

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

资产质量显著改善, 定增缓解资本压力

——农业银行(601288)公司点评

证券研究报告-公司点评

买入(调升)

市场数据(2018-03-13)

发布日期: 2018年03月13日

收盘价(元)	4.13
一年内最高/最低(元)	4.82/3.22
沪深300指数	4091.25
市净率(倍)	0.94
总市值(亿元)	13,413.81
流通市值(亿元)	12,144.32

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	4.08
总资产(亿元)	209,231.17
所有者权益(亿元)	14,059.81
净资产收益率(%)	12.26
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

- 1 《农业银行(601288)季报点评: 利息净收入增速提升, 资产质量改善显著》 2017-10-31
- 2 《农业银行(601288)中报点评: 利息净收入较快增长, 资产质量向好》 2017-09-06

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

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2018年3月12日公布17年业绩快报与非公开发行预案。17年, 公司实现营业收入5370.41亿元, 同比增长6.13%; 实现归母净利润1929.62亿元, 同比增长4.47%; 17年末公司不良贷款率为1.81%, 较16年末下降0.56个百分点。公司将通过非公开发行向7家特定对象募集不超过1000亿元资金用于补充核心一级资本。

- **营业收入增速持续提升, 单季度增速大幅提升。**17年, 公司营业收入增速较17Q1-3提升0.67个百分点, 归母净利润增速提升0.68个百分点。其中, 17Q4公司实现营业收入1286.51亿元, 同比增长28.67%, 增速环比提升24.16个百分点; 实现净利润329.52亿元, 同比增长10.68%, 增速环比提升5.79个百分点。净息差与资产质量改善是公司业绩增速逐步提升的主要原因, 17年公司净息差较16年提升3bps, 17年末不良率较16年末大幅下降0.56个百分点。
- **资产质量与拨备覆盖率显著改善。**17年末, 公司不良贷款率为1.81%, 环比下降0.16个百分点, 较16年末下降0.56个百分点。据统计, 16家已公布17年业绩快报银行中, 农业银行资产质量环比改善幅度仅次于浦发银行。资产质量显著改善一方面是由于不良生成率下降, 另一方面是由于公司加大对不良贷款处置力度。据分析, 公司17年上半年加回核销的不良生成率较15年下半年阶段性峰值大幅下降0.64个百分点, 下降幅度为四大行之首。因资产质量改善明显, 公司拨备覆盖率也有显著改善。17年末, 公司拨备覆盖率达208.37%, 环比改善14.08个百分点, 较16年末改善34.97个百分点。
- **定增落地补齐资本充足率短板。**公司拟通过非公开发行向汇金公司、财政部、烟草公司等7家特定对象募集不超过1000亿元资金用于补充核心一级资本。利用17年9月末数据进行静态测算, 本次发行将使公司一级资本充足率提升约0.8个百分点。与其他三大行相比, 目前公司资本充足率水平明显落后: 17Q3末, 公司资本充足率分别落后工行、建行与中行各0.94、2.42与2.06个百分点。本次定增为补短板之举, 将为公司业务发展提供资本保障。
- **调升公司至“买入”投资评级。**公司负债成本优势明显, 净息差改善趋势相对行业内其他公司更加明朗。此外, 公司资产质量改善幅度高于行业整体水平。再者, 公司稳健的业务结构在严监管环境中具备明显优势。综上认为, 公司未来业绩增长空间充足。本次定增将补齐公司资本充足率短板, 为公司业务发展提供资本保障。预

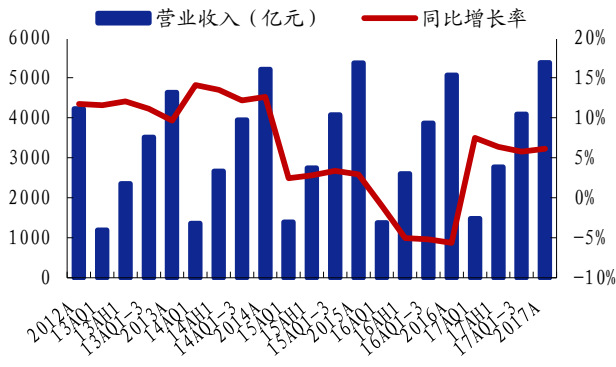
计公司 18-19 年 BVPS 分别为 4.77 与 5.01 元，按 3 月 13 日 4.13 元的收盘价计算，对应 PB 分别为 0.87 与 0.82 倍。目前公司 0.94 倍 PB(LF) 低于行业整体水平，上调公司至“买入”投资评级。

