

农业银行 (601288)

负债端优势显著，资产质量改善超预期

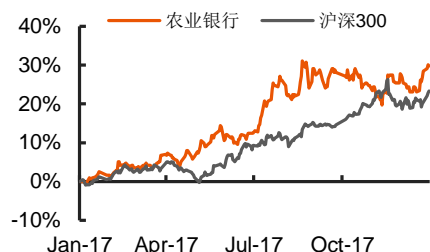
强烈推荐 (上调)

现价：3.87元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.abchina.com
大股东/持股	汇金公司/40.03%
实际控制人	
总股本(百万股)	324,794
流通A股(百万股)	294,055
流通B/H股(百万股)	30,739
总市值(亿元)	12,376.46
流通A股市值(亿元)	11,379.94
每股净资产(元)	4.33
资产负债率(%)	93.30

行情走势图



证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号
S1060517100002
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

研究助理

王思敏 一般从业资格编号
S1060115120019
021-20660384
WANGSIMIN134@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 传统国有大行，规模稳健增长，受监管冲击较小

农行作为传统国有大行，保持了稳健的经营风格。3 季度末贷款和存款分别较年初增 9.85% 和 8.86%，高于同期资产和负债的增速。与之对应，存放同业及同业存放分别较年初下降 72% 和 19.7%，在监管加强的背景下同业业务保持收缩态势。截止 17 年三季度末贷款在资产中占比达到 50%，是主要的资产配置方向；客户存款在负债中占比 84%，是主要的资金来源。以存贷款业务为主的经营结构符合监管的引导方向。

■ 负债端优势显著息差企稳向好，资产质量改善超预期

按照期初期末测算，2017 年 3 季度农业银行净息差 2.2%，在四大行中处于领先地位。从历史来看，净息差环比 2 季度、1 季度分别提升 5bp、10bp，息差逐季企稳回升趋势。我们预计农行 2018 年净息差稳中略升。主要原因：1) 2018 年银行信贷需求仍然有支撑。2) 活期存款占比较高，核心负债优势显著。另外，农行不良改善空间大。受益于经济企稳改善，3 季度末不良实现双降。展望 18 年，我们认为由于历史上农行的不良率在大行中最高，所以将更加受益于整体资产质量的改善。并且农行拨备覆盖率在大行中最高，具有相对较大的业绩释放空间。规模的稳健增长、息差和不良的企稳共同驱动业绩持续向好。

■ 投资建议：

农业银行经营保持稳健，得益于稳健的业务结构、息差的企稳及资产质量压力的缓释，公司未来可以继续维持业绩的稳健增长。我们上调农行 17/18 年净利润增速预测为 3.4%/6.5% (原为 2%/6.4%)，目前股价对应 17/18 年 PB 为 0.97x/0.88x，PE 为 6.61x/6.20x，估值低，有较大的安全边际。考虑到公司核心负债优势明显、不良改善空间较大、内生增长能力较优且受监管冲击小，将公司评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

■ 风险提示：资产质量下滑超预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	536,168	506,016	544,213	596,415	669,361
YoY(%)	2.9	-5.6	7.5	9.6	12.2
净利润(百万元)	180,582	183,941	190,246	202,667	223,123
YoY(%)	0.6	1.9	3.4	6.5	10.1
ROE(%)	16.12	14.55	14.10	14.02	14.07
EPS(摊薄/元)	0.56	0.57	0.59	0.62	0.69
P/E(倍)	6.96	6.83	6.61	6.20	5.63
P/B(倍)	1.11	1.02	0.97	0.88	0.80

