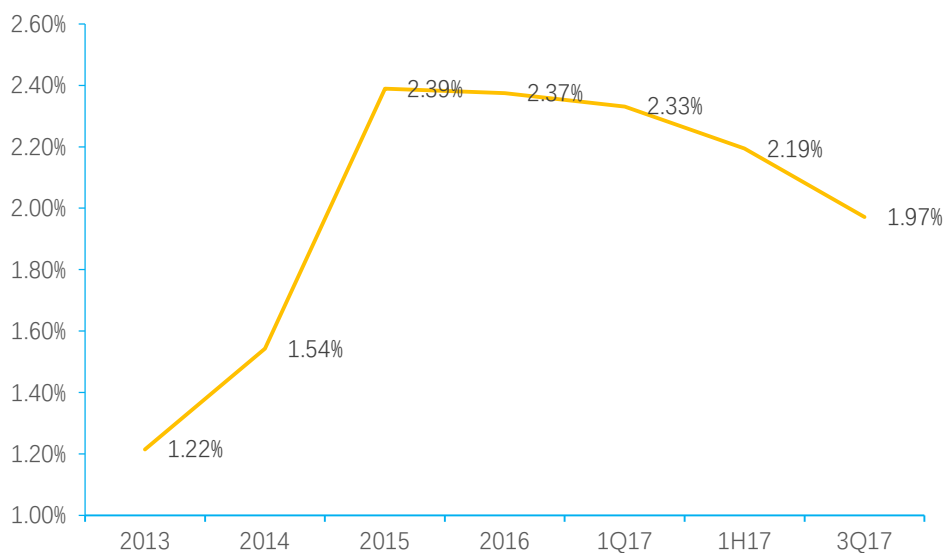
资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 4：测算的农行净息差已触底回升