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	534,848	563,886	600,180
增长比率	2.94%	-5.62%	5.70%	5.43%	6.44%
净利润(百万元)	180,774	184,060	191,569	204,099	223,013
增长比率	0.70%	1.82%	4.08%	6.54%	9.27%
BVPS(元)	3.73	4.06	4.41	4.77	5.01
市净率(倍)	1.11	1.02	0.94	0.87	0.82

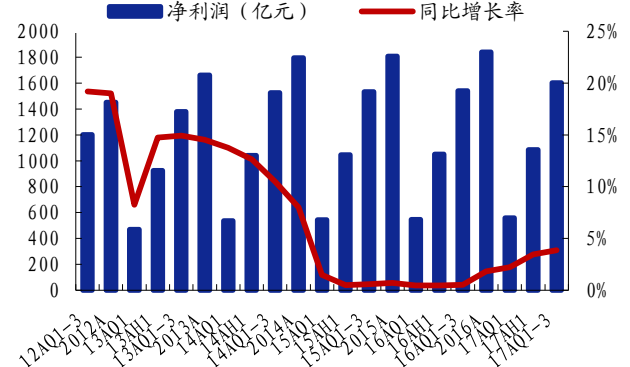
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及增长率



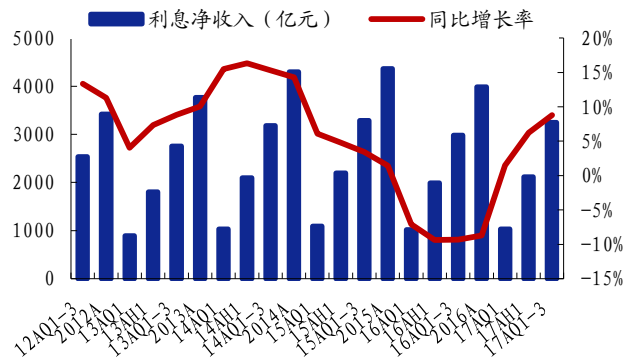
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司净利润及增长率



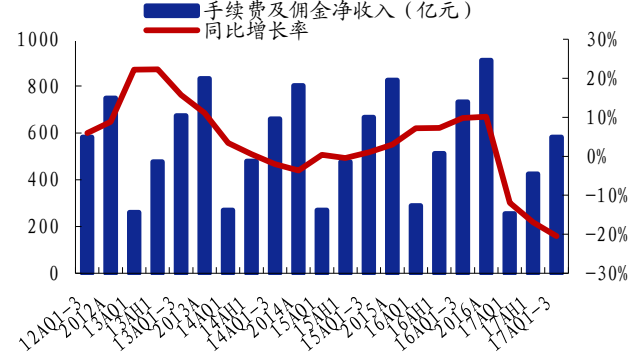
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2012-17 年公司利息净收入及增长率



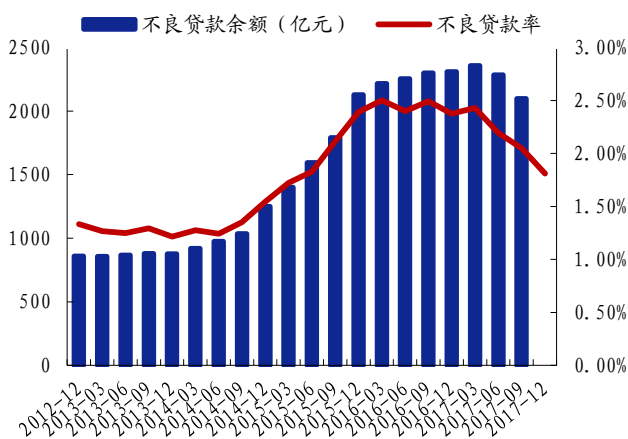
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2012-17 年公司手续费及佣金净收入及增长率



