

农业银行(601288)

定增缓解资本补充压力，对资金面冲击有限 买入（维持）

2018年3月12日

证券分析师 马婷婷

执业证书编号：
S0600517040002
021-60199607
matt@dwzq.com.cn

研究助理 蒋江松媛

021-60199790
jiangjsy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **定增有效提升资本充足率，对资金面冲击有限。**原股东参与认购，对股价负面影响较小。原股东汇金公司和财政部分别认购 400 亿元和 392 亿元，中国烟草及其子公司认购 200 亿元，新华保险认购 7 亿左右，不需要从二级市场再融资，对市场资金面的冲击影响有限。当前股价为 4.03 元/股，17PB 不到 1 倍（按业绩快报最新数据），仍处于较低水平，预计对股价冲击较小。定增完成后提升核心一级资本充足率，拨备覆盖率的监管要求可降至“最优档”120%。农行由于上市时间较晚，核心一级资本充足率一直处于国有大行中最低水平。根据三季报数据静态测算，定增完成后核心一级资本充足率可提升 0.8pc，有效缓解资本补充压力。此外，根据银监会最新 7 号文的准则测算，原来农业银行受到约束的指标为资本充足率，再融资资金补充到位后，可满足“最优档”条件，对应拨备覆盖率和拨贷比要求下调至 120%和 1.5%，为未来的盈利释放打下基础。

■ **节奏上：预计将于 17 年分红后实施，对原股东分红不造成即期影响。**据年报业绩快报数据，17 年的每股净资产为 4.15 元/股，预计分红除权后的发行底价为 3.97 元/股（按 30%分红比例测算）。节奏上，当前公告预案，仍需通过股东大会以及获得监管机构审批，预计将于 17 年分红后实施，对原股东分红不会造成即期影响。长期来看，我们以盈利预测模型的数据进行测算，18 年归母净利润约为 2032 亿，摊薄后的 EPS 和 BVPS 分别为 0.58 元、4.60 元，摊薄比例约为 7.8%与 1.7%。此外，在经济企稳向好、贷款收益率提升的趋势下，农行的资产质量有望继续改善、盈利能力有望继续提升，或可逐渐弥补定增带来的摊薄效应。

■ **盈利能力稳步提升，资产质量显著改善。**17 年业绩快报数据看，农行有三大亮点：1) 利润增长逐季提速，Q4 单季度同比增速超 10%：17 年实现归母净利润 1929 亿，同比增长 4.9%，其中 Q4 单季度同比增速达 10.7%，较三季度提升 5.8pc，利润增长逐季提速；2) 净息差小幅提升：农行作为大行，同业市场上为资金拆出方，受益于同业利率上行；且立足于县域市场，存款成本优势明显，在贷款收益率提升趋势下，净息差较 16 年末提升 3bps 至 2.28%；3) 资产质量持续显著改善，拨备覆盖率提升至 200%以上：不良余额较 16 年末净减少 368 亿，其中 Q4 单季度净减少 158 亿；不良率为 1.81%，较 16 年下降 0.56pc，17 年以来逐季改善，Q4 较 Q3 环比下降 0.16pc。拨备覆盖率较 9 月末继续提升 14.11pc 至 208.4%，预计继续领跑国有大行。不良贷款余额与不良率实现双降，资产质量显著改善，估值有望继续提升。

■ **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 18/19 年其归母净利润分别为 2031.97/2183.47 亿，BVPS（摊薄前）为 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，本次定增实施中可能的不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.03
一年最低/最高价	3.07/4.82
市净率(倍)	0.99
流通 A 股市值 (百万元)	1185042

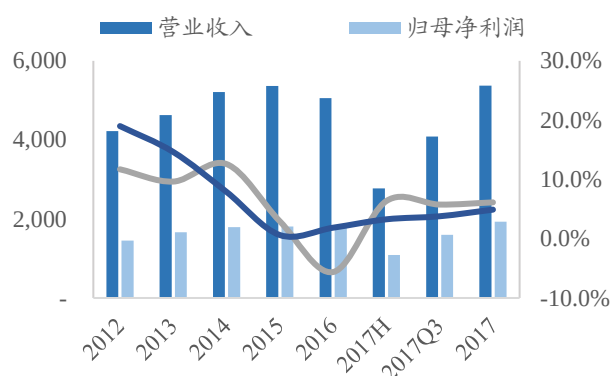
基础数据

每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	93.26
总股本(百万股)	324794
流通 A 股(百万股)	294055

相关研究

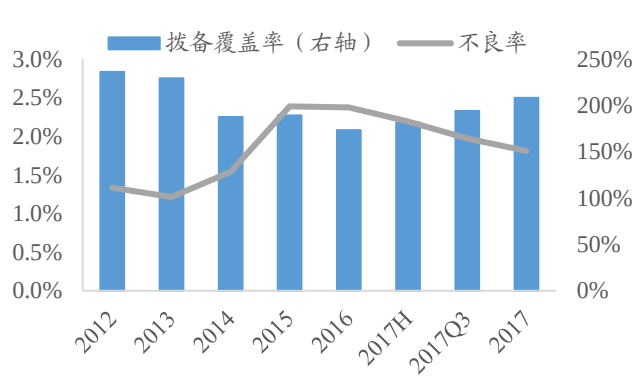
1. 农业银行 2017 年三季报点评：资产质量改善力度最大，业绩弹性高-20171031
2. 农业银行 2017 年中报点评：业绩稳健增长，资产质量改善力度最大 -20170831

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: 农业银行不良率



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; 注: 盈利预测尚未考虑本次再融资

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>