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

图 5：年初以来，农行不良贷款率大幅下降



资料来源：上市银行定期报告，天风证券研究所

财务预测摘要

| 人民币亿元 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 利润表 | | | | | | 收入增长 | | | | | |
| 净利息收入 | 4361 | 3981 | 4354 | 4951 | 5629 | 净利润增速 | 0.6% | 1.9% | 4.4% | 13.0% | 14.3% |
| 手续费及佣金 | 825 | 909 | 746 | 783 | 822 | 拨备前利润增速 | 5.3% | -2.8% | 10.3% | 15.3% | 16.4% |
| 其他收入 | 175 | 170 | 226 | 188 | 198 | 税前利润增速 | -0.6% | -1.8% | 7.3% | 11.5% | 20.3% |
| 营业收入 | 5362 | 5060 | 5325 | 5922 | 6649 | 营业收入增速 | 2.9% | -5.6% | 5.2% | 11.2% | 12.3% |
| 营业税及附加 | (291) | (114) | (32) | (36) | (40) | 净利息收入增速 | 1.5% | -8.7% | 9.4% | 13.7% | 13.7% |
| 业务管理费 | (1784) | (1750) | (1768) | (1821) | (1875) | 手续费及佣金增速 | 3.0% | 10.2% | -18.0% | 5.0% | 5.0% |
| 拨备前利润 | 3287 | 3196 | 3525 | 4066 | 4734 | 营业费用增速 | -0.9% | -1.9% | 1.0% | 3.0% | 3.0% |
| 计提拨备 | (842) | (864) | (987) | (1230) | (1328) | 规模增长 | | | | | |
| 税前利润 | 2309 | 2266 | 2432 | 2712 | 3262 | 生息资产增速 | 11.2% | 9.8% | 9.0% | 8.4% | 9.4% |
| 所得税 | (501) | (426) | (511) | (542) | (783) | 贷款增速 | 10.0% | 9.1% | 8.5% | 8.5% | 8.5% |
| 净利润 | 1808 | 1841 | 1921 | 2170 | 2479 | 同业资产增速 | 12.4% | -8.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 资产负债表 | | | | | | 证券投资增速 | 26.2% | 18.2% | 12.0% | 12.0% | 15.0% |
| 贷款总额 | 89099 | 97196 | 105458 | 114422 | 124148 | 其他资产增速 | 16.7% | 9.9% | 14.8% | 25.3% | 4.6% |
| 同业资产 | 16740 | 15267 | 15267 | 15267 | 15267 | 计息负债增速 | 10.5% | 11.4% | 8.8% | 8.0% | 8.0% |
| 证券投资 | 45120 | 53335 | 59736 | 66904 | 76939 | 存款增速 | 8.0% | 11.1% | 9.0% | 8.0% | 8.0% |
| 生息资产 | 175666 | 192799 | 210161 | 227778 | 249099 | 同业负债增速 | 37.0% | 2.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 非生息资产 | 6280 | 6905 | 7923 | 9927 | 10388 | 股东权益增速 | 17.4% | 9.1% | 10.0% | 14.4% | 14.4% |
| 总资产 | 177914 | 195701 | 214093 | 233386 | 254663 | 存款结构 | | | | | |
| 客户存款 | 135384 | 150380 | 163914 | 177027 | 191190 | 活期 | 52.7% | 56.1% | 56.12% | 56.12% | 56.12% |
| 其他计息负债 | 20698 | 23432 | 25234 | 27233 | 29458 | 定期 | 43.1% | 40.3% | 40.33% | 40.33% | 40.33% |
| 非计息负债 | 9713 | 8673 | 10408 | 12489 | 14987 | 其他 | 4.2% | 3.6% | 3.55% | 3.55% | 3.55% |
| 总负债 | 165795 | 182485 | 199556 | 216750 | 235635 | 贷款结构 | | | | | |
| 股东权益 | 12119 | 13216 | 14537 | 16636 | 19029 | 企业贷款(不含贴现) | 65.3% | 59.7% | 54.71% | 50.71% | 50.71% |
| 每股指标 | | | | | | 个人贷款 | 30.7% | 34.4% | 42.43% | 47.43% | 47.43% |
| 每股净利润(元) | 0.56 | 0.57 | 0.59 | 0.67 | 0.76 | 资产质量 | | | | | |
| 每股拨备前利润(元) | 1.01 | 0.98 | 1.09 | 1.25 | 1.46 | 不良贷款率 | 2.39% | 2.37% | 1.96% | 1.64% | 1.46% |
| 每股净资产(元) | 3.48 | 3.81 | 4.22 | 4.86 | 5.60 | 正常 | 93.41% | 93.74% | 96.35% | 96.40% | 96.45% |
| 每股总资产(元) | 54.78 | 60.25 | 65.92 | 71.86 | 78.41 | 关注 | 4.20% | 3.88% | 3.65% | 3.60% | 3.55% |
| P/E | 6.73 | 6.60 | 6.33 | 5.60 | 4.90 | 次级 | 0.54% | 0.59% | | | |
| P/PPOP | 3.70 | 3.80 | 3.45 | 2.99 | 2.57 | 可疑 | 1.66% | 1.56% | | | |
| P/B | 1.07 | 0.98 | 0.89 | 0.77 | 0.67 | 损失 | 0.19% | 0.22% | | | |
| P/A | 0.07 | 0.06 | 0.06 | 0.05 | 0.05 | 拨备覆盖率 | 189.43% | 173.40% | 193.25% | 230.75% | 266.52% |
| 利率指标 | | | | | | 资本状况 | | | | | |
| 净息差(NIM) | 2.61% | 2.16% | 2.16% | 2.26% | 2.36% | 资本充足率 | 13.40% | 13.04% | 12.88% | 13.01% | 13.18% |
| 净利差(Spread) | 2.49% | 2.10% | 2.00% | 2.10% | 2.20% | 核心资本充足率 | 10.24% | 10.38% | 10.47% | 10.77% | 11.11% |
| 贷款利率 | 5.52% | 4.38% | 4.33% | 4.50% | 4.65% | 资产负债率 | 93.19% | 93.25% | 93.21% | 92.87% | 92.53% |
| 存款利率 | 1.81% | 1.47% | 1.37% | 1.42% | 1.47% | 其他数据 | | | | | |
| 生息资产收益率 | 4.43% | 3.71% | 3.61% | 3.81% | 3.96% | 总股本(亿) | 3247.94 | 3247.94 | 3247.94 | 3247.94 | 3247.94 |
| 计息负债成本率 | 1.94% | 1.61% | 1.51% | 1.59% | 1.64% | | | | | | |
| 盈利能力 | | | | | | | | | | | |
| ROAA | 1.07% | 0.99% | 0.94% | 0.97% | 1.02% | | | | | | |
| ROAE | 17.03% | 15.53% | 14.72% | 14.70% | 14.58% | | | | | | |
| 拨备前利润率 | 1.95% | 1.71% | 1.72% | 1.82% | 1.94% | | | | | | |

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com |