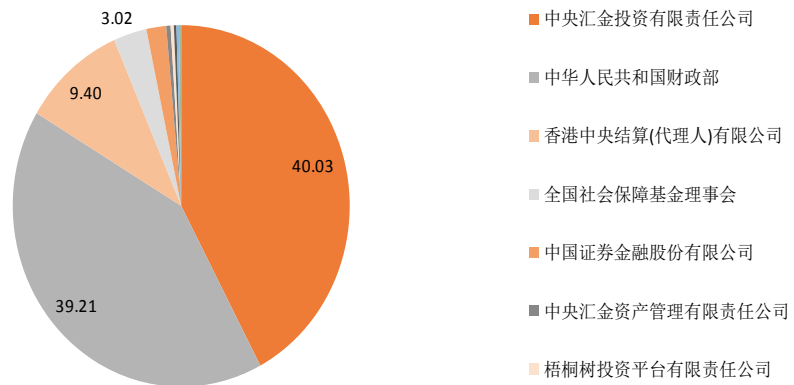
一、经营稳健抵御监管冲击，基本面边际改善

1.1 三农和县域经营特色显著，国有股东为主

1979 年农业银行、中国银行及中国建设银行相继单独成立，分别被指定从事农业融资、外汇和贸易融资以及建筑和基础建设融资业务等。这一期间我国的银行体系仍然受政府计划及政策严格限制，银行经营没有实现自主化和商业化。20 世纪 90 年代中期，农行在加强组织结构调整、风险防控、业务流程和信息技术等方面做出诸多改进，建立现代商业银行的运营体系。从成立背景来看，农行的经营特色较为显著：1）积累了以三农客户和农业投融资为主；2）通过位于全国县及县级市（即县域地区）的所有经营机构，向县域客户提供广泛的金融服务。

经过财政部保留资本金及发行特别国债、不良资产剥离给资产管理公司、中央汇金注资等方式，2009 年 1 月农行由国有商业银行整体改制为股份有限公司。截止至 17 年 3 季度末，国有持股（中央汇金、财政部、中央汇金等）合计持股 85%，国有持股数仍然具有绝对优势。

图表1 农行股东以国有为主（单位：%）



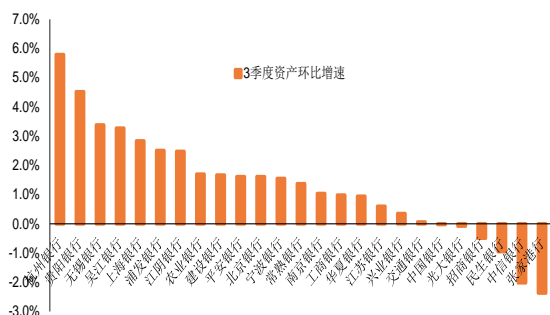
数据来源：公司财报、平安证券研究所

1.2 资产负债结构稳健适度增长，受监管冲击较小

受金融去杠杆和监管趋严的影响，3 季度末 25 家上市银行资产规模季度环比增长 0.82%（VS2 季度 1.19%），环比增速下行。从农行来看，3 季度资产规模环比增 1.7%，保持小幅扩张。其中 3 季度末贷款和存款分别较年初增 9.85%和 8.86%，高于同期资产和负债的增速，存贷款表现较好。与之对应，存放同业及同业存放分别较年初下降 72%和 19.7%，在监管加强的背景下同业业务保持收缩态势。

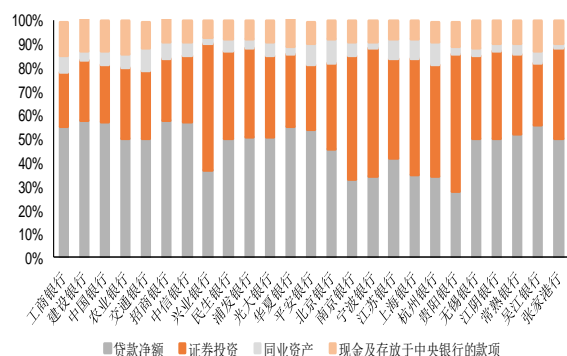
农行经营稳健，截止 17 年三季度末贷款在资产中占比达到 50%，是主要的资产配置方向；客户存款在负债中占比 84%，是主要的资金来源，存款占比在上市银行中位居第一。以存贷款业务为主的经营结构符合监管的引导方向，有利于支持实体经济和公司的稳健发展。