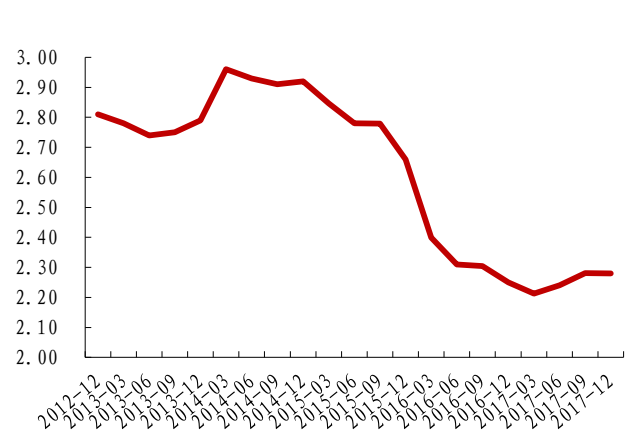
资料来源: Wind, 中原证券

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	2,879,467	3,146,113	3,337,569	EPS (摊薄)	0.56	0.57	0.59	0.51	0.45
同业资产	1,673,984	1,526,665	1,155,434	1,262,430	1,339,255	BVPS	3.73	4.06	4.41	4.77	5.01
证券投资	4,512,047	5,333,535	6,326,493	5,013,961	3,698,373	P/E	7.43	7.29	7.01	8.05	9.16
贷款总额	8,909,918	9,719,639	10,310,325	12,397,768	14,144,233	P/B	1.11	1.02	0.94	0.87	0.82
贷款损失准备	403,243	400,275	439,979	507,332	578,726						
贷款净额	8,506,675	9,319,364	9,870,346	11,890,436	13,565,507	盈利能力	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
生息资产总额	17,683,006	19,391,492	20,671,719	21,820,271	22,519,429	ROAA	1.07%	0.98%	0.95%	0.95%	1.00%
总资产	17,791,393	19,570,061	20,860,910	21,969,190	22,622,623	ROAE	16.12%	14.51%	13.92%	12.26%	10.20%
同业负债	1,626,464	1,663,897	1,865,686	971,231	-72,992	净利差 (SPREAD)	2.38%	1.99%	2.01%	2.07%	2.09%
存款	13,538,360	15,038,001	16,163,700	17,660,500	18,735,226	净息差 (NIM)	2.58%	2.16%	2.18%	2.23%	2.29%
应付债券	382,742	388,215	451,352	451,352	451,352	信贷成本	1.00%	0.94%	0.98%	1.07%	0.93%
付息负债	15,547,566	17,090,113	18,480,738	19,083,082	19,113,586	成本收入比	33.28%	34.59%	32.92%	34.48%	33.83%
总负债	16,579,508	18,248,470	19,426,527	20,071,819	20,147,221	所得税有效税率	21.69%	18.78%	17.31%	16.04%	16.19%
少数股东权益	1,794	3,398	3,498	3,789	4,168						
母公司所有者权益	1,210,091	1,318,193	1,430,886	1,893,582	2,471,235	资产质量	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
						不良贷款率	2.39%	2.37%	1.94%	1.69%	1.50%
利润表(百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	不良贷款净生成率	1.04%	0.19%	-0.30%	0.08%	0.02%
利息收入	725,793	657,190	709,342	749,838	797,537	拨备覆盖率	189.43%	173.40%	219.60%	242.84%	272.69%
利息支出	289,653	259,086	270,610	282,628	296,053	拨备/贷款总额	4.53%	4.12%	4.27%	4.09%	4.09%
利息净收入	436,140	398,104	438,733	467,210	501,484						
手续费净收入	82,549	90,935	72,861	72,005	78,774	资本	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他非息收入	17,479	16,977	2,541	24,670	19,922	资本充足率	13.40%	13.04%	13.66%	18.97%	25.80%
营业收入	536,168	506,016	534,848	563,886	600,180	核心资本充足率	10.24%	10.38%	11.47%	16.73%	23.51%
营业费用与税金	207,518	186,462	180,765	199,451	208,698	杠杆倍数	14.68	14.81	14.53	11.57	9.13
资产减值损失	84,172	86,446	98,397	121,353	125,394						
营业利润	232,871	224,595	228,771	243,082	266,088	业绩增长率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外收支净额	-2,014	2,029	2,892	0	0	利息净收入	1.45%	-8.72%	10.21%	6.49%	7.34%
利润总额	230,857	226,624	231,663	243,082	266,088	营业收入	2.94%	-5.62%	5.70%	5.43%	6.44%
所得税	50,083	42,564	40,094	38,983	43,075	拨备前利润	6.06%	-1.89%	5.18%	11.39%	7.42%
净利润	180,774	184,060	191,569	204,099	223,013	净利润	0.70%	1.82%	4.08%	6.54%	9.27%
母公司所有者利润	180,582	183,941	191,289	203,735	222,539						

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其他决定的唯一信赖依据。