图表2 3季度农行资产环比增速领先大行



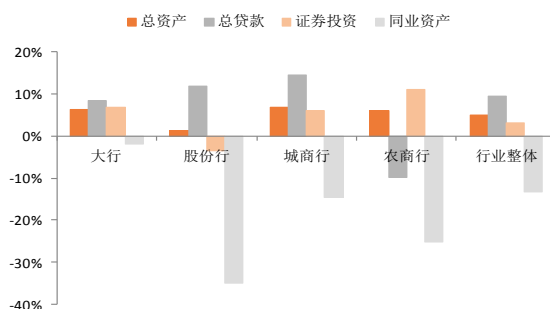
资料来源：wind、平安证券研究所

图表3 贷款是农行资产配置的主要方向



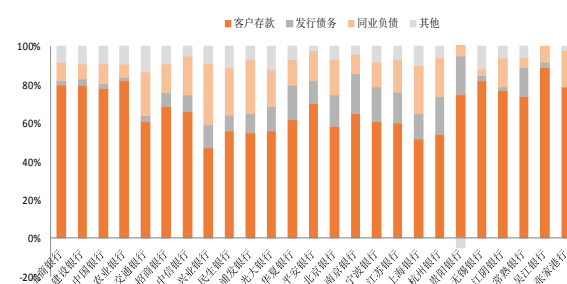
资料来源：wind、平安证券研究所

图表4 3季度大行资产增速相对较好



资料来源：wind、平安证券研究所

图表5 存款是农行主要的资金来源

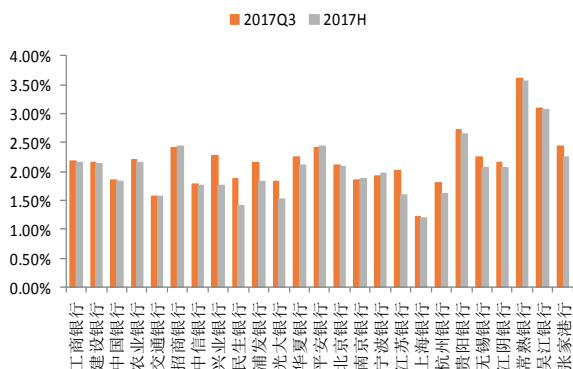


资料来源：wind、平安证券研究所

1.3 息差四大行领先，核心负债成本优势突出

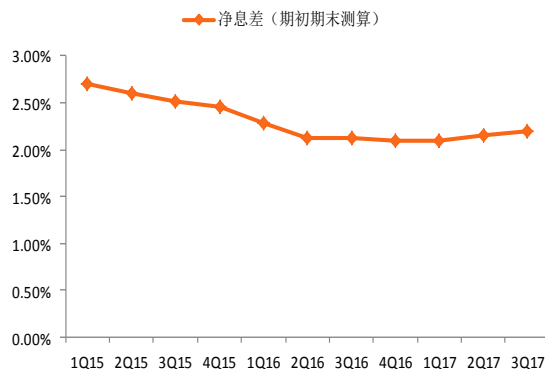
3季度农行净息差走阔，带动净利息收入反弹速度提升。按照期初期末余额测算，2017年3季度农业银行2.2%，在四大行中处于领先地位。纵向来看，净息差环比2季度、1季度分别提升5bp、10bp，息差逐季企稳回升趋势。农行的净息差相对领先，我们认为主要由于存款是公司主要的资金来源，有利于资金成本的降低。我们预计农行2018年净息差稳中略升。主要原因：1) 2018年整体经济结构性改善延续以及货币政策稳健中性的形式下银行信贷需求仍然有支撑。2) 整体银行贷款利率上浮空间提升。3) 受益于公司农业金融和县域金融优势，低成本的个人活期存款占比较高，核心负债优势显著。

图表6 农行净息差领先四大行



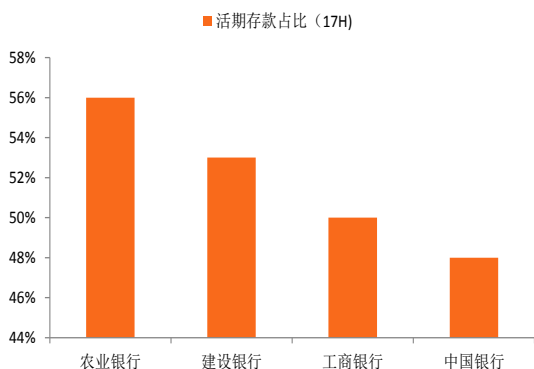
资料来源：wind、平安证券研究所

图表7 农行息差呈现企稳趋势



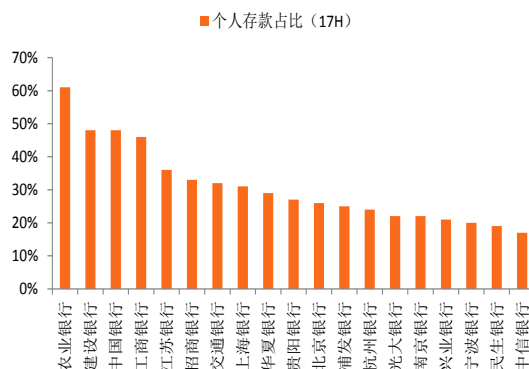
资料来源：wind、平安证券研究所

图表8 大行中农行活期存款占比最高



资料来源：wind、平安证券研究所

图表9 农行个人存款占比较高

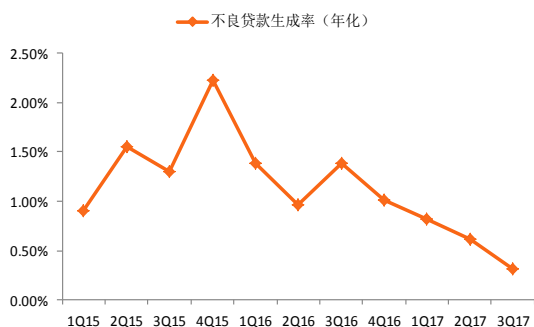


资料来源：wind、平安证券研究所

1.4 资产质量出现积极变化，拨备水平回升

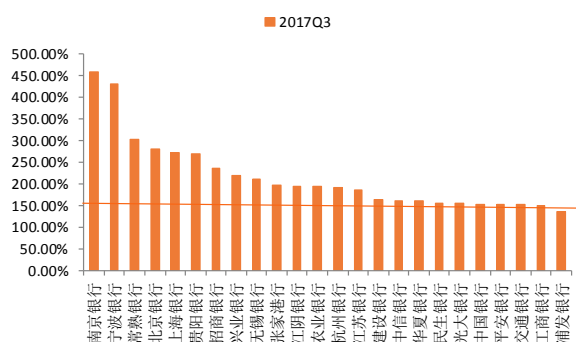
受益于经济企稳改善，3 季度末公司不良贷款余额 2,098 亿元，比年初减少 210 亿元；不良贷款率 1.97%，比年初下降 0.4 个百分点，不良实现双降。根据我们测算 3 季度年化不良生成率 0.32%，环比下降 29BP，资产质量企稳向好。3 季度末拨备覆盖率 194.29%，比年初上升 20.89 个百分点，在大行中处于较高水平。展望 18 年，我们认为由于历史上农行的不良率在大行中最高，所以农行将更加受益于行业整体资产质量的改善。并且农行拨备覆盖率在大行中最高，具有相对较大的业绩释放空间。

图表10 农行不良贷款生成率下降



资料来源：wind、平安证券研究所

图表11 农行拨备覆盖率高 (17Q3)

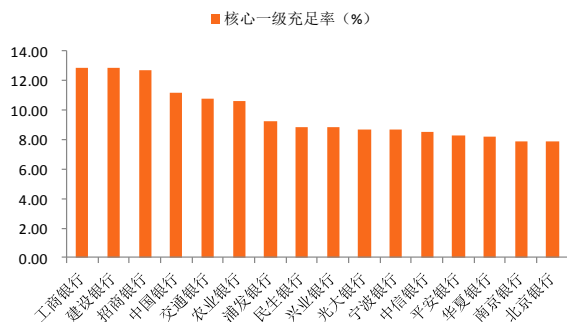


资料来源：wind、平安证券研究所

1.5 资本充足率较高，内生增长能力较优

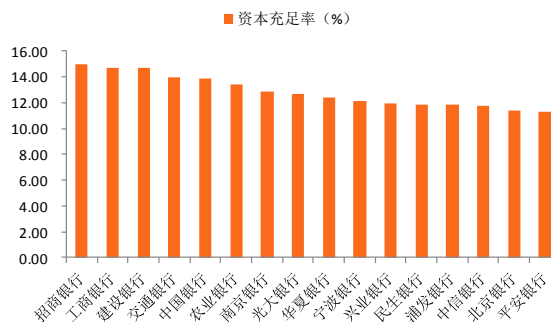
MPA 考核体系中资本和杠杆情况考核对各家银行广义信贷增速的约束力很强。考虑到资本和杠杆情况在 MPA 考核中的重要性极高，该单项如果不能达标将导致 MPA 考核的整体评级不达标，受此约束，过去规模增速过快的中小银行需要降低增速以适应监管要求。17 年 3 季度末，农行核心一级资本充足率 10.58%，资本充足率 13.4%，资本水平在上市公司中位于较高水平，内生增长能力较优。

图表12 农行核心一级资本充足率水平较高 (17Q3)



资料来源：wind、平安证券研究所

图表13 农行资本充足率水平较高 (17Q3)



资料来源：wind、平安证券研究所

二、 投资建议

农业银行经营保持稳健，得益于稳健的业务结构、息差的企稳及资产质量压力的缓释，公司未来可以继续维持业绩的稳健增长。我们上调农行 17/18 年净利润增速预测为 3.4%/6.5% (原为 2%/6.4%)，目前股价对应 17/18 年 PB 为 0.97x/0.88x，PE 为 6.61x/6.20x，估值低，有较大的安全边际。考虑到公司核心负债优势明显、不良改善空间较大、内生增长能力较优且受监管冲击小，将公司评级由“推荐”上调至“强烈推荐”。

图表14 银行盈利预测表

利润表						指标和估值					
百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	百万元: 元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
平均生息资产	16,311,310	18,045,241	19,855,331	21,889,277	24,351,303	ROAA (%)	1.07	0.98	0.93	0.90	0.89
净息差	2.66	2.25	2.18	2.19	2.22	ROAE (%)	16.12	14.55	14.10	14.02	14.07
利息收入	725,793	657,190	754,611	866,726	1,012,020	每股净资产	3.48	3.81	4.00	4.41	4.86
利息支出	289,653	259,086	324,090	391,741	474,535	EPS	0.56	0.57	0.59	0.62	0.69
净利息收入	436,140	398,104	430,521	474,985	537,485	股利	54176	55215	57107	60836	66976
贷款减值准备	84,172	86,446	95,732	112,882	133,641	DPS	0.17	0.17	0.18	0.19	0.21
非息收入						股息支付率 (%)	30	30	30	30	30
手续费和佣金收入	82,549	90,935	96,716	104,453	114,898	发行股份	324794	324794	324794	324794	324794
交易性收入	8,973	4,979	4,979	4,979	4,979						
其他收入	8,506	11,998	11,998	11,998	11,998						
非息总收入	100,028	107,912	113,693	121,430	131,875						
						业绩数据					
						增长率 (%)					
非息费用						净利息收入	1.5	(8.7)	8.1	10.3	13.2
业务管理费	178,443	175,013	185,627	200,606	224,259	非利息收入	10.0	7.9	5.4	6.8	8.6
营业税金及附加	29,075	11,449	19,438	25,335	29,605	非利息费用	(1.3)	(11.0)	9.5	9.8	11.9
非息总费用	219,125	194,975	213,578	234,453	262,377	净利润	0.6	1.9	3.4	6.5	10.1
						平均生息资产	10.5	10.6	10.0	10.2	11.2
税前利润	230,857	226,624	236,932	251,108	275,371	总付息负债	10.5	11.4	10.6	10.8	12.3
所得税	50,083	42,564	46,687	48,441	52,249	风险加权资产	1.2	7.9	7.9	8.3	10.4
净利润	180,582	183,941	190,246	202,667	223,123						
						营业收入分解 (%)					
资产负债表数据						净利息收入占比	81.3	78.7	79.1	79.6	80.3
总资产	17,791,393	19,570,061	21,479,667	23,678,705	26,450,112	佣金手续费收入占比	15.4	18.0	17.8	17.5	17.2
贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,693,468	11,868,282	13,261,043						
客户存款	13,538,360	15,038,001	16,541,801	18,361,399	20,564,767	营业效率 (%)					
其他付息负债	2,069,805	2,343,164	2,687,142	2,935,160	3,354,809	成本收入比	33.3	34.6	34.1	33.6	33.5
股东权益	1,210,091	1,318,193	1,380,021	1,511,443	1,659,833						
资产质量						流动性 (%)					
不良贷款	212,867	230,834	213,194	214,081	222,833	贷款占生息资产比	52.1	51.6	51.4	51.5	51.6
不良率	2.39	2.37	1.99	1.80	1.68	期末存贷比	65.8	64.6	64.6	64.6	64.5
贷款损失拨备	403,243	400,275	407,201	455,992	545,942						
拨备覆盖率	189	173	191	213	245	资本 (%)					
拨贷比	4.53	4.12	3.81	3.84	4.12	核心一级资本充足率	10.2	10.4	10.1	10.3	10.3
						一级资本充足率	13.4	13.0	12.7	13.0	13.1
信用成本 (%)	0.96	0.85	0.94	1.00	1.06	资本充足率	11.3	10.2	9.9	9.8	9.8

数据来源：公司财报